

公司研究/中报点评

2018年08月22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): 7.19  
合理价格区间(元): 7.92~8.80

**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

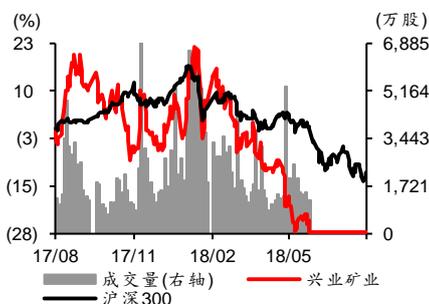
**孙雪琬** 0755-82125064  
联系人 sunxuewan@htsc.com

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

相关研究

- 1《**兴业矿业(000426,增持): 优质矿山持续增产, 多金属矿企盈利改善**》2018.04
- 2《**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
- 3《**兴业矿业(000426): 第一步资源注入启动**》2014.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,878
流通 A 股(百万股)	1,330
52 周内股价区间(元)	7.20-12.11
总市值(百万元)	13,538
总资产(百万元)	9,201
每股净资产(元)	2.93

资料来源: 公司公告

## 银漫技改顺利推进, 多金属矿企盈利提升

### 兴业矿业(000426)

#### 发布 18 年半年报, 利润持续改善

8月21日, 公司发布 18 年半年报, 报告期内公司共计实现营业收入 11.32 亿元, 同比增长 40.93%; 实现归母净利润 3.68 亿元, 同比增长 78.50%, EPS 为 0.13 元。公司 18 年二季度单季营收 7.09 亿元, 同比增长 49.76%; 实现归母净利润 2.49 亿元, 同比增长 119.73%。由于铅锌价格下跌及产量释放低于预期, 公司半年报业绩低于我们此前预期。公司银漫矿山技改项目完成后, 矿产产能持续提升, 预计 18-20 年公司 EPS 为 0.44、0.59、0.74 元, 维持公司“增持”评级。

#### 银漫矿山技改工程完成, 实现多金属产销同比增长

根据中报, 报告期内公司子公司银漫矿业 2500 吨/日的铜锡系列技改工程完成且已达到设计要求, 银、铜、锡金属产销量同比有所增长。根据规划, 银漫矿业技改工程完工后, 银、铜、锡金属可分别增产 40%、100% 及 100%, 设计的年产量分别为 210 吨、5000 吨、7500 吨左右。公司子公司银漫矿业上半年实现营收 5.66 亿元, 净利润 2.46 亿元, 银漫矿业是国内最大的白银生产矿山, 我们认为后续将成为公司利润主要的贡献来源。

#### 乾金达等矿山项目建设稳步推进, 后续产能有望进一步提升

根据中报, 18 年以来公司子公司乾金达矿业基础建设工作正在按计划稳步推进, 预计于 2018 年年底实现带水试车。子公司天通矿业上半年对选厂进行了部分技改, 目前改造工程正在按计划稳步推进; 子公司荣邦矿业选厂、尾矿库安全设施设计已评审通过, 目前选厂及尾矿库施工进度顺利, 预计本年末建设完成并投产运行。公司多个矿山建设投产在即, 我们认为 2019-2020 年公司铅锌银等金属品种的产能仍有提升空间。

#### 依托区域优质资源, 矿山整合建设持续推进

根据年报, 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、铂、金等, 资源品类丰富。公司立足于旗下优质矿山资源, 稳步推进相关矿山建设及运营工作, 同时积极谋求多元化业务布局, 增加资源储备, 着力推进收购雪银矿业的资产重组事项, 为打造公司核心竞争力夯实产业基础。

#### 产量持续提升, 维持公司“增持”评级

由于半年报业绩低于预期, 且锌价下跌, 出于谨慎下调产量和价格假设, 预计 18-20 年公司营收分别为 23.94、32.12、36.56 亿元, 归母净利润分别为 8.24、10.98、13.77 亿元, 较此前调整幅度分别为 -25.29%、-23.96%、-15.68%, 对应当前 PE 为 16、12、10 倍。参考可比公司估值水平 (18 年 PE 均值 16 倍), 由于公司白银贡献利润较多, 给予一定估值溢价, 给予公司 18 年 PE18-20 倍, 对应下调目标价至 7.92-8.80 元 (原为 10.62-11.80 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; 矿山品位不及预期。

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	2,394	3,212	3,656
+/-%	4.34	143.90	13.37	34.20	13.81
归属母公司净利润(百万元)	89.46	564.99	824.07	1,098	1,377
+/-%	410.65	531.56	45.86	33.25	25.37
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.30	0.44	0.59	0.74
PE (倍)	150.18	23.78	16.30	12.23	9.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司中报业绩指标对比

	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入/亿元	2.39	8.03	11.32
归母净利润/亿元	0.23	2.06	3.68
毛利率/%	49.82	63.33	65.13
净利润率/%	9.82	25.65	32.48
ROE(加权)/%	0.86	4.14	6.56

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司盈利主要假设

	单位	当前假设			此前假设		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
均价假设							
铁精粉	元/吨	450	450	450	480	480	480
锌精粉	元/吨	16000	15000	14000	16000	16000	16000
铅精粉	元/吨	16000	16000	16000	13000	13000	13000
铜精粉	元/吨	38000	38000	38000	38000	40000	40000
白银	元/千克	3000	3000	3000	3000	3000	3000
锡精粉	元/吨	120000	125000	130000	120000	120000	135000
镓精矿	元/吨	58000	58000	58000	58000	58000	58000
产量假设							
锌	万吨	7.92	10.19	11.53	10.00	12.50	13.50
铅	万吨	0.33	1.31	1.96	0.90	2.00	2.10
铜	万吨	0.21	0.43	0.55	0.50	0.60	0.60
锡	万吨	0.50	0.60	0.75	0.80	0.80	0.80
镓	万吨	0.06	0.15	0.20	0.10	0.20	0.20
铁	万吨	48	48	48	55	55	55
白银	吨	150	210	210	234	380	410

资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值指标(截止 2018.8.21) 单位: 亿元

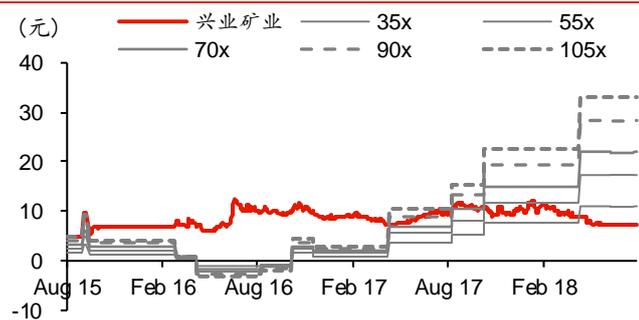
代码	公司	当前市值	18年净利润	对应18年PE
601899	紫金矿业	764.64	52.82	14
600338	西藏珠峰	148.69	12.36	12
000975	银泰资源	175.13	8.36	21
601168	西部矿业	145.60	8.34	17
	平均			16
000426	兴业矿业	135.01	8.24	16

