

推荐（首次）
风险评级：中风险
2020年8月31日
许建峰
SAC执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

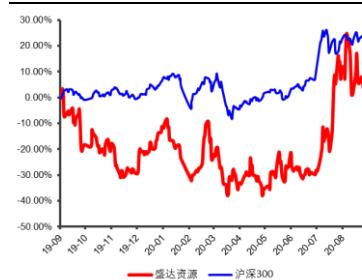
邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

盛达资源（000603）

白银储量优势突出，产能提升在即

- **白银资源储量近万吨。**公司拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、赤峰金都、东晟矿业、德运矿业6家矿业子公司，公司所拥有的矿产资源地质储量规模大且品位高。截止2019年末，按100%权益计算，公司采矿+探矿权合计保有矿石量57,956,869.00吨、银金属量8,965.08吨、铅金属量477,645.78吨、锌金属量1,145,042.70吨，其中子公司德运矿业采矿权内保有矿石量、银金属量、铅金属量、锌金属量分别为16,359,829.00吨、1,343.23吨、49,026.42吨、352,423.39吨。
- **矿石采选能力有望提升34%。**公司在产矿山4家，待投产矿山两家（东晟矿业、德运矿业），2019年矿石采选处理能力为198万吨/年。子公司金山矿业年产3.5万吨一水硫酸锰项目预计2020年8月投产试车。截止2019年末，子公司金山矿业采选处理能力为48万吨/年，根据2018年11月公告《重大资产购买暨关联交易报告书（修订稿）》，金山矿业正在申请办理生产规模90万吨/年采矿权证。2019年12月，孙公司东晟矿业（主要采选铅、锌、银矿）取得生产规模为25万吨/年的《采矿许可证》。子公司德运矿业（主要采选铅、锌、银矿）正在办理探转采手续。预计上述扩产计划将为公司带来新增矿石采选处理能力至少67万吨/年。
- **积极拓展资源储量。**公司董事会制定了2020年内争取完成一个矿山项目并购目标，截止2020年6月已实地考察项目20余项，储备了较丰富的并购标的。公司控股股东盛达集团在金融领域广泛布局，是兰州银行第二大股东，并控股甘肃省首家地方性混合所有制金融资产管理公司，与公司业务发展产生协同效应。公司同时布局城市矿山，于2019年底成功收购金业环保49%股份，成为其第一大股东。金业环保项目全部建成后，将具备年处置20万吨含镍危废的能力，年产1万吨电解镍，以及铜粉、碳酸钴等材料。
- **白银价格仍有较大上涨空间。**黄金进入由通胀预期驱动的上涨阶段，参照过往，白银价格与黄金同涨同跌，白银有望跟随上涨。截止2020年8月28日，金银比虽接近历史均值，但仍在上方，随着黄金价格上涨，未来仍有下修空间。随着全球经济修复，白银工业需求环比改善，光伏平价上网将带来行业中期景气，而电动车持续发展将增加光伏发电等绿色能源需求，为白银带来新增需求。
- **投资建议：给予公司推荐评级。**公司白银储量近万吨，资源优势突出；子公司金山矿业拥有国内优质银矿山，产能提升在即；公司积极拓展资源储量，未来增储可期；白银价格仍有较大上涨空间，公司受益显著；公司财务稳健，盈利能力优于可比同业。
- **风险提示。**白银、铅、锌价格大幅下跌，矿石采选能力提升不及预期，环保政策调整。

行业指数走势


资料来源：wind, 东莞证券研究所

相关报告

目 录

1. 以铅、锌、银为基础，未来向贵金属、新能源金属延伸.....	4
1.1 铅精粉、锌精粉、银锭贡献主要毛利润.....	4
1.2 当前矿产资源以铅、锌、银为主.....	4
1.3 未来着重布局贵金属、新能源金属资源.....	5
2. 盈利能力优于可比公司	6
2.1 上半年疫情冲击不改向上趋势	6
2.2 ROE 高于可比公司	7
3. 白银储量优势突出	9
3.1 白银资源储量近万吨	9
3.2 积极拓展资源储量	10
3.3 矿石采选能力有望提升 34%	10
3.4 银都矿业：主力矿山，国内毛利率最高矿上之一	11
3.5 东晟矿业：25 万吨/年产能投产在即	12
3.6 光大矿业：矿石采选能力 30 万吨/年	12
3.7 赤峰金都：矿石采选能力 30 万吨/年	13
3.8 金山矿业：主力银矿，产能提升在即	14
3.9 德运矿业：巩固公司白银龙头地位	14
3.10 金业环保：切入新能源金属赛道	15
4. 白银价格仍有较大上涨空间	15
4.1 白银价格受金融属性及商品属性共同驱动	15
4.2 黄金上行将带动白银中枢抬升	15
4.3 经济修复推动白银需求边际改善	20
4.4 金银比仍有向下修复需求及空间	21
5. 投资建议	22
6. 风险提示	23
7. 盈利预测	23

图 片

图 1：公司主营业务营收占比（%）	4
图 2：公司主营业务毛利润占比（%）	4
图 3：2020 年上半年铅、锌价格同比大幅下跌（元/吨、元/千克）	6
图 4：黄金白银价格同涨同跌（美元/盎司）	16
图 5：零利率下美国国债收益率低位运行（%）	16
图 6：美联储资产负债表快速膨胀（十亿美元）	16
图 7：美国国债总额迅速增加（十亿美元）	17
图 8：美元流动性危机解除	17
图 9：美国新冠新增感染人数仍在高位（人/日）	17
图 10：欧、日、美新冠新增感染人数（人/日）	17
图 11：联邦政策财政赤字大幅增长（亿美元，%）	18
图 12：美元指数进入下行通道	18
图 13：美国经济修复 PMI 在荣枯线上方	18

图 14: 美国消费者信心止跌待回升	18
图 15: 美国领取失业救济金人数下滑 (人)	19
图 16: 美国产能利用率及工业品价格回升 (%)	19
图 17: 美国住宅市场回暖	19
图 18: 美国消费修复 (十亿美元)	19
图 19: 耐用品消费改善势头良好 (十亿美元, %)	19
图 20: 非耐用品消费改善势头良好 (十亿美元, %)	19
图 21: 通胀预期持续回升驱动黄金价格上行 (%, 美元/盎司)	20
图 22: 全球白银供需 (百万盎司)	20
图 23: 金银比仍有修复空间	21

表 格

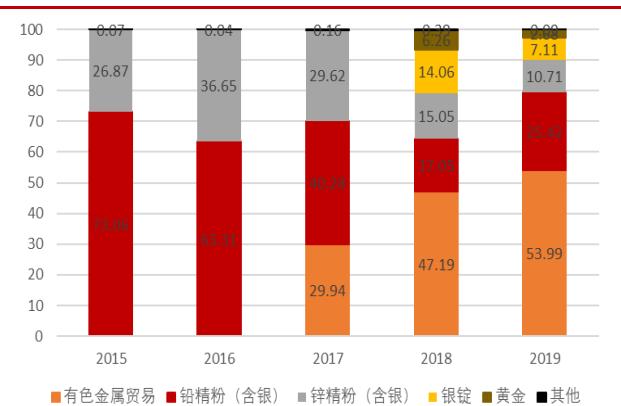
表 1: 公司下属矿业子公司情况	5
表 2: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	7
表 3: 扣除非经常性损益加权 ROE (%)	7
表 4: 单季度营业收入同比增长率 (%)	8
表 5: 销售毛利率 (%)	8
表 6: 商誉 (亿元)	8
表 7: 总资产周转率	8
表 8: 资产负债率 (%)	9
表 9: 流动比率	9
表 10: 公司资源储量 (金属吨)	10
表 11: 公司矿石采选能力 (万吨/年)	11
表 12: 2017-2019 年公司金属产量 (金属吨, %)	11
表 13: 旗拜仁达坝银多金属矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	12
表 14: 巴彦乌拉矿区银多金属矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	12
表 15: 克什克腾旗大地银铅锌矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	13
表 16: 克什克腾旗十地银铅锌矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	13
表 17: 新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	14
表 18: 巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区矿资源储量 (吨, 克/吨, %)	15
表 19: 历史上较大的金银比修复 (美元/盎司)	22
表 20: 估值比较 (按 2020/8/31 收盘价计算)	23
表 21: 金属价格假设 (元/克, 元/千克, 元/吨)	23
表 22: 营收预测 (亿元)	24
表 23: 利润表 (百万元)	24

