

盛达矿业(000603.SZ)/有色金属
低估值白银龙头，新动能助推高增长
评级：买入(维持)

市场价格：11.25

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：李翔

执业证书编号：S0740518110002

电话：0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com

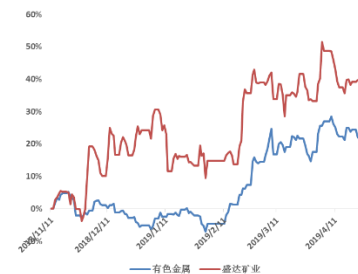
研究助理：张强

电话：0755-22660869

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

基本状况

总股本(百万股)	690.0
流通股本(百万股)	463.2
市价(元)	4.95
市值(百万元)	7,762.2
流通市值(百万元)	5,211.5

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1.2019.01.13 盛达矿业点评报告：低估值白银龙头，再起航！给予“买入”评级
- 2.2019.01.01 有色行业策略：不破不立，维持“增持”评级
- 2.2018.11.19 盛达矿业深度报告：优质资产注入，白银龙头再起航，给予“增持”评级

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1096.02	2,401.82	2229.15	2740.22	3064.21
增长率 yoy%	59.68%	80.03%	-7.19%	22.93%	11.82%
净利润	283.77	411.76	504.28	637.75	742.95
增长率 yoy%	40.41%	27.52%	22.68%	26.47%	16.50%
每股收益(元)	0.411	0.596	0.731	0.924	1.077
每股现金流量	0.760	1.157	0.979	1.601	1.401
净资产收益率	11.64%	22.62%	23.93%	25.78%	25.60%
P/E	27.35	18.88	15.39	12.17	10.45
PEG	0.88	0.87	N/A	N/A	N/A
P/B	3.18	4.27	3.68	3.14	2.67

备注：

投资要点

■ **【事件】**：盛达矿业 2019 年 4 月 22 日披露公司 2018 年度报告，公司 2018 年预计实现归属于上市公司股东的净利润约 4.12 亿，同比（追溯调整前）增长 45.4%，同比（追溯调整后，金山并表，根据《企业会计准则》相关规定，公司对上年同期相关数据进行调整）增长 27.5%；每股盈利 0.60 元。

■ **【点评】**：

光大、金都与金山增量项目，毛利增厚 11%（调整后）等推动公司业绩增长约 28%：

- **1、“量”显著提升**：公司旗下拥有（3+1）银都矿业、光大矿业、赤峰金都以及金山矿业四大核心资产，其中，银都矿业（90 万吨/年）近年产量维持相对稳定，2018 年采、选矿分别实现 50.29 万吨、50.04 万吨，实现净利润约 2.81 亿，增量重点体现在光大、金都和金山三个项目：①光大矿业（30 万吨/年）选厂已于 2017 年 12 月正式投产，2018 年正处于爬产阶段，实现采矿 21.35 万吨（同比+74.6%），净利润 0.67 亿（同比+9.8%）；②赤峰金都（30 万吨/年）矿山已于 2017 年正式开采，选厂于 2018 年 12 月初投产（此前采用委托加工方式），实现采矿 26.76 万吨（同比+72.6%），净利润 0.97 亿（+1.0%）；③收购金山矿业（开采量约为 40 万吨/年），进一步增扩产量。综合来看，公司实现铅 1.51 万吨（同比+34.5%）、锌 2.58 万吨（同比+33.8%）、银 171.76 吨（+11.3%）产量；
- **2、“价”涨跌互现**：与此同时，价格同比呈现涨跌互现格局，具体来看：2018 年 SHFE 铅、锌以及白银主力合约均价分别为 1.88 万元/吨、2.30 万元/吨和 3657 元/千克，同比分别 ↑ 3.2%、↓ 2.5%、↓ 8.8%；
- **3、期间费用增加，后期有望减少**：光大矿业、赤峰金都选矿厂的正式投产导致人员和机器设备折旧的大幅度增加、叠加母公司 2018 年并购金山产生中介费用，管理费用增长约 5000 万（同比+58%），导致期间费用增长 40%至约 2.3 亿，而并购中介费用的增加为此次收购金山项目而增加，并不持续，后期费用有望减少；
- **因此，公司内生增长及外延并购驱动产量提升，毛利增厚约 8300 万，期间费用增加 6500 万，所得税费用减少 7000 万，支撑业绩增厚约 9000 万，实现约 28%同比增长。**

金山并表，为公司再添新动能。公司以 12.48 亿元的价格，收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权。此次收购，一方面实现资源大幅增储，其中，白

银累计储量超过 8400 吨，增储幅度接近 80%，行业领先地位得到巩固；另一方面，进一步提升盈利能力，按照《重大资产购买暨关联交易实施情况报告书》，金山矿业 2019 年净利润不低于 7,805 万元，2019 年度和 2020 年度净利润累计不低于 22,572 万元，2019 年度、2020 年度及 2021 年度净利润累计不低于 46,832 万元。

双重动力，白银弹性或更大：我们认为 2019 年是这一轮从 2016 年开启的全球基钦周期进入“最后一撇”的年份，美国经济“后见顶、后见底”，2019 年其真实收益率也将持续下行，当然分为两个阶段，第一阶段为“回落后期”，真实收益率下行的主要驱动力来自国债收益率的回落，第二阶段为“复苏初期”，真实收益率下行的驱动力主要是通胀抬头；贵金属行情并没有走完。白银和黄金走势具有强相关性，一方面白银是黄金的“影子”，同样具有避险和保值需求；另一方面，进入通胀抬头时，即复苏初期，白银工业属性会推动目前历史高位的黄金白银比向均值回归，从而体现出更强的弹性和上涨空间（金银比总体上运行于 40-80 区间，当前已经向上突破 85）。**综上，贵金属板块配置价值不减，白银弹性或更大，公司作为白银龙头，受益于“量价”双弹性，低估值优势突出。**

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 5.0/6.4/7.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.92/1.08 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 15X/12X/10X，**维持“买入”评级。**
- **风险提示事件：**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。

图表 1: 公司财务报表及预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	686.38	1096.02	2401.82	2229.15	2740.22	3064.21
减: 营业成本	148.59	475.64	1570.24	997.08	1192.42	1268.89
营业税金及附加	36.85	62.09	82.55	126.28	155.23	173.59
营业费用	1.08	2.06	2.79	4.19	5.15	5.76
管理费用	54.75	53.37	134.93	108.55	133.43	149.21
财务费用	1.14	-13.32	8.56	27.66	33.44	41.10
资产减值损失	7.26	3.90	0.09	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	5.60	26.14	30.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-1.82	-11.65	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	442.30	536.59	621.21	965.39	1220.55	1425.66
加: 其他非经营损益	3.20	-0.42	5.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	445.50	536.17	626.57	965.39	1220.55	1425.66
减: 所得税	114.07	132.80	69.78	237.14	299.72	351.10
净利润	331.43	403.37	556.79	728.25	920.82	1074.56
减: 少数股东损益	129.33	119.60	145.73	223.97	283.08	331.61
归属母公司股东净利润	202.10	283.77	411.06	504.28	637.75	742.95
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	959.49	611.82	179.28	89.17	813.30	1490.87
应收和预付款项	21.57	79.04	190.41	-2.79	229.48	16.37
存货	12.50	35.34	148.22	-13.75	174.56	-3.43
其他流动资产	4.12	52.53	59.66	59.66	59.66	59.66
长期股权投资	0.00	43.63	70.01	70.01	70.01	70.01
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	265.76	618.23	1305.57	1261.56	1217.55	1173.54
无形资产和开发支出	212.08	206.75	287.13	287.13	287.13	287.13
其他非流动资产	1302.77	1250.20	1199.72	1193.79	1187.86	1187.86
资产总计	2778.28	2897.54	3440.00	2944.79	4039.56	4282.01
短期借款	0.00	60.00	200.00	116.74	0.00	0.00
应付和预收款项	129.03	223.02	438.30	-37.88	523.48	6.70
长期借款	0.00	0.00	450.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.69	2.69	461.09	461.09	461.09	461.09
负债合计	131.72	285.72	1549.39	539.95	984.58	467.79
股本	134.76	128.67	128.67	128.67	128.67	128.67
资本公积	1359.16	1365.25	452.14	452.14	452.14	452.14
留存收益	1022.07	944.57	1236.11	1526.36	1893.44	2321.06
归属母公司股东权益	2515.99	2438.49	1816.92	2107.18	2474.25	2901.88
少数股东权益	130.57	173.34	331.14	555.11	838.18	1169.79
股东权益合计	2646.56	2611.83	2148.06	2662.28	3312.43	4071.67
负债和股东权益合计	2778.28	2897.54	3440.00	2944.79	4039.56	4282.01
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	356.33	524.19	798.46	675.52	1104.50	966.97
投资性现金净流量	-394.07	-353.70	-641.63	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	897.44	-333.45	-636.54	-765.64	-380.36	-289.40
现金流量净额	859.70	-162.95	-479.72	-90.12	724.14	677.57

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。