

2020年04月27日

华钰矿业 (601020.SH)

塔金、柯月项目投产在即，战略重心转向贵金属

■2019年公司业绩符合预期。2020年4月25日，公司发布2019年年报及2020年一季报，2019年实现营业收入15.19亿元，同比增长32.69%；实现归母净利润1.25亿元，同比减少44.28%；扣非后归母净利润1.13亿元，同比减少44.85%；实现基本每股收益0.24元，同比减少44.19%。2019年公司实现毛利3.69亿，其中铅铋（含银）精矿、锌精矿占比分别为69.44%、28.48%。

2020年一季度公司业绩同比回落。实现营业收入7.02亿元，同比增长875.51%；实现归母净利润241.11万元，同比减少87.08%；扣非后归母净利润710.26万元，同比增长94.68%；基本每股收益0.005元，同比减少88%。

■2019年公司铅锌铋银等产品产量平稳，但国内铅锌铋等金属价格大幅下滑，公司业绩回落。2019年国内铅、锌、铋现货均价回落明显。铅锌铋价格分别为16,662元/吨、20,229元/吨、42,025元/吨，同比分别-12.75%、-13.75%、-5.35%。白银均价3953元/千克，同比+9.3%。2019年公司产品产量平稳。产出矿石量为72.00万吨，完成全年计划的102.86%，生产锌精矿2.41万吨，同比+2.28%，主要因为锌原矿品位上升；生产铅铋（含银）精矿2.19万吨，同比-8.14%，主要为矿石处理量减少，2019年公司主要产品量平价降，公司毛利率下滑19.37 Pct至24.3%，公司业绩回落。

2020年一季度受新冠疫情影响，有色金属产业链供需双弱，铅、锌、铋价格大幅下滑，公司业绩回落明显。2020年一季度铅锌铋价格分别为14,503元/吨、16,771元/吨、39,827元/吨，同比分别-17.22%、-23.55%、-18.09%；白银均价3978元/千克，同比+6.9%。

■2019年公司重点开发项目继续推进。一是柯月采矿权证办理取得突破，采矿权证办理进入最后阶段。柯月项目（设计选矿产能40万吨/年）预计2020年中投产，据我们测算，若柯月达产，公司铅、锌、铋、银产量分别有望增加49%、36%、122%、57%。二是塔金矿业项目建设正在进行中。项目原计划2019年底投产，受疫情影响工期稍有推迟，2020年有望投产，项目达产后预计年生产黄金权益产量约1.1吨。三是拟对价5亿元取得贵州亚太矿业40%股权，参与泥堡金矿项目开发。据公司公告，泥堡金矿项目黄金控制资源量54吨，品位4.5克/吨，采选量为100万吨矿石/年，预计2022年正式投产，达产后预计黄金产量为3~4吨/年，预计克金成本在100-120元/克，泥堡金矿达产后为国内较大的单体金矿，具备较强的经济效益，有望一举奠定公司在贵金属行业的地位。

■2017年底以来，公司连续发力收购国内外黄金资产，彰显公司战略重心转向贵金属矿山的决心。收购泥堡项目后，综合塔金、埃塞提格雷项目，公司拟合计控制黄金资源量113吨，权益资源量超过50吨。据我们测算，2020~2022年公司黄金权益产量分别为0.55吨、1.18、2.4吨，2024年公司三大黄金项目完全达产后，黄金产量有望达6.6吨，权益产量有望达3.2吨左右。我们认为，随着以上金矿项目的孵化和投产，公司主营业务金属品种正在逐渐从铅锌转向金银，未来仍有进一步择优并购海内外贵金属资产的潜力。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级，6个月目标价为10元/股。考虑到2020-2022年柯月、塔金、泥堡项目逐步投产，在铅、锌、铋、金价格分别为1.5万/吨、1.6万/吨、4.0万/吨、380元/克假设下，预计公司归母净利润分别为2.9亿、4.8亿、6.5亿，如不考虑可转债转股，EPS分别为0.56元、0.92元、1.23元；如考虑可转债在2020年全部转股后新增股本0.63亿，稀释后EPS分别为0.50元、0.82元、1.10元。随着2020-2024年三大金矿项目逐步达产，再加上金银价格已进入上行通道，公司贵金属业绩和估值弹性将大幅加强。我们维持“买入-A”投资评级，6个月目标价为10元/股，相当于2020年18.0x动态市盈率。

■风险提示：1) 新矿投产及资产收购进度推迟；2) 铅锌铋金银价格不及预期。

公司快报

证券研究报告

铅锌

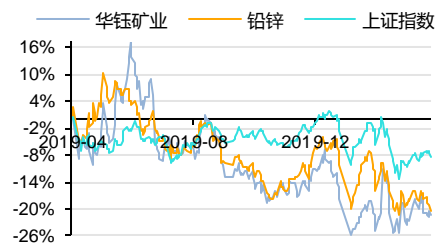
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：10元
股价（2020-04-24）8.11元

交易数据

总市值（百万元）	4,265.21
流通市值（百万元）	4,240.43
总股本（百万股）	525.92
流通股本（百万股）	522.86
12个月价格区间	7.63/12.08元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.95	1.28	-19.9
绝对收益	-5.37	-4.36	-28.91

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

华钰矿业：战略重心转向贵金属矿山，产能释放蓄势待发/齐丁	2020-03-08
华钰矿业：产能稳步投放，贵金属业绩弹性提升/齐丁	2019-02-22

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,145.0	1,519.3	1,590.9	2,483.0	3,490.7
净利润	224.6	125.1	292.1	481.8	648.9
每股收益(元)	0.43	0.24	0.56	0.92	1.23
每股净资产(元)	3.78	4.16	4.36	5.09	6.08
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	19.0	34.1	14.6	8.9	6.6
市净率(倍)	2.1	1.9	1.9	1.6	1.3
净利润率	19.6%	8.2%	18.4%	19.4%	18.6%
净资产收益率	8.2%	3.8%	13.5%	20.4%	23.3%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	11.1%	3.9%	13.8%	24.3%	28.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总 (定后刷新)