1. 以铅、锌、银为基础，未来向贵金属、新能源金属延伸

1.1 铅精粉、锌精粉、银锭贡献主要毛利润

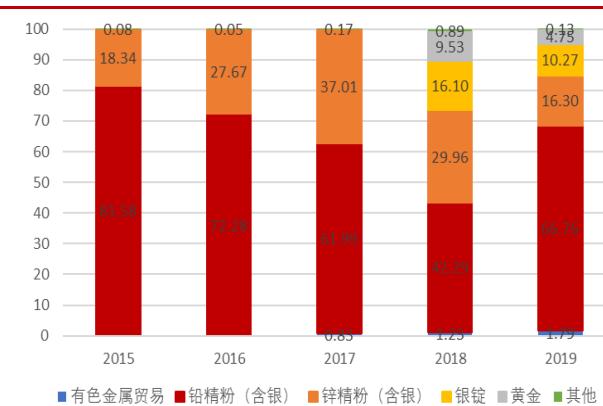
公司主营业务为有色金属矿采选，公司主要产品为银锭（国标 1#、2#）、黄金以及含银铅精粉、锌精粉（银单独计价）。2019 年，公司铅精粉（含银）、锌精粉（含银）、银锭、黄金毛利润占公司总毛利润比例分别为 66.76%、16.30%、10.27%、4.75%。公司生产所需主要原料为自采矿石，生产模式是按计划流水线生产。公司产品主要销往下游冶炼厂和金属材料加工企业，部分向贸易商销售，再由贸易商向冶炼厂销售；产品销售价格参考上海有色金属网、上海华通网的金属价格。

图 1：公司主营业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司主营业务毛利润占比 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 当前矿产资源以铅、锌、银为主

截止 2019 年末，公司拥有 6 下属矿业子公司，拥有铅、锌、银、金、锰金属资源；2019 年，公司矿石年采选能力为 198 万吨。截止 2020 年 6 月末，公司在产矿山 4 家，包括银都矿业拥有的拜仁达坝银多金属矿、金山矿业拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿、光大矿业拥有的克什克腾旗大地银铅锌矿以、赤峰金都拥有的克什克腾旗十地银铅锌矿；尚未投产的矿山 2 家：东晟矿业拥有的克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿，已于 2019 年 12 月取得生产规模为 25 万吨/年的《采矿许可证》，投产前的相关工作正在积极筹备中；德运矿业拥有的阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿正在办理探转采的相关手续。

银都矿业、光大矿业和赤峰金都主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉；金山矿业主要产品为银锭（国标 1#、2#）、黄金，是其子公司国金国银将金山矿业生产出的粗银精炼后的最终产品。公司通过控股子公司盛达光彩开展金属商品贸易业务，为客户提供购销渠道服务。

表 1：公司下属矿业子公司情况

子 公 司	持股比例 (%)	是否已投产 (截止 2020 年 6 月)	矿山	采矿权		探矿权	
				数 量	项 目	数 量	项 目
银 都 矿 业	62.96%	√	克什克腾旗 拜仁达坝银 多金属矿	/	/	/	/
东 晟 矿 业	44%	×	克什克腾旗 巴彦乌拉矿 区银多金属 矿	1	巴彦乌拉银多 金属矿采矿权	3	巴彦乌拉银多金属矿深部普查 探矿权、乌尼克吐铅锌矿勘探 探矿权、达赖哈特铅锌矿勘探 探矿权
光 大 矿 业	100%	√	克什克腾旗 大地银铅锌 矿	1	拥有克什克腾 旗大地矿区银 铅锌矿采矿权	/	/
赤 峰 金 都	100%	√	克什克腾旗 十地银铅锌 矿	2	拥有白音查干 采矿权、十地 采矿权	2	十地外围探矿权、官地探矿权
金 山 矿 业	67%	√	新巴尔虎右 旗额仁陶勒 盖银矿	1	额仁陶勒盖采 矿权	2	额仁陶勒盖外围探矿权和额仁 陶勒盖深部探矿权
德 运 矿 业	54%	×	阿鲁科尔沁 旗巴彦包勒 格区银多金 属矿	/	/	1	巴彦包勒格区银多金属矿探矿 权

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 未来着重布局贵金属、新能源金属资源

2019 年 1 月，公司收购金山矿业 67% 股权，布局银矿资源，获得银金属资源量 2,307.41 吨（按 67% 权益）。2019 年 12 月，公司成为金业环保第一大股东，正式进军新能源金属业务。金业环保项目建成后，公司将具备年处置 20 万吨含镍危废的能力，年产 1 万吨电解镍，以及铜粉、碳酸钴等材料。2020 年 5 月，金业环保取得首期 6 万吨/年危险废物经营许可证，公司从单纯的矿山采选业务，升级为集原生矿山采选、城市矿山开发为一体的资源企业。

未来，公司计划通过国内外并购、探矿增储等方式扩充资源储量。公司董事会制定的年内争取完成一个矿山项目的并购目标，截止 2020 年 6 月，公司已实地考察项目 20 余项，储备了较为丰富的并购标的；在资源品种选择上将偏重贵金属、新能源金属（镍、

钴、锰)等资源。公司远景计划成为具有规模优势、特色品种的大型稀贵金属矿企。

2. 盈利能力优于可比公司

2.1 上半年疫情冲击不改向上趋势

2020年上半年，公司实现营业收入4.92亿元，同比-57.5%，实现归母净利润0.19亿元，同比-90.94%，主要受疫情影响，公司所属矿山人员返工受限，开工时间推迟1-2个月，导致有色金属采选业务产量减少；由于交通受限，铅、锌精矿(含银)销售量下降，并且金山矿业由于历史生产周期原因，其银锭未作销售；由于全球经济下行，上半年铅锌价格低于去年同期。

短期：2020年上半年，子公司金山矿业并未销售银锭，铅精矿、锌精矿销量受到疫情压制，下半年随着全球主要经济体步入经济修复进程，预计公司主要产品铅、锌、白银工业需求环比回升，销量在下半年集中释放。同时，铅、锌、白银价格均于4月后呈上升趋势，下半年价格均值有望高于上半年。此外，金山矿业年产3.5万吨一水硫酸锰项目完成主要设备的安装，预计2020年8月份投产试车，正式投产后将完成对银、锰、金的全部有效提取和利用，后续将带来增量利润；2020年5月，金业环保取得一期6万吨/年危险废物经营许可证，许可收集、贮存和利用六大类31小类固体危险废物，城市矿山业务正式开启。伴随公司主营产品价格回升，新业务落地贡献增量利润，2020年全年归母净利润降幅将大幅收窄。

中期：孙公司东晟矿业（拥有克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿，主要采选铅、锌、银矿）已于2019年12月取得生产规模为25万吨/年的《采矿许可证》；子公司德运矿业（拥有阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿，主要采选铅、锌、银矿）正在办理探转采手续；此外，公司董事会制定的年内争取完成一个矿山项目的并购目标。公司增储扩产路径清晰，未来业绩提升可期。

图3：2020年上半年铅、锌价格同比大幅下跌（元/吨、元/千克）



数据来源：wind，东莞证券研究所

2.2 ROE 高于可比公司

公司营收质量较优，2016-2019 年现金收入比高于 100%，期间现金收入比的加权均值高于可比公司。

2015-2019 年，公司 ROE（扣除非经常性损益、加权）稳步提升，且期间 ROE 的加权平均值高于可比公司；2018-2019 年，公司单季营收同比增速有 6 个季度高于 15%，次数多于可比公司；2017 年-2019 年，受铅价格大幅下跌影响（期间公司铅精粉毛利润占比均值为 57%），期间公司销售毛利率下降显著，但并未落后于可比公司，未来随着铅价格回升及新业务开展，公司毛利率有望反弹。

2015-2019 年，公司完成收购光大矿业、赤峰金都、金山矿业、德运矿业、金业环保等优质资产，收购价格合理，并未形成商誉。2015-2019 年，公司总资产周转率的加权平均值高于可比公司，体现了较优的营运能力。

2020 年 6 月末，公司资产负债率为 41.49%，处于合理水平；公司流动比率为 0.95，较 2019 年末下降 0.18，主要是货币资金减少及短期借款增加所致；公司流动比率与铅锌类矿企行业特征。

表 2：销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H	≥100 期数
盛达资源	95.82	121.17	169.61	135.22	106.95	163.99	4
银泰黄金	95.89	169.04	108.94	110.46	112.04		4
兴业矿业	70.95	95.45	100.73	107.57	124.13		3

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 3：扣除非经常性损益加权 ROE (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H	2015-2019 年 加权平均
盛达资源	30.83	11.90	9.66	10.67	18.56	-1.66	15.04
银泰黄金	5.91	5.75	7.53	7.93	9.84		7.89
兴业矿业	-0.90	3.32	11.14	-3.14	-1.53		1.39

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：2015-2019年加权平均=30%*2019年ROE+25%*2018年ROE +20%*2017年ROE +15%*2016年ROE +10%*2015年ROE

表 4：单季度营业收入同比增长率 (%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
盛达资源	483.93	30.84	106.35	60.00	89.93	0.92	-23.45	99.61
银泰黄金	202.27	135.66	154.30	44.54	33.14	12.14	-14.72	10.69
兴业矿业	28.23	49.76	1.43	-1.55	-60.46	-75.92	-65.34	-52.68

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 5：销售毛利率 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H	2015-2019 年 加权平均
盛达资源	79.23	78.35	56.60	34.62	31.13	17.87	48.99
银泰黄金	78.00	77.27	52.50	29.67	30.20		46.37
兴业矿业	31.78	44.69	63.54	62.09	48.84		52.76

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：2015-2019年加权平均=30%*2019年毛利率+25%*2018年毛利率 +20%*2017年毛利率 +15%*2016年毛利率 +10%*2015年毛利率

表 6：商誉 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
盛达资源	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
银泰黄金	0.00	0.00	0.00	4.52	4.52	
兴业矿业	0.00	2.06	2.06	2.06	1.93	

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 7：总资产周转率

	2015	2016	2017	2018	2019	2015-2019 年 加权平均
盛达资源	0.65	0.32	0.36	0.70	0.72	0.58
银泰黄金	0.15	0.16	0.29	0.60	0.46	0.38
兴业矿业	0.21	0.13	0.22	0.27	0.10	0.18

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：2015-2019年加权平均=30%*2019年总资产周转率+25%*2018年总资产周转率 +20%*2017年总资产周转率

+15%*2016年总资产周转率 +10%*2015年总资产周转率

表 8：资产负债率 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
盛达资源	25.29	6.85	17.60	42.08	38.76	41.49
银泰黄金	5.23	4.40	6.73	12.07	14.93	
兴业矿业	33.72	50.15	42.39	42.78	42.01	

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 9：流动比率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
盛达资源	0.63	5.79	1.87	0.74	1.13	0.95
银泰黄金	5.85	4.44	9.95	3.22	2.02	
兴业矿业	0.66	0.80	0.50	0.36	0.27	
铅锌类矿企均值	0.82	1.51	1.59	1.14	0.93	
中金岭南	0.92	0.96	1.28	1.12	1.06	
兴业矿业	0.66	0.80	0.50	0.36	0.27	
盛达资源	0.63	5.79	1.87	0.74	1.13	0.95
国城矿业	1.54	3.88	6.45	4.24	1.30	
锌业股份	1.40	1.36	1.53	1.20	1.45	1.34
中色股份	1.05	1.08	1.23	1.41	1.07	
罗平锌电	0.58	0.61	1.35	0.88	1.15	0.93
宏达股份	0.90	0.87	0.97	0.43	0.38	
西藏珠峰	0.73	1.16	1.47	1.56	1.49	
驰宏锌锗	0.29	0.38	0.56	0.39	0.30	
豫光金铅	1.00	1.23	1.26	1.23	1.22	
株冶集团	0.48	0.60	0.55	0.98	0.83	0.93
华钰矿业	0.39	1.52	2.22	0.65	0.48	
西部矿业	0.96	0.88	0.97	0.75	0.92	0.78

资料来源：wind，东莞证券研究所

3. 白银储量优势突出

3.1 白银资源储量近万吨

截止 2020 年 6 月末，公司拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、赤峰金都、东晟矿业、德运矿业 6 家矿业子公司，公司所拥有的矿产资源地质储量规模大且品位高。截止 2019 年末，按 100%权益计算，公司采矿+探矿权合计保有矿石量 57,956,869.00 吨、银金属量 8,965.08 吨、铅金属量 477,645.78 吨、锌金属量 1,145,042.70 吨，其中子公司德运矿业采矿权内保有矿石量、银金属量、铅金属量、锌金属量分别为 16,359,829.00 吨、1,343.23 吨、49,026.42 吨、352,423.39 吨。

按对子公司持股比例计算，公司保有矿石量 40,428,490.72 吨，银金属量 6,196.96 吨，铅金属量 372,523.62 吨，锌金属量 803,699.03 吨，其中子公司德运矿业采矿权内保有矿石量、银金属量、铅金属量、锌金属量分别为 8,834,307.66 吨、725.34 吨、26,474.27 吨、190,308.63 吨。

表 10：公司资源储量（金属吨）

金属	100%权益储量	按持股比例储量
其他子公司：银	7,621.85	5,471.62
德运矿业：银	1,343.23	725.34
银合计	8,965.08	6,196.96
其他子公司：铅	428,619.36	346,049.35
德运矿业：铅	49,026.42	26,474.27
铅合计	477,645.78	372,523.62
其他子公司：锌	792,619.31	613,390.40
德源矿业：锌	352,423.39	190,308.63
锌合计	1,145,042.70	803,699.03
其他子公司：矿石	41,597,040.00	31,594,183.06
德运矿业：矿石	16,359,829.00	8,834,307.66
矿石合计	57,956,869.00	40,428,490.72

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

注：德运矿业为探矿权内资源储量。

3.2 积极拓展资源储量

公司董事会制定了 2020 年内争取完成一个矿山项目并购目标，截止 2020 年 6 月已实地考察项目 20 余项，储备了较丰富的并购标的。公司控股股东盛达集团在金融领域广泛布局，是兰州银行第二大股东，并控股甘肃省首家地方性混合所有制金融资产管理公司，与公司业务发展产生协同效应。公司同时布局城市矿山，于 2019 年底成功收购金业环保 49% 股份，成为其第一大股东。金业环保项目全部建成后，将具备年处置 20 万吨含镍危废的能力，年产 1 万吨电解镍，以及铜粉、碳酸钴等材料。

