

盛达资源 (000603.SZ)
业绩符合预期，内生增长逐渐发力
评级：买入
市场价格：11.17
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：郭中伟

电话：0755-22660869

Email: guozw@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

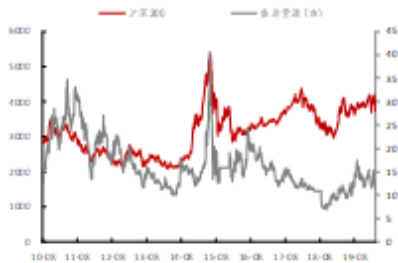
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2401.82	2900.69	3266.99	4207.86	4482.50
增长率 yoy%	119.14%	20.77%	12.63%	28.80%	6.53%
净利润	411.76	448.44	516.00	748.27	830.33
增长率 yoy%	45.42%	8.91%	15.07%	45.01%	10.97%
每股收益(元)	0.60	0.65	0.74	1.08	1.20
每股现金流量	1.14	0.87	0.93	1.84	1.37
净资产收益率	22.66%	19.92%	18.55%	21.20%	19.05%
P/E	18.72	17.19	14.93	13.77	11.45
PEG	1.00	0.75	0.99	0.31	1.04
P/B	4.24	3.42	2.77	2.18	1.77

备注：股价取自 2020 年 3 月 16 日

基本状况

总股本(百万股)	690
流通股本(百万股)	690
市价(元)	11.17
市值(百万元)	7706.96
流通市值(百万元)	6465.25

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 20190422 盛达矿业：低估值白银龙头，新动能助推高增长，给予“买入”评级
- 20181115 盛达矿业：优质资产注入，白银龙头再起航，给予“增持”评级
- 20200219 盛达资源：极具成长性的白银龙头

投资要点

- 【事件】** 盛达资源于 2020 年 3 月 16 日披露公司 2019 年年度报告，公司 2019 年全年实现营业收入 29.01 亿元，同比增长 20.77%；归属于上市公司股东的净利润 4.48 亿元，同比增长 9.03%；每股盈利 0.65 元，同比增长 9.06%。同时公司以现有股本为基数，拟每十股派发 1 元股利。
- 业绩符合预期。** 报告期内公司银、铅、锌金属吨产量分别增长 24.92%、27.54% 和 16.02%，销量分别同比增长 5.62%、61.44% 和 42.84%，此外铅锌价格回落，但白银均价上涨 7.97%，支撑公司整体毛利增 8.66%；三费方面，公司销售费用率和管理费用率分别下降 0.03% 和 0.39 个百分点，财务费用率环比提升 1.31 个百分点，主要系新增并购贷款所致。
- 原生矿产资源市场不断发力，龙头地位日益巩固。** 目前公司采选能力接近 200 万吨，远景采选能力将达到 285 万吨，含银量或从 200 多吨增至 400 吨左右，成长属性突出。公司拥有六家原生矿产子公司，具体包括：1) 银都矿业，为公司主力生产商，银资源量 2553.66 吨，公司持股 62.96%，采选能力 90 万吨/年，银平均品味 224.63 克/吨，静态服务期 10 年，其中东晟矿业，作为银都矿业的分采区，规划采选产能 25 万吨，目前已取得采矿许可证；2) 光大矿业，设计产能 30 万吨/年，选厂全面投产，盈利能力增强；3) 赤峰金都，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；4) 金山矿业，资源储量达 3700 多吨，目前采选能力 48 万吨，预计 2020 年 6 月扩产至 90 万吨，同时配套建设 3.5 万吨/年的一水硫酸锰项目，是公司未来业绩的主要增长点；5) 德运矿业，公司于 2019 年收购其 54% 的股份，银金属量 946 吨。
- 双轮驱动，开辟城市矿山资源新市场。** 公司通过收购金业环保，叩响“城市矿山”第一枪，金业环保主要从事资源综合回收利用业务，通过将城市危废冶炼方式回收镍、铜、金、银、钨、钴等金属资源，实现在新能源汽车产业链上的布局，项目规划 20 万吨/年重金属污泥（固体危废）及 17 万吨/年岩棉生产能力，分两期建成，一期预计于 2020 年建成。
- 黄金价格上行趋势未改，银价同涨亦具备超涨期权。** 1) 在“新冠”疫情冲击下，全球宏观经济短期面临严重的下行压力，黄金价格的驱动模式再度回归第

一阶段，也即名义国债收益率回落驱动真实收益率下行；2) 以史为鉴，“避险情绪”+经济转弱预期驱动贵金属价格上行，贵金属板块有望获得超额收益；3) 从金融属性来看，金银价格具有同涨同跌的特点，更为重要的是，当前金银比为，处于历史高位，金银比具备回归动力，白银超涨期权特征显著。

- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 5.16/7.48/8.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.74/1.08/1.20 元，目前股价对应的 P/E 估值水平则分别为 14.93/13.78/11.45X，白银价格每上涨 100 元/公斤，净利润上涨 0.137 亿元，对应归属于母公司净利润上涨 0.11 亿元，维持“买入”评级。

