

公司研究/首次覆盖

2017年11月03日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 11.11
合理价格区间(元): 13.14~14.60

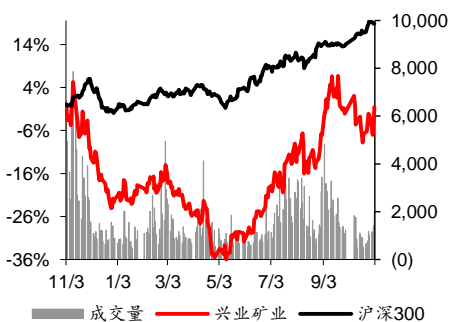
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

内蒙古矿业巨头，优质资源步入盈利期

兴业矿业(000426)

深耕矿业多年，锌银锡等多金属产能投放

公司依托当地资源丰富集的区位优势和控股股东的优质资源注入，形成银、锡、铅锌等多金属的北方矿业巨头。公司于 2011 年注入锡林矿业、融冠矿业等四家矿山采选企业，完成行业转型。至 2017 年，公司拥有国内以银、锡为主最大的多金属矿山，16 年底注入的银漫矿业 17 年已正式投产，预计 18-19 年仍将通过技改提升产能；乾金达矿业等多个矿山建设项目亦在推进中。预计公司 18 年净利润将继续大幅提升，矿山利润进入释放期。首次覆盖给予公司“增持”评级。

多金属资源储备丰富，白银储量处国内领先地位

储备优质的矿产资源是确保矿业公司盈利能力的最大保障，也是矿业公司的核心竞争力。通过 2016 年银漫矿业和白旗乾金达矿业的注入，公司一举成为国内白银龙头企业。截止 2016 年，公司保有矿产储量中，白银超过 1 万吨，锌约 270 万吨，铅约 64 万吨，锡约 22.3 万吨，镍约为 32.8 万吨。公司矿山资源中具备多种伴生小金属，如钴、铂、金等，资源品类丰富。公司所处内蒙古地区资源丰富，具备找探矿的区位优势。

新建及复产矿山陆续投产，金属产能提升增厚业绩

随着矿山建设的推进，公司产能有望于 17-19 年逐步释放。17 年 8 月银漫矿业采矿正式投产；公司乾金达矿业正在建设中，荣邦矿业、唐河时代等子公司已获取采矿证，复产陆续推进中。预计公司 18 年铅锌铜银锡金属产能分别为 0.9 万吨、10.16 万吨、0.5 万吨、234 吨、0.75 万吨，较 17 年相比铜锡产能增加约一倍，白银、锌产能也大幅提升。自 17 年起，公司新增多种精矿产品，若采选成本稳定，伴生金属的产销将增厚公司盈利。

银漫矿业铜锡系统改造中，生产效率有望进一步提升

公司子公司银漫矿业现有铅锌和铜锡两种矿山采选系统，年处理矿石产能 165 万吨。根据恩菲设计院的建议，银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将铅锌系统也改造成铜锡系统，即主要金属品种铅、锌、银、铜、锡均扩产到 165 万吨/年的采选产能，技改完成后，银、铜、锡金属年产能可分别增至 210 吨、5000 吨及 7500 吨；新系统预计将于 2018 年 2 月投入使用，完全达产后，银漫矿业的采选效率预计将大幅提升。

收购资产利润进入释放期，首次覆盖给予公司“增持”评级

公司银漫矿山投产，产能与盈利预计大幅提升；假设锌银等金属价格 17-19 年保持稳定，银漫矿业产能按照技改项目规划顺利释放，暂不考虑其他矿山复产及新投产。预计 17-19 年公司营收分别为 21.83、35.53、48.72 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 6.09、13.67、18.43 亿元，对应当前股价的 PE 为 34 倍、15 倍和 11 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 18 年 PE18-20 倍，对应市值区间为 246-273 亿元，对应目标价 13.14-14.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：锌银等金属价格下跌；项目进度不及预期；矿石品位低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	829.71	865.71	2,183	3,553	4,872
+/-%	(28.44)	4.34	152.14	62.76	37.15
归属母公司净利润(百万元)	(28.80)	89.46	609.01	1,367	1,843
+/-%	(117.88)	410.65	580.77	124.46	34.82
EPS(元,最新摊薄)	(0.02)	0.05	0.33	0.73	0.99
PE(倍)	(720.88)	232.05	34.09	15.19	11.26

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本(百万股)	1,869
流通A股(百万股)	1,148
52周内股价区间(元)	7.16-11.92
总市值(百万元)	20,759
总资产(百万元)	8,958
每股净资产(元)	2.80

资料来源:公司公告

正文目录

公司概况：内蒙地区矿业巨头	4
公司历史与架构：立足资源优势，发展有色金属产业	4
主营产品：锌铁铜银精矿产品为主	5
财务指标：17年上半年营收和利润大幅增长	6
投资看点	7
深耕金属矿山资源，多金属矿业巨头成型	7
优质资产陆续注入，银锡铅锌等金属资源增厚	7
白银等金属保有资源量处于国内领先地位	9
内蒙古区位优势明显，集团矿产储备有望继续注入	9
矿山建设有效推进，产能步入释放期	10
银漫矿业：年内采选系统投产，铜锡系统技改进行时	11
乾金达矿业：基础建设进行中，19年有望投产	12
融冠矿业及其他：陆续恢复生产，产能稳定提升	12
多金属开采保障利润，金属价格走高	13
利润：伴生金属毛利率空间高，产品结构多元化提高	13
行业：周期回暖，锌铜等多种金属价格处同期高位	14
盈利预测与估值	16
基本假设与盈利预测	16
估值	17
PE/PB - Bands	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司实际控制人股权结构图.....	4
图表 2: 公司发展历程.....	5
图表 3: 公司主营结构.....	5
图表 4: 公司历年主要产品产量 (吨)	6
图表 5: 公司各业务营业收入分布	6
图表 6: 公司各业务毛利分布.....	6
图表 7: 公司整体业务毛利率.....	6
图表 8: 公司分业务毛利率	6
图表 9: 公司矿山资源收购时间与在产状态	7
图表 10: 公司主要矿山子公司一览	8
图表 11: 公司主要矿山资源储量资料	8
图表 12: 公司主要金属储量占国内比例 (截止 2015)	9
图表 13: 国内主要白银企业储量分布.....	9
图表 14: 内蒙古地区主要资源储量及占全国比例.....	9
图表 15: 各矿山产能及品位资料.....	10
图表 16: 公司矿产产能预期 (精矿所含金属量)	11
图表 17: 银漫矿业产品产能预期 (精矿所含金属量)	12
图表 18: 乾金达矿业产品产能预期 (精矿所含金属量)	12
图表 19: 其余矿山生产情况	13
图表 20: 矿山盈利模式示意	13
图表 21: 16 年公司精矿产品收入分布	14
图表 22: 17 年上半年公司精矿产品收入分布.....	14
图表 23: 国内锌精矿市场价格.....	14
图表 24: 国内铜精矿市场价格.....	14
图表 25: 国内锡精矿市场价格.....	14
图表 26: 国内电解镍市场价格.....	14
图表 27: 国内白银市场价格	15
图表 28: 国内锑市场价格.....	15
图表 29: 公司矿山采选业务毛利率与金属年均价格变化.....	15
图表 30: 公司盈利预测主要假设	16
图表 31: 可比公司估值指标 (截止 2017.11.02) 单位: 亿元.....	17
图表 32: 兴业矿业历史 PE-Bands	17
图表 33: 兴业矿业历史 PB-Bands	17

