

铅锌资源禀赋优异的绿色矿山企业

2022年03月05日

► **公司是国家级绿色矿山企业，在产铅锌资源储量较大，赋存状态好，具有资源禀赋优势。**公司主要从事有色金属的采选及贸易，主要产品包括锌精矿、铅精矿（含银）等。公司矿山拥有锌金属资源储量 215.12 万吨，铅金属资源储量 63.77 万吨，银金属量 1,162.19 吨，资源禀赋优异。公司目前已取得两宗采矿权，矿山产能合计为 150 万吨/年。公司先后被评为全国首批绿色工厂、国家级绿色矿山、国家高新技术企业，是有色金属行业绿色发展十大领军企业、自然资源部树立的全国绿色矿山典范企业。

► **公司营业收入逐年提升，盈利能力良好。**公司营收由 2018 年的 6.24 亿元，提升至 2021 年的 12.52 亿元，CAGR 为 26.3%。2020 年公司综合毛利率为 69.74%，高于同行业公司可比均值 55.51%。2019-2021 年，公司研发支出从 2441.83 万元增长至 4300.37 万元，使得公司在铅、锌、银综合回收率处于国内先进水平。2018-2021 年，归母净利润逐年提升，由 2018 年的 0.30 亿元，上至 2021 年的 4.63 亿元，CAGR 为 149.0%。

► **上游锌铅供应收缩，下游基建等领域或将拉动锌铅需求增长。**上游锌铅精矿供给端受环保、疫情等因素影响，近年来产量下降。国内锌初级消费领域为镀锌、压铸合金等，镀锌消费领域中、建筑领域占比最大为 50%。在国内稳增长背景下，下游基建等领域或将拉动对锌的需求。铅资源主要用于铅酸蓄电池，涉及通信、交通等领域。2020 年我国铅酸蓄电池产量同比增长 12.55%。电动自行车、汽车保有量将支持铅的消费量，5G 基站、储能或将拉动需求增长。2018-2022 年国内锌精矿价格大幅提升，铅精矿价格略微回调。

► **募投项目：改造现有生产系统、提升产能，加强矿山勘探。**公司募集 13.06 亿元、进行徽县郭家沟铅锌矿提升改造项目和生产勘探项目。郭家沟铅锌矿提升改造项目建成后，将通过提高金属回收率，实现年均新增锌精矿产量 3706.94 吨、铅精矿（含银）产量 873.65 吨。同时公司将在郭家沟铅锌矿加大地质勘查工作，预计可探明控制资源量+推断资源量的矿石量 1700 万吨，锌金属量 44.17 万吨，铅金属量 14.25 万吨，银金属量 270.53 吨。

► **投资建议** 我们预计金徽股份 2022-2024 年营收分别为 14.39/16.08/17.70 亿元，归母净利润分别为 6.15/7.50/8.59 亿元。预计 2021-2023 年公司 EPS 的 CAGR 为 27%，同时考虑公司在产铅锌资源储量较大、赋存状态好，未来产能将进一步提升，此外可探明控制资源量+推断资源量的矿石量、金属量将提升，公司具有成长性，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**有色金属价格波动风险；矿山资源储量风险；开采计划与实际结果差距较大的风险；资源储量勘查核实结果与实际存在差异的风险；安全生产风险；发生自然灾害的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,252	1,439	1,608	1,770
增长率 (%)	11.6	14.9	11.7	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	463	615	750	859
增长率 (%)	27.7	32.8	22.0	14.5
每股收益 (元)	0.47	0.63	0.77	0.88
PE	41	31	25	22
PB	8.4	4.9	4.1	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 4 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

19.24 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

目录

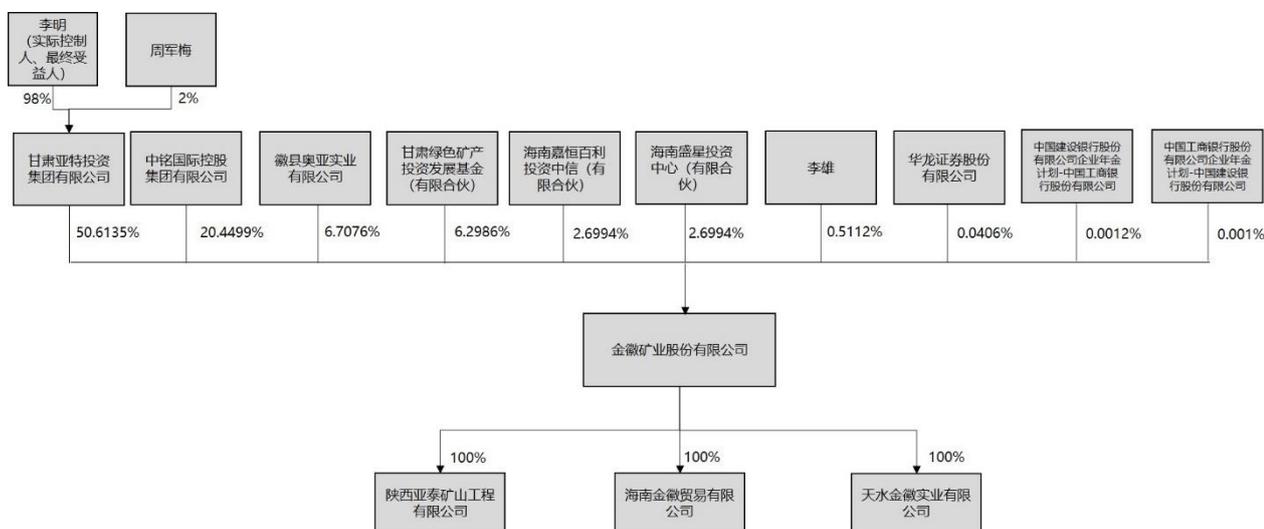
1 公司铅锌矿资源禀赋优异	3
2 全球锌铅供给收缩、基建等领域或将拉动需求增长	8
2.1 产业链上游供给收缩	8
2.2 政策推动产业绿色发展、加高行业进入门槛	12
2.3 下游基建等领域或将拉动锌铅需求	15
3 公司具有优质矿山资源，盈利能力良好	18
3.1 主营业务收入逐年提升	18
3.2 公司盈利能力良好	20
3.3 公司毛利率处于行业较高水平	22
3.4 公司具有绿色矿山、资源禀赋优异，拥有丰富的勘查采选经验	24
4 募投项目：改造现有生产系统、提升产能，加强矿山勘探	25
5 盈利预测与估值分析	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值分析	28
5.3 投资建议	29
6 风险提示	29
插图目录	32
表格目录	32

1 公司铅锌矿资源禀赋优异

金徽股份是国家级绿色矿山企业，在产铅锌资源储量较大，赋存状态好，具有资源禀赋优势。公司成立于 2011 年，公司主要从事有色金属的采选及贸易，主要产品包括锌精矿、铅精矿（含银）等。公司目前已经取得两宗采矿权，可采规模分别为 70 万吨/年和 80 万吨/年，在产的矿山产能合计为 150 万吨/年。公司在产矿山拥有锌金属资源储量 215.12 万吨，铅金属资源储量 63.77 万吨，银金属量 1,162.19 吨，资源禀赋优异。公司先后被评为全国首批绿色工厂、国家级绿色矿山、国家高新技术企业，荣获首届绿色矿山突出贡献奖、全国绿色矿山科学技术重大工程一等奖等荣誉，是有色金属行业绿色发展十大领军企业、自然资源部树立的全国绿色矿山典范企业。2017 年国土资源部将公司的徽县洛坝—郭家沟铅锌矿被列为重点矿区。

本公司的实际控制人为李明，通过直接持有公司第一大股东、亚特投资 98% 的股份、间接持有公司 49.598% 的股份。第一大股东亚特投资持有公司 50.61% 的股份，第二大股东中铭国际持有公司 20.45% 的股份。第三大股东奥亚实业持有 6.71% 的股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司战略布局清晰，拥有三家全资子公司，分工明确。三家全资子公司分别为陕西亚泰、金徽实业、金徽贸易。陕西亚泰矿山经营有限公司经营范围包括矿山施工工程；土石方工程；钻探工程。天水金徽实业有限公司所属行业为批发业，经营范围包含：矿产品的购销。海南金徽贸易有限公司所属行业为批发业，经营范围包含：批发金属矿石，批发矿产品、建材及化工产品，批发金属制品，零售五金、家具及室内装饰材料，零售陶瓷、石材装饰材料，批发机械设备、五金产品及电子产

品，矿产品国际贸易代理服务，矿产品国内贸易代理服务。

表 1：2021 年全资子公司总资产规模

公司名称	公司持股比例	总资产（万元）	公司业务
陕西亚泰	100.00%	5871.65	矿山工程施工
金徽实业	100.00%	1250.95	矿产品的购销
金徽贸易	100.00%	5006.73	批发金属矿石，批发矿产品等商品，矿产品国际贸易代理服务，矿产品国内贸易代理服务。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司拥有两宗采矿权和两宗探矿权，分别为郭家沟采矿权、郭家沟南采矿权、江口探矿权和火麦地探矿权。2018 年 12 月 6 日，公司经甘肃省国土厅备案的资源保有储量、分别达到**锌金属量 215.12 万吨、铅金属量 63.77 万吨、银金属量 1162.19 吨、镉金属量 1.18 万吨**。公司主要矿山，郭家沟及郭家沟南矿山形成**150 万吨/年的矿石采选能力，2021 年开采利用率在 99.93%左右**，公司已经成为甘肃省内生产规模较大和效益较好的绿色矿山企业。

表 2：郭家沟和郭家沟南矿区铅锌资源储量情况

矿山类型	套改后资源量类型	矿石量（万吨）	金属量（吨）		平均品位	
			Pb	Zn	Pb（%）	Zn（%）
工业	探明的	724.32	106304.55	386955.65	1.47	5.34
	控制的	893.57	108535.98	333642.18	1.21	3.73
	推断的	4592.37	411706.67	1407724.52	0.90	3.07
	合计	6210.26	626547.20	2128322.35	1.01	3.43
低品位	探明的	6.56	383.45	566.65	0.58	0.86
	控制的	5.80	164.77	361.40	0.28	0.62
	推断的	279.70	10564.09	21941.45	0.38	0.78
	合计	292.06	11112.31	22869.50	0.38	0.78

资料来源：公司招股说明书

表 3：郭家沟和郭家沟南矿区伴生资源储量情况

矿石类型	套改后资源量类型	矿石量（万吨）		金属量		平均品味	
		Ag	Cd	Ag（千克）	Cd（吨）	Ag（10 ⁻⁶ ）	Cd（%）
伴生元素不分类	探明的	730.88	-	199081.98	-	27.24	-
	控制的	899.37	-	196648.64	-	21.87	-
	推断的	4872.07	6502.32	766460.34	11767.37	15.73	0.018
	合计	6502.32	6502.32	1162190.96	11767.37	17.87	0.018

资料来源：公司招股说明书

表 4：江口探矿权资源储量情况

矿石类型	套改后资源量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)			平均品味		
			Pb	Zn	Pb (%)	Zn (%)		
工业	推断的	83.3	9695	32776	1.16	3.93		
矿石类型	套改后资源量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (千克)			平均品味		
			Ag	Cd	Ga	Ag (10 ⁻⁶)	Cd (%)	Ga (%)
工业	推断的	83.3	16311	83300	16660	19.58	0.01	0.002

资料来源：公司招股说明书

表 5：火麦地探矿权资源储量情况

矿石品级	套改后资源量类型	矿石量 (万吨)	Cu	平均品味
			金属量 (吨)	Cu (%)
Cu≥0.5	控制的	14.61	899.86	0.62
	推断的	86.64	5828.52	0.67
	合计	101.25	6728.38	0.66
0.5 > Cu ≥ 0.3	推断的	2.19	81.17	0.37

资料来源：公司招股说明书

表 6：公司主要矿山开采情况

年度	2018	2019	2020
证载开采产能 (万吨/年)			
郭家沟南铅锌矿	70.00	70.00	70.00
郭家沟铅锌矿	80.00	80.00	80.00
小计	150.00	150.00	150.00
开采产量 (万吨/年)			
郭家沟南铅锌矿	34.13	48.43	69.96
郭家沟铅锌矿	38.28	71.79	79.93
小计	72.41	120.22	149.89
开采产能利用率			
郭家沟南铅锌矿	48.76	69.19%	99.94%
郭家沟铅锌矿	47.85%	89.74%	99.91%
合计	48.27%	80.15%	99.93%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

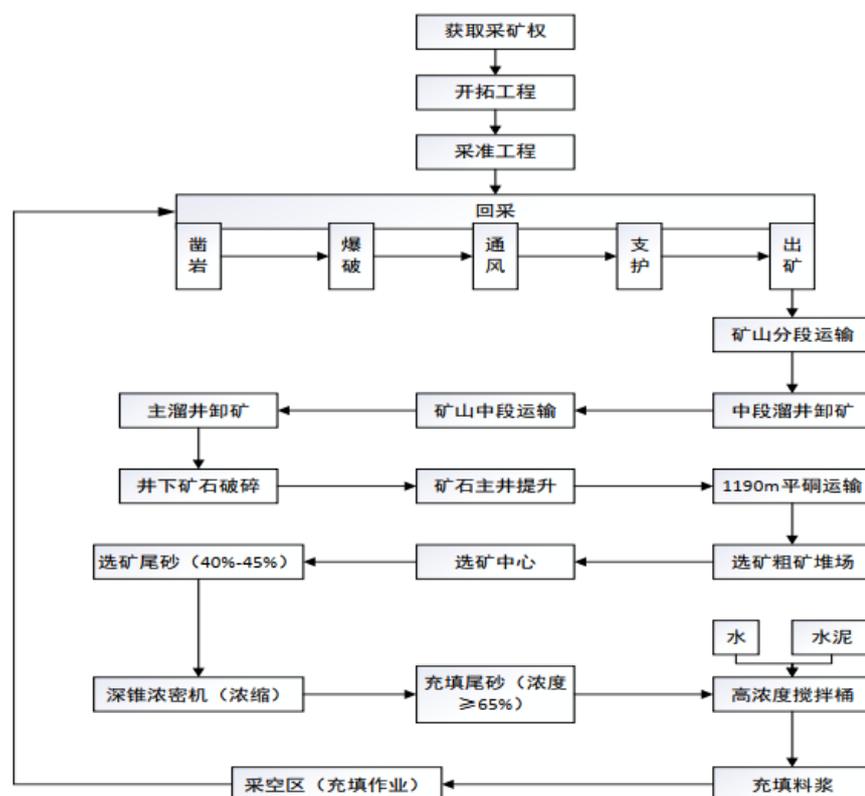
表 7：李家沟选厂产能情况

选厂	选矿处理量及产量	2020 年	2019 年	2018 年
李家沟选厂	处理矿石量 (万吨)	150.07	120.03	74.29
	精矿总产量 (万吨)	15.15	11.66	7.63
	锌精矿实物量 (万吨)	11.44	8.66	5.83
	铅精矿实物量 (万吨)	3.71	3	1.8
	精矿中含锌金属量 (万吨)	5.93	4.47	2.84
	精矿中含铅金属量 (万吨)	2.12	1.81	0.94
	精矿中含银金属量 (千克)	39971.01	32585	17634.22

资料来源：公司招股说明书

郭家沟铅锌矿采矿方法为上向分层进路式充填采矿法。依据郭家沟铅锌矿的矿床及水文地质条件、矿石品位及价值、矿体产状及围岩的稳固性、地表是否允许陷落等因素综合研究，经采矿方法试验最终采用的采矿方法为上向分层进路式充填采矿法。根据矿体赋存特征和采用的采矿方法，总体上采用自下而上多中段同步回采，矿体间先下盘后上盘，中段内自中间向两翼的开采顺序。公司的采矿工艺包括：开拓工程，采准工程，回采，充填料浆制备，充填作业。

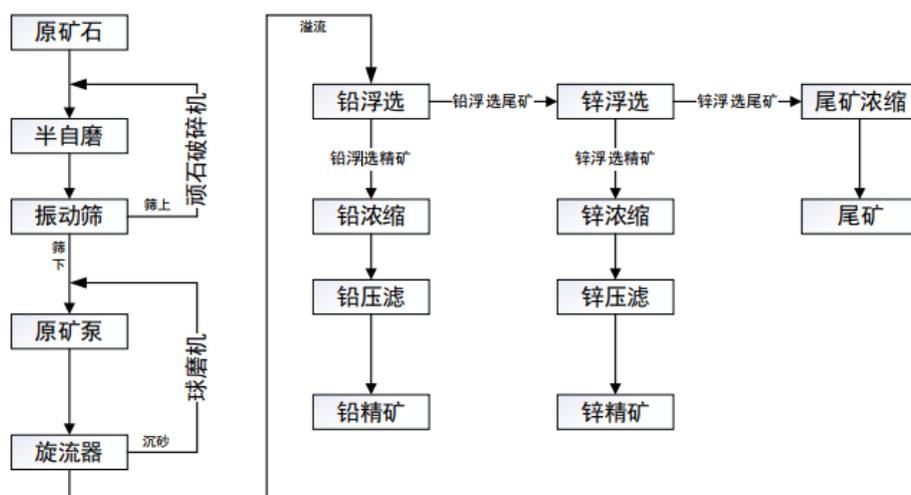
图 2：采矿工艺流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

选矿生产采用“半自磨+顽石破碎+球磨”的碎磨工艺，先铅后锌的优先浮选工艺，其中先铅后锌优先浮选工艺流程是针对铅锌矿而言的一种浮选流程，即先从磨矿合格产品中浮选出铅矿物（铅精矿产品），再从铅浮选的尾矿产品中选出锌矿物（锌精矿产品），锌浮选尾矿产品作为最终尾矿的浮选流程。厂房布置上，充分利用山坡地形高差阶梯，减少了矿石的提升和运距，实现矿浆自流输送。

图 3：选矿工艺流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司与供应商、客户关系稳定，降低了经营风险，为持续盈利创造空间。 **供应商：**公司生产锌精矿和铅精矿（含银）所需的矿石，来源于自有矿山开采；公司日常经营中所采购生产辅料主要包括：水泥、石灰、炸药、钢球、硫酸铜等。2020年，前三名供应商占总采购入库比例约 29%，其中采购祁连山水泥公司的水泥占总采购入库比例 18.11%，欧畅化工的选矿药剂占总采购入库比例 5.8%，旺苍化工的火工品占总采购入库比例 4.95%。 **客户：**公司在锌精矿与铅精矿领域均与业内知名冶炼企业建立了长期合作关系，客户包括万洋冶炼、白银有色、豫光金铅、汉中锌业、东岭集团等，其中白银有色 2018 年至 2020 年连续三年销售占比为 8.34%、8.32%、30.68%；豫光金铅 2018 年至 2020 年连续三年销售占比为 33.19%、22.99%、15.92%；万洋冶炼 2018 年至 2020 年连续三年销售占比为 15.20%、26.71%、31.45%，与公司合作关系紧密。

表 8：公司主要供应商及采购情况

年度	序号	供应商名称	采购金额（不含税、万元）	主要采购物质	占采购入库比例
2020 年	1	成县祁连山水泥有限公司	2943.63	水泥	18.11%
	2	大冶市欧畅化工有限公司	943.35	选矿药剂	5.80%

3	雅化集团旺苍化工有限公司	804.16	火工品	4.95%
4	兰州富瑞丰装备技术有限公司	601.2	备品、备件	3.70%
5	湖南明珠选矿药剂有限责任公司	538.02	选矿药剂	3.31%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表 9：公司主要客户及销售情况

年度	序号	公司名称	销售金额(万元)	占比	主要产品名称
2020 年	1	济源市万洋冶炼(集团)有限公司	35300.20	31.45%	铅锌矿(含银)
	2	白银有色集团股份有限公司	34434.69	30.68%	锌精矿
	3	河南豫光金铅集团有限责任公司	17867.43	15.92%	锌精矿、铅锌矿(含银)
	4	汉中锌业有限责任公司	15148.09	13.50%	锌精矿
	5	东岭集团股份有限公司	5532.75	4.93%	锌精矿
	合计	108283.17	96.48%	-	

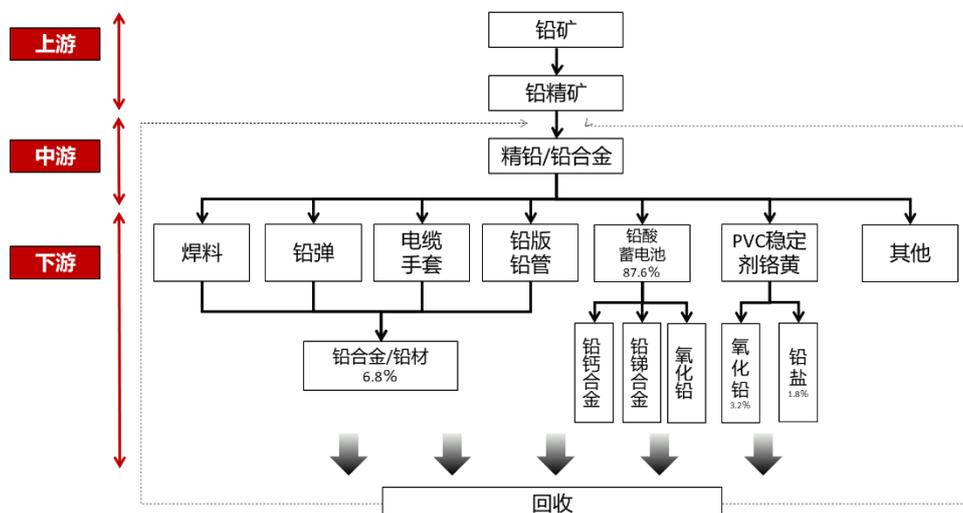
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 全球锌铅供给收缩、基建等领域或将拉动需求增长

2.1 产业链上游供给收缩

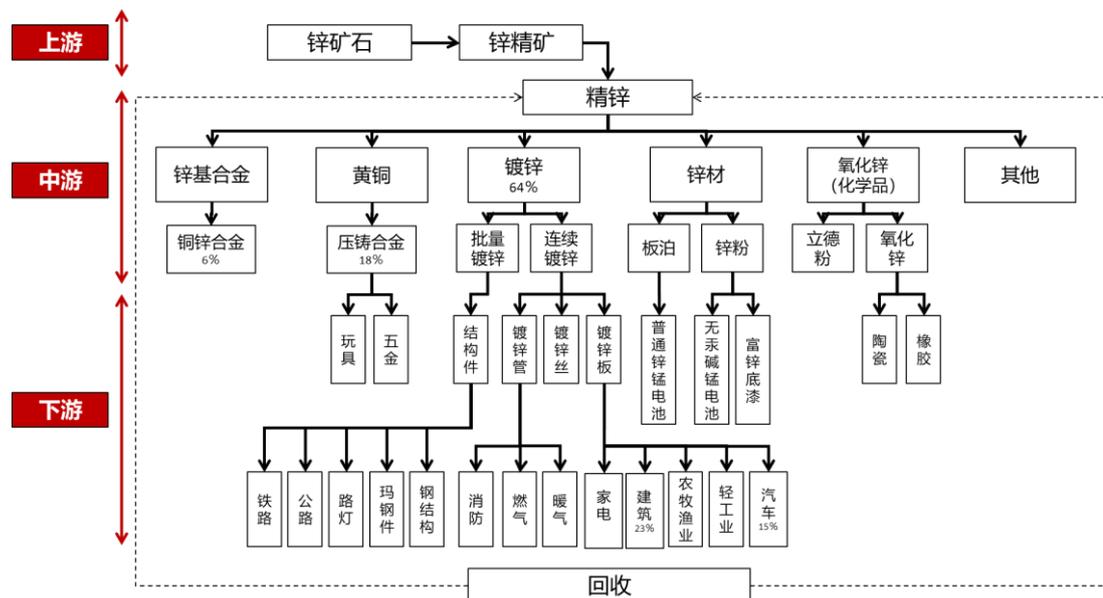
公司是矿山企业，位于产业链上游。铅锌原矿经公司开采及加工、成为铅锌精矿，销售给中游的冶炼企业。产品终端应用领域主要为交通、建筑、机械等领域。