3.3 矿石采选能力有望提升 34%

截止 2020 年 6 月末，公司在产矿山 4 家，待投产矿山两家（东晟矿业、德运矿业），2019 年矿石采选处理能力为 198 万吨/年。子公司金山矿业年产 3.5 万吨一水硫酸锰项目预计 2020 年 8 月投产试车。截止 2019 年末，子公司金山矿业采选处理能力为 48 万吨/年，根据 2018 年 11 月公告《重大资产购买暨关联交易报告书(修订稿)》，金山矿业正在申请办理生产规模 90 万吨/年采矿权证。2019 年 12 月，孙公司东晟矿业（主要采选铅、锌、银矿）取得生产规模为 25 万吨/年的《采矿许可证》。子公司德运矿业（主要采选铅、锌、银矿）正在办理探转采手续。预计上述扩产计划将为公司带来新增矿石采选处理能力至少 67 万吨/年。

近年，公司积极对旗下矿山扩建增产，铅、锌、银金属产量实现较快增长，2018年、2019年增速分别为34.5%、33.8%、11.3%，以及27.5%、16.0%、24.9%。

表 11：公司矿石采选能力（万吨/年）

子公司	持股比例 (%)	是否已投产（截止 2020 年 6 月）	矿山	现有矿石采选能 力（万吨/年）	未来规划新增矿 石采选能力（万 吨/年）
银都矿业	62.96%	√	克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿	90	
东晟矿业	44%	×	克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿	0	25
光大矿业	100%	√	克什克腾旗大地银铅锌矿	30	
赤峰金都	100%	√	克什克腾旗十地银铅锌矿	30	
金山矿业	67%	√	新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿	48	42
德运矿业	54%	×	阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区银多金属矿	0	
合计				198	67

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 12：2017-2019 年公司金属产量（金属吨，%）

	2017	2018	2019
铅	11,249.18	15,124.69	19,289.44
yoY		34.5%	27.5%
锌	19,308.39	25,842.34	29,983.31
yoY		33.8%	16.0%
银	154.28	171.76	214.57
yoY		11.3%	24.9%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.4 银都矿业：主力矿山，国内毛利率最高矿上之一

子公司银都矿业（公司持股62.96%）为公司主力矿山，拥有拜仁达坝银多金属矿，资源品位高、储量丰富、服务年限长，是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一，一直维持在80%左右；按单一元素计量，该矿山银、锌的金属储量均达到大型标准，铅的金属储量达到中型标准。银都矿业主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉，采用地

下开采方式，选矿工艺采用优先浮选工艺流程，优先选铅（含银），再选锌，现有矿石采选 90 万吨/年。

截止 2019 年末，银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有矿石量(111b+122b+333)997.034 万吨，保有银金属量 2278.03 吨，银平均品位 228.42 克/吨，铅金属量 212129.61 吨，铅平均品位为 2.13%，锌金属量 446512.18 吨，锌平均品位为 4.48%。

表 13：旗拜仁达坝银多金属矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
矿石（吨）	111b+122b+333	9,970,340.00	6,277,326.06	
银（吨）		2,278.03	1,434.25	228.42 克/吨
铅（吨）		212,129.61	133,556.80	2.13%
锌（吨）		446,512.18	281,124.07	4.48%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.5 东晟矿业：25 万吨/年产能投产在即

孙公司东晟矿业（银都矿业控股，公司持股 70%）拥有克什克腾旗巴彦乌拉矿区银多金属矿，已于 2019 年 12 月取得生产规模为 25 万吨/年的《采矿许可证》，其他投产前的相关工作正在开展，该矿区将作为银都矿业的分采区，进一步提升银都矿业的供矿能力。

东晟矿业拥有巴彦乌拉银多金属矿采矿权，及巴彦乌拉银多金属矿深部普查探矿权、乌尼克吐铅锌矿勘探探矿权、达赖哈特铅锌矿勘探探矿权。截止 2019 年末，东晟矿业巴彦乌拉矿区累计查明矿石量（121b+122b+333）267.70 万吨，银金属量 566.55 吨，铅 13324 吨，锌 46136 吨。

表 14：巴彦乌拉矿区银多金属矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
矿石（吨）	121b+122b+333	2,677,000.00	1,873,900.00	
银（吨）		566.55	396.59	
铅（吨）		13,324.00	9,326.80	
锌（吨）		46,136.00	32,295.20	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.6 光大矿业：矿石采选能力 30 万吨/年

子公司光大矿业（公司持股 100%）拥有克什克腾旗大地银铅锌矿，选矿采用“优先选铅（含银）再选锌”的工艺流程，矿石采选能力 30 万吨/年，主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉。

光大矿业拥有克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿权。截止 2019 年末，光大矿业大地矿区采矿许可证范围内保有资源量(331+332+333)：主矿产：铅锌矿，矿石量 533.10 万吨，铅金属量 87439.95 吨，铅平均品位 1.64%，锌金属量 184313.55 吨，锌平均品位 3.46%。共生矿产：银，矿石量 300.06 万吨，银金属量 500.96 吨，银平均品位 166.95 克/吨。伴生矿产：银矿，矿石量 251.03 万吨，银金属量 81.29 吨，银平均品位 32.38 克/吨。

表 15：克什克腾旗大地银铅锌矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
矿石 (吨)	331+332+333	5,331,000.00	5,331,000.00	
铅 (吨)		87,439.95	87,439.95	1.64%
锌 (吨)		184,313.55	184,313.55	3.46%
共生银 (吨)		500.96	500.96	166.95 克/吨
伴生银 (吨)		81.29	81.29	32.38 克/吨

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.7 赤峰金都：矿石采选能力 30 万吨/年

子公司赤峰金都（公司持股 100%）拥有克什克腾旗十地银铅锌矿，矿石采选能力 30 万吨/年，主要产品为含银铅精粉（银单独计价）、锌精粉。

赤峰金都拥有白音查干采矿权、十地采矿权，以及十地外围探矿权、官地探矿权。截止 2019 年末，赤峰金都十地矿区银铅锌矿采矿许可证范围内保有银铅锌矿资源储量(331+332+333)：主矿产：铅锌矿，矿石量 693.16 万吨，铅金属量 115725.80 吨，铅平均品位 1.67%；锌金属量 115657.58 吨，锌平均品位 1.67%。共生矿产：银矿，矿石量 257.56 万吨，银金属量 681.37 吨，银平均品位 264.55 克/吨。伴生矿产：铜矿，矿石量 693.16 万吨，铜金属量 7596.19 吨，铜平均品位 0.11%。伴生矿产：银矿，矿石量 435.62 万吨，银金属量 69.75 吨，银平均品位 16.01 克/吨。

表 16：克什克腾旗十地银铅锌矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
矿石 (吨)	331+332+333	6,931,600.00	6,931,600.00	
铅 (吨)		115,725.80	115,725.80	1.67%
锌 (吨)		115,657.58	115,657.58	1.67%
共生银 (吨)		681.37	681.37	264.55 克/吨
伴生银 (吨)		69.75	69.75	16.01 克/吨
伴生铜 (吨)		7,596.19	7,596.19	0.11%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.8 金山矿业：主力银矿，产能提升在即

子公司金山矿业（公司持股 67%）拥有新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿，是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，资源开发前景广阔，特别是银、锰资源储量丰富；主要产品为银锭（国标 1#、2#）和黄金，是其子公司国金国银将金山矿业生产出的粗银精炼后的最终产品。金山矿业由于生产周期的原因，产出银锭时间较晚，上半年基本不销售，当期产品的销售主要集中在下半年。2020 年，叠加疫情影响，金山矿业上半年未实现产品销售，将在下半年集中销售。

