

公司调研点评

盛达矿业 (000603)

有色金属 | 工业金属

白银龙头，注入优质资产金山矿业

2019年07月31日

评级 谨慎推荐

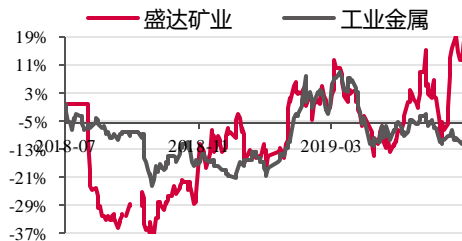
评级变动 首次

合理区间 15.0-15.6 元

交易数据

当前价格 (元)	12.82
52 周价格区间 (元)	6.51-13.18
总市值 (百万)	8845.41
流通市值 (百万)	5938.82
总股本 (万股)	68996.93
流通股 (万股)	46324.69

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
盛达矿业	14.67	25.81	18.37
工业金属	-4.47	-6.89	-10.21

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	1096.02	2401.82	2568.16	2938.34	3381.27
净利润 (百万元)	283.14	411.76	415.50	486.03	565.01
每股收益 (元)	0.41	0.60	0.60	0.70	0.82
每股净资产 (元)	3.53	2.63	4.05	4.71	5.48
P/E	29.75	20.46	20.28	17.33	14.91
P/B	3.45	4.64	3.02	2.59	2.23

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

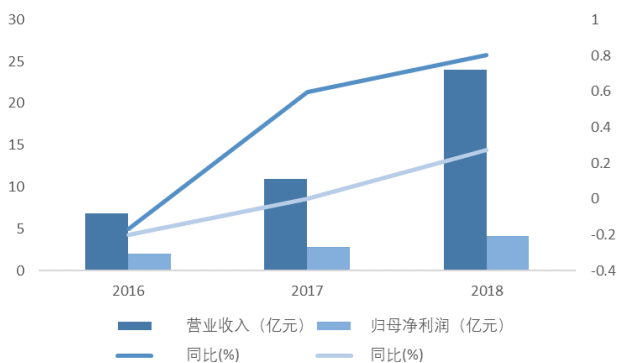
- 事件: 近期, 我们对公司进行了实地调研, 与管理层进行了交流。
- 公司是白银龙头企业。公司旗下的银都矿业、光大矿业和赤峰金都主要产品为含银铅精粉 (银单独计价)、锌精粉, 金山矿业主要产品为银锭以及可回收伴生金。公司含银产品占据总产品 50% 左右比例, 是白银企业龙头。
- 收购金山矿业, 资源储量得到扩充。公司在 2018 年以 12.48 亿元的价格收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权, 收购金山矿业使得公司白银资源增长超过 70%, 达到 8200 吨左右。金山矿业目前的采选规模为 48 万吨/年, 预计 2020 年提升至 90 万吨/年, 将为公司未来的业绩增长带来贡献。同时 2019 年 7 月公司发布公告, 拟以 1.1 亿元的价格收购阿鲁科尔沁旗德运矿业有限责任公司 44% 的股权, 预计增加白银储量 1353 吨。
- 看好下半年度的白银行情, 铅锌价格或将迎来止跌。从白银的供需结构和金融属性分析, 金融属性有拉动白银价格上涨的动力。供需结构中, 供给端预计处于非扩张状态, 需求端的工业需求有望随着下半年度 PMI 止跌回升而边际回暖, 投资需求目前有一定增长势头。虽然目前企稳的高库存压制了价格表现, 但是在需求的拉动下, 有望带动库存的下行, 看多下半年度白银价格。铅、锌方面, 供给的宽松以及需求的疲弱拖累了价格的表现, 我们看好下半年 PMI 回升以及补库需求带来的需求边际回升, 价格将迎来止跌。
- 盈利预测。根据公司未来的业务进展和产品价格走势, 我们预测公司 2019-2021 年实现营收 25.68/29.38/33.81 亿元, 实现归母净利润 4.16/4.86/5.65 亿元, 对应 EPS 分别为 0.60/0.70/0.82 元/股。考虑到白银价格未来涨价趋势对公司单季度业绩的环比提升, 我们给予公司 2019 年度 25-26 倍 PE 估值, 合理价格区间为 15.00-15.60 元。首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 美联储降息节奏放缓; 全球通胀继续走弱, 进入通缩周期; 白银需求走弱; 基建周期节奏走弱; 房地产竣工周期延后。

1 公司情况

公司是白银龙头企业。公司主营业务为有色金属矿采选业，旗下在产矿山有银都矿业拥有的拜仁达坝银多金属矿，金山矿业拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿，光大矿业和赤峰金都拥有的克什克腾旗大地、十地银铅锌矿，东晟矿业拥有的克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿尚未投产。公司下属子公司盛达光彩主营有色金属贸易，大约占据营收规模的一半。在有色金属采选业方面，旗下的银都矿业、光大矿业和赤峰金都主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉，金山矿业产品为银锭以及可回收伴生金。公司含银产品占据总产品 50% 左右比例，是白银企业龙头。

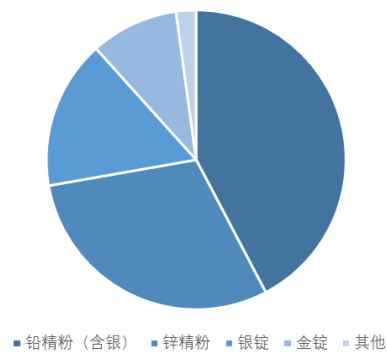
公司业绩情况。2018 年实现营收 24.02 亿元，同比增长 80.03%；实现归母净利 4.12 亿，同比增加 27.52%，业绩的增长主要依赖于光大、金都与金山矿业产量增长的贡献。2019 年 Q1 实现营收 5.65 亿元，同比增长 89.93%；归母净利润 0.97 亿元，同比增长 9.57%；归母扣非净利润 0.93 亿元，同比增长 44.16%；

图 1：公司业绩情况



资料来源：wind，财富证券

图 2：公司业务毛利占比（2018 年）



资料来源：wind，财富证券

2 公司业务情况

收购金山矿业，扩充资源储量。公司在 2018 年以 12.48 亿元的价格收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权，收购金山矿业使得公司白银资源增长超过 70%，达到 8200 吨左右，金山矿业目前的采选规模为 48 万吨/年，预计 2020 年提升至 90 万吨/年，将为公司未来的业绩增长带来贡献。根据收购相关的报告书，金山矿业承诺 2019 年度扣除非经常性损益后净利润不低于 0.78 亿元，2019 和 2020 年度扣除非经常性损益后净利润累计不低于 2.26 亿元，2019、2020 及 2021 年度扣除非经常性损益后净利润累计不低于 4.68 亿元。同时 2019 年 7 月公司发布公告，拟以 1.1 亿元的价格收购阿鲁科尔沁旗德运矿业有限责任公司 44% 的股权，预计增加白银储量 1353 吨。目前公司旗下在产矿山设计的年总产能接近 200 万吨，其中银都矿业 90 万吨，金山矿业 48 万吨（2020 年 6 月底扩产至 90 万吨），光大矿业和赤峰金都各 30 万吨。

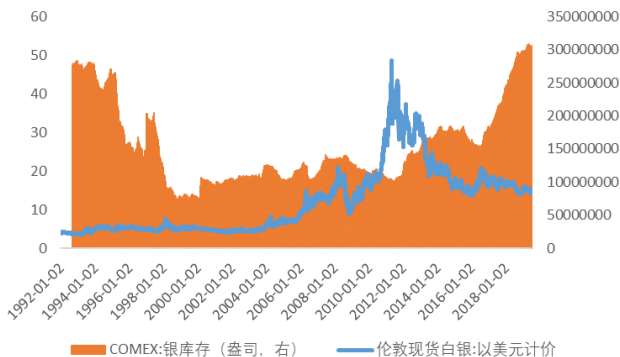
看好下半年度白银行情。白银兼具工业属性和金融属性，从金融属性方面考虑，黄

金、白银价格趋势具有一致性，从 1968 年以来两者的价格相关系数为 0.905。业界采用金银比来衡量两者价格关系，理论上金银比有一定稳定性，一旦现金银比的极值，随后均会通过价格的涨跌进行修复。我们统计 1990 年以来四次重要的金银比修复，发现金银比修复基本表现为黄金、白银价格共同上涨，且白银价格涨幅大于黄金。目前金银比大于 85 的历史极大值，我们看好金银比的修复带来的白银价格的上涨。

从工业属性方面考虑，2017 年度以来的高库存压制了白银价格的表现。从白银的供需结构分析，未来白银的供给预计呈现 0 增长。需求方面，主要分为工业需求、消费需求和投资需求等。工业需求中的光伏需求近年来增速较高，根据财富证券电气设备团队观点，2018 年度全球光伏装机量增速 2%，2019 年度预计 5-10% 增速，2020 年度预计 10-15% 增速；新能源汽车方面，随着新能源汽车基数的增大，其拉动的需求也在增大；电子、电工需求预计随着下半年的 PMI 止跌企稳，或将边际回暖。投资需求从 ETF 持仓观察，目前在逐渐增长。消费需求近年保持相对稳定。

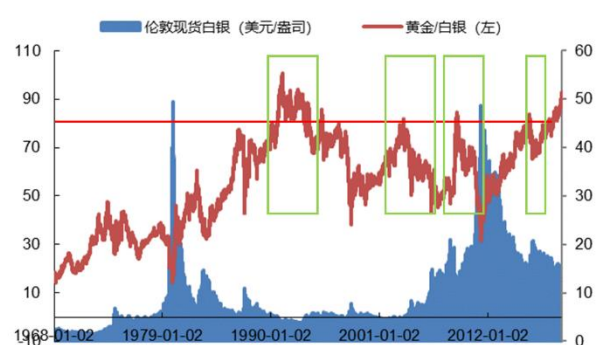
总的来看，从白银的供需结构和金融属性分析，金融属性有拉动白银价格上涨的动力。供需结构中，供给端预计处于非扩张状态，需求端的工业需求有望随着下半年度 PMI 止跌回升而边际回暖，投资需求目前有一定增长势头。虽然目前企稳的高库存压制了价格表现，但是在需求的拉动下，有望带动库存的下行，看多下半年度白银价格。

图 3：Comex 白银库存和白银价格



资料来源：wind，财富证券

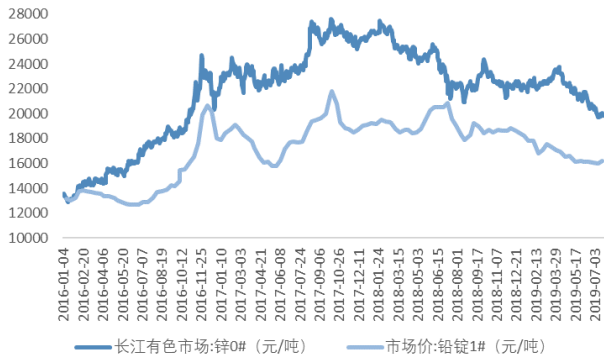
图 4：金银比与白银价格趋势



资料来源：wind，财富证券

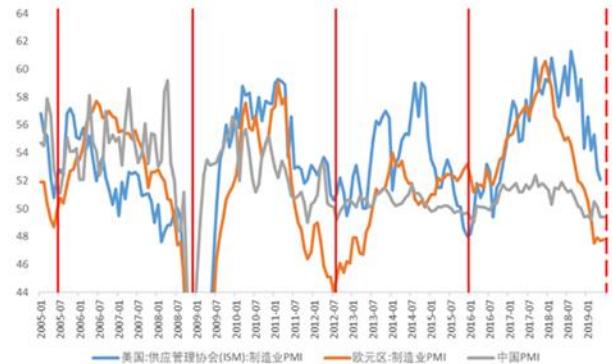
静待铅、锌价格的企稳。铅、锌价格从 2018 年初开始下跌，价格的下跌主要是由于供给的宽松以及需求的疲弱。对于锌，其下游主要涉及基建、房地产、汽车等，2019 年 1-6 月份国内汽车累计产量增速-13.7%，相比 1-5 月份扩大 0.7 个百分点，我们认为下半年度产量将迎来增长，全年预计-5% 增速。房地产方面，新开工面积和竣工面积出现了长时间的背离，我们认为下半年度竣工面积的回升时点或将在四季度，从而带动锌的需求边际回暖。从库存方面来看，目前铅、锌库存均位于 2010 年以来的历史低位。我们看好下半年 PMI 回升以及补库需求带来的需求边际回升，铅、锌价格将迎来止跌。

图 5：铅、锌价格走势



资料来源：wind，财富证券

图 6：全球 PMI 情况



资料来源：wind，财富证券

图 7：铅库存情况（吨）



资料来源：wind，财富证券

图 8：锌库存情况（吨）



资料来源：wind，财富证券

3 盈利预测

根据公司未来的业务进展和产品价格走势，我们预测公司 2019-2021 年实现营收 25.68/29.38/33.81 亿元，实现归母净利润 4.16/4.86/5.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.70/0.82 元/股。考虑到白银价格未来涨价趋势对公司单季度业绩的环比提升，我们给予公司 2019 年度 25-26 倍 PE 估值，合理价格区间为 15.00-15.60 元。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

4 风险提示

美联储降息节奏放缓；全球通胀继续走弱，进入通缩周期；白银需求走弱；基建周期节奏走弱；房地产竣工周期延后。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438