

公司研究/年报点评

2018年04月30日

有色金属/基本金属及冶炼II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.87  
合理价格区间(元): 10.62~11.80

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

**邱乐园** 执业证书编号: S0570517100003  
研究员 010-56793945  
qiuleyuan@htsc.com

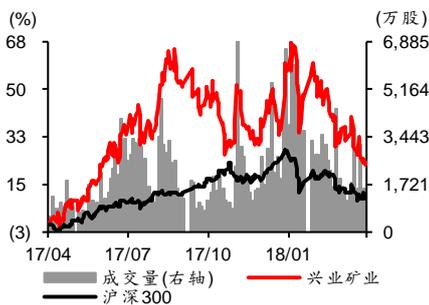
**孙雪琬** 0755-82125064  
联系人 sunxuewan@htsc.com

**江翰博** 010-56793962  
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

1 《**兴业矿业(000426,增持): 内蒙古矿业巨头, 优质资源步入盈利期**》2017.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 优质矿山持续增产, 多金属矿企盈利改善

### 兴业矿业(000426)

#### 发布 17 年年报, 利润持续改善

4月27日, 公司发布 17 年年报和 18 年一季度报, 报告期内公司共计实现营业收入 21.11 亿元, 同比增长 143.90%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.65 亿元, 同比增长 531.56%。公司 18 年一季度单季营收 4.22 亿元, 同比增长 28.23%; 实现归属母公司股东净利润 1.19 亿元, 同比增长 28.12%, 由于产量低预期, 公司年报及一季度业绩略低我们此前预期。公司银漫矿山技改项目完成后, 矿产产能持续提升, 维持公司“增持”评级。

#### 银漫资源成功注入, 实现产量与盈利大幅提升

2017 年内公司完成重大资产重组, 并且成功实现产业结构转型升级, 主力矿山银漫矿业顺利达产, 公司业绩实现较大增长。17 年公司锌精粉业务收入同比增长 92.37%, 毛利率同比增加 6.11 个百分点; 同时新增银精粉、锡精粉等多种矿产品业务。公司 17 年锌精粉产量达到 7.76 万吨, 同比增长 59.72%; 铁精粉产量达到 47.73 万吨, 同比增长 37.38%。公司银漫等矿山运营稳定, 实现整体业绩的增厚。

#### 银漫矿业技改项目完成, 生产效率持续提升

根据年报, 公司子公司银漫矿业顺利完成技改, 产能不断扩大。银漫矿业现有铅锌和铜锡两种矿山采选系统, 年处理矿石产能 165 万吨。根据恩菲设计院的建议, 银漫矿业拟通过增加重选摇床方式将铅锌系统也改造成铜锡系统, 即主要金属品种铅、锌、银、铜、锡均扩产到 165 万吨/年的采选产能, 技改完成后, 银、铜、锡金属年产能可分别增至 210 吨、5000 吨及 7500 吨; 新系统预计完全达产后, 银漫矿业的多金属采选效率预计实现较大提升。

#### 所处地区资源丰富, 矿山整合建设持续推进

根据年报, 通过银漫矿业和白旗乾金达矿业的注入, 公司成为国内白银龙头企业。截止 2017 年, 公司保有矿产储量中, 白银超过 1 万吨, 锌约 270 万吨, 铅约 64 万吨, 锡约 22.3 万吨, 镍约为 32.8 万吨。公司矿山资源中具备多种伴生小金属, 如钴、钼、金等, 资源品类丰富。公司所处内蒙古地区资源丰富, 具备找探矿的区位优势。公司通过招拍挂和合作开发等多种方式, 取得资源勘探权和采矿权, 增强持续盈利能力。

#### 收购资产利润进入释放期, 维持公司“增持”评级

由于 18 年一季度业绩略低预期, 谨慎下调产量和价格假设, 预计 18-20 年公司营收分别为 32.47、43.38、45.18 亿元, 归属于母公司股东的净利润分别为 11.03、14.44、16.33 亿元, 对应当前股价的 PE 为 15 倍、11 倍和 10 倍; 18-19 年净利润下调幅度分别为 19.3% 和 21.6%。参考可比公司估值水平 (18 年 PE 均值 20 倍), 给予公司 18 年 PE 18-20 倍, 对应下调目标价至 10.62-11.80 元 (原为 13.14-14.60 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 锌银等金属价格下跌; 项目进度不及预期; 矿石品位低于预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	1,869
流通 A 股(百万股)	1,330
52 周内股价区间(元)	7.16-12.11
总市值(百万元)	16,574
总资产(百万元)	8,958
每股净资产(元)	2.80

