

2021年03月03日

盛达资源 (000603.SZ)

## 拟收购贵州猪拱塘铅锌矿，掀开公司发展新篇章

■拟发行股票收购贵州猪拱塘大型铅锌矿山，并配套融资 15 亿元用于项目建设和补流等。据 3 月 1 日晚间公告，公司拟以 13.10 元/股发行股份，以 31.9 亿元收购贵州鼎盛鑫 72.50% 股权，并取得猪拱塘铅锌矿 58% 权益。公司拟向董赢、柏光辉发行股份购买其持有的贵州鼎盛鑫 72.50% 股权。交易完成后，公司将通过贵州鼎盛鑫间接控制赫章鼎盛鑫 80% 股权，进而间接享有赫章鼎盛鑫 58% 的权益。同时拟以 11.38 元/股向盛达集团、金都矿业、赵满堂等非公开发行募集不超过 15 亿元，用于标的公司在建项目、补充流动资金等。

■如果成功完成并孵化猪拱塘项目，公司铅锌储量和产量有望分别增长 207% 和 365%，一举奠定公司在 A 股铅锌上市公司前四强的龙头地位。猪拱塘铅锌矿是目前国内罕见的大型优质多金属矿床，曾荣获 2018 年度中国地质学会“十大地质找矿成果”，亦是贵州省第一个超大型铅锌矿床。一是资源储量大，禀赋好。据公告，已备案铅锌金属量 327 万吨，并购后公司铅锌储量有望增长 207%，矿山平均品位 8.97%，且矿体集中便于大规模低成本开采。其中，锌金属量 246.06 万吨，平均品位 6.74%，铅金属量 81.38 万吨，平均品位 2.23%，除铅锌外，该矿床还富含银、硫、金、铜、镓、锗、镉、硒及硫铁矿等多种金属资源，其中银金属约 830 吨，并购成功后，公司铅锌资源增量分别增长 166% 和 210%，合计铅锌资源达到 493 万吨，进入 A 股上市公司前四强。二是增储潜力大。据公告，采矿证载面积达 15 平方公里，目前勘探集中在 5 平方公里内，未来探矿增储潜力巨大。三是利润贡献大。据公告，预计 2022 年一期采选厂投产，产能达到 30 万吨/年；2024 年二期采选厂投产，产能达到 198 万吨/年。该项目铅锌年产金属量有望达到 18 万吨，公司铅锌年产量有望由此提升 365%，业绩增长潜力巨大。

■城市矿山投产有望增厚利润，打造综合资源型企业。据 2020 年 12 月 25 日公告，公司持有金业环保股权增至 58.12%，对其实现控股，稳步推进公司“原生矿产资源+城市矿山资源”双轮驱动的发展战略，2021 年金业环保一期 20 万吨火法工艺部分有望建成投产，未来二期湿法工艺建成后，有望实现年产 1 万吨电解镍。

■原生矿山产能进入释放期，2021-2023 年矿产银、锌、铅产量成长性凸显。公司目前拥有内蒙古银都矿业（90 万吨矿石/年）、金山矿业（48 万吨矿石/年）、光大矿业（30 万吨矿石/年）、赤峰金都（30 万吨矿石/年）、东晟矿业（25 万吨矿石/年）和德运矿业（60 万吨矿石/年）6 家矿业子公司。未来随着一是金山二期扩至 90 万吨/年，二是东晟矿业预计 2021 年建成投产，三是德运矿业有望在 2022 年建成投产，公司采选规模有望达到 325 万吨，预计公司 2021~2023 年矿产白银权益产量分别为 198、227、248 吨，年均复合增速为 12%。

■维持“增持-A”投资评级。我们假设 2020~2022 年银价分别为 4.50、5.38、5.92 元/克，预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 3.41、6.30 和 8.86 亿元，对应 PE 分别为 31x、17x、12x，业绩增长主要来自于公司原生矿山和城市矿山产能不断释放，白银、铅锌等金属产量稳步提升。考虑到公司白银业务成长性较强且业绩弹性较大，再加上如果本次拟收购猪拱塘铅锌矿成功将极大增强公司业绩成长性，理应享有一定的估值溢价。