图 4：锌产业链图



资料来源：安泰科，千际咨询，民生证券研究院

图 5：铅产业链图

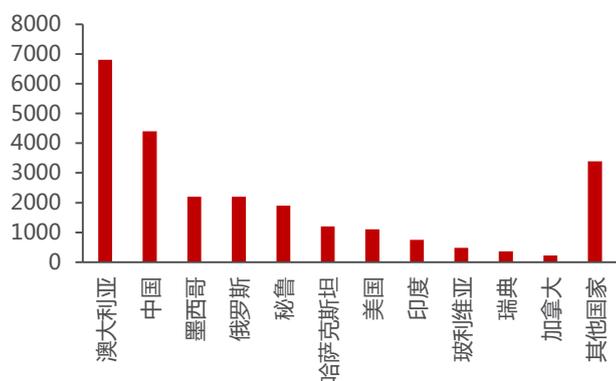


资料来源：安泰科，千际咨询，民生证券研究院

全球锌产量方面：据 ILZSG，2020 年各国为防止疫情扩散采取各种措施，直接影响锌精矿供给，使得国际锌矿产量有所下降。随着疫情有所缓解以及市场需求推动，预计锌精矿产量将不断回升，2022 年将达 1243.1 万吨。

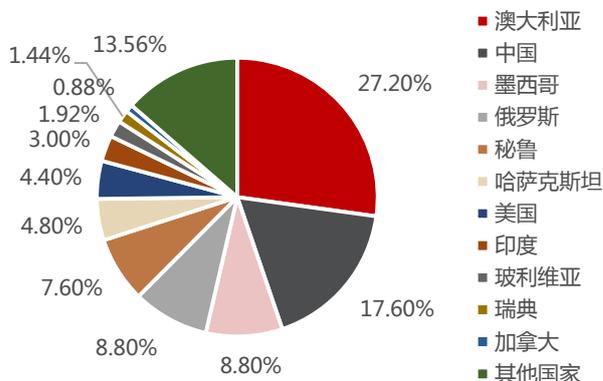
国内锌产量方面，锌精矿产量维持底部徘徊，2017-2021 年锌精矿由 326.85 万吨下降至 225.64 万吨；一方面是由于中小矿山受制于环保、安全等政策逐步关停，另一方面原有大型矿山开采年限较长、品位逐步下降；2019 年内蒙铅锌矿的安全生产事故进一步影响产量，并致使全国范围内矿产勘探与开发审批流程加长、难度增大，新矿开发进度大幅延后。2020 年疫情爆发进一步影响锌精矿产量，导致产出继续下降。进入 2021 年后，疫情得到控制，产能不断恢复、部分中小矿山重新开启。我们预计 2022 年国内矿山增量依旧较为有限，2022 年最大的增量仍是湘西花垣的矿权整合项目，项目推迟至 2021 年 10 月初步试产，后续矿权继续整合、增量逐步释放。

图 6：2020 年全球锌资源储量分布情况（万吨）



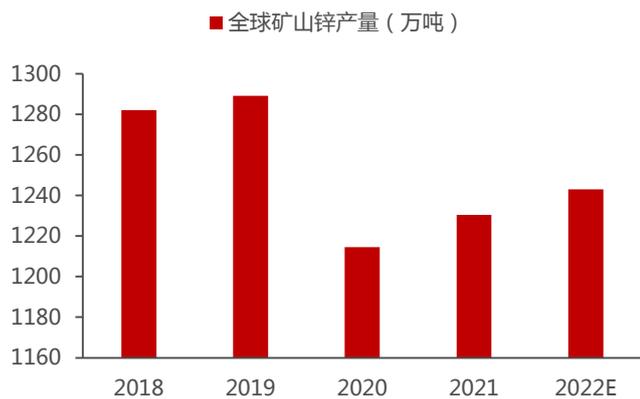
资料来源：USGS，民生证券研究院

图 7：2020 年全球锌资源分布占比情况



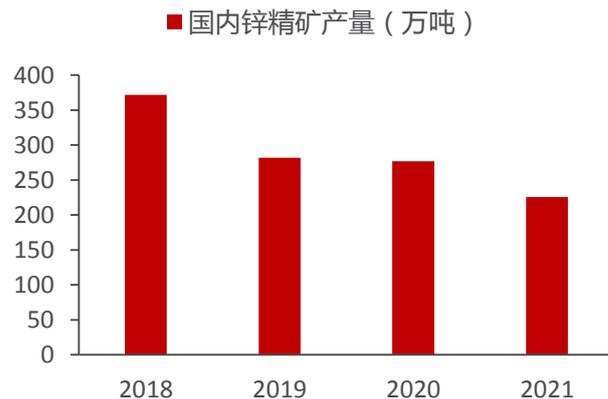
资料来源：USGS，民生证券研究院

图 8：全球矿山锌产量（万吨）



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

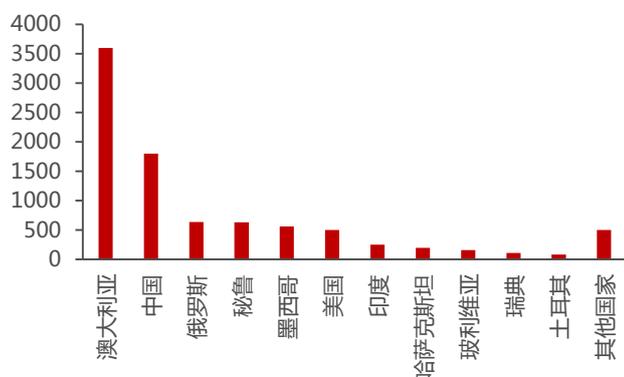
图 9：我国锌精矿产量（万吨）



资料来源：中国有色金属工业协会，亚洲金属网，民生证券研究院

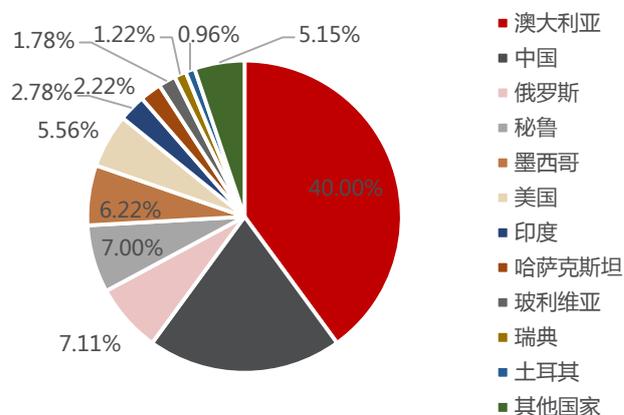
国内外铅资源产量逐步恢复。国外：2015 年至 2018 年，受海外大型铅锌矿山的关停影响，全球矿山铅产量进入下行周期。2019 年度，随着原料端的日渐短缺，从而带动了铅价回升，刺激全球停产项目复产以及新建矿山项目投产，使得全球铅精矿产量有所上升。2020 年度，受新冠疫情影响，相关的限制性措施严重影响了阿根廷，玻利维亚，墨西哥，秘鲁和南非等许多国家的采矿业，铅矿产量较 2019 年下降 5% 左右。2021 年海外矿山生产恢复，带动全球产量回升。据 ILZSG 数据，1-10 月全球铅精矿累计产量为 389.31 万吨，累计同比增长 3.77%，但低于 2019 年同期的 440.7 万吨。预计 2022 年全球铅精矿产能 457 万吨。**国内，**我国前三季度铅精矿产量为 105.25 万吨，同比增长 6.27%。国内铅精矿产量维持在低位，新增铅矿项目较少，停产矿山复产难度大，且在产矿山品味下降，导致国内铅精矿产量难有明显增长。未来需关注能耗双控对矿山生产的影响。预计 2022 年增长至 196.4 万吨。

图 10：2020 年全球铅资源储量分布情况（万吨）



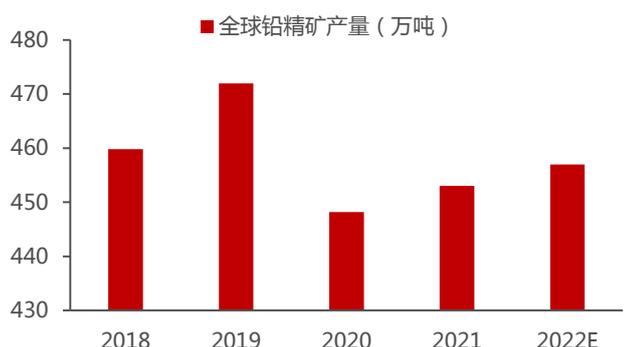
资料来源：USGS，民生证券研究院

图 11：2020 年全球铅资源分布占比情况



资料来源：USGS，民生证券研究院

图 12：全球铅精矿产量（万吨）



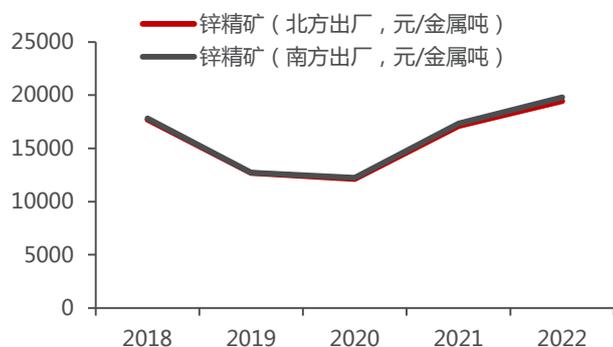
资料来源：ILZSG，民生证券研究院

图 13：我国铅精矿产量（万吨）



资料来源：有色金属工业协会，安泰科，民生证券研究院

2020-2022 年，国内锌精矿价格大幅提升，铅精矿价格略微回调。锌精矿价格从 2020 年的 1.2 万元/金属吨左右 提升至 2022 年的 2 万元/金属吨左右,CAGR 为 29%。铅精矿价格从 2020 年的 1.28 万元/金属吨提升至 2022 年的 1.41 万元/金属吨，CAGR 为 5%。较高的铅、锌精矿价格，或将增厚公司利润。

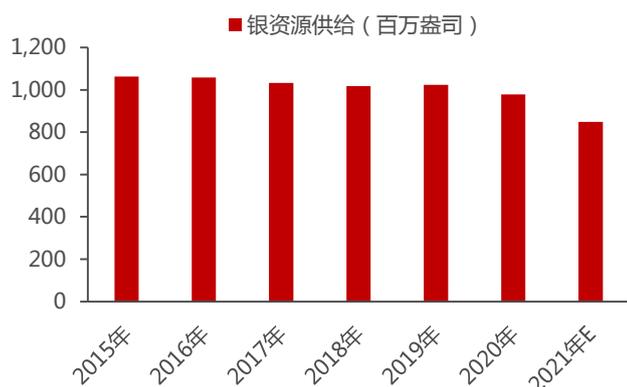
图 14：国内锌精矿价格


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

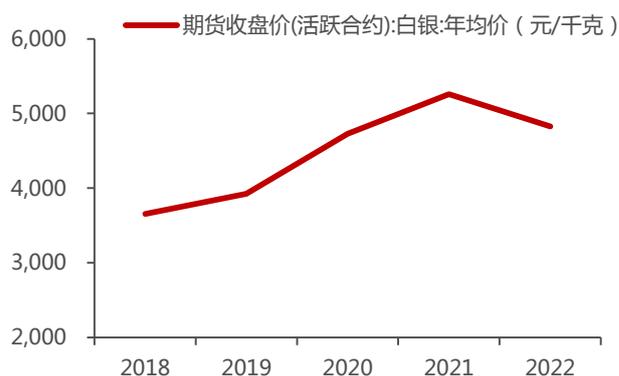
图 15：国内铅精矿价格


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

2021 年全球白银储量 53 万吨，近年来白银产量下降，价格波动上行。据 USGS 统计，2021 年全球白银储量 53 万吨，主要集中在秘鲁、澳大利亚和波兰。中国白银储量 4.1 万吨，占全球的 8%。2015-2020 年白银供给端持续收缩，据世界白银协会统计，2020 年白银资源供给量下降至 978.1 百万盎司，预计 2021 年降至 848.5 百万盎司。2018-2021 年，白银价格呈上升趋势，2022 年银价略有回调。国内白银期货收盘价均价从 2018 年的 3657.39 元/千克，增长至 2021 年的 5259.24 元/千克，CAGR 为 12.9%。2022 年 1-2 月白银价格略有回调，均价降至 4821.1 元/千克。

