

盛达资源 (000603.SZ) / 有色金属行业

证券研究报告/公司点评

2021年08月23日

**评级：买入（维持）**

市场价格：13.05

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭中伟

电话：0755-22660869

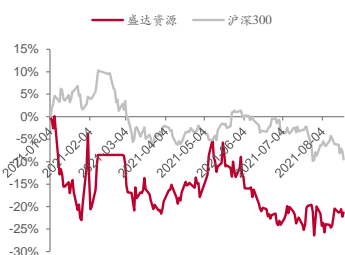
Email: guozw@r.qlzq.com

研究助理：安永超

电话：0755-22660869

**基本状况**

总股本(百万股)	689.97
流通股本(百万股)	689.97
市价(元)	13.05
市值(百万元)	9,004.10
流通市值(百万元)	9,004.10

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《有色金属/金属观察：金价，或将重返2000美元/盎司》-20210510
- 《有色金属：碳中和时代，有色的矛与盾》-20210413
- 《有色金属：光伏平价时代临近，白银有望充分受益》-20201012

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,900	1,638	2,747	3,150	3,617
增长率 yoy%	20.8%	-43.5%	67.7%	14.7%	14.8%
净利润(百万元)	448	290	463	530	623
增长率 yoy%	9.1%	-35.3%	59.7%	14.5%	17.5%
每股收益(元)	0.650	2.26	0.67	0.77	0.90
每股现金流量	0.88	0.87	1.47	0.97	1.94
净资产收益率	19.9%	11.1%	11.3%	13.2%	14.1%
P/E	21	31	20	17	15
PEG	2.4	-0.9	0.3	1.2	0.8
P/B	4	4	3	3	3

备注：股价取自2021年8月20日

**报告摘要**

- **事件：**公司披露2021年中报，报告期内公司实现营收5.51亿元，同比增11.94%，实现归母净利润1.14亿元，同比增490.81%，其中扣非归母净利1.06亿元，同比增1.41亿元；单二季度来看，公司实现归母净利润1.07亿元，环比增1528.57%，实现扣非归母净利0.94亿元，环比增783.33%，公司上半年业绩呈现快速增长的趋势。
- **采选作业恢复正常，主营产品价格稳中有升。**从量的角度来看，报告期内公司采选作业恢复正常，相比于去年同期产销增长明显，21年上半年公司铅精粉（含银）营收2.99亿，同增121.68%，锌精粉（含银）营收1.47亿，同增194.75%，收入增速明显超过价格涨幅，反映各主营产品产销明显增加。从价格角度来看，报告期内LME锌与LME铅均价分别为2831.53美元/吨与2072.00美元/吨，同比增38.35%与17.60%，COMEX白银2021年H1均价26.54美元/盎司，同比增58.30%，公司主要金属矿产品的价格同比明显上升。报告期内，主营产品量价齐升，推动公司盈利大幅度增长。
- **原生矿产资源禀赋优异，未来成长性突出。**公司下属矿业子公司中在产4家，待产2家，白银资源储量近万吨，年矿石采选能力近200万吨，对应白银产能220吨左右，旗下主力矿山资源禀赋优异，其中拜仁达坝银多金属矿是国内上市公司中毛利最高的矿山之一，新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿是单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，目前公司在建项目包括：金山矿业48万吨矿石采选改扩建至90万吨、东晟矿业25万吨矿石采选、德运矿业60万吨探转采。此外报告期内公司推进贵州鼎盛鑫72.50%股权收购事项，扩大铅锌资源布局，根据公司公告，该矿铅锌金属资源量327.44万吨，平均品位8.97%，银金属量约830吨，一、二期采选厂分别30、168万吨，分别于22年、24年投产。2025年规划项目全部投产后，预计公司整体采选产能将升至525万吨/年，年化复合增速27%，预计公司白银产能将从目前的220吨提升至350吨左右，对应年化复合增速12%左右，公司具备良好的成长属性。
- **城市矿山业务切入新能源金属领域，进一步增厚公司盈利水平。**公司通过控股子公司金业环保，对含镍、铜等危废进行处置，收取处置费并提炼新能源金属，并配合金山矿业正在建设的一水硫酸锰生产线，切入新能源金属领域。报告期内，再生新能源金属实现营收0.27亿，在公司营业收入中占比达到5%，进一步落实新能源金属发展战略，扩大公司在这一领域的相关矿产品购销业务、矿山投资业务，提升公司的市场竞争力。
- **盈利预测及投资评级：**基于白银及铅锌价格处于高位，以及未来公司金山、东晟和金业等子公司陆续投产，假设2021-2023年白银均价（含税）分别5199、5355、5516元/千克，预计公司2021-2023年归母净利润分别4.63亿、5.30亿、6.23亿元，截止目前最新91亿市值，对应2021-2023年PE分别20/17/15X。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**白银价格波动、矿山开采项目不达预期、疫情反复等风险。

**图表 1: 公司季度财务指标变化汇总 (单位: 亿元)**

	2021Q1	2021Q2	环比	2020H1	2021H1	同比	财务指标变动原因
营业收入	1.74	3.77	117.0%	4.92	5.51	11.9%	采选收入增长所致, 本期继续主动降低毛利较低的贸易业务量, 采选收入增幅为157.90%。
营业成本	0.81	1.33	63.9%	4.04	2.13	-47.2%	收入结构调整, 本期收入主要为高毛利率的采选收入, 因此成本较去年同期有较大幅度的下降。
毛利	0.93	2.44	163.2%	0.88	3.37	283.7%	
毛利率	53.5%	64.8%	11.4%	17.9%	61.2%	43.4%	
营业税金及附加	0.11	0.22	105.4%	0.16	0.33	103.1%	本期的收入主要为采选收入, 采选收入增长导致相应的资源税增加所致。
营业税率	6.1%	5.8%	-0.3%	3.3%	5.9%	2.7%	
销售费用	0.01	0.01	-11.1%	0.01	0.01	1.5%	
销售费用率	0.3%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	
管理费用	0.42	0.40	-4.7%	0.63	0.82	29.0%	本期将金业环保纳入合并范围所致。
管理费用率	24.1%	10.6%	-13.5%	12.9%	14.9%	2.0%	
财务费用	0.26	0.22	-15.1%	0.31	0.47	51.4%	银行借款较去年同期增加所致。
财务费用率	14.7%	5.7%	-8.9%	6.3%	8.6%	2.2%	
研发费用	0.00	0.05	1395.8%		0.06		
研发费用率	0.2%	1.4%	1.2%	0.0%	1.0%	1.0%	
期间费用	0.79	0.89	13.0%	1.12	0.47	-57.8%	
期间费用率	45.5%	23.7%	-21.8%	22.7%	8.6%	-14.1%	
公允价值变动净收益	-0.04	-0.01	-83.3%	0.36	-0.04	-111.5%	
资产减值损失							
信用减值损失	0.00	-0.01	-1.0%	0.00	-0.01	907.6%	
利润总额	0.11	1.66	1440.3%	0.29	1.77	510.3%	
所得税	0.08	0.22	158.3%	0.09	0.30	232.0%	
所得税率	77.6%	13.0%	-64.6%	31.2%	17.0%	-14.2%	
少数股东损益	-0.05	0.39		0.01	0.34	4321.9%	
少数股东损益/净利润	6.6%	4.5%	-31.7%	6.3%	5.4%	-0.9%	
归母净利润	0.07	1.06	1317.7%	0.19	1.14	490.8%	
EPS	0.01	0.15	1311.0%	0.03	0.16	490.3%	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表及预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	785	1,263	1,594	2,539	营业收入	1,638	2,747	3,150	3,617
应收票据	1	22	32	34	营业成本	887	1,455	1,652	1,874
应收账款	25	38	39	52	税金及附加	79	132	152	174
预付账款	20	101	97	95	销售费用	2	3	3	4
存货	127	145	176	205	管理费用	150	252	289	331
合同资产	0	0	315	72	研发费用	15	26	30	34
其他流动资产	391	455	779	546	财务费用	67	22	40	37
流动资产合计	1,349	2,024	2,717	3,471	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	0	10	10	10	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	342	1,500	1,400	1,300	公允价值变动收益	33	0	0	0
固定资产	1,081	1,492	1,468	1,347	投资收益	20	20	20	20
在建工程	727	827	577	327	其他收益	2	0	0	0
无形资产	460	424	391	355	营业利润	492	877	1,005	1,182
其他非流动资产	684	738	734	727	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	3,294	4,991	4,580	4,066	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	4,643	7,015	7,297	7,537	利润总额	490	877	1,005	1,182
短期借款	571	1,571	1,071	271	所得税	77	219	251	296
应付票据	0	233	264	300	净利润	413	658	754	886
应付账款	262	218	248	281	少数股东损益	123	195	224	263
预收款项	0	202	203	185	归属母公司净利润	290	463	530	623
合同负债	54	91	105	120	NOPLAT	470	674	784	914
其他应付款	118	120	120	120	EPS (摊薄)	0.42	0.67	0.77	0.90
一年内到期的非流动负债	150	375	95	1,000					
其他流动负债	190	-344	-335	-345					
流动负债合计	1,345	2,466	1,771	1,932					
长期借款	660	160	1,160	860					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	14	284	349	324					
非流动负债合计	674	444	1,509	1,184					
负债合计	2,019	2,910	3,280	3,116					
归属母公司所有者权益	2,224	3,510	3,198	3,339					
少数股东权益	400	595	819	1,082					
所有者权益合计	2,624	4,105	4,017	4,421					
负债和股东权益	4,643	7,015	7,297	7,537					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	599	1,012	666	1,337
现金收益	592	825	969	1,092
存货影响	57	-19	-31	-30
经营性应收影响	158	-116	-7	-13
经营性应付影响	-188	394	62	51
其他影响	-20	-72	-327	236
投资活动现金流	-368	-1,808	236	344
资本支出	-268	-620	131	239
股权投资	-181	-1,158	100	100
其他长期资产变化	81	-30	5	5
融资活动现金流	228	1,274	-571	-736
借款增加	512	725	220	-195
股利及利息支付	-277	-1,237	-731	-1,264
股东融资	0	150	150	150
其他影响	-7	1,636	-210	573

主要财务比率				
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-43.5%	67.7%	14.7%	14.8%
EBIT增长率	-25.9%	61.3%	16.2%	16.7%
归母公司净利润增长率	-35.2%	59.1%	14.6%	17.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.9%	47.0%	47.6%	48.2%
净利率	25.2%	23.9%	23.9%	24.5%
ROE	11.1%	11.3%	13.2%	14.1%
ROIC	18.5%	24.2%	26.0%	28.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.5%	49.1%	52.5%	49.3%
债务权益比	53.2%	58.2%	66.6%	55.5%
流动比率	1.0	0.8	1.5	1.8
速动比率	0.9	0.8	1.4	1.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	8	4	4	5
应付账款周转天数	105	59	51	51
存货周转天数	63	34	35	37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.42	0.67	0.77	0.90
每股经营现金流	0.87	1.47	0.97	1.94
每股净资产	3.22	5.09	4.63	4.84
<b>估值比率</b>				
P/E	31	20	17	15
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	8	5	5	4

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。