

2024年11月10日

金徽股份(603132.SH)

投资评级：增持（首次）

——区域铅锌龙头，整合江洛矿区，业绩有望二次腾飞

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年11月08日

收盘价(元)	12.28
一年内最高/最低(元)	15.15/9.16
总市值(百万元)	12,009.84
流通市值(百万元)	1,959.89
总股本(百万股)	978.00
资产负债率(%)	48.98
每股净资产(元/股)	3.20

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 区域铅锌龙头，员工持股助推高质量发展。**金徽股份是一家位于甘肃陇南主营铅锌矿采选的区域龙头，经营发展稳健，营收&毛利随产能爬坡快速增长。2022年7月公司拟募资不超过2.2亿元实施员工持股计划，截止2023年2月15日，已累计买入股票1648万股，成交均价12.79元/股，实际控制人李明为本次员工持股计划提供兜底保证，彰显对未来发展信心。
- 资源量采选规模再提升，低成本构筑盈利护城河。**截止到24年6月，公司共有铅锌储量241.15万吨金属吨（仅采矿权），年开采产能178万吨/年，选矿产能183万吨/年。采选规模较上市初分别增加28万吨/年和33万吨/年。从资源禀赋来看，公司郭家沟矿品位3.96%与同行（平均8.49%）相比处于中位偏下位置，资源禀赋并不高，但公司依托高效管理、先进的开采工艺，锌精矿吨成本基本维持在0.4-0.5万元/吨左右，铅精矿（含银）吨成本基本维持在0.2-0.3万元/吨左右，满产（2020-2022年）状态下平均吨净利0.57万元/吨，高于可比公司（0.41万元/吨），低成本构筑盈利护城河。
- 整合江洛矿区，采选规模与业绩有望双升。**公司地处甘肃陇南市，拥有全国储量第二的西成铅锌矿，陇南市目前正围绕成县厂坝-西和大桥-礼县李坝金铅锌资源基地，以西成铅锌矿集区、礼岷金矿集区为重点，加快矿山兼并重组和“攻深找盲”行动。公司计划投资约50亿元，对徽县江洛矿区进行整合。江洛矿区位于西成铅锌矿集区核心，是陇南市有色矿产开发格局中的重要一环，公司将充分利用陇南矿产资源优势以及上市公司绿色矿山建设经验优势，有望实现公司二次腾飞。达产后，可新增铅锌产量15万吨/年，按照5年一期均价、最高价、最低价以及当前价（税后）假设，达产后预计净利润分别为6.74、13.37、-0.40和12.15亿元。且吨成本仍有下降空间，假设采选成本降至现有矿山采选成本，即由338元/吨降至265元/吨（现有矿山成本），或可再增厚净利润1.86亿元。
- 矿端收缩，高盈利有望持续。**今年以来，铅锌矿端供给收缩明显，精矿单月产量持续创近五年来新低。受矿端收缩影响，精矿端处于紧平衡状态，精矿价格持续上行。同时受缺矿影响，冶炼加工费大幅下滑，在矿价上涨以及冶炼加工费下滑的双重催化下，矿企盈利持续扩张。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归属于母公司所有者的净利润分别为4.98、7.05、9.34亿元，对应PE分别为24X、17X和13X。鉴于公司成长确定性相对更高，具备较高安全边际。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示。**整合进展不及预期的风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；新股权质押风险；江洛矿区盈利测算偏差的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,239	1,283	1,450	1,950	2,568
同比增长率（%）	-1.04%	3.50%	13.02%	34.48%	31.69%
归母净利润（百万元）	470	343	498	705	934
同比增长率（%）	1.52%	-27.02%	45.21%	41.48%	32.61%
每股收益（元/股）	0.48	0.35	0.51	0.72	0.96
ROE（%）	14.96%	10.77%	15.37%	21.21%	27.24%
市盈率（P/E）	25.56	35.02	24.11	17.04	12.85

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 4.98、7.05、9.34 亿元，对应 PE 分别为 24X、17X 和 13X。鉴于公司成长确定性相对更高，具备较高安全边际。

首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

(1) 锌精矿：销量分别为 6.27、8.55 和 11.40 万吨；不含税售价分别为 1.55、1.55、1.55 万元/吨；

(2) 铅精矿（含银）：销量分别为 2.23、3.04、4.05 万吨；不含税售价分别为 2.13、2.05、1.97 万元/吨。

投资逻辑要点

公司计划投资约 50 亿元，对徽县江洛矿区进行整合。江洛矿区位于西成铅锌矿集区核心，是陇南市有色矿产开发格局中的重要一环，公司将充分利用陇南矿产资源优势以及上市公司绿色矿山建设经验优势，有望实现公司二次腾飞。达产后，可新增铅锌产量 15 万吨/年，按照 5 年一期均价、最高价、最低价以及当前价（税后）假设，达产后预计净利润分别为 6.74、13.37、-0.40 和 12.15 亿元。且吨成本仍有下降空间，假设采选成本降至现有矿山采选成本，即由 338 元/吨降至 265 元/吨（现有矿山成本），或可再增厚净利润 1.86 亿元。

核心风险提示

整合进展不及预期的风险；金属价格超预期下跌的风险；安全生产风险；新股权质押风险；江洛矿区盈利测算偏差的风险。

内容目录

1. 金徽股份：区域铅锌龙头，员工持股助推高质量发展.....	6
1.1. 区域铅锌龙头，员工持股计划彰显信心.....	6
1.2. 稳健发展，铅锌营收&毛利快速增长.....	7
2. 并购发展，低成本构筑盈利护城河.....	8
2.1. 并购发展，资源量&采选规模再提升.....	8
2.2. 满产满销，新增产能释放增量空间.....	10
2.3. 吨净利行业最高，低成本构筑盈利护城河.....	11
3. 整合江洛矿区，业绩有望二次飞跃.....	12
3.1. 位于储量全国第二铅锌矿核心，整合空间广阔.....	12
3.2. 整合完成后，新增采选产能 300 万吨.....	13
3.3. 选矿达产后新增铅锌金属产量 15 万吨/年.....	15
3.4. 达产后利润最高可达 13.4 亿元.....	16
4. 矿端收缩，高盈利有望持续.....	17
4.1. 锌矿供给收缩，价格上行叠加加工费下滑，矿企盈利持续扩张.....	17
4.2. 受铅锌伴生影响，原生铅供给亦收缩，铅矿价格创新高.....	18
5. 盈利预测与评级.....	19
5.1. 盈利预测.....	19
5.2. 估值与评级.....	20
6. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司实控人为李明	6
图表 2: 公司员工持股计划情况	7
图表 3: 公司 2018 年至 2024H1 营收情况 (亿元, %)	7
图表 4: 公司 2018 年至 2024H1 归母净利润情况 (亿元, %)	7
图表 5: 公司 2018 年至 2024H1 期间费用率 (%)	8
图表 6: 公司 2018 年至 2024H1 毛利率及净利率 (%)	8
图表 7: 公司 2018 至 2023 年各项业务营收情况 (亿元)	8
图表 8: 公司 2018 至 2023 年各项业务毛利情况 (亿元)	8
图表 9: 郭家沟采矿权铅锌储量	9
图表 10: 郭家沟采矿权伴生矿储量	9
图表 11: 公司探矿权资源量	9
图表 12: 上市以来公司并购资产梳理	10
图表 13: 截止到 24 年 6 月, 公司铅锌资产及采选规模情况	10
图表 14: 公司 2018-2023 年采矿量及产能利用率	11
图表 15: 公司 2018-2023 年选矿量及产能利用率	11
图表 16: 公司 2018-2023 年锌精矿产销量及产销率	11
图表 17: 公司 2018-2023 年铅精矿 (含银) 产销量及产销率	11
图表 18: 公司锌精矿盈利情况	12
图表 19: 公司铅精矿 (含银) 盈利情况	12
图表 20: 公司品位与同行业对比 (%)	12
图表 21: 公司吨净利与同行业对比 (万元/吨)	12
图表 22: 江洛矿区区位图	13
图表 23: 各矿权位置图	14
图表 24: 已探获保有设计利用资源量 602 万吨	14
图表 25: 规划开采产能 300 万吨	15
图表 26: 矿区总体生产进度计划	15
图表 27: 选矿综合指标	16
图表 28: 选矿厂逐年铅锌金属产量	16
图表 29: 江洛矿区达产后盈利测算	16

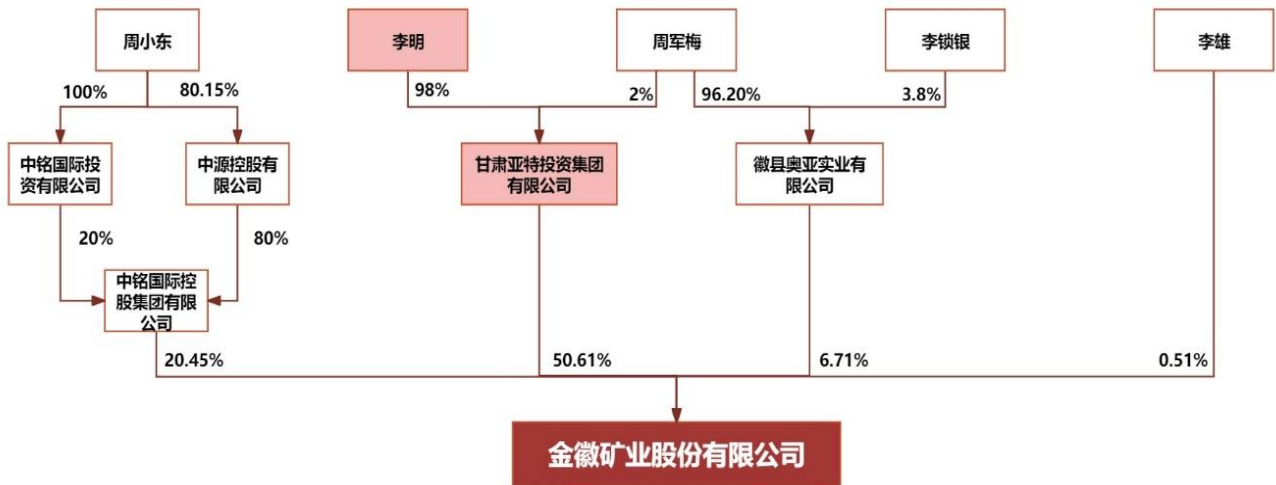
图表 30: 铅锌精矿产量创近五年新低 (万吨)	17
图表 31: 精炼锌紧平衡	17
图表 32: 锌精矿价格持续上行	17
图表 33: 锌冶炼加工费大幅下滑	17
图表 34: 锌矿盈利持续扩张	18
图表 35: 再生铅供给维持稳定 (万吨)	18
图表 36: 原生铅供给为近五年低位 (万吨)	18
图表 37: 精炼铅供需平衡开始转为短缺	19
图表 38: 铅冶炼加工费降至低点	19
图表 39: 铅精矿价格维持相对高位	19
图表 40: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表	20
图表 41: 金徽股份可比公司估值表	20

1. 金徽股份：区域铅锌龙头，员工持股助推高质量发展

1.1. 区域铅锌龙头，员工持股计划彰显信心

区域铅锌龙头。金徽矿业股份有限公司是一家位于甘肃陇南的集铅、锌、银等矿产资源勘查、开采、加工为一体的矿山企业，主要产品包括锌精矿、铅精矿（含银）等。2022年2月22日，公司成功IPO，成为有色金属采选第24家上市企业。公司的实控人为李明，间接持股49.60%，亚特投资的控股股东李明、中铭国际的实际控制人ZHOU XIAODONG、奥亚实业控股股东周军梅及股东李锁银、公司自然人股东李雄五人系亲属关系，为一致行动人。

图表 1：公司实控人为李明



资料来源：公司公告，华源证券研究，说明：股权结构截止23年年报

员工持股计划实控人兜底，彰显信心。22年7月21日公司发布公告拟实施员工持股计划，后经修订，由初始拟筹集资金总额不超过1.5亿元调整为初始拟筹集资金总额不超过2.2亿元。拟参加认购的员工总人数不超过1015人，其中拟参与认购员工持股计划的公司董事、监事、高级管理人员11人，其他人员合计不超过1004人，拟认购份额上限22000万份，每份份额1.00元。2023年2月15日，员工第一期持股计划已累计买入股票1648万股，占总股本的1.69%，成交均价12.79元/股，2024年2月14日，公司员工持股计划第一期锁定期届满。实际控制人李明为本次员工持股计划提供兜底保证：扣除费用后的年化收益如低于15%（单利），则由实控人李明对员工的资金本金兜底补足，且为员工的资金提供年化利率15%的补偿，涉及应缴税金（如有）由员工个人承担。

图表 2：公司员工持股计划情况

序号	持有人	职务	拟认购份额上限（万份）	占员工持股计划份额的比例
1	刘勇	董事、董事长、总经理	2,200	10.00%
2	肖云	董事、副总经理		
3	窦平	董事、副总经理		
4	孟祥瑞	董事、总工程师		
5	ZHOU XIAODONG	董事		
6	张世新	董事		
7	闫应全	监事		
8	张小凤	监事		
9	蒲访成	监事		
10	乔志钢	财务总监		
11	陆成玮	董事会秘书		
12	公司及控股子公司的其他员工		19,800	90.00%
合计			22,000	100%

资料来源：公司公告，华源证券研究

1.2. 稳健发展，铅锌营收&毛利快速增长

公司持续稳健发展，利润增速高于营收增速。从营收来看，2018 年到 2023 年 CAGR 15.5%，到 2023 年已达 12.8 亿元，24 年 H1 实现营收 7.2 亿元，同增 30.6%；细分来看，2018-2020 年公司营收快速增长，主因系公司产能爬产，2021 年达产后营收趋于稳定，24 年开始公司产能再次释放，营收重回增长。从利润来看，2018 年到 2023 年 CAGR 63.2%，到 2023 年归母净利润已达 3.4 亿元，24 年 H1 季度实现归母净利润 2.1 亿元，同增 40.86%；细分来看，公司利润变动与营收相对应，但整体增速高于营收，其中 23 年净利润下滑主因系矿业权出让收益金政策的变化导致净利润减少 6,380.81 万元。

图表 3：公司 2018 年至 2024H1 营收情况（亿元，%）


资料来源：wind，华源证券研究所

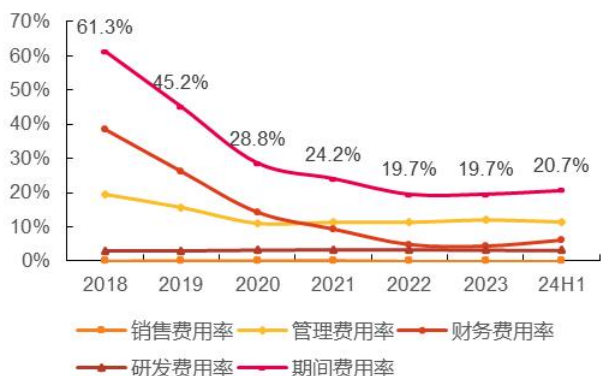
图表 4：公司 2018 年至 2024H1 归母净利润情况(亿元,%)