金山矿业生产过程中产生的锰银混合精矿将作为公司的一水硫酸锰生产线的原料。高纯硫酸锰主要用于制备新能源电池正极三元材料（镍钴锰酸锂）的前驱体；工业级一水硫酸锰则是重要的微量元素肥料之一，在畜牧业和饲料业中作饲料添加剂。金山矿业年产 3.5 万吨一水硫酸锰项目完成主要设备的安装，正在进行设备调试，预计 2020 年八月份投产试车；项目投产后，将完成对银、锰、金的全部有效提取和利用，并对金山矿业贡献利润。

金山矿业采用地下开采方式，采用粗碎+半自磨+磁选+两段闭路磨矿+浸出+联合洗涤+锌粉置换的工艺流程，精炼方面采用湿法电解提纯工艺，现有矿石采选能力 48 吨/年，90 万吨/年采矿权证的申办手续正在办理中。

金山矿业拥有额仁陶勒盖采矿权，以及额仁陶勒盖外围探矿权和额仁陶勒盖深部探矿权。截止 2019 年末，金山矿业额仁陶勒盖矿区保有资源量:(121b+122b+333)矿石量 1668.71 万吨，银金属量 3443.90 吨，平均品位 206.38 克/吨；金金属量 10129.30 公斤，平均品位 0.607 克/吨；锰金属量 384991.20 吨，平均品位 2.307%。

表 17：新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
矿石（吨）	121b+122b+333	16,687,100.00	11,180,357.00	
银（吨）		3,443.90	2,307.41	206.38 克/吨
金（吨）		10.13	6.79	0.607 克/吨
锰（吨）		384,991.20	257,944.10	2.31%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.9 德运矿业：巩固公司白银龙头地位

2019 年 9 月，公司收购了德运矿业 54% 的股权。收购完成后，公司白银储量接近万吨，进一步巩固公司白银龙头地位。德运矿业拥有的阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿目前正在办理探转采的相关手续。截止 2019 年末，德运矿业持有的巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区资源储量：银矿体（332+333）矿石量 5005578 吨，银金属量 945.97 吨，平均品位 189.0 克/吨。共生矿产资源量（金属量）：铅 16930.47 吨，品位 1.88%；锌 9540.95 吨，品位 2.10%。伴生矿产资源量（金属量）：铅 16520.46 吨，品位

0.50%；锌 30432.04 吨，品位 0.70%。锌矿体（332+333）矿石量 11354,251 吨，锌金属量 312450.40 吨，平均品位 2.75%。伴生矿产资源量（金属量）：银 397.26 吨，品位 35.0 克/吨；铅 15575.49 吨，品位 0.37%。

表 18：巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区矿资源储量（吨，克/吨，%）

金属	标准	金属量（按 100% 权益）	金属量（按持股比例）	品位
银矿体：矿石（吨）	332+333	5,005,578.00	2,703,012.12	
银矿体：银（吨）		945.97	510.82	189.00 克/吨
银矿体：共生铅（吨）		16,930.47	9,142.45	1.88%
银矿体：共生锌（吨）		9,540.95	5,152.11	2.10%
银矿体：伴生铅（吨）		16,520.46	8,921.05	0.50%
银矿体：伴生锌（吨）		30,432.04	16,433.30	0.70%
锌矿体：矿石（吨）	332+333	11,354,251.00	6,131,295.54	
锌矿体：锌（吨）		312,450.40	168,723.22	2.75%
锌矿体：伴生银（吨）		397.26	214.52	35 克/吨
锌矿体：伴生铅（吨）		15,575.49	8,410.76	0.37%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.10 金业环保：切入新能源金属赛道

2019 年底公司成为金业环保第一大股东。2020 年 5 月，金业环保取得一期 6 万吨/年危险废物经营许可证，许可收集、贮存和利用六大类 31 小类固体危险废物。取得危废经营许可证后，金业环保迅即与省内外产废单位对接业务，随着危废物料快速收储到位，生产线也已正式投运。金业环保项目全部建成后，将具备年处置 20 万吨含镍危废的能力，年产 1 万吨电解镍，以及铜粉、碳酸钴等材料。

4. 白银价格仍有较大上涨空间

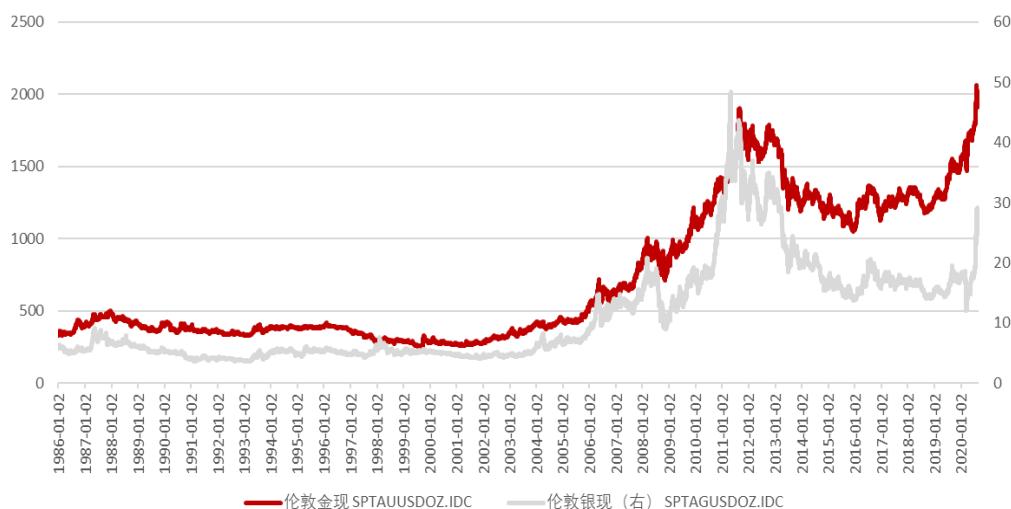
4.1 白银价格受金融属性及商品属性共同驱动

白银价格受其金融属性及商品属性共同驱动，金融属性表现为价格走势与黄金趋同；商品属性则为白银消费需求的拉动作用；此外，金银比体现白银价格的相对高低，白银价格受金银比均值回归牵引。

4.2 黄金上行将带动白银中枢抬升

从历史看，白银价格走势与黄金价格趋同，两者具有较强的正相关关系，同涨同跌，并且振幅往往大于黄金。全球宽松的货币环境+美元指数处于下行通道+美国通胀预期抬升背景下，黄金价格将震荡上行至新一轮美元加息周期开启，而白银与黄金同涨同跌，将带动白银价格中枢继续抬升。

图 4：黄金白银价格同涨同跌（美元/盎司）



数据来源：wind, 东莞证券研究所

4.2.1 黄金不具备大幅下跌基础

黄金价格走势与美元实际收益率负相关的分析框架依然有效。从实际收益率出发， $\text{实际收益率} = \text{名义收益率} - \text{预期通胀率}$ ，推出黄金价格与名义利率负相关，与预期通胀率正相关。实际分析中，常用 10 年期国债收益率作为观察美元收益率的指标。2020 年 3 月，美联储将联邦基金利率目标区间降至 0 至 0.25%，10 年期国债收益率下降空间见底，而受零利率牵引，上涨空间受限，预期 10 年期国债利率将窄幅震荡。至此，黄金受益于美元利率下降的上涨阶段基本走完。

为修复疫情对经济的冲击，美联储实施不设限的量化宽松政策，并配合美国政府大规模财政刺激，大量购买美国国债，开启财政赤字货币化之路。欧美国家实施与美国类似的宽松货币政策及大规模财政刺激。在上述背景下，美元流动性危机于 2020 年 3 月末逐步解除，再次发生流动性紧张概率较低。

美元收益率低位运行、宽松的货币环境、充足的流动性，决定金价不具备大幅下行基础。

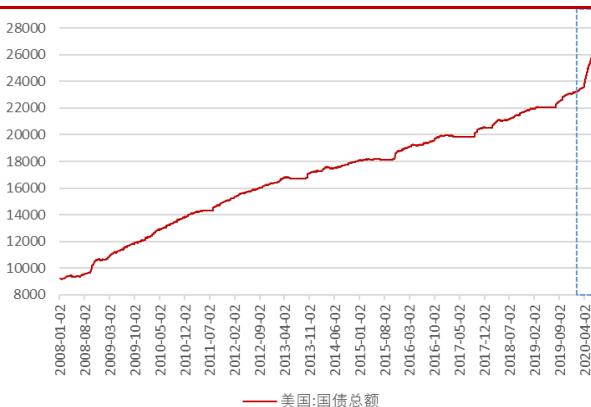
图 5：零利率下美国国债收益率低位运行（%）

图 6：美联储资产负债表快速膨胀（十亿美元）

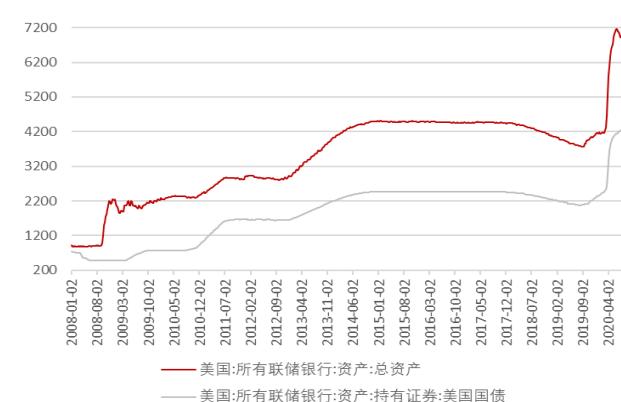


资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 7：美国国债总额迅速增加（十亿美元）



资料来源：wind, 东莞证券研究所



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 8：美元流动性危机解除



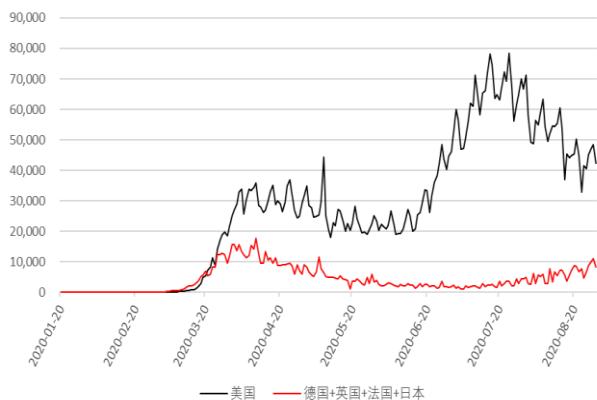
资料来源：wind, 东莞证券研究所

4.2.2 美元处于下行通道，驱动黄金价格上行

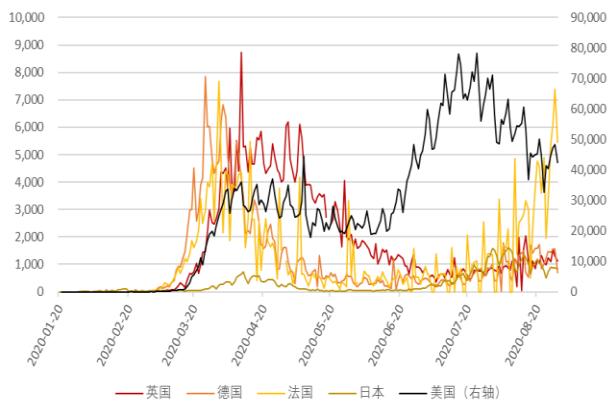
美国在疫情未受控情况下，强行重启经济，新冠新增感染人数仍在高位，市场对美国经济修复是否通畅存有忧虑。西欧及日本疫情率先于美国得到控制，美元相对欧元、英镑走弱。美国实施规模空前的财政刺激，导致政府负债迅速攀升，美元信用度下降。美元指数下行将驱动以美元计价的黄金价格走高。

图 9：美国新冠新增感染人数仍在高位（人/日）

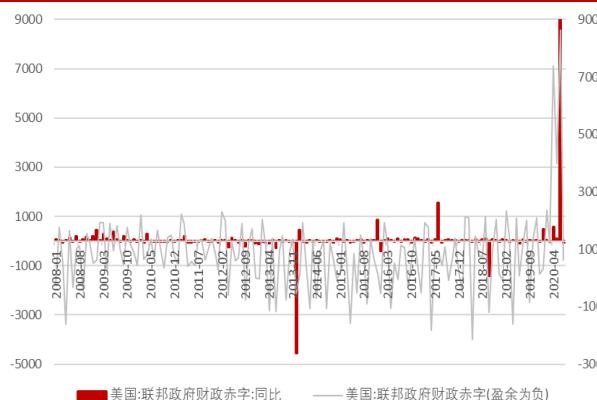
图 10：欧、日、美新冠新增感染人数（人/日）



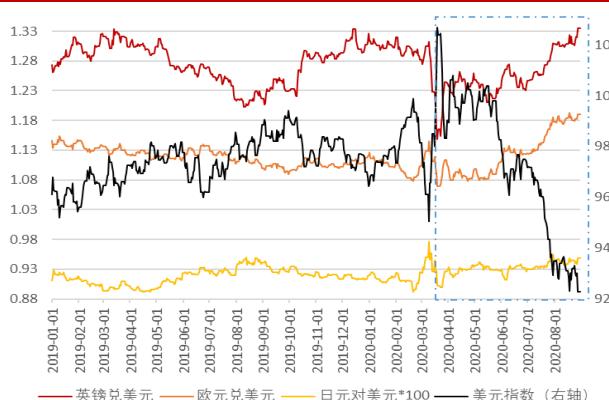
资料来源：wind, 东莞证券研究所



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 11：联邦政策财政赤字大幅增长 (亿美元, %)


资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 12：美元指数进入下行通道


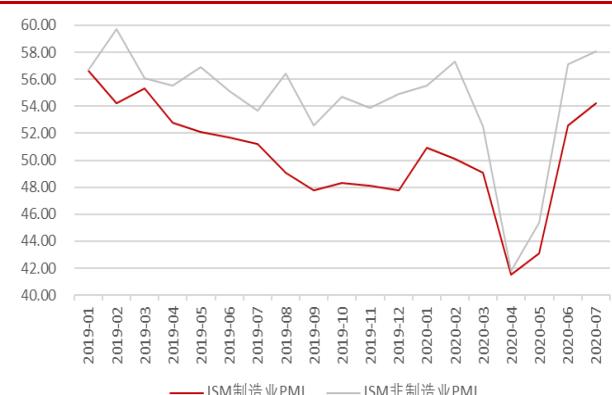
资料来源：wind, 东莞证券研究所

4.2.3 美国经济修复，通胀预期持续抬升，驱动黄金上行

随着美国各州解除封锁，货币、财政刺激双管齐下，2020 年 6、7 月，美国 ISM 制造业及非制造业 PMI 均站上荣枯线，工业部门产能利用率回升，PPI 同比跌幅收窄，企业部门边际改善趋势显著。初次申领失业救济金及持续领取失业救济金人数大幅减少，耐用品、非耐用品消费月度同比增速高于疫情水平，住宅市场边际回升接近疫情前水平，但消费贷款规模尚未恢复，预计后续将回升至疫情水平。