公司概况：内蒙地区矿业巨头

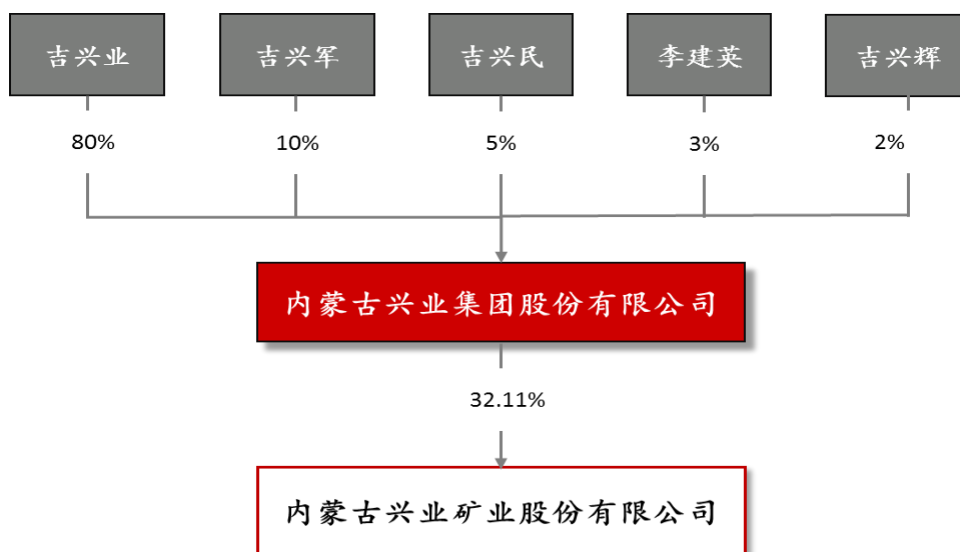
公司历史与架构：立足资源优势，发展有色金属产业

内蒙古兴业矿业股份有限公司（以下简称“公司”）于 1996 年 8 月 28 日在深圳证券交易所挂牌上市。1994 年 2 月 18 日，经赤峰市经济体制改革委员会赤体改发(1993)13 号文批准，并经赤体改发(1994)9 号文批准，由赤峰富龙公用(集团)有限责任公司（原名赤峰市煤气热力经营总公司）独家发起，以定向募集方式设立赤峰富龙热力股份有限公司（公司此前名称）。2011 年 10 月 24 日，经中国证监会核准，公司实施重大资产重组，将原有城市供热、供电的主营业务置换为有色金属采选及冶炼。

公司现拥有子公司 13 家，总部位于有着“中国有色金属之乡”之称的内蒙赤峰市，依据当地资源富集的区位优势，确立了“立足区域资源，布局产业延伸，发展新兴产业，打造文化强企”的战略目标，并以“做强做大有色金属、贵金属和稀有金属产业，调整产业结构，延伸产业链”为核心的总体发展方向。公司目前已构成集地堪、采选、冶炼于一体的全产业链竞争优势，金属矿产资源储量丰富，矿山遍布内蒙古、河南等地，拥有国内以银、锡为主最大的有色多金属矿山。

截止 2017 年三季度，公司注册资本 18.69 亿元，总股本 18.69 亿股，其中流通股 11.48 亿股。公司第一大股东为内蒙古兴业集团股份有限公司，股本占比 32.11%，公司实际控制人为吉兴业。

图表1：公司实际控制人股权结构图



资料来源：公司季报，华泰证券研究所

图表2: 公司发展历程

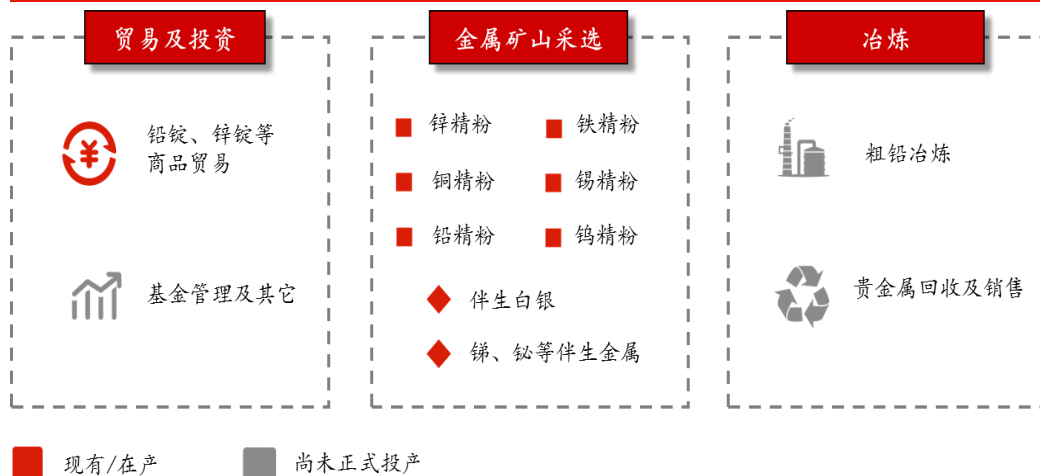


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

主营产品: 锌铁铜银精矿产品为主

公司的主要产品是银精粉、铜精粉、锡精粉、锌精粉、铁精粉以及铅精粉, 同时还根据所开采矿石的伴生金属情况生产其它金属, 产品均为有色金属冶炼企业冶炼金属的原材料。同时, 公司全资子公司兴业矿业(上海)国际贸易有限责任公司围绕公司的采、选、冶等终端产品销售或原材料采购开展有色金属贸易业务, 有利于增强公司价格发现和保值等方面的能力。待未来冶炼项目正式投产后, 公司可形成有色金属资源勘查、储备、开发、采掘以及有色金属贸易、冶炼等一系列完整的产业链条。

图表3: 公司主营结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4：公司历年主要产品产量（吨）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
锌精粉	1,046.95	59,688.14	58,829.80	51,994.15	58,993.51	48,554.81
铁精粉	15,626.68	492,194.40	520,314.80	513,503.04	519,983.15	347,432.84
钼精粉	23.67	332.54	152.14	149.74	47.99	
钨精粉	126.20	225.91		5.90		
铅精粉	100.03	1,452.79	323.20			
钨精粉		69.24	103.49	119.17	93.43	

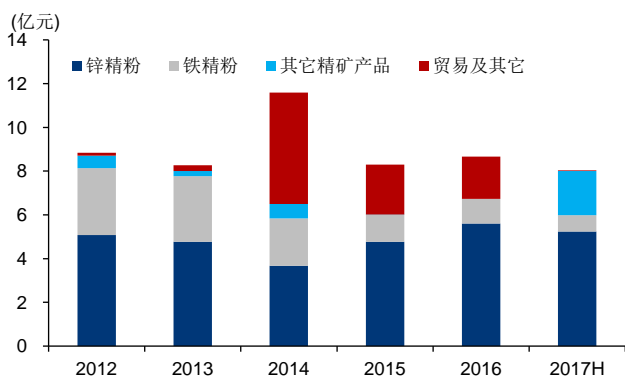
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

财务指标：17年上半年营收和利润大幅增长

2016年以来公司盈利情况持续改善。16年内公司加强资源整合，成功收购天通矿业；完成收购银漫矿业和白旗乾金达及配套融资。2016年公司实现营业收入8.66亿元，比2015年同期增长4.34%；实现利润总额1.5亿元，比2015年同期增长611.55%；实现归属于上市公司股东净利润8945.87万元，比2015年同期增长410.65%。公司整体销售毛利率为44.69%，同比增加12.91个百分点。

