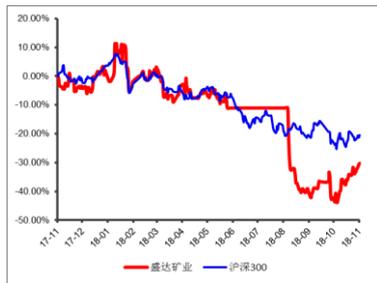


盛达矿业(000603.SZ)/有色金属
盛达矿业：优质资产注入，白银龙头再起航
评级：增持
市场价格：8.49
分析师：谢鸿鹤
执业证书编号：S0740517080003
电话：021-20315185
Email：xiehh@r.qizq.com.cn
研究助理：李翔
研究助理：张强

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

基本状况

总股本(百万股)	690
流通股本(百万股)	393
市价(元)	8.49
市值(百万元)	5,858
流通市值(百万元)	3,339

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	686.38	1096.02	1326.84	1531.04	1748.57
增长率 yoy%	-16.74%	59.68%	21.06%	15.39%	14.21%
净利润	202.10	283.77	350.20	405.90	465.99
增长率 yoy%	-22.05%	40.41%	23.41%	15.90%	14.80%
每股收益(元)	0.293	0.411	0.508	0.588	0.675
每股现金流量	0.516	0.760	0.724	1.083	0.896
净资产收益率	8.03%	11.64%	13.26%	14.12%	14.83%
P/E	28.99	20.64	16.73	14.43	12.57
PEG	1.11	1.15	N/A	N/A	N/A
P/B	2.33	2.40	2.22	2.04	1.86

投资要点

- 聚焦矿业，控股股东实力雄厚。**公司主营业务为有色金属矿采选，目前在产矿山为克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿，以及大地、十地银铅锌矿，控股股东盛达集团 2016 年民营企业 500 强第 156 位，雄厚股东背景为公司发展提供保障。
- 稳健经营，业绩维持中高速增长。**从历史上看，公司盈利能力就突出“稳”字，归母净利润基本处于 2.5-3.5 亿元区间，体现出公司盈利韧性偏强的属性。2018Q1-3，公司实现归母净利润 2.53 亿元，同比大幅增长 45.03%，主因在于公司所属光大矿业于 2017 年 12 月正式投产，2018 年爬产放量，对公司业绩高增长形成支撑。
- 三大核心资产，资源优势凸显。**①银都矿业，业绩增长“稳定器”：银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有银、铅和锌金属量分别为 2,453 吨、23.0 万吨、49.3 万吨，静态服务年限达 10 年以上，亦是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一（维持在 80%左右）；②光大矿业，选厂全面投产，盈利能力逐步增强：设计产能 30 万吨/年，于 2017 年正式开采，银、铅和锌资源量分别为 665 吨、9.7 万吨、20.5 万吨；③赤峰金都，30 万吨/年选厂投产在即：拥有白音查干采矿权、十地采矿权、十地外围探矿权、官地探矿权，设计采选能力 30 万吨/年，银、铅和锌资源量分别为 802 吨、12.9 万吨和 12.9 万吨。
- 收购金山矿业，白银大幅增储。**金山矿业银资源储量丰富，金属储量达 3700 多吨（属于超过 1000 吨的大型银矿山项目），本次收购完成后，盛达矿业银累计储量超过 8400 吨，增储幅度接近 80%，进一步巩固其行业领先地位。
- 金银比持续走高，银价具备上攻功能。**①从金融属性看，金银比，是衡量白银相对价格高低的有效指标，1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，当前，金银比已接近 86，反映出银价相对于金价被低估的实际状况；②从商品属性看，近年白银供需持续短缺，基本面对银价具有较好支撑；③从成本角度看，大部分矿产银企业均有盈利，白银价格向上空间或将更多依赖其金融属性。
- 投资建议：**公司聚焦优势矿产资源，核心资产步入收获期；金山矿业显著增厚银资源，亦对业绩弹性形成支撑；公司在集团资产收购基本完成后，与华勘集团战略合作，未来有望开启外延式并购新征程。我们预计（未计入金山矿业并表影响），公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 3.5/4.1/4.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.59/0.68 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 17X/14X/13X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动的风险；核心产品价格下行的风险；相关产业政策变动的风险；项目进展不及预期的风险。

内容目录

聚焦矿业，控股股东实力雄厚.....	- 4 -
稳健经营，业绩维持中高速增长.....	- 6 -
三大核心资产，资源优势凸显.....	- 7 -
银都矿业：业绩增长“稳定器”.....	- 7 -
光大矿业：选厂全面投产，盈利能力逐步增强.....	- 9 -
赤峰金都：30万吨/年选厂投产在即.....	- 10 -
收购金山矿业，白银大幅增储.....	- 10 -
金银比持续走高，银价具备上攻动能.....	- 12 -
投资建议：业绩弹性可期，给予“增持”评级.....	- 15 -
风险提示.....	- 15 -

图表目录

图表 1: 盛达矿业历史发展进程.....	- 4 -
图表 2: 盛达集团多元化产业布局.....	- 5 -
图表 3: 盛达矿业股权结构.....	- 5 -
图表 4: 公司核心产品: 含银铅精粉.....	- 6 -
图表 5: 公司核心产品: 锌精粉.....	- 6 -
图表 6: 公司业绩稳步提升.....	- 6 -
图表 7: 核心产品收入稳步提升.....	- 7 -
图表 8: 公司产品营业收入占比.....	- 7 -
图表 9: 公司板块毛利贡献占比.....	- 7 -
图表 10: 拜仁达坝银多金属矿资源储量.....	- 8 -
图表 11: 东晟矿业股权结构.....	- 8 -
图表 12: 巴彦乌拉银多金属矿资源储量.....	- 8 -
图表 13: 运行中的浮选机.....	- 9 -
图表 14: $\Phi 30$ 米浓密机.....	- 9 -
图表 15: 光大矿业资源储量.....	- 9 -
图表 16: 调整前光大矿业业绩承诺.....	- 10 -
图表 17: 调整后光大矿业业绩承诺.....	- 10 -
图表 18: 赤峰金都资源储量.....	- 10 -
图表 19: 金山矿业资源储量.....	- 11 -
图表 20: 金山矿业主营业务收入及净利润.....	- 11 -
图表 21: 金山矿业位置及交通.....	- 11 -
图表 22: 1968 年至今, 伦敦现货金银价格走势.....	- 12 -
图表 23: 历史金银比走势图.....	- 13 -
图表 24: 美国国债 TIPS 与金价高度负相关.....	- 13 -
图表 25: 全球银矿产资源储量具体分布.....	- 13 -
图表 26: 2016-2017 年全球白银国别产量.....	- 13 -
图表 27: 全球市场制造业白银需求.....	- 14 -
图表 28: 全球白银供需平衡表.....	- 14 -
图表 29: 全球矿产银成本曲线.....	- 14 -
图表 30: 全球矿产银成本.....	- 14 -
图表 31: 盈利测算核心假设.....	- 15 -
图表 32: 公司业绩弹性测试.....	- 15 -
图表 33: 公司财务报表.....	- 16 -

聚焦矿业，控股股东实力雄厚

- 盛达矿业股份有限公司（证券代码：SZ000603）于1996年在深圳证券交易所主板挂牌上市。2008年11月27日，公司原控股股东江西生物制品研究所将其持有的3,273.60万股股份过户给盛达集团。至此盛达集团成为公司控股股东，占公司总股本的23.32%，公司实际控制人为赵满堂，盛达矿业历史发展路径如下图所示。

图表 1：盛达矿业历史发展进程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司控股股东盛达集团于1992年在甘肃兰州设立，集团历经20多年发展，现已成为集金融投资、资产管理、保健医疗、矿业开发、建筑地产、文化旅游、贵金属加工为一体的多元化综合性实业集团。目前，集团正在向酒类文化、高新技术产业等领域拓展。集团2005年进入“中国民营企业500强”，2016年排名156位，多年位居“甘肃民营企业100强”榜首，雄厚股东背景为公司发展提供保障。

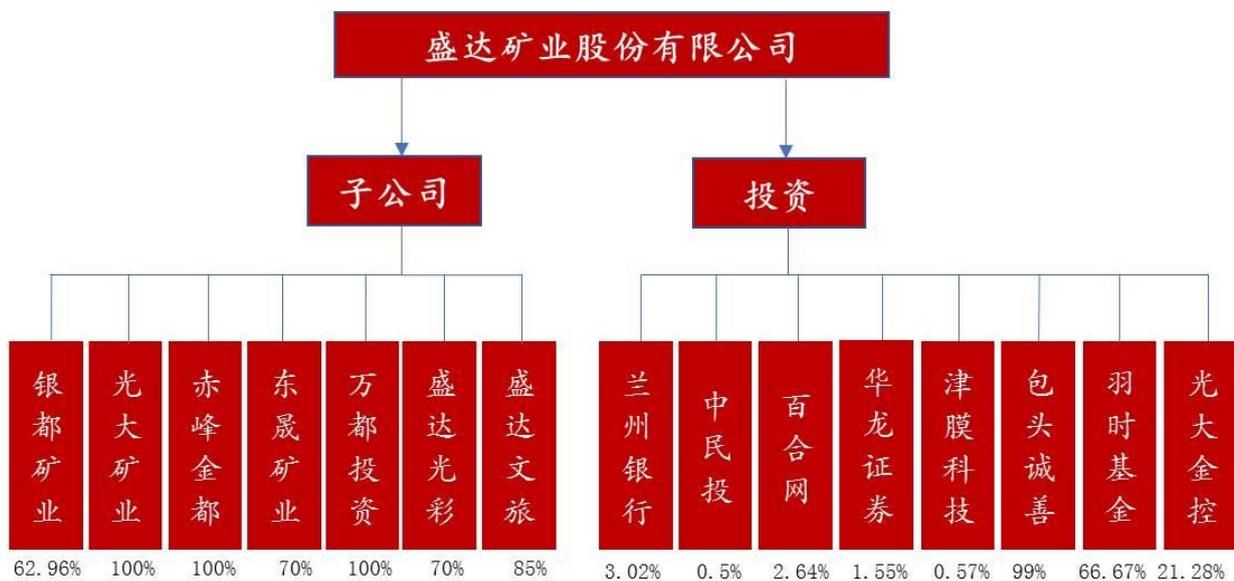
图表 2: 盛达集团多元化产业布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司主营业务为有色金属矿采选业, 目前在产矿山为控股子公司银都矿业所属的克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿, 以及全资子公司光大矿业、赤峰金都分别所属的克什克腾旗大地、十地银铅锌矿, 公司产品为含银铅精粉 (银单独计价) 和锌精粉 (金都和光大产品含银单独计价)。

图表 3: 盛达矿业股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司核心产品: 含银铅精粉



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 5: 公司核心产品: 锌精粉

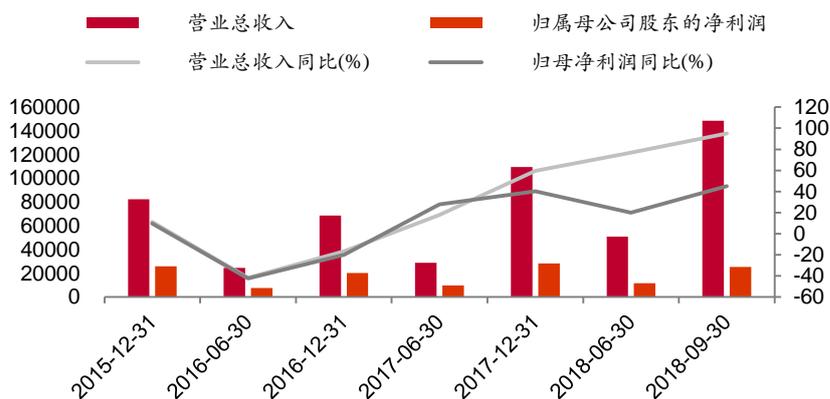


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

稳健经营, 业绩维持中高速增长

- 从历史上看, 自 2011 年以来, 公司盈利能力“稳”字当先, 归母净利润处于 2.5-3.5 亿元区间, 体现出公司盈利韧性偏强的属性。2018Q1-3, 有色金属行业总体延续了平稳运行态势, 公司坚持以矿山生产建设为主线, 以提升主营业务为导向, 实现营业收入 14.84 亿元, 同比增长 95.13%, 归属上市公司股东的净利润 2.53 亿元, 同比大幅增长 45.03%, 主要原因在于公司所属光大矿业已于 2017 年 12 月正式投产, 2018 年处于爬产放量期, 对公司业绩高增长形成支撑。

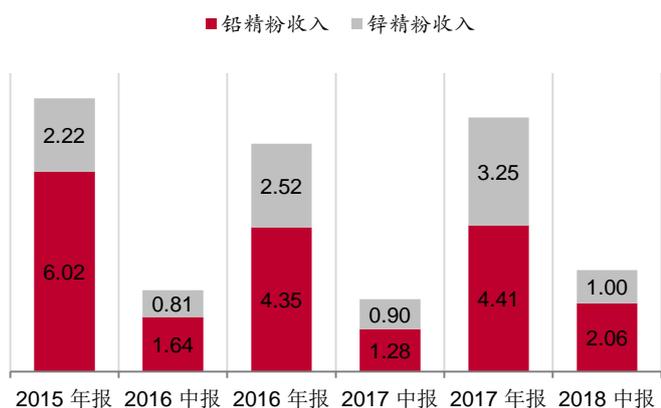
图表 6: 公司业绩稳步提升



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

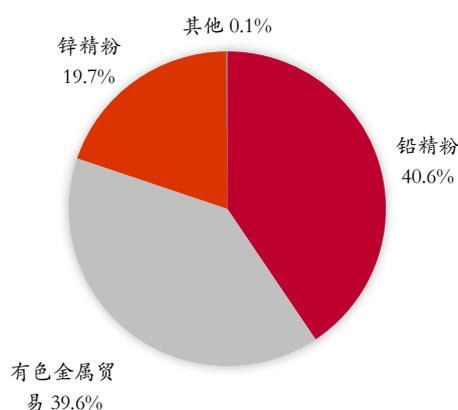
- 核心产品收入稳步提升。**公司以含银铅精粉、锌精粉的生产销售和有色金属贸易为主。从板块营收占比来看: 2018 年上半年铅精粉板块实现营业收入 2.06 亿元, 同比大幅增长 60.9%; 锌精粉板块实现营业收入 1.0 亿元, 同比增长 11.1%; 有色金属贸易板块实现营业收入 2.01 亿元。具体如下图所示。

图表 7: 核心产品收入稳步提升 (亿元)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

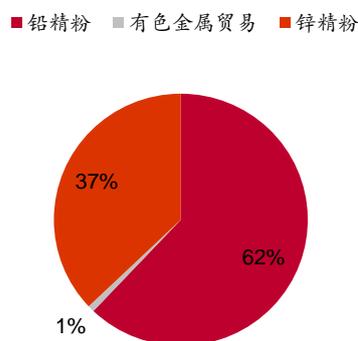
图表 8: 公司产品营业收入占比



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 从板块毛利贡献来看:** 铅精粉(含银)+锌精粉是盈利“主力军”, 几乎贡献公司全部利润来源, 2017 年上述两大业务板块合计毛利贡献占比高达 99%。与此同时, 公司坐拥优势资源, 采用先进采选技术, 毛利率持续处于行业领先地位, 其中, 银都矿业毛利率长期维持在 80%以上, 这也是支撑公司业绩稳健的核心因素所在。

图表 9: 公司板块毛利贡献占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三大核心资产, 资源优势凸显

- 公司三大核心资产包括:** 银都矿业、光大矿业和赤峰金都, 均为在产矿山, 且资源储量大、平均品位高, 核心产品为含银铅精矿和锌精矿, 设计采选能力分别为 90 万吨/年、30 万吨/年、30 万吨/年, 合计达 150 万吨/年 (未计入金山矿业)。

银都矿业: 业绩增长“稳定器”

- 银都矿业为盛达矿业控股子公司 (62.96%),** 拥有内蒙古赤峰市克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿, 资源储量丰、品位高、服务年限长, 按单一元素计量, 银、锌金属储量均达到大型标准, 铅金属储量达到中型标准。银都矿业可同时产出三种金属精粉且品位较高, 较单一金属矿山而言,

生产成本显著下降，公司成本远低于同行业企业，是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一（维持在 80% 左右）。

- 截止 2017 年底，银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有矿石量（111b+122b+333）1,086.93 万吨；保有银金属量 2,453.13 吨，银平均品位 182.83 克/吨；铅金属量 229810.09 吨，铅平均品位 1.95%；锌金属量 492843.09 吨，锌平均品位 4.08%。根据可采储量、现有生产能力及后续生产规模测算，矿山静态服务年限达 10 年以上。

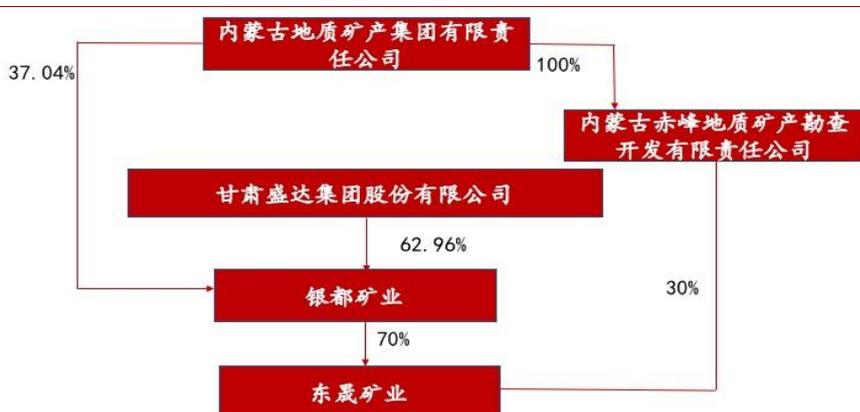
图表 10: 拜仁达坝银多金属矿资源储量

	金属量 (万吨)	品位
保有资源储量		
量矿石量 (111b+122b+333)	1086.93	-
银	0.25	182.83 克/吨
铅	22.98	1.95%
锌	49.28	4.08%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 与此同时，银都矿业完成收购东晟矿业 70% 股权，受让价格为人民币 9,520 万元。东晟矿业未来作为银都矿业的分采区，将极大提升供矿能力，对进一步提升银都矿业盈利能力起到积极作用。

图表 11: 东晟矿业股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 东晟矿业目前合法拥有一项采矿权和三项探矿权，即巴彦乌拉银多金属矿采矿权、巴彦乌拉银多金属矿深部普查探矿权、乌尼克吐铅锌矿勘探探矿权、达赖哈特铅锌矿勘探探矿权。巴彦乌拉矿区探明银金属量超过 556 吨，对公司资源增储和盈利能力增强提供有力支撑。

图表 12: 巴彦乌拉银多金属矿资源储量

	金属量 (万吨)	品位
保有资源储量		
量矿石量 (332+333)	258.679	-
银	0.0469	181.19 克/吨
铅	1.8	0.69%
锌	3.19	1.23%

来源：公司公告，中泰证券研究所

光大矿业：选厂全面投产，盈利能力逐步增强

- 光大矿业位于内蒙古赤峰市克什克腾旗，于 2016 年下半年注入上市公司成为全资子公司，设计采选能力 30 万吨/年，选厂已于 2017 年 12 月正式投产，目前正处于爬产阶段。

图表 13: 运行中的浮选机



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 14: Φ30 米浓密机



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 光大矿业主营有色金属采选，拥有两项矿权资产，分别为克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿权和老盘道背后锡多金属矿勘探探矿权。其中，大地采矿权保有资源储量（111b+122b+333）593.86 万吨，生产能力为 30 万吨/年，该矿区于 2017 年正式开采，当年共出矿 122327.60 吨，平均出矿品位：铅 5.10%，锌 4.79%，银 439.97 克/吨。

图表 15: 光大矿业资源储量

	采选能力 (万吨)	品种	储量 (万吨)	品位 (%)
大地矿区	30	铅	9.71	1.63
		锌	0.47	3.45
		共生银	589.4 吨	163.71 克/吨
		伴生银	75.72 吨	32.38 克/吨

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2017 年 1 月，光大矿业收到《赤峰市环境保护局关于加快推进自然保护区内违法违规建设活动清理整顿工作的通知》（赤环发〔2016〕303 号）和《克什克腾旗环保局关于对自然保护区内违法违规建设活动进行整顿管理的通知》（克环发〔2016〕172 号），老盘道背后锡多金属矿详查项目位于黄岗梁自然保护区实验区内，须限期退出自然保护区。由于老盘道背后探矿权无法开发并产生效益，为避免对上市公司经营业绩造成不利影响，由原重组交易对方三河华冠以其持有的上市公司部分股份为对价回购老盘道背后探矿权，取消老盘道背后探矿权对应的业绩承诺，并对光大矿业 2017-2019 年业绩做出如下调整。

图表 16: 调整前光大矿业业绩承诺

标的公司	2017 年	2018 年	2019 年
光大矿业	7,444.55	12,317.60	12,269.71
其中: 大地矿区	5,758.18	5,715.76	5,715.7
老盘道矿区	1,686.37	6,601.84	6,553.5

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 调整后光大矿业业绩承诺

标的公司	2017 年	2018 年	2019 年
光大矿业	5,758.18	5,715.76	5,715.76

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

赤峰金都: 30 万吨/年选厂投产在即

- 赤峰金都位于内蒙古赤峰市克什克腾旗, 于 2016 年下半年注入上市公司成为全资子公司, 拥有白音查干采矿权、十地采矿权、十地外围探矿权、官地探矿权, 设计采选能力 30 万吨/年; 矿山已于 2017 年正式开采, 当年共出矿 155001 吨, 平均出矿品位: 铅 3.42%, 锌 2.51%, 银 291.94 克/吨; 选厂预计于 2018 年 11 月中旬投产 (投产前主要采取委托加工方式)。
- 赤峰金都资源储量丰富: ①主矿产: 铅矿, 矿石量 767.00 万吨, 金属量 128,684.06 吨, 平均品位 1.68%; 锌矿, 矿石量 767.00 万吨, 金属量 129,298.00 吨, 平均品位 1.69%。②共生矿产: 银矿, 矿石量 264.19 万吨, 金属量 700.20 吨, 平均品位 265.04 克/吨。③伴生矿产: 铜矿, 矿石量 767.00 万吨, 金属量 8,408.40 吨, 平均品位 0.11%; 银矿, 矿石量 502.82 万吨, 金属量 102.33 吨, 平均品位 20.35 克/吨。

图表 18: 赤峰金都资源储量

	采选能力 (万吨)	铅 (万吨) /品位	锌 (万吨) /品位	共生银 (吨) /品位 (克/吨)
十地采矿区	30	12.87/1.68%	12.93/1.69%	700.2/265.04
白音查干采矿区	9	1.52/2.35%	2.05/3.17%	91.86/141.74

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

收购金山矿业, 白银大幅增储

- 2018 年 9 月 28 日, 盛达矿业公告《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》, 拟以 12.48 亿元的价格, 收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权。本次收购的金山矿业, 集探、采、选矿为一体, 主要生产经营银、锰、铅、锌矿的采选、销售等。金山矿业银资源储量丰富, 金属储量达 3700 多吨 (属于超过 1000 吨的大型银矿山项目), 本次收购完成后, 盛达矿业银累计储量超过 8400 吨, 增储幅度接近 80%, 进一步巩固其行业领先地位。
- 金山矿业目前在产矿山为额仁陶勒盖矿区 III-IX 矿段银矿, 金山矿业及其子公司主要产品为银锭 (国标 1#、2#), 可回收伴生金和锰银混合精矿。近年, 公司持续进行锰银分离的选矿技术攻关并取得突破, 金山矿业正在改建生产系统, 改扩建选矿厂, 筹建硫酸锰生产线。项目建成投产后, 金山矿业将完成对银、锰、金的综合有效提取、利用, 并建成环保、安全、科技型矿山。

图表 19: 金山矿业资源储量

保有资源储量	(121b)	(122b)	-333	资源储量 合计
矿石量(万吨)	117.58	898.08	832.76	1,848.42
Ag 金属量(吨)	276.29	1,800.12	1,651.18	3,727.59
Au 金属量(KG)	796.51	6,193.92	4,418.36	11,408.79
Mn 金属量(吨)	-	-	420,330.71	420,330.71

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

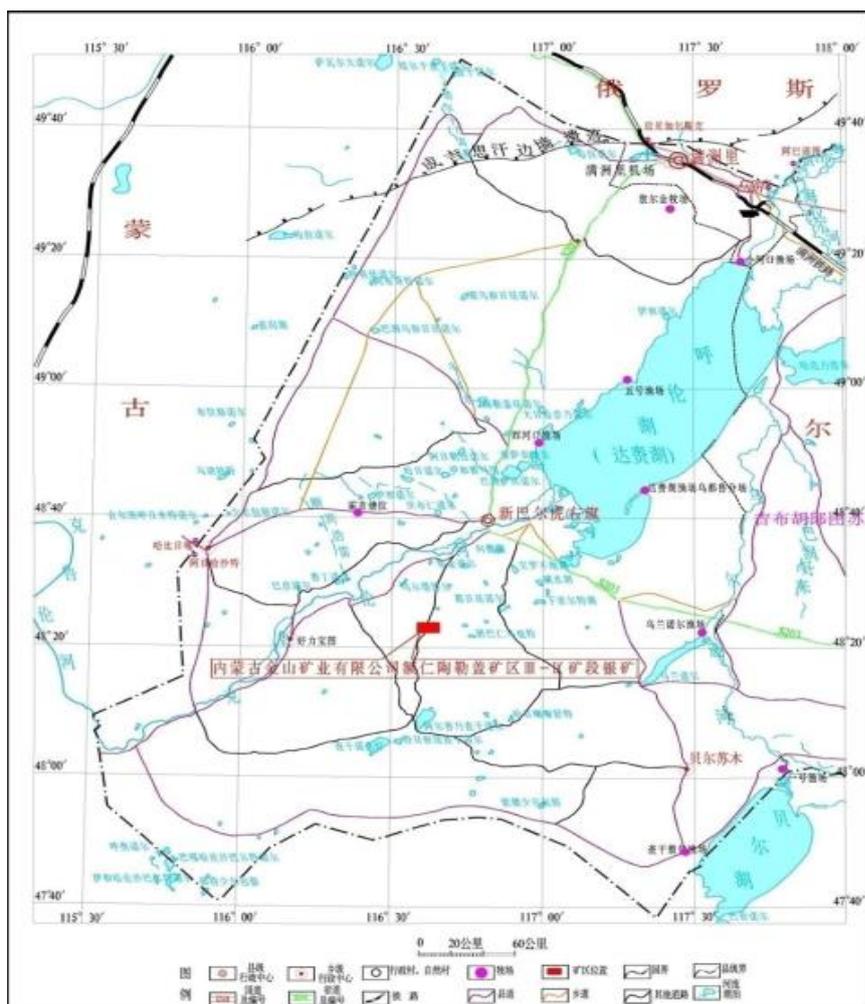
图表 20: 金山矿业主营业务收入及净利润

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
粗银	-	-	5,127.99
白银	26,231.92	23,792.71	579
黄金	11,352.69	-	-
主营业务 收入合计	37,584.61	23,792.71	5,706.99
净利润	11,190.30	5,931.11	-2,940.77

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 金山矿业位于呼伦贝尔市草原区西部, 交通便利。目前, 拥有 48 万吨/年的额仁陶勒盖采矿权、额仁陶勒盖外围探矿权和额仁陶勒盖深部探矿权, 而《重大资产购买暨关联交易报告书(草案)》显示, 90 万吨/年采矿权证的申办手续正在办理中, 矿区范围划定批文已取得, 《开发利用方案》处于评审阶段。未来, 金山矿业增储以及探转采潜力均不可小觑。

图表 21: 金山矿业位置及交通



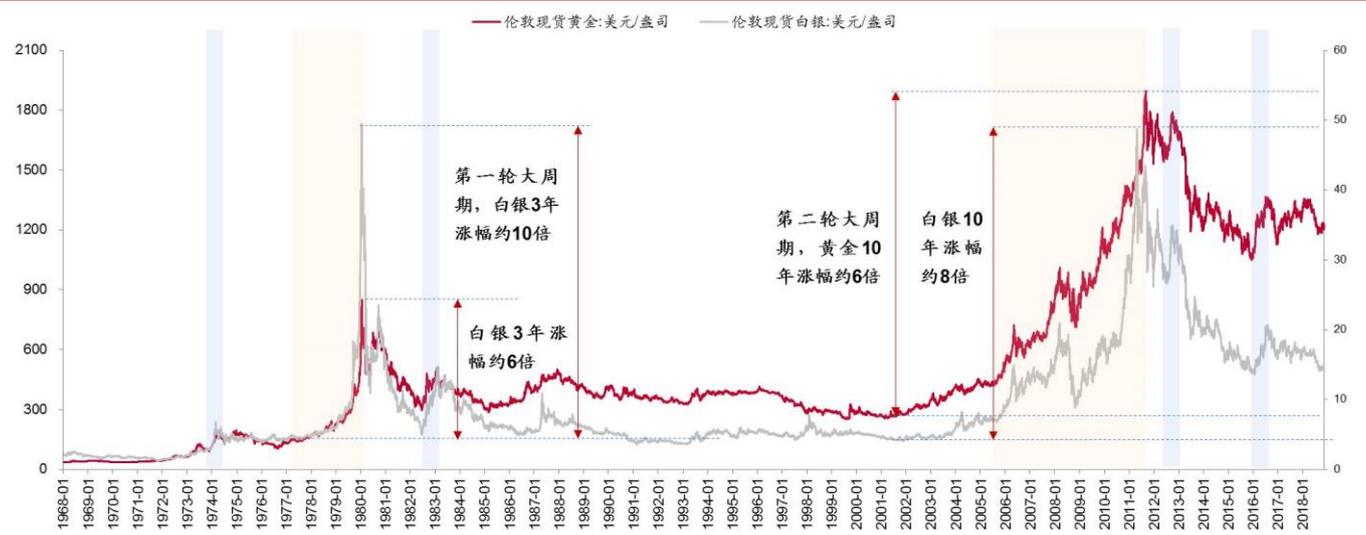
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 除银矿资源外，盛达矿业于 2018 年 8 月亦公告了与华勘集团的战略合作，拟着手收购其拥有的老挝爬奔金矿及加拿大 JL 金矿等矿业项目，通过布局海外增加其黄金资源储备。由此可见，公司在集团资产收购基本完成后，逐步开启外延式并购新征程，有助于进一步打开成长空间。
- 爬奔金矿于 2016 年矿建完成进入试生产，2017 年 5 月实现达产，目前正在进行二期勘查工作，未来金资源总量有望超过 50 吨。该矿被列入老挝“七五”规划重点矿业项目，规模体量位居老挝金矿项目前列。

金银比持续走高，银价具备上攻动能

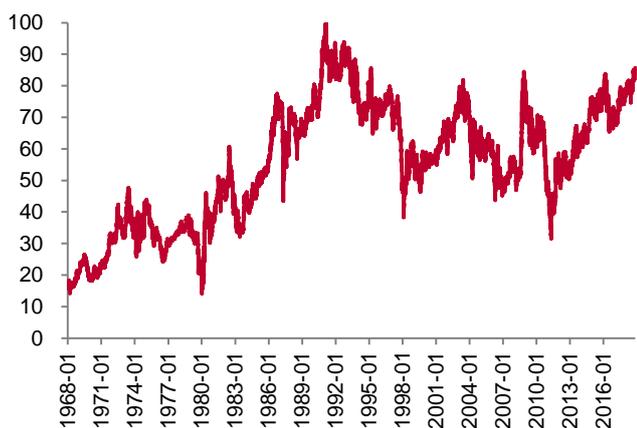
- 白银兼具金融、商品双重属性。**金融属性方面**：从历史上看，银价同金价走势的正相关性较强（白银同样具有避险和保值需求），且振幅往往更为明显（如图 22 所示）。
- 自可见统计数据以来（1968 年以来），金价、银价总体上经历了两波大牛、四波小牛，以 2001 年至 2010 年为例，此间，黄金价格累计上涨约 6 倍（2011 年达到高点约 1850 美元/盎司），而白银价格则上涨约 8 倍（2011 年达到高点约 48 美元/盎司），涨幅明显大于金价，该特征也同样适用于其他阶段表现。

图表 22：1968 年至今，伦敦现货金银价格走势



来源：wind，中泰证券研究所

- **金银比**，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。如图 23 所示，从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估；反之亦然。当前，金银比已经接近 86，反映出银价相对于金价被低估的实际状况。
- 更进一步，金价同美国国债 TIPS 高度负相关，我们认为，中长期看，美国税改效应对经济拉动作用边际弱化，同时，加息以及贸易摩擦等对美自身影响或将逐步体现，真实收益率或存趋势下行的可能，从时间节点上看，2019Q1 需重点关注，也即，2019Q1 金价具备上攻动能。按照金银同涨同跌的历史规律，再考虑到银价相对低估的实际状况，银价有望筑底上行。

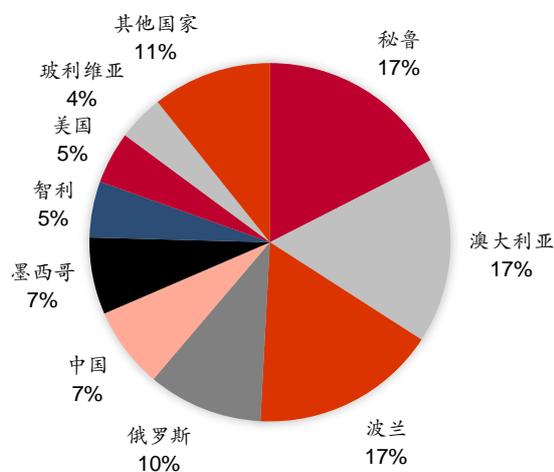
图表 23: 历史金银比走势图


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 24: 美国国债 TIPS 与金价高度负相关


来源: wind, 中泰证券研究所

- 商品属性方面:** 从供给侧来看, 全球银矿产资源储量约为 530,000 吨(金属吨), 主要分布在秘鲁、澳大利亚、波兰、俄罗斯等国家; 世界白银协会统计数据显示, 2017 年全球矿产白银产量合计约 852.1Moz (百万盎司), 相比于 2016 年白银产量下降 4.1%, 其中, 中国产量为 112.6Moz, 约为 3,192 吨左右。实际上, 自 2015 年白银全口径供给量就出现系统性下降, 3 年累计降幅约为 5.5% (1050→992MOZ)。

图表 25: 全球银矿产资源储量具体分布


来源: USGS, 中泰证券研究所

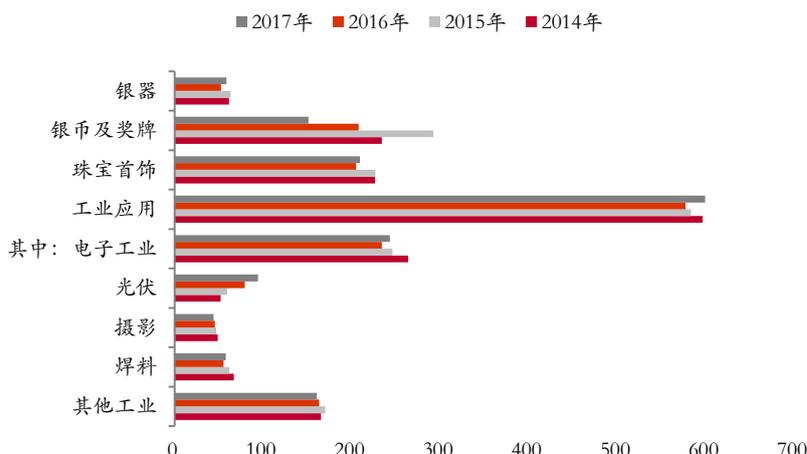
图表 26: 2016-2017 年全球白银国别产量

国家	2016 年产量	2017 年产量
墨西哥	186.3	196.4
秘魯	148.7	147.5
中国	114.8	112.6
俄罗斯	46.6	42
智利	48	40.5
玻利维亚	43.5	40
波兰	38.5	39.5
澳大利亚	43.5	35.4
美国	37	33.7
阿根廷	29.8	25.6
其他国家	151.9	138.9
合计	888.6	852.1

来源: 世界白银协会, 中泰证券研究所

- 从需求侧来看:** 全球银总需求量中的大部分用于制造业, 其主要原因在于银具有良好的延展性、导电性和热导率。金属银在制造业中的使用领域包括工业应用、摄影、首饰制造、银器、制币及奖章等领域。传统白银消费领域珠宝首饰、铸币需求呈下降趋势, 但随着电子工业的高速发展, 以及光伏、新能源等新兴行业的兴起, 金属银在工业应用方面的需求有望保持较高水平。因此, 从供需基本面角度看, 白银价格也具有较好支撑。

图表 27: 全球市场制造业白银需求



来源: 世界白银协会, 中泰证券研究所

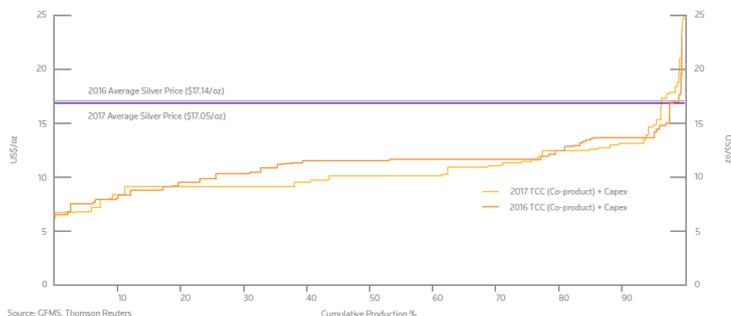
图表 28: 全球白银供需平衡表

(million ounces)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Supply	907.2	916.1	1074.8	1043.7	1005.8	987.4	1050.0	1044.0	1009.4	991.6	1001.5	1011.5
yoy		1.0%	17.3%	-2.9%	-3.6%	-1.8%	6.3%	-0.6%	-3.3%	-1.8%	1.0%	1.0%
Demand												
Jewelry	177.6	176.9	190.0	191.5	187.4	220.6	226.4	226.7	205.0	209.1	211.2	213.3
yoy		-0.4%	7.4%	0.8%	-2.1%	17.7%	2.6%	0.1%	-9.6%	2.0%	1.0%	1.0%
Coins & Bars	197.9	94.9	150.3	212.7	159.7	241.1	234.1	292.1	207.8	151.1	155.6	160.3
yoy		-52.0%	58.4%	41.5%	-24.9%	51.0%	-2.9%	24.8%	-28.9%	-27.3%	3.0%	3.0%
Silverware	58.4	53.2	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	58.4	59.6	60.8
yoy		-8.9%	-2.4%	-8.5%	-7.8%	35.4%	3.2%	3.3%	-17.1%	11.5%	2.0%	2.0%
Industrial Fabrication	641.9	528.2	633.8	661.5	600.1	604.6	596.3	583.2	576.8	599.0	605.0	611.0
yoy		-17.7%	20.0%	4.4%	-9.3%	0.7%	-1.4%	-2.2%	-1.1%	3.8%	1.0%	1.0%
Physical Demand	1075.8	853.2	1026.0	1113.2	991.0	1125.6	1118.0	1165.2	1042.0	1017.6	1031.4	1045.4
yoy		-20.7%	20.3%	8.5%	-11.0%	13.6%	-0.7%	4.2%	-10.6%	-2.3%	1.4%	1.4%
Physical Surplus/Deficit	-168.6	62.9	48.8	-69.5	14.8	-138.2	-68.0	-121.2	-32.6	-26.0	-29.9	-33.9

来源: 世界白银协会, 中泰证券研究所

- **从成本端来看:** 世界白银协会统计数据 displays, 2017 年白银 TCC (含 Capex) 成本约为 10.54 美元/盎司, 而 2017 年白银年均价约为 17.05 美元/盎司, 因此, 大部分矿产银企业均有盈利, 白银价格向上空间或将更多依赖其金融属性。

图表 29: 全球矿产银成本曲线



来源: 世界白银协会, 中泰证券研究所

图表 30: 全球矿产银成本

(US\$/oz unless stated)	2015	2016	2017
TCC (co-product)	8.52	8.77	8.08
TCC (co-product) + Capex	10.8	11.21	10.54
Average Silver Price	15.68	17.14	17.05
Sample Size (Moz)	335.2	318	296.6

来源: 世界白银协会, 中泰证券研究所

投资建议：业绩弹性可期，给予“增持”评级

- 公司聚焦优势矿业资源，盈利能力稳健，考虑到光大矿业以及金都矿业投产并逐步达产，核心资产步入收获期；金山矿业显著增厚银资源，亦对业绩高弹性形成支撑；与此同时，公司在集团资产收购基本完成后，与华勘集团战略合作，未来有望开启外延式并购新征程。
- 我们预计（未计入金山矿业并表影响），公司 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 3.5/4.1/4.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.59/0.68 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 17X/14X/13X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 31：盈利测算核心假设

核心假设	2018E	2019E	2020E
铅锭（元/吨，含税）	19000	19000	19000
锌锭（元/吨，含税）	23000	22500	22000
白银（元/公斤）	3650	3833	4024
铅精粉（元/吨，不含税）	13839	13839	13839
锌精粉（元/吨，不含税）	13162	12821	12479
铅精粉含银（元/吨，不含税）	3103	3258	3421
铅精粉销量（金属量，万吨）	1.43	1.63	1.84
锌精粉销量（金属量，万吨）	2.80	3.18	3.58
铅精粉含银（吨）	150.1	173.1	197.0
矿石开采量（万吨）	91.0	104.5	118.6
矿石生产成本（元/吨）	192.2	201.8	211.9

来源：中泰证券研究所

图表 32：公司业绩弹性测试

银价 （元/公斤，含税）	涨幅 （元/公斤）	年化归母净 利（亿元）	对应 PE
3033	-800	3.57	16.4
3233	-600	3.69	15.9
3433	-400	3.82	15.4
3633	-200	3.94	14.9
3833	0	4.06	14.4
4033	200	4.18	14.0
4233	400	4.3	13.6
4433	600	4.42	13.2
4633	800	4.55	12.9

来源：中泰证券研究所

风险提示

- 宏观经济波动的风险
- 核心产品价格大幅下行的风险
- 相关产业政策变动的风险
- 项目进展不及预期的风险
- 原材料价格大幅波动的风险

图表 33: 公司财务报表 (单位: 百万元)

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	824.34	686.38	1096.02	1326.84	1531.04	1748.57
减: 营业成本	171.18	148.59	475.64	529.81	618.45	713.56
营业税金及附加	22.76	36.85	62.09	75.17	86.73	99.06
营业费用	0.89	1.08	2.06	2.49	2.88	3.29
管理费用	74.21	54.75	53.37	64.61	74.55	85.15
财务费用	-3.47	1.14	-13.32	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.89	7.26	3.90	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.45	5.60	26.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-1.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	559.32	442.30	536.59	654.76	748.42	847.52
加: 其他非经营损益	2.87	3.20	-0.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	562.19	445.50	536.17	654.76	748.42	847.52
减: 所得税	144.71	114.07	132.80	161.70	184.84	209.33
净利润	417.47	331.43	403.37	493.06	563.58	638.19
减: 少数股东损益	158.21	129.33	119.60	142.86	157.68	172.19
归属母公司股东净利润	259.27	202.10	283.77	350.20	405.90	465.99
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	55.17	959.49	611.82	918.22	1520.50	1980.12
应收和预付款项	55.69	21.57	79.04	45.29	98.91	66.53
存货	27.14	12.50	35.34	65.04	52.14	83.06
其他流动资产	1.29	4.12	52.53	52.53	52.53	52.53
长期股权投资	0.00	0.00	43.63	43.63	43.63	43.63
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	127.32	265.76	618.23	539.34	460.45	381.56
无形资产和开发支出	109.05	212.08	206.75	176.19	145.62	115.05
其他非流动资产	956.97	1302.77	1250.20	1246.96	1243.73	1243.73
资产总计	1332.63	2778.28	2897.54	3087.19	3617.50	3966.20
短期借款	200.00	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	77.58	129.03	223.02	128.24	267.24	175.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69
负债合计	280.27	131.72	285.72	130.93	269.93	178.23
股本	94.18	134.76	128.67	128.67	128.67	128.67
资本公积	0.00	1359.16	1365.25	1365.25	1365.25	1365.25
留存收益	863.85	1022.07	944.57	1146.13	1379.76	1647.97
归属母公司股东权益	958.03	2515.99	2438.49	2640.06	2873.68	3141.90
少数股东权益	94.33	130.57	173.34	316.20	473.88	646.08
股东权益合计	1052.36	2646.56	2611.83	2956.26	3347.57	3787.98
负债和股东权益合计	1332.63	2778.28	2897.54	3087.19	3617.50	3966.20
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	260.98	356.33	524.19	499.41	747.12	618.01
投资性现金净流量	-781.20	-394.07	-353.70	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	24.09	897.44	-333.45	-193.01	-144.84	-158.40
现金流量净额	-496.14	859.70	-162.95	306.40	602.29	459.62

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。