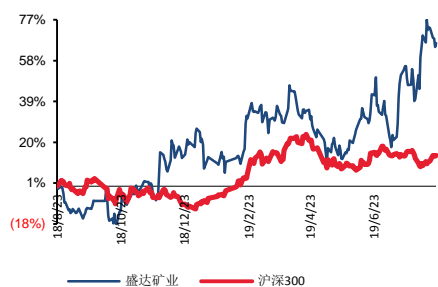


材料 材料 II

毛利增速稳定, 龙头地位巩固 —— 2019 年半年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	690/393
总市值/流通(百万元)	7,762/4,424
12 个月最高/最低(元)	12.19/6.84

■ 相关研究报告:

盛达矿业(000603)《内生外延助规模扩张, 未来看银价走势及产能投放 —— 2018 年年报点评》
 ——2019/04/23

■ 证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

公司发布半年报, 2019H1 实现营收 11.57 亿元, 同比增长 30.88%; 实现归母净利 2.12 亿, 同比增加 9.03%。

■ 点评:

1、银锭及黄金收入大幅下降有其客观因素: 金山矿业因气候条件, 全年生产 180 天, 一般四五月份开始生产, 同时因为金山矿业的品是银锭和所以需要经过冶炼的工序, 上半年销售来自于上一年度的库存销售, 当年生产和情况主要体现在下半。去年同期金山矿业集中销售历史形成的存货, 回款较多, 也导致今年上半公司银锭和黄金收入及相关现金流量同比出现较大幅度回落。不过上半年贸易业务大幅增加 270%, 包括金都矿业选厂投产, 使得整体收入仍有明显增长。

2、毛利增加主要来自含银铅锌粉占比提升: 上半年铅精粉(含银)、锌精粉(含银)以及银锭、黄金, 其毛利率分别同比下降 2.92%、1.45%、4.91%、6.62%。但有色金属矿采选业务毛利率却达到 72.14%, 同比提升 10.53%。这主要源于高毛利的铅锌精粉(含银)在收入中占比大幅提升。随着下半年金山矿业银锭等产品结算规模提升, 全年采选业务毛利率可能略有下降, 但预计毛利仍将保持 10% 以上稳定增长。

3、并购再下一城, 白银龙头地位巩固: 公司 7 月份完成收购德运矿业 44% 股权, 并将继续实现绝对控股。德运矿业持有的探矿权银资源储量丰富且品位高。本次收购完成后, 公司白银资源储量接近万吨, 年采选能力近 200 万吨, 白银行业龙头地位进一步巩固。

4、贵金属牛市已开启, 白银具备更大弹性: 当前全球经济步入降息周期, 贵金属有望迎来一轮较长的牛市, 同时金银比价高位下, 白银上行空间更大弹性更足。预计公司 2019-21 年归母净利 5.54/6.02/6.68 亿元, EPS 为 0.8/0.87/0.97 元, 维持买入评级。

5、风险提示: 银价波动风险、产能投放进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2402	2888	3164	3352
(+/-%)	80.1	20.2	9.6	5.9
净利润(百万元)	557	750	815	905
(+/-%)	27.52%	34.55%	8.68%	10.96%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.80	0.87	0.97
市盈率(PE)	16.76	17.21	15.84	14.27

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	877	381	305	571	1099	营业收入	1334	2402	2888	3164	3352
应收和预付款项	22	46	41	45	47	营业成本	585	1570	1945	2086	2170
存货	265	148	256	274	285	营业税金及附加	67	83	43	47	50
其他流动资产	458	233	555	630	693	销售费用	2	3	3	3	3
流动资产合计	1621	809	1157	1520	2124	管理费用	85	135	144	158	168
长期股权投资	44	70	70	70	70	财务费用	10	9	27	21	12
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	0	-1	1	0
固定资产	462	865	1119	1359	1583	投资收益	30	30	30	30	30
在建工程	509	440	587	737	813	公允价值变动	-2	-12	88	40	40
无形资产开发支出	276	287	229	227	287	营业利润	608	622	844	918	1018
长期待摊费用	8	12	12	12	12	其他非经营损益	-3	5	0	0	0
其他非流动资产	1299	1225	1310	1347	1335	利润总额	605	627	844	918	1018
资产总计	4219	3709	4485	5272	6224	所得税	143	70	94	102	114
短期借款	60	200	101	0	0	净利润	462	557	750	815	905
应付和预收款项	111	156	165	177	184	少数股东损益	139	146	196	213	236
长期借款	640	450	450	450	450	归母股东净利润	323	412	554	602	668
其他负债	477	755	871	931	972						
负债合计	1288	1561	1587	1558	1606	预测指标					
股本	129	129	129	129	129		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1700	452	452	452	452	毛利率	56.15%	34.62%	32.66%	34.08%	35.24%
留存收益	823	1235	1789	2391	3059	销售净利率	24.20%	17.14%	19.18%	19.03%	19.93%
归母公司股东权益	2653	1817	2371	2973	3641	销售收入增长率	94.37%	80.03%	20.25%	9.54%	5.94%
少数股东权益	279	331	527	740	977	EBIT 增长率	33.73%	2.70%	23.11%	15.50%	10.45%
股东权益合计	2931	2148	2898	3713	4618	净利润增长率	59.77%	27.52%	34.55%	8.68%	10.96%
负债和股东权益	4219	3709	4485	5272	6224	ROE	12.17%	22.66%	23.37%	20.25%	18.35%
						ROA	7.65%	11.10%	12.35%	11.42%	10.73%
						ROIC	32.67%	42.45%	25.12%	27.45%	29.16%
						EPS (X)	0.47	0.60	0.80	0.87	0.97
						PE (X)	25.69	16.76	17.21	15.84	14.27
						PB (X)	3.13	3.80	4.02	3.21	2.62
						PS (X)	1.16	0.54	0.62	0.56	0.53
						EV/EBITDA (X)	2.12	2.55	2.64	1.90	1.22

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。