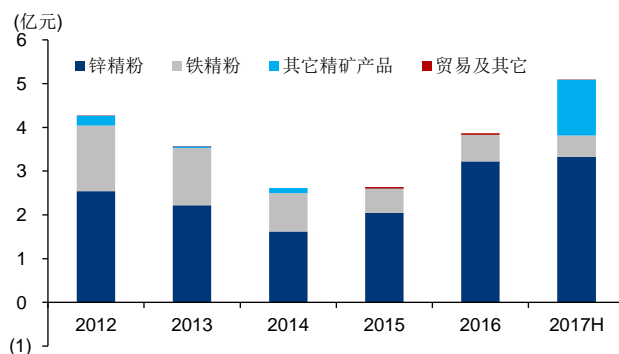
2017年上半年，受供给侧收缩和需求改善影响，有色金属行业整体转暖，公司主要产品银铅锌金属市场价格较上年同期上涨。公司于上半年实现营业收入8.03亿元，比去年同期增长236.66%；实现利润总额2.81亿元，比去年同期增长850.24%；归属于上市公司股东净利润2.06亿元，比去年同期增长1004.33%。公司于17年积极的推进矿山建设和生产，2017年6月完成了对银漫矿业10亿元增资和双源冶炼的3亿元增资；银漫矿业于8月1日取得了安全生产许可证，井下已进入全面开采状态，选矿厂彻底摆脱了对副产矿的依赖。

图表5：公司各业务营业收入分布



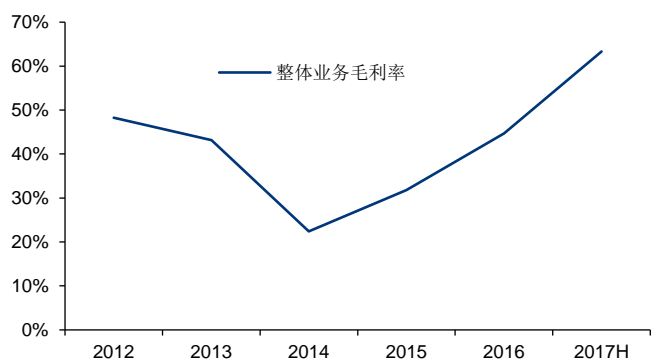
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：公司各业务毛利分布



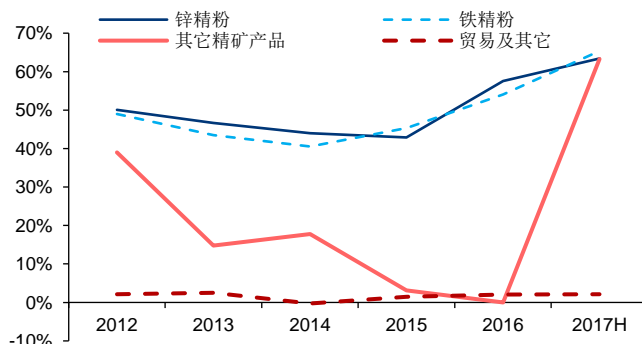
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：公司整体业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

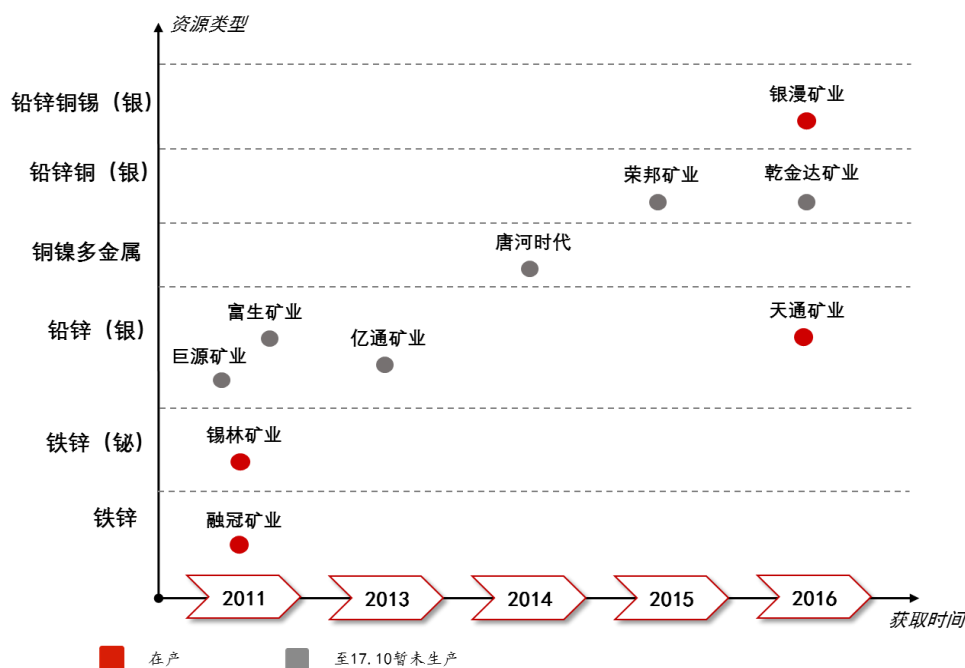
投资看点

深耕金属矿山资源，多金属矿业巨头成型

优质资产陆续注入，银锡铅锌等金属资源增厚

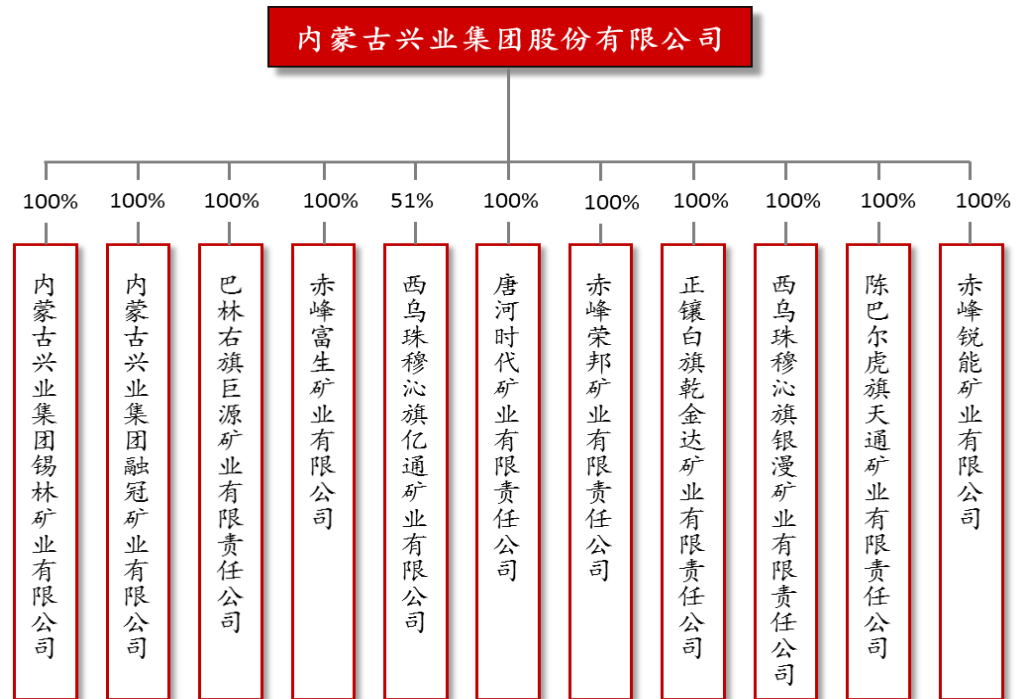
兴业集团自 2010 年以来一直严格履行将有色资产逐步注入公司的承诺。公司于 2011 年成功完成重组，注入锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业、富生矿业共四家矿山采选企业，完成向有色行业的转型。公司控股股东兴业集团在矿山相应的采矿权获批后，陆续将旗下资产注入上市公司。2014 年集团将唐河时代矿业并入上市公司，2015 年 10 月将荣邦矿业并入上市公司，2016 年 9 月将银漫矿业和乾金达矿业并入上市公司，2016 年 12 月将天通矿业并入上市公司。公司目前拥有 10 家矿业子公司，保有资源量中包含铅锌铜银等多种金属类型。

