

深耕铜锌，海外丰厚铂资源再添助力

——白银有色（601212.SH）首次覆盖

增持（首次）

日期：2019年07月02日

报告关键要素：

白银有色是一家在铜锌等基本金属和金铂等稀有金属的采选、冶炼、加工及贸易都有涉及的全产业链上市公司，拥有庞大的境内铅锌资源储量和境外金铂资源储量。近年来公司不断进行技术革新，完成海外贵金属公司的收购。当下新能源汽车需求旺盛，拉动氢燃料电池需求增长，进而带动对铂需求，公司所拥有的铂资源有望为公司未来发展增添更多助力。

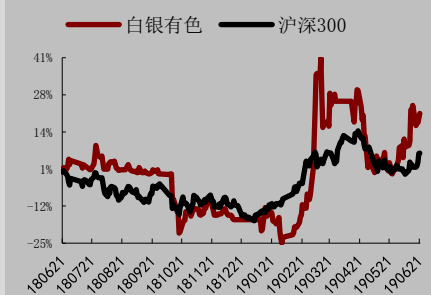
投资要点：

- **国内铂资源匮乏，公司丰富的铂资源提升公司未来竞争力水平：**铂是重要的稀有金属，具有良好的化学性质和投资价值。中国的铂资源量仅为 365.30 吨，约占全球储量的 0.5% 左右，远不能满足发展需要。白银有色通过收购第一黄金而拥有了西班牙 19.82% 股权，进而可分享其 6356.7 吨的铂系金属资源量和 1.59 亿磅的铑资源量。
- **燃料电池的迅猛发展拉动铂需求，公司营收有望厚增：**铂作为氢燃料电池的催化剂，其催化活性优良，在很宽的温度范围内保持稳定，具有不可替代的地位。该电池续航能力强，充电时间短，是受国家政策支持的环境友好型电池。但该电池的推广离不开铂的持续供应，白银有色大量的铂资源有望成为未来业绩的主要增长点。
- **铜锌需求仍存潜力，公司主营业务稳定发展：**公司拥有铜储量 32.9 万吨，锌储量 678.7 万吨。目前，国内电力消费仍是铜的主要消费渠道，“十三五”电网规划指标尚未完成，未来国家电网的发展建设仍将拉动铜的需求，国内经济韧性仍存，家电建材板块对铜的需求有望企稳回升。同时，锌冶炼产能不足，锌价获支撑。公司的主营业务铜锌板块仍有业绩增长空间。
- **盈利预测与投资建议：**预计 19-21 年公司归母净利润分别为 1.79、2.64、3.56 亿元，EPS 分别为：0.02、0.04、0.05 元对应收盘价 4.39 元的 PE 分别为 181.69、123.09 和 96.98 倍，首次给予“增持”评级。
- **风险因素：**铂矿山品位下降，主营产品下游需求不及预期，国家行业政策变化，主营产品原材料价格大幅波动，中美贸易摩擦加剧。

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	中信国安集团有限公司/32.27%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	7,404.77
流通A股(百万股)	1,964.68
收盘价(元)	4.39
总市值(亿元)	325.07
流通A股市值(亿元)	86.25

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年07月01日

相关研究

分析师：	宋江波
执业证书编号：	S0270516070001
电话：	02160883490
邮箱：	songjb@wlzq.com.cn
研究助理：	夏振荣
电话：	01056508505
邮箱：	xiazr@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	619.47	638.05	665.49	695.43
增长比率(%)	9.38%	3.00%	4.30%	4.50%
归母净利润(亿元)	0.26	1.79	2.64	3.35
增长比率(%)	-89.18%	590.77%	47.61%	26.92%
每股收益(元)	0.00	0.02	0.04	0.05
市盈率(倍)	794.20	181.69	123.09	96.98

数据来源：WIND，万联证券研究所

投资核心观点

● 公司整体判断

白银有色是新中国最早在有色金属领域扎根发展的企业，是新中国最早建设的大型铜硫生产企业。经过了 60 余年的发展，现已形成主营铜、铅、锌、金、银、钼、铂等多种有色金属的采选、冶炼、加工及贸易，业务范围涵盖有色金属勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的全产业链上市公司，发展足迹遍布南非、秘鲁、哈萨克斯坦、刚果(金)、菲律宾等多个国家和地区，是行业领先的大型有色金属企业。公司目前拥有白银炼铜法、低硫高铅次生铜物料冶炼技术、锌冶炼净化渣高效分离综合回收技术、硬锌底铅分离锌铅提钼富集贵金属技术、高效可控回收铜铈工艺技术等一批先进技术，并在 2018 年一年申请 163 项专利，授权 104 件专利，科技创新底蕴雄厚。此外，公司还通过持股斯班一拥有铂系金属资源量 6356.7 吨，铀资源量 1.59 亿磅（该数据截至 2016 年底），是名副其实的稀贵金属资源佼佼者。

● 差异化观点

公司在铜、铅、锌、钼、金、银、铂等多种有色金属均有涉及，形成了以铜锌为主营产业，金铂为优势产业的全产业链发展体系。对其主营业务，铜锌的中下游市场需求仍有潜力，电力、房地产、新能源汽车、锌加工等多方面均有潜在发力点，主营业务发展平稳有序。对于金铂资源，公司持有南非第一黄金、斯班一、班罗三家公司股份，其中第一黄金是全资子公司，斯班一是全球第三大铂系金属生产商，稀贵金属资源雄厚。这些项目为公司应对未来铂金需求增长奠定了良好的基础。铂业务或将成为公司未来营收的主要增长潜力点。

● 估值和评级

预计 19-21 年公司归母净利润分别为 1.79、2.64、3.56 亿元，EPS 分别为：0.02、0.04、0.05 元对应收盘价 4.39 元的 PE 分别为 181.69、123.09 和 96.98 倍，首次给予“增持”评级。

● 股价触发因素

白银有色是国内主营铜锌等基本金属，并深耕金铂等稀贵金属的国有企业，其主要利润来自于铜，其次是锌，在燃料电池快速发展的前提下，公司铂资源前景向好。常见的触发因素有：可能影响需求的因素比如国家供电事业发展情况、基建事业推进力度，汽车、地产、家电等需求变化；可能影响铜供应的因素比如全球主要矿山面临的罢工、地震、洪水等干扰因素，新矿山的投产，主要矿产铜锌资源品位下降等；还有公司自身因素比如矿石开采加工成本变化，开采加工工艺创新，海外收购业务扩张，公司战略变更等；另外，还有宏观政策变化，汇率变动，国际形势变化等。

● 风险提示

铂矿山品位下降，主营产品下游需求不及预期，国家行业政策变化，主营产品原材料价格大幅波动，中美贸易摩擦加剧。

目录

1、以铜为本，铂出未来——白银有色简介	5
1.1 公司的历史沿革及发展历程	5
1.2 公司经营范围及近五年主营产品利润分析	6
2、布局全产业链发展，着力打造海外板块和新兴板块	7
2.1 从采选矿到加工和化工业务，全产业链协同发展	7
2.2 紧跟国家“走出去”政策，打造海外贵金属产业	8
2.3 发展循环经济，进军投资贸易，依托大数据发展新兴产业	8
3、公司境内外资源情况介绍	8
3.1 公司境内资源	8
3.2 公司境外资源	10
3.2.1 公司的全资海外子公司——南非第一黄金公司	10
3.2.2 公司的铂系金属源头——南非斯班一公司	11
3.2.3 海外黄金资源新的血液——班罗公司	12
4、公司近年来财务状况分析	12
5、公司的竞争优势和主营产品未来空间	13
5.1 铂系金属资源优势凸显，氢燃料电池发展底蕴深厚	13
5.1.1 铂供应现状	13
5.1.2 铂需求现状	14
5.1.3 铂金价格有望企稳回升	15
5.2 布局高端，工艺互补，科技创新彰显实力	15
5.3 铜锌需求不减，主营业务平稳发展	16
6、业绩预测	17
7、风险提示	18
图表 1：白银有色股权结构图（子公司不含持股比例在 50%以下的）	5
图表 2：2018 年主营业务分产品营业利润（百万元）及毛利率（%）	6
图表 3：近五年分产品营业利润（百万元）	6
图表 4：近五年分产品毛利率（%）	6
图表 5：近五年分产品营业收入（百万元）	7
图表 6：近五年分产品营业成本（%）	7
图表 7：公司传统业务子公司经营范围	7
图表 8：2018 年公司境内自有矿山品位及储量	9
图表 9：2018 年公司境内资源量汇总	9
图表 10：2018 年公司原材料及运输成本情况	9
图表 11：2018 年公司原材料及运输成本情况	10
图表 12：2018 年斯班一资源储量	11
图表 13：2018 年班罗公司资源储量	12
图表 14：班罗公司近三年生产经营情况	12
图表 15：近五年公司净资产收益率及其相关指标	12
图表 16：近五年公司净资产收益率的杜邦分析指标走势	13
图表 17：近五年全球铂储量情况	13
图表 18：全球铂矿产量及价格走势	14
图表 19：中国汽车消费量	14
图表 20：上海金交所铂金现货：收盘价（元每克）	15
图表 21：期货收盘价（连续）：NYMEX 铂（美元/盎司）	15
图表 22：伦敦现货铂：以美元计价（美元/盎司）	15
图表 23：中国进口金额：铂：当月值（百万美元）	15
图表 24：期货结算价：阴极铜	16
图表 25：库存小计：阴极铜	16
图表 26：期货官方价：LME3 个月铜	16
图表 27：总库存：LME 铜	16