在宽松的货币环境下，黄金价格不具有大幅下跌基础，随着美国各项经济指标边际改善，通胀预期持续抬升；2020 年 6 月 27 日美联储主席鲍威尔表示“委员会现在寻求实现平均 2% 的通胀率，将允许通胀率“适度”高于 2%，以抵消疲弱期的影响”，提高了阶段性的通胀容忍度，有助于通胀预期持续上升。通胀预期接替国债收益率成为驱动黄金上涨的主动能，黄金第二阶段上行行情以开启。

图 13：美国经济修复 PMI 在荣枯线上方
图 14：美国消费者信心止跌待回升



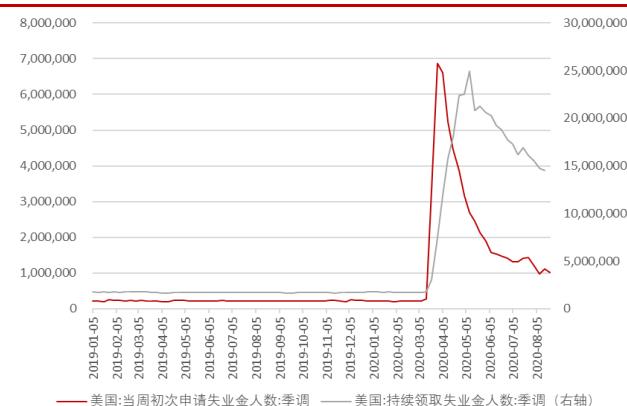
资料来源：wind, 东莞证券研究所



资料来源：wind, 东莞证券研究所

注：1966 年 2 季 = 100

图 15：美国领取失业救济金人数下滑（人）



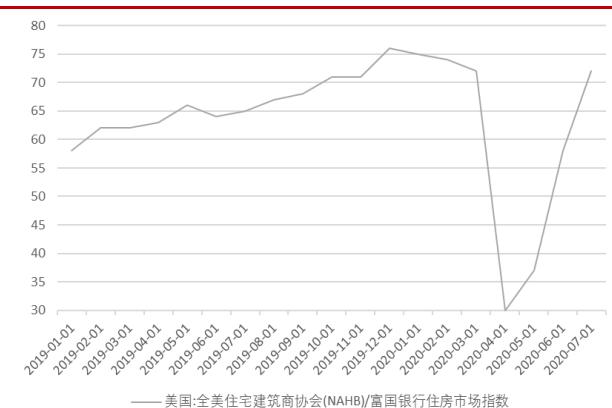
资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 16：美国产能利用率及工业品价格回升（%）



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 17：美国住宅市场回暖



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 18：美国消费修复（十亿美元）



资料来源：wind, 东莞证券研究所

注：不变价基期为 2012 年

图 19：耐用品消费改善势头良好（十亿美元，%）

图 20：非耐用品消费改善势头良好（十亿美元，%）

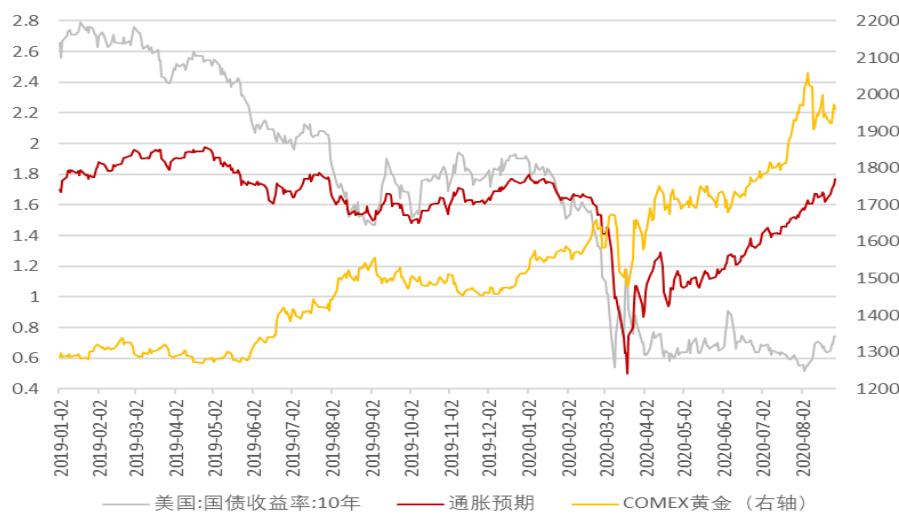


资料来源：wind, 东莞证券研究所



资料来源：wind, 东莞证券研究所

图 21：通胀预期持续回升驱动黄金价格上行（%，美元/盎司）



数据来源：wind, 东莞证券研究所

4.3 经济修复推动白银需求边际改善

白银在制造业主要应用于首饰、银币银条奖牌、银器具、及工业领域。由于白银具有良好的延展性、导电性和热导率，工业领域消费占比达白银总需求约 50%。工业应用包括电子电池、太阳能电池板、催化剂、摄影等。白银传统消费领域首饰、银币银条奖牌等随着经济修复，预计其需求将边际回升。电子产品不断创新，5G 网络普及，新能源车步入高增长阶段，以及未来光伏平价上网带来的长期景气，白银工业消费需求改善将更为显著。

图 22：全球白银供需（百万盎司）

Million ounces	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2019	2020
Supply												
Mine Production	760.1	792.7	840.3	877.5	892.9	892.3	863.4	847.8	836.5	797.8	-1%	-5%
Recycling	232.9	216.0	192.7	174.9	166.5	164.4	167.7	167.7	169.9	169.4	1%	-0.3%
Net Hedging Supply	11.9	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.7	10.0	na	-36%
Net Official Sector Sales	4.8	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.0	-15%	0%
Total Supply	1,009.7	1,012.4	1,034.7	1,064.2	1,062.6	1,057.8	1,032.2	1,016.8	1,023.1	978.1	1%	-4%
Demand												
Industrial	508.1	450.5	460.8	449.6	456.2	490.3	517.2	511.5	510.9	475.4	-0.1%	-7%
...of which photovoltaics	68.4	55.0	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	96.1	7%	-3%
Photography	61.6	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	34.2	33.7	30.5	-1%	-10%
Jewelry	162.2	159.2	187.1	193.5	202.6	189.2	196.3	203.1	201.3	187.5	-1%	-7%
Silverware	41.5	40.1	45.7	52.4	56.6	52.3	57.7	65.4	59.8	54.3	-9%	-9%
Net Physical Investment	272.0	240.8	300.1	282.6	310.4	213.9	156.2	165.7	186.1	215.8	12%	16%
Net Hedging Demand	-	40.4	29.3	-	-	12.0	2.1	8.4	-	-	na	na
Total Demand	1,045.4	983.5	1,068.9	1,021.6	1,067.0	995.5	964.7	988.3	991.8	963.4	0%	-3%
Market Balance												
Net Investment in ETPs	-35.7	28.9	-34.2	42.6	-4.4	62.3	67.5	28.5	31.3	14.7	10%	-53%
Market Balance less ETPs	-16.9	-24.7	-38.8	43.1	12.8	11.3	60.7	50.8	-50.4	-105.3	na	109%
Silver Price (US\$/oz, London price)	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	15.70	3%	-3%