图 16：全球白银供给情况


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图 17：白银价格情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 政策推动产业绿色发展、加高行业进入门槛

各项产业政策为行业绿色发展提供动力，例如，根据中华人民共和国工业和信息化部于 2020 年 2 月 28 日发布的《铅锌行业规范条件》，鼓励有条件的企业开

展智能矿山、智能工厂建设。鼓励矿山企业按照《智慧矿山信息系统通用技术规范》(GB/T34679)要求,开展智慧矿山建设。此外,《产业结构调整指导目录》、《全国矿产资源规划》、《甘肃省矿产资源总体规划(2016—2020年)》也在鼓励发展绿色矿山,推动产业发展升级。

表 10 : 铅锌采选产业发展政策

序号	政策制定部门	文件名称	主要政策规划
1	国务院	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	有色金属现有矿山接替资源勘探开发,紧缺资源的深部及难采矿床开采属于鼓励类项目
2	国务院	《全国矿产资源规划》	到2020年基本建立安全、稳定、经济的资源保障体系,基本形成节约高效、环境友好、矿地和谐绿色矿业发展模式,基本建成统一开放、竞争有序、富有活力的现代矿业市场体系,显著提升矿业发展的质量和效益,塑造资源安全与矿业发展新格局。
3	甘肃省人民政府办公厅	《甘肃省矿产资源总体规划(2016—2020年)》	提出建设甘肃陇南资源产业基地,以厂坝一向阳山铅锌矿、大桥金矿等国家规划矿区及洛坝一郭家沟铅锌矿、毕家山铅锌矿、崖湾锑矿等重点矿区为依托,在西成铅锌原料基地的基础上,合理开发铅锌、金、银矿产,形成一批骨干矿山企业,开发技术含量高、附加值高的矿产品,发挥产业聚集效应和规模经济效应,将该区打造成国家重要的有色金属、贵金属资源开发加工产业基地。 加强徽县洛坝一郭家沟铅锌矿等22个全省重点矿区的开发保护和监管,重点矿区内其他矿种矿业权设置不得影响主要矿种的勘查开采。 在徽县绿色矿业发展示范区,重点建设4座省级以上绿色矿山,以郭家沟铅以郭家沟铅锌矿为绿色矿山建设典型,推进全域绿色矿山建设,力争到2020年绿色矿山比例达到60%以上。
4	工业和信息化部	《铅锌行业规范条件》(中华人民共和国工业和信息化部公告2020年第7号)	鼓励有条件的企业开展智能矿山、智能工厂建设。鼓励矿山企业按照《智慧矿山信息系统通用技术规范》(GB/T34679)要求,开展智慧矿山建设。

资料来源:相关机构部门,公司招股说明书,民生证券研究院

采选产业具有行政许可壁垒、资源壁垒、资金壁垒、技术及人才壁垒和管理壁垒。

行政许可壁垒:矿山采选行业探勘和开采前都需要政府审批,且环保政策日趋加严,审批越加严格。**资源壁垒:**获取优质的铅锌矿山是进入采选行业的重要壁垒,矿山从建设到投产周期长,投资大,且矿山产能具有不确定性,因此拥有优质资源将在行业占据优势地位。**资金壁垒:**矿石采选行业是资本密集型行业,需在资源获取、矿山建设、选厂建设及相关配套工程建设、环境保护、安全生产和绿色矿山建设要求方面投入大量资金。**技术及人才壁垒:**有色金属采选业需要从事地质、采矿、选矿、自动化、安全、环保等生产环节的专业人才。**管理壁垒:**企业运营需要具有丰富的经验、专业技术及知识的人才来进行勘探、开采及管理工作,对整个生产组织管理体系要求较高。

表 11：铅锌采选行业壁垒

壁垒分类	内容
行政许可壁垒	<p>我国对有色金属矿产资源勘查和采选实行严格的行政许可制度。按照规定，企业进行矿产资源勘查必须取得《勘查许可证》；企业从事铅锌矿的采选必须取得《采矿许可证》《安全生产许可证》《爆破作业单位许可证》和《排污许可证》取用地表或者地下水资源，占用草地或者林地资源，必须取得相关部门的批准，按规定交纳费用。</p> <p>2017 年 5 月，为加快绿色矿山建设进程，国土资源部、财政部、环境保护部、国家质检总局、银监会、证监会联合印发《关于加快建设绿色矿山的实施意见》(国土资规(2017)4 号)。文件要求：加大政策支持力度，加快绿色矿山建设进程，力争到 2020 年，形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式。新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，生产矿山加快改造升级，逐步达到要求。</p>
资源壁垒	<p>由于矿床成因类型不同，各个矿山的有色金属品种、品位、矿体赋存条件差异较大，对有色金属采选企业的生产成本造成较大影响。我国的铅锌矿资源具有中小型矿床多、大型矿床少，贫矿多、富矿少的特点。获取优质的铅锌矿产资源成为潜在竞争对手进入有色金属采选行业的重要壁垒；同时，拥有大量优质资源储备的企业将在行业竞争中占据优势地位。</p>
资金壁垒	<p>矿石采选行业是资本密集型行业，需在资源获取、矿山建设、选厂建设及相关配套工程建设、环境保护、安全生产和绿色矿山建设要求方面投入大量资金。矿石采选行业具有初始投入较大的特点，矿山企业在较长的建设期内无法取得经济效益，资金实力不足的企业难以支撑持续投入。</p>
技术及人才壁垒	<p>有色金属采选业需要从事地质、采矿、选矿、自动化、安全、环保等生产环节的专业人才。外聘或培养具备较强专业能力的人才形成技术团队需要较长的周期，新进入采选行业的企业短时间内难以解决人才缺乏问题。有色金属采选企业技术人才缺乏和技术成果储备不足成为制约其进入有色金属采选行业并迅速发展的壁垒。</p>
管理壁垒	<p>由于矿石采选是一项复杂的系统工程，涉及地质、采矿、选矿、测绘、水文、环境、机械、电气、建筑、经济、管理等多学科专业知识，生产、管理涉及技术性强，企业运营需要具有丰富的经验、专业技术及知识的人才来进行勘探、开采及管理工作，对整个生产组织管理体系要求较高。随着对绿色矿山建设的要求，国家对环保与安全生产的日益重视以及从数字矿山到智慧矿山的转型，有色金属采选企业经营管理的专业度和复杂度进一步提高。</p>

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

同行业可比公司主要有 5 家企业，分别为 ST 华钰、国城矿业、西藏珠峰、盛达资源和兴业矿业。华钰矿业主营业务为有色金属勘探、采选、选矿及贸易业务，2020 年实现营业收入 23.79 亿元、归属于上市公司股东的净利润 0.72 亿元。国城矿业主营业务为有色金属采选及工业硫酸业务，2020 年实现营业收入 9.08 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.47 亿元。西藏珠峰主营业务为矿石采选及销售，2020 年实现营业收入 11.33 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.31 亿元。盛达资源主营业务为矿石采选业务，2020 年实现营业收入 16.38 亿元、归属于上市公司股东的净利润 2.9 亿元。兴业矿业主营业务为矿石采选及冶炼，2020 年实现营业收入 9.4 亿元、净利润亏损 1.84 亿元。金徽股份属于独立的矿山生产企业。2018 年至 2020 年，公司生产的铅精矿（含银）分别为 0.94 万吨、1.81 万吨和 2.12 万吨，占全国铅精矿产量的比例分别为 0.50%、1.45%和 1.59%；公司生产

的锌精矿分别为 2.84 万吨、4.47 万吨和 5.93 万吨，占同期全国锌精矿产量的比例分别为 0.76%、1.59%和 2.14%。

表 12：同行业公司情况

公司名称	主营业务	公司具体情况
ST 华钰 (601020.SH)	有色金属勘探、采矿、选矿及贸易业务	产品为锌精矿、铅锑精矿(含银)、铜精矿等。华钰矿业国内拥有扎西康矿山和拉屋矿山 2 座生产型矿山，同时拥有 2 个海外采矿权项目，目前处于建设期；4 个详查探矿项目，其中 3 个探矿权转采矿权手续正在办理中。
国城矿业 (000688.SZ)	有色金属采选业务及工业硫酸业务	产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿、硫精矿、硫铁粉、工业硫酸、次铁精矿等，主要业绩来源于有色金属采选，有色金属采选业务收入占 2020 年度营业收入的 89.29%。
西藏珠峰 (600338.SH)	铅锌多金属矿山的采选生产，销售	公司进行铅精矿、锌精矿和铜精矿的采选生产和销售，并通过参股公司开始进行锂盐湖的开发、勘探和锂盐产品的生产业务。
盛达资源 (000603.SZ)	有色金属矿采选业	产品为含银铅精粉(银单独计价)和锌精粉。目前在产矿山为控股子公司银都矿业拥有的内蒙古克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿
兴业矿业 (000426.SZ)	有色金属及贵金属采选与冶炼。	产品为铅、锌、银、锡、铜、铁等有色金属。2020 年末，其下属 11 家子公司，可分为四大板块，分别为采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.3 下游基建等领域或将拉动锌铅需求

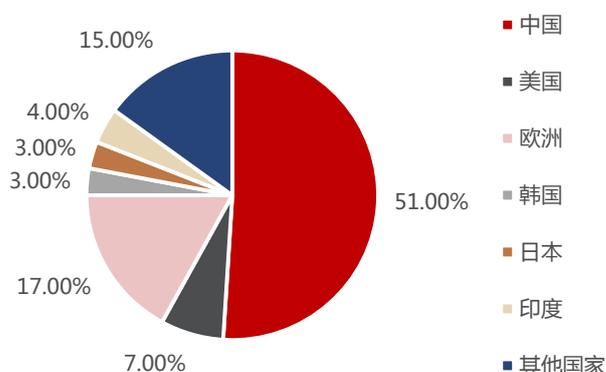
2015-2020 年，全球精炼锌的消费量呈现波动下行，2020 年消费量同比降低 4.41%至 1310 万吨。从消费区域来看，我国是锌资源的主要消费国，消费占比为 51%，其次是印度、美国等。在国内稳增长背景下，下游基建等领域的投资或将增加，从而拉动对锌的需求。

图 18：全球精炼锌消费情况（万吨）



资料来源：ILZSG，公司招股说明书，民生证券研究院

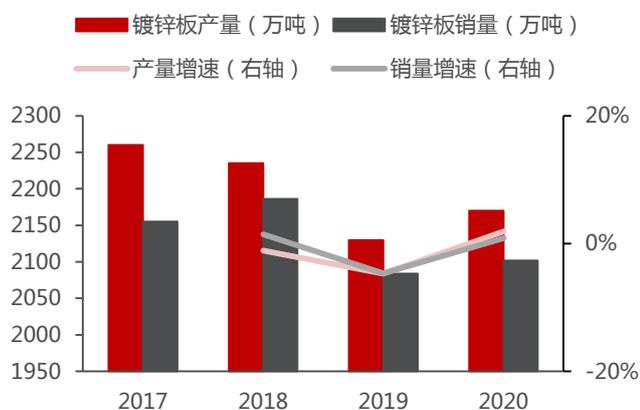
图 19：2020 年全球锌资源消费占比



资料来源：ILZSG，公司招股说明书，民生证券研究院

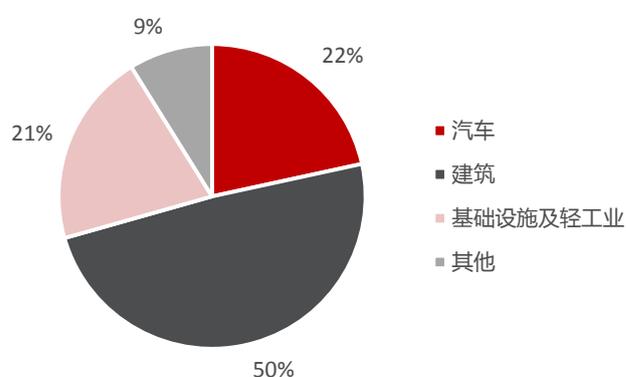
从消费领域看，锌主要直接用于生产镀锌板、锌合金等；镀锌板等产品广泛应用于建筑、汽车、交通工具等领域。镀锌层难以直接回收，导致再生锌回收率偏低，锌的整个供应主要依赖原生锌。国内锌初级消费领域主要为钢铁（板材），其次为压铸合金、锌盐、铜锌合金、电池。2017年-2020年，镀锌板的产销量呈下降趋势，2020年产销量分别为2170万吨和2102万吨。镀锌消费领域中建筑领域占比最大为50%，其次为基建及轻工业（21%），汽车（22%）。2022年财政政策发力的时间和力度值得期待。从未来支出流向来看，财政部指出明年专项债资金重点用于交通、能源、农林水利、生态环保等九大方向。支出的重点主要集中在交通建设和能源领域，对锌等有色金属的需求带来提振。

图 20：全国镀锌板产销情况



资料来源：前瞻经济研究院，民生证券研究院

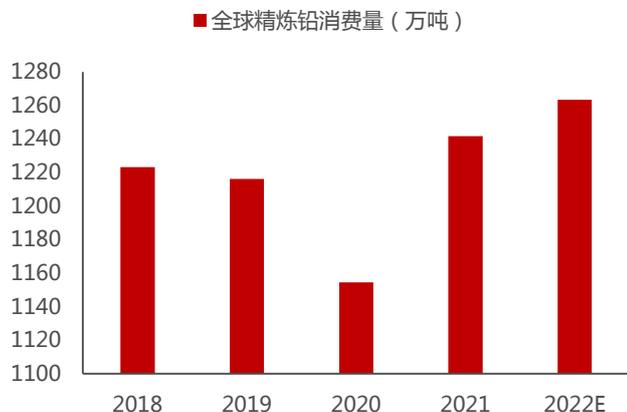
图 21：2020 年镀锌消费占比



资料来源：未来智库，民生证券研究院

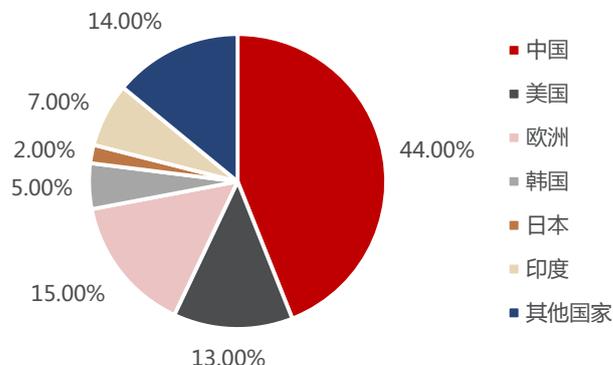
铅酸蓄电池产业需求上升，推动铅资源消费上升。全球范围内，铅消费主要集中在铅酸蓄电池、铅材、颜料、铅弹等领域，其中铅酸蓄电池是铅消费的最主要领域，其消费量占总量的90%。精炼铅的初级消费领域主要为铅酸蓄电池，终端消费领域主要为汽车行业和电动自行车行业。2020年度，全球精炼铅消费量下滑的主要原因为：欧洲和美国汽车行业受新冠疫情影响，新车销量大幅下降，从而减少了主要汽车装配厂对电池的需求。预计2021-2022年的精炼铅消费量将大幅提升。根据ILZSG统计数据，从消费区域来看，近几年来亚洲消费量占到全球的55%以上，其中中国占比基本维持在40%以上，其次是美国、印度和韩国。

图 22：全球精炼铅消费情况



资料来源：ILZSG，国际铅锌研究小组，民生证券研究院

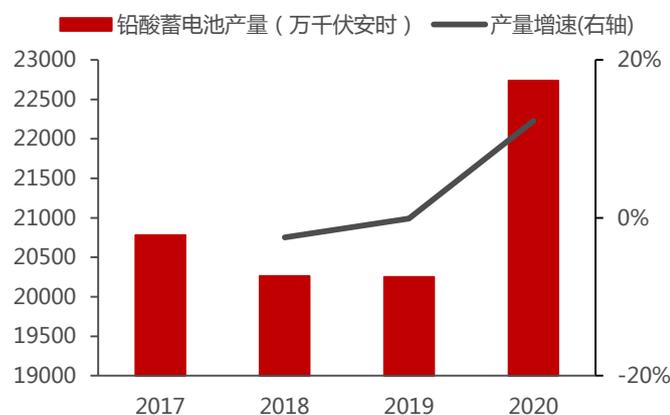
图 23：2020 年全球精炼铅消费占比



资料来源：ILZSG，民生证券研究院

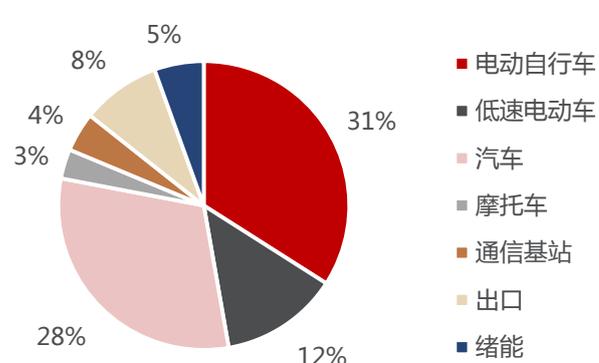
国内市场，居民对电动自行车需求提高，铅蓄电池产销旺盛。据国家统计局数据，2020 年我国铅酸蓄电池产量同比增长 12.55%，至 2.27 亿千伏安/时。电动自行车及汽车保有量支持铅基础消费不会出现坍塌，5G 基站建设及储能发展将提振铅蓄电池消费。从长期来看，新能源汽车及锂电飞速发展，将对铅蓄电池造成冲击。据资源强制回收产业技术创新战略联盟资料，2020 年我国锂电电动自行车在电动自行车行业的市场占有率在 16%-20%之间，2030 年预计提升至 50%。锂电池与铅酸蓄电池在安全性、价格、能量密度及使用寿命等方面存在差异。不过锂价大幅攀升，锂电池成本抬升明显，若进一步走高，则铅蓄电池的成本优势将突出，进而替代作用减弱。

图 24：全国铅酸蓄电池产量及增速情况



资料来源：工业和信息化部，民生证券研究院

图 25：2020 年国内铅蓄电池各行业消费占比



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

全球对银的需求量逐年上升，银主要应用于工业、珠宝、银器等下游领域中。

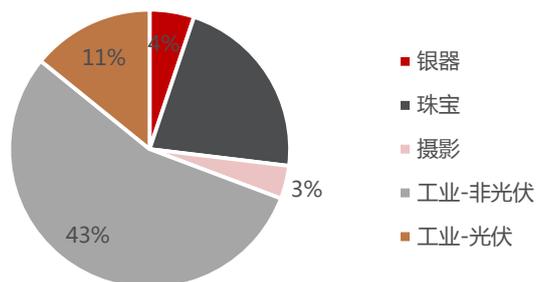
白银具有良好的柔韧性和延展性,是导电和导热性能最好的金属,广泛应用于工业中,根据世界白银协会,2020 年全球白银需求量为 3.16 万吨,其中工业应用占比 54%,光伏用银占白银总需求 10%左右。综合中国光伏行业协会以及世界白银协会的数据看,2017 年-2020 年光伏用银维持在 3000 吨附近,全球白银总需求约 3 万吨,光伏用银占 10%左右。

图 26 : 全球银资源需求情况



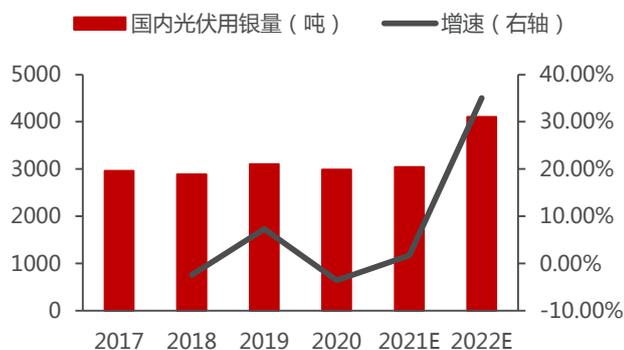
资料来源:华经情报网,公司招股说明书,民生证券研究院

图 27 : 2020 年银消费占比



资料来源:世界白银协会,公司招股说明书,民生证券研究院

图 28 : 全国光伏耗银量及增速情况



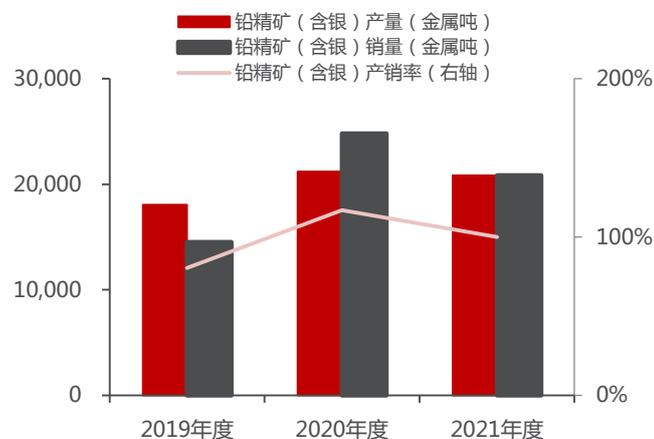
资料来源:中国光伏行业协会,世界白银协会,公司招股说明书,民生证券研究院

3 公司具有优质矿山资源, 盈利能力良好

3.1 主营业务收入逐年提升

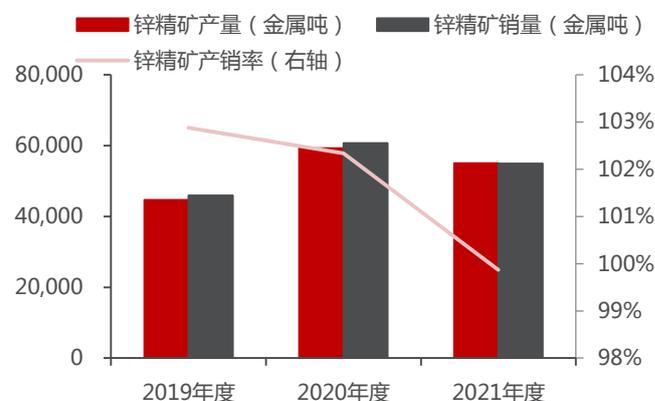
2021 年公司的铅精矿产销量分别为 2.09 万吨, 2.08 万吨, 锌精矿的产销量分别为 5.50 万吨、5.50 万吨。铅精矿(含银)和锌精矿产销率仍维持在 99.9% 的较高的水平,未发生重大变化。2021 年度,由于当年开采矿石的赋存品位有所波动,使得公司锌精矿销售数量较上年下降 9.45%。

图 29 : 2019-2021 年铅精矿产销情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

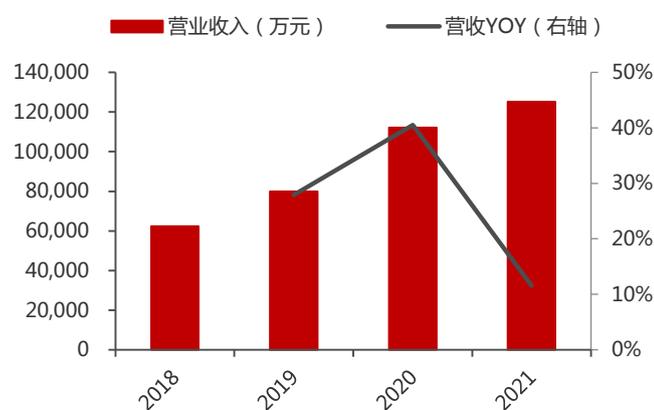
图 30 : 2019-2021 年锌精矿产销情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

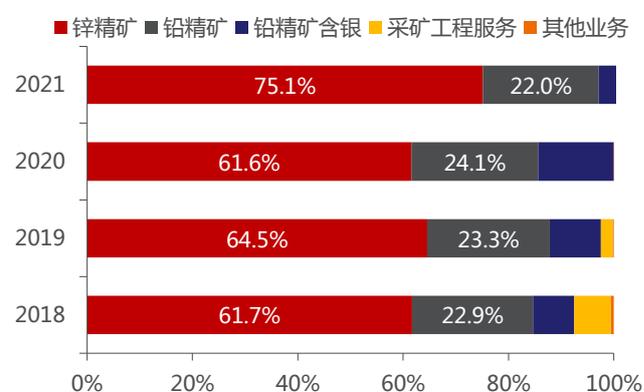
公司营收逐年上升，2018-2021 年公司总营业收入由 6.24 亿元增长至 12.5 亿元，CAGR 为 26.3%。公司主营业务中，锌精矿产品收入占比最大，由 2018 年的 61.7% 增长至 2021 年的 75.1%，2021 年度公司锌精矿销售收入为 8.43 亿元，增长主要受当年价格上涨因素所致。2018-2021 年，铅精矿产品营收占比第二，2021 年为 22%。2021 年度公司铅精矿的销售收入为 2.47 亿元，收入有所下降，主要原因为当年开采矿石的赋存品位有所波动，使得当年销售数量有所下降所致。

图 31 : 2018-2021 年公司营收及增速



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 32 : 2018-2021 年公司分产品营收占比

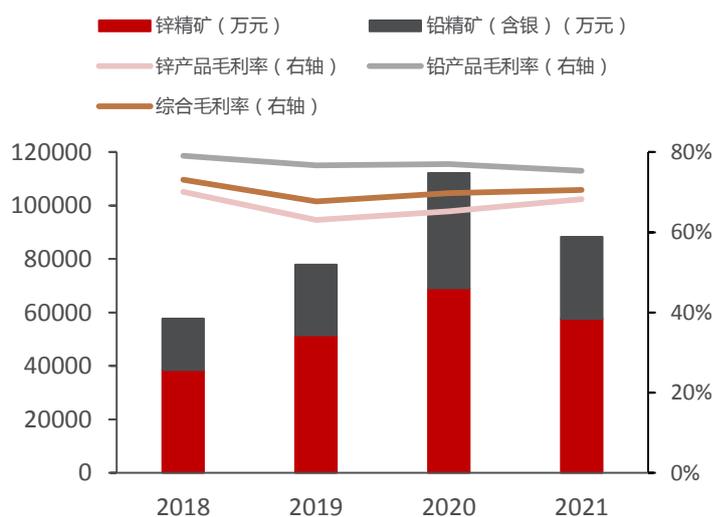


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司综合毛利率整体保持稳定，2018-2021 年毛利率分别为

73.07%/67.67%/69.74%/70.57%。公司矿产品销售所产生的毛利和毛利率主要受当期基本金属市场价格、公司开采矿石的金属品位和采选成本的影响。公司毛利的主要贡献来自矿产品销售产生的毛利，且产品的实物形态为锌精矿和铅精矿（含银）两种。1）锌精矿：2018-2021 年公司锌精矿毛利率分别为 70.08%/63.08%/65.20%/68.27%。2020 年度，公司锌精矿平均销售成本有所下降，加之自 2020 年 3 月起锌金属市场价格触底反弹，使得公司 2020 年度锌精矿毛利率略有上升；2021 年度，虽然锌精矿平均销售成本较上年度增长 22.86%，但由于平均销售单价上涨 34.77%，使得公司锌精矿毛利率较 2020 年度有所上升。2）铅精矿（含银）：2018-2021 年公司铅精矿（含银）毛利率分别为 79.09%/76.66%/77.03%/75.31%。期间铅精矿毛利率因受铅金属市场价格下降影响而有所下降，但其伴生银的市场价格自 2019 年 5 月起持续走强，从而弱化了铅精矿（含银）毛利率下降的趋势。

图 33：2018-2021 年公司产品毛利及毛利率

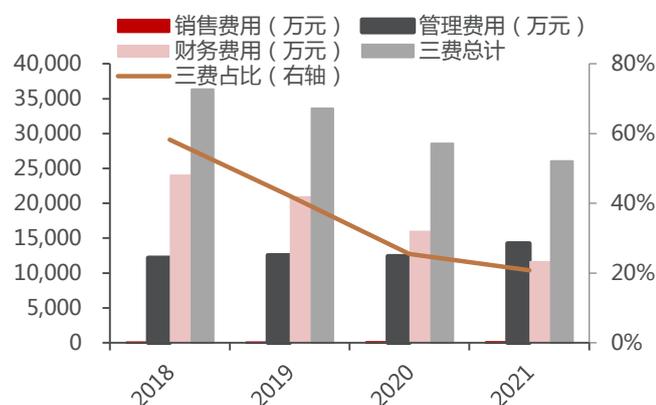


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

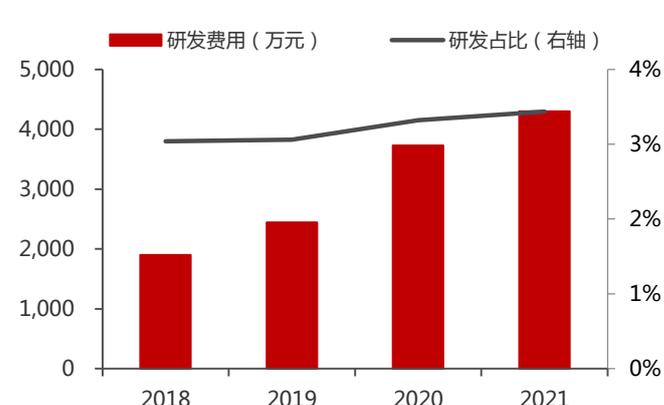
3.2 公司盈利能力良好

2018-2021 年，公司三费占比逐年降低，研发费用逐年升高。1) 销售费用：2018-2021 年，公司销售费用分别为 48.93/66.77/89.77/113.48 万元，销售费用率基本保持在 0.8%到 0.9%的水平。由于长久以来，我国铅锌矿市场总体处于卖方市场，公司无需为产品销售进行大量的市场推广活动，且产品均为客户自提，运费由客户自己承担，因此公司的销售费用处于较低水平。2) 管理费用：2018-2021 年，公司管理费用分别为 12188.66/12548.67/12410.56/14219.87 万元，主要由折旧及摊销、薪酬及福利、物业及水电费、业务及差旅费、办公费等组成。2020 年度，公司管理费用较 2019 年度减少 138.11 万元，主要因为在新冠疫情

影响下,社保机关对企业采取了阶段性减免社会保险费的政策,使得公司当年薪酬及福利中的社会保险费有较大减少。**3) 财务费用**:2018-2021年,公司财务费用分别为 24125.46/21010.53/16080.31/11713.30 万元,金额较大,主要是由于公司的资产负债率高、银行借款金额大。2019-2020 年度公司财务费用率均高于同行业可比上市公司平均水平(2019-2020 年分别为 5.32%/8.35%),主要原因与公司所处的建设生产发展阶段有关。**4) 研发费用**:2018-2021 年,公司研发费用分别为 1896.77、2441.83、3726.13 和 4300.37 万元,研发费用占比逐年上升,2021 年占比达到 3.43%。公司在进行采矿类项目的研发过程中,由于矿床所处地质结构复杂多变,相应需要对选矿工艺进行优化调整,因此公司选矿相关的科研项目持续保持较高的投入。

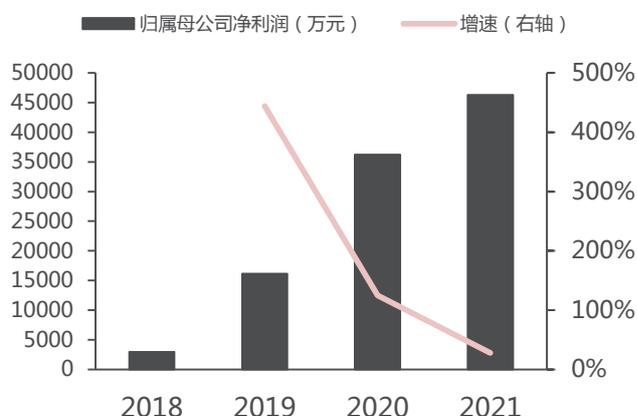
图 34 : 公司三费情况


资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

图 35 : 公司研发费用及占比


资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

公司归母净利润持续上升,2018-2021 年公司归母净利润分别为 2965.61、16132.43、36244.16 和 46289.02 万元。随着公司生产能力的逐步释放和生产工艺的日益完善,以及公司逐渐达产和销售规模逐步扩大,公司经营活动产生的现金流入、经营活动产生的现金流量净额规模均持续增长,公司归母净利逐年上升,2018-2021 年公司归母净利润分别为 2965.61、16132.43、36244.16 和 46289.02 万元,2019-2021 年增长率分别达到 443.98%、124.67%和 27.71%。

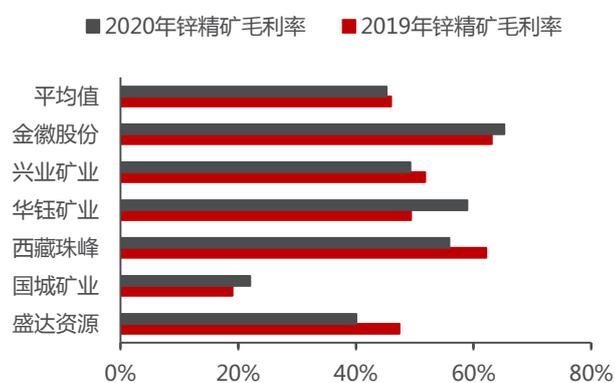
图 36 : 2018-2021 年归母净利润及增长速度


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3 公司毛利率处于行业较高水平

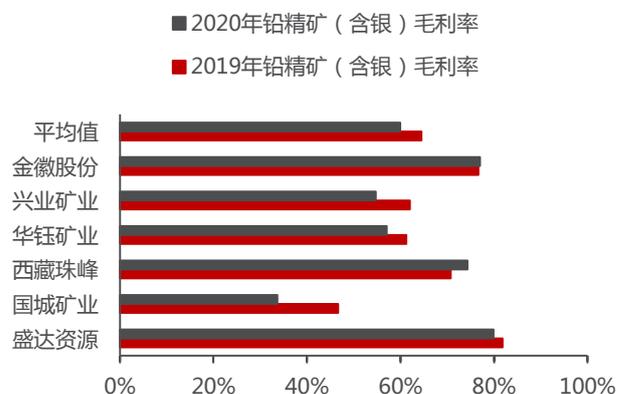
公司毛利率与同行业公司相比整体处于较高水平。1) 综合来看，2019 年、2020 年公司矿产品毛利率 (66.20%/69.74%) 与盛达资源 (66.44%/64.61%) 和西藏珠峰 (67.58%/66.92%) 较为接近，略高于华钰矿业 (56.90%/57.72%)，与兴业矿业 (49.05%/49.08%) 和国城矿业 (34.95%/39.20%) 存在较大差异，主要由于 2019 年兴业矿业下属子公司停产停业整顿，以及国城矿业产品销量下降、成本上升。**2) 锌精矿角度**，2019 年，公司锌精矿的毛利率 (63.08%) 与西藏珠峰 (62.16%) 较为接近，除上述情况外，公司锌精矿的毛利率高于可比公司，这是由公司所属有色金属矿采选行业的特性决定的。有色金属矿采选行业内公司拥有的矿山不同，原矿的品位存在较大差异，加之开采条件和地质条件等差别，从而造成不同公司锌精矿的毛利率存在巨大差别。**3) 铅精矿(含银)角度**，2019 年、2020 年公司铅精矿 (含银) 的毛利率 (76.66%/77.03%) 与盛达资源 (81.78%/79.87) 和西藏珠峰 (70.74%/74.32%) 较为接近，高于其他公司。产生差异的原因除了矿山资源禀赋不同外，还有伴生金属含量差异问题。同样是铅精矿，当伴生有银等金属并达到可计价标准的含量时，则会增加收入从而提高毛利率。

图 37：同行业可比公司锌精矿毛利率情况



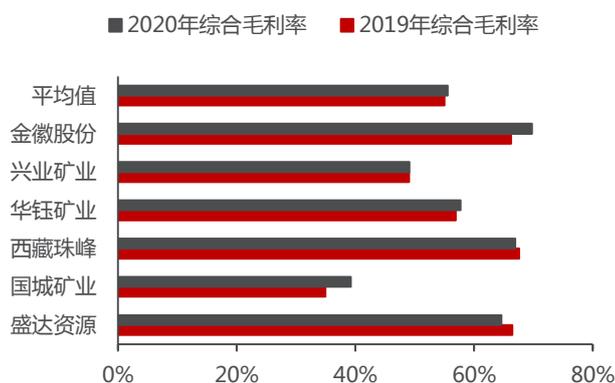
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 38：同行业可比公司铅精矿（含银）毛利率情况



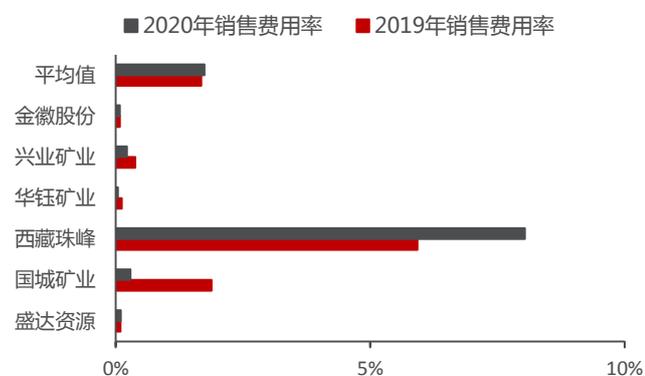
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 39：同行业可比公司综合毛利率情况

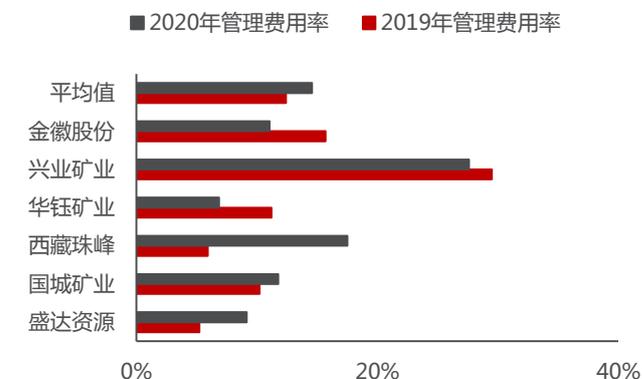


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

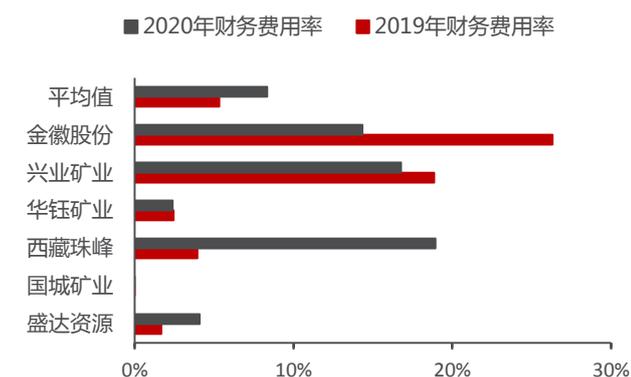
公司销售费用率整体处于行业较低水平，管理费用率与同行业可比公司相近，财务费用率高于行业平均水平。2019-2020年，公司销售费用率低于西藏珠峰和国城矿业，与盛达资源、兴业矿业和华钰矿业水平相近；2019年，公司管理费用率高于同行业可比上市公司的平均水平，主要因为计入管理费用中的折旧及摊销、薪酬及福利金额较大；公司财务费用率高于平均水平，主要原因与公司所处的建设和生产发展阶段有关。

图 40：同行业可比公司销售费用率


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 41：同行业可比公司管理费用率


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 42：同行业可比公司财务费用率情况


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 公司具有绿色矿山、资源禀赋优异，拥有丰富的勘查采选经验

公司具有国家级绿色矿山企业的竞争优势。建矿初期，公司组建设计开发团队深入全国 20 多家著名矿山和设备制造厂家考察学习，并前往澳大利亚等国家参观学习，在此基础上设计并建成了一座“生态型、环保型、安全型、旅游型、数字化”的现代化绿色矿山。公司先后获得工信部颁发的“全国首批绿色工厂”、“专精特新‘小巨人’企业”，自然资源部授予的“国家级绿色矿山”，中国产学研合作促进会颁发的“中国产学研合作创新示范企业（2019-2024）”，绿色矿山科学技术奖励办公室颁发的“绿色矿山突出贡献单位”、“绿色矿山重大工程一等奖”。根据国土资源部、财政部、中国证监会等六部委于 2017 年 3 月 22 日发布的《关于加快建设绿色矿山的实施意见》（国土资规〔2017〕4 号），2020 年公司通过自然资源部组织的验收评估，被确定为国家级绿色矿山企业。

公司在产铅锌资源储量较大,赋存状态好,具有资源禀赋优势。公司在产矿山拥有锌金属资源储量 215.12 万吨,铅金属资源储量 63.77 万吨,银金属量 1,162.19 吨,拥有较丰富的铅锌资源储量,赋存状态较好,具有资源禀赋优势。公司拥有的两宗采矿权内矿体未完全控制,进一步找矿潜力较大。公司拥有的两宗探矿权具有良好的成矿地质条件,通过加大勘查投入有望取得可供开发利用的资源储量。

公司拥有资源勘查、铅锌采选的丰富经验积累。公司依据“界面控矿理论”研究成矿条件,发现并探明了郭家沟大型铅锌矿床。找矿成果荣获自然资源部“找矿突破战略行动优秀成果”中国地质学会“2018 年度十大地质找矿成果奖”、中国有色金属工业协会“有色金属地质找矿成果一等奖”。公司在铅锌矿地质勘查领域拥有优秀的专业技术团队,为生产探矿服务,为可持续发展提供资源保障。公司采矿采用了“主平硐+主副竖井”开拓方式,地下运输采用电子信号控制系统,提高了运输效率;实行“采掘作业机械化、生产管理一线化、施工队伍小型化、质量管理标准化”等“四化”管理;井下采用凿岩台车、撬毛台车、无人驾驶有轨电机车等机械设备,实现凿岩、出矿、运输、充填等工序的机械化;采用进路式充填采矿法,有效降低了损失率及贫化率,采用全尾砂充填技术,尾砂二次利用,同时减少保安矿柱,大幅提高回采率,使资源利用最大化。公司选矿技术团队根据浮选电化理论自主研发了先进的全流程电位调控技术及与之相匹配的高效浮选药剂制度,使铅、锌、银等有色金属最大限度地回收利用,铅、锌、银综合回收率处于国内先进水平。

公司拥有行业管理经验丰富的管理团队。公司管理层在地质勘查、采矿、选矿、企业管理和技术研发等方面具备丰富的经验。公司经过多年发展,秉持绿色、科学、发展、规范的管理理念,通过不断学习、探索和总结,在资源勘探、铅锌矿的采选、绿色矿山的生产管理等方面积累了丰富的经验,并形成一套完整、高效、合法合规的绿色矿山管理机制。公司管理层拥有较为丰富的行业经验,能够抓住国内外行业发展趋势,及时调整公司日常生产经营,能够及时制订和调整公司的发展战略,使公司保持健康良好的发展态势。

公司在技术和环保方面的领先优势。公司在综合考察国内外大型矿山企业的采选技术工艺路径的基础上,结合国家对环境保护的最新要求,所采用的采选工艺及环保标准较高。公司资源综合利用率指标处于国内先进水平,同时生产用水大部分被循环利用,可实现尾砂 60%用于井下充填。未来将进一步在采选技术升级和环保等方面加大投入力度,保障公司战略目标的实现。

4 募投项目:改造现有生产系统、提升产能,加强矿山勘探

公司拟向社会公众公开发行不超过 9800 万股人民币普通股(A股),本次发

行实际募集资金扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于甘肃省徽县郭家沟铅锌矿绿色矿山提升改造项目和甘肃省徽县郭家沟铅锌矿矿区生产勘探项目，以及偿还银行贷款。

甘肃省徽县郭家沟铅锌矿绿色矿山提升改造项目。 公司将对现有生产系统进行智能化提升改造，打造智慧矿山，同时补充相应的辅助系统和配套设施。本项目实施后的年均销售收入增加 3,382.87 万元，减少成本 2,992.12 万元，年均净利润增加 5,305.32 万元，增量效益明显。目前，矿山主要开拓系统及生产生活设施均已形成，原矿生产规模为 150 万吨/年。企业生产的最终产品为铅精矿和锌精矿，伴生银富集在铅精矿中。本项目总投资 60,568.86 万元，已取得甘肃省陇南市徽县发改局“徽发改备[2020]82 号”的投资备案文件，并已完成环境影响登记表备案。

甘肃省徽县郭家沟铅锌矿矿区生产勘探项目。 公司拟投入 3 亿元在徽县郭家沟铅锌矿加大地质勘查工作，以进一步控制矿体并探明各矿山资源储量，预计可探明控制资源量+推断资源量的矿石量 1700 万吨，锌金属量 44.17 万吨，铅金属量 14.25 万吨，银金属量 270.53 吨。

表 13：募集资金投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金
1	金徽股份股份有限公司徽县郭家沟铅锌矿绿色矿山提升改造项目	60,568.86	47,118.83
2	甘肃省徽县郭家沟铅锌矿矿区生产勘探项目	30,000.00	20,000.00
3	偿还银行贷款	40,000.00	28,500.00
合计		130,568.86	95,618.83

数据来源：公司招股说明书，民生证券研究院

募投项目将从经济、安全、环保三方面提升公司效益：

1) 经济效益分析

本募投项目实施后在整个运营期内，通过提高铅、锌、银的回收，以增加销售收入，通过减少生产系统所需的劳动定员，降低单位原矿生产总成本。通过提高金属回收率，年均新增锌精矿产量 3,706.94 吨、铅精矿（含银）产量 873.65 吨；年均新增锌金属量 2,075.89 吨、铅金属量 524.19 吨和银金属量 639.9 千克。根据本项目的可行性研究报告测算，本项目实施后的年均销售收入增加 3,382.87 万元，减少成本 2,992.12 万元，年均净利润增加 5,305.32 万元，增量效益明显。

2) 安全效益分析

本项目实施后实现了主要生产环节的无人化（少人化）操作，提高矿山生产效率、增强本质安全，达到降本增效、安全可靠、减少资源损失等目标。实现了对地压的实时在线监测，有效的保障了矿山安全生产。建设矿山安全培训云平台，将采矿活动的各个环节编制成交互性强的可视化系统，将地质资料、矿体模型、岩石力

学、数值模拟等模块结合在一起,可对各研究区域的稳定性进行综合分析、危险区域定位,保障矿山安全生产。因此,本项目具有显著的安全效益。

3) 环保效益分析

本项目实施后,通过建设能耗实时监测与智能优化管控、排放综合监控等系统,有效的降低了能源消耗、减少污染物排放,实现了能耗最优化控制、排放实时监控等。通过生产废水指标实时监控与控制、尾矿充填自动化控制、尾矿输送安全监测等技术改造措施,高效循环利用废水、提高尾矿充填利用率。因此,本项目具有显著的环境效益。

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

公司的业务收入主要来自锌精矿、铅精矿、银的销售收入。公司利润释放的关键在于募投项目带来的产能提升。

量:募投项目顺利完成,年均新增锌金属量 2,075.89 吨、铅金属量 524.19 吨和银金属量 639.9 千克。预计 2022 年-2024 年锌精矿的销量为约 5.85/5.99/6.05 万吨,铅精矿(含银)销量为约 2.17/2.32/2.41 万吨。

价:上游锌铅供应收缩,下游基建等领域或将拉动锌铅需求增长,预计 2022-2024 年,锌铅供应偏紧,锌铅价格将继续增长。假设 2022 年锌、铅精矿的价格维持在 2022 年 1-2 月平均水平(1.7 万元/吨、1.2 万元/吨),2023-2024 年价格增速略低于 2022 年 1-2 月均价相较 21 年均价增速,假设 2023 年-2024 年锌精矿增速均为 10%、铅精矿增速均为 3%。在国外稳增长背景下,下游领域对白银的需求将逐步提升,同时地缘政治危机致使避险需求加大,推动银价上涨。假设 2022 年银价维持在 2022 年 1-2 月平均水平(4,834.39 元/千克),2023-2024 年价格逐步回调至 2021 年均值左右,年均上涨幅度为 5%。

表 14 : 分产品产销量预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
铅精矿(含银)产量(吨)	20,852.05	21,740.82	23,188.80	24,098.89
铅精矿(含银)销量(吨)	20,830.60	21,740.82	23,188.80	24,098.89
铅精矿(含银)产销率	99.90%	100%	100%	100%
锌精矿产量(吨)	55,051.69	58,511.75	59,923.50	60,542.46
锌精矿销量(吨)	54,977.97	58,511.75	59,923.50	60,542.46
锌精矿产销率	99.87%	100%	100%	100%