资料来源：wind，华源证券研究所

费率及利润率随产能爬坡变动，整体稳步提升。从期间费用率来看，整体呈下降趋势，由 2018 年的 61.3% 下降至 2023 年 19.7%。2018-2020 年由于公司产能爬坡管理及财务费用较高，运营平稳后期间费用率维持在 20% 左右，24 年 H1 季度为 20.7%，主因系公司并购导致财务费用略有增加。公司毛利率相对稳定，基本维持在 70% 左右，23 年下滑至 54.7% 主因系矿业权出让金导致，24 年 H1 回升至 60.3%；净利率方面，随着产能爬坡净利率快速提

升，由 2018 年的 4.8% 提升至 2020 年的 32.3%，后基本维持在 35% 左右，2023 年因矿权出让金下滑至 26.7%，24 年 H1 回升至 29.9%。

图表 5：公司 2018 年至 2024H1 期间费用率 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

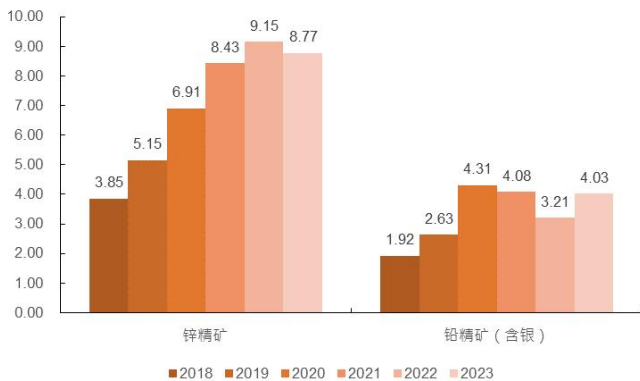
图表 6：公司 2018 年至 2024H1 毛利率及净利率 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

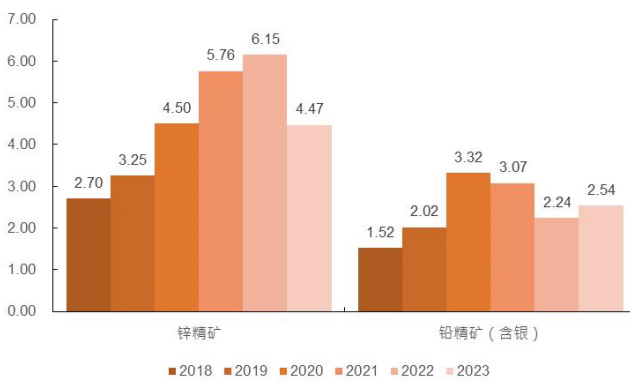
主营业务营收&毛利快速增长。分业务营收来看，公司主营锌精矿、铅精矿（含银），各项业务稳步增长。锌精矿、铅精矿（含银）两项业务年均复合增速分别为 17.90%、15.98%。从业务毛利来看，锌精矿、铅精矿（含银）两项业务年均复合增速分别为 10.61%、10.81%。毛利增速低于营收增速，主因系成本略有上升且 23 年矿业权出让金导致。

图表 7：公司 2018 至 2023 年各项业务营收情况 (亿元)



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：公司 2018 至 2023 年各项业务毛利情况 (亿元)



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 并购发展，低成本构筑盈利护城河

2.1. 并购发展，资源量&采选规模再提升

公司上市之初拥有 2 家采矿权、3 家探矿权（含 1 个勘探项目）、1 家选矿厂，形成 150 万吨/年的矿石采选能力，成为甘肃省内生产规模较大和效益较好的绿色矿山企业。

其中采矿权方面：郭家沟采矿权铅、锌、银储量分别为 63.77 万金属吨、215.12 万金属吨和 1162.19 吨，品位分别为 0.98%、3.31%和 17.87 克/吨。

图表 9：郭家沟采矿权铅锌储量

矿石类型	资源储量类别	矿石量(万吨)	金属量(万吨)		平均品位(%)	
			Pb	Zn	Pb	Zn
工业	111b	724	10.63	38.70	1.47	5.34
	122b	894	10.85	33.36	1.21	3.73
	333	4592	41.17	140.77	0.90	3.07
	小计	6210	62.65	212.83	1.01	3.43
低品位	331	7	0.04	0.06	0.58	0.86
	332	6	0.02	0.04	0.28	0.62
	333	280	1.06	2.19	0.38	0.78
	小计	292	1.11	2.29	0.38	0.78
合计	111b	724	10.63	38.70	1.47	5.34
	122b	894	10.85	33.36	1.21	3.73
	331	7	0.04	0.06	0.58	0.86
	332	6	0.02	0.04	0.28	0.62
	333	4872	42.23	142.97	0.87	2.93
	总合计	6502	63.77	215.12	0.98	3.31

资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

图表 10：郭家沟采矿权伴生矿储量

矿石类型	资源储量类别	矿石量(万吨)		金属量		平均品位	
		Ag	Cd	Ag(吨)	Cd(万吨)	Ag(克/吨)	Cd(%)
伴生元素不分类	111b	724.32		198.42		27.39	
	122b	893.57		196.40		21.98	
	331	6.56		0.66		10.1	
	332	5.8		0.24		4.22	
	333	4872.07	6,502.32	766.46	1.18	15.73	0.018
	合计	6502.32	6,502.32	1162.19	1.18	17.87	0.018

资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

探矿权方面：江口矿探矿权铅、锌、银储量分别为 0.97 万金属吨、3.28 万金属吨和 16.31 金属吨，品位分别为 1.16%、3.93%和 19.58 克/吨；火麦地探矿权铜储量 (Cu≥0.5) 0.67 万吨、品位 0.66%；郭家沟勘探项目铅、锌、银储量分别为 14.25 万金属吨、锌 44.17 万金属吨、银 270.53 金属吨，品位分别为 0.84%、2.60%和 15.91 克/吨。

图表 11：公司探矿权资源量

郭家沟铅锌矿矿区生产勘探项目							
资源类型	矿石量 (万吨)	金属量			品位		
		Pb (万吨)	Zn (万吨)	Ag (吨)	Pb (%)	Zn (%)	Ag (克/吨)
控制+推断资源量	1700	14.25	44.17	270.53	0.84%	2.60%	15.91
甘肃省徽县江口矿区铅锌矿							
资源类型	矿石量 (万吨)	金属量			品位		
		Pb (万吨)	Zn (万吨)	Ag (吨)	Pb (%)	Zn (%)	Ag (克/吨)
333	83.3	0.97	3.28	16.31	1.16%	3.93%	19.58
甘肃省天水市秦州区火麦地铜矿							
资源类型	矿石量 (万吨)	金属量			品位		
		Cu (万吨)			Cu (%)		
332+333 (Cu≥0.5)	101.25	0.67			0.66%		

资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

上市之后，公司经过不断并购，先后收购矿业资产：谢家沟矿业、向阳山矿业、东坡铅锌矿探矿权和洛坝铅锌矿南侧空白区采矿权，以及选矿资产：明昊矿业、宏泰实业、隆江矿业。

图表 12：上市以来公司并购资产梳理

日期	项目	投资额 (亿元)	主要资产
2022.12.26	谢家沟矿业85%股权	1.56	保有资源储量矿石量 236.54 万吨，锌金属量 8.29 万吨、铅金属量 3.75 万吨、银金属量 38.96 吨，产能18万吨/年
2023.03.29	明昊矿业100%股权	0.60	选矿产能15万吨
2023.04.10	谢家沟矿业15%股权	0.29	保有资源储量矿石量 236.54 万吨，锌金属量 8.29 万吨、铅金属量 3.75 万吨、银金属量 38.96 吨，产能18万吨/年
2023.09.22	宏泰实业100%股权	0.50	选矿产能6万吨
2023.11.14	谢家沟浮选厂100%股权，收购后增资2.5亿元	3.06	
2023.12.22	隆江矿业100%股权	0.40	选矿产能6万吨
2023.12.26	向阳山矿业100%股权	3.50	保有资源储量矿石量80 万吨，锌金属量0.72 万吨、铅金属量 2.49万吨、银金属量 8.48 吨，产能10 万吨/年
2024.01.09	竞拍甘肃省徽县东坡铅锌矿普查探矿权	0.90	资源量铅金属量 1.45万吨、锌金属量2.05万 吨
2024.05.29	竞拍甘肃省徽县洛坝铅锌矿南侧空白区采矿权	0.81	资源量铅金属量 0.42万 吨、锌金属量1.37万 吨

资料来源：公司公告，华源证券研究所

经过多年并购发展，公司资源量&采选规模再提升。截止到 24 年 6 月，公司共有铅锌储量 241.15 万金属吨（仅采矿权），年开采产能 178 万吨/年，选矿产能 183 万吨/年。采选规模较上市初分别增加 28 万吨/年和 33 万吨/年。

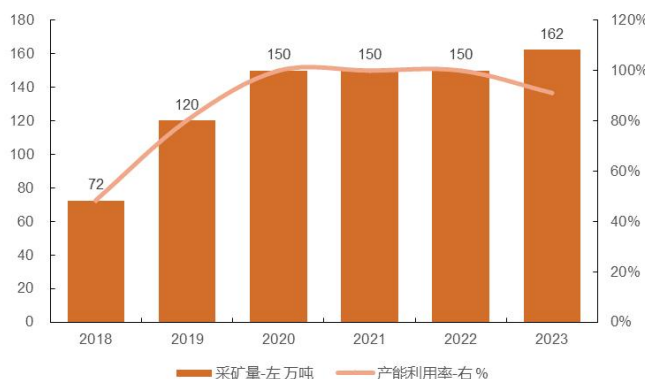
图表 13：截止到 24 年 6 月，公司铅锌资产及采选规模情况

矿山资产（仅采矿权）						
矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位 (Pb+Zn)	铅锌金属量 (万吨)	年产能 (万吨)
徽县郭家沟铅锌矿	铅锌银	5680.6	3266.94	3.96%	224.95	80
徽县郭家沟铅锌矿矿区南矿带北矿带东段铅锌矿						70
徽县谢家沟铅锌矿	铅锌银	218.67	145.13	5.12%	11.20	18
徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿	铅锌银	80	56.77	4.01%	3.21	10
洛坝铅锌矿南侧空白区采矿权	铅锌				1.80	
合计					241.15	178.00
选矿资产						
项目	选矿产能(万吨/年)					
李家沟选矿厂	150					
谢家沟选矿厂	6					
明昊选矿厂	15					
宏泰选矿厂	6					
隆江选矿厂	6					
合计	183					

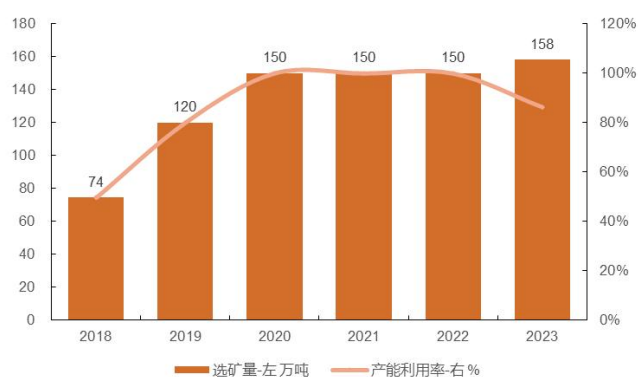
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 满产满销，新增产能释放增量空间

从采选量来看，公司 2018–2020 年采选量随产能爬坡，逐步提升至满产，之后一直处于满产状态，2023 年采选产能利用率有所下降主因系公司并购导致采选总产能增加，新增产能爬产所致，2024 年公司计划采选量 175 万吨，采选量仍有提升空间。

图表 14：公司 2018-2023 年采矿量及产能利用率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：公司 2018-2023 年选矿量及产能利用率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

从产品产销量来看，与采选量相对应，随爬产逐步增加至满产状态，23 年随着新产能的爬产，产销量再次提升。从产销率来看，基本满产满销。24 年随着新增产能释放，产销量有望继续提升。

图表 16：公司 2018-2023 年锌精矿产销量及产销率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

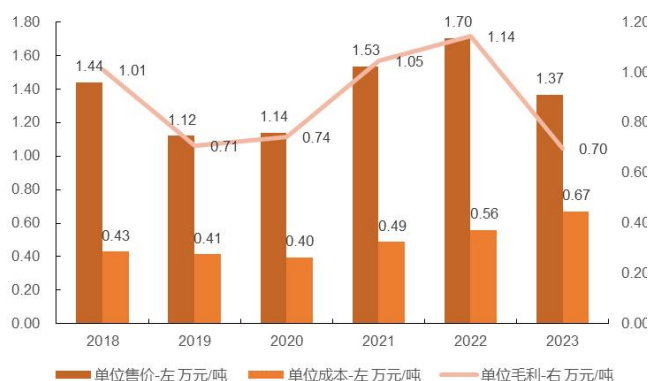
图表 17：公司 2018-2023 年铅精矿（含银）产销量及产销率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 吨净利行业最高，低成本构筑盈利护城河

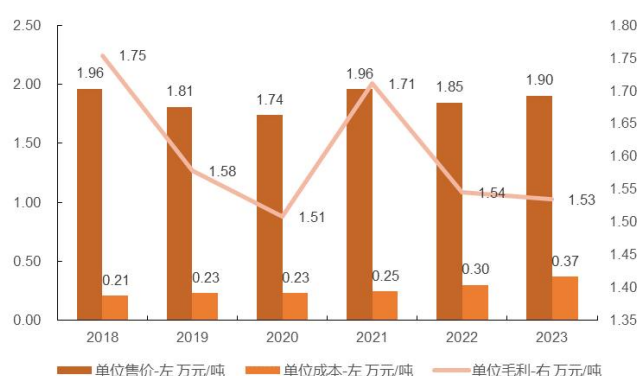
从细分产品的盈利来看，锌精矿吨成本基本维持在 0.4-0.5 万元/吨左右，铅精矿（含银）吨成本基本维持在 0.2-0.3 万元/吨左右，23 年吨成本略有增加主要因矿权出让金导致。锌精矿售价受行业供需价格波动较大，吨毛利在 0.7-1.1 万元/吨之间波动，铅精矿（含银）售价波动较小，吨毛利维持在 1.5-1.7 万元/吨左右。

图表 18: 公司锌精矿盈利情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

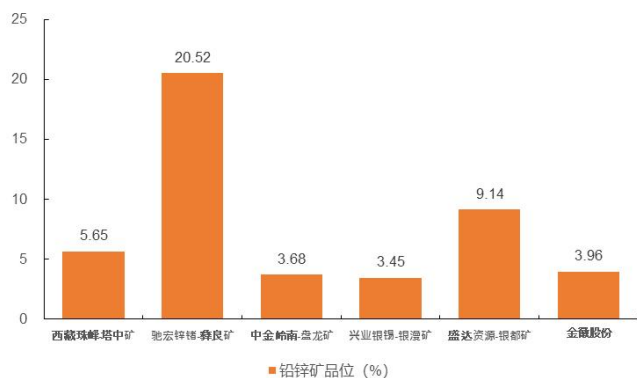
图表 19: 公司铅精矿(含银)盈利情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

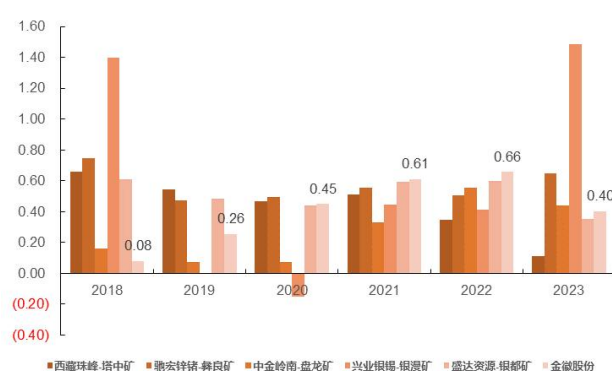
公司虽然资源禀赋不高, 但依托公司高效管理, 构造低成本护城河, 吨净利高于可比公司。从吨净利来看, 我们选取驰宏锌锗(彝良矿)、中金岭南(盘龙矿)、兴业银锡(银漫矿)、盛达资源(银都矿)和西藏珠峰(塔中矿)5家上市公司的主力矿山做对比, 公司郭家沟矿品位3.96%与同行(平均8.49%)相比处于中位偏下位置, 资源禀赋并不高, 但满产(2020-2022年)状态下平均吨净利0.57万元/吨, 高于可比公司(0.41万元/吨)。

图表 20: 公司品位与同行业对比 (%)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 21: 公司吨净利与同行业对比 (万元/吨)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

3. 整合江洛矿区, 业绩有望二次飞跃

3.1. 位于储量全国第二铅锌矿核心, 整合空间广阔

2023年8月公司与徽县人民政府签署《战略合作框架协议》, 对徽县江洛矿区进行整合, 计划投资约50亿元, 建成年采选铅锌矿石300万吨的绿色矿山。

甘肃陇南市矿产资源富集, 拥有全国储量第二的西成铅锌矿、第三的西和崖湾锑矿, 黄金矿产几乎全域分布, 是甘肃最重要的矿产资源基地, 被著名的地质学家李四光称为“宝贝的复杂地带”。全市现设探矿权161宗, 持证矿山183宗, 大中型矿山116家, 查明的铅、

锌、金、锑 4 种矿产储量居全省第一，其中：铅锌储量 1886 万吨，金矿储量 659 吨，锑矿储量 40 万吨，铜矿储量 20 万吨。陇南市提出建设“三城”打造“五地”的发展战略，组织编制有色冶金百亿产业集群规划、有色金属矿产资源开发利用规划，拓展制定了有色冶金产业链建设方案，建立了“链长”责任制，**陇南市着重围绕成县厂坝-西和大桥-礼县李坝金铅锌资源基地，以西成铅锌矿集区、礼岷金矿集区为重点，加快矿山兼并重组和“攻深找盲”行动。**储备后备资源，以两徽金矿潜力区、宕西锑矿潜力区、武西金矿潜力区、文康金矿潜力区为补充，加大勘查投入，提高勘查程度，推进探转采进程，**构建“一个基地、两个集区、四个潜力区”的金属矿产开发格局。**公司整合的江洛矿区位于西成铅锌矿集区核心，是陇南市有色矿产开发格局中的重要一环，公司将充分利用陇南矿产资源优势以及上市公司绿色矿山建设经验优势，有望实现公司二次腾飞。

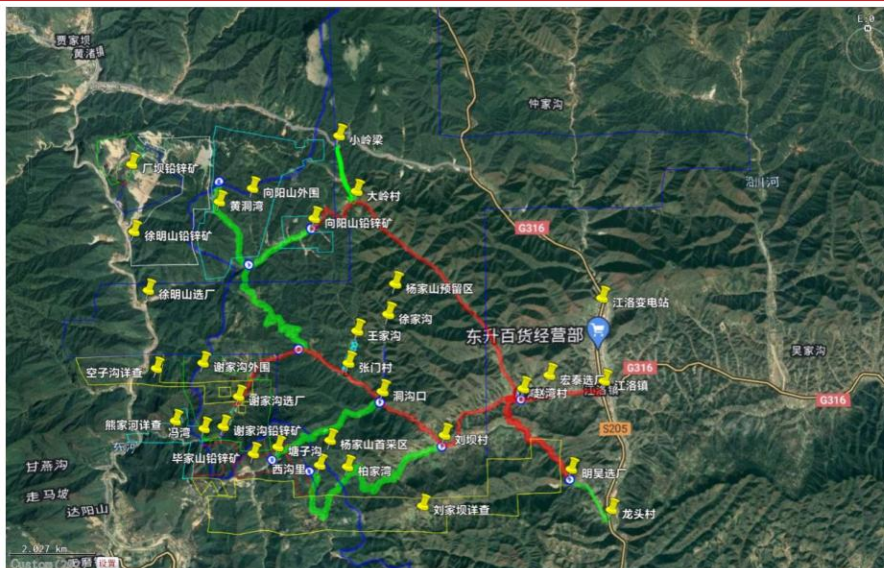
图表 22：江洛矿区区位图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 整合完成后，新增采选产能 300 万吨

截止 24 年 6 月，公司已在江洛矿区通过收购&竞拍等方式获得向阳山、谢家沟、洛坝南侧空白区 3 处采矿权，正在进行外围探矿，杨家山矿区（豪森公司）拟成立合资公司；探矿权方面：拥有郭家沟铅锌矿矿区生产勘探项目、江口一带铅锌矿详查和东坡铅锌矿普查探矿权 3 处探矿权，合作探矿权 3 处，均已启动探矿工作，合计矿区面积达到 100km²。

图表 23：各矿权位置图


资料来源：公司公告，华源证券研究所

江洛矿区已探获保有设计利用资源量 602 万吨，铅 9.04 万金属吨、锌 23.46 万金属吨、银 96.57 吨；此外探矿权内预估资源量 4500 万吨，合计资源量 5102 万吨，铅 76.64 万金属吨、锌 198.71 万金属吨、银 818.27 吨。公司将依托现有采矿权开展综合开发工作。

图表 24：已探获保有设计利用资源量 602 万吨

资源划分	矿区范围	矿石量 (万吨)	平均品位					金属量				
			Pb(%)	Zn(%)	Cd(%)	Ag(克、吨)	Pb (万吨)	Zn (万吨)	Cd (万吨)	Ag(吨)		
保有	向阳山	65	0.89	3.11		10.6	0.58	2.03		6.92		
	杨家山 (豪森公司)	351	1.58	4.25	0.01	16.82	5.53	14.90	0.04	58.96		
	谢家沟	186	1.57	3.5	0.04	16.47	2.93	6.53	0.07	30.69		
	分计	602	1.5	3.9	0.02	16.04	9.04	23.46	0.12	96.57		
预估资源	探矿权内	4500	1.5	3.89	0.02	16.04	67.60	175.25	0.89	721.70		
总计	合计	5102	1.5	3.89	0.02	16.04	76.64	198.71	1.01	818.27		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

根据各矿山的相对位置关系，公司计划将矿山划分为三个采区系统，合计总生产规模为 300 万吨，各系统分别为：

(1) 向阳山采区：90 万吨/年

主要包含向阳山（10 万吨/年）、向阳山外围（80 万吨/年），矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，设计生产总规模为 90 万吨/年。

(2) 谢家沟采区：90 万吨/年

主要包含谢家沟（18 万吨/年）、谢家沟外围（72 万吨/年），矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，设计生产总规模为 90 万吨/年。

(3) 杨家山采区：120 万吨/年

主要包含杨家山（90万吨/年）、杨家山1（30万吨/年）。矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，设计生产总规模为120万吨/年。

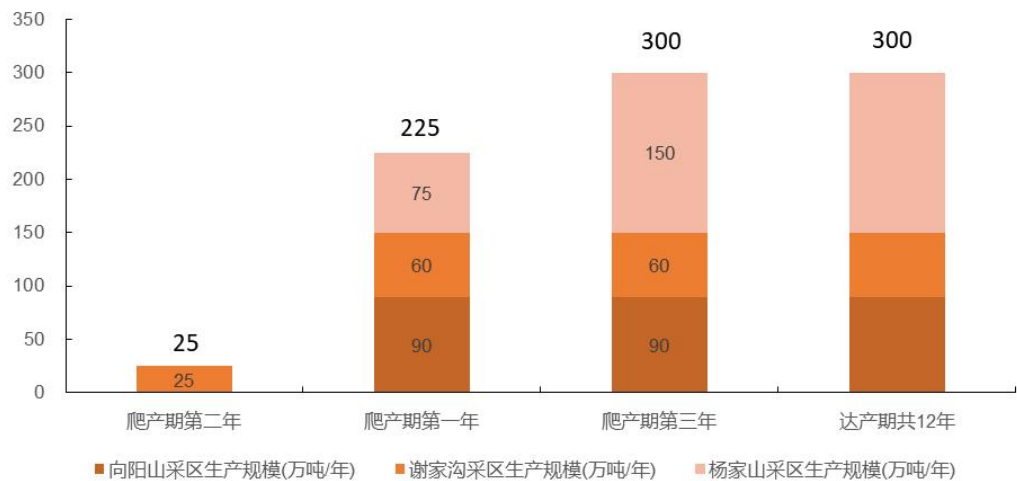
图表 25：规划开采产能 300 万吨

序号	矿权名称	探采矿权面积km ²	现有资源量（万吨）	拟建设规模（万吨/年）	采矿方法
1	向阳山	0.91	80	10	空场法嗣后充填
	向阳山外围	11.06		80	
2	谢家沟	0.59	241	18	空场法嗣后充填
	谢家沟外围	4.12		72	
3	杨家山(首采)	56.67	350	50	上向进路充填法
	杨家山(预留)			40	
	杨家山1			30	
合计				300	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

三个采矿区独立建设逐步投产，整体爬产期三年，前三年产能分别为25万吨/年、225万吨/年和300万吨/年。

图表 26：矿区总体生产进度计划



资料来源：公司公告，华源证券研究所

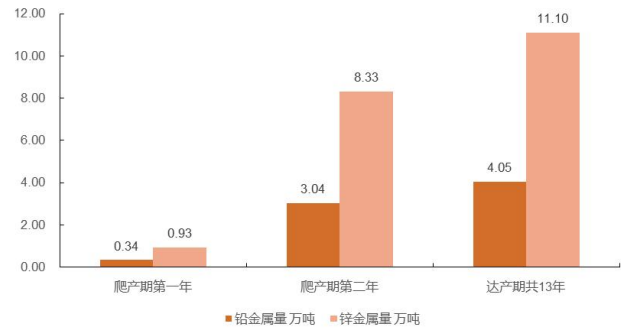
3.3. 选矿达产后新增铅锌金属产量 15 万吨/年

选矿环节设计江洛矿区项目规模为300万吨/年，在谢家沟和明昊两个选矿厂原厂址上拆除重建两个新选矿厂，两座选矿厂日处理能力分别为0.5万吨/天，即150万吨/年。建设期2年，第3年达产，服务年限15年（含建设期）。达产后年矿石处理量300万吨，入选品味铅1.5%、锌3.9%，综合收率铅90%、锌95%，年产铅精矿6.76万吨、锌精矿22.21万吨，折金属量铅4.05万吨、锌11.10万吨，合计15.15万吨/年。

图表 27：选矿综合指标

项目	单位	2024	2025	2026年至2038年
选矿量	万吨	25	225	300
铅品位	%	1.5%	1.5%	1.5%
锌品位	%	3.9%	3.9%	3.9%
铅综合收率	%	90%	90%	90%
锌综合收率	%	95%	95%	95%
铅精矿（含铅60%、锌4.5%）	万吨	0.56	5.07	6.76
锌精矿（含锌50%、铅1.5%）	万吨	1.85	16.65	22.21
铅金属量	万吨	0.34	3.04	4.05
锌金属量	万吨	0.93	8.33	11.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：选矿厂逐年铅锌金属产量


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.4. 达产后利润最高可达 13.4 亿元

江洛矿区按照吨成本估算，达产后吨铅锌金属生产成本为 0.67 万元/吨。其中：

采矿环节：生产计划按照外包考虑（包含辅助材料、动力、燃料、人工、设备折旧、设备维修、利润、运输及车辆辅助材料费用、矿山环境恢复治理基金、安全费用、管理费及利润等费用），外包单价参考周边矿山：矿石外包单价按照 245 元/吨原矿。

选矿环节：达产后选矿制造成本为 92.70 元/吨矿石，其中谢家沟选矿制造成本为 93.13 元/吨矿石、明昊选矿制造成本为 92.27 元/吨矿石。

我们按照 5 年一期均价、最高价、最低价以及当前价（税后）作为情景假设，考虑权益金、期间费用、所得税等，达产后预计净利润分别为 6.74、13.37、-0.40 和 12.15 亿元。业绩弹性方面，铅锌精矿价格同时每上涨 1000 元/吨，公司净利润增厚 1.11 亿元。吨成本仍有下降空间，假设采选成本降至现有矿山采选成本，即由 338 元/吨降至 265 元/吨（现有矿山 2018-2023 年平均生产成本），吨铅锌金属生产成本可下降 0.14 万元/吨至 0.52 万元/吨，或可再增厚净利润 1.86 亿元。

图表 29：江洛矿区达产后盈利测算

项目	单位	情景一：	情景二：	情景三：	情景四：
		5年一期均价	5年一期最高价	5年一期最低价	当前价
铅精矿（含铅60%、锌4.5%）销量	万吨	4.05	4.05	4.05	4.05
锌精矿（含锌50%、铅1.5%）销量	万吨	11.10	11.10	11.10	11.10
营业收入	亿元	20.58	28.56	11.99	27.10
铅精矿售价	万元/吨	1.21	1.64	0.99	1.36
锌精矿售价	万元/吨	1.41	1.97	0.72	1.94
生产成本	亿元	10.13	10.13	10.13	10.13
矿石采选量	万吨	300	300	300	300
吨开采成本	元/吨	245	245	245	245
吨选矿成本	元/吨	92.70	92.70	92.70	92.70
吨铅锌金属量生产成本	万元/吨	0.67	0.67	0.67	0.67
权益金	亿元	0.47	0.66	0.28	0.62
期间费用	亿元	2.05	2.05	2.05	2.05
所得税	亿元	1.19	2.36	-0.07	2.14
净利润	亿元	6.74	13.37	-0.40	12.15

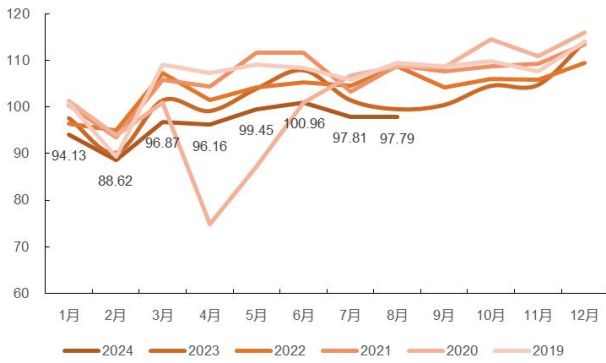
资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 矿端收缩，高盈利有望持续

4.1. 锌矿供给收缩，价格上行叠加加工费下滑，矿企盈利持续扩张

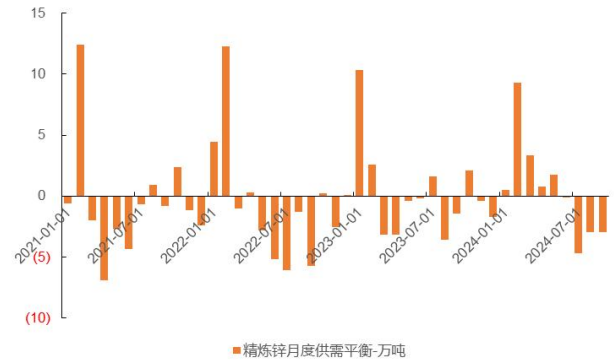
今年以来，矿端供给收缩明显，前9月全球锌精矿产量单月产量持续创近五年来新低。受矿端收缩影响，精炼锌持续处于紧平衡状态，锌精矿价格持续上行。同时受缺矿影响，锌冶炼加工费大幅下滑，在锌价上涨以及冶炼加工费下滑的双重催化下，矿企盈利持续扩张。

图表 30：铅锌精矿产量创近五年新低（万吨）



资料来源：IFIND，华源证券研究所

图表 31：精炼锌紧平衡



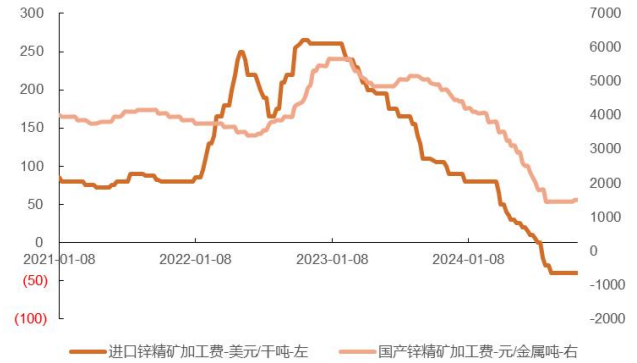
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 32：锌精矿价格持续上行



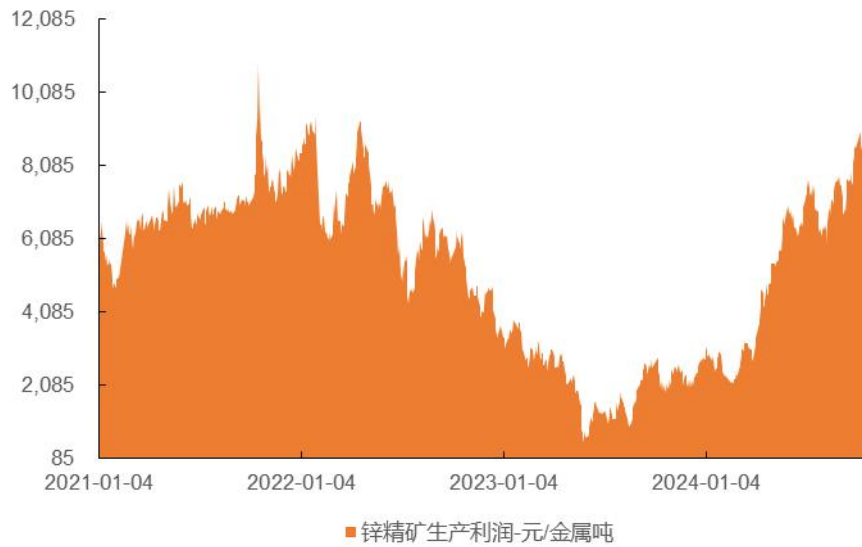
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 33：锌冶炼加工费大幅下滑



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 34：锌矿盈利持续扩张

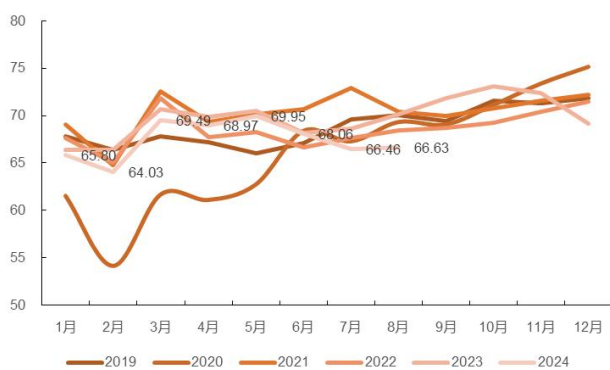


资料来源：SMM，华源证券研究所

4.2. 受铅锌伴生影响，原生铅供给亦收缩，铅矿价格创新高

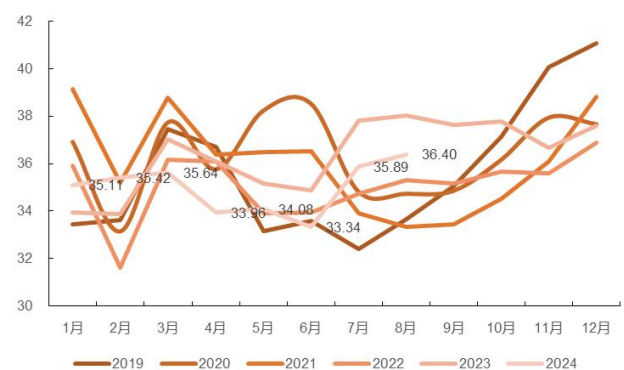
铅锭供给分为再生铅和原生铅两种，再生铅产量基本维持稳定，原生铅多为铅锌伴生，受锌矿供给收缩影响，原生铅产量亦同步下滑，单月产量为近五年来低位。受此影响，精炼铅供需平衡开始转为短缺，亦伴随着冶炼加工费下滑，铅精矿价格持续上行创近几年新高，近期虽有所回落，但仍维持相对高位。

图表 35：再生铅供给维持稳定（万吨）



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 36：原生铅供给为近五年低位（万吨）



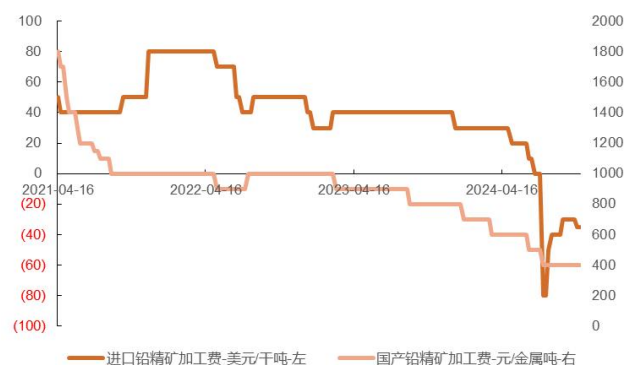
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 37：精炼铅供需平衡开始转为短缺



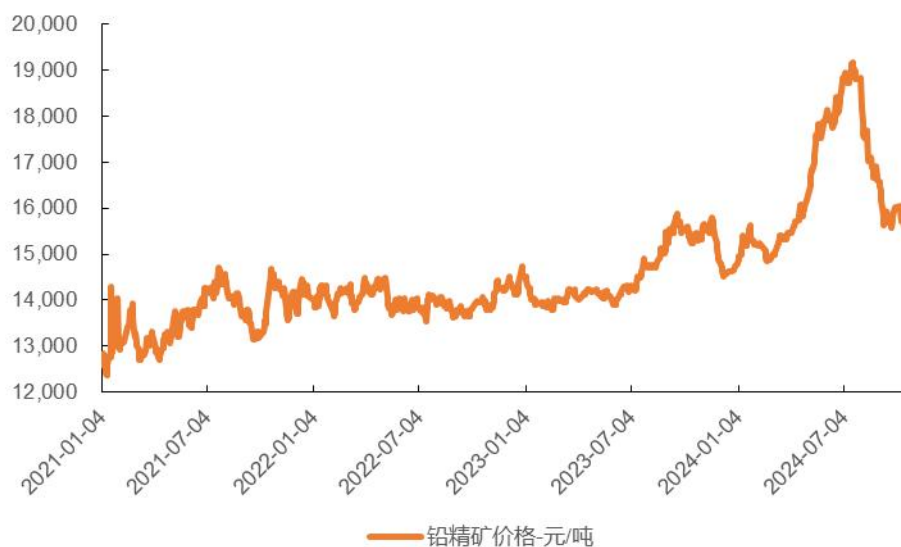
资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 38：铅冶炼加工费降至低点



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表 39：铅精矿价格维持相对高位



资料来源：SMM，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

(1) 锌精矿：销量分别为 6.27、8.55 和 11.40 万吨；不含税售价分别为 1.55、1.55、1.55 万元/吨；

(2) 铅精矿（含银）：销量分别为 2.23、3.04、4.05 万吨；不含税售价分别为 2.13、2.05、1.97 万元/吨。

图表 40：公司 2024–2026 年主营业务关键假设表

项目	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锌精矿							
销量	万吨	5.50	5.37	6.42	6.27	8.55	11.40
单位售价	万元/吨	1.53	1.70	1.37	1.55	1.55	1.55
单位成本	万元/吨	0.49	0.56	0.67	0.67	0.67	0.67
单位毛利	万元/吨	1.05	1.14	0.70	0.88	0.88	0.88
营收	亿元	8.43	9.15	8.77	9.72	13.25	17.67
成本	亿元	2.68	3.01	4.30	4.20	5.72	7.63
毛利	亿元	5.76	6.15	4.47	5.52	7.53	10.04
铅精矿（含银）							
销量	万吨	2.08	1.74	2.12	2.23	3.04	4.05
单位售价	万元/吨	1.96	1.85	1.90	2.13	2.05	1.97
单位成本	万元/吨	0.25	0.30	0.37	0.37	0.37	0.37
单位毛利	万元/吨	1.71	1.54	1.53	1.76	1.68	1.60
营收	亿元	4.08	3.21	4.03	4.75	6.21	7.98
成本	亿元	1.01	0.97	1.49	0.82	1.12	1.50
毛利	亿元	3.07	2.24	2.54	3.92	5.09	6.48

资料来源：公司公告，华源证券研究所

5.2. 估值与评级

根据以上假设，我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 4.98、7.05、9.34 亿元，对应 PE 分别为 24X、17X 和 13X。鉴于公司成长确定性相对更高，具备较高安全边际。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 41：金徽股份可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS（元/股）				PE				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
000060.SZ	中金岭南	5.18	194	0.18	0.26	0.31	0.36	28.78	19.77	16.48	14.22	1.45
000426.SZ	兴业银锡	14.35	264	0.53	0.98	1.19	1.36	27.20	14.60	12.10	10.55	3.45
000603.SZ	盛达资源	13.91	96	0.21	0.49	0.79	1.04	66.24	28.53	17.61	13.32	2.94
000758.SZ	中色股份	5.49	109	0.18	0.27	0.30	0.35	30.10	20.10	18.28	15.58	1.94
600497.SH	驰宏锌锗	6.40	326	0.28	0.39	0.47	0.50	22.74	16.33	13.52	12.89	1.97
	平均							35.01	19.86	15.60	13.31	2.35
603132.SH	金徽股份	12.28	120	0.35	0.51	0.72	0.96	35.09	24.11	17.04	12.85	3.83

资料来源：华源证券研究所，注：收盘价、市值截止至 2024 年 11 月 8 日，EPS 来自 wind 一致预期，PB 来自 wind

6. 风险提示

（1）整合进展不及预期的风险。公司未来最大的增量为江洛矿区整合，若进展不及预期，公司业绩或存在不及预期的情况；

（2）金属价格超预期下跌的风险。对金属价格预测做了谨慎的持平或略有下降的预期，若出现大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

（3）安全生产风险。公司矿山开采存在一定安全事故的风险，若出现安全事故公司盈利或出现较大影响；

（4）股权质押风险。公司大股东存在一定比例的股权质押，若股价大幅下跌，股权质押或存在平仓风险；

(5) 江洛矿区盈利测算偏差的风险。江洛矿区为公司未来最大的利润增长点，依据公司可行性分析报告，虽采用审慎性原则进行测算，但与实际或存一定偏差。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	720	145	195	257
应收票据及账款	1	20	27	35
预付账款	3	5	6	9
其他应收款	0	0	1	1
存货	33	50	69	91
其他流动资产	16	6	8	11
流动资产总计	773	226	306	404
长期股权投资	0	200	400	600
固定资产	3,684	3,617	3,609	3,659
在建工程	149	233	250	200
无形资产	785	758	749	758
长期待摊费用	3	3	3	2
其他非流动资产	244	324	384	424
非流动资产合计	4,866	5,135	5,395	5,642
资产总计	5,639	5,361	5,701	6,046
短期借款	891	1,063	1,129	1,106
应付票据及账款	65	50	69	91
其他流动负债	1,093	639	852	1,131
流动负债合计	2,049	1,751	2,050	2,329
长期借款	218	181	141	99
其他非流动负债	188	188	188	188
非流动负债合计	405	369	329	287
负债合计	2,455	2,120	2,379	2,616
股本	978	978	978	978
资本公积	1,693	1,693	1,693	1,693
留存收益	514	571	652	759
归属母公司权益	3,184	3,241	3,322	3,430
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,184	3,241	3,322	3,430
负债和股东权益合计	5,639	5,361	5,701	6,046

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	343	495	702	932
折旧与摊销	188	232	242	255
财务费用	55	51	55	54
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	180	-498	202	266
其他经营现金流	-8	3	3	3
经营性现金净流量	758	283	1,203	1,509
投资性现金净流量	-744	-501	-501	-501
筹资性现金净流量	168	-357	-652	-945
现金流量净额	182	-575	50	62

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,283	1,450	1,950	2,568
营业成本	581	519	716	953
税金及附加	58	65	88	116
销售费用	1	14	2	2
管理费用	154	174	214	282
研发费用	42	48	64	85
财务费用	55	51	55	54
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	5	-3	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	5	3	3	3
营业利润	402	580	811	1,075
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	8	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	394	579	810	1,074
所得税	51	81	105	140
净利润	343	498	705	934
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	343	498	705	934
EPS(元)	0	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	3.50%	13.02%	34.48%	31.69%
营业利润增长率	-25.57%	44.30%	39.80%	32.57%
归母净利润增长率	-27.02%	45.21%	41.48%	32.61%
经营现金流增长率	16.94%	-62.66%	325.21%	25.37%
盈利能力				
毛利率	54.71%	64.23%	63.28%	62.88%
净利率	26.73%	34.35%	36.14%	36.39%
ROE	10.77%	15.37%	21.21%	27.24%
ROA	6.08%	9.29%	12.36%	15.46%
ROIC	11.00%	14.64%	16.78%	21.37%
估值倍数				
P/E	35.02	24.11	17.04	12.85
P/S	9.36	8.28	6.16	4.68
P/B	3.77	3.71	3.61	3.50
股息率	4.40%	3.67%	5.19%	6.89%
EV/EBITDA	22	15	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。