数据来源：世界白银协会，Metals Focus，东莞证券研究所

4.4 金银比仍有向下修复需求及空间

从 1986 年至今，金银比均值为 68.10，±1 倍标准差区间为 [55.66, 80.53]，经过一轮下修后，截止 2020 年 8 月 28 日，金银比为 71.48，仍在历史均值上方。考虑到黄金正进入上涨第二阶段，黄金白银通胀同跌，并且白银工业需求边际回升，金融及商品属性共振下，金银比仍有向下修复需求，白银价格中枢抬升趋势延续。

参照历史，金银比修复过程中，白银涨幅显著大于黄金。历史上金银比有 3 次较大向下修复：1991/2/26-1998/2/5，金银比下降 61%，伦敦银现货价格上涨 111%；2003/6/5-2006/4/19，金银比下修 47%，伦敦银现货价格上涨 227%；2008/10/17-2011/4/28，金银比下修 62%，伦敦银现货价格上涨 417%。当前或正进行第四次金银比修复，对比白银价格在修复后的历史涨幅，及现在金银比仍高于历史均值，白银价格仍有较大上涨概率及空间。

图 23：金银比仍有修复空间



数据来源：wind，东莞证券研究所

表 19：历史上较大的金银比修复（美元/盎司）

日期	伦敦金现	伦敦银现	金银比
1991/2/26	359.25	3.62	99.24
1998/2/5	298.65	7.64	39.09
区间涨跌幅	-17%	111%	-61%
2003/6/5	368.75	4.50	81.94
2006/4/19	640.20	14.70	43.57
区间涨跌幅	74%	227%	-47%
2008/10/17	783.35	9.38	83.56
2011/4/28	1,536.20	48.44	31.71
区间涨跌幅	96%	417%	-62%
2020/3/18	1,486.10	11.97	124.16
2020/8/28	1,964.50	27.48	71.48
区间涨跌幅	32%	130%	-42%

资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 投资建议

公司白银储量近万吨，资源优势突出；子公司金山矿业拥有国内优质银矿山，产能提升在即；公司积极拓展资源储量，未来增储可期；白银价格仍有较大上涨空间，公司受益显著；公司财务稳健，盈利能力优于可比同业。

白银价格仍有较大上涨空间。黄金进入由通胀预期驱动的上涨阶段，参照过往，白银价格与黄金同涨同跌，白银有望跟随上涨。截止 2020 年 8 月 28 日，金银比虽接近历史均值，但仍在上方，随着黄金价格上涨，未来仍有下修空间。随着全球经济修复，白

银工业需求环比改善，光伏平价上网将带来行业中期景气，而电动车持续发展同时增加光伏发电等绿色能源需求，为白银带来新增需求。

白银资源优势突出，扩产增储可期。公司白银储量居行业前列，2019年末白银资源储量达8,965.08吨（按100%权益）。铅、锌、银金属产量实现较快增长，2018年、2019年增速分别为34.5%、33.8%、11.3%，以及27.5%、16.0%、24.9%；根据公司计划，未来几年矿石采选能力至少新增67万吨/年（42万吨与2018年末开始申请采矿证，25万吨已取得采矿证，目前在做投产前准备），较现有产能提升34%。增储方面，公司董亊会计划年内收购一个项目，目前已考察20余个潜在并购标的。

盈利能力优于可比公司。2015-2019年，公司ROE（扣除非经常性损益、加权）稳步提升，且期间ROE的加权平均值高于可比公司（银泰资源、兴业矿业），盈利能力较优。

按2020/8/31收盘价计算，公司EV/EBITDA、PE（TTM）在贵金属板块中分别处于偏低水平及居中水平。纵向看，对比近10年PE（TTM），公司当前PE（TTM）百分位为80%，但2011年4月下旬-2012年3月，公司PE（TTM）均在千倍以上。公司拥有白银资源储量5,471.62吨（按对子公司持股比例计算，并剔除德运矿业采矿权内白银储量），按2020年8月SHFE白银均价6145元/千克计算，白银储量价值为336亿元。

不考虑未来矿石采选能力提升34%的情况下，我们预计2020-2022年，公司EPS分别为0.62、0.77、0.77，2020/8/31收盘价对应PE分别为30.58倍、24.62倍、24.62倍，给予推荐评级。

表20：估值比较（按2020/8/31收盘价计算）

代码	企业	EV/EBITDA	PE (TTM)
000603	盛达资源	18.06	51.22
000975	银泰黄金	18.64	30.93
000426	兴业矿业	56.83	-3,978.47
600547	山东黄金	24.53	70.77
601899	紫金矿业	14.62	37.61
600988	赤峰黄金	20.90	115.37

资料来源：wind，东莞证券研究所

6. 风险提示

白银、铅、锌价格大幅下跌，矿石采选能力提升不及预期，环保政策调整。

7. 盈利预测

表21：金属价格假设（元/克，元/千克，元/吨）

	黄金均价 (元/克)	白银均价 (元/千克)	铅均价 (元/吨)	锌 (元/吨)
第四季 E	460.28	7,125.12	16,298.74	19,545.99
2020 E	405.40	5,174.35	15,068.19	17,806.53
2021 E	506.31	8,550.15	17,113.68	20,523.29
2022 E	531.63	8,977.65	17,113.68	20,523.29

资料来源：东莞证券研究所

表 22：营收预测（亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24.02	29.01	21.73	26.10	30.82
有色金属贸易	11.33	15.66	8.52	11.78	16.28
铅精粉	4.09	7.37	6.71	7.05	7.05
锌精粉	3.62	3.11	2.78	2.91	2.91
银锭	3.38	2.06	2.71	3.26	3.42
黄金	1.50	0.78	1.00	1.10	1.16
铅锭					
其他主营业务	0.09	0.03	0.00	0.00	0.00
其他业务			0.00	0.00	0.00

资料来源：东莞证券研究所

表 23：利润表（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,401.82	2,900.69	2,410.76	3,162.92	3,767.39
营业收入	2,401.82	2,900.69	2,410.76	3,162.92	3,767.39
营业总成本	1,799.16	2,275.09	1,798.19	2,383.71	2,989.40
营业成本	1,570.24	1,997.63	1,511.76	2,075.46	2,661.20
税金及附加	82.55	74.92	93.90	104.53	122.85
销售费用	2.79	2.49	3.45	3.64	4.32
管理费用	134.93	151.60	126.76	137.76	138.71
研发费用			0.00	0.00	0.00
财务费用	8.56	48.46	62.32	62.32	62.32
其他业务成本(金融类)					
加： 其他收益	1.26	1.00	1.74	1.33	1.36
投资净收益	30.20	10.23	16.91	19.11	15.42
公允价值变动净收益	-11.65	63.38	35.61	35.61	35.61
资产减值损失	0.09				
信用减值损失		6.01	-0.12	-0.12	-0.12
资产处置收益	-0.36	-0.82	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益			0.00	0.00	0.00
营业利润	622.11	705.40	666.95	835.39	830.50
加： 营业外收入	8.10	0.34	0.88	0.61	0.75
减： 营业外支出	2.75	2.27	1.66	1.97	1.81

利润总额	627.46	703.47	666.17	834.03	829.43
减：所得税	69.98	143.45	135.84	170.07	169.14
净利润	557.48	560.02	530.33	663.96	660.30
减：少数股东损益	145.73	111.59	105.67	132.30	131.57
归属于母公司所有者的净利润	411.76	448.44	424.65	531.66	528.72
加：其他综合收益		-14.56	-200.44	0.00	0.00
综合收益总额	557.48	545.46	329.89	663.96	660.30
减：归属于少数股东的综合收益总额	145.73	111.59	67.49	135.83	135.08
归属于母公司普通股东综合收益总额	411.76	433.87	262.40	528.13	525.21
每股收益：					
基本每股收益	0.60	0.65	0.62	0.77	0.77

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn