

量价齐升促业绩增长, 频收购实现多元化布局

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 2018年上半年实现营业收入11.3亿元, 同比增长40.9%; 实现利润总额4.9亿元, 同比增长75.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润3.7亿元, 同比增长78.5%。
- **锌精粉价格上升, 子公司银漫矿业技改完成。** 公司2018年上半年业绩大幅增长主要原因: (1) 上半年公司锌精粉销售价格同比上涨, 锌精矿均价同比增幅约10.1%。(2) 公司子公司银漫矿业2500吨/日铜锡系列技改工程完成且已达到设计要求, 银、铜、锡金属产销量同比增加。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%。银漫矿业上半年净利润约2.5亿元, 同比增169.4%。
- **产能逐步释放, 未来业绩可期。** 除银漫矿业外, 公司仍有多个项目产能待释放。子公司乾金达矿业设计产能为30万吨/年, 预计于2018年年底实现带水试车, 2019年有望为公司带来2.5亿净利润。子公司天通矿业对选厂进行了部分技改, 预计2018年下半年扩建工程竣工投产, 该项目规划产能为30万吨/年。此外, 公司子公司锐能矿业下的翁牛特旗大座子山铅锌矿设计产能为30万吨/年, 目前处于基建阶段。
- **继续谋求多元化布局, 增加资源储备。** 公司2018年7月收购铜都矿业49%股权, 铜都矿业拥有昆明市东川大笑铅锌矿采矿权, 目前正进行年采、选矿石量33万吨/年改扩建工作, 预计将于2019年下半年投产。此外, 公司目前正着力推进收购雪银矿业的资产重组事项, 雪银矿业上半年营收约0.7亿, 主营产品包括锌精矿、铜精矿和铅精矿, 若能成功收购, 有利于公司进一步推进多元化布局。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.45元、0.61元、0.76元, 对应PE分别为16倍、12倍和9倍。公司所处行业估值均值18年为16.9倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 锌、银、铅等金属价格或大幅波动、产能释放或不及预期的风险。

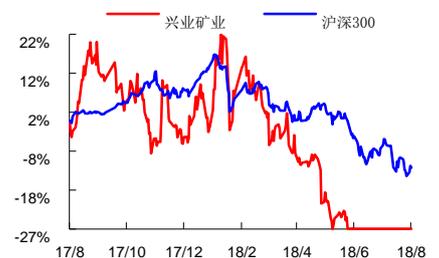
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2111.44	2895.07	3697.12	4131.56
增长率	143.90%	37.11%	27.70%	11.75%
归属母公司净利润(百万元)	564.99	847.60	1139.88	1435.20
增长率	531.56%	50.02%	34.48%	25.91%
每股收益EPS(元)	0.30	0.45	0.61	0.76
净资产收益率ROE	10.30%	13.63%	15.87%	17.11%
PE	24	16	12	9
PB	2.51	2.22	1.92	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.78
流通A股(亿股)	13.30
52周内股价区间(元)	7.19-12.11
总市值(亿元)	135.01
总资产(亿元)	93.80
每股净资产(元)	3.09

相关研究

1 公司概况：频繁收购，奠定行业龙头地位

兴业矿业于 2011 年借壳福龙热电上市，公司以有色金属采选、冶炼、加工、销售为主业。公司主要产品为铅、锌、铜、铁、钼、钨等有色金属及黑金属。上市以来，公司频繁收购有色金属矿资产，扩大自身产能。其中，2016 年，公司通过收购银漫矿业和乾金达矿业 100% 的股权，跃升为国内白银的龙头企业。

图 1：公司收购情况



数据来源：Wind，西南证券整理

兴业集团作为兴业矿业的控股股东，持有公司 29.76% 的股权，加上一致行动人所持股权，合计持股 38.46%。公司目前拥有 14 家子公司，其中包括 11 家矿业企业、1 家冶炼企业、1 家投资企业以及 1 家贸易企业。14 家子公司可分为四大板块，分别为采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块。其中子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长，为国内最大单体银矿，通过技改后，年采选白银 210 吨，亦是国内最大白银生产矿山。