图表 28: 期货结算价: 锌.....	17
图表 29: 库存小计: 锌.....	17
图表 30: 期货官方价: LME3 个月锌.....	17
图表 31: 总库存: LME 锌.....	17

万联证券

1、以铜为本，铂出未来——白银有色简介

1.1 公司的历史沿革及发展历程

白银有色集团股份有限公司的前身是经原国家重工业部批准，成立于1954年白银厂有色金属公司，是国家“一五”时期156个重点建设项目之一，还是新中国重要的有色金属基地。公司曾创造了铜硫产量、产值和利税连续18年全国第一的业绩，独创了我国具有自主知识产权的“白银炼铜法”。为中国有色金属工业和地方经济发展做出了重要贡献。

1997年5月12日，白银有色金属公司改建为由中国有色总公司设立的国有独资公司，更名为白银有色金属（集团）有限责任公司。

2000年6月，国家对有色金属管理体制进行改革，将白银公司划归甘肃省管理。

2001年开始，因深化国企改革等多项国家重大政策需要，白银公司实施了债转股，对白银公司及其下属企业进行了政策性关闭破产。

2005年1月18日，白银有色金属（集团）有限责任公司按照债转股要求，由甘肃省国资委，信达、华融、长城、东方4家资产管理公司、甘肃省经济合作总公司等股东共同出资组建，注册资本金为49.94亿元。

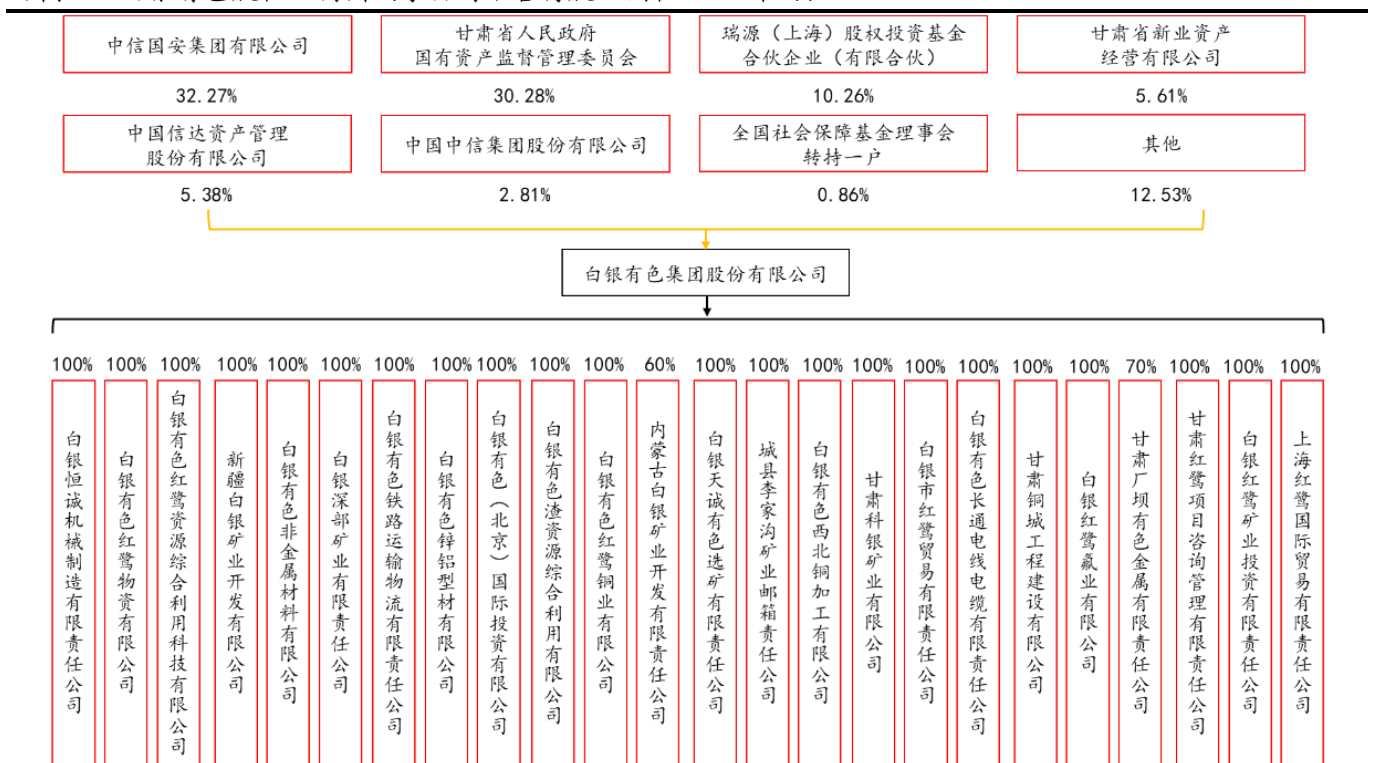
通过享受债转股、政策性关闭破产等政策，2007年7月，公司改制重组为白银有色集团有限公司。

2008年10月24日，公司成功引进中信战略投资32.6亿元实施股份制改造。11月24日，白银有色集团股份有限公司挂牌成立。

2017年2月15日，白银公司在A股市场上市，成为目前国内A股市场有色冶金行业唯一一家整体上市的大型国有企业。

2019年3月，公司完成对南非第一黄金的收购，第一黄金成为公司全资子公司。第一黄金持股的南非斯班一公司是全球第三大铂系金属生产商，这使白银有色在国内的铂资源量位列前茅。

图表1：白银有色股权结构图（子公司不含持股比例在50%以下的）

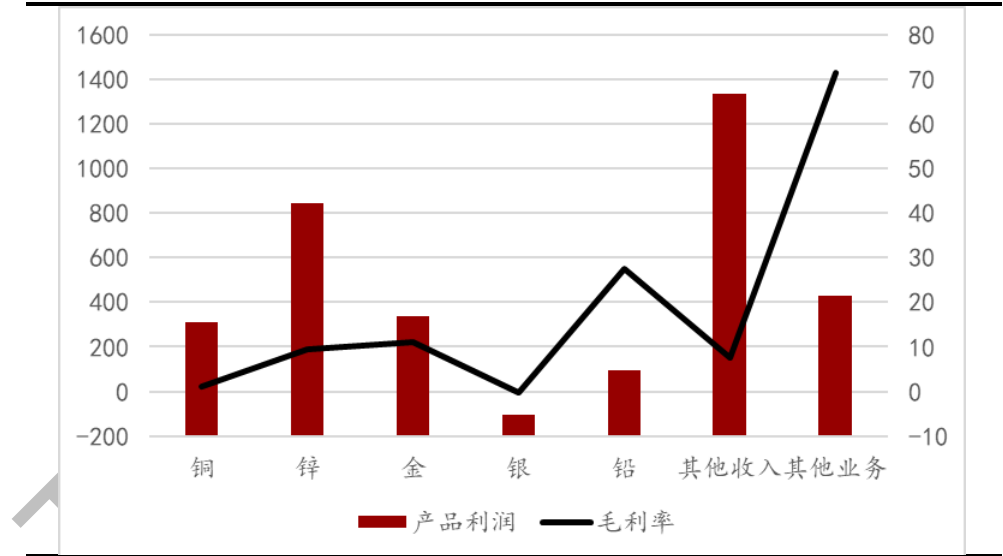


资料来源：WIND、万联证券

1.2 公司经营范围及近五年主营产品利润分析

白银有色目前的经营经营范围如下：有色金属、贵金属采矿、选矿、冶炼及压延加工；矿产品及延伸产品研发、生产及销售；冶金、工程技术科学研究与技术服务、研发及咨询；项目投资、投资管理、资产管理、投资咨询；境内外自营期货业务；国内外贸易；进出口业务；互联网、软件和信息技术服务、产品开发、生产和销售；物流及铁路运输、道路运输；废弃资源综合利用；承包境内外招标工程；地质勘查；爆破作业(设计施工)；租赁(不含金融租赁服务)；水的生产及供应；化学原料和化学制品制造、仓储(不包括危险化学品，硫酸、氧气、氮气、氩气除外)；设备制造；电气机械和器材制造。

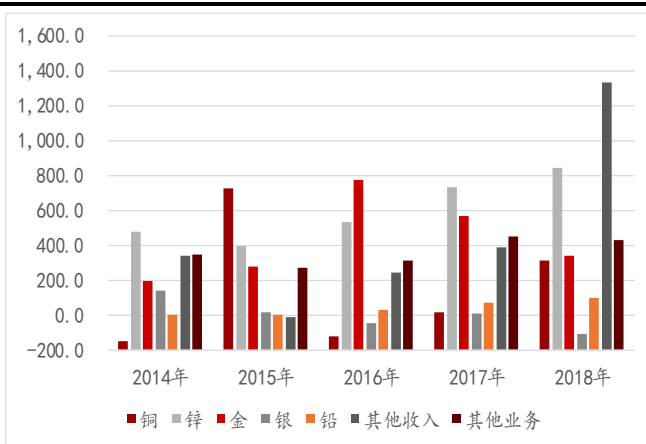
图表2：2018年主营业务分产品营业利润（百万元）及毛利率（%）



资料来源：WIND、万联证券

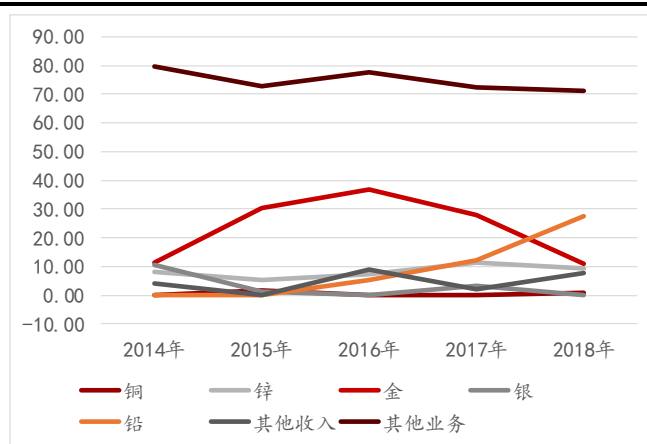
从公司 18 年的利润构成看，铜、金、锌板块业务是公司利润的主要组成部分。其他业务收入占公司利润比较高。公司毛利率呈上涨趋势。

图表3：近五年分产品营业利润（百万元）



资料来源：WIND、万联证券

图表4：近五年分产品毛利率（%）

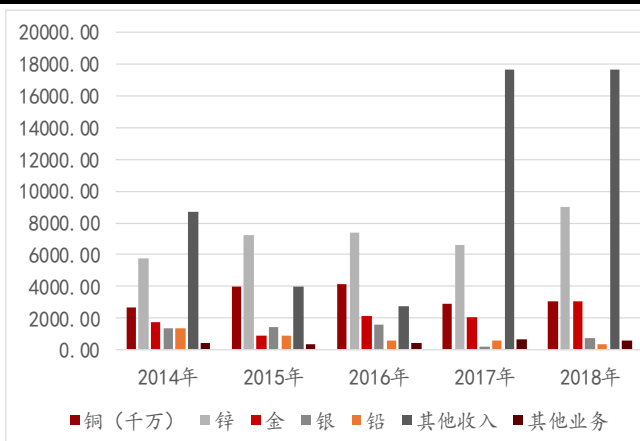


资料来源：WIND、万联证券

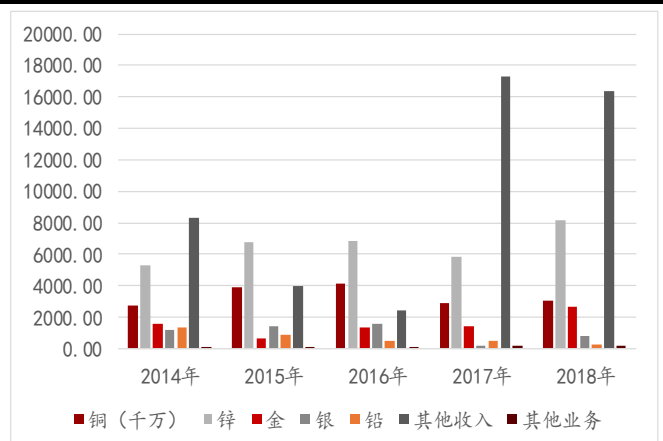
18 年公司有色金属产出大幅增长，较 17 年上涨 2.94 万吨，涨幅 20.02%。其中精矿含铜 4.45 万吨，较上一年度增加 1.97 万吨，幅度 79.22%，这使得公司铜板块利润较 17 年上涨了 2.93 亿；精矿含锌 11.12 万吨，较上一年度增加 0.97 万吨，幅度 9.5%，锌板块利润较 17 年上涨了 1.07 亿。另外，精矿含铅 2.05 万吨，较上一年度增加 80 吨，幅度 0.39%，精矿含钼 198 吨，较上一年度增加 24 吨，幅度 13.63%。由于公司下属首信秘鲁矿业铜、锌精矿金属量有所增加，导致了公司铜、锌板块利润大幅增长。然而，受贵金属价格下跌影响，公司金板块利润较去年减少 2.31 亿，银板块亏损较

大。

图表5: 近五年分产品营业收入 (百万元)



图表6: 近五年分产品营业成本 (%)



资料来源: WIND、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

2、布局全产业链发展, 着力打造海外板块和新兴板块

2.1 从采选矿到加工和化工业务, 全产业链协同发展

白银有色从上游的采选矿业务到下游的化工和加工业务均有布局, 形成了完整的产业链模式。其中采选矿产能达 410 万吨/年, 铜冶炼产能可达 20 万吨/年, 铅冶炼产能可达 3 万吨/年, 锌冶炼产能可达 27.7 万吨/年。下游的加工和化工产业中, 铜铝锌铅及其合金的加工材可达每年 6.57 万吨, 各类电缆年产 7900 千米, 电线年产 1.4 万吨, 锌铝型材公司的每年可加工有色金属 3 万吨, 其中铝 2.5 万吨, 铅银 5 千吨。

图表7: 公司传统业务子公司经营范围

业务范围	子公司名称	主营产品或业务
采选矿	深部矿业	铜、铅、锌、钼等金属的开采
	小铁山矿	
	厂坝公司	
	新疆白银矿业	
	选矿公司	
冶炼	铜业公司	1. 阴极铜、锌锭、铅锭; 2. 伴生金、银等贵金属及硫酸
	第三冶炼厂	
	西北铅锌冶炼厂和厂坝公司 (成州锌冶炼厂)	
加工	西北铜加工公司	1. 铜、铅、锌、铝及其合金加工材的板带、箔、管、棒、线、型材; 2. 铂、铑等贵金属制品; 3. 产品分 164 个金属牌号、506 个品种和上万个规格
	长通电缆公司	1. 高、中、低压各种电线电缆 180 多个品种, 10,000 多种规格; 2. 超导电缆、微细电磁线、超电磁线、变频电缆、耐高温氟塑料电缆、高压风力电缆、特种架空导线等高新类产品
	锌铝型材公司	1. 铝锭、铝母线、铝导杆、铝合金锭、铝合金杆的加工; 2. 锌电解用铝阴极板、铝银阳极板的加工制作
化工	白银有色非金属材料有限公司	1. 熔剂用石灰岩、冶金用石英岩的开采销售、石灰的制造及销售、水泥销售; 2. 矿产开采咨询
	白银新大孚科技化工有限公司	1. 烷基萘原酸盐、二羟基二硫代磷酸盐、聚丙烯酰胺系列、二

		硫化碳（凭有效许可证经营） 2. 化工产品（不含危险化学品及易制毒化学品） 3. 酯-112、钢桶、复合包装材料
建筑安装	甘肃铜城工程建设有限公司	具有建筑工程施工总承包壹级资质、钢结构工程专业承包壹级资质；同时具有市政公用工程施工总承包、矿山工程施工总承包、起重设备安装工程、建筑机电设备安装工程、防水防腐保温工程、预拌混凝土专业承包资质和承装（修、试）电力设施许可证、工程质量检测及工程勘察测量、地基与基础工程专业承包等资质，承担白银有色工业与民用建筑工程

资料来源：公司官网、万联证券

2.2 紧跟国家“走出去”政策，打造海外贵金属产业

公司自 2010 年开始，紧跟国家“走出去”政策，积极实施境外资源战略。经过近几年发展，公司已在非洲、美洲、中亚、东南亚及中国香港等多个国家和地区拓展了包括有色金属和贵金属采选冶、矿产资源并购开发及有色金属行业贸易等。

目前，公司在南非控股、参股第一黄金和斯班一两家公司，在加拿大参股班罗公司，这三家公司的黄金、铂金、铀资源构成了白银有色的稀有矿产资源来源。

此外，公司还在秘鲁控股一家多金属选矿公司和一家贸易公司，在香港拥有一家国际贸易公司，在境外设立白银贵金属、白银国际等离岸公司，搭建了并购矿产资源的投资平台。

2.3 发展循环经济，进军投资贸易，依托大数据发展新兴产业

在循环经济方面，公司以综合治理和发展循环经济为突破口，形成主体产业清洁生产、二次资源充分利用、资源“吃干榨尽”的内外循环产业链。公司目前建设了年处理 140 万吨铜冶炼残渣生产线，具备年综合回收铜 2.2 万吨的生产能力，综合回收铜金属量相当于一个中型矿山。公司目前拥有低硫高铅次生铜物料冶炼技术，实现了铜、铅、锌及贵金属和杂质的高效分离；锌冶炼净化渣高效分离综合回收铜镉钴等多金属新工艺技术；从铜冶炼制酸系统中高效可控回收铜铼工艺技术和硬锌底铅分离锌铅提铟富集贵金属技术。公司循环经济建设入选国家“循环经济模式典型案例”，荣获“全国循环经济工作先进单位”、“国家技术创新示范企业”、“全国首批资源综合利用‘双百’工程骨干企业”荣誉称号。

投资金融贸易方面，公司利用主营业务原料和产品的金融属性，结合金融工具，创新了传统的经营模式，既控制了市场风险又挖掘了原料采购端及产品销售端的工业价值、金融价值和贸易价值，增强了主营业务的盈利能力，提高了企业的竞争力。

公司还紧跟大数据浪潮，与甘肃省国有资产投资集团有限公司及九次方财富资讯（北京）有限责任公司合资组建了“丝绸之路大数据有限公司”。该公司立足甘肃，面向西北，辐射丝绸之路沿线国家和地区，计划成长为我国西北地区乃至丝绸之路经济带上集大数据资产运营、大数据产业培育、大数据创新应用以及相关信息基础设施投建于一体的、业内技术和市场领先的、区域垄断优势明显的大数据综合服务提供商。

3、公司境内外资源情况介绍

3.1 公司境内资源

公司在境内拥有 16 座矿山，主要生产铜、铅、锌、钼等。公司在甘肃、新疆、陕西、西藏等资源丰富的省份和地区，拥有 16 个采矿权、3 个探矿权。铜铅锌金属量 883.75 万吨，其中：铜金属量 32.9 万吨、铅金属量 172.15 万吨、锌金属量 678.7 万吨，金金属量 16.75 吨、银金属量 1960 吨、钼金属量 1.51 万吨。公司的锌资源量位列全国前茅，主力矿山厂坝铅锌矿是国内特大型、已探明的第二大铅锌矿床，矿石总量 1.18 亿吨，探明铅锌金属量 788.61 万吨，综合平均品位 6.67%。

图表8：2018年公司境内自有矿山品位及储量

矿山名称	主要品种	可采储量/ 万吨	品位/%	年产量/ 万吨	资源剩余 可开采年限	风险 提示
白银有色集团股份有限公司 火焰山折腰山铜矿	铜	479.81	1.14	50	10	
白银有色集团股份有限公司 小铁山矿	铜、铅、锌	794.78	9.63	30	18	
白银有色集团股份有限公司 石灰石矿	石灰石	6875	52.61%	150	47	
采矿许可证(石英石矿)	石灰石	638.3	97.24	3	200	
甘肃省厂坝有色金属有限公 司厂坝铅锌矿	铅、锌	2237.8	6.76	55	40	
甘肃省厂坝有色金属有限公 司李家沟铅锌矿	铅、锌	4009	8.11	66	60	
甘肃省厂坝有色金属有限公 司小厂坝铅锌矿	铅、锌	1373.5	10.5	33	41	矿权办 理延期
新疆白银矿业开发有限公司 新疆富蕴县索尔库都克铜矿	铜	2363.84	0.72	130	18	
新疆白银矿业开发有限公司 新疆富蕴县索尔库都克铜矿	铜	1614.28	0.08	50	32	
内蒙古阿巴嘎旗斯布格音教 包萤石矿	萤石矿	397.3	65.04	30	13	矿权办 理延期
陕西省镇安县黄土岭铅锌矿	铅、锌	218.32	8.27	16.5	13	矿权办 理延期
采矿许可证(甘沟)	铅、锌	123	8.96	9	8	
采矿许可证(泗人沟)	铅、锌	383	12.74	20	14	
陕西省旬阳县任家沟铅锌矿	铅、锌	264	6.47	9	26	
陕西省旬阳县火烧沟铅锌矿	铅、锌	30	9.35	6	2.5	矿权办 理延期
西藏工布江达县 亚桂拉铅锌矿	铅、锌	1074.6	5.82	60	16	

资料来源：公司年报、万联证券

图表9：2018年公司境内资源量汇总

资源名称	储量/万吨	资源名称	储量/万吨
铜	32.9	金	16.75
铅	172.15	银	1960
锌	678.7	钼	1.51

资料来源：公司年报、万联证券

图表10：2018年公司原材料及运输成本情况

矿石原材料类型及 来源	原材料总成本 /百万元	原材料总成本 比上年增减 (%)	运输费用成本 /百万元	运输费用成本 比上年增减 (%)
自有矿山	880.34	-3.08	11.47	-17.36
国内采购	4549.21	12.68	45.43	106.86
境外采购	4145.96	-11.94	132.78	8.52
合计	9575.51	-0.81	189.68	19.91

资料来源：公司年报、万联证券

虽然公司拥有境内第二大铅锌矿床，但据其 2018 年年报显示，公司的部分原材料仍需要境内外采购来弥补生产不足。随着境外收购的完成，境外原材料成本较上年下降 11.94%，运输成本上涨 8.52%；境内的原材料成本上涨 12.68%，运输成本上涨 106.86%。但值得一提的是，公司的原料采购主要集中在甘肃、陕西、青海、西藏、新疆、内蒙古等周边地区，价格优势和运输优势显著；且在 2018 年的销量增加，库存减少，说明公司的销售策略合理，运行平稳，有进一步提升利润的空间。

图表 11：2018 年公司原材料及运输成本情况

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
阴极铜 (吨)	169,063.95	707,670.43	11,666.65	25.03	1.85	-4.26
锌 (吨)	293,453.00	441,817.18	21,316.27	12.75	9.14	-17.27
电银 (千克)	142,000.00	220,674.89	167,760.90	-11.25	337.59	-33.47
电铅 (吨)	21,452.69	21,878.41	4,402.06	-6.91	-41.33	-21.35
金 (千克)	8,522.03	11,021.20	292.07	4.44	50.14	-89.41

资料来源：公司年报、万联证券

3.2 公司境外资源

公司拥有的黄金和铂系金属资源量在国内位居前列。其中，第一黄金公司的黄金资源储量约折合 809 吨。第一黄金投资的斯班一公司（含美国静水公司）是全球第三大铂族金属生产商、世界前十大黄金生产商，拥有黄金资源量 10422.1 万盎司，约合 3,241.6 吨，黄金储量 1658.4 万盎司，约合 515.8 吨。铂系金属资源量 20437.3 万盎司，约合 6356.6 吨，铂系金属储量 4606.2 万盎司，约合 1432.7 吨。公司下属贵金属公司投资的班罗公司拥有黄金资源量为 1312 万盎司，约折合 408 吨，黄金储量 311 万盎司，约折合 97 吨。

3.2.1 公司的全资海外子公司——南非第一黄金公司

据公开资料显示，南非第一黄金公司注册地在澳大利亚，澳大利亚证券交易所和南非约翰内斯堡证券交易所两地上市（股票代码 GDO），并在南非、莫桑比克和纳米比亚等地从事黄金勘探和项目开发的中型黄金公司，主营产品为金锭，黄金资源量约折合 809 吨。

第一黄金公司的主要资产为位于南非东兰特盆地的东摩德金矿（Modder East）矿井、东摩德处理厂、7 个勘探开发中的金矿和南非斯班一黄金有限公司 19.82% 的股权。其中 7 个勘探开发中的金矿项目分别为北摩德探矿规划项目、范特斯堡探矿项目、莫桑比克图卢探矿项目、纳米比亚易登德卡探矿项目、麦格项目、PERO/Grootvlei 项目和旋转桥合卢方丹项目。

目前第一黄金开展经营采矿业务的项目为东摩德项目（Modder East），列入排产计划的项目主要为霍尔方丹项目（Holfontein）。未来随着霍尔方丹项目附近的矿山投产，可以与东摩德矿山共用部分选冶设施，以实现规模经济。

根据公司收购计划，2019 年 3 月，中非发展基金有限公司持有的中非黄金 100% 股权已全部转让至公司名下。公司现持有中非黄金 100% 股份，进而持有第一黄金集团有限公司（简称“第一黄金”）100% 股份，中非黄金成为公司的全资子公司，第一黄金成为公司的全资公司。

第一黄金的主要竞争优势有主要有以下几点：

1. 运营成本相对较低。旗下的东摩德金矿矿山开采深度较浅，采矿作业集中在地表以下 300-500 米的深度；矿山建设及开发的复杂程度较低，不会出现与开采深度较深的矿山有关的地震活动，工作环境相对安全；采矿更易进入矿山，减少了地下与地面之间的运输成本；东摩德项目矿山的地下温度较低，可大幅减少散热成本。

2.矿产资源丰富。第一黄金的采矿作业主要集中在东兰德盆地 (East Rand)，该地地处全球最大的含金成矿区南非威特沃特斯兰德 (Witwatersrand) 盆地，矿山资源丰富。第一黄金的矿产资源总面积覆盖逾 13.5 万公顷，包括位于东兰德盆地的 7.1 万公顷，资源量为 808.60 吨黄金，总矿石量达 5982.44 万吨。

3.矿业运营和管理优势明显，获得股东的战略支持。第一黄金矿山的开采及冶炼行业专业化程度较高，不仅拥有大批具有丰富的矿山开采、冶炼、生产经验的工程技术人员，还拥有多位具有 25 年及以上的采矿行业管理经验的高级管理人员，能够满足项目运营的需要。此外，随着中非关系不断发展、“一带一路”国家战略的实施，第一黄金将充分利用白银有色的行业经验与战略支持来把握未来的市场机遇。

4.社区和利益相关者关系和谐。第一黄金遵守当地关于环保和安全生产、健康方面的要求，获得环保方面 ISO14001 认证，安全生产与健康方面 OHSAS18001 健康及安全管理体系认证。这为其构建了良好的社区关系，为稳定生产、获取周边资源提供了条件。

3.2.2 公司的铂系金属源头——南非斯班一公司

南非斯班一黄金有限公司 (简称“斯班一”) 成立于 2002 年 12 月 12 日，注册地为南非韦斯托纳里亚市 Libanon 区医院路 1 号 Libanon 商业园，在约翰内斯堡证券交易所和纽约证券交易所两地上市。第一黄金的收购完成后，公司通过第一黄金持有斯班一 19.82% 的股权。

斯班一是南非第一、世界第九大黄金公司。斯班一积极发展铂金战略，于 2016 年 4 月、2016 年 11 月先后完成收购的南非水瓶座 (Aquarius) 与鲁斯登堡 (Rustenburg) 项目，是全球第五大铂系金属生产商。主要资产包括 4 个运营中的矿区、地表尾矿再处理运营综合体和兰特精炼厂 33.1% 的股份。4 个运营中的矿区分别是德里方丹 (Driefontein) 矿区、科洛夫 (Kloof) 矿区、碧翠丝 (Beatrix) 矿区和库克 (Cooke) 矿区；地表尾矿再处理运营综合体由德里方丹、科洛夫、库克各自的地表处理厂以及 Ezulwini 铀处理厂组成；兰特精炼厂是世界最大的黄金精炼厂。

2017 年 5 月正式收购静水公司，Sibanye Gold Limited 更名为 Sibanye-Stillwater。静水公司是美国一家铂系金属生产企业，在纽约证券交易所上市，是业内领先的低成本铂系金属生产商。截至 2016 年 12 月 31 日，静水公司拥有铂、钯推断资源量约 1,626 吨，品位 16.99 克/吨，储量约 681 吨，品位 16.12 克/吨。2016 年静水公司两个在产矿山 (静水矿山、东伯德矿山) 共生产铂和钯合计 17 吨，其中铂产量占 22%，钯产量占 78%，其余还有金、铑、铜、镍等副产品。静水公司布里兹在建项目建成达产后，静水公司每年铂、钯产量预计将达到 27 吨以上。

2017 年 12 月，Sibanye-Stillwater 宣布收购 Lonmin plc 100% 的股份，收购价格大约 2.85 亿英镑 (折合 3.82 亿美元)。Lonmin 是全球最大的铂金生产商之一，并购成功后，斯班一成为全球第二大铂金生产商。

斯班一公司拥有铂系金属资源总量 6356.6 吨，铂系金属储量 1432.7 吨，而中国的铂族金属 2017 年探明储量仅为 365.30 吨。公司丰富的铂系金属资源量有望成为公司未来的增收潜力。

图表 12：2018 年斯班一资源储量

名称	资源量/储量	折合
黄金总资源量	10422.1 万盎司	3241.6 吨
黄金储量	1658.4 万盎司	515.8 吨
铂系金属总资源量	20437.3 万盎司	6356.6 吨
铂系金属储量	4606.2 万盎司	1432.7 吨
铀矿总资源量 (截至 2016 年)	1.59 亿磅	7.26 万吨
铀矿储量 (截至 2016 年)	1.13 亿磅	5.13 万吨

资料来源：公司公告、万联证券

3.2.3 海外黄金资源新的血液——班罗公司

班罗公司是一家在加拿大注册设立，在多伦多证券交易所和纽约证券交易所两地上市的黄金公司。班罗公司的主要资产为位于刚果金的 2 个在产黄金矿山和 2 个勘探项目，其中，在产矿山为唐吉萨和那摩亚，勘探项目为鲁谷西瓦和卡米图嘎。

班罗公司与刚果金政府签署了专门的投资协议，享有 10 年税收豁免等优惠条件，目前班罗公司全资持有其在刚果金的矿山资产，同时，班罗公司设立了班罗基金会，积极回馈周边社区。

图表 13：2018 年班罗公司资源储量

黄金资源量	折合	黄金储量	折合
1312 万盎司	408 吨	311 万盎司	97 吨

资料来源：公司公告、万联证券

2018 年，根据有关班罗公司重组的相关文件，公司所属的境外公司白银国际投资有限公司、RFW 班罗投资有限公司及 RFW 班罗贰号投资有限公司（下称“白银国际及其子公司”）于 2018 年 5 月参与了班罗公司债务重组。重组后，按相关方案及约定，白银国际及其子公司在行使了本次重组借款附带的认股权证后，共获得班罗公司普通股 8,223,825 股，占新班罗公司确认行权后股本比例为 34.42%。截止 2018 年 12 月 31 日，白银国际及其子公司对新班罗公司的长期股权投资账面价值为 103,353,375.20 美元，折合人民币约 7.09 亿元。

图表 14：班罗公司近三年生产经营情况

	2018 年	2017 年	2016 年
黄金产量（盎司）	123,439	178,980	197,691
限售收入（千美元）	168,730	214,568	228,346

资料来源：公司公告、万联证券

4、公司近年来财务状况分析

公司近些年的净资产收益率（ROE）在 2016、2017 年达到峰值，在 2018 年大幅降低（2019 年一季度 ROE 为 0.62）。主要受公司管理费用和财务费用大幅增加所致。2019 年一季度报告中 ROE 回升，表明公司成本压力减轻；公司营收仍然整体向好，18 年较 17 年上涨 9.38%，可见公司营运并未受到影响。

图表 15：近五年公司净资产收益率及其相关指标

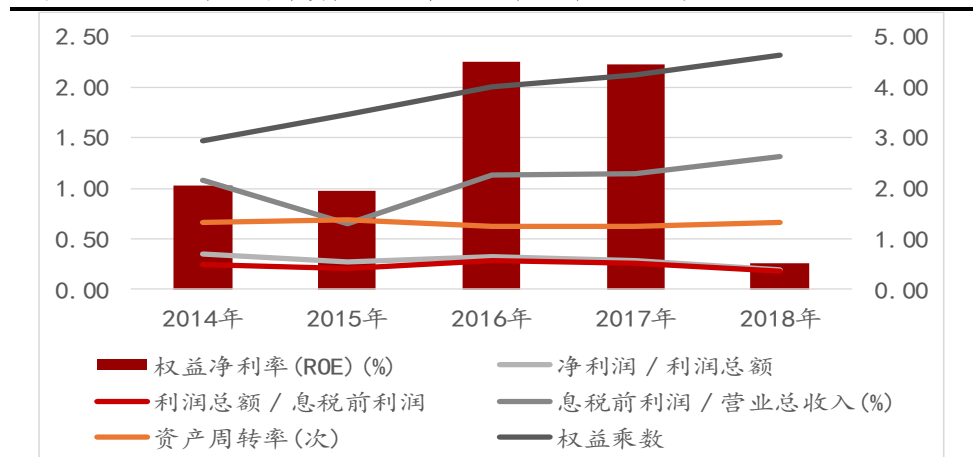
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益净利率(ROE) (%)	1.03	0.97	2.25	2.23	0.26
净利润（百万元）	344.23	159.5	487.56	378.45	225.88
所有者权益（百万元）	12765.68	12007.81	14039.23	13829.63	12799.21
净利润 / 利润总额 (%)	71.33	55.05	66.14	57.83	38.44
利润总额 / 息税前利润 (%)	48.19	41.12	58.25	50.60	36.07
息税前利润 / 营业总收入 (%)	2.17	1.29	2.27	2.29	2.64
资产周转率(次)	1.34	1.38	1.25	1.24	1.33
权益乘数	2.94	3.47	4.01	4.25	4.63

资料来源：WIND、万联证券

从杜邦分析角度，公司的“净利润 / 利润总额”和“利润总额 / 息税前利润”两个指标逐年下降，表明公司 18 年面临比较大的财务压力，公司的成本上升。且“息税前利润 / 营业总收入”指标（即为利润率）逐年上升，资产周转率保持平稳，表明公司的盈利能力持续增强。“权益乘数”指标亦在逐年上涨，表明公司债务在扩大，这和公司的海外扩张战略相吻合，随着海外业务的不断盈利，公司未来营收及利润有望持

续向好。

图表16：近五年公司净资产收益率的杜邦分析指标走势



资料来源：WIND、万联证券

5、公司的竞争优势和主营产品未来空间

5.1 铂系金属资源优势凸显，氢燃料电池发展底蕴深厚

铂作为氢燃料电池的催化剂，目前具有不可替代地位。铂的催化活动性优良，可在很宽的温度范围内保持稳定的化学性质；且氢燃料电池的续航能力强于锂电池，充电时间短于锂电池，使氢燃料电池的广泛推广拥有良好前景。

5.1.1 铂供应现状

世界上只有少数几个国家生产铂金，铂金矿的地区分布集中于南非布什维尔德矿区。在自然界中，铂通常不会以单体的形式存在于矿石中，常与钯、铑、镍、铜、金等金属共生。

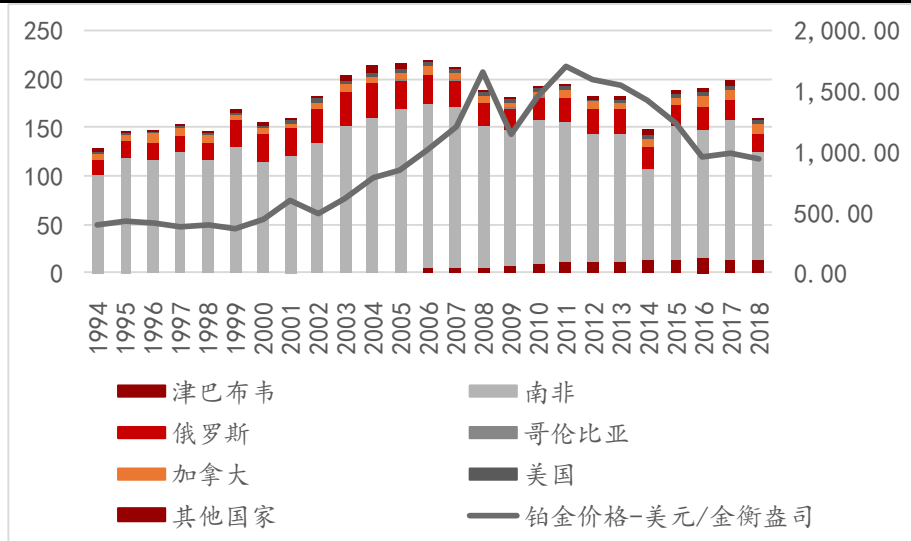
图表 17：近五年全球铂储量情况

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
中国探明储量/吨	372.30	369.20	365.49	365.30	0.00
全球储量/吨	66000	66000	67000	69000	69000
南非储量/吨	63000	63000	63000	63000	63000
俄罗斯储量/吨	1100	1100	1100	3900	3900
加拿大储量/吨	310	310	310	310	310
美国储量/吨	900	900	900	900	900

资料来源：WIND、万联证券

全球 80% 具备经济价值的含铂矿床位于南非北部的布什维尔德矿区 (BushveldComplex)，另外津巴布韦的韦大岩墙矿 (GreatDyke)、俄罗斯诺里尔斯克 (Noril'skTalnakh)、美国斯提耳沃特 (StillwaterComplex)、加拿大萨德伯里 (SudburyComplex) 也是全球主要的铂矿矿区。从供给的国别来看，南非的矿产量占比一直保持在第一位。由于近几年南非主要矿山成本不断上升，加之国内罢工不断导致其矿山的产量增涨缓慢。俄罗斯在苏联解体前后遇到财政危机，故大量产销铂金以增加收入，而在 1999 年之后，铂金产量一直比较稳定，占据第二位。北美的产量一直比较稳定，稳居三四位。2005 年之后，津巴布韦快速增加其产量，但是由于其规模较小，所以仍然难以取代南非的霸主地位。根据美国地质调查局数据，2018 年，全球铂矿探明储量为 6.9 万吨其中南非储量为 6.3 万吨，占全球储量的 91%。全球铂矿产量为 160 吨，其中南非铂矿产量为 110 吨，占全球产量的 69%。

图表18: 全球铂矿产量及价格走势

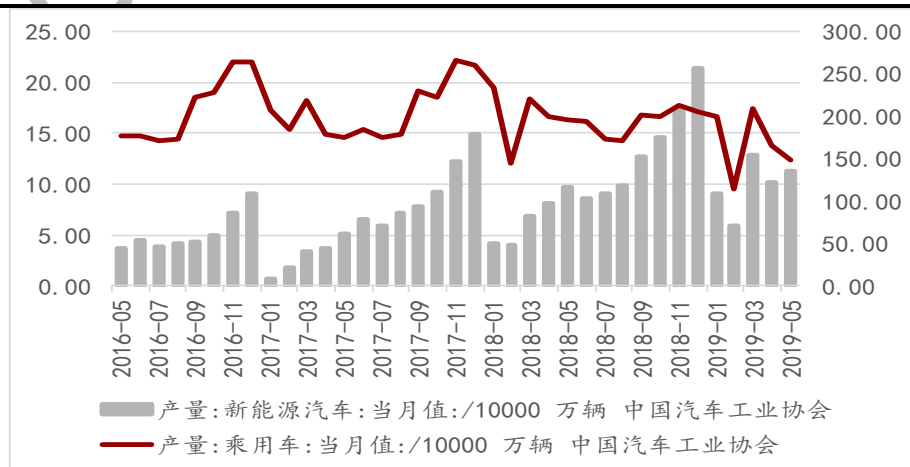


资料来源: 美国地质调查局、万联证券

5.1.2 铂需求现状

铂的需求总体分为催化剂、首饰、其他工业金属与投资。过去5年, 汽车催化剂领域的铂需求最高, 大约占总需求的37%到41%。铂在其他工业用途中的需求平均占全球总需求的20%左右。首饰消费平均占铂金总需求的35%, 需求占比仅次于汽车领域。投资是铂金最小的需求领域, 也是过去5年中变动最大的领域, 在总需求中占2%至11%不等。

图表19: 中国汽车消费量



资料来源: 中国汽车工业协会、万联证券

据中国汽车工业协会统计数据, 5月份乘用车产量为149.1万辆, 同比减少23.70%, 然而新能源汽车5月产量为12.81万辆, 同比增加16.67%。可以看出新能源汽车是未来的主要发展趋势。燃料电池的快速发展有望带来铂需求的高速增长。燃料电池汽车是一种使用车载移动式燃料电池提供动能的汽车, 车用燃料电池必须满足高比能量、低工作温度、起动快、无泄漏等特性, 因此目前燃料电池汽车所用电池均为质子交换膜燃料电池(PEMFC)电堆。PEMFC的工作原理为利用氢气通过铂催化剂, 分解成两个氢离子和两个电子, 通过质子交换膜筛选后, 电子由负极流向正极形成电流驱动电机。PEMFC通常使用铂作为分解氢气的催化剂, 由于氢燃料电池汽车要求催化速度快, 除铂金作为催化剂外, 目前暂无其他替代产品。

