

公司研究/年报点评

2019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): 5.52
合理价格区间(元): 5.68~6.14

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

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

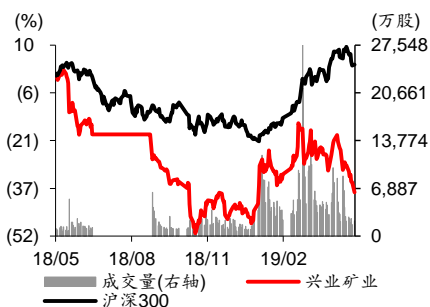
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

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

相关研究

- 1《兴业矿业(000426,增持): 白银优质资源企业, 矿产水平持续提升》2019.01
- 2《兴业矿业(000426,增持): 多金属产销提升, 银漫项目顺利达产》2018.10
- 3《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

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)	1,869
流通 A 股 (百万股)	1,330
52 周内股价区间 (元)	4.34-9.08
总市值 (百万元)	10,314
总资产 (百万元)	8,871
每股净资产 (元)	2.72

资料来源: 公司公告

计提减值业绩转亏, 短期安全事故影响业绩

兴业矿业(000426)

发布 18 年年报和 19 年一季报, 业绩由盈转亏

公司于 4 月 29 日发布 18 年年报: 2018 年营收 24.39 亿元, 同比增长 15.51%; 归母净利润-1.71 亿元, 较同期由盈转亏; 扣非后归母净利润-1.66 亿元。18 年第四季度营收 6.54 亿元, 同比下降 1.55%; 归母净利润-7.38 亿元, 同比转为亏损。19 年一季度营收 1.67 亿元, 较上年同期减 60.46%; 净亏损 2821.54 万元, 上年同期盈利 1.19 亿元。公司业绩由于计提资产减值和安全事故因素低于预期; 公司拥有优质矿山资源, 短期受银漫矿业安全事故影响业绩存在下行压力; 我们预计 19-21 年公司 EPS 为 0.22、0.40、0.56 元, 维持“增持”评级。

排查矿山和冶炼资产, 计提资产减值拖累业绩

据 19 年 4 月的公告, 银漫运输安全事故后, 公司组织对有关子公司进行了全面排查拟关停全资子公司锡林郭勒盟双源有色、赤峰富生矿业、巴林右旗巨源矿业, 同时对其相关资产计提减值准备。据公告, 本次计提资产减值准备 7.9 亿元, 减少 2018 年归母净利润 8.96 亿元。由于资产减值的影响, 公司 18 年出现较大亏损。

铅银锡等矿产品产销提升, 技改工程完成达产

据年报, 报告期内公司铅精粉产量较上年度增幅 102.08%, 主要原因为子公司天通矿业铅锌矿石选矿处理量同比增加且铅入选品位同比增加; 含铜银精粉产量较上年度增幅 149.07%, 销量增幅 150.40%, 锡精粉产量较上年度增幅 105.67%, 销量增幅 110.26%, 主要原因为子公司银漫矿业 2500 吨/日铜锡系列完工技改工程完成且已达到设计要求, 产销量同比大幅增加。公司银漫矿山技改工程完成后, 矿产品种类得到丰富, 盈利驱动更加多元化。

短期安全事故或影响生产, 优质矿山资源仍具长期价值

根据一季报, 19 年一季度受银漫矿业“2·23”重大运输安全事故影响, 公司经营的矿产品产销量同比下降, 导致公司销售收入减少, 同时一季报净利润出现亏损。我们认为检查整改或对公司短期生产销售产生负面影响, 19 年盈利可能受影响下滑。长期来看, 据年报, 公司所拥有的矿产资源地质储量规模较大, 且拥有铜、银、铅、锌、镍等多项有色金属的探矿权储备, 具有较强的资源优势; 子公司银漫矿业为国内最大白银生产矿山, 我们认为公司矿山资产仍具备较强的竞争力。

短期产销下滑, 维持“增持”评级

短期受银漫矿业安全事故影响公司业绩存在下行压力, 我们预计 19-21 年公司营收分别为 19.81、25.18、31.45 亿元, 归母净利润分别为 4.09、7.47、10.44 亿元, 19-20 年较此前调整幅度分别为-57.9%/-35.3%, 对应 PE25/14/10 倍。由于 19 年产量不反映公司真实产出能力, 我们采用 PB 估值, 参考可比公司估值 (19 年 PB 均值 1.7 倍), 由于公司后续技改有望进一步提升产能, 给予一定溢价, 给予 19 年 PB1.85-2 倍, 对应调整目标价至 5.68-6.14 元 (原为 7.28-8.32 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,111	2,439	1,981	2,518	3,145
+/-%	143.90	15.51	(18.77)	27.12	24.89
归属母公司净利润 (百万元)	564.99	(170.64)	409.18	747.26	1,044
+/-%	531.56	(130.20)	339.80	82.62	39.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	(0.09)	0.22	0.40	0.56
PE (倍)	18.26	(60.45)	25.21	13.80	9.88

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：公司业绩指标对比

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入/亿元	8.66	21.11	24.39
归母净利润/亿元	0.89	5.65	-1.71
毛利率/%	44.69	63.54	62.09
净利润率/%	10.3	26.22	(7.00)
ROE (加权) /%	1.84	10.49	-3.33

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司盈利假设指标

	单位	当前假设			此前假设	
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E
均价假设						
铁精粉	元/吨	585	585	585	585	585
锌精粉	元/吨	15000	14000	14000	14000	13000
铅精粉	元/吨	15500	15500	15500	16000	16000
铜精粉	元/吨	48326	48744	49270	40000	40000
白银	元/千克	3650	3650	3700	3600	3600
锡精粉	元/吨	140000	145000	150000	137000	142000
锑精矿	元/吨	41175	41175	41175	41175	41175
产量假设						
锌	万吨	6.3	8.1	9.3	7.6	10.3
铅	万吨	0.6	1.1	1.7	0.7	1.4
铜	万吨	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5
锡	万吨	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
锑	万吨	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
铁	万吨	56.5	56.5	56.5	50.0	50.0
白银	吨	126.8	138.0	214.9	177.0	262.0

资料来源：华泰证券研究所

图表3：可比公司估值指标（截止 2019.4.29）单位：亿元

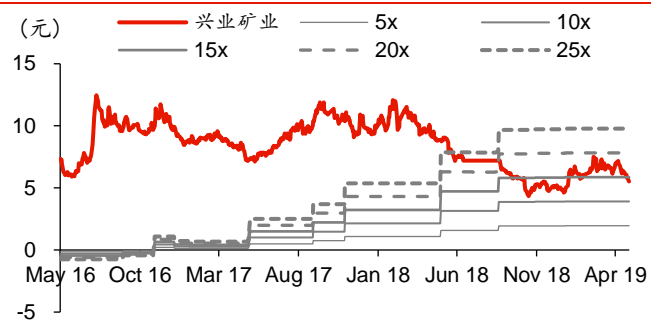
代码	公司	当前市值	19E 净利润	对应 PE	PB19E
601899	紫金矿业	762.33	50.91	15	1.5
000960	锡业股份	194.25	11.51	17	1.5
000975	银泰资源	198.73	9.09	22	2.2
平均				18	1.7
000426	兴业矿业	103.14	4.09	25	1.8

注：兴业矿业净利润数据为华泰预测，其他均为 Wind 一致预期；由于西部矿业缺少盈利预测数据，因此从可比公司中删去；原可比公司西藏珠峰由于资产账面价值核算方式原因 PB 偏高，更换为锡业股份。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