图表 1: 公司业绩弹性测算表

上涨价格 (元/公斤)	价格上涨后对应的净利润 (亿元)					
	0	100	200	300	400	500
白银涨后价格 (元/公斤)	3,926	4,026	4,126	4,226	4,326	4,426
铅精粉 (含银)	2852.22	2924.87	2997.52	3070.17	3142.82	3215.47
铅精粉 (含银) 收入 (百万元)	713.52	726.51	739.51	752.50	765.50	778.50
金山矿业收入 (百万元)	261.88	267.15	272.43	277.70	282.97	288.24
营业收入净增 (百万元)	0	18.27	36.54	54.80	73.07	91.34
净利润 (百万元)	623.10	636.81	650.51	664.21	677.91	691.61
净利润净增 (百万元)	0	13.70	27.40	41.10	54.80	68.51
归母净利润净增 (百万元)	0	10.97	21.94	32.91	43.88	54.86

数据来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **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 2: 公司财务报表及预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,402	2,901	3,267	4,208	4,483	货币资金	381	326	367	946	1,649
增长率	119.1%	20.8%	12.6%	28.8%	6.5%	应收款项	73	110	96	169	113
营业成本	-1,570	-1,998	-2,250	-2,635	-2,743	存货	148	184	190	247	208
%销售收入	65.4%	68.9%	68.9%	62.6%	61.2%	其他流动资产	207	486	558	533	571
毛利	832	903	1,017	1,573	1,740	流动资产	809	1,105	1,211	1,897	2,541
%销售收入	34.6%	31.1%	31.1%	37.4%	38.8%	%总资产	21.8%	25.4%	26.3%	35.0%	41.2%
营业税金及附加	-83	-75	-20	-21	-23	长期投资	1,232	161	161	161	161
%销售收入	3.4%	2.6%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	865	1,014	970	924	876
营业费用	-3	-2	-3	-156	-166	%总资产	23.3%	23.3%	21.1%	17.1%	14.2%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	3.7%	3.7%	无形资产	287	476	640	795	943
管理费用	-135	-152	-194	-228	-249	非流动资产	2,900	3,243	3,386	3,519	3,632
%销售收入	5.6%	5.2%	5.9%	5.4%	5.5%	%总资产	78.2%	74.6%	73.7%	65.0%	58.8%
息税前利润 (EBIT)	611	674	801	1,168	1,303	资产总计	3,709	4,348	4,597	5,415	6,173
%销售收入	25.5%	23.2%	24.5%	27.8%	29.1%	短期借款	200	130	127	0	0
财务费用	-9	-48	-11	-14	-20	应付款项	476	567	532	862	583
%销售收入	0.4%	1.7%	0.3%	0.3%	0.5%	其他流动负债	421	283	283	283	283
资产减值损失	0	0	0	0	0	流动负债	1,097	981	943	1,145	866
公允价值变动收益	-12	63	0	0	0	长期贷款	450	690	318	0	0
投资收益	30	10	18	18	18	其他长期负债	14	14	14	14	14
%税前利润	4.8%	1.5%	2.2%	1.5%	1.4%	负债	1,561	1,685	1,275	1,159	880
营业利润	621	699	808	1,173	1,301	普通股股东权益	1,817	2,251	2,781	3,529	4,360
营业利润率	25.9%	24.1%	24.7%	27.9%	29.0%	少数股东权益	331	412	540	727	933
营业外收支	5	-2	2	1	2	负债股东权益合计	3,709	4,348	4,597	5,415	6,173
税前利润	627	697	810	1,174	1,303						
利润率	26.1%	24.0%	24.8%	27.9%	29.1%	比率分析					
所得税	-70	-143	-165	-239	-266		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	11.2%	20.6%	20.4%	20.4%	20.4%	每股指标					
净利润	557	560	644	934	1,037	每股收益 (元)	0.60	0.65	0.75	1.08	1.20
少数股东损益	146	112	128	186	207	每股净资产 (元)	2.63	3.26	4.03	5.12	6.32
归属于母公司的净利润	412	448	516	748	830	每股经营现金净流 (元)	1.14	0.87	0.93	1.84	1.37
净利率	17.1%	15.5%	15.8%	17.8%	18.5%	每股股利 (元)	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
						回报率					
						净资产收益率	22.66%	19.92%	18.55%	21.20%	19.05%
						总资产收益率	15.03%	12.88%	14.02%	17.26%	16.80%
						投入资本收益率	106.76%	44.25%	34.99%	44.69%	51.82%
						增长率					
						营业总收入增长率	119.14%	20.77%	12.63%	28.80%	6.53%
						EBIT增长率	20.35%	18.72%	9.56%	44.81%	11.36%
						净利润增长率	45.42%	8.91%	15.07%	45.01%	10.97%
						总资产增长率	17.01%	17.23%	5.72%	17.81%	14.00%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0
						存货周转天数	13.8	20.6	20.6	18.7	18.3
						应付账款周转天数	24.6	36.7	30.7	33.7	32.2
						固定资产周转天数	81.4	116.6	109.3	81.0	72.3
						偿债能力					
						净负债/股东权益	23.94%	18.89%	-13.60%	-37.59%	-42.65%
						EBIT利息保障倍数	73.5	15.4	73.1	86.4	64.5
						资产负债率	42.08%	38.76%	27.74%	21.41%	14.26%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	557	560	644	934	1,037
加: 折旧和摊销	73	97	100	110	119
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	12	-63	0	0	0
财务费用	19	56	11	14	20
投资收益	-30	-10	-18	-18	-18
少数股东损益	146	112	128	186	207
营运资金的变动	157	-868	-93	230	-214
经营活动现金净流	790	598	644	1,270	944
固定资本投资	-687	-330	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-642	-491	-231	-231	-221
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-637	-159	-372	-459	-20
筹资活动现金净流	-637	-159	-372	-459	-20
现金净流量	-488	-53	41	580	703

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。