



Research and
Development Center

深耕主业二十载 喜迎业绩丰收时

—— 兴业矿业（000426.sz）跟踪报告

2017年5月24日

范海波 行业分析师
吴 漪 行业分析师
丁士涛 行业分析师
王 伟 行业分析师
燕 楠 行业分析师
唐伊辰 研究助理

深耕主业二十载 喜迎业绩丰收时

深度报告

2017年5月24日

本期内容提要:

- ◆ **并购标的进入利润兑现期。**公司新收购的矿山从 2017 年起开始贡献利润，根据利润承诺，唐河时代、荣邦、银漫 2017-2019 年合计需要完成的净利润为 4.11 亿元/6.48 亿元/6.52 亿元。乾金达于 2019 年起开始贡献利润，采矿权评估报告显示 2019-2021 年净利润分别为 2.54 亿元/2.11 亿元/3.28 亿元。
- ◆ **国内白银资源储量最大的企业。**银漫矿业保有银资源储量 9,446.38 吨，乾金达矿业保有银资源储量 736.38 吨，收购银漫和乾金达后公司白银储量 10,182.76 万吨，为国内白银资源储量最大的企业，我们预计公司白银年产量 160 吨左右，在国内处于领先地位。
- ◆ **银漫矿业探矿效果显著，铜锡产量有望翻倍。**三区发现铜锡矿石金属品位、矿床厚度、矿石量均发生正变且远景可观，公司目前正在与地堪院推进增储备案工作。银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将 2500t/d 铅锌系统改造成铜锡系统，技改完成后铜锡产量有望翻倍、白银产量增幅 40%。
- ◆ **盈利预测、估值及评级：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.35/0.54/0.72 元，对应 PE 为 22 倍/14 倍/11 倍，维持公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**金属价格持续上涨；银漫矿业探矿增储取得备案。
- ◆ **风险因素：**金属价格波动；唐河时代、荣邦、乾金达、天通项目无法按时达产；乾金达探矿权转为采矿权存在不确定性；业绩承诺或难以实现风险；矿山安全、环保等事故风险。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	829.71	865.71	2,607.48	3,533.62	4,253.16
同比(%)	-28.44%	4.34%	201.20%	35.52%	20.36%
归属母公司净利润(百万元)	-24.84	89.46	660.32	1,011.89	1,349.90
同比(%)	-115.35%	-460.08%	638.13%	53.24%	33.40%
毛利率(%)	31.78%	44.69%	58.53%	57.96%	61.51%
ROE(%)	-0.91%	2.37%	12.76%	16.88%	18.82%
每股收益(元)	-0.02	0.05	0.35	0.54	0.72
P/E	-	161	22	14	11
P/B	5.35	2.97	2.63	2.22	1.84

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 5 月 23 日收盘价

证券研究报告

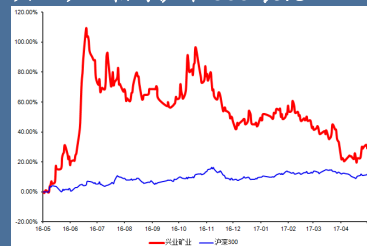
公司研究——跟踪报告

兴业矿业 (000426.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.5.3

兴业矿业相对沪深 300 表现



资料来源: wind

公司主要数据 (2017.5.23)

收盘价(元)	7.73
52周内股价波动区间(元)	5.75-12.52
最近一月涨跌幅(%)	-3.13%
总股本(亿股)	18.69
流通A股比例(%)	51.6
总市值(亿元)	144.44

资料来源: 信达证券研发中心
信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 83326800
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 83326720
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号: S1500514080001
联系电话: +86 10 83326718
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号: S1500515070001
联系电话: +86 10 83326719
邮箱: wangwei2@cindasc.com

燕楠 行业分析师
执业编号: S1500517040001
联系电话: +86 10 83326715
邮箱: yannan@cindasc.com

唐伊辰 研究助理
联系电话: +86 10 83326717
邮箱: tangyichen@cindasc.com

目录

投资聚焦	1
公司情况：4+5 矿山格局 融冠银漫双主力矿山	2
原有主业：融冠矿业为现有主力矿山	3
锡林矿业	3
融冠矿业	3
巨源矿业	3
富生矿业	4
双源有色	4
并购标的兑现利润 银漫成为新主力矿山	5
唐河时代矿业	5
荣邦矿业	6
天通矿业	6
银漫矿业	7
乾金达矿业	8
发行股份募集配套资金	9
锡银成为公司业绩主要来源	10
国内白银资源储量最大的企业	10
银漫矿业探矿增储取得进展，银铜锡产量显著提升	10
以银锡为主，锌铜铅铁为辅的主业格局	11
盈利预测与评级：“买入”评级	12
基本假设和盈利预测	12
风险因素	12