表 1：银漫矿业资源情况

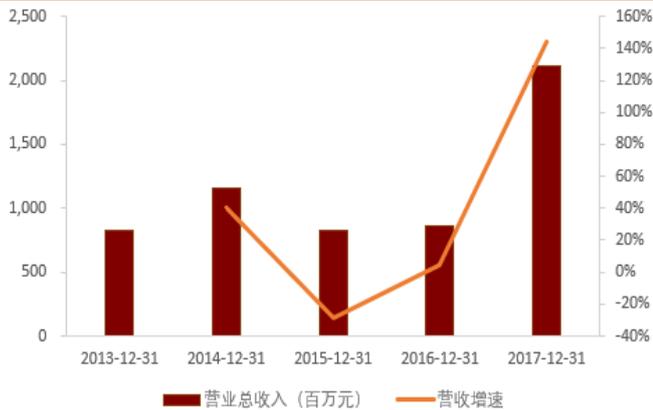
产品名称	资源量 (万吨)
保有资源储量	6,360.22
锌金属量	111.33
银金属量	1.02
铜金属量	8.8
锡金属量	24.35
铅金属量	35.07
伴生铟金属量	0.11
镉金属量	0.99
铋金属量	20.44

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

2 公司业绩：银漫矿业带动助力业绩大幅提升

2015年，受我国经济增速放缓，有色金属以及大宗商品价格大幅下跌、行业整体发展低迷的影响，公司该年度业绩情况下滑，营收与归母净利润均大幅下滑。随着2016年行业整体情况有所好转，公司业绩情况也随之好转。到2017年第一季度，由于银漫矿业正式投产，给公司业绩带来极大的提升。公司2017年扣非后归母净利润5.7亿，银漫矿业扣非后净利润达到4.3亿，占公司总业绩比重约75.4%，成为公司利润来源的主要来源。

图2：公司2013-2017年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

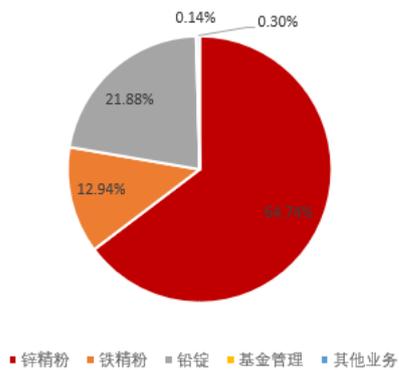
图3：公司2013-2017年归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

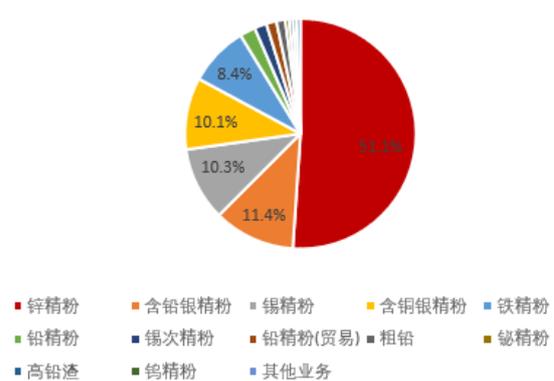
公司频繁收购后，产品多元化，盈利水平大幅提升，销售毛利率逐年上升，2017年已达到63.54%，同比增42.2%。产品的多元化与矿产资源的丰富为公司未来稳定持续的发展提供了坚实的基础。

图4：公司2016年分项业务营收占比



数据来源：WIND，西南证券整理

图5：公司2017年分项业务情况



数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：量价齐升助力业绩增长

2018 年上半年公司实现营业收入 11.3 亿元，同比增长 40.9%；实现利润总额 4.9 亿元，同比增长 75.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元，同比增长 78.5%。

公司 2018 上半年业绩大幅增长主要原因：(1) 上半年公司锌精粉销售价格同比上涨，锌精矿均价同比增幅约 10.1%。(2) 公司子公司银漫矿业 2500 吨/日铜锡系列技改工程完成且已达到设计要求，银、铜、锡金属产销量同比增加。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%。银漫矿业上半年净利润约 2.5 亿元，同比增 169.4%。

图 6：2017-2018 上半年锌精矿价格



数据来源：Wind，西南证券整理

除银漫矿业外，公司仍有多个项目产能待释放。子公司乾金达矿业设计产能为 30 万吨/年，预计于 2018 年年底实现带水试车，2019 年有望为公司带来 2.5 亿净利润。子公司天通矿业对选厂进行了部分技改，预计 2018 年下半年扩建工程竣工投产，该项目规划产能为 30 万吨/年。此外，公司子公司锐能矿业下的翁牛特旗大座子山铅锌矿设计产能为 30 万吨/年，目前处于基建阶段。

公司重要子公司唐河时代、荣邦矿业和银漫矿业 2018、2019 业绩承诺利润共计分别为 6.48、6.52 亿元。

表 2：公司重要子公司业绩承诺情况

	2017 (亿元)	2018E(亿元)	2019E (亿元)
唐河时代	0.42	1.66	1.64
荣邦矿业	0.04	0.18	0.24
银漫矿业	-	4.64	4.64
合计	0.46	6.48	6.52

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 锌毛利率保持稳定, 2018-2020 年为 64.0%。

假设 2: 2019-2020 年银漫矿业银、铜、锡金属年产量分别为 210 吨、5000 吨、7500 吨。

假设 3: 含铜银精粉毛利率保持稳定, 2018-2020 年保持为 65.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
锌精粉	收入	1078.2	1240.0	1488.0	1636.8
	增速	92.4%	15.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	63.6%	64.0%	64.0%	64.0%
含铅银精粉	收入	240.8	238.4	243.2	248.1
	增速		-1.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	74.3%	69.0%	69.0%	69.0%
锡精粉	收入	218.01	654.0	817.5	899.3
	增速		200.0%	25.0%	10.0%
	毛利率	74.4%	69.0%	69.0%	69.0%
含铜银精粉	收入	213.21	511.7	844.3	1013.2
	增速		140.0%	65.0%	20.0%
	毛利率	73.5%	65.0%	65.0%	65.0%
铁精粉	收入	177.91	89.0	90.7	92.5
	增速	58.9%	-50.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	59.1%	55.0%	55.0%	55.0%
铅精粉	收入	46.11	73.8	110.7	121.7
	增速		60.0%	50.0%	10.0%
	毛利率	31.4%	68.0%	68.0%	68.0%
锡次精粉	收入	36.16	68.7	82.4	98.9
	增速		90.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	68.4%	68.0%	68.0%	68.0%
铋精粉	收入	11.88	7.1	7.3	7.4
	增速		-40.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	46.5%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	11.79	12.4	13.0	13.6
	增速	3.57	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
合计	收入	2111.4	2895.1	3697.1	4131.6
	增速	143.9%	37.1%	27.7%	11.8%
	毛利率	63.5%	65.4%	65.4%	65.4%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 29.0 亿元、37.0 亿元和 41.3 亿元，归母净利润分别为 8.5 亿元、11.4 亿元和 14.4 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.61 元、0.76 元，对应 PE 分别为 16 倍、12 倍和 9 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000975.SZ	银泰资源	8.73	0.42	0.59	0.72	20.72	14.86	12.19
601168.SH	西部矿业	6.11	0.35	0.43	0.47	17.32	14.19	12.84
000060.SZ	中金岭南	4.64	0.37	0.40	0.46	12.51	11.32	9.85
平均值						16.85	13.46	11.62
000426.SZ	兴业矿业	7.19	0.45	0.61	0.76	16	12	9

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2111.44	2895.07	3697.12	4131.56	净利润	553.56	830.46	1116.83	1406.17
营业成本	769.85	1002.55	1278.03	1427.82	折旧与摊销	334.54	618.40	618.40	618.40
营业税金及附加	147.12	141.06	199.62	28.51	财务费用	181.80	129.79	115.26	108.58
销售费用	5.58	11.75	13.26	14.82	资产减值损失	19.17	30.00	30.00	30.00
管理费用	224.94	479.30	580.37	625.65	经营营运资本变动	-272.04	298.13	404.87	81.28
财务费用	181.80	129.79	115.26	108.58	其他	349.88	-7.92	-51.03	-23.95
资产减值损失	19.17	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1166.92	1898.85	2234.32	2220.47
投资收益	0.44	0.44	0.44	0.44	资本支出	-2349.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.05	0.02	0.03	其他	1614.76	0.49	0.46	0.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-735.11	0.49	0.46	0.47
营业利润	767.21	1101.11	1481.05	1896.66	短期借款	-27.50	-547.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.13	-9.07	-9.36	-9.26	长期借款	-800.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	756.08	1092.04	1471.69	1887.40	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	202.52	261.58	354.87	481.23	支付股利	-37.37	-113.00	-169.52	-227.98
净利润	553.56	830.46	1116.83	1406.17	其他	-173.43	-330.95	-115.26	-108.58
少数股东损益	-11.43	-17.14	-23.06	-29.03	筹资活动现金流净额	-1038.30	-991.45	-284.78	-336.55
归属母公司股东净利润	564.99	847.60	1139.88	1435.20	现金流量净额	-606.50	907.89	1950.01	1884.39
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	537.49	1445.39	3395.39	5279.78	成长能力				
应收和预付款项	134.55	273.34	295.76	338.93	销售收入增长率	143.90%	37.11%	27.70%	11.75%
存货	198.44	235.86	327.43	359.52	营业利润增长率	412.68%	43.52%	34.51%	28.06%
其他流动资产	50.67	69.47	88.72	99.14	净利润增长率	520.56%	50.02%	34.48%	25.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	261.70%	44.08%	19.76%	18.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4075.39	3864.47	3653.55	3442.63	毛利率	63.54%	65.37%	65.43%	65.44%
无形资产和开发支出	3846.91	3442.63	3038.36	2634.08	三费率	19.53%	21.44%	19.17%	18.13%
其他非流动资产	487.91	484.70	481.50	478.29	净利率	26.22%	28.69%	30.21%	34.03%
资产总计	9331.36	9815.87	11280.72	12632.38	ROE	10.30%	13.63%	15.87%	17.11%
短期借款	547.50	0.00	0.00	0.00	ROA	5.93%	8.46%	9.90%	11.13%
应付和预收款项	988.17	1468.15	1943.40	2093.88	ROIC	10.33%	14.16%	21.17%	30.28%
长期借款	1700.00	1700.00	1700.00	1700.00	EBITDA/销售收入	60.79%	63.88%	59.90%	63.50%
其他负债	720.34	556.07	598.36	621.36	营运能力				
负债合计	3956.01	3724.22	4241.76	4415.24	总资产周转率	0.22	0.30	0.35	0.35
股本	1868.50	1868.50	1868.50	1868.50	固定资产周转率	0.88	0.90	1.23	1.48
资本公积	2279.45	2279.45	2279.45	2279.45	应收账款周转率	1442.58	80.43	63.23	77.38
留存收益	1235.29	1969.90	2940.26	4147.48	存货周转率	3.30	4.39	4.35	4.09
归属母公司股东权益	5384.41	6117.85	7088.21	8295.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.73%	—	—	—
少数股东权益	-9.06	-26.20	-49.26	-78.29	资本结构				
股东权益合计	5375.35	6091.65	7038.95	8217.14	资产负债率	42.39%	37.94%	37.60%	34.95%
负债和股东权益合计	9331.36	9815.87	11280.72	12632.38	带息债务/总负债	56.81%	45.65%	40.08%	38.50%
					流动比率	0.50	1.25	1.92	2.63
					速动比率	0.39	1.10	1.77	2.47
					股利支付率	6.61%	13.33%	14.87%	15.88%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.45	0.61	0.76
					每股净资产	2.86	3.24	3.75	4.38
					每股经营现金	0.62	1.01	1.19	1.18
					每股股利	0.02	0.06	0.09	0.12
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1283.55	1849.30	2214.71	2623.64					
PE	23.90	15.93	11.84	9.41					
PB	2.51	2.22	1.92	1.64					
PS	6.39	4.66	3.65	3.27					
EV/EBITDA	11.60	7.16	5.09	3.58					
股息率	0.28%	0.84%	1.26%	1.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn