

2019年10月30日

盛达资源 (000603.SZ)

更名盛达资源，白银龙头打造综合资源型企业

■2019年前三季度营收同比增长1.46%，归母净利润增长5.14%，保持稳步增长。公司发布2019年三季报，前三季度实现营收19.57亿元，同比增长1.46%，归母净利润3.40亿元，同比增长5.14%；2019Q3实现营收8.00亿元，同比降低23.45%，归母净利润1.28亿元，同比降低0.72%，扣非净利润1.29亿元，同比增长17.06%，单季度营收下降主要归因于金属贸易收入下降，据SMM，三季度铅锌银价格同比增长分别为-12%、-12%和23%，铅锌价格下行削弱公司第三季度整体盈利能力。

■正式更名“盛达资源”，打造综合资源型企业。据公告，公司2019年以来，确立了“原生矿产资源+城市矿山资源”双轮驱动的发展战略，致力于将公司打造成有影响力的金属资源提供商。未来发展方向一是继续在资源端进行扩张，利用公司现有优势加大矿产资源获取力度，着重关注贵金属以及下游产业发展迅速的有色金属品种（如镍、钴、锰、锂等电池材料相关资源）；二是切入金属资源回收领域，借助公司在采选领域的经验，从勘探、采选，延伸至金属资源（重点关注镍、钴、锂）的回收再利用，打造完整产业链，强化公司资源以及技术壁垒，由单纯的矿山采选业务升级为集矿山开发、固废、危废处理、资源回收利用等环保、循环经济业务为一体的综合资源型企业。据公告，公司已经建立相关危废资源利用和动力电池回收项目库，目前正在筛选项目，有望年内迈出公司“城市矿山资源”战略并购第一步。

■并购德运白银矿山，进一步巩固白银龙头地位。据公告，公司收购德运矿业54%的股权，实现绝对控股。德运矿业持有的巴彦包勒格区银多金属矿探矿权，目前正在开展探转采相关工作，该矿银资源储量丰富且品位高，据公告，银矿体含银金属资源储量946吨，平均品位189克/吨，伴生银397吨，品位35克/吨。本次收购完成后，公司白银资源储量接近万吨，优势进一步凸显，白银行业龙头地位进一步巩固。

■矿山产能进入释放周期，业绩有望迎来较高增长。公司目前拥有内蒙古银都矿业（90万吨矿石/年）、金山矿业（48万吨矿石/年）、光大矿业（30万吨矿石/年）、赤峰金都（30万吨矿石/年）、东晟矿业（30万吨矿石/年）和德运矿业6家矿业子公司，年采选能力近200万吨，未来矿山逐步投达产，业绩有望迎来较高增长。据公告，一是金山矿业二期有望2020年年中投产，金山矿业48万吨采选扩能至90万吨规模项目的环评批复目前已取得。年产3.5万吨一水硫酸锰项目计划年底前完成主体建设以及设备安装，初步达到单机调试状态。二是2017年收购东晟矿业70%股权，预计在2020年底投产，目前正在办理探转采手续，其作为银都矿业的分采区，将加大供矿规模，提升银都矿业盈利能力。项目全部达产后公司采选规模合计有望达到270万吨，据我们测算，预计公司2019-2021年矿产白银权益产量分别为155吨、177吨和203吨。

■投资建议：维持“增持-A”投资评级，6个月目标价18.65元。我们假设2019~2021年银价分别为4.16、4.78和5.50元/克，预计公司2019~2021年EPS分别为0.65、0.93和1.33，业绩增长主要来自于公司矿山产能不断释放，白银及铅锌产量稳步提升，考虑到白银业绩具有较大弹性，给予公司2020年动态市盈率20x，6个月目标价18.65元。

■风险提示：1) 白银价格下行；2) 公司自产白银增长不及预期；3) 矿山产能释放不及预期。

公司快报

证券研究报告

铅锌

投资评级 增持-A

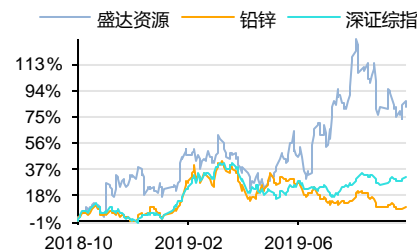
维持评级

6个月目标价：18.65元
股价（2019-10-29）13.72元

交易数据

总市值(百万元)	9,466.38
流通市值(百万元)	8,046.96
总股本(百万股)	689.97
流通股本(百万股)	586.51
12个月价格区间	7.58/17.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.23	6.98	49.01
绝对收益	2.62	12.37	77.49

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

报告联系人

wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

盛达资源：2019年中报符合预期，拟更名转型综合资源型企业/齐丁	2019-08-23
盛达资源：2019年Q1业绩稳健，未来增长可期/齐丁	2019-04-29

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,096.0	2,401.8	2,410.2	2,801.0	3,312.6
净利润	283.1	411.8	450.1	643.3	920.0
每股收益(元)	0.41	0.60	0.65	0.93	1.33
每股净资产(元)	3.53	2.63	3.06	2.94	3.13
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	32.5	22.4	20.4	14.3	10.0
市净率(倍)	3.8	5.1	4.4	4.5	4.3
净利润率	25.8%	17.1%	18.7%	23.0%	27.8%
净资产收益率	15.4%	26.0%	23.6%	34.6%	47.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	120.6%	106.8%	43.8%	47.2%	54.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,096.0	2,401.8	2,410.2	2,801.0	3,312.6	成长性					
减:营业成本	475.6	1,570.2	1,539.9	1,637.5	1,739.0	营业收入增长率	59.7%	119.1%	0.4%	16.2%	18.3%
营业税费	62.1	82.5	72.3	84.0	99.4	营业利润增长率	21.0%	16.2%	1.7%	42.9%	43.0%
销售费用	2.1	2.8	2.6	3.3	4.4	净利润增长率	40.1%	45.4%	9.3%	42.9%	43.0%
管理费用	53.4	134.9	120.5	140.0	165.6	EBITDA 增长率	17.5%	27.3%	2.1%	36.5%	37.8%
财务费用	-13.3	8.6	42.4	32.2	11.8	EBIT 增长率	18.0%	20.4%	7.2%	38.7%	39.3%
资产减值损失	3.9	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.1%	42.6%	6.1%	39.3%	39.9%
加:公允价值变动收益	-1.8	-11.7	-	-	-	投资资本增长率	61.1%	158.4%	29.4%	22.3%	4.7%
投资和汇兑收益	26.1	30.2	-	-	-	净资产增长率	-1.3%	-17.8%	10.8%	-2.3%	4.4%
营业利润	535.4	622.1	632.6	903.8	1,292.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	5.4	-0.3	-0.3	-0.3	毛利率	56.6%	34.6%	36.1%	41.5%	47.5%
利润总额	534.9	627.5	632.2	903.5	1,292.2	营业利润率	48.8%	25.9%	26.2%	32.3%	39.0%
减:所得税	132.2	70.0	69.5	99.4	142.1	净利润率	25.8%	17.1%	18.7%	23.0%	27.8%
净利润	283.1	411.8	450.1	643.3	920.0	EBITDA/营业收入	50.1%	29.1%	29.6%	34.8%	40.6%
						EBIT/营业收入	47.7%	26.2%	28.0%	33.4%	39.4%
						运营效率					
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	57	81	155	78	
货币资金	839.0	381.4	313.7	176.8	260.7	流动营业资本周转天数	-77	-47	-32	-5	
交易性金融资产	24.9	13.3	758.7	848.0	758.7	流动资产周转天数	339	137	181	206	
应收账款	25.9	40.5	67.4	76.9	77.6	应收账款周转天数	7	5	8	9	
应收票据	-	32.3	38.3	45.9	40.5	存货周转天数	8	14	24	22	
预付账款	53.1	144.3	196.4	260.0	202.6	总资产周转天数	987	516	576	371	
存货	35.3	148.2	170.8	166.0	222.5	投资资本周转天数	140	141	232	251	
其他流动资产	39.7	49.1	64.7	28.6	64.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1,220.8	1,161.7	414.7	-	-	ROE	15.4%	26.0%	23.6%	34.6%	47.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.7%	15.0%	14.0%	45.6%	61.0%
长期股权投资	43.6	70.0	70.0	69.8	160.1	ROIC	120.6%	106.8%	43.8%	47.2%	54.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	220.6	865.5	1,211.5	-	-	销售费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	397.6	440.1	350.0	-	-	管理费用率	4.9%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
无形资产	206.8	287.1	273.6	-	-	财务费用率	-1.2%	0.4%	1.8%	1.1%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.8%	6.1%	6.9%	6.3%	5.5%
资产总额	3,169.7	3,708.9	4,005.2	1,762.4	1,885.6	偿债能力					
短期债务	60.0	200.0	200.0	200.0	200.0	资产负债率	17.6%	42.1%	40.4%	38.6%	41.7%
应付账款	102.1	188.4	185.4	191.4	354.3	负债权益比	21.4%	72.7%	67.9%	63.2%	71.8%
应付票据	-	5.0	-	22.0	31.0	流动比率	1.87	0.74	1.85	2.21	1.63
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.80	0.60	1.65	1.98	1.41
长期借款	-	450.0	738.0	738.0	738.0	利息保障倍数	-39.29	73.55	15.92	29.08	110.86
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	557.8	1,560.9	1,616.4	1,468.2	1,743.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	173.3	331.1	270.6	295.5	270.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	690.0	690.0	690.0	690.0	690.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,309.1	1,686.9	1,979.5	1,899.1	2,027.1						
股东权益	2,611.8	2,148.1	2,379.5	2,323.8	2,427.1						

现金流量表

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	402.7	557.5	450.1	643.3	920.0	EPS(元)	0.41	0.60	0.65	0.93	1.33
加:折旧和摊销	27.5	72.7	39.4	39.4	39.4	BVPS(元)	3.53	2.63	3.06	2.94	3.13
资产减值准备	3.9	0.1	-	-	-	PE(X)	32.5	22.4	20.4	14.3	10.0
公允价值变动损失	1.8	11.7	-	-	-	PB(X)	3.8	5.1	4.4	4.5	4.3
财务费用	1.6	19.1	42.4	32.2	11.8	P/FCF	63.9	25.5	65.7	4.0	8.6
投资损失	-26.1	-30.2	-	-	-	P/S	8.4	3.8	3.8	3.3	2.8
少数股东损益	119.6	145.7	112.5	160.8	230.0	EV/EBITDA	11.6	9.2	12.4	9.6	6.9
营运资金的变动	214.5	156.9	-165.6	-203.1	214.9	CAGR(%)	25.9%	27.3%	19.3%	25.9%	27.3%
经营活动产生现金流量	524.1	789.9	478.9	672.6	1,416.1	PEG	1.3	0.8	1.1	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-353.7	-641.6	1.6	325.6	-0.9	ROIC/WACC	12.0	10.7	4.4	4.7	5.4
融资活动产生现金流量	-333.4	-636.5	-322.5	-32.2	10.2	REP	1.0	0.4	1.2	0.9	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034