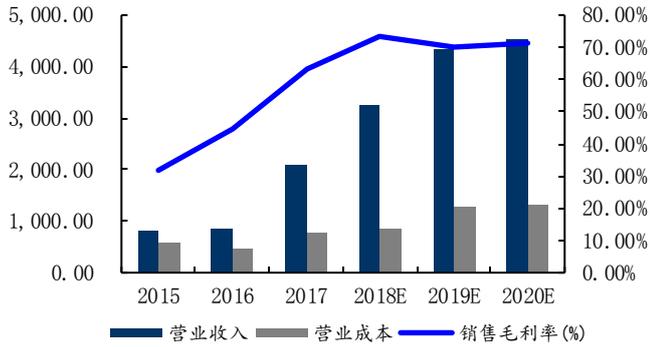
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	865.71	2,111	3,247	4,338	4,518
+/-%	4.34	143.90	53.76	33.63	4.14
归属母公司净利润(百万元)	89.46	564.99	1,103	1,444	1,633
+/-%	410.65	531.56	95.31	30.82	13.11
EPS(元, 最新摊薄)	0.05	0.30	0.59	0.77	0.87
PE(倍)	185.27	29.33	15.02	11.48	10.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收及成本数据 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司营收及净利润数据 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 关键假设指标

	单位	2018E	2019E	2020E
均价假设				
铁精粉	元/吨	480	480	480
锌精粉	元/吨	16000	16000	16000
铅精粉	元/吨	13000	13000	13000
铜精粉	元/吨	38000	40000	40000
白银	元/千克	3000	3000	3000
锡精粉	元/吨	120000	120000	135000
锑精矿	元/吨	58000	58000	58000
产量假设				
锌	万吨	10.0	12.5	13.5
铅	万吨	0.9	2.0	2.1
铜	万吨	0.5	0.6	0.6
锡	万吨	0.8	0.8	0.8
锑	万吨	0.1	0.2	0.2
铁	万吨	55.0	55.0	55.0
白银	吨	234.0	380.0	410.0

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值指标 (截止 2018.4.27) 单位: 亿元

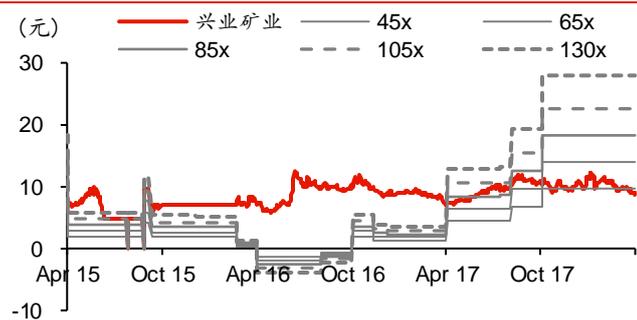
代码	公司	当前市值	18年净利润	对应18年PE
601899	紫金矿业	948.89	53.83	18
600338	西藏珠峰	204.85	13.77	15
000975	银泰资源	217.18	7.80	28
601168	西部矿业	168.95	7.96	21
	平均			20
000426	兴业矿业	165.74	11.03	15

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 兴业矿业净利润数据为华泰预测, 其他均为 Wind 一致预期

