

公司研究/更新报告

2019年01月16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): 6.73  
合理价格区间(元): 7.28~8.32

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

**孙雪婉** 执业证书编号: S0570518080006  
研究员 0755-82125064  
sunxuewan@htsc.com

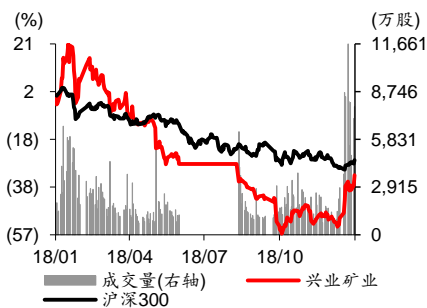
**邱乐园** 执业证书编号: S0570517100003  
研究员 010-56793945  
qiuleyuan@htsc.com

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

相关研究

- 1《**兴业矿业(000426,增持): 多金属产销提升, 银漫项目顺利达产**》2018.10
- 2《**兴业矿业(000426,增持): 银漫技改顺利推进, 多金属矿企盈利提升**》2018.08
- 3《**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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 白银优质资源企业, 矿产水平持续提升

### 兴业矿业(000426)

#### 多金属产量提升增厚业绩, 关注银锡价格弹性

公司 18 年已经形成银、铜锡、铅锌等多元化业务结构, 金属品类较 16 年得到明显丰富。通过银漫矿业等多个资产注入和项目建设, 18-20 年间金属产能有望持续提升, 且后续仍有多个矿山项目储备。我们预计 19 年在美联储加息放缓等因素催化下白银价格有望持续走高, 当前需关注公司盈利受益和产能提升带动的业绩增长。我们预计 18-20 年公司 EPS 为 0.40、0.52、0.62 元, 维持公司“增持”评级。

#### 由锌铁转向铜锡银多金属, 盈利多元性持续提升

公司依托当地资源富集的区位优势 and 控股股东的优质资源注入, 于 16 收购银漫矿山和乾金达矿山, 至 18 年已经形成银、铜锡、铅锌等多金属的主营业务。据公司半年报显示, 18 年上半年公司营收占比以锌精粉、铜银精粉和锡精粉为主, 三者的毛利占比分别为 53.36%、18.34%和 17.71%; 而公司 16 年毛利构成以锌、铁精粉为主, 占比分别为 83.33%和 15.65%。据我们测算, 19-20 年随着银漫矿山等项目技改完成, 公司盈利中白银和铜锡占比将进一步提升, 较单一金属抗风险性有望得到增强。

#### 矿山项目建设推进中, 产销增长有望驱动业绩提升

根据 18 年三季报, 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, 天通矿业选矿厂的改造工程正在按计划稳步推进; 子公司荣邦矿业选厂及尾矿库工程公司预计 18 年末建设完成并投产运行。公司多个矿山项目顺利推进, 我们认为 18-20 年公司多金属产品的产能仍将持续提升。结合公司各个项目进程, 我们预期 18-20 年公司白银产能为 180/220/350 吨, 锌精粉产能为 7/9/11 万吨, 锡产能至 2019 年达到 7500 吨, 我们认为公司产销的提升有望驱动业绩上行。

#### 白银价格 19 年有望上涨, 公司盈利弹性值得关注

19 年初以来, COMEX 金价一度涨至 1300 美元/磅的阶段高点; 根据 Wind 数据, 19.1.14 日海外金银比达到 82.3, 处于 10 年以来的历史高点。我们认为 19 年美联储加息节奏预期放缓, 若金银比修复, 白银价格有望具备更好的上行空间。据公司年报, 银漫矿山是国内最大的单体银矿, 且国内白银标的较为稀缺; 若银价持续上涨, 据我们的测算, 国内银价每上涨 10%, 公司 19 年利润可增加约 2600 万元, 我们认为尽管绝对弹性值有限, 但较其他多金属企业而言仍具备优势。

#### 产量持续提升, 维持公司“增持”评级

我们预计 18-20 年公司营收分别为 22.40、27.14、33.53 亿元, 归母净利润分别为 7.51、9.71、11.54 亿元, 较此前调整幅度分别为-3.22%、-0.61%、-7.83%, 对应当前 PE 为 17、13、11 倍。参考可比公司估值水平 (19 年 PE 均值 15 倍), 给予公司 19 年 PE14-16 倍, 对应调整目标价至 7.28-8.32 元 (原为 5.88-6.72 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。

### 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)	4.34-12.11
总市值 (百万元)	12,575
总资产 (百万元)	9,673
每股净资产 (元)	3.11

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	2,240	2,714	3,353
+/-%	4.34	143.90	6.07	21.17	23.57
归属母公司净利润 (百万元)	89.46	564.99	751.13	971.04	1,154
+/-%	410.65	531.56	32.95	29.28	18.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.30	0.40	0.52	0.62
PE (倍)	140.57	22.26	16.74	12.95	10.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1： 公司盈利主要假设**

		单位	2018E	当前假设 2019E	2020E
均价假设					
	铁精粉	元/吨	585	585	585
	锌精粉	元/吨	17710	14000	13000
	铅精粉	元/吨	16000	16000	16000
	铜精粉	元/吨	42368	40000	40000
	白银	元/千克	3579	3600	3600
	锡精粉	元/吨	132500	137000	142000
	锑精矿	元/吨	41175	41175	41175
产量假设					
	锌	万吨	6.50	7.64	10.28
	铅	万吨	0.20	0.69	1.40
	铜	万吨	0.40	0.40	0.51
	锡	万吨	0.50	0.75	0.75
	锑	万吨	0.06	0.15	0.20
	铁	万吨	48	50	50
	白银	吨	140	177	262

资料来源：华泰证券研究所

**图表2： 可比公司估值指标（截止 2019.1.15）单位：亿元**

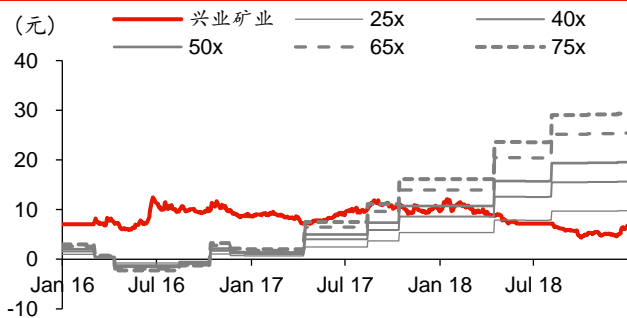
代码	公司	当前市值	19 年净利润	对应 19 年 PE
601899	紫金矿业	702.45	57.22	12
600338	西藏珠峰	127.01	11.61	11
000975	银泰资源	204.09	9.46	22
601168	西部矿业	145.36	9.98	15
平均				15
000426	兴业矿业	125.75	9.71	13

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

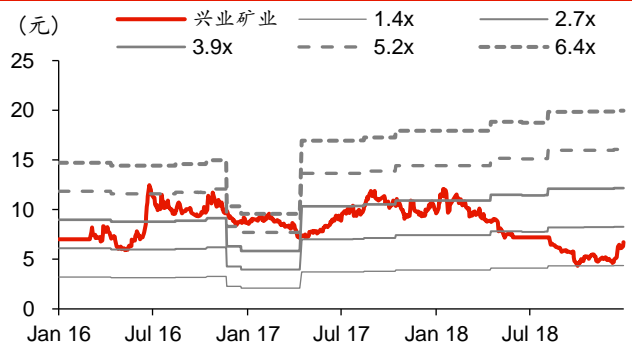
## PE/PB - Bands

**图表3： 兴业矿业历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表4： 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	1,932	2,809	4,702
现金	1,181	537.49	1,443	2,254	4,004
应收账款	1.17	1.76	1.99	2.34	2.91
其他应收账款	8.13	7.56	18.47	22.27	27.25
预付账款	2.99	6.54	6.02	6.94	9.59
存货	238.64	198.44	262.06	292.44	391.19
其他流动资产	152.33	169.35	200.40	230.94	266.96
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	870.94	775.14
资产总计	9,763	9,331	10,056	10,622	12,181
流动负债	1,976	1,854	1,859	1,455	1,860
短期借款	575.00	547.50	547.50	0.00	0.00
应付账款	775.77	489.25	662.29	779.77	1,100
其他流动负债	625.10	817.12	649.17	675.66	760.39
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	3,562	3,967
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	1,950	2,921	4,075
归属母公司股东权益	4,864	5,384	6,098	7,069	8,223
负债和股东权益	9,763	9,331	10,056	10,622	12,181

### 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	1,436	1,631	1,999
净利润	89.20	553.56	751.13	971.04	1,154
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)	(11.91)	(11.91)	(11.91)
营运资金变动	(11.43)	131.86	64.32	78.02	251.28
其他经营现金	(86.21)	(34.41)	53.69	(4.90)	13.32
投资活动现金	(562.40)	(735.11)	(104.49)	(103.15)	(100.43)
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	11.52	11.05	11.06
筹资活动现金	1,350	(1,038)	(426.00)	(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)	(426.00)	(169.51)	(148.67)
现金净增加额	984.43	(606.50)	905.88	811.09	1,750

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	865.71	2,111	2,240	2,714	3,353
营业成本	478.82	769.85	708.43	816.76	1,129
营业税金及附加	33.28	147.12	152.41	184.68	228.21
营业费用	3.50	5.58	4.48	8.14	10.06
管理费用	200.96	224.94	176.93	244.25	301.80
财务费用	53.52	181.80	189.67	169.22	148.77
资产减值损失	(53.62)	19.17	10.30	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	11.91	11.91	11.91
营业利润	151.81	767.21	1,009	1,303	1,548
营业外收入	0.50	0.06	0.74	0.74	0.74
营业外支出	2.31	11.20	1.81	0.00	0.00
利润总额	150.01	756.08	1,008	1,303	1,549
所得税	60.80	202.52	257.12	332.40	394.90
净利润	89.20	553.56	751.13	971.04	1,154
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	751.13	971.04	1,154
EBITDA	357.03	1,284	1,588	1,902	2,140
EPS (元, 基本)	0.05	0.30	0.40	0.52	0.62

### 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	6.07	21.17	23.57
营业利润	2,170	405.36	31.56	29.07	18.81
归属母公司净利润	410.65	531.56	32.95	29.28	18.80
获利能力 (%)					
毛利率	44.69	63.54	68.37	69.90	66.34
净利率	10.33	26.76	33.54	35.78	34.40
ROE	1.84	10.49	12.32	13.74	14.03
ROIC	1.81	9.62	13.04	16.99	21.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.15	42.39	39.45	33.53	32.57
净负债比率 (%)	62.81	61.87	56.65	47.73	42.85
流动比率	0.80	0.50	1.04	1.93	2.53
速动比率	0.67	0.39	0.89	1.72	2.30
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.22	0.23	0.26	0.29
应收账款周转率	13.88	1,001	851.89	906.73	914.74
应付账款周转率	0.73	1.22	1.23	1.13	1.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.30	0.40	0.52	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.62	0.77	0.87	1.07
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.88	3.26	3.78	4.40
估值比率					
PE (倍)	140.57	22.26	16.74	12.95	10.90
PB (倍)	2.59	2.34	2.06	1.78	1.53
EV_EBITDA (倍)	40.01	11.13	8.99	7.51	6.68

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：A0K809

©版权所有 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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