

审慎推荐-A (维持)

白银有色 601212.SH

当前股价: 4.1 元
 2019年04月30日

矿产量进入加速提升期+氢能上游稀缺标的

基础数据

上证综指	3078
总股本(万股)	721234
已上市流通股(万股)	196468
总市值(亿元)	296
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	0.5
资产负债率	70.1%
主要股东	中信国安集团有限公
主要股东持股比例	31.2%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《白银有色(601212)一立于氢能最上游, 填补我国铂矿缺口》
 2019-03-24

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
 S109051904002

黄梓钊

0755-83295441
 huangzizhao@cmschina.com.cn
 S1090517090003

公司公布 2018 年年报和 2019 年一季度报。2018 年营业收入增加 9.38%至 619 亿元, 归母净利润 0.26 亿元, 下滑 89%, 扣非后归母净亏损 0.96 亿元, 略超我们预期。业绩下滑主要是财务费用和管理费用两者合计大增 10 亿元。对应每股收益从 0.035 元下滑至 0.004 元。

□ **大股东中信国安集团陷入债务危局, 旗下资产陆续被冻结、出售:** 中信国安集团持有公司 31.20%股权, 被全部轮候冻结。两点值得关注。一是, 中信国安集团持股全部为首发原股东限售股份, 解禁日期 2020 年 2 月 17 日。另外, 中信集团和中信国安集团属于一致行动人, 两者合计持有公司 35.07%股份。甘肃省国资委及其全资子公司合计持有公司股本 36.17%。两方合计持有的公司权益接近, 任何一方都不能单独对公司实施实际控制。公司无实际控制人。

□ **新扩项目进展稳健, 进入产量加速提升期, 逐步发展成名副其实的资源型公司:** 2018 年, 秘鲁首信 680 万吨/年尾矿选铜项目达产, 净利润 2.3 亿元, 产铜金属 1.92 万吨, 公司矿产铜产量因此增长 79%。二期 680 万吨/年已完成可行性研究和初步设计, 并启动秘鲁当地项目审批工作。二期达产, 秘鲁首信将贡献铜 3.6 万吨/年, 公司年铜矿产量也将攀升至 6 万吨, 比肩铜陵有色。

2018 年, 厂坝铅锌矿 300 万吨采选扩能项目进入设备、管道安装收尾阶段。达产后, 将成为国内单体矿山产能最大、效益优势明显的矿山企业, 预计每年产铅锌金属量 分别 17.8 万吨、2.93 万吨。公司铅锌产量也将比肩驰宏锌锗。另外, 一季度, 公司成功购买中非黄金 100%股权, 南非第一黄金终于成为公司的全资子公司。斯班一持股比例也相应提高;

□ **维持“审慎推荐-A”投资评级。** 斯班一是全球第三大铂矿产商, 钌铂产量相当。预计铂价将迎来中长期上涨, 由于环保对汽车排放要求越发严格, 钌持续供应短缺, 并不必然回落, 有望维持高位。燃料电池上游原料稀缺性和公司资源量、矿产金属量快速增长, 预计市场将会对公司重新评估。

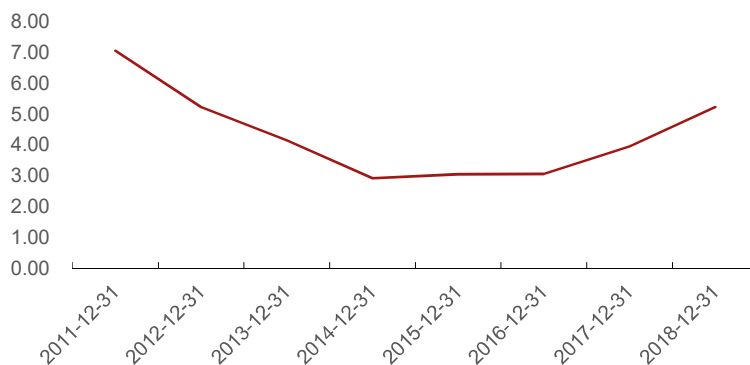
□ **风险提示:** 铅、锌等主产品价格波动风险; 行业政策风险; 汇率风险; 在建项目建设和投产进度不及预期; 并购项目进展不及预期矿山生产安全风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	56634	61947	63073	63156	63483
同比增长	1%	9%	2%	0%	1%
营业利润(百万元)	603	560	1133	2530	3287
同比增长	-5%	-7%	102%	123%	30%
净利润(百万元)	239	26	230	543	709
同比增长	-5%	-89%	788%	136%	31%
每股收益(元)	0.03	0.00	0.03	0.08	0.10
PE	119.5	1103.8	128.6	54.5	41.7
PB	2.8	3.0	2.9	2.8	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1 毛利率持续回升，表明公司盈利能力在持续改善（单位%）



资料来源：公司公告、招商证券

表 1: 矿产铜铅锌金属量持续增长，保障公司盈利能力持续提升

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
含铜（吨）	24,840	44,500	46,500	48,770	51,039
含铅（吨）	20,446	20,500	26,049	53,996	69,735
含锌（吨）	101,595	111,200	124,327	257,309	316,125

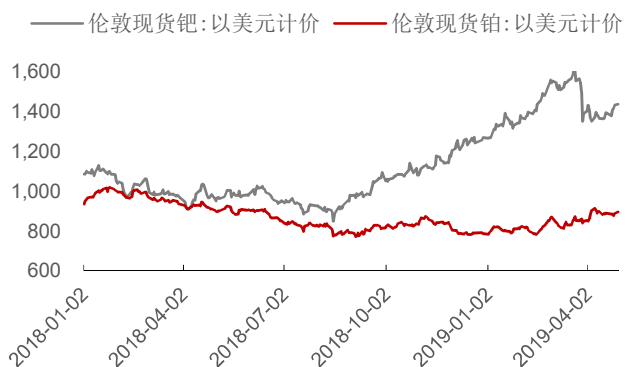
资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 冶炼金属产量

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
阴极铜（吨）	135,222	169,064	170,000	170,000	170,000
锌（吨）	260,273	293,453	350,000	350,000	350,000
电银（千克）	160,000	142,000	142,000	142,000	142,000
电铅（吨）	23,045	21,453	25,000	28,800	28,800
金（千克）-国内	3,872	4,379	4,379	4,379	4,379
金（千克）-（国内+第一黄金）	8,181	8,688	8,688	8,688	9,820
硫酸（万吨）	96	100	110	110	110

