

公司点评
金徽股份 (603132.SH)
有色金属 | 工业金属
锌、铅资源优质，绿色矿山加速发展

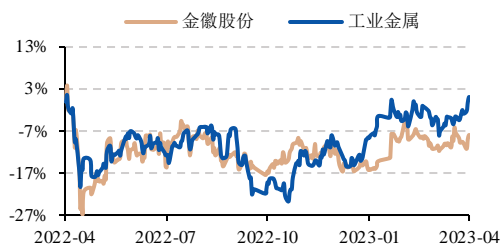
2023年04月13日

评级 增持

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	13.17
52周价格区间(元)	11.02-15.39
总市值(百万)	12880.30
流通市值(百万)	2102.00
总股本(万股)	97800.00
流通股(万股)	15960.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
金徽股份	3.62	9.75	1.51
工业金属	7.12	10.47	6.68

周策
分析师

 执业证书编号:S0530519020001
 zhouce67@hncasing.com

相关报告

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1,252.46	1,239.47	1,364.65	1,502.95	1,656.00
净利润(百万元)	462.89	469.94	549.83	630.12	706.34
每股收益(元)	0.47	0.48	0.56	0.64	0.72
每股净资产(元)	2.29	3.21	3.57	3.97	4.42
P/E	27.53	27.12	23.18	20.22	18.04
P/B	5.69	4.06	3.65	3.28	2.95

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司是国家级绿色矿山，具备技术优势。**公司于2017年被评为全国首批“绿色工厂”，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，同时，公司是有色金属工业年度绿色发展领军企业、自然资源部树立的全国绿色矿山典范企业。在产铅锌资源储量较大，赋存状态好，具备资源勘查、铅锌采选的丰富经验及技术优势，2022年全年锌、铅、银选矿回收率分别为95.56%、89.97%、85.21%，均高于绿色矿山标准，处于国内先进水平。
- 公司经营稳健，营收及利润稳定增长。**2022年，公司实现营业收入12.39亿元，同比下降0.14%，实现归母净利润4.70亿元，同比增长1.52%，企业经营稳定。锌精矿和铅精矿（含银）在营收中所占比重分别为74.04%和25.96%。2018年至2022年，随着公司产能利用率的不断提升，公司营业收入及归母净利润不断提升。
- 公司资源禀赋优异，增储潜力大。**公司坚持有色金属矿山资源开发利用的经营方针，现拥有三宗采矿权，分别为郭家沟采矿权、郭家沟南采矿权及谢家沟采矿权，拥有李家沟选厂，至2022年末矿石开采产能168万吨。公司的三宗探矿权为江口探矿权、郭家沟探矿权及火麦地探矿权，三宗探矿权具有良好的成矿地质条件，有望通过加大勘探投入取得可供开发利用的资源储量，增储潜力较大。公司不断探寻、新增资源储备，收购优质资产，提升抗风险能力，保证公司可持续发展。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现净利润为5.50亿元、6.30亿元、7.06亿元，对应EPS分别为0.56元、0.64元、0.72元，对应现价PE23.18倍、20.22倍和18.04倍。考虑到公司矿山资源优质，探矿增储以及并购资源空间较大，我们给予公司2023年25-30倍的PE，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**价格波动风险，资产并购不及预期，探矿增储不及预期。

1 公司是国家级绿色矿山，具有技术优势

金徽矿业股份有限公司前身是 2011 年成立的甘肃金徽矿业有限责任公司，2020 年 12 月变更为金徽矿业股份有限公司，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。2010 年，公司团队在郭家沟矿区 ZK6-1 发现矿体，深部找矿取得实质性突破，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，2018 年，金徽股份建成投产并与当年实现盈利，2022 年，金徽股份成功登录上交所主板。公司于 2017 年被评为全国首批“绿色工厂”，是甘肃省绿色矿山示范基地、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，同时，公司是有色金属工业年度绿色发展领军企业、自然资源部树立的全国绿色矿山典范企业。在产铅锌资源储量较大，赋存状态好，具备资源勘查、铅锌采选丰富经验及技术优势。

1.1 公司股权情况

公司第一大股东为亚特投资，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，前十大股东共计持有公司 91.25% 的股份，股权结构稳定。公司实际控制人李明，间接持有公司 49.598% 的股份。

表 1：公司十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例
甘肃亚特投资集团有限公司	495,000,000	50.61%
中铭国际控股集团有限公司	200,000,000	20.45%
徽县奥亚实业有限公司	65,600,000	6.71%
甘肃绿色矿产投资发展基金(有限合伙)	61,600,000	6.30%
海南盛星投资中心(有限合伙)	26,400,000	2.70%
海南嘉恒百利投资中心(有限合伙)	26,400,000	2.70%
金徽矿业股份有限公司-第一期员工持股计划	10,727,114	1.10%
李雄	5,000,000	0.51%
武千程	905,306	0.09%
邓帅	827,300	0.08%
合计	892,459,720	91.25%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

1.2 公司拥有五家子公司，定位清晰，分工明确

五家全资子公司分别为天水金徽实业有限公司、陕西亚泰矿山工程有限公司、海南金徽贸易有限公司、徽县星凯酒店管理有限公司、徽县谢家沟铅锌矿业有限责任公司。经营范围分别为矿产品购销、矿山工程、贸易、酒店餐饮管理以及铅锌矿开采，各子公司定位清晰，分工明确。

表 2：金徽股份子公司情况

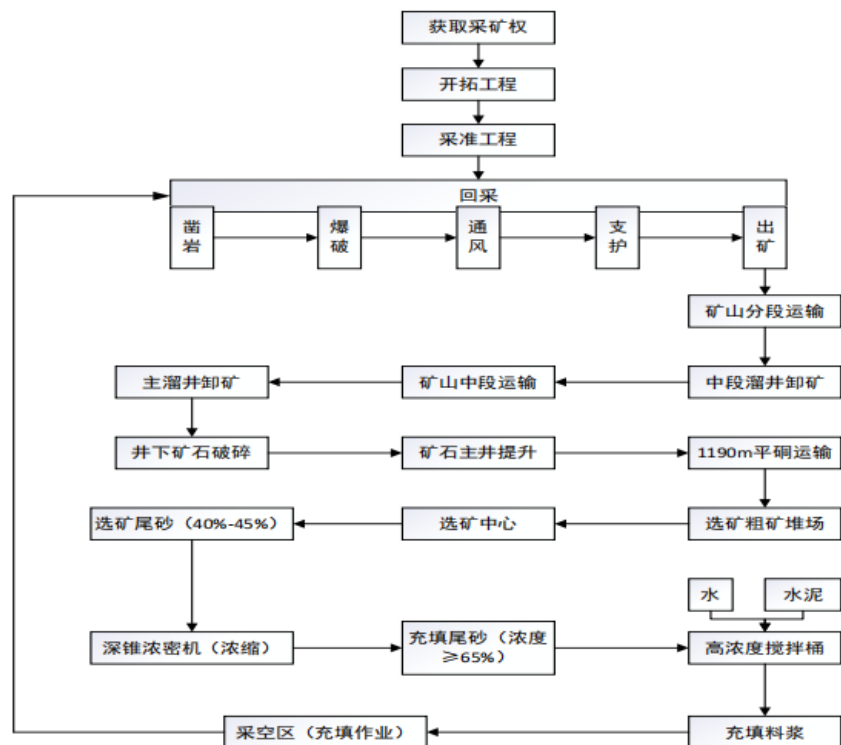
公司名称	与本公司关系	持股比例 (%)	业务性质
天水金徽	全资子公司	100	矿产品购销
陕西亚泰	全资子公司	100	矿山工程
金徽贸易	全资子公司	100	贸易
星凯酒店	全资子公司	100	酒店管理
谢家沟矿业	控股子公司	85	铅锌矿开采

资料来源：公司公告，财信证券

1.3 公司主要业务工艺流程

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等因素综合研究，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。一般采用水平分层自下而上分层开采，每层分步骤回采结束后，及时进行填充，并作为下一分层作业循环的作业平台。该采矿方法为工作面循环作业：凿岩、爆破、通风、撬撬及支护、出矿、充填，完成一个循环后进行下一个循环作业。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 1：公司采矿工艺流程

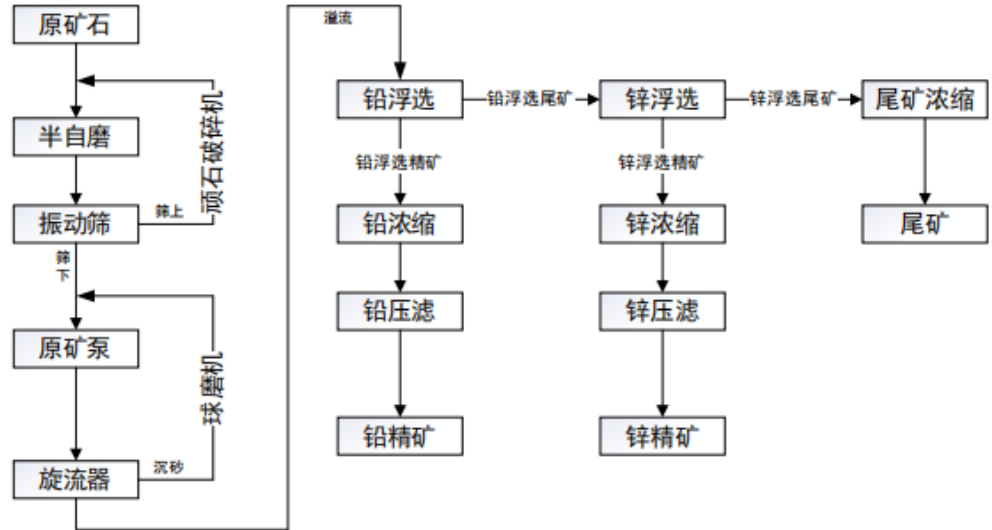


资料来源：公司招股说明书，财信证券

原矿石采出后进入选矿工序，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 2：公司选矿工艺流程



资料来源：公司招股说明书，财信证券

1.4 公司具备资源勘查、铅锌采选的丰富经验及技术优势

公司采矿技术团队采用了“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。

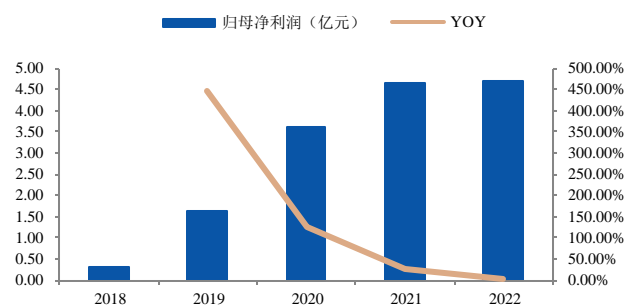
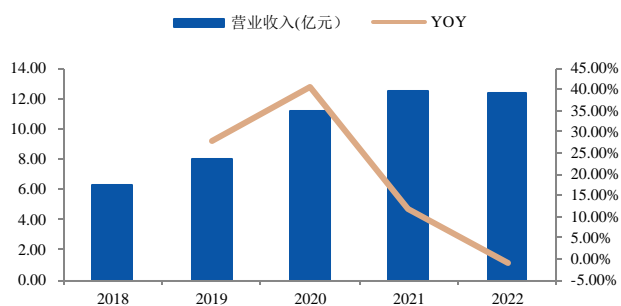
选矿技术团队根据浮选电化学理论自主研发了先进的全流程电位调控技术及与之相匹配的高效浮选药剂制度，使锌、铅、银等有色金属最大限度地回收利用，锌、铅、银综合回收率均高于绿色矿山标准，处于国内先进水平，2022 年全年锌、铅、银选矿回收率分别为 95.56%、89.97%、85.21%。

2 公司经营稳健，营收及利润稳定增长

2022 年，公司实现营业收入 12.39 亿元，同比下降 0.14%，实现归母净利润 4.70 亿元，同比增长 1.52%，企业经营稳定。锌精矿和铅精矿（含银）在营收中所占比重分别为 74.04%和 25.96%。2018 年至 2022 年，随着公司产能利用率的不断提升，公司营业收入及归母净利润不断提升。

图 3: 公司营业收入及增速

图 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

2018 年至 2021 年, 随着公司产能利用率的不断提升, 公司营业收入及归母净利润不断提升。

表 3: 公司主要矿山开采情况

项目	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
证载开采产能 (万吨/年)				
郭家沟南铅锌矿	70	70	70	70
郭家沟铅锌矿	80	80	80	80
小计	150	150	150	150
开采产量 (万吨/年)				
郭家沟南铅锌矿	70	70	69.96	48.43
郭家沟铅锌矿	80	80	79.93	71.79
小计	150	150	149.89	120.22
开采产能利用率				
郭家沟南铅锌矿	100%	100%	99.94%	69.19%
郭家沟铅锌矿	100%	100%	99.91%	89.74%
小计	100%	100%	99.93%	80.15%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 财信证券

表 4: 李家沟选厂产能利用率

	2022	2021	2020	2019
选矿产能 (万吨/年)	150	150	150	150
产能利用率	100%	100%	100%	80%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 财信证券

2022 年 12 月, 公司完成谢家沟矿业的收购工作, 谢家沟铅锌矿山具有 18 万吨/年的证载开采产能。

3 公司资源禀赋优异, 增储潜力大

公司坚持有色金属矿山资源开发利用的经营方针, 现拥有三宗采矿权, 分别为郭家

沟采矿权、郭家沟南采矿权及谢家沟采矿权，拥有李家沟选矿厂，至 2022 年末矿石开采产能 168 万吨。

2022 年末，郭家沟矿区保有资源储量矿石量 5,836.80 万吨；锌金属量 180.83 万吨、铅金属量 52.95 万吨、银金属量 951.34 吨，并已合计形成 150 万吨/年的矿石采选能力，可持续开采时间超过 25 年，资源禀赋优势明显。

2022 年 12 月，公司以人民币 1.56 亿元现金收购谢家沟矿业 85% 的股权。2022 年末，谢家沟矿业保有资源储量矿石量 236.54 万吨，金属量分别达到锌金属量 8.29 万吨、铅金属量 3.75 万吨、银金属量 38.96 吨，生产规模 18 万吨/年，可持续开采时间超过 10 年，公司资源储量和开采能力均显著提升。

公司的三宗探矿权为江口探矿权、郭家沟探矿权及火麦地探矿权，所属的矿区处于西成矿田南矿带东端，洛坝铅锌矿床东部，铅锌矿资源丰富，交通便利。根据国土资源部 2017 年 6 月下发的《国土资源部关于甘肃省矿产资源总体规划(2016—2020 年)的复函》(国土资函〔2017〕377 号)，徽县洛坝—郭家沟铅锌矿被列为重点矿区。公司三宗探矿权具有良好的成矿地质条件，有望通过加大勘探投入取得可供开发利用的资源储量，增储潜力较大。

公司不断探寻、新增资源储备，收购优质资产，以 1.56 亿元收购徽县谢家沟铅锌矿业有限责任公司 85% 的股权，延伸了矿产资源产业链，为后续开拓县内优势铅锌资源奠定了基础，保障公司长期稳定发展。公司将积极关注有色金属资源的并购机遇，扩大资源链，增加资源储备，提升抗风险能力，保证公司可持续发展。

4 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年实现净利润为 5.50 亿元、6.30 亿元、7.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.56 元、0.64 元、0.72 元，对应现价 PE23.18 倍、20.22 倍和 18.04 倍。考虑到公司矿山资源优质，探矿增储以及并购资源空间较大，我们给予公司 2023 年 25-30 倍的 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

价格波动风险，资产并购不及预期，探矿增储不及预期。

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,252.	1,239.	1,364.	1,502.	1,656.	营业收入	1,252.4	1,239.4	1,364.6	1,502.9	1,656.0
减: 营业成本	368.94	399.58	435.95	480.65	530.37	增长率(%)	11.60	-1.04	10.10	10.13	10.18
营业税金及附加	45.72	56.07	52.75	58.09	64.01	归属母公司股东净利润	462.89	469.94	549.83	630.12	706.34
营业费用	1.13	0.85	1.09	1.20	1.32	增长率(%)	27.71	1.52	17.00	14.60	12.10
管理费用	142.20	140.56	153.53	169.09	186.31	每股收益(EPS)	0.47	0.48	0.56	0.64	0.72
研发费用	43.00	42.81	46.43	51.14	56.34	每股股利(DPS)	0.00	0.54	0.21	0.24	0.27
财务费用	117.13	59.46	38.94	13.36	-0.52	每股经营现金流	0.77	0.66	1.73	1.43	1.50
减值损失	1.07	-2.89	-1.01	-1.11	-1.22	销售毛利率	0.71	0.68	0.68	0.68	0.68
加: 投资收益	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	销售净利率	0.37	0.38	0.40	0.42	0.43
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.21	0.15	0.16	0.16	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.16	0.15	0.14	0.21	0.30
营业利润	539.05	539.98	637.67	731.04	819.67	市盈率(P/E)	27.53	27.12	23.18	20.22	18.04
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	5.69	4.06	3.65	3.28	2.95
利润总额	539.25	545.36	639.41	732.78	821.41	股息率(分红/股价)	0.00	0.04	0.02	0.02	0.02
减: 所得税	76.36	75.42	89.57	102.65	115.07	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	462.89	469.94	549.83	630.12	706.34	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	70.54	67.76	68.05	68.02	67.97
归属母公司股东净利润	462.89	469.94	549.83	630.12	706.34	三费/销售收入	20.80	16.21	14.18	12.22	11.36%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	52.41	48.80	49.71	49.64	49.57
货币资金	271.44	415.28	1,094.	2,019.	3,015.	EBITDA/销售收入	66.11%	62.63	101.86	97.01	92.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	36.96	37.91	40.29	41.93	42.65
应收和预付款项	5.95	60.09	36.58	40.29	44.39	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.33	0.46	0.60	0.66	0.73	ROE	20.67	14.96	15.77	16.23	16.33
存货	43.40	52.61	48.99	54.01	59.60	ROA	9.96%	9.31%	11.03%	12.10	12.84
其他流动资产	0.04	0.07	0.07	0.07	0.08	ROIC	15.84	14.55	14.05	20.97	30.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	51.81	37.31	29.63	25.03	20.99
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	76.28	82.04	61.21	44.35	28.45
固定资产和在建工程	3,388.	3,449.	2,909.	2,369.	1,829.	带息债务/总负债	60.29	67.34	33.91	21.05	5.83%
无形资产和开发支出	934.72	1,059.	889.23	718.93	548.64	流动比率	0.24	0.78	2.29	3.72	4.98
其他非流动资产	2.45	7.92	6.41	4.91	4.91	速动比率	0.20	0.70	2.18	3.61	4.87
资产总计	4,646.	5,045.	4,985.	5,207.	5,502.	股利支付率	0.00%	111.55	37.18	37.18	37.18
短期借款	811.46	520.68	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00	-11.55	62.82	62.82	62.82
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	82.24	108.87	108.68	119.83	132.22	总资产周转率	0.27	0.25	0.27	0.29	0.30
长期借款	639.98	746.87	501.01	274.43	67.34	固定资产周转率	0.37	0.36	0.47	0.63	0.91
其他负债	873.82	505.83	867.59	909.16	955.33	应收账款周转率	#DIV/0	21.97	46.62	46.62	46.62
负债合计	2,407.	1,882.	1,477.	1,303.	1,154.	存货周转率	8.50	7.59	8.90	8.90	8.90
股本	880.00	978.00	978.00	978.00	978.00	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	841.61	1,699.	1,699.	1,699.	1,699.	EBIT	656.38	604.82	678.35	746.13	820.89
留存收益	517.78	463.49	808.88	1,204.	1,648.	EBITDA	828.02	776.30	1,390.0	1,457.9	1,531.3
归属母公司股东权益	2,239.	3,141.	3,486.	3,882.	4,326.	NOPLAT	563.26	515.90	581.55	639.83	704.12
少数股东权益	0.00	21.83	21.83	21.83	21.83	净利润	462.89	469.94	549.83	630.12	706.34
股东权益合计	2,239.	3,163.	3,508.	3,904.	4,348.	EPS	0.47	0.48	0.56	0.64	0.72
负债和股东权益合计	4,646.	5,045.	4,985.	5,207.	5,502.	BPS	2.29	3.21	3.57	3.97	4.42
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	27.53	27.12	23.18	20.22	18.04
经营性现金净流量	757.52	648.06	1,689.	1,399.	1,465.	PEG	0.99	17.80	1.36	1.38	1.49
投资性现金净流量	132.02	-255.3	-0.28	-0.28	-0.28	PB	5.69	4.06	3.65	3.28	2.95
筹资性现金净流量	-679.7	-226.2	-1,009	-474.2	-469.2	PS	10.17	10.28	9.34	8.48	7.70
现金流量净额	209.83	166.44	679.13	924.99	995.83	PCF	16.82	19.66	7.54	9.11	8.70

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438