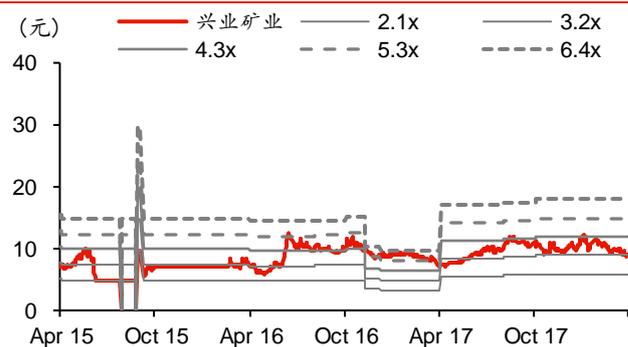
**PE/PB - Bands**

**图表5: 兴业矿业历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表6: 兴业矿业历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,585	921.15	2,525	4,259	6,281
现金	1,181	537.49	1,886	3,383	5,409
应收账款	1.17	1.76	2.41	3.24	3.43
其他应收账款	8.13	7.56	45.77	65.40	64.79
预付账款	2.99	6.54	7.35	10.93	11.11
存货	238.64	198.44	319.83	460.49	453.05
其他流动资产	152.33	169.35	263.59	335.28	339.65
非流动资产	8,178	8,410	8,127	7,818	7,486
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,459	3,326	3,563	3,583	3,488
无形资产	3,641	3,641	3,508	3,364	3,223
其他非流动资产	3,078	1,443	1,056	871.65	775.85
资产总计	9,763	9,331	10,652	12,076	13,767
流动负债	1,976	1,854	2,065	2,048	2,105
短期借款	575.00	547.50	547.50	0.00	0.00
应付账款	775.77	489.25	808.29	1,228	1,274
其他流动负债	625.10	817.12	709.21	820.00	831.30
非流动负债	2,920	2,102	2,108	2,106	2,107
长期借款	2,500	1,700	1,700	1,700	1,700
其他非流动负债	420.05	402.15	408.21	406.17	406.81
负债合计	4,896	3,956	4,173	4,154	4,212
少数股东权益	2.37	(9.06)	(9.06)	(9.06)	(9.06)
股本	1,869	1,869	1,869	1,869	1,869
资本公积	2,279	2,279	2,279	2,279	2,279
留存公积	707.68	1,235	2,340	3,784	5,416
归属母公司股	4,864	5,384	6,488	7,931	9,564
负债和股东权益	9,763	9,331	10,652	12,076	13,767

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	196.38	1,167	1,853	2,329	2,286
净利润	89.20	553.56	1,103	1,444	1,633
折旧摊销	151.70	334.54	387.18	427.59	441.51
财务费用	53.52	181.80	189.67	169.22	148.77
投资损失	(0.40)	(0.44)	(0.44)	(0.44)	(0.44)
营运资金变动	(11.43)	131.86	117.65	295.53	61.52
其他经营现金	(86.21)	(34.41)	55.67	(6.41)	1.76
投资活动现金	(562.40)	(735.11)	(115.96)	(114.61)	(111.90)
资本支出	367.26	741.90	116.01	114.20	111.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(195.14)	6.79	0.05	(0.42)	(0.41)
筹资活动现金	1,350	(1,038)	(388.81)	(717.01)	(148.67)
短期借款	105.00	(27.50)	0.00	(547.50)	0.00
长期借款	300.00	(800.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	674.61	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,348	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,077)	(210.80)	(388.81)	(169.51)	(148.67)
现金净增加额	984.43	(606.50)	1,348	1,497	2,025

### 利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	865.71	2,111	3,247	4,338	4,518
营业成本	478.82	769.85	864.61	1,286	1,307
营业税金及附加	33.28	147.12	292.19	390.45	406.63
营业费用	3.50	5.58	19.48	26.03	27.11
管理费用	200.96	224.94	405.82	542.30	451.81
财务费用	53.52	181.80	189.67	169.22	148.77
资产减值损失	(53.62)	19.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.40	0.44	0.44	0.44	0.44
营业利润	151.81	767.21	1,475	1,925	2,177
营业外收入	0.50	0.06	0.06	0.06	0.06
营业外支出	2.31	11.20	4.00	0.00	0.00
利润总额	150.01	756.08	1,471	1,925	2,177
所得税	60.80	202.52	367.83	481.19	544.30
净利润	89.20	553.56	1,103	1,444	1,633
少数股东损益	(0.26)	(11.43)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	89.46	564.99	1,103	1,444	1,633
EBITDA	357.03	1,284	2,052	2,522	2,767
EPS(元, 基本)	0.05	0.30	0.59	0.77	0.87

### 主要财务比率

会计年度(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.34	143.90	53.76	33.63	4.14
营业利润	2,170	405.36	92.29	30.47	13.12
归属母公司净利润	410.65	531.56	95.31	30.82	13.11
获利能力(%)					
毛利率	44.69	63.54	73.37	70.36	71.07
净利率	10.33	26.76	33.99	33.27	36.14
ROE	1.84	10.49	17.01	18.20	17.07
ROIC	1.81	9.56	18.25	25.19	29.86
偿债能力					
资产负债率(%)	50.15	42.39	39.18	34.40	30.59
净负债比率(%)	62.81	61.87	53.86	40.92	40.36
流动比率	0.80	0.50	1.22	2.08	2.98
速动比率	0.67	0.39	1.05	1.84	2.76
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.22	0.32	0.38	0.35
应收账款周转率	13.88	1,233	1,456	1,374	1,226
应付账款周转率	0.73	1.22	1.33	1.26	1.05
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.30	0.59	0.77	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.62	0.99	1.25	1.22
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.88	3.47	4.24	5.12
估值比率					
PE(倍)	185.27	29.33	15.02	11.48	10.15
PB(倍)	3.41	3.08	2.55	2.09	1.73
EV_EBITDA(倍)	51.21	14.25	8.91	7.25	6.61

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com