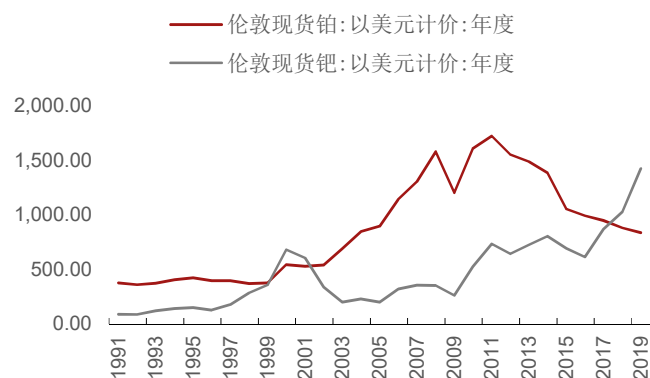
资料来源：公司公告、招商证券

图 2 进入 2019 年，铂价已经拐头（美元/盎司）



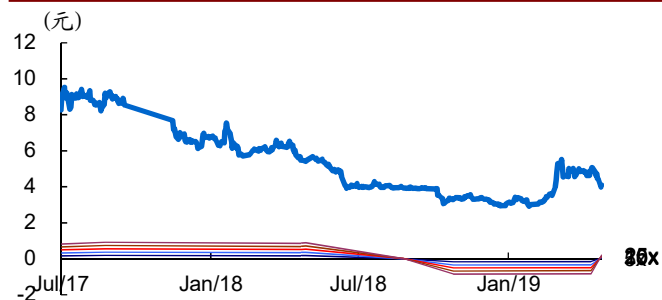
资料来源：招商证券

图 3 铂拐头上涨，钯下跌不是必然结（美元/盎司）



资料来源：招商证券

图 4: 白银有色历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 白银有色历史 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	21791	21588	23809	22392	23349
现金	4323	4200	6196	5020	6024
交易性投资	94	57	57	57	57
应收票据	262	103	105	105	105
应收款项	536	529	519	520	523
其它应收款	544	640	651	652	656
存货	11246	10048	10168	9949	9880
其他	4786	6011	6113	6089	6103
非流动资产	25192	24109	25081	25913	26626
长期股权投资	452	964	964	964	964
固定资产	5668	7389	8999	10405	11634
无形资产	6520	6368	5731	5158	4643
其他	12552	9388	9387	9386	9386
资产总计	46983	45697	48890	48305	49974
流动负债	21623	24215	26594	24721	24780
短期借款	13547	12648	19569	17745	17819
应付账款	1590	1505	1524	1491	1481
预收账款	620	383	388	380	377
其他	5867	9679	5112	5105	5102
长期负债	11530	8683	8683	8683	8683
长期借款	9147	5681	5681	5681	5681
其他	2382	3002	3002	3002	3002
负债合计	33153	32898	35276	33404	33463
股本	6973	6973	7212	7212	7212
资本公积金	3394	3393	3393	3393	3393
留存收益	3203	3131	3361	3835	4381
少数股东权益	3463	3141	3486	4300	5364
归属于母公司所有者权益	10366	9659	10128	10602	11148
负债及权益合计	46983	45697	48890	48305	49974

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(1236)	3031	3191	4468	4808
净利润	239	26	230	543	709
折旧摊销	854	1117	1571	1711	1831
财务费用	764	1041	1117	1114	1078
投资收益	27	92	121	91	91
营运资金变动	(3231)	564	(196)	193	32
其它	111	191	348	817	1067
投资活动现金流	(3574)	(1113)	(2668)	(2638)	(2638)
资本支出	(1142)	(951)	(2547)	(2547)	(2547)
其他投资	(2433)	(162)	(121)	(91)	(91)
筹资活动现金流	4680	(1840)	1472	(3006)	(1167)
借款变动	4073	(920)	2350	(1824)	74
普通股增加	698	0	239	0	0
资本公积增加	144	(1)	0	0	0
股利分配	(146)	(77)	0	(69)	(163)
其他	(90)	(842)	(1117)	(1114)	(1078)
现金净增加额	(130)	78	1996	(1175)	1004

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	56634	61947	63073	63156	63483
营业成本	54398	58705	59453	58172	57769
营业税金及附加	169	199	203	203	204
营业费用	185	217	221	221	222
管理费用	542	754	946	947	952
财务费用	676	1494	1117	1114	1078
资产减值损失	157	65	0	0	0
公允价值变动收益	10	19	19	19	19
投资收益	(27)	(92)	(140)	(110)	(110)
营业利润	603	560	1133	2530	3287
营业外收入	60	46	46	46	46
营业外支出	9	19	19	19	19
利润总额	654	588	1160	2557	3314
所得税	276	362	585	1200	1541
净利润	378	226	575	1357	1773
少数股东损益	139	200	345	814	1064
归属于母公司净利润	239	26	230	543	709
EPS (元)	0.03	0.00	0.03	0.08	0.10

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	1%	9%	2%	0%	1%
营业利润	-5%	-7%	102%	123%	30%
净利润	-5%	-89%	788%	136%	31%
获利能力					
毛利率	3.9%	5.2%	5.7%	7.9%	9.0%
净利率	0.4%	0.0%	0.4%	0.9%	1.1%
ROE	2.3%	0.3%	2.3%	5.1%	6.4%
ROIC	2.1%	2.7%	3.2%	5.2%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	70.6%	72.0%	72.2%	69.2%	67.0%
净负债比率	48.5%	50.1%	51.6%	48.5%	47.0%
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3
存货周转率	5.7	5.5	5.9	5.8	5.8
应收帐款周转率	38.3	116.3	120.3	121.5	121.8
应付帐款周转率	19.8	37.9	39.3	38.6	38.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.00	0.03	0.08	0.10
每股经营现金	-0.18	0.43	0.44	0.62	0.67
每股净资产	1.49	1.39	1.40	1.47	1.55
每股股利	0.01	0.00	0.01	0.02	0.03
估值比率					
PE	119.5	1103.8	128.6	54.5	41.7
PB	2.8	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	3.8	2.7	2.0	1.4	1.2

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。