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院测算

据此假设下:预计金徽股份 2022-2024 年营收 14.39/16.08/17.70 亿元,增

速分别为 14.91%/11.71%/10.12%。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.15/7.50/8.59 亿元，增速分别为 32.81%/22.00%/14.49%。

表 15：分产品营收与毛利

	2021A	2022E	2023E	2024E
锌精矿收入(万元)	84,318.79	102,111.95	115,033.24	127,843.57
锌精矿成本(万元)	26,751.69	27,196.35	28,086.55	29,045.81
铅精矿(含银)收入(万元)	40,758.68	41,627.47	45,534.58	48,980.56
铅精矿(含银)成本(万元)	10,062.65	10,229.91	10,564.76	10,925.58
其他收入(万元)	168.24	185.06	203.57	223.93
其他成本(万元)	80.14	80.14	80.14	80.14

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院测算

表 16：2022-2024 年金徽股份盈利预测结果

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,252.46	1,439.24	1,607.71	1,770.48
同比	11.60%	14.91%	11.71%	10.12%
营业成本(百万元)	368.94	375.06	387.31	400.52
同比	8.57%	1.66%	3.27%	3.41%
毛利率	70.54%	73.94%	75.91%	77.38%
净利润(百万元)	462.89	614.74	750.00	858.64
同比	27.71%	32.81%	22.00%	14.49%
净利率	36.96%	42.71%	46.65%	48.50%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	462.89	614.74	750.00	858.64
同比	27.71%	32.81%	22.00%	14.49%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院测算

5.2 估值分析

选取同行业上市公司盛达资源、西藏珠峰进行对比，以 2022 年 3 月 4 日的收盘价计算，同行业 2 家公司的 2021/2022/2023 年的 PE 均值为 27/22/15。我们预计 2021-2023 年，金徽股份 EPS 的 CAGR 为 27%，将高于盛大资源 EPS 的 CAGR(15%)，同时考虑到公司未来产能将进一步提升，可探明控制资源量+推断资源量的矿石量、金属量将提升，公司具有成长性。

表 17：同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS				PE			
		2022/3/4	2020A	2021	2022E	2023E	2024E	2020A	2021E	2022E	2023E
000603.SZ	盛达资源	14.39	0.42	0.63	0.74	0.84	-	35	23	19	17

600338.SH	西藏 珠峰	31.00	0.03	1.02	1.29	2.50	-	317	30	24	12
	均值							176	27	22	15
603132.SH	金徽 股份	19.24	-	0.47	0.63	0.77	0.88	-	41	31	25

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 3 月 4 日

5.3 投资建议

我们预计金徽股份 2022-2024 年营收 14.39/16.08/17.70 亿元，增速分别为 14.91%/11.71%/10.12%。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.15/7.50/8.59 亿元，增速分别为 32.81%/22.00%/14.49%。预计 2021-2023 年公司 EPS 的 CAGR 为 27%，同时考虑公司在产铅锌资源储量较大、赋存状态好，未来产能将进一步提升，可探明控制资源量+推断资源量的矿石量、金属量将提升，公司具有成长性，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

1) 有色金属价格波动风险。2018 年至 2020 年，SMM1#锌锭的月均最高与最低价分别为每吨 2.63 万元和 1.53 万元，SMM1#铅锭的月均最高与最低价分别为每吨 2.05 万元和 1.40 万元，SMM1#银锭的月均最高与最低价分别为每千克 6,071.50 元和 3,423.89 元，波动幅度较大。若之后铅、锌、银的市场价格出现大幅波动，则公司产品的销售价格亦将随之大幅波动，从而影响公司的经营业绩，公司存在有色金属价格波动的风险。

2) 矿山资源储量风险。公司作为矿山采选行业的企业，拥有矿山资源储量的多少和矿石品位的高低，是公司长远稳定健康发展的根本保证。目前公司拥有两宗采矿权、两宗探矿权，两宗采矿权经自然资源部门备案的保有锌金属量为 215.12 万吨，铅金属量为 63.77 万吨，银金属量为 1,162.19 吨。为实现长远发展，公司不断进行现有矿山的深度探矿、以及对拥有的探矿权矿山资源的勘查开发，以期实现公司矿山资源的扩充。如未来公司不能通过资源勘查或收购方式获得新的资源储量，勘探支出费用化金额较大，将可能影响公司的经营业绩和持续发展。。

3) 开采计划与实际结果差距较大的风险。根据资源勘查情况，公司制定了科学的矿山开发方案及周密详实的开采作业计划，以使用最经济的方式最大程度地开采利用资源储量。由于地质构造的复杂性，存在地下资源分布不均匀、不同采区的资源品位有较大差距等情况，受限于勘探技术，根据勘查情况制定的采矿作业计划，可能与实际开采结果存在较大差距，使得最终开采结果无法达到预定的目标，从而对公司经营业绩产生不利影响。

4) 资源储量勘查核实结果与实际情况存在差异的风险。公司委托专业的、有资质的第三方机构,对矿产资源储量进行了勘查核实,并在自然资源管理部门进行了储量评审备案。但由于地质构造的复杂性,受限于勘查技术、业务经验等的影响,资源储量核实结果与实际储量及可开采量可能存在较大差异,从而可能对公司的业务及经营业绩构成不利影响。

5) 安全生产风险。公司在进行地下采掘作业时,对矿床及周围岩层会造成不同程度的破坏,当采掘作业导致地应力不均衡时,采矿区可能会塌陷、冒顶;采掘使用的爆炸物品管理或使用不当,可能发生人员伤亡事故;选矿环节破碎矿石的球磨机操作不当也会导致机械故障或安全事故;尾矿堆放中也可能发生尾矿库垮坝等事故,这些安全生产事项可能导致公司业务运作中断,增加经营成本,或者人员伤亡,从而影响公司经营业绩。

6) 发生自然灾害的风险。公司的采矿坑口、选矿厂和尾矿库均位于山区,若发生暴雨、泥石流、地震等重大自然灾害,将对公司的生产设施及人员安全造成重大不利影响。2020年夏季,公司所在的陇南地区连续数日普降暴雨,公司厂区内发生了几处滑坡,一定程度上影响了生产经营,修复道路及治理滑坡增加了经营成本。公司存在发生自然灾害的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,252	1,439	1,608	1,770
营业成本	369	375	387	401
营业税金及附加	46	52	58	64
销售费用	1	1	1	2
管理费用	142	158	177	195
研发费用	43	48	54	60
EBIT	541	805	930	1,050
财务费用	117	95	63	58
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	539	715	872	998
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	539	715	872	998
所得税	76	100	122	140
净利润	463	615	750	859
归属于母公司净利润	463	615	750	859
EBITDA	712	1,069	1,098	1,231

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	271	880	1,007	1,058
应收账款及票据	-	9	10	11
预付款项	6	6	6	6
存货	43	41	42	44
其他流动资产	0	1	1	1
流动资产合计	321	937	1,066	1,119
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,381	3,453	3,526	3,690
无形资产	929	1,394	1,936	2,516
非流动资产合计	4,326	4,864	5,481	6,228
资产合计	4,647	5,801	6,547	7,347
短期借款	811	626	606	596
应付账款及票据	12	12	13	13
其他流动负债	531	428	446	431
流动负债合计	1,355	1,067	1,065	1,041
长期借款	640	540	520	510
其他长期负债	413	384	402	378
非流动负债合计	1,053	924	922	888
负债合计	2,407	1,991	1,987	1,929
股本	880	978	978	978
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,239	3,810	4,560	5,419
负债和股东权益合计	4,647	5,801	6,547	7,347

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.60	14.91	11.71	10.12
EBIT 增长率	27.86	48.88	15.57	12.92
净利润增长率	27.71	32.81	22.00	14.49
盈利能力 (%)				
毛利率	70.54	73.94	75.91	77.38
净利润率	36.96	42.71	46.65	48.50
总资产收益率 ROA	9.96	10.60	11.46	11.69
净资产收益率 ROE	20.67	16.14	16.45	15.85
偿债能力				
流动比率	0.24	0.88	1.00	1.08
速动比率	0.20	0.83	0.96	1.03
现金比率	0.20	0.83	0.95	1.02
资产负债率 (%)	51.81	34.32	30.35	26.25
经营效率				
应收账款周转天数	-	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	35.73	40.00	40.00	40.00
总资产周转率	0.27	0.25	0.25	0.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.63	0.77	0.88
每股净资产	2.29	3.90	4.66	5.54
每股经营现金流	0.77	0.99	1.03	1.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	31	25	22
PB	8.4	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	28.71	18.20	17.58	15.61
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	463	615	750	859
折旧和摊销	172	264	168	181
营运资金变动	3	-8	-3	-3
经营活动现金流	758	972	1,004	1,123
资本开支	-92	-802	-785	-928
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	132	-802	-785	-928
股权募资	0	956	0	0
债务募资	-557	-386	-20	-33
筹资活动现金流	-680	439	-92	-145
现金净流量	210	609	126	51

插图目录

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：采矿工艺流程.....	6
图 3：选矿工艺流程.....	7
图 4：锌产业链图.....	8
图 5：铅产业链图.....	9
图 6：2020 年全球锌资源储量分布情况（万吨）.....	10
图 7：2020 年全球锌资源分布占比情况.....	10
图 8：全球矿山锌产量（万吨）.....	10
图 9：我国锌精矿产量（万吨）.....	10
图 10：2020 年全球铅资源储量分布情况（万吨）.....	11
图 11：2020 年全球铅资源分布占比情况.....	11
图 12：全球铅精矿产量（万吨）.....	11
图 13：我国铅精矿产量（万吨）.....	11
图 14：国内锌精矿价格.....	12
图 15：国内铅精矿价格.....	12
图 16：全球白银供给情况.....	12
图 17：白银价格情况.....	12
图 18：全球精炼锌消费情况（万吨）.....	15
图 19：2020 年全球锌资源消费占比.....	15
图 20：全国镀锌板产销情况.....	16
图 21：2020 年镀锌消费占比.....	16
图 22：全球精炼铅消费情况.....	17
图 23：2020 年全球精炼铅消费占比.....	17
图 24：全国铅酸蓄电池产量及增速情况.....	17
图 25：2020 年国内铅蓄电池各行业消费占比.....	17
图 26：全球银资源需求情况.....	18
图 27：2020 年银消费占比.....	18
图 28：全国光伏耗银量及增速情况.....	18
图 29：2019-2021 年铅精矿产销情况.....	19
图 30：2019-2021 年锌精矿产销情况.....	19
图 31：2018-2021 年公司营收及增速.....	19
图 32：2018-2021 年公司分产品营收占比.....	19
图 33：2018-2021 年公司产品毛利及毛利率.....	20
图 34：公司三费情况.....	21
图 35：公司研发费用及占比.....	21
图 36：2018-2021 年归母净利润及增长速度.....	22
图 37：同行业可比公司锌精矿毛利率情况.....	23
图 38：同行业可比公司铅精矿（含银）毛利率情况.....	23
图 39：同行业可比公司综合毛利率情况.....	23
图 40：同行业可比公司销售费用率.....	24
图 41：同行业可比公司管理费用率.....	24
图 42：同行业可比公司财务费用率情况.....	24

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：2021 年全资子公司总资产规模.....	4
表 2：郭家沟和郭家沟南矿区铅锌资源储量情况.....	4
表 3：郭家沟和郭家沟南矿区伴生资源储量情况.....	4
表 4：江口探矿权资源储量情况.....	5

表 5：火麦地探矿权资源储量情况	5
表 6：公司主要矿山开采情况	5
表 7：李家沟选厂产能情况	6
表 8：公司主要供应商及采购情况	7
表 9：公司主要客户及销售情况	8
表 10：铅锌采选产业发展政策	13
表 11：铅锌采选行业壁垒	14
表 12：同行业公司情况	15
表 13：募集资金投资项目（单位：万元）	26
表 14：分产品产销量预测	27
表 15：分产品营收与毛利	28
表 16：2022-2024 年金徽股份盈利预测结果	28
表 17：同行业上市公司估值对比	28
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001