

强烈推荐-A (维持)

盛达矿业 000603.SZ

当前股价: 8.86 元
2018 年 12 月 08 日

金山矿业成功过会

基础数据

上证综指	2606
总股本 (万股)	68997
已上市流通股 (万股)	39325
总市值 (亿元)	61
流通市值 (亿元)	35
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	13.4
资产负债率	14.8%
主要股东	甘肃盛达集团股份有
主要股东持股比例	31.3%

股价表现



相关报告

1、《盛达矿业 (000603) — 蓄势待发的贵金属公司》2018-11-27

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

0755-83295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

事件:

事件: 2018 年 12 月 6 日, 公司召开 2018 年第三次临时股东大会, 中小股东超过 98.89% 通过《关于调整公司本次重大资产购买暨关联交易方案的议案》, 公司将以支付现金和承担债务方式购买甘肃盛达集团股份有限公司持有的内蒙古金山矿业有限公司 67% 的股权, 交易作价为 12.4811 亿元。为避免同业竞争, 盛达集团以及少数股东赵继仓、赵志强计划将所持合计 33% 股权托管至上市公司。

评论:

1、公司对有关金山矿业矿石品位的负面报道澄清: 今日, 公司董秘通过电话会议对有关金山矿业矿石品位的负面报道澄清。a、公司之前陆续注入银都、赤峰金都和光大。集团资产的质量, 过去 5 年经受了市场和财务指标验证的。上市公司资产注入的风格和特点是一贯的。b、超大型矿山需要勘察报告。金山矿业勘察报告得到 204g/t 的品位, 评估机构经过施工钻孔 170 个, 总径 75784.14 米, 完成化学分析样品 15556 件等一系列工作, 勘探费用 6992.35 万元。矿山品位勘察是艰巨严肃的。某个人投资者的监测样本, 无法确定是否是金山矿业生产用矿石, 且有限样本不能代表矿区品位。c、金山矿的特点是浅部品位高, 中部品位低, 底部品位高。目前开采是中部品位偏低的矿段。d、曾有外部投资者出价超过 30 亿元意欲收购金山矿业, 而集团以收购总估值 18 亿注入上市公司, 是对上市公司的重大支持。

2、优质资源注入, 规模快速增长和产能释放重叠期: 2011 年, 盛达矿业借壳上市, 重组注入银都矿业 62.96% 股权。2016 年收购光大矿业、赤峰金都 100% 股权。2017 年收购东晟矿业 70% 股权。当前拟收购金山矿业 67% 股权。光大矿业、赤峰金都 2017 年投产, 2018 年产能提升。金山矿业 2020 年产能有望从 48 万吨/年提升到 90 万吨/年。若金山矿业注入成功, 则公司控制的白银储量达到 8462 吨, 权益铅锌储量分别 38 万和 66 万吨。

3、开始海外布局, 蓄力接棒扩张之路: 公司与华勘集团签署《战略合作协议》, 旨在通过收购华勘集团拥有的老挝爬奔金矿项目, 为公司海外资源拓展奠定了基础。公司抢抓当前贵金属价格低迷的机遇, 加快扩张步伐, 加速实现低成本收购兼并。这或将是公司谋求在贵金属领域实现快速成长的关键一步。

推荐逻辑: 贵金属价格上涨行情启动, 铅锌受基本面的支持将维持高位震荡。根据价格较为保守的假设, 且未来两年价格保持平稳不变, 不考虑金山矿业, 预计公司 2018-2020 年实现归母净利润分别 3.57、4.26 和 4.98 亿元, 同比增长 26%、19% 和 17%; 对应 eps 分别为 0.52、0.62 和 0.72 元, 对应市盈率 17、14 和 12 倍。处于有色和贵金属行业估值较低, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 金属价下跌, 矿业权无法如期办理, 矿山开采风险, 并购失败风险等。

表 1: 公司资源列表 1

子公司	矿山	采选能力 (万吨/年)	保有矿石 量, 万吨	剩余服 务年限	投产 时间	矿持股 比例	注入上 市公司	矿权	收购对象
银都矿业	克什克腾旗拜仁 达坝银多金属矿	90	1,087	大于 10	2006	62.96%	2011	采矿权	
光大矿业	克什克腾旗大地	30	1,188	17.19	2017	100%	2016	采矿权	盛达集团
赤峰金都	十地银铅锌矿	30	2,275	24.16	2017	100%	2016	采矿权	盛达集团
合计		150	4,549						
银都矿业	东晟矿业	计划 15	259			70%	2017	探矿权	内蒙地矿 集团
赤峰金都	白音查干矿区	9	64.81	6.87		100%	2016	采矿权	盛达集团
赤峰金都	十地外围					100%	2016	探矿权	盛达集团
赤峰金都	官地					100%	2016	探矿权	盛达集团