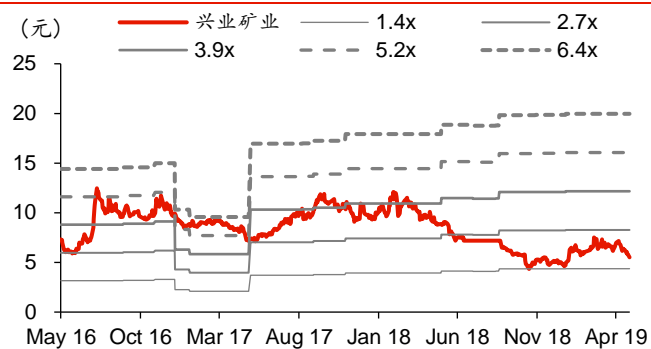
PE/PB - Bands

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	921.15	707.59	1,463	1,893	3,354
现金	537.49	70.04	896.95	1,277	2,615
应收账款	1.76	88.94	61.16	80.03	101.45
其他应收账款	8.07	141.94	51.68	74.01	90.92
预付账款	6.54	5.91	5.91	6.20	7.45
存货	198.44	262.21	291.32	286.20	349.61
其他流动资产	168.85	138.56	155.79	169.39	189.01
非流动资产	8,410	8,226	8,002	7,840	7,620
长期投资	0.00	293.01	195.34	227.89	217.04
固定投资	3,326	2,862	3,331	3,525	3,573
无形资产	3,641	3,508	3,366	3,228	3,089
其他非流动资产	1,443	1,563	1,110	859.75	741.60
资产总计	9,331	8,933	9,465	9,733	10,974
流动负债	1,854	1,950	1,868	1,390	1,586
短期借款	547.50	545.00	545.00	0.00	0.00
应付账款	643.40	808.55	913.49	978.65	1,159
其他流动负债	662.97	596.37	409.11	410.85	427.33
非流动负债	2,102	1,872	1,877	1,875	1,875
长期借款	1,700	1,484	1,484	1,484	1,484
其他非流动负债	402.15	387.47	392.46	390.78	391.30
负债合计	3,956	3,822	3,744	3,264	3,462
少数股东权益	(9.06)	(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	2,413	2,413	2,413	2,413
留存公积	1,235	1,027	1,448	2,196	3,240
归属母公司股东权益	5,384	5,121	5,730	6,477	7,521
负债和股东权益	9,331	8,933	9,465	9,733	10,974

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,167	1,148	1,111	1,312	1,662
净利润	553.56	(170.64)	409.18	747.26	1,044
折旧摊销	334.54	301.89	353.37	385.60	411.98
财务费用	181.80	165.15	173.82	153.47	133.11
投资损失	(0.44)	(10.59)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	131.86	(39.49)	168.59	21.85	67.85
其他经营现金	(34.41)	901.22	6.03	4.08	4.96
投资活动现金	(735.11)	(891.24)	(94.55)	(233.97)	(190.53)
资本支出	741.90	560.66	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	294.30	(97.67)	32.56	(10.85)
其他投资现金	6.79	(36.28)	7.78	(1.41)	(1.39)
筹资活动现金	(1,038)	(750.02)	(189.53)	(698.54)	(133.09)
短期借款	(27.50)	(2.50)	0.00	(545.00)	0.00
长期借款	(800.00)	(215.85)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	133.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(210.80)	(665.48)	(189.53)	(153.54)	(133.09)
现金净增加额	(606.50)	(493.71)	826.91	379.75	1,338

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,111	2,439	1,981	2,518	3,145
营业成本	769.85	924.63	924.61	969.40	1,165
营业税金及附加	147.12	170.56	138.54	158.66	172.99
营业费用	5.58	6.16	5.00	6.36	7.94
管理费用	224.94	238.34	193.60	234.22	273.63
财务费用	181.80	165.15	173.82	153.47	133.11
资产减值损失	19.17	805.59	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	0.44	10.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	767.21	137.48	545.58	996.35	1,392
营业外收入	0.06	0.73	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.20	7.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	756.08	130.98	545.58	996.35	1,392
所得税	202.52	301.62	136.39	249.09	348.03
净利润	553.56	(170.64)	409.18	747.26	1,044
少数股东损益	(11.43)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	564.99	(170.64)	409.18	747.26	1,044
EBITDA	1,284	604.53	1,073	1,535	1,937
EPS (元, 基本)	0.30	(0.09)	0.22	0.40	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	143.90	15.51	(18.77)	27.12	24.89
营业利润	405.36	(82.08)	296.83	82.62	39.72
归属母公司净利润	531.56	(130.20)	339.80	82.62	39.72
获利能力 (%)					
毛利率	63.54	62.09	53.33	61.51	62.95
净利率	26.76	(7.00)	20.65	29.67	33.20
ROE	10.49	(3.33)	7.14	11.54	13.88
ROIC	9.62	(5.60)	8.07	13.31	18.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.39	42.78	39.56	33.54	31.54
净负债比率 (%)	61.87	58.75	54.19	45.46	42.88
流动比率	0.50	0.36	0.78	1.36	2.11
速动比率	0.39	0.23	0.62	1.15	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.27	0.22	0.26	0.30
应收账款周转率	1,001	53.32	24.58	30.70	30.46
应付账款周转率	1.08	1.27	1.07	1.02	1.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	(0.09)	0.22	0.40	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.61	0.59	0.70	0.89
每股净资产(最新摊薄)	2.88	2.74	3.07	3.47	4.03
估值比率					
PE (倍)	18.26	(60.45)	25.21	13.80	9.88
PB (倍)	1.92	2.01	1.80	1.59	1.37
EV_EBITDA (倍)	9.35	19.86	11.19	7.82	6.20

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