注: 兴业矿业净利润数据为华泰预测, 其他均为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

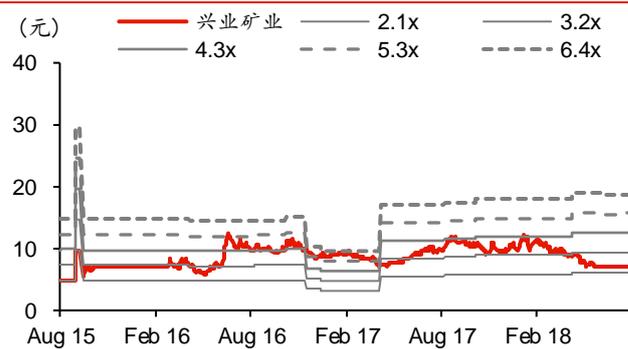
**PE/PB - Bands**

**图表4: 兴业矿业历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表5: 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	2,005	3,321	5,093
现金	1,181	537.49	1,506	2,635	4,386
应收账款	1.17	1.76	2.13	2.77	3.17
其他应收账款	8.13	7.56	19.74	26.36	29.70
预付账款	2.99	6.54	5.99	9.12	9.30
存货	238.64	198.44	260.58	384.34	379.33
其他流动资产	152.33	169.35	210.07	262.96	285.85
非流动资产	8,178	8,410	8,124	7,813	7,479
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,459	3,326	3,561	3,578	3,481
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	1,055	871.10	775.30
资产总计	9,763	9,331	10,129	11,134	12,573
流动负债	1,976	1,854	1,859	1,767	1,829
短期借款	575.00	547.50	547.50	0.00	0.00
应付账款	775.77	489.25	658.55	1,025	1,067
其他流动负债	625.10	817.12	652.77	742.51	762.68
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	3,967	3,874	3,936
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	2,023	3,121	4,498
归属母公司股东权益	4,864	5,384	6,171	7,269	8,646
负债和股东权益	9,763	9,331	10,129	11,134	12,573

### 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	1,499	1,949	1,999
净利润	89.20	553.56	824.07	1,098	1,377
折旧摊销	151.70	334.54	389.47	429.77	443.61
财务费用	53.52	181.80	189.67	169.22	148.77
投资损失	(0.40)	(0.44)	(12.40)	(12.40)	(12.40)
营运资金变动	(11.43)	131.86	52.93	259.37	38.08
其他经营现金	(86.21)	(34.41)	55.21	4.73	4.74
投资活动现金	(562.40)	(735.11)	(104.00)	(102.66)	(99.94)
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	12.01	11.54	11.55
筹资活动现金	1,350	(1,038)	(426.18)	(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)	(426.18)	(169.51)	(148.67)
现金净增加额	984.43	(606.50)	968.78	1,129	1,751

### 利润表

会计年度(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	865.71	2,111	2,394	3,212	3,656
营业成本	478.82	769.85	704.43	1,073	1,094
营业税金及附加	33.28	147.12	167.56	224.87	255.92
营业费用	3.50	5.58	4.79	4.82	5.48
管理费用	200.96	224.94	239.37	289.12	329.04
财务费用	53.52	181.80	189.67	169.22	148.77
资产减值损失	(53.62)	19.17	1.70	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	12.40	12.40	12.40
营业利润	151.81	767.21	1,099	1,463	1,835
营业外收入	0.50	0.06	0.74	0.74	0.74
营业外支出	2.31	11.20	0.58	0.00	0.00
利润总额	150.01	756.08	1,099	1,464	1,835
所得税	60.80	202.52	274.69	366.02	458.87
净利润	89.20	553.56	824.07	1,098	1,377
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	824.07	1,098	1,377
EBITDA	357.03	1,284	1,678	2,062	2,427
EPS(元, 基本)	0.05	0.30	0.44	0.59	0.74

### 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	13.37	34.20	13.81
营业利润	2,170	405.36	43.20	33.20	25.38
归属母公司净利润	410.65	531.56	45.86	33.25	25.37
获利能力(%)					
毛利率	44.69	63.54	70.57	66.58	70.06
净利率	10.33	26.76	34.43	34.18	37.65
ROE	1.84	10.49	13.35	15.11	15.92
ROIC	1.81	9.62	14.09	19.52	25.22
偿债能力					
资产负债率(%)	50.15	42.39	39.16	34.79	31.31
净负债比率(%)	62.81	61.87	56.65	43.89	43.19
流动比率	0.80	0.50	1.08	1.88	2.78
速动比率	0.67	0.39	0.93	1.65	2.56
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.22	0.25	0.30	0.31
应收账款周转率	13.88	1,001	879.36	948.35	880.95
应付账款周转率	0.73	1.22	1.23	1.28	1.05
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.30	0.44	0.59	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.62	0.80	1.04	1.07
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.88	3.30	3.89	4.63
估值比率					
PE(倍)	150.18	23.78	16.30	12.23	9.76
PB(倍)	2.76	2.50	2.18	1.85	1.55
EV_EBITDA(倍)	42.61	11.85	9.07	7.38	6.27

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、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：91320000704041011J。

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