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,145.0	1,519.3	1,590.9	2,483.0	3,490.7	成长性					
减:营业成本	645.0	1,150.0	813.6	1,127.6	1,505.1	营业收入增长率	26.6%	32.7%	4.7%	56.1%	40.6%
营业税费	29.2	24.2	39.8	62.1	87.3	营业利润增长率	-26.6%	-49.6%	303.2%	87.4%	44.4%
销售费用	1.8	1.9	3.2	5.0	7.0	净利润增长率	-26.2%	-44.3%	133.4%	65.0%	34.7%
管理费用	183.2	170.4	206.8	347.6	558.5	EBITDA 增长率	-21.7%	-16.5%	122.6%	67.8%	38.3%
财务费用	28.3	37.1	45.3	45.2	44.1	EBIT 增长率	-23.9%	-26.3%	175.1%	78.3%	41.7%
资产减值损失	24.5	-21.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	-24.3%	-44.3%	237.4%	80.1%	42.2%
加:公允价值变动收益	-	0.0	-	-	-	投资资本增长率	58.2%	-5.2%	2.6%	21.0%	6.0%
投资和汇兑收益	-1.0	-2.1	-	-	-	净资产增长率	40.4%	6.8%	7.4%	21.6%	25.7%
营业利润	233.0	117.3	473.1	886.5	1,279.6	利润率					
加:营业外净收支	16.2	13.1	19.5	19.5	19.5	毛利率	43.7%	24.3%	48.9%	54.6%	56.9%
利润总额	249.2	130.5	492.6	906.0	1,299.1	营业利润率	20.3%	7.7%	29.7%	35.7%	36.7%
减:所得税	31.7	23.2	83.7	154.0	220.9	净利润率	19.6%	8.2%	18.4%	19.4%	18.6%
净利润	224.6	125.1	292.1	481.8	648.9	EBITDA/营业收入	28.6%	18.0%	38.3%	41.2%	40.5%
						EBIT/营业收入	22.7%	12.6%	33.2%	37.9%	38.2%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	252	194	189	138	119
货币资金	123.3	63.8	339.6	339.0	1,056.7	流动资产周转天数	23	-1	-56	-71	-51
交易性金融资产	-	0.8	-	-	-	流动资产周转天数	225	116	150	133	151
应收账款	299.7	290.0	413.6	521.4	733.1	应收账款周转天数	64	70	80	68	65
应收票据	-	-	-	-	0.0	存货周转天数	21	13	11	7	7
预付账款	11.5	45.9	40.7	56.4	75.3	总资产周转天数	1,078	999	1,069	774	654
存货	50.3	55.7	40.7	56.4	75.3	投资资本周转天数	838	754	710	509	408
其他流动资产	18.3	23.3	11.6	11.6	11.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.2%	3.8%	13.5%	20.4%	23.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	2.4%	8.3%	13.1%	15.6%
长期股权投资	-	60.0	42.4	542.4	542.4	ROIC	11.1%	3.9%	13.8%	24.3%	28.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	818.7	821.9	847.3	1,057.8	1,253.2	销售费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	454.7	785.5	785.5	785.5	785.5	管理费用率	16.0%	11.2%	13.0%	14.0%	16.0%
无形资产	2,058.7	2,059.3	2,058.6	2,058.6	2,058.6	财务费用率	2.5%	2.4%	2.8%	1.8%	1.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.6%	13.8%	16.0%	16.0%	17.5%
资产总额	3,895.7	4,538.0	4,911.7	5,760.7	6,923.2	偿债能力					
短期债务	55.0	40.0	40.0	50.0	50.0	资产负债率	32.2%	37.8%	38.3%	36.0%	33.1%
应付账款	288.1	244.4	299.8	394.0	507.3	负债权益比	47.6%	60.9%	62.1%	56.3%	49.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.65	0.48	0.84	0.82	1.37
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.58	0.42	0.79	0.77	1.32
长期借款	387.0	107.0	127.0	127.0	127.0	利息保障倍数	9.19	5.17	11.64	20.81	30.20
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,255.8	1,717.5	1,881.4	2,074.8	2,288.9	DPS(元)	0.09	-	-	-	-
少数股东权益	650.4	632.5	736.1	1,006.3	1,435.7	分红比率	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	525.9	525.9	525.9	525.9	525.9	股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,489.0	1,563.3	1,799.3	2,184.8	2,703.9						
股东权益	2,639.9	2,820.5	3,028.8	3,684.4	4,632.9						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	217.5	107.2	292.1	481.8	648.9	EPS(元)	0.43	0.24	0.56	0.92	1.23
加:折旧和摊销	84.4	89.6	82.0	82.0	82.0	BVPS(元)	3.78	4.16	4.36	5.09	6.08
资产减值准备	24.5	15.8	-	-	-	PE(X)	19.0	34.1	14.6	8.9	6.6
公允价值变动损失	-1.7	-0.0	-	-	-	PB(X)	2.1	1.9	1.9	1.6	1.3
财务费用	29.1	39.0	45.3	45.2	44.1	P/FCF	-4.2	27.1	11.9	-24.5	10.2
投资损失	1.0	2.1	-	-	-	P/S	3.7	2.8	2.7	1.7	1.2
少数股东损益	-7.1	-17.9	116.8	270.1	429.4	EV/EBITDA	17.5	20.9	8.5	5.3	3.6
营运资金的变动	87.0	417.8	-75.7	44.2	-35.3	CAGR(%)	51.2%	115.9%	10.9%	51.2%	115.9%
经营活动产生现金流量	388.0	429.3	460.4	923.3	1,169.0	PEG	0.4	0.3	1.3	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-719.2	-815.8	18.4	-500.0	-0.0	ROIC/WACC	0.8	0.3	1.0	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	-104.7	328.7	-107.3	-100.9	-44.1	REP	2.2	6.7	1.7	0.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn	
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034