图表9：公司矿山资源收购时间与在产状态



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10: 公司主要矿山子公司一览



资料来源: 公司季报, 华泰证券研究所

银漫矿业和白旗乾金达矿业子公司拥有丰富的铅锌银矿产资源, 开采和勘探前景乐观, 近年来持续开展勘探工作并取得显著成果。根据采矿评估书和公司公告, 截至2015年, 银漫矿业在划定的矿区范围内保有矿石量6360.22万吨; 锌金属量(共生+伴生)111.32万吨、银金属量(共生+伴生)10172.36吨、铜金属量(共生+伴生)8.76万吨、锡金属量(共生+伴生)24.35万吨、铅金属量(共生+伴生)35.07万吨。另外矿区还拥有伴生小金属品种铟、镉、锑, 其中铟金属量1070.77吨、镉金属量9908.62吨、锑金属量20.44万吨。截止2015年, 白旗乾金达矿区保有矿石量达到322万吨, 银金属量达到736.4吨; 铅金属量约16万吨; 锌金属量约17万吨; 此外还伴生铜、镉、镓、砷、铷等矿产金属品种。

图表11: 公司主要矿山资源储量资料

子公司	采矿权名称	股权比例	保有矿石量/万吨	主要金属的保有资源量								评估日期		
				锌	铅	镍	铜	锡	银	铂	金		钴	
锡林矿业	东乌旗朝不楞矿区多金属矿	100%	1525.1	40.1										2010
融冠矿业	东乌珠穆沁旗查干敖包矿区铁锌矿	100%	2008.5	89.9										2010
巨源矿业	巴林右旗大板镇小西沟铅锌矿	100%	133.3	5.1	5.1									2010
富生矿业	赤峰巴林右旗岗根苏木富生银锌矿	100%	28.5	1.5	0.6									2010
唐河时代	河南省唐河县周庵铜镍矿采矿权	100%	9754.9			32.8	11.8		40.2	1.6	1.2	1.3		2014
荣邦矿业	克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿	100%	1210.4	16.4	5.0		0.8		194.7					2015
银漫矿业	白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿	100%	6360.2	75.3	15.1		2.9	22.3	9446.4					2015
乾金达矿业	正镶白旗东胡银多金属矿	100%	322.3	16.6	16.1		0.7		736.4					2015
天通矿业	陈巴尔虎旗七一牧场北山铅锌矿	100%	760.6	25.4	21.9				575.3					2016
亿通矿业	西乌珠穆沁旗奥果苏木铅锌多金属矿	51%												
合计				270.4	63.7	32.8	16.1	22.3	10993.0	1.6	1.2	1.3		

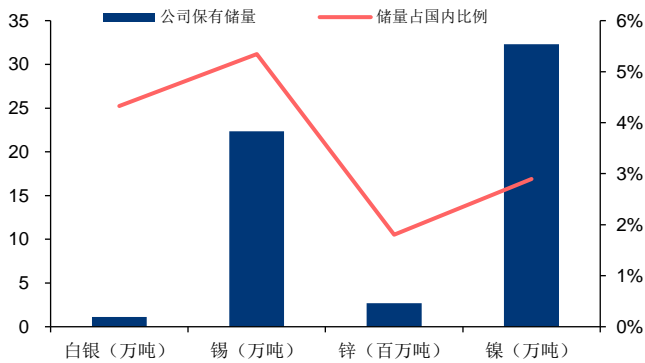
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

注: 金属资源中, 铅锌镍铜锡的单位为万吨, 其余为吨。

白银等金属保有资源量处于国内领先地位

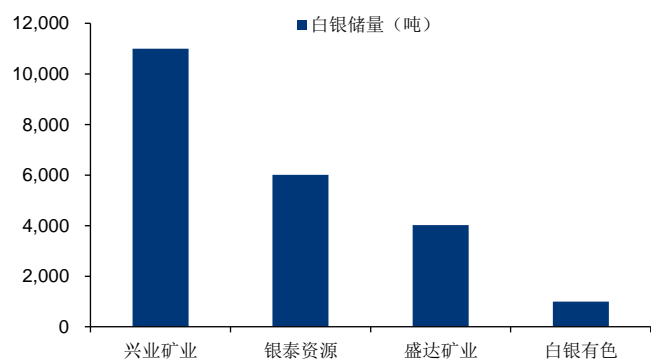
储备优质的矿产资源是确保矿业公司盈利能力的最大保障，也是矿业公司的核心竞争力。通过 2016 年银漫矿业和白旗乾金达矿业的注入，增加了公司矿山资源的布局，公司更是凭借银漫矿业一举成为国内白银龙头企业。从储量上看，银漫矿业为国内最大单体银矿，按照目前的开采能力可以运行超过 30 年，保证了上市公司持续经营能力，使公司的核心竞争力得到了较大提升，为上市公司后续实现对其他内外部矿产资源的整合，实现外延式增长奠定基础。

图表12: 公司主要金属储量占国内比例 (截止 2015)



资料来源: 国家统计局, 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 国内主要白银企业储量分布



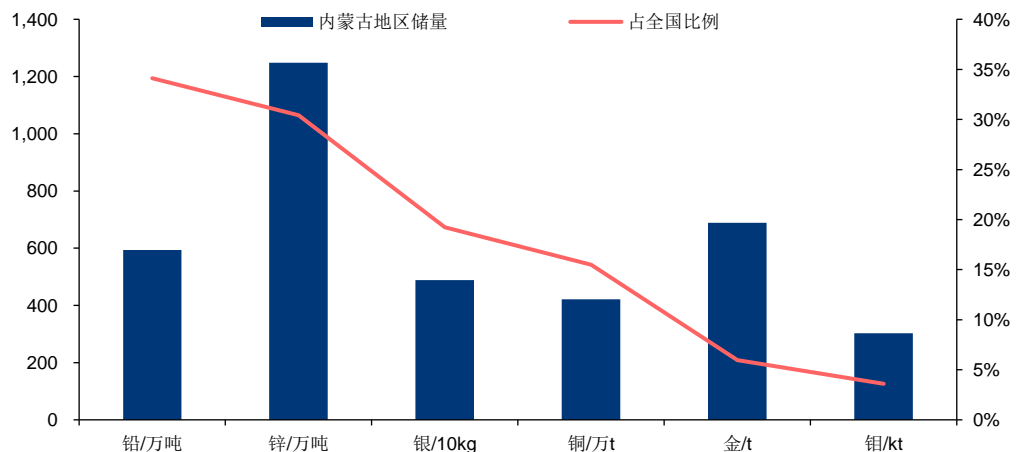
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

内蒙古区位优势明显, 集团矿产储备有望继续注入

内蒙古矿产资源富集, 开发前景广阔, 素有“东林西铁, 南粮北牧, 遍地矿藏”的美誉。据国土资源部的数据, 全区已探明矿种 144 种, 其中 85 种矿产资源查明储量居全国前 10 位, 煤炭、稀土、铅、锌、银等 17 种矿产保有资源储量居全国第 1 位。铜、钨的资源储量居全国第四, 金的资源储量居全国第六, 公司注册地赤峰市及重要矿产资源所在地锡林郭勒盟均拥有丰富的矿产资源储备。

据内蒙古国土资源厅资料显示, 内蒙古自治区同时是我国发现新矿物最多的省区。自 1958 年以来, 中国获得国际上承认的新矿物有 50 余种, 其中 10 种发现于内蒙古。具体储量上, 截止到 2015 年底, 该区稀土查明资源储量居世界首位; 全区煤炭累计勘查估算资源总量 8518.80 亿吨, 其中查明的资源储量为 4220.80 亿吨, 预测的资源量为 4298.00 亿吨。全区煤炭保有资源储量为 4110.65 亿吨, 占全国总量的 26.24%, 居全国第一位; 全区金矿保有资源储量 688.86 吨, 白银为 48817 吨; 铜、铅、锌三种金属保有资源储量约为 5041.18 万吨。

图表14: 内蒙古地区主要资源储量及占全国比例



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司的控股股东内蒙古兴业集团股份有限公司是以有色金属、黑金属、稀有金属及非金属资源开发为主，集地质勘查、采矿、选矿、冶炼、化工、宾馆旅游等多元化业务一体的大型集团企业。集团公司始建于1991年，目前兴业集团及其下属矿业公司拥有多项金属矿探矿权，覆盖铅、锌、铜、金、银、铁等多个金属种类。

目前兴业集团控制的采矿和探矿资产分别为天贺矿业、莹安矿业、哈密铜都、布敦银根，2016年的资产重组中，剩余采矿权及探矿权不注入上市公司的主要原因为天贺矿业实际可采储量较低、盈利能力较差、资产负债率较高、实际可采年限较短，且目前处于停产状态；莹安矿业最近三年持续亏损，已资不抵债，短时间内无法形成稳定的盈利模式；哈密铜都和布敦银根目前仍在持续勘查，尚未探明具备开采经济意义的矿产资源储量，探矿投入较大，探矿业务进展具有较大的不确定性，相关探矿权何时能够转换为采矿权也具有不确定性。

兴业集团在2011年重大资产重组期间，已针对部分探矿权做出承诺：在兴业集团及下属子公司（除上市公司）从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关采矿业务子公司投产且形成利润后一年内，兴业集团启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给上市公司工作。未来随着集团其余矿业公司建设进度的推进，根据承诺内容，上市公司或存在继续获得资产注入的可能。

矿山建设有效推进，产能步入释放期

据16年公司年报显示，公司16年主要在产矿山为锡林矿业、融冠矿业、天通矿业，精矿产品为锌精粉和铁精粉，产量分别为4.86万吨和34.74万吨。公司近年来持续推进矿山增储和改造工程，17年上半年银漫矿业选厂开始生产，8月份采选系统正式完全投产，实现产能的提升。公司乾金达矿业正在建设中，有望于19年实现生产；荣邦矿业、唐河时代等子公司已经获取采矿证，复产陆续推进中。

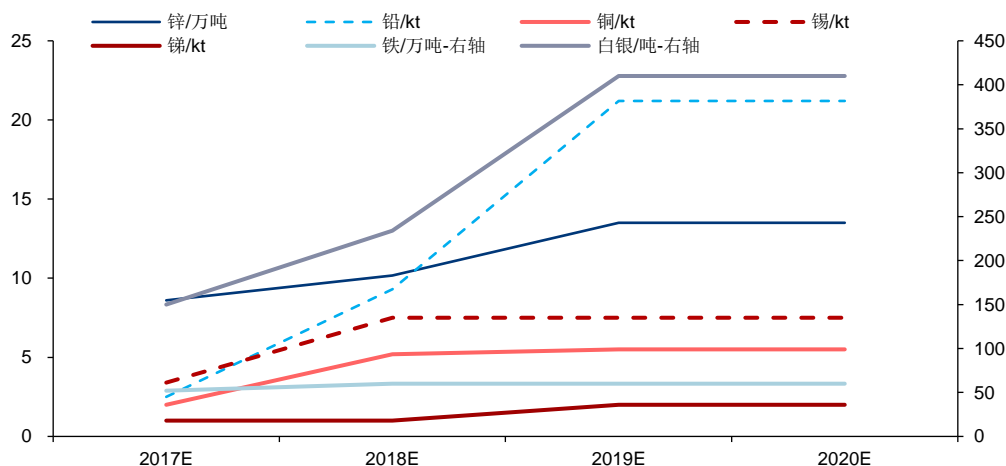
图表15：各矿山产能及品位资料

子公司	矿石产能 (万吨/年)	品位										吨矿石采选成本 (元/吨)
		锌	铅	铁	银 (g/t)	铂 (g/t)	金 (g/t)	钴	镍	铜	锡	
锡林矿业	72	2.67%	31.29%								0.12%	227.27
融冠矿业	135	4.36%	30.18%									237.24
巨源矿业	15	4.31%	4.08%	60.85								314.86
富生矿业	90	6.61%	2.34%	168.18								398.92
唐河时代	330			3.13	0.14	0.09	0.01%	0.34%	0.12%			117.76
荣邦矿业	30	1.61%	1.18%	111.33					0.65%			130.84
银漫矿业	165	3.22%	1.60%	187.46					0.52%	0.76%		200
乾金达矿业	30	5.16%	4.99%	228.49					0.21%			239.92
天通矿业	30	3.33%	2.88%	62.62								320.89

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

结合矿山评估报告中披露的产能及金属品位，以及项目的建设进度，据我们测算，17年全年预计新增2万吨的锌精粉产能。2018年银漫矿业全年如果实现完全生产，将增加铜锡及白银精矿产能，至19年技改工程二期完成达产后，铜锡和铅锌产能都将较17年有大幅提升。

图表16: 公司矿产产能预期(精矿所含金属量)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

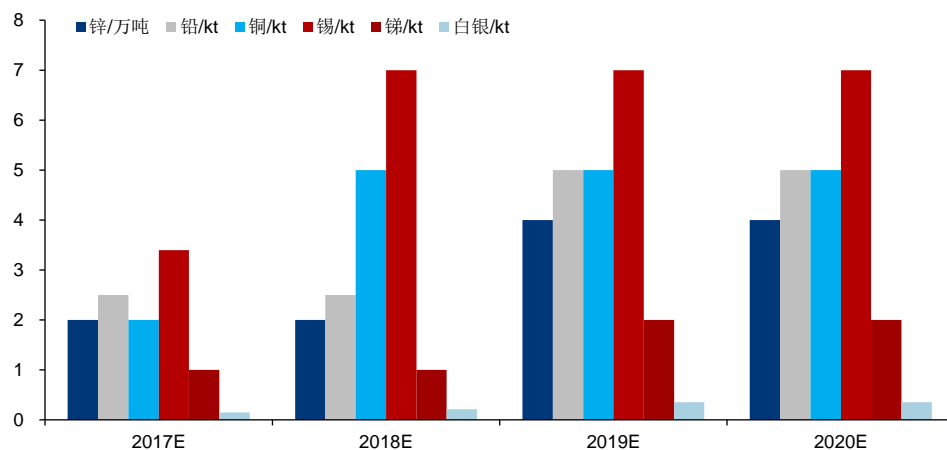
银漫矿业: 年内采选系统投产, 铜锡系统技改进行时

公司于17年积极的推进矿山建设和生产, 2017年6月完成了对银漫矿业10亿元增资和双源冶炼的3亿元增资; 银漫矿业17年8月前一直使用副产矿进行选矿加工, 入选品位相对较低。于8月1日取得安全生产许可证后, 井下已进入全面开采状态, 选厂彻底摆脱了对副产矿的依赖, 矿石入选品位在三、四季度有望得到大幅提升。银漫矿业共计有5个矿区, 其中一、四矿区为铅锌矿, 三矿区为铜锡铅锌混合矿, 分别采用不同的生产系统, 17年选厂设计矿石总产能为165万吨。

据中国恩菲的新闻消息, 2017年6月30日, 中国恩菲与西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司签订白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿选厂优化工程设计合同。2013年4月, 中国恩菲承担了白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿项目总体设计, 采选生产规模为5000吨/日, 分为铅锌系统2500吨/日、铜锡系统2500吨/日两个系统。根据恩菲的设计方案, 银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将2500t/d铅锌系统也改造成铜锡系统, 即主要金属品种: 铅、锌、银、铜、锡均扩产到5000t/d, 技改完成后, 银漫矿业银、铜、锡金属可分别增产至210吨、5000吨及7500吨; 据17年半年报披露, 目前, 该工程基础及厂房施工已基本完成, 主体设备厂商已根据公司订单进行定制, 预计将于2018年2月投入使用。

18年采矿系统改造后, 公司年矿石采选产能预计为165万吨; 若19年二期技改工程完成, 总矿石产能预计提升到330万吨。我们根据总矿山产能的变化和矿山采矿评估报告中披露的平均金属品位测算得到银漫矿业各产品产能的预期值。

图表17： 银漫矿业产品产能预期（精矿所含金属量）



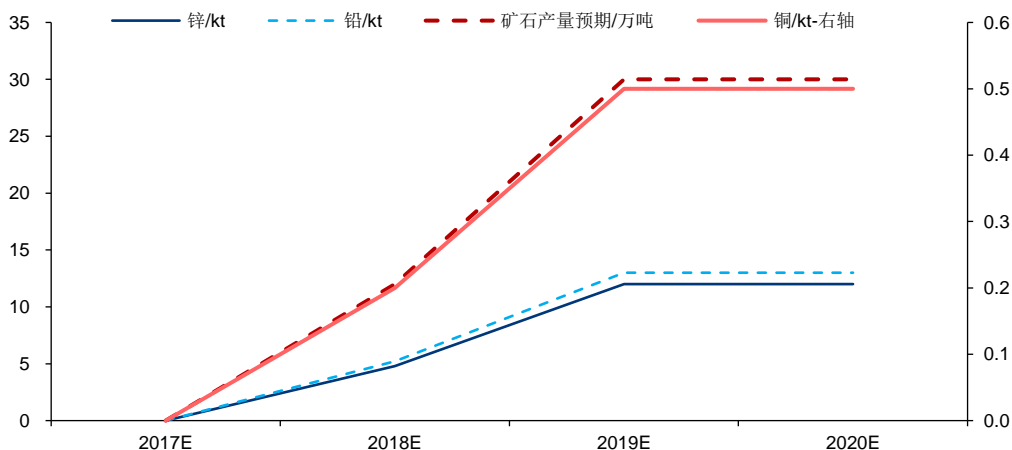
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据公司公布的《银漫矿业采矿权评估报告》，采矿权资产 2017-2019 年度的净利润预计分别不低于 36567.91 万元、46389.65 万元、46389.65 万元，在此基础上，兴业集团、吉伟、吉祥和吉喆对采矿权资产 17-19 年净利润值进行预测。兴业集团、吉伟、吉祥和吉喆承诺，采矿权资产 2017 年度净利润不低于 36567.91 万元，2017 年度和 2018 年度净利润累计不低于 82957.56 万元，2017-2019 年度净利润累计不低于人民币 129347.21 万元。在此利润预测和承诺下，我们预计银漫矿业的注入将增强公司未来利润增长的确定性。

乾金达矿业：基础建设进行中，19 年有望投产

白旗乾金达矿业主要进行银铅锌矿、铜矿的勘查、采选，目前尚未正式开始采选业务。其在建选厂计划使用的原料为矿山自产银铅锌矿，根据采矿评估书的披露资料，矿山设计采选能力为 30 万吨/年，同时若建设项目顺利完成，19 年满产后，可以实现精矿中金属产能铅约 1.3 万吨，锌约 1.2 万吨，铜约 500 吨。

图表18： 乾金达矿业产品产能预期（精矿所含金属量）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

融冠矿业及其他：陆续恢复生产，产能稳定提升

原有矿山中，锡林矿业和融冠矿业年矿石产能分别为 72 万吨和 135 万吨，是公司 16 年主要的在产矿山。其余矿山中，唐河时代设计产能规模较大，矿石处理能力为 330 万吨/年，矿山类型为铜镍多金属；荣邦矿业、巨源矿业、富生矿业等子公司矿山金属类型主要为铅锌银多金属，据公司半年报和公告披露，由于矿山设施及安全等问题，目前处于停产状态，暂未恢复生产。

图表19: 其余矿山生产情况

子公司	矿石产能 (万吨/年)	金属类型	在产状态 (2017.10)	采矿权状态	17H 净利润/百万元	总资产 (至 17H) /亿元
锡林矿业	72	铁锌(铋)	在产	是	27.31	6.02
融冠矿业	135	铁锌	在产	是	177.88	12.14
天通矿业	30	铅锌银	在产	是	1.05	0.51
巨源矿业	15	铅锌银	停产	是	(2.40)	1.01
富生矿业	90	铅锌银	停产	是	(1.22)	0.28
唐河时代	330	铜镍金银铂钴	停产	是	(18.70)	10.01
荣邦矿业	30	铅锌铜银	停产	是	(0.98)	1.37
亿通矿业		铅锌多金属	勘探中	否	0.00	0.35

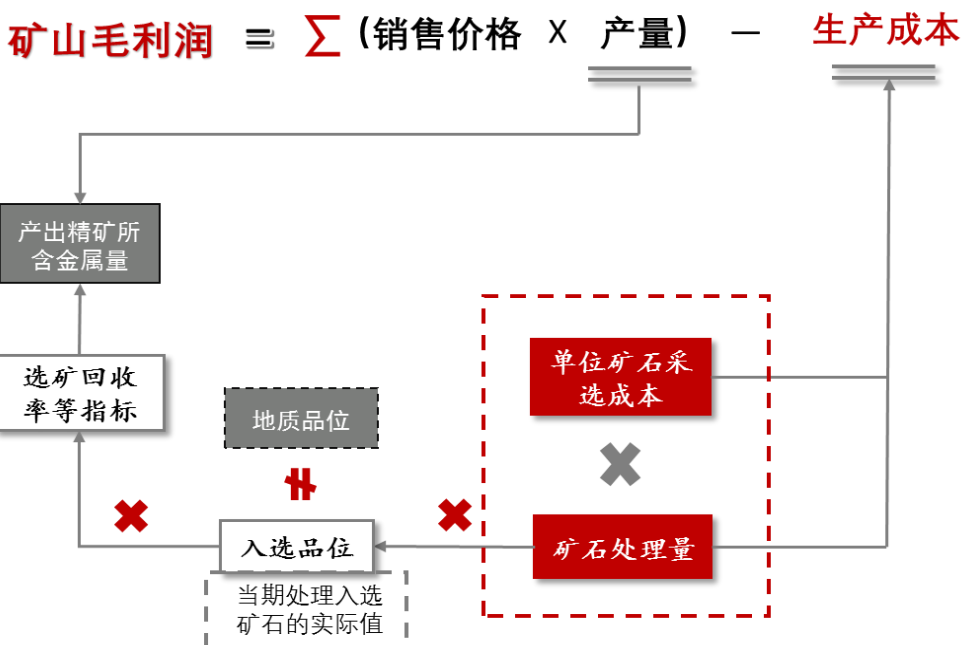
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

多金属开采保障利润, 金属价格走高

利润: 伴生金属毛利率空间高, 产品结构多元化提高

公司旗下矿山产品类型较多, 一般而言, 在单类金属品位相同的前提下, 单吨矿石中所含伴生金属种类越多, 对成本分摊力度越大。单吨矿石的采选成本主要由地理条件、人工成本、化工材料费用等水平决定, 若生产成本稳定, 则单个矿山的利润水平受到入选品位和金属价格的影响较大。

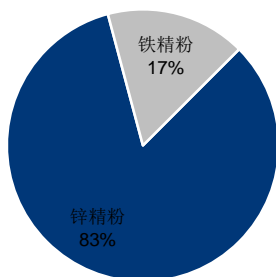
图表20: 矿山盈利模式示意



资料来源: 华泰证券研究所

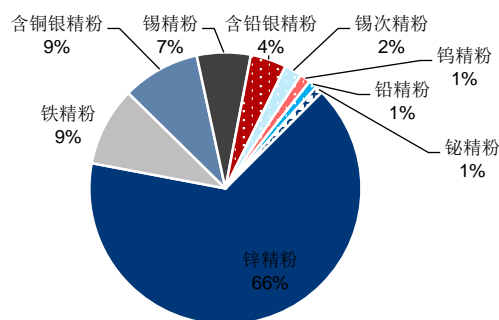
银漫矿业投产后, 公司精矿产品收入结构得到丰富。16 年公司主要矿产品收入来源为锌精粉和铁精粉, 到 17 年上半年, 新增白银、锡、铜等多种精矿产品, 若其余矿山能够复产, 未来还有望新增镍、金等金属产出。

图表21: 16年公司精矿产品收入分布



资料来源: 公司16年报, 华泰证券研究所

图表22: 17年上半年公司精矿产品收入分布

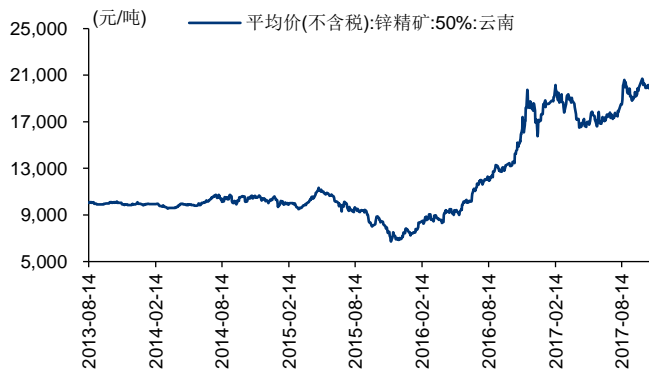


资料来源: 公司17半年报, 华泰证券研究所

行业: 周期回暖, 锌铜等多种金属价格处同期高位

2017年以来锌、铜、锡等金属价格较15-16年仍处在高位区间, 公司金属采选业务盈利能力受益提升。由于2016年后铜、锌等周期品供给侧出现不同程度的收缩, 行业的基本供需格局得到改善, 锌精矿、铜精矿产品价格中枢上移。2017年以来锌等金属价格继续走高, 公司精矿等产品市场价格维持高位。以锌精矿为例, 根据亚洲金属网数据, 2017年1-9月份国内锌精矿市场均价为1.81万元/吨, 同比增长61.6%, 其中三季度单季均价环比增长5.4%。

图表23: 国内锌精矿市场价格



图表24: 国内铜精矿市场价格



图表25: 国内锡精矿市场价格



图表26: 国内电解镍市场价格



17年中，白银价格和锑市场价格仍处于2011年以来的历史低位，其中白银价格未有明显上涨，白银作为贵金属，本身受到宏观经济走势和政策的影响较大，但我们认为后续白银的工业应用有望得到持续拓展，18-19年价格仍然有望保持稳定。

图表27：国内白银市场价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

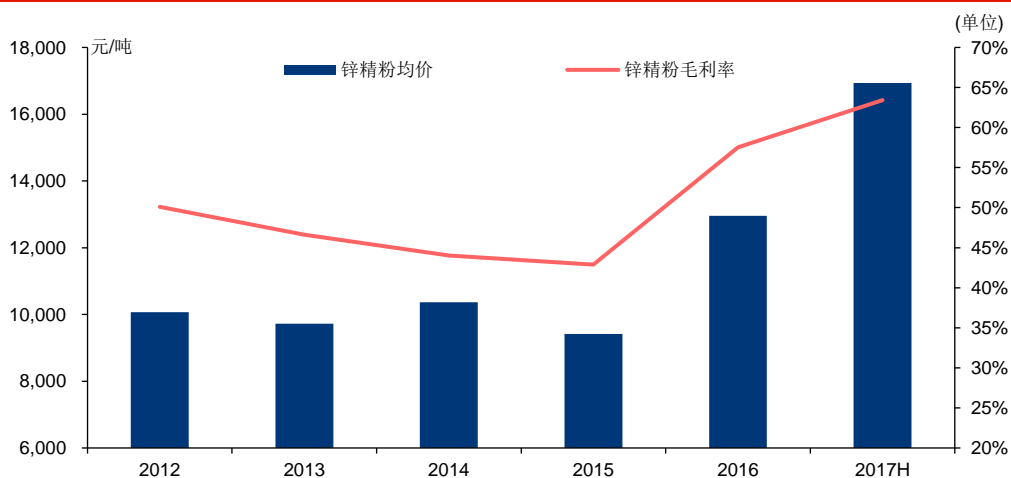
图表28：国内锑市场价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司精矿采选业务的毛利率受到产品价格影响波动，13年后，由于金属价格增速放缓，甚至在15年后大宗商品价格出现持续下跌，公司采选业务毛利率受影响下滑。整体来看，矿山采选的成本构成相对固定，且公司在行业内经营多年，生产规模逐渐达到稳定，单位成本预计趋于稳定。

图表29：公司矿山采选业务毛利率与金属年均价格变化



资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

盈利预测与估值

基本假设与盈利预测

公司未来的主要业务大致分为国内金属矿采选、贸易业务、冶炼几个部分，其金属矿山采选为公司主要的收入和利润来源，我们根据矿山建设进度进行产能释放的合理预估，同时基于17年产品价格做未来价格的预测，我们对公司盈利的主要假设如下表所示。

图表30： 公司盈利预测主要假设

	单位	2017E	2018E	2019E
均价假设				
铁精粉	元/吨	500	500	500
锌精粉	元/吨	17000	17000	17000
铅精粉	元/吨	14000	14000	14000
铜精粉	元/吨	38000	40000	45000
白银	元/千克	3000	3000	3000
锡精粉	元/吨	125000	130000	135000
锑精矿	元/吨	56000	58000	60000
产量假设				
锌	万吨	8.6	10.2	13.5
铅	万吨	0.3	0.9	2.1
铜	万吨	0.2	0.5	0.6
锡	万吨	0.3	0.8	0.8
锑	万吨	0.1	0.1	0.2
铁	万吨	52.0	60.0	60.0
白银	吨	87.5	234.0	410.0
收入				
锌	亿元	13.26	16.46	22.59
铅	亿元	0.21	0.35	2.52
铜	亿元	0.49	2.00	2.48
锡	亿元	2.35	7.78	8.08
锑	亿元	0.29	0.50	1.03
铁	亿元	2.60	3.00	3.00
白银	亿元	2.56	5.38	8.97
成本				
银漫矿业	亿元	2.97	3.63	7.26
其它矿山	亿元	4.548	5.28	5.59
乾金达矿业	亿元			0.60
毛利率				
银漫矿业		63%	81%	74%
其它矿山		67%	67%	67%
乾金达矿业				84%
期间费用率		28%	28%	28%

资料来源：华泰证券研究所

公司银漫矿山17年正式投产，产能与盈利预计大幅提升；假设锌银等金属价格17-19年保持稳定，银漫矿业产能按照技改项目规划顺利释放，暂不考虑其他矿山复产及新投产。在以上假设下，我们预计17-19年公司营收分别为21.83、35.53、48.72亿元，归属于母公司股东的净利润分别为6.09、13.67、18.43亿元。

估值

我们选取可比公司 PE 估值方法，选取与公司业务有相关性的铅锌白银等金属采选行业上市公司，考虑到公司矿产品种类较选取的可比公司而言更为多样化，在平均 PE 水平上进行适当下调。参考可比公司 18 年 Wind 一致预期利润对应的 PE 估值平均水平 22 倍，给予公司 18 年 PE18-20 倍，对应市值区间为 246-273 亿元，对应目标价 13.14-14.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表31：可比公司估值指标（截止 2017.11.02）单位：亿元

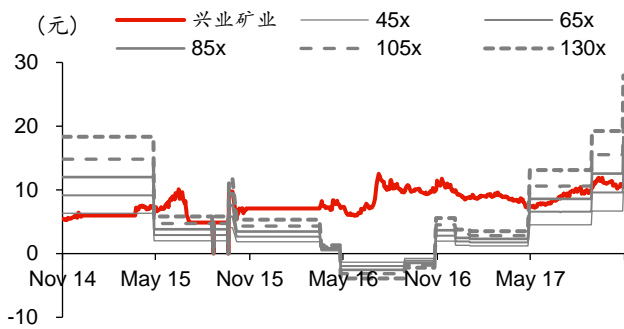
代码	公司	主营	当前市值	18 年净利润 (Wind 一致预期)	对应 18 年 PE
601899	紫金矿业	铜金多金属采选	771.32	52.56	15
000688	建新矿业	铅锌采选	124.53	7.58	16
000975	银泰资源	银锌采选	150.67	4.33	35
601168	西部矿业	铅锌铜采选冶炼	191.83	8.92	22
平均					22
000426	兴业矿业	锌银铜铁多金属采选	207.59	13.67	15

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：兴业矿业净利润数据为华泰预测，其他均为 Wind 一致预期

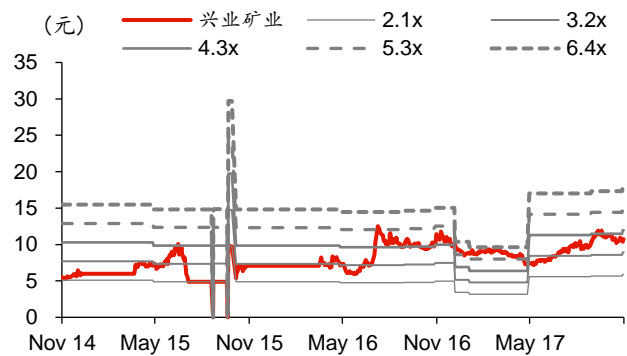
PE/PB - Bands

图表32：兴业矿业历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：兴业矿业历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 铅锌、铜等行业供需格局发生变化，供应过剩或需求增长不及预期可能会导致价格下跌，影响公司盈利能力。
- 2) 公司在产矿山产量下滑、建设中矿山项目进度低于预期，或复产矿山未能按期投产，可能导致产量下降。
- 3) 矿山开采入选品位下降，或回收率低于预期，可能导致产量下滑和开采成本的上升。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	666.10	1,585	2,489	3,692	6,399
现金	167.54	1,181	1,922	2,930	5,311
应收账款	116.46	1.17	3.47	5.50	7.45
其他应收账款	31.83	8.13	28.76	46.34	67.34
预付账款	41.45	2.99	4.73	5.60	8.43
存货	217.47	238.64	324.40	397.82	604.18
其他流动资产	91.35	152.33	206.20	306.24	400.69
非流动资产	5,876	8,178	8,150	7,964	7,729
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,375	1,459	2,628	3,111	3,247
无形资产	2,480	3,641	3,640	3,577	3,513
其他非流动资产	2,022	3,078	1,882	1,276	970.33
资产总计	6,543	9,763	10,639	11,656	14,128
流动负债	1,401	1,976	2,130	1,755	2,393
短期借款	470.00	575.00	575.00	0.00	0.00
应付账款	542.20	775.77	767.67	951.51	1,483
其他流动负债	388.89	625.10	787.36	803.43	910.59
非流动负债	2,394	2,920	2,045	2,070	2,061
长期借款	2,200	2,500	1,700	1,700	1,700
其他非流动负债	193.59	420.05	344.67	369.78	361.37
负债合计	3,795	4,896	4,175	3,825	4,454
少数股东权益	3.59	2.37	2.37	2.37	2.37
股本	1,194	1,869	1,869	1,869	1,869
资本公积	931.95	2,279	3,305	3,305	3,305
留存公积	618.22	707.68	1,288	2,655	4,498
归属母公司股	2,744	4,864	6,462	7,829	9,672
负债和股东权益	6,543	9,763	10,639	11,656	14,128

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(59.57)	196.38	741.95	1,921	2,607
净利润	(28.91)	89.20	609.01	1,367	1,843
折旧摊销	196.68	151.70	228.79	303.99	347.88
财务费用	43.41	53.52	207.38	154.59	133.11
投资损失	(8.05)	(0.40)	(0.40)	(0.40)	(0.40)
营运资金变动	(230.64)	(11.43)	(282.48)	43.64	242.53
其他经营现金	(32.05)	(86.21)	(20.35)	52.29	40.44
投资活动现金	25.44	(562.40)	(182.22)	(116.27)	(114.98)
资本支出	594.08	367.26	116.01	116.01	114.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	619.52	(195.14)	(66.21)	(0.26)	(0.78)
筹资活动现金	111.25	1,350	180.35	(796.15)	(110.92)
短期借款	0.00	105.00	0.00	(575.00)	0.00
长期借款	2,095	300.00	(800.00)	0.00	0.00
普通股增加	596.94	674.61	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(544.82)	1,348	1,025	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,036)	(1,077)	(45.05)	(221.15)	(110.92)
现金净增加额	77.12	984.43	740.08	1,009	2,381

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	829.71	865.71	2,183	3,553	4,872
营业成本	566.00	478.82	757.91	897.11	1,351
营业税金及附加	5.33	33.28	174.62	284.21	389.79
营业费用	6.91	3.50	10.91	17.76	24.36
管理费用	179.43	200.96	218.28	355.27	487.24
财务费用	43.41	53.52	207.38	154.59	133.11
资产减值损失	44.32	(53.62)	(10.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.05	0.40	0.40	0.40	0.40
营业利润	(7.33)	149.65	824.10	1,844	2,487
营业外收入	0.94	2.67	2.67	2.67	2.67
营业外支出	22.93	2.31	4.00	0.00	0.00
利润总额	(29.32)	150.01	822.77	1,847	2,490
所得税	(0.42)	60.80	213.76	479.80	646.88
净利润	(28.91)	89.20	609.01	1,367	1,843
少数股东损益	(0.11)	(0.26)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(28.80)	89.46	609.01	1,367	1,843
EBITDA	232.75	354.87	1,260	2,303	2,968
EPS (元)	(0.02)	0.05	0.33	0.73	0.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(28.44)	4.34	152.14	62.76	37.15
营业利润	(104.50)	2,141	450.69	123.77	34.87
归属母公司净利润	(117.88)	410.65	580.77	124.46	34.82
获利能力 (%)					
毛利率	31.78	44.69	65.28	74.75	72.27
净利率	(3.47)	10.33	27.90	38.48	37.83
ROE	(1.05)	1.84	9.43	17.46	19.06
ROIC	0.69	1.79	10.95	22.05	31.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.00	50.15	39.24	32.81	31.53
净负债比率 (%)	73.13	62.81	59.29	47.93	41.66
流动比率	0.48	0.80	1.17	2.10	2.67
速动比率	0.27	0.67	0.99	1.83	2.37
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.11	0.21	0.32	0.38
应收账款周转率	9.20	13.88	743.77	643.42	600.73
应付账款周转率	1.35	0.73	0.98	1.04	1.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.02)	0.05	0.33	0.73	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.03)	0.11	0.40	1.03	1.40
每股净资产(最新摊薄)	1.47	2.60	3.46	4.19	5.18
估值比率					
PE (倍)	(720.88)	232.05	34.09	15.19	11.26
PB (倍)	7.56	4.27	3.21	2.65	2.15
EV_EBITDA (倍)	96.56	63.33	17.83	9.76	7.57

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com