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司资源列表 2

子公司	矿山	银金属量、吨	铅金属量、吨	锌金属量、吨	品位-银-g/t	品位- 铅	品位- 锌
银都矿业	克什克腾旗拜仁达坝	2,453	229,810	492,843	182.8	1.95%	4.08%
光大矿业	克什克腾旗大地	665	97,075	204,745	112.0	1.63%	3.45%
赤峰金都	十地银铅锌矿	803	326,885	697,588	104.6	1.68%	1.69%
在产矿合		3,921	653,769	1,395,175			
银都矿业	东晟矿业	469	17964	31939	181.0	0.69%	1.23%
赤峰金都	白音查干矿区	91.86	15,212.89	20,534.62	141.7	2.35%	3.17%
赤峰金都	十地外围						
赤峰金都	官地						

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 截止 2018 年 6 月 30 日额仁陶勒盖矿区 III-IX 矿段银矿资源储量

保有资源储量	(121b)	(122b)	(333)	资源储量	评估利用的资源
矿石量 (万吨)	101	804	832	1737	1570
Ag 金属量 (吨)	246	1650	1650	3546	3216
Ag 品位 (g/t)	244	205	198	204	205
Au 金属量 (KG)	688	5527	4413	10628	9745
Au 品位 (g/t)	0.68	0.69	0.53	0.61	0.62
Mn 金属量 (吨)	-	-	-	394,946	315,957
Mn 品位 (%)				2.27%	2.27%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 金山矿业业绩测算表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
消耗矿石量 (万吨)	47.1	47.79	47.79	47.79	59.04	80	90
矿石平均品位 (g/t)	155.98	163.68	178.3	178.3	178.3	178.3	178.3
售价-粗银 (元/g)	2.89	-					
售价-白银 (元/g)	3.48	3.4					
售价-黄金 (元/g)	-	-					
营业收入-粗银 (万元)	5,127.99	-					
营业收入-白银 (万元)	579	23,792.7					
营业收入-黄金 (万元)	-	-					
主营业务收入合计 (万元)	5,706.99	23,792.7					

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业成本 (万元)	3,235.29	10,945.1					
净利润 (万元)	-2,940.77	5,931.11					
承诺盈利累计 (万元)				7,805	22,572	46,832	
单位采选成本—不含税 (元/吨)	140	140	140	140	187	233.44	233.44

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：金山矿业完全达产后，盈利预测

项目	金额
单位经营成本 (元/吨)	187.56
单位完全成本 (元/吨)	231.2
年营业收入 (万元)	52962.52
净利润 (万元)	21800.05

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：公司的精矿产量假设 (不含金山)

	2017	2018e	2019	2020	2021	2022
白银 (千克)	130,921	148,315	170,717	193,119	193,119	193,119
锌 (吨)	22,507	21,636	22,957	24,279	24,279	24,279
铅 (吨)	15,499	18,324	21,233	24,143	24,143	24,143

资料来源：wind, 招商证券

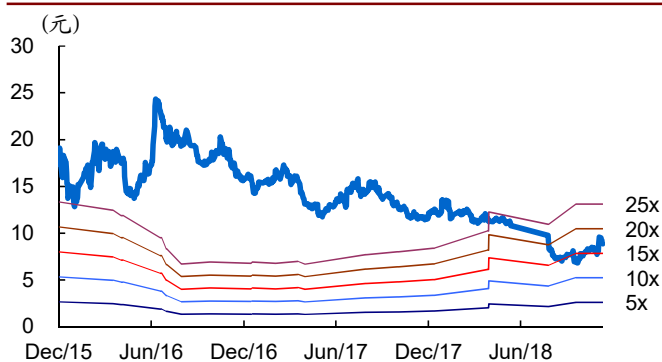
表 7：金山矿业满产后公司精矿产量 (折成金属, 假设金山收购成功)

	2020	2021	2022
白银 (千克)	332,279	332,279	332,279
黄金 (千克)	421	421	421
锌 (吨)	24,279	24,279	24,279
铅 (吨)	24,143	24,143	24,143
锰精矿 (锰含量 25%, 吨)	62,626	62,626	62,626

资料来源：公司公告, 招商证券

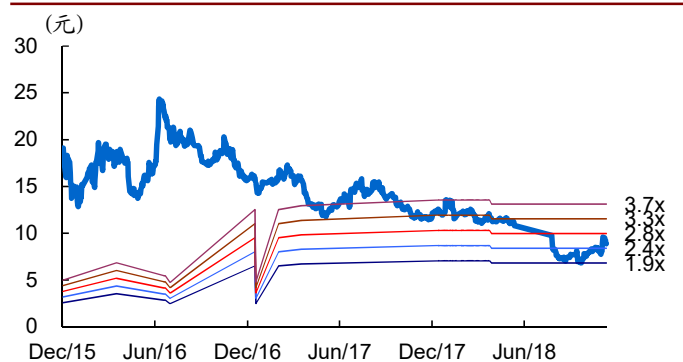
PE-PB Band

图 1：盛达矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：盛达矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1049	1018	1387	1861	2404
现金	1006	839	1210	1675	2209
交易性投资	0	25	25	25	25
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	22	13	14	15
其它应收款	14	4	5	5	6
存货	13	35	31	33	34
其他	16	93	102	109	115
非流动资产	1792	2152	2211	2264	2314
长期股权投资	0	44	44	44	44
固定资产	130	221	301	375	442
无形资产	212	207	186	167	151
其他	1451	1681	1679	1678	1678
资产总计	2841	3170	3597	4125	4717
流动负债	181	545	502	511	520
短期借款	0	60	0	0	0
应付账款	25	64	69	72	75
预收账款	12	121	131	137	142
其他	144	300	301	302	303
长期负债	13	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	13	13	13	13
负债合计	195	558	515	524	533
股本	135	129	129	129	129
资本公积金	1359	1365	1365	1365	1365
留存收益	1022	945	1302	1708	2182
少数股东权益	131	173	286	399	509
归属于母公司所有者权益	2516	2438	2796	3202	3676
负债及权益合计	2841	3170	3597	4125	4717

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	356	524	510	558	626
净利润	202	283	357	426	498
折旧摊销	25	27	44	49	54
财务费用	11	2	(6)	(12)	(16)
投资收益	(6)	(26)	(24)	(24)	(24)
营运资金变动	(3)	138	29	(2)	(2)
其它	127	101	110	120	116
投资活动现金流	(394)	(354)	(84)	(84)	(84)
资本支出	(111)	(208)	(108)	(108)	(108)
其他投资	(283)	(146)	24	24	24
筹资活动现金流	897	(333)	(54)	(8)	(8)
借款变动	(501)	(279)	(60)	0	0
普通股增加	41	(6)	0	0	0
资本公积增加	1359	6	0	0	0
股利分配	0	(67)	0	(20)	(24)
其他	(1)	13	6	12	16
现金净增加额	860	(163)	371	465	533

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	686	1096	1236	1351	1466
营业成本	149	476	516	538	559
营业税金及附加	37	62	65	69	72
营业费用	1	2	2	2	2
管理费用	55	53	56	59	62
财务费用	1	(13)	(6)	(12)	(16)
资产减值损失	7	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	(2)	(2)	(2)	(2)
投资收益	6	26	26	26	26
营业利润	442	535	626	719	811
营业外收入	4	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	445	535	626	719	810
所得税	114	132	155	180	203
净利润	331	403	470	539	607
少数股东损益	129	120	113	113	109
归属于母公司净利润	202	283	357	426	498
EPS (元)	0.28	0.41	0.52	0.62	0.72

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	-17%	60%	13%	9%	9%
营业利润	-21%	21%	17%	15%	13%
净利润	-22%	40%	26%	19%	17%
获利能力					
毛利率	78.4%	56.6%	58.2%	60.2%	61.9%
净利率	29.4%	25.8%	28.9%	31.5%	34.0%
ROE	8.0%	11.6%	12.8%	13.3%	13.5%
ROIC	12.4%	14.5%	14.9%	14.6%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	6.8%	17.6%	14.3%	12.7%	11.3%
净负债比率	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.8	1.9	2.8	3.6	4.6
速动比率	5.7	1.8	2.7	3.6	4.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	7.5	19.9	15.5	16.9	16.9
应收帐款周转率		101.6	72.1	101.9	101.5
应付帐款周转率	5.1	10.7	7.8	7.6	7.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.28	0.41	0.52	0.62	0.72
每股经营现金	0.49	0.76	0.74	0.81	0.91
每股净资产	3.48	3.53	4.05	4.64	5.33
每股股利	0.50	0.00	0.16	0.19	0.22
估值比率					
PE	31.7	21.6	17.1	14.3	12.3
PB	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.6	10.7	8.7	7.7	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟浩：招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。