表目录

表 1: 公司前十大股东 (2017 年一季度)	2
表 2: 2011 年重大资产重组并入的矿山资源储量情况 (截止至 2010.12.31)	4
表 3: 新并购矿山资源储量	8
表 4: 新并购矿山 2017-2019 利润承诺	9
表 5: 发行股份募集配套资金用途	9
表 6: 同行业公司储量、产量对比	10
表 7: 2017 年银漫矿业营业收入预测	11

投资聚焦

关键假设点

我们假设未来三年，金属价格维持在相对稳定的水平，唐河时代、荣邦矿业、乾金达矿业、天通矿业按计划如期达产。

推荐逻辑

并购标的进入利润兑现期：公司 2014-2016 年收购的唐河时代矿业、荣邦矿业、银漫矿业在 2017-2019 年合计利润承诺分别为 4.11 亿元/6.48 亿元/6.52 亿元。根据采矿权评估报告，2016 年收购的白旗乾金达矿山 2019-2021 年净利润分别为 2.54 亿元/2.11 亿元/3.28 亿元。

国内白银资源储量最大的企业：银漫矿业保有银资源储量 9,446.38 吨，乾金达矿业保有银资源储量 736.38 吨，合计 10,182.76 吨，收购银漫矿业和乾金达矿业后公司成为国内白银资源储量最大的企业，我们预计公司白银年产量 160 吨左右，在国内处于领先地位。在锡方面，银漫矿业保有锡资源储量 22.34 万吨，为国内北方锡资源储量最大的企业。

银漫矿业探矿效果显著，铜锡产量有望翻倍：三区发现铜锡矿石金属品位、矿床厚度、矿石量均发生正变且远景可观，公司目前正在与地堪院推进增储备案工作。银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将 2500t/d 铅锌系统改造成铜锡系统，即主要金属品种：铅、锌、银、铜、锡均扩产到 5,000 吨/日。技改完成后铜锡产量有望翻倍、白银产量增幅 40%。

市场表现催化剂

金属价格持续上涨；银漫矿业探矿增储取得备案。

盈利预测与投资评级

根据公司预计的银漫矿业 2017 年金属产量（见 2017 年 5 月 11 日公司公告），我们重新估算了银漫矿业 2017 年度净利润，从而调高了我们对兴业矿业的盈利预测。预计兴业矿业 2017-2019 年归属母公司的净利润分别为 6.60 亿元、10.12 亿元和 13.50 亿元，对应 EPS 为 0.35 元、0.54 元、0.72 元。鉴于公司并购标的进入业绩兑现期，银漫矿业增长前景广阔，维持“买入”评级。

风险因素

金属价格波动；唐河时代、荣邦、乾金达、天通项目无法按时达产；乾金达探矿权转为采矿权存在不确定性；业绩承诺或难以实现风险；矿山安全、环保等事故风险。

公司情况： 4+5 矿山格局 融冠银漫双主力矿山

1996年8月28日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，截至目前总股本18.69亿股。目前，内蒙古兴业集团股份有限公司持有5.56亿股，占总股本29.76%，是公司第一大股东。

表 1：公司前十大股东（2017 年一季报）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量
内蒙古兴业集团股份有限公司	境内非国有法人	29.76%	556,075,350	237,958,212
甘肃西北矿业集团有限公司	境内非国有法人	9.87%	184,331,798	0
赤峰富龙公用（集团）有限责任公司	国有法人	7.47%	139,638,194	0
李献来	境内自然人	5.90%	110,241,798	110,241,798
吉祥	境内自然人	3.54%	66,223,003	66,223,003
吉伟	境内自然人	3.54%	66,223,003	66,223,003
吉喆	境内自然人	1.59%	29,798,597	29,798,597
北方信托元宝 15 号单一资金信托	其他	1.47%	27,397,260	27,397,260
李佩	境内自然人	1.39%	25,939,257	25,939,257
李佳	境内自然人	1.39%	25,939,257	25,939,257
合 计		65.92%	1,231,807,517	589,720,387

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

2011 年公司进行重大资产重组，交易分为重大资产置换及发行股份购买资产、国有股公开征集及转让两部分。

第一步，富龙热电与兴业集团进行重大资产置换，置出上市公司除包商银行 0.75% 股权及中诚信托 3.33% 的股权外的全部资产负债，置入有色金属采选及冶炼类资产。第二步，兴业集团以置换所得富龙热电除包商银行 0.75% 股权及中诚信托 3.33% 的股权外的全部资产负债为对价购买富龙热电 11,400 万股股份。

交易完成后，公司主业从热力供应变为有色金属采选，兴业集团成为公司控股股东。

公司的主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼。2011 年重大资产重组时置入了锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业、富生矿业、双源有色五家公司 100% 股权。双源有色主营业务为铅冶炼；其它四家主营业务均为有色金属采选，年矿石处理量合计为 231 万吨/年，主要产品是锌精粉、铁精粉、铅锭。融冠矿业的乌珠穆沁旗查干敖包矿区铁锌矿年处理矿石量 135 万吨/年，是公司主力矿山。

公司从 2014 年开始加大矿山并购力度：2014 年公司收购唐河时代矿业（铜镍矿）100% 股权，2015 年公司收购荣邦矿业（银铜铅锌矿）100% 股权，2016 年重大资产重组注入银漫矿业（铜铅锡银锌矿）100% 股权、乾金达矿业（银多金属矿）100% 股权，2016 年 12 月收购天通矿业（铅锌矿）100% 股权。这五家公司年矿石处理量合计为 585 万吨/年。银漫矿业的白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿目前为国内最大单体银矿，年采选白银 193 吨，2017 年投产后成为公司新主力矿山。

2016 年公司实现营业收入 86,570.96 万元，同比增加 4.34%，归属于上市公司股东的净利润 8,945.87 万元，同比增加 410.65%。

原有主业：融冠矿业为现有主力矿山

锡林矿业

锡林矿业拥有内蒙古自治区东乌旗朝不楞矿区多金属矿，生产规模为 72 万吨/年。根据储量核实报告（2008 年），朝不楞矿区南、北矿带保有矿石总量为铁矿石 1,756.94 万吨，铁平均品位为 30.83%；锌矿石 1,349.23 万吨，锌平均品位为 2.58%，锌金属量为 45.33 万吨。锡林矿业最终产品为铁精粉、锌精粉和钼精粉。

根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铁精粉 19.45 万吨（贫化率 8%、选矿回收率 61%、铁精粉品味 65%）；锌精粉 3.18 万吨（贫化率 8%、选矿回收率 88%、锌精粉品味 49%）；锌金属量 1.56 万吨。原矿单位总成本为 267.87 元/吨。

融冠矿业

融冠矿业拥有内蒙古自治区东乌珠穆沁旗查干敖包矿区铁锌矿，生产规模为 135 万吨/年。根据储量核实报告（2010 年 11 月），矿区保有矿石量为 2,008.46 万吨，铁平均品位为 28.97%，锌平均品位为 4.48%，锌金属量为 89.94 万吨。融冠矿业最终产品为铁精粉和锌精粉。

根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铁精粉 30.37 万吨（贫化率 10%、选矿回收率 53%、铁精粉品味 64%）；锌精粉 7.70 万吨（贫化率 10%、选矿回收率 77%、锌精粉品味 53%）；锌金属量 4.08 万吨。原矿单位总成本为 241.88 元/吨。

巨源矿业

巨源矿业拥有巴林右旗大板镇小西沟铅锌矿，生产规模为 15 万吨/年。根据储量核实报告（2010 年 10 月），矿区保有矿石量为 133.26 万吨，铅平均品位为 3.79%，铅金属量为 5.05 万吨；锌平均品位为 3.79%，锌金属量为 5.05 万吨。巨源矿业最终产品为铅精粉、锌精粉，伴生银在铅精粉中回收。

根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铅精粉 7,737.09 吨（贫化率 24%、选矿回收率 86.5%、铅精粉品味 52%），铅金属量 4,023.29 吨；锌精粉 8,501.84 吨（贫化率 24%、选矿回收率 77%、锌精粉品味 44.5%），锌金属量 3,783.32 吨；银金属量 4.3 吨（贫化率 24%、选矿回收率 62%）。原矿单位总成本为 314.86 元/吨。

富生矿业

富生矿业拥有赤峰巴林右旗岗根苏木富生银锌矿，生产规模为 9 万吨/年。根据储量核实报告（2010 年 10 月），矿区保有矿石量为 28.46 万吨，锌平均品位为 5.38%，锌金属量为 1.53 万吨；铅平均品位为 2.17%，铅金属量为 0.62 万吨。富生矿业最终产品为铅精粉、锌精粉。

根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铅精粉 2,895.99 吨（贫化率 19%、选矿回收率 73%、铅精粉品味 43%），铅金属量 1,245.28 吨；锌精粉 8,919.70 吨（贫化率 19%、选矿回收率 87%、锌精粉品味 47%），锌金属量 4,192.26 吨；银金属量 7.48 吨（贫化率 19%、选矿回收率 60.99%）。原矿单位总成本为 398.92 元/吨。

巨源矿业和富生矿业在 2011 年资产重组置入上市公司时作价分别为在 12,455.01 万元、6,051.87 万元，仅占置入资产整体价值的 8.91%、4.32%。和锡林矿业与融冠矿业相比，巨源矿业和富生矿业体量较小，但仍一起由兴业集团置入上市公司的原因是避免日后集团和上市公司间的同业竞争。

根据最新的经国土资源部备案的储量核实报告和置入资产实际的生产情况，截至 2010 年 12 月 31 日置入资产各矿山储量情况如下表所示：

表 2：2011 年重大资产重组并入的矿山资源储量情况（截止至 2010.12.31）

公司	矿石量（万吨）	年处理矿石量（万吨/年）	锌金属量（万吨）	铅金属量（万吨）
锡林矿业	1,525.06	72	40.11	
融冠矿业	1,919.34	135	87.41	
巨源矿业	129.15	15	4.92	4.96
富生矿业	25.63	9	1.43	0.56
合计	7,101.66	231	133.87	5.52

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

双源有色

双源有色主要从事铅冶炼业务，规划产能为 8 万吨铅冶炼项目，其主要原材料为铅精粉，最终产品为铅锭。双源有色与置入的有色金属矿山企业属于上下游关系，考虑到要规避上市公司与控股股东兴业集团之间持续性的大额关联交易，双源有色在 2011 年重大资产重组时一起置入上市公司。

并购标的兑现利润 银漫成为新主力矿山

兴业集团在 2011 年重大重组方案中做出承诺:

- 兴业集团及下属子公司（除上市公司外）除现有的探矿权外不再从事新的有色金属探矿业务，新的探矿业务由重组完成后的上市公司来做。
- 为进一步避免与上市公司产生同业竞争，在兴业集团及下属子公司（除上市公司外）从事探矿业务完成现有探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关采矿业子公司投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业子公司转让给上市公司工作。
- 在兴业集团及下属子公司（除上市公司）相关探矿权转为采矿权的当年，兴业集团将相关采矿权或采矿业子公司交由上市公司托管经营。

根据承诺，兴业集团在相应采矿权获批后，2014 年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、乾金达矿业（目前仍是探矿权）并入上市公司、2016 年 12 月将天通矿业并入上市公司。

唐河时代矿业

唐河时代矿业拥有河南省唐河县周庵铜镍矿，于 2014 年 8 月 20 日取得采矿许可证。2014 年 9 月兴业矿业以自有资金 1.2 亿元收购公司控股股东兴业集团股份有限公司持有的唐河时代矿业有限责任公司 100% 股权。交易双方确认目标采矿权在 2017 年度、2018 年度、2019 年度的利润预测数分别为人民币 4,138.16 万元、16,563.04 万元及 16,371.00 万元。目标采矿权实际利润数低于承诺利润数时兴业集团需要进行补偿。

根据采矿权评估报告，周庵铜镍矿生产规模为 330 万吨/年。根据储量备案证明（截止至 2008 年 3 月），保有铜镍矿石量为 9,754.9 万吨，其中镍平均品位 0.34%，镍金属量为 32.84 万吨；铜平均品位 0.12%，铜金属量 11.75 万吨。伴生资源储量为：铂 18,401 千克，钯 15,703 千克，金 12,157 千克，银 402,218 千克，钨 4,654 千克，钼 712 千克，铀 171 千克，铍 304 千克，钴 13,095 吨。矿山一直处于建设期，根据公司公告，预计 2017 年四季度投产。

根据正常年份年产量：镍金属量 6,616.37 吨（贫化率 7%、选矿回收率 64%）、铜金属量 2,714.73 吨（贫化率 7%、选矿回收率 72%）。原矿单位总成本为 137.98 元/吨。

荣邦矿业

荣邦矿业拥有克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿,于2015年1月取得采矿许可证。2015年10月兴业矿业以自有资金3,665.43万元收购公司控股股东兴业集团股份有限公司持有的荣邦矿业有限责任公司100%股权。交易双方确认目标采矿权在2017年度、2018年度、2019年度的利润预测数分别为人民币422.20万元、1,833.68万元及2,427.05万元。目标采矿权实际利润数低于承诺利润数时兴业集团需要进行补偿。目前荣邦矿业正处在矿山建设前期阶段,预计2017年4月矿山及选厂建成。

克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿生产规模为30万吨/年。根据采矿权评估报告(截止至2015年8月31日),保有总矿石量1,210.43万吨,银矿石量174.90万吨,银品位111.33克/吨,银金属量194.71吨;铅矿石量419.44万吨,铅品位1.18%铅金属量4.96万吨;锌矿石量1,017.08万吨,锌品位1.61%,锌金属16.36万吨;铜矿石量128.39万吨,铜品位0.65%,铜金属量8,382.63吨。

根据采矿权评估报告,正常年份产量:

- 铅锌矿石系统:铅精粉2,904.55吨(贫化率10%、选矿回收率71%、精矿品味55%)、铅金属量1,597.50吨、银金属量10.28吨;锌精粉6,961.88吨(贫化率10%、选矿回收率79%、精矿品味48%)、锌金属量3,341.70吨。
- 铜铅锌矿石系统:铜精粉918.75吨(贫化率10%、选矿回收率49%、精矿品味24%)、铜金属量220.50吨;银金属量2.55吨;铅精粉1,170.00吨(贫化率10%、选矿回收率65%、精矿品味40%)、铅金属量468吨、银金属量4.52吨;锌精粉5,913.67吨(贫化率10%、选矿回收率78.5%、精矿品味45%)、锌金属量2,661.15吨。

铅锌矿石产品系列原矿单位总成本为161.38元/吨、铜铅锌矿石产品系列原矿单位中成本为158.96元/吨。

天通矿业

天通矿业拥有陈巴尔虎旗七一牧场北山铅锌矿,于2016年11月取得采矿许可证。2016年12月兴业矿业以自有资金1.16亿元收购兴业矿业1号产业并购私募投资基金持有的天通矿业100%股权。

天通矿业现拥有3万吨/年采矿许可证以及与之匹配的选矿厂,目前正在等待环境影响报告的批复文件,待取得环评批复后即可申领面积为6.75平方公里、30万吨/年生产规模的采矿许可证。根据技改和投产进度安排,天通矿业计划2017年开始矿山及选矿厂的改扩建,基建期两年,预计2018年底扩建工程竣工投产。

根据采矿权评估报告(截止至2016年11月),现保有资源储量矿石量760.55万吨,铅平均品位品位2.88%,铅金属量21.93万吨;锌平均品位3.34%,锌金属25.43万吨;伴生银平均品位75.65克/吨,伴生银金属量575.35吨。天通矿业最终产品为铅精粉、锌精粉。

根据采矿权评估报告,正常年份产量:铅精粉 11,232 吨(贫化率 10%、选矿回收率 91%、铅精粉品味 63%),铅金属量 7,076.16 吨,银金属量 13.19 吨(贫化率 10%、选矿回收率 78%); 锌精粉 16,330.59 吨(贫化率 10%、选矿回收率 89%、锌精粉品味 49%), 锌金属量 8,001.99 吨。原矿单位总成本为 365.88 元/吨。

银漫矿业

2016 年 12 月, 兴业矿业通过发行股份和支付现金相结合的方式购买银漫矿业 100% 股权, 交易价格为评估值 241,387.60 万元。其中股份对价金额占全部收购价款的 94.38%, 即 227,810.16 万元; 现金对价金额占全部收购价款的 5.62%, 即 13,577.44 万元。新增股份的发行价格为 6.06 元/股, 发行的股份数量为 375,924,352 股。此次全部新增股份自上市之日(2016/12/7) 起至 36 个月届满之日将不得以任何方式进行转让。

根据《银漫矿业采矿权评估报告》, 采矿权资产 2017 年度、2018 年度及 2019 年度的净利润分别不低于 36,567.91 万元、46,389.65 万元、46,389.65 万元。在此基础上, 兴业集团、吉伟、吉祥和吉 承诺, 采矿权资产 2017 年度净利润不低于 36,567.91 万元, 2017 年度和 2018 年度净利润累计不低于 82,957.56 万元, 2017 年度、2018 年度及 2019 年度净利润累积不低于人民币 129,347.21 万元。根据《业绩补偿补充协议》, 采矿权资产实际净利润数的确定应当在采矿权资产当年经审计的扣除非经常性损益后的净利润的基础上, 剔除因本次配套融资募集资金的投入而对采矿权资产财务费用的影响因素。因此, 预测的净利润已考虑扣除募集配套资金使用所节约的资金成本。

银漫矿业拥有白音查干东山矿区铜铅锡银锌矿, 生产规模为 165 万吨/年。根据采矿权评估报告(截止至 2015 年 11 月), 现保有资源储量矿石量 6,360.22 万吨, 锌平均品位 3.22%, 锌金属量 75.29 万吨; 铅平均品位 1.60%, 铅金属量 15.08 万吨; 银平均品位 187.46 克/吨, 银金属量 9,446.38 吨; 铜平均品位 0.52%, 铜金属量 2.86 万吨; 锡平均品位 0.76%, 锡金属量 22.34 万吨。银漫矿业最终产品为铅精粉、锌精粉、铜精粉、锡精粉。

目前选矿分为铅锌矿体选矿系统和铜锡矿体选矿系统, 根据采矿权评估报告, 正常年份两个系统年产量分别为:

- 铅锌矿石系统: 铅精粉 13,575.48 吨, 铅金属量 7,466.51 吨, 银金属量 73.67 吨; 锌精粉 43,171.02 吨, 锌金属量 22,017.22 吨, 银金属量 21.53 吨。
- 铜锡矿石系统: 铜精粉 8,518.57 吨, 铅精粉 3,021.08 吨, 锌精粉 16,651.80 吨, 锡精粉 4,350.37 吨; 铜金属产量 1,107.41 吨, 银金属产量 99.42 吨, 铅金属产量 1,389.70 吨, 锌金属产量 7,826.35 吨, 锡金属产量 1,783.65 吨。

原矿单位总成本为 259.65 元/吨。

乾金达矿业

兴业矿业通过发行股份的方式购买白旗乾金达全体股东所持白旗乾金达 100% 股权，交易价格为评估值 98,244.91 万元。新增股份的发行价格为 6.06 元/股，发行的股份数量为 162,120,312 股。此次全部新增股份自上市之日（2016/12/7）起至 36 个月届满之日将不得以任何方式进行转让。

乾金达目前正在等待环评复审，公司预计今年 6 月底前可取得采矿许可证；立项和征地工作也在同步进行，时间周期大约在 4 个月左右。预计最快能在 2018 年 10 月实现带水试车，2019 年正式投产。乾金达本次办理采矿证面积为 3.67 平方公里，外围 7.25 平方公里保留已办理探矿权证，通过井巷开拓及巷道探矿，从目前已完成工作成果看，增储前景良好，同时外围探矿区探矿工作也有新的突破。

乾金达矿业拥有正镶白旗东胡银多金属矿，生产规模为 30 万吨/年。根据探矿权评估报告（截止至 2015 年 11 月），现保有资源储量矿石量 322.28 万吨，银平均品位 228.49 克/吨，银金属量 736.38 吨；铅平均品位 4.99%，铅金属量 16.09 万吨；锌平均品位 5.16%，锌金属量 16.64 万吨；铜平均品位 0.21%，铜金属量 6,863.18 吨。乾金达矿业最终产品为铜精粉、铅精粉、锌精粉。

根据探矿权评估报告，正常年份年产量：铜精粉 3,962.94 吨，铅精粉 30,730.62 吨，锌精粉 25,652.83 吨，铜金属产量 534.6 吨，铅金属产量 17,362.80 吨，锌金属产量 13,596 吨，银 92.02 吨。原矿单位总成本为 319.22 元/吨。

根据探矿权评估报告，白旗乾金达 2019 年、2020 年及 2021 年的净利润分别为 25,438.30 万元、21,076.60 万元、32,824.63 万元。

表 3：新并购矿山资源储量

公司	矿山类型	矿石量 (万吨)	年处理矿石 量(万吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	铜金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)	镍金属量 (万吨)
唐河时代	铜镍矿	9,754.90	330			402	11.75		32.84
荣邦矿业	银铜铅锌矿	1,210.43	30	4.96	16.36	194.71	0.84		
银漫矿业	铜铅锡银锌矿	6,360.22	165	15.08	75.29	9,446.38	2.86	22.34	
乾金达矿业	银多金属矿	322.28	30	16.09	16.64	736.38	0.69		
天通矿工	铅锌矿	760.55	30	21.93	25.43	575.35			
合计		18,408.38	585	58.06	133.72	11,354.82	16.14	22.34	32.84

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4: 新并购矿山 2017-2019 利润承诺

	2017 年 (亿元)	2018 年 (亿元)	2019 年 (亿元)
唐河时代	0.41	1.66	1.64
荣邦矿业	0.04	0.18	0.24
银漫矿业	3.66	4.64	4.64
乾金达矿业 (仅为净利润预测, 非承诺)			2.54
合计	4.11	6.48	9.06

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

发行股份募集配套资金

在发行股份收购银漫矿业和乾金达矿业的同时, 公司还发行股份募集配套资金 119,632.55 万元, 发行价格 8.76 元/股, 发行的股份数量为 136,566,837 股。主要用于以下事项:

表 5: 发行股份募集配套资金用途

序号	募集资金用途	拟使用配套募集资金金额 (万元)
1	支付本次交易现金对价	13,577.44
2	银漫矿业白音查干铜铅锡银锌矿采选项目还款	60,000.00
3	银漫矿业白音查干铜铅锡银锌矿采选项目后续投资	42,555.11
4	支付中介机构及信息披露费用	3,500.00
合计		119,632.55

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

银漫矿业在建设期的主要融资来源于上市公司控股股东和信托贷款。银漫矿业 19 亿元的信托贷款, 按照 10% 利率算, 每年会产生 1.9 亿元利息成本, 在利润里占不小的比重。利用配套募集资金偿还 6 亿元借款后, 每年将为上市公司节省 0.6 亿元的利息支出。

锡银成为公司业绩主要来源

国内白银资源储量最大的企业

银漫矿业保有银资源储量 9,446.38 吨，乾金达矿业保有银资源储量 736.38 吨，合计 10,182.76 吨，收购银漫矿业和乾金达矿业后公司成为国内白银资源储量最大的企业。在锡方面，银漫矿业保有锡资源储量 22.34 万吨，助力公司成为国内北方锡资源储量最大的企业。

生产情况：银漫矿业选厂已于 2017 年 3 月 6 日调试完成，全部达到设计指标。采厂方面，待银漫矿业通过内蒙古自治区安监局安全验收且采厂、选厂及尾矿库取得安全生产许可证后，井下才可以采矿。目前选厂供矿主要依赖副产矿石，因此主要金属品种入选品位普遍较低：锡仅为 0.6%，铜 0.2%，银 110g/t，锌 0.8%，铅 0.3%。正式开采后，主要金属入选品位可达到：锡 0.9%，铜 0.38%，银 150g/t，锌 1.5-2%，铅 0.3%。

表 6: 同业公司储量、产量对比

公司	白银权益资源储量(吨)	2016 白银年产量 (吨/年)	2017 白银年产量 (吨/年)	2016 含银铅精粉营收 (亿元)	每股白银储量 (克/股)
兴业矿业	12,433	<10	160		6.65
银泰资源	3,786	146.5	146.5	6.28	3.50
盛达矿业	3,935	未披露		4.35	5.44

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

和同业公司银泰资源、盛达矿业相比，兴业矿业在白银资源储量上大幅领先，储量规模是银泰资源的 3.3 倍、盛达矿业的 3.2 倍。在今年银漫矿业投产后，兴业矿业的白银产量也会大幅增长，我们预计将超过银泰资源 2016 年白银年产量 146.5 吨。盛达矿业未公布 2016 年白银产量情况，但通过比较银泰资源和盛达矿业 2016 年含银铅精粉的营业收入，同时考虑到银泰资源白银品味高的特点，我们推测盛达白银年产量不会超过银泰资源。待乾金达矿业和天通矿业 2019 年投产后，我们预计兴业矿业的白银年产量每年还能增加大约 100 吨。

银漫矿业探矿增储取得进展，银铜锡产量显著提升

银漫矿业探矿增储方面也取得了突破性进展，通过生产过程中井巷开拓及坑道探矿，在三区发现铜锡矿石金属品位、矿床厚度、矿石量均发生正变，且远景非常可观，据公司公告显示，公司目前正在与地堪院积极推进增储备案工作。

由于三区铜锡矿金属品味和矿石量发生的变化，银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将 2,500t/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 5,000 吨/日。技改时间周期大约为 6 个月左右，技改完成后铜锡产量有望翻倍、白银产量增幅 40%。

以银锡为主，锌铜铅铁为辅的主业格局

据公司披露，银漫矿业 2017 年主要金属品种预计产量为：锌金属 2 万吨，铅金属 2,500 吨，铜金属 2,000 吨，白银 150 吨，锡精矿中锡金属量 2,500 吨，锡次精矿中锡金属量 800-900 吨，锑金属量 1,000 吨。我们按金属 2017 年均价（2017/01/01-2017/05/22）及公司预计各金属产量，测算出银漫矿业 2017 年营业收入为 12.22 亿元，净利润 5.95 亿元。其中锌铅铜锑的营业收入合计为 4.06 亿元；白银和锡营业收入合计为 8.16 亿元，是锌铅铜锑营收的两倍。2017 年公司锡银营收首次超过基本金属，主营业务形成以银锡为主，锌铜铅铁为辅的主业格局。

表 7：2017 年银漫矿业营业收入预测

金属种类	产量(吨)	金属价格 (元/吨)	冶炼费或 计价系数	价格(不含税) (元/吨)	吨原矿成本 (元/吨)	营业收入 (百万元)
锌	20,000	22,918.32	5800 元/吨	14,631.04	259.65	292.62
铅	2,500	17,714.40	2180 元/吨	13,277.27	259.65	33.19
铜	2,000	46,716.41	75%	29,946.42	259.65	59.89
锑	1,000	55,940.22	42%	20,081.10	259.65	20.08
小计						405.79
白银	150	4,065,260	86%	2,988,139.83	259.65	448.22
锡	3400	145,532.61	87%	108,216.56	259.65	367.94
小计						816.16
合计						1,221.95
成本						428.44
利润总额						793.51
净利润						595.13

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

注：银漫矿业在发行股份募集资金用于偿还贷款后还有 13 亿元信托贷款，按 10% 利率算，会导致上市公司财务费用新增 1.3 亿元。

盈利预测与评级：“买入”评级

基本假设和盈利预测

- 1、银漫矿业实现公司预计 2017 年产量，唐河时代、荣邦矿业、天通矿业、乾金达矿业按预期顺利投产。
- 2、未来三年金属价格维持相对稳定。

根据公司预计的银漫矿业 2017 年金属产量（见 2017 年 5 月 11 日公司公告），我们重新估算了银漫矿业 2017 年度净利润，从而调高了我们对兴业矿业的盈利预测。预计兴业矿业 2017-2019 年归属母公司的净利润分别为 6.60 亿元、10.12 亿元和 13.50 亿元，按照公司现有股本，对应 EPS 为 0.35 元、0.54 元、0.72 元。鉴于公司并购标的进入业绩兑现期，银漫矿业增长前景广阔，维持“买入”评级。

风险因素

金属价格波动；唐河时代、荣邦、乾金达、天通项目无法按时达产；乾金达探矿权转为采矿权存在不确定性；业绩承诺或难以实现风险；矿山安全、环保等事故风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	583.49	1,584.69	2,319.12	2,806.81	3,305.17
货币资金	95.14	1,181.44	1,458.62	1,661.73	2,018.13
应收票据	32.00	73.30	195.90	265.49	319.55
应收账款	116.46	1.17	51.64	69.98	84.23
预付账款	41.45	2.99	19.52	26.81	29.55
存货	217.47	238.64	506.29	695.65	766.56
其他	80.98	87.16	87.16	87.16	87.16
非流动资产	3,490.75	8,178.09	8,380.98	8,591.29	8,837.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,340.07	1,459.21	2,169.18	2,415.23	2,717.70
无形资产	1,540.30	3,640.81	3,655.89	3,669.17	3,680.66
其他	610.39	3,078.07	2,555.92	2,506.89	2,439.33
资产总计	4,074.25	9,762.78	10,700.10	11,398.10	12,142.86
流动负债	880.33	1,975.86	2,890.24	3,576.35	3,871.21
短期借款	470.00	575.00	575.00	575.00	575.00
应付账款	227.15	775.77	1,480.00	2,033.55	2,240.84
其他	183.18	625.10	835.25	967.80	1,055.37
非流动负债	493.59	2,920.05	2,320.05	1,320.05	420.05
长期借款	300.00	2,500.00	1,900.00	900.00	0.00
其他	193.59	420.05	420.05	420.05	420.05
负债合计	1,373.92	4,895.92	5,210.29	4,896.40	4,291.26
少数股东权益	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37
归属母公司股东权益	2,697.95	4,864.49	5,487.44	6,499.33	7,849.23
负债和股东权益	4,074.25	9,762.78	10,700.10	11,398.10	12,142.86

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	829.71	865.71	2,607.48	3,533.62	4,253.16
同比(%)	-28.44%	4.34%	201.20%	35.52%	20.36%
归属母公司净利润	-24.84	89.46	660.32	1,011.89	1,349.90
同比(%)	-115.35%	-460.08%	638.13%	53.24%	33.40%
毛利率(%)	31.78%	44.69%	58.53%	57.96%	61.51%
ROE(%)	-0.91%	2.37%	12.76%	16.88%	18.82%
每股收益(元)	-0.02	0.05	0.35	0.54	0.72
P/E	-	161	22	14	11
P/B	5.35	2.97	2.63	2.22	1.84
EV/EBITDA	4.20	8.62	2.02	0.88	0.28

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	829.71	865.71	2,607.48	3,533.62	4,253.16
营业成本	566.00	478.82	1,081.24	1,485.64	1,637.08
营业税金及附加	5.33	33.28	100.24	135.84	163.50
营业费用	6.91	3.50	10.55	14.30	17.22
管理费用	173.81	200.96	391.12	459.37	595.44
财务费用	43.38	53.52	144.26	88.45	39.54
资产减值损失	68.20	-53.62	0.00	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	0.00	0.00	0.00
营业利润	-25.58	149.65	880.07	1,350.01	1,800.38
营业外收入	0.55	2.67	2.67	1.48	1.80
营业外支出	1.03	2.31	2.31	2.31	2.31
利润总额	-26.06	150.01	880.43	1,349.19	1,799.87
所得税	-1.21	60.80	220.11	337.30	449.97
净利润	-24.85	89.20	660.32	1,011.89	1,349.90
少数股东损益	-0.01	-0.26	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-24.84	89.46	660.32	1,011.89	1,349.90
EBITDA	210.88	357.44	1,228.54	1,669.02	2,090.60
EPS (摊薄)	-0.02	0.05	0.35	0.54	0.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-46.89	196.38	1,464.93	1,732.37	1,792.35
净利润	-24.85	89.20	660.32	1,011.89	1,349.90
折旧摊销	195.65	151.70	195.49	221.08	239.49
财务费用	41.30	55.74	152.63	98.75	51.25
投资损失	-8.05	-0.40	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-228.90	-11.43	457.13	401.52	152.90
其它	-22.03	-88.43	-0.63	-0.87	-1.19
投资活动现金流	-157.53	-562.40	-397.75	-430.52	-484.69
资本支出	-100.85	-367.25	-397.75	-430.52	-484.69
长期投资	-30.25	-197.53	0.00	0.00	0.00
其他	-26.43	2.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	244.02	1,350.45	-790.00	-1,098.75	-951.25
吸收投资	0.00	1,162.41	0.00	0.00	0.00
借款	261.67	452.27	-600.00	-1,000.00	-900.00
支付利息或股息	57.64	263.58	190.00	98.75	51.25
现金净增加额	39.61	984.43	277.18	203.11	356.41

有色金属与钢铁小组简介

范海波，CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

燕楠，有色金属行业研究员。香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2014 年 12 月加盟信达证券研究开发中心，2017 年开始从事有色金属行业研究。

唐伊辰，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。