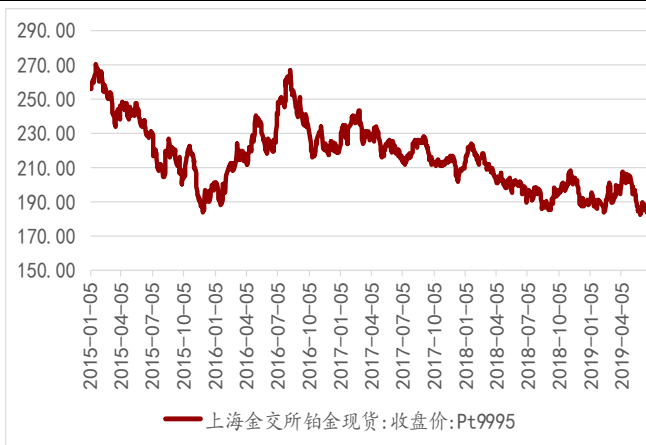
中国汽车工程学会副秘书长王菊透露, 截至目前, 中国市场有41家整车厂商参与了氢能燃料电池汽车的生产制造, 市场上已有56款燃料电池汽车车型, 25家燃料电池系统集成商, 20多个省市发布相关政策和规则, 有25座在运营的加氢站以及45座

在建加氢站，仅 2018 年氢燃料电池产业相关投资及规划资金已超过 850 亿元

5.1.3 铂金价格有望企稳回升

从铂的价格来看，上海金交所现货收盘价、NYMEX 期货连续收盘价和伦敦现货价都呈下跌趋势，目前处于前期低点，近期铂价呈现底部整理态势。未来氢能源汽车的发展将拉升铂的需求，从而使铂的价格获得底部支撑，我们预计未来铂价下跌空间有限，如果新能源汽车高速发展，铂价有望企稳回升。中国的铂进口价格一直在 100 百万美元至 300 百万美元的区间徘徊。从侧面说明我国的铂资源企业在一定时间内仍需依赖进口铂来发展生产。作为铂资源实力雄厚的白银有色有望脱颖而出，在新能源高速发展的背景下，业绩得到稳步提升。

图表 20：上海金交所铂金现货：收盘价（元/每克）



资料来源：WIND、万联证券

图表 21：期货收盘价(连续):NYMEX 铂（美元/盎司）



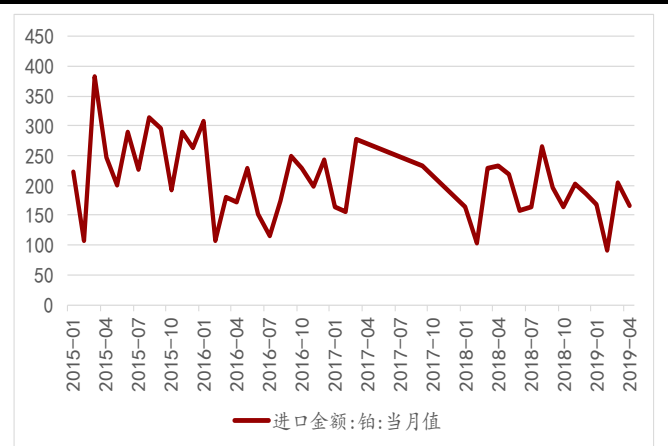
资料来源：WIND、万联证券

图表 22：伦敦现货铂：以美元计价（美元/盎司）



资料来源：WIND、万联证券

图表 23：中国进口金额：铂：当月值（百万美元）



资料来源：WIND、万联证券

5.2 布局高端，工艺互补，科技创新彰显实力

公司除进行日常生产经营外，在技术创新、高端产业等领域也颇有建树。在铜冶炼领域，公司的“白银炼铜法”是我国唯一具有自主知识产权的炼铜技术，逐步创新形成“新型白银铜熔池熔炼炉”工艺；铅锌领域采用黄新型钾铁矾湿法炼锌工艺和改进型 ISP 火法炼锌工艺；同时引进 Outotec AB 的卡尔多炉工艺，具备可综合加工处理铜铅阳极泥 4000 吨、可回收生产黄金 15 吨、白银 500 吨的生产能力，同时可生产精硒、铂、钨、铋、碲等产品。强大的工艺互补优势使公司年可综合回收铜金属 6500 吨，硒、镉、铕、铈、铟、钨、铂、钨、钼、镍等伴生及稀散金属约 750 吨，提高了公司的附加价值。

同时，公司下属子公司长通公司是国家火炬计划重点高新技术产业，其产品应用于国

内外重大工程项目上，如酒泉卫星发射基地、天宫一号、神舟系列、国家电网工程、大型水电、风电、光伏发电工程、国内重大加速器应用、国际热核聚变装置(ITER)用超导电缆(CICC)绞缆项目。国内首根核聚变装置用 750 米超导电缆就是由长通公司研发制造并交付使用的。

公司 2018 年获得省、行业各类科技进步奖 22 项、中国优秀专利奖 1 项、甘肃省专利奖 2 项，全年申请受理专利 163 件，其中发明专利 106 件；授权专利 104 项，其中发明专利 26 件。公司还牵头组织建立了 2 个院士专家工作站，有 3 家子公司被认定为高新技术企业。

公司 2018 年的研发人员共有 716 人，占全部人数的 4.92%，共投入 5.84 亿元用于科研。强大的科研实力和技术创新优势使白银有色在同业竞争中拔得头筹。

5.3 铜锌需求不减，主营业务平稳发展

近期，铜锌价格呈震荡下跌趋势，处于 2017 年年底以来的地位，二者的整体库存也在逐步下降。公司计划生产铜 17 万吨，较上年增长 0.55%，生产锌 35 万吨，较上年增长 19.27%。

图表 24: 期货结算价: 阴极铜



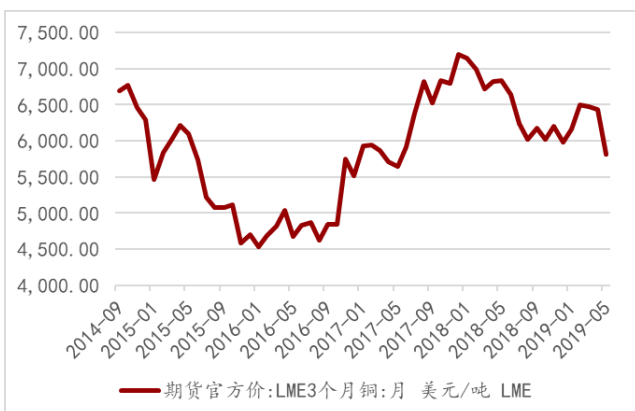
资料来源: WIND、万联证券

图表 25: 库存小计: 阴极铜



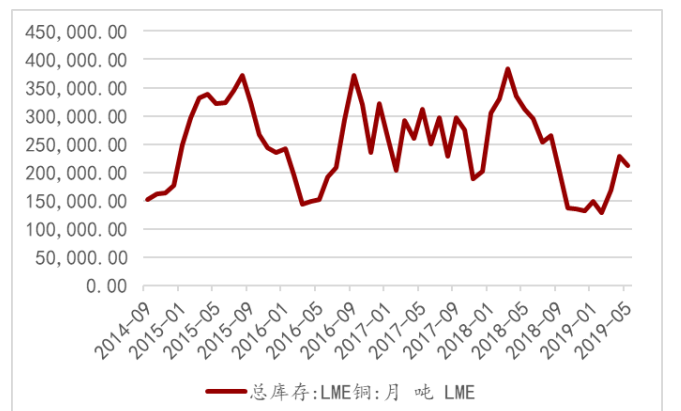
资料来源: WIND、万联证券

图表 26: 期货官方价: LME3个月铜



资料来源: WIND、万联证券

图表 27: 总库存: LME 铜



资料来源: WIND、万联证券

从铜的需求来看，电力投资方面，“十二五”和“十三五”的电网规划尚未完全达到预计指标，国家电网今年计划开工 110(66)千伏以上线路 5.3 万千米，同比增长 9.7%，在这一领域铜的需求不减；房地产开发方面，2019 年房地产竣工面积呈回落趋势，房地产板块之后的建材板块、家电板块或将顺势启动，推动铜的需求上涨；汽车领域，目前传统汽车需求疲软，但取而代之的是新能源汽车领域和汽车下乡领域的进一步发

展，新能源汽车的耗铜量约为燃油汽车的 3-4 倍，这一事实或将推动铜的需求稳步增长。总体来说，公司在铜领域的下游需求不弱，主营的铜业务有进一步发展空间。

锌方面，目前锌的冶炼产能不足，不能满足采出矿石的加工需求；且受《蓝天保卫战三年行动计划》和《秋冬季大气污染综合治理攻坚行动》等环保文件和政策影响，300 多家锌冶炼企业只剩 50 余家，大大提高了企业的议价能力。结合锌库存走低，锌价有下行支撑位，公司主营的锌业务不会受太大影响。

图表 28：期货结算价：锌



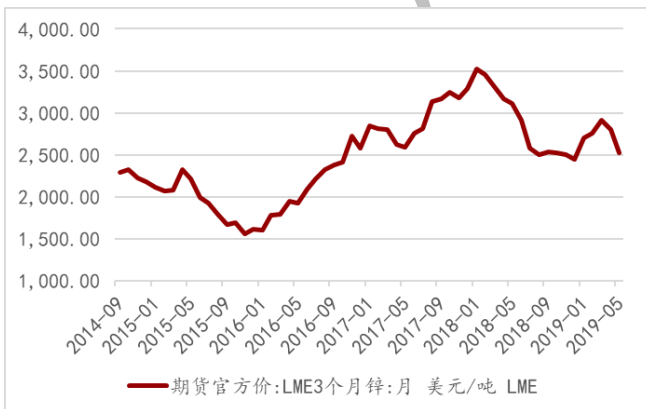
资料来源: WIND、万联证券

图表 29：库存小计：锌



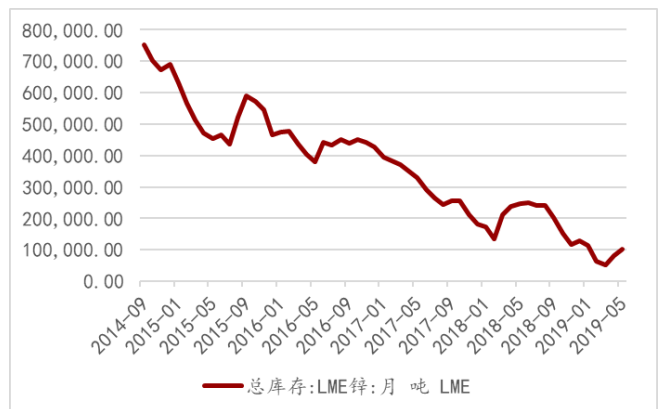
资料来源: WIND、万联证券

图表 30：期货官方价：LME3个月锌



资料来源: WIND、万联证券

图表 31：总库存：LME 锌



资料来源: WIND、万联证券

6、业绩预测

18 年公司营收增加 9.38%，归母净利润下滑 89%，主要是由于管理费用和财务费用合计增长近 10 亿，而 19 年公司财务压力减轻，主营产品产量有望进一步提升，铜、锌价格较 18 年偏高，铂需求增长有望成为公司新的业绩增长点。

所以我们预计 19-21 年公司归母净利润分别为 1.79、2.64、3.56 亿元，EPS 分别为：0.02、0.04、0.05 元对应收盘价 4.39 元的 PE 分别为 181.69、123.09 和 96.98 倍，首次给予“增持”评级。

7、风险提示

铂矿山品位下降，主营产品下游需求不及预期，国家行业政策变化，主营产品原材料价格大幅波动，中美贸易摩擦加剧。

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	21,587.95	22,521.96	23,769.58	25,342.98
货币资金	4,199.69	5,510.13	5,465.64	6,605.82
应收及预付	1,321.05	1,454.44	1,560.99	1,576.83
存货	10,048.02	9,731.92	10,741.14	11,159.43
其他流动资产	6,019.19	5,825.47	6,001.80	6,000.91
非流动资产	24,108.93	23,688.17	23,218.15	22,714.16
长期股权投资	963.54	963.54	963.54	963.54
固定资产	7,390.42	7,535.74	7,655.46	7,752.57
在建工程	3,063.53	2,063.53	1,063.53	63.53
无形资产	6,368.33	6,795.33	7,207.89	7,606.03
其他长期资产	6,323.11	6,330.03	6,327.72	6,328.49
资产总计	45,696.88	46,210.14	46,987.73	48,057.13
流动负债	24,215.10	22,293.65	22,410.99	22,810.05
短期借款	12,647.54	10,647.54	10,647.54	10,647.54
应付及预收	6,203.49	6,194.24	6,295.78	6,646.58
其他流动负债	5,364.08	5,451.86	5,467.67	5,515.92
非流动负债	8,682.56	6,682.56	6,682.56	6,682.56
长期借款	5,680.68	3,680.68	3,680.68	3,680.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3,001.88	3,001.88	3,001.88	3,001.88
负债合计	32,897.67	28,976.21	29,093.56	29,492.61
股本	6,972.97	6,972.97	6,972.97	6,972.97
资本公积	3,393.01	3,393.01	3,393.01	3,393.01
留存收益	6,265.69	10,282.95	10,547.04	10,882.22
归属母公司股东权益	9,658.70	13,675.95	13,940.05	14,275.23
少数股东权益	3,140.51	3,557.98	3,954.12	4,289.30
负债和股东权益	45,696.88	46,210.14	46,987.73	48,057.13

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,030.96	2,874.42	1,227.94	2,415.68
净利润	225.88	178.91	264.10	335.18
折旧摊销	1,181.57	1,196.41	1,201.20	1,238.39
营运资金变动	521.22	418.14	-1,176.34	-35.90
其它	1,102.29	1,080.97	938.98	878.01
投资活动现金流	-1,112.62	-739.82	-715.59	-718.67
资本支出	-950.67	-729.82	-720.59	-723.67
投资变动	-176.04	0.00	0.00	0.00
其他	14.08	-10.00	5.00	5.00
筹资活动现金流	-1,840.09	-824.16	-556.84	-556.84
银行借款	58.25	-4,000.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.20	0.00	0.00	0.00
其他	-1,901.53	3,175.84	-556.84	-556.84
现金净增加额	80.94	1,310.44	-44.48	1,140.17
期初现金余额	4,026.06	4,199.69	5,510.13	5,465.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	4,107.00	5,510.13	5,465.64	6,605.82

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,946.57	63,804.97	66,548.58	69,543.27
营业成本	58,705.13	60,467.97	63,154.60	66,066.10
营业税金及附加	198.91	204.88	213.69	223.30
销售费用	216.58	223.08	232.67	243.14
管理费用	754.15	776.77	810.17	846.63
财务费用	1,494.15	654.01	540.51	540.84
研发费用	17.47	18.00	18.77	19.61
资产减值损失	64.79	42.82	9.58	8.73
公允价值变动收益	19.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-92.19	-10.00	5.00	5.00
营业利润	560.42	1,546.45	1,712.59	1,739.91
营业外收入	45.86	50.00	50.00	50.00
营业外支出	18.66	45.00	45.00	46.00
利润总额	587.61	1,551.45	1,717.59	1,743.91
所得税	361.73	955.07	1,057.35	1,073.55
净利润	225.88	596.38	660.24	670.36
少数股东损益	199.98	417.46	396.14	335.18
归属母公司净利润	25.90	178.91	264.10	335.18
EBITDA	3,171.12	3,267.86	3,310.30	3,374.14
EPS (元)	0.00	0.02	0.04	0.05

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	9.38%	3.00%	4.30%	4.50%
营业利润	-7.07%	175.95%	10.74%	1.60%
归属于母公司净利润	-89.18%	590.77%	47.61%	26.92%
获利能力				
毛利率	5.23%	5.23%	5.10%	5.00%
净利率	0.95%	2.43%	2.58%	2.51%
ROE	0.27%	1.31%	1.89%	2.35%
ROIC	2.77%	2.94%	2.88%	2.96%
偿债能力				
资产负债率	71.99%	62.71%	61.92%	61.37%
净负债比率	257.03%	168.13%	162.59%	158.87%
流动比率	0.89	1.01	1.06	1.11
速动比率	0.42	0.52	0.52	0.56
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.39	1.43	1.46
应收账款周转率	86.64	86.64	86.64	86.64
存货周转率	5.51	6.21	5.88	5.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.00	0.02	0.04	0.05
每股经营现金流	0.41	0.39	0.17	0.33
每股净资产	1.30	1.85	1.88	1.93
估值比率				
P/E	794.20	181.69	123.09	96.98
P/B	2.26	2.38	2.33	2.28
EV/EBITDA	12.38	13.46	13.31	12.72

资料来源：WIND、万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场