■风险提示：1) 产品价格大幅下行；2) 公司产能释放不及预期。

## 公司快报

证券研究报告

铅锌

投资评级 增持-A

维持评级

股价 (2021-03-02) 15.15 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	10,453.04
流通市值 (百万元)	8,768.89
总股本 (百万股)	689.97
流通股本 (百万股)	578.80
12 个月价格区间	10.46/20.90 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.31	-4.91	-10.31
绝对收益	13.06	-2.88	19.16

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002  
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520080003  
wangjr@essence.com.cn  
010-83321037

### 相关报告

- 盛达资源: 2020Q3 业绩大幅回升, 产能进入释放期/齐丁 2020-10-29
- 盛达资源: 疫情影响上半年产销, 看好全年生产目标实现/齐丁 2020-08-25
- 盛达资源: 矿山产能进入释放期, 矿产银产量成长性增强/齐丁 2020-03-17

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,401.8	2,900.7	1,694.2	2,159.8	2,771.0
净利润	411.8	448.4	341.3	630.2	886.1
每股收益(元)	0.60	0.65	0.49	0.91	1.28
每股净资产(元)	2.63	3.26	3.09	3.64	4.38
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	25.4	23.4	30.7	16.6	11.8
市净率(倍)	5.8	4.7	4.9	4.2	3.5
净利润率	17.1%	15.5%	20.1%	29.2%	32.0%
净资产收益率	26.0%	21.0%	16.8%	27.0%	32.2%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	106.8%	44.2%	3.9%	3.7%	4.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2,401.8	2,900.7	1,694.2	2,159.8	2,771.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,570.2	1,997.6	898.9	831.1	969.2	营业收入增长率	119.1%	20.8%	-41.6%	27.5%	28.3%
营业税费	82.5	74.9	67.8	86.4	110.8	营业利润增长率	16.2%	13.4%	-24.3%	84.5%	40.6%
销售费用	2.8	2.5	2.7	3.5	4.5	净利润增长率	45.4%	8.9%	-23.9%	84.6%	40.6%
管理费用	134.9	151.6	152.5	194.4	249.4	EBITDA 增长率	27.3%	20.0%	-21.4%	71.8%	34.6%
财务费用	8.6	48.5	60.7	58.7	51.5	EBIT 增长率	20.4%	18.7%	-23.7%	83.1%	37.6%
资产减值损失	0.1	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	42.6%	7.1%	-87.8%	28.8%	15.6%
加:公允价值变动收益	-11.7	63.4	-	-	-	投资资本增长率	158.4%	37.4%	34.9%	9.1%	28.0%
投资和汇兑收益	30.2	10.2	-2.1	-	-	净资产增长率	-17.8%	24.0%	-4.4%	14.7%	17.6%
<b>营业利润</b>	622.1	705.4	534.3	985.7	1,385.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	5.4	-1.9	532.3	983.7	1,383.6	毛利率	34.6%	31.1%	46.9%	61.5%	65.0%
<b>利润总额</b>	627.5	703.5	1,066.6	1,969.4	2,769.2	营业利润率	25.9%	24.3%	31.5%	45.6%	50.0%
减:所得税	70.0	143.4	533.3	984.7	1,384.6	净利润率	17.1%	15.5%	20.1%	29.2%	32.0%
<b>净利润</b>	411.8	448.4	341.3	630.2	886.1	EBITDA/营业收入	29.1%	29.0%	39.0%	52.5%	55.1%
						EBIT/营业收入	26.2%	25.8%	33.7%	48.4%	51.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	固定资产周转天数	81	117	304	231	126
货币资金	381.4	325.8	213.4	260.7	325.8	流动营业资本周转天数	-47	-43	-64	-33	-42
交易性金融资产	13.3	372.5	372.5	758.7	372.5	流动资产周转天数	137	119	259	247	174
应收账款	40.5	55.8	2.7	77.6	9.7	应收账款周转天数	5	6	6	7	6
应收票据	32.3	54.2	47.8	40.5	46.1	存货周转天数	14	21	53	45	26
预付账款	144.3	103.5	368.0	202.6	103.5	总资产周转天数	516	500	930	676	460
存货	148.2	183.5	320.0	222.5	183.5	投资资本周转天数	141	200	465	438	406
其他流动资产	49.1	9.6	9.6	64.7	9.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,161.7	-	282.9	-	-	ROE	26.0%	21.0%	16.8%	27.0%	32.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	12.9%	9.7%	21.3%	32.9%
长期股权投资	70.0	160.7	70.0	160.1	160.7	ROIC	106.8%	44.2%	3.9%	3.7%	4.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	865.5	1,013.7	1,847.4	925.3	1,013.7	销售费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	440.1	621.6	350.0	517.4	621.6	管理费用率	5.6%	5.2%	9.0%	9.0%	9.0%
无形资产	287.1	476.4	466.0	377.6	476.4	财务费用率	0.4%	1.7%	3.6%	2.7%	1.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	6.1%	7.0%	12.7%	11.9%	11.0%
<b>资产总额</b>	3,708.9	4,347.9	4,404.1	3,706.0	3,369.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	200.0	130.2	200.0	200.0	130.2	资产负债率	42.1%	38.8%	42.0%	36.3%	29.5%
应付账款	188.4	375.1	610.9	354.3	375.1	负债权益比	72.7%	63.3%	72.6%	59.6%	47.3%
应付票据	5.0	-	-	31.0	-	流动比率	0.74	1.13	1.16	1.63	1.13
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.60	0.94	0.88	1.41	0.93
长期借款	450.0	690.3	690.3	738.0	690.3	利息保障倍数	73.55	15.43	9.40	17.81	27.90
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,560.9	1,685.1	1,848.3	1,741.9	1,626.4	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	331.1	412.1	412.1	412.1	412.1	分红比率	0.0%	15.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	690.0	690.0	690.0	690.0	690.0	股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,686.9	2,136.3	2,005.8	2,381.3	2,894.3						
<b>股东权益</b>	2,148.1	2,662.8	2,546.9	2,922.4	3,435.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	0.60	0.65	0.49	0.91	1.28
净利润	557.5	560.0	341.3	630.2	886.1	BVPS(元)	2.63	3.26	3.09	3.64	4.38
加:折旧和摊销	72.7	96.5	89.8	89.8	89.8	PE(X)	25.4	23.4	30.7	16.6	11.8
资产减值准备	0.1	-	-	-	-	PB(X)	5.8	4.7	4.9	4.2	3.5
公允价值变动损失	11.7	-63.4	-	-	-	P/FCF	29.1	-359.6	-35.1	7.4	14.3
财务费用	19.1	56.0	60.7	58.7	51.5	P/S	4.4	3.6	6.2	4.8	3.8
投资损失	-30.2	-10.2	2.1	-	-	EV/EBITDA	9.2	11.9	16.4	9.4	7.2
少数股东损益	145.7	111.6	85.3	157.6	221.5	CAGR(%)	12.2%	25.5%	1.9%	12.2%	25.5%
营运资金的变动	156.9	-868.3	671.6	-58.0	355.4	PEG	2.1	0.9	15.8	1.4	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	789.9	597.7	1,250.8	878.3	1,604.3	ROIC/WACC	8.0	3.3	0.3	0.3	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-641.6	-491.3	-194.3	-193.3	385.6	REP	0.6	1.6	14.6	13.9	10.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	-636.5	-158.9	-308.6	-58.9	-97.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

齐丁、王政、王建润声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034