

2017年04月20日

盛达矿业 (000603.SZ)

筹划员工持股，开启发展新篇章

■ **筹划员工持股计划，绑定管理层与员工利益。**2017年4月19日公司发布公告，为建立员工与股东的利益共享机制，提高员工的凝聚力和公司竞争力，拟研究推出员工持股计划，对象为公司董事、监事、高级管理人员以及公司和公司全资子公司、控股子公司的员工，持股计划所涉及股票将通过二级市场购买等法律法规许可的方式取得。我们认为这一计划的推出有望绑定股东与员工之间利益，彰显员工对公司未来发展信心，并将加快公司内生与外延发展进度。

■ **内生增长强劲，2017年采选能力翻倍，业绩成长性强，且弹性巨大。**一是今年春节提前开工较早，且前期矿山采空区回填充分，主力矿山银都矿业矿石采选量提升确定性强，产销量有望回升至历史高位；二是2016年定增注入矿山将于2017年实现投产，2018年完全达产，届时公司矿石采选产能翻倍，相当于再造一个主力矿山银都矿业，潜在业绩弹性巨大；三是定增对象2017-2019年承诺净利润分别为1.61亿元、2.10亿元、2.10亿元，并表后盈利增厚具备保障。

■ **外延进度加速，拟收购东晟矿业70%股权，银矿并购再下一城。**2017年3月15日，公司公告旗下控股子公司银都矿业与内蒙古地矿(间接持有银都矿业37.04%股权)全资子公司内蒙古赤峰地质矿产勘察开发有限责任公司签定了股权转让受让意向性协议，赤峰地勘拟公开转让其所持有的东晟矿业70%的股权。我们认为本次收购一方面直接增厚公司权益银资源储量11%，且东晟矿业与银都矿业同属一片矿脉，未来增储潜力较大；另一方面，收购标的巴彦乌拉矿区开发条件成熟，建设周期短，且毗邻银都矿业，可与银都矿业共用选矿场，协同效应显著，这将大幅降低公司后续资本开支，并有望于2018年贡献业绩。

■ **大股东坐拥优质矿业资源，后续注入潜力较大。**公司2016年年报披露，控股股东盛大集团旗下子公司金山矿业额仁陶勒盖银锰矿，资源储量大，品位高，扩建后产能达到120万吨，前景十分广阔，该矿目前正处于培育阶段，且矿山产品与银都矿业相似，未来存在注入潜力。

■ **找矿经验丰富，财务结构强健，外延并购能力较强。**公司地处蒙东地区著名成矿带，在资源获取方面拥有得天独厚的优势，2016年定增注入光大矿业、赤峰矿业已证明其矿业并购实力。2016年底，公司负债率仅为6.85%，货币资金10亿，这意味着公司具有充沛的内源融资和举债能力，为贯彻年报中提出的“通过行业并购增厚公司资源储量”战略奠定了坚实的基础。根据公司公告披露2016年已先后对数十个金、银、铅、锌矿业项目、新能源、新材料等项目进行了深入的市场调研和论证，显示公司正在为外延扩张积极准备。

■ **银价厚积薄发，步入上行通道。**与黄金相比，白银金融属性略逊，但工业属性更强，历史上在通胀推动的金价牛市里白银表现出色。短期看美国加息落地，白银反弹确定性强；中期看地缘政治不确定性上升、欧洲大选年仍存黑天鹅可能，白银避险价值提升；长期看通胀周期逐步开启，白银也将步入上行通道。

■ **锌精矿供给收缩明确，锌价中枢系统性提升。**去年以来锌价连创新高，主要源于锌精矿供给收缩(包括自然性枯竭关停及停产保价)以及部分冶炼产能去化，目前锌精矿短缺正逐步转向锌锭短缺，预计2017将迎来精锌缺口高点；另一方面，锌下游需求较为稳健，同时中国新环保法的推行也将推高锌冶炼成本。我们预计未来锌价将维持易涨难跌，年度价格中枢抬升的格局。

■ **投资建议：买入-A评级，6个月目标价25元。**我们预计公司2017年-2019年公司净利润分别为4.3亿元、6.1亿元和6.7亿元，内生业绩增长快，且有较强的

公司快报

证券研究报告

铅锌

投资评级 **买入-A**

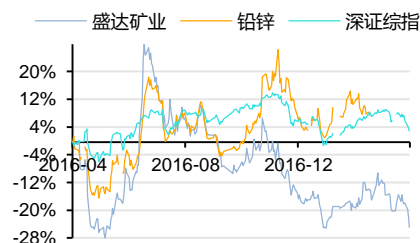
维持评级

6个月目标价：**25元**
股价(2017-04-19) **14.31元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 10,340.77 |
| 流通市值(百万元) | 5,859.19 |
| 总股本(百万股) | 722.63 |
| 流通股本(百万股) | 409.45 |
| 12个月价格区间 | 14.17/25.10元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|--------|
| 相对收益 | -10.55 | -3.87 | -17.46 |
| 绝对收益 | -15.34 | 0.16 | -18.77 |

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

余懿

报告联系人

yuyi1@essence.com.cn
010-83321065

蔡宇杰

报告联系人

caiyj@essence.com.cn
010-83321070

相关报告

| | |
|--------------------|------------|
| 盛达矿业：银矿并购再下一城 | 2017-03-15 |
| 盛达矿业：蒙东银矿巨头，业绩弹性凸显 | 2017-02-28 |
| 盛达矿业：优质矿产注入，业绩弹性大增 | 2016-07-06 |

外延并购预期，成长性突出，给予相当于 2018 年 30X 的动态市盈率。

■风险提示：1) 美联储加息进程加速；2) 下游需求持续疲软。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 824.3 | 686.4 | 1,173.6 | 1,677.3 | 1,791.8 |
| 净利润 | 259.3 | 202.1 | 425.8 | 608.1 | 670.3 |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.28 | 0.59 | 0.84 | 0.93 |
| 每股净资产(元) | 1.33 | 3.48 | 4.07 | 4.71 | 5.37 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 市盈率(倍) | 48.7 | 62.5 | 29 | 21 | 19 |
| 市净率(倍) | 13.2 | 5.0 | 4.3 | 3.7 | 3.3 |
| 净利润率 | 31.5% | 29.4% | 36.3% | 36.3% | 37.4% |
| 净资产收益率 | 39.7% | 12.5% | 18.6% | 21.5% | 21.0% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 7115.2% | 200.8% | 172.9% | -240.9% | -156.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 824.3 | 686.4 | 1,173.6 | 1,677.3 | 1,791.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 171.2 | 148.6 | 276.3 | 470.4 | 470.4 | 营业收入增长率 | 11.2% | -16.7% | 71.0% | 42.9% | 6.8% |
| 营业税费 | 22.8 | 36.9 | 35.2 | 50.3 | 53.8 | 营业利润增长率 | 10.1% | -20.9% | 74.8% | 33.0% | 10.5% |
| 销售费用 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 2.0 | 2.2 | 净利润增长率 | 9.7% | -22.1% | 110.7% | 42.8% | 10.2% |
| 管理费用 | 74.2 | 54.8 | 105.6 | 151.0 | 161.3 | EBITDA 增长率 | 9.5% | -19.4% | 67.4% | 31.8% | 9.8% |
| 财务费用 | -3.5 | 1.1 | -17.0 | -23.5 | -30.6 | EBIT 增长率 | 10.1% | -20.2% | 70.5% | 32.9% | 10.0% |
| 资产减值损失 | 0.9 | 7.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | NOPLAT 增长率 | 9.8% | -20.1% | 70.7% | 32.9% | 10.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 2732.6% | 98.3% | -195.3% | 69.3% | 16.6% |
| 投资和汇兑收益 | 1.4 | 5.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 净资产增长率 | 29.8% | 151.5% | 16.8% | 15.0% | 13.5% |
| 营业利润 | 559.3 | 442.3 | 773.1 | 1,028.1 | 1,135.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 2.9 | 3.2 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | 毛利率 | 79.2% | 78.4% | 76.5% | 72.0% | 73.7% |
| 利润总额 | 562.2 | 445.5 | 772.6 | 1,027.6 | 1,135.3 | 营业利润率 | 67.9% | 64.4% | 65.9% | 61.3% | 63.4% |
| 减:所得税 | 144.7 | 114.1 | 197.0 | 262.0 | 289.5 | 净利润率 | 31.5% | 29.4% | 36.3% | 36.3% | 37.4% |
| 净利润 | 259.3 | 202.1 | 425.8 | 608.1 | 670.3 | EBITDA/营业收入 | 70.4% | 68.1% | 66.7% | 61.5% | 63.2% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 67.4% | 64.6% | 64.4% | 59.9% | 61.7% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 58 | 67 | 55 | 51 | 46 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | -64 | -52 | -29 | -11 | -10 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 198 | 332 | 392 | 380 | 461 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 2 | 5 | 8 | 9 | 10 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 17 | 10 | 6 | 8 | 9 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 553 | 1,114 | 1,041 | 920 | 983 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 37 | 129 | 2 | -90 | -114 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 39.7% | 12.5% | 18.6% | 21.5% | 21.0% |
| | | | | | | ROA | 29.6% | 11.7% | 14.6% | 16.5% | 16.4% |
| | | | | | | ROIC | 7115.2% | 200.8% | 172.9% | -240.9% | -156.5% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.0% | 8.0% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| | | | | | | 财务费用率 | -0.4% | 0.2% | -1.5% | -1.4% | -1.7% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 8.7% | 8.3% | 7.7% | 7.7% | 7.4% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 25.3% | 6.8% | 4.1% | 4.4% | 4.0% |
| | | | | | | 负债权益比 | 33.8% | 7.4% | 4.3% | 4.7% | 4.2% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.63 | 5.79 | 12.38 | 13.12 | 16.25 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.55 | 5.72 | 12.15 | 12.82 | 15.95 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | -160.21 | 388.25 | -44.38 | -42.74 | -36.13 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 417.5 | 331.4 | 425.8 | 608.1 | 670.3 | EPS(元) | 0.36 | 0.28 | 0.59 | 0.84 | 0.93 |
| 加:折旧和摊销 | 25.7 | 25.2 | 26.5 | 26.5 | 26.5 | BVPS(元) | 1.33 | 3.48 | 4.07 | 4.71 | 5.37 |
| 资产减值准备 | 0.9 | 7.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | PE(X) | 48.7 | 62.5 | 29 | 21 | 19 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | 0.0 | 0.0 | PB(X) | 13.2 | 5.0 | 4.3 | 3.7 | 3.3 |
| 财务费用 | 3.0 | 11.0 | -17.0 | -23.5 | -30.6 | P/FCF | 42.3 | -79.3 | 37.5 | 19.7 | 17.9 |
| 投资损失 | -1.4 | -5.6 | -1.0 | -1.0 | -1.0 | P/S | 15.3 | 18.4 | 10.8 | 7.5 | 7.1 |
| 少数股东损益 | 158.2 | 129.3 | 149.8 | 157.5 | 175.5 | EV/EBITDA | 1.6 | 0.0 | 12.1 | 8.5 | 7.2 |
| 营运资金的变动 | -414.4 | 103.8 | -21.6 | 2.0 | -5.0 | CAGR(%) | 22.4% | 36.7% | 15.0% | 22.4% | 36.7% |
| 经营活动产生现金流量 | 260.9 | 356.3 | 562.6 | 769.7 | 835.8 | PEG | 2.2 | 1.7 | 2.0 | 0.9 | 0.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -781.2 | -394.1 | -722.5 | -181.5 | -49.9 | ROIC/WACC | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 24.1 | 897.4 | 17.0 | 23.5 | 30.6 | REP | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034