

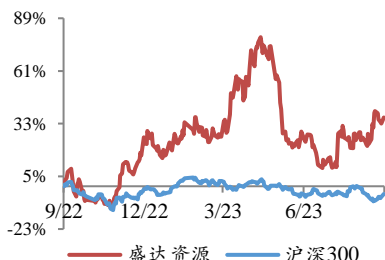
## 加速城市矿山布局，白银龙头持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-05

收盘价（元） 14.68  
近 12 个月最高/最低（元） 19.26/9.54  
总股本（百万股） 690  
流通股本（百万股） 589  
流通股比例（%） 85.34  
总市值（亿元） 101  
流通市值（亿元） 86

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

### 相关报告

1. 内生+外延双轮驱动，白银龙头成长可期 2022-11-28

### 主要观点：

- **事件：盛达资源发布 2023 年半年报。**公司 23H1 收入 8.17 亿元，同比 +35.04%，归母净利润 6115 万元，同比 -40.97%。其中单 Q2 收入 5.36 亿元，同比 +43.5%，环比 +91.0%，归母净利润 4489 万元，同比 -34.4%，环比 +176.1%。
- **锌价下降收入承压，有色金属贸易业务增长。**公司矿山资源集中在内蒙古自治区中东部，受气候因素影响，Q1 基本以销售上年库存为主，23H1 公司采选业务收入 4.36 亿元，同比 -18.5%。**分产品：**公司 23H1 铅精粉收入 2.61 亿元，同比 -16.1%；锌精粉收入 1.71 亿元，同比 -20.3%，受锌价下行影响，据上期所数据，23H1 锌金属期货均价为 2.16 万元/吨，同比 -16.4%；有色金属贸易收入 3.04 亿元，同比 +519.1%，23H1 公司有色金属贸易业务增加；再生新能源金属收入 7610 万元，同比 +276.6%。
- **矿产资源优势显著，内生外延驱动成长。**公司拥有六大优质原生矿山资源，白银储量近万吨，年采选能力近 200 万吨。待产矿山中，二级控股子公司东晟矿业已获得 25 万吨/年的采矿许可，正在开展矿山建设前的准备工作；德运矿业正在办理探转采的相关手续。城市矿山业务方面，“固体废物无害化资源化综合利用项目”一期火法处置装置已基本建成，形成 20 万吨/年危废处置能力。
- **投资建议**  
23H2 有色金属价格迎来修复性反弹趋势，公司提高高品位金属矿段的开采力度，东晟矿业和德运矿业产能释放后贡献成长性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.8/4.7/5.3 亿元（前值为 2023-2024 年 5.4/6.8 亿元，谨慎考虑锌价下行风险后下调），对应 PE 分别为 26.5/21.5/19.2 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

铅锌和银价格大幅波动；银价大幅波动；新增项目进展不及预期等。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1879	1964	2188	2402
收入同比 (%)	14.7%	4.5%	11.4%	9.8%
归属母公司净利润	365	383	472	526
净利润同比 (%)	-13.5%	5.0%	23.2%	11.5%
毛利率 (%)	54.3%	53.5%	54.1%	56.7%
ROE (%)	12.2%	11.4%	12.3%	12.1%
每股收益 (元)	0.53	0.56	0.68	0.76
P/E	23.70	26.45	21.46	19.24
P/B	2.91	3.01	2.64	2.32
EV/EBITDA	11.07	11.43	9.67	7.96

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1549	1948	2340	2807	<b>营业收入</b>	1879	1964	2188	2402
现金	278	663	885	1296	营业成本	859	913	1003	1040
应收账款	13	18	19	21	营业税金及附加	105	109	120	133
其他应收款	632	576	702	755	销售费用	4	5	5	6
预付账款	16	20	21	22	管理费用	233	265	284	324
存货	245	272	311	314	财务费用	79	10	-5	-15
其他流动资产	365	398	402	399	资产减值损失	-16	-22	-40	-10
<b>非流动资产</b>	3833	4234	4534	4806	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	679	797	893	1005	投资净收益	52	39	46	52
固定资产	1855	2093	2311	2477	<b>营业利润</b>	621	665	775	943
无形资产	509	518	526	528	营业外收入	1	0	7	1
其他非流动资产	789	826	804	795	营业外支出	7	5	0	7
<b>资产总计</b>	5382	6182	6874	7612	<b>利润总额</b>	615	660	782	936
<b>流动负债</b>	1464	1734	1780	1744	所得税	110	113	135	162
短期借款	348	335	279	234	<b>净利润</b>	505	547	647	774
应付账款	281	366	405	405	少数股东损益	141	164	175	248
其他流动负债	834	1034	1097	1104	<b>归属母公司净利润</b>	365	383	472	526
<b>非流动负债</b>	382	354	354	354	EBITDA	840	908	1044	1211
长期借款	130	130	130	130	EPS (元)	0.53	0.56	0.68	0.76
其他非流动负债	252	224	224	224	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	1846	2089	2134	2099	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	559	723	898	1146	<b>成长能力</b>				
股本	129	129	129	129	营业收入	14.7%	4.5%	11.4%	9.8%
资本公积	452	452	452	452	营业利润	-13.0%	7.0%	16.6%	21.6%
留存收益	2396	2789	3261	3787	归属于母公司净利	-13.5%	5.0%	23.2%	11.5%
归属母公司股东权	2977	3370	3842	4368	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5382	6182	6874	7612	毛利率 (%)	54.3%	53.5%	54.1%	56.7%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	19.4%	19.5%	21.6%	21.9%
单位:百万元					ROE (%)	12.2%	11.4%	12.3%	12.1%
<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC (%)	11.9%	11.1%	11.5%	12.0%
<b>经营活动现金流</b>	494	1037	844	991	<b>偿债能力</b>				
净利润	505	547	647	774	资产负债率 (%)	34.3%	33.8%	31.1%	27.6%
折旧摊销	198	238	268	290	净负债比率 (%)	52.2%	51.0%	45.0%	38.1%
财务费用	81	20	18	16	流动比率	1.06	1.12	1.31	1.61
投资损失	-52	-39	-46	-52	速动比率	0.88	0.95	1.12	1.41
营运资金变动	-240	260	-69	-46	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	747	298	743	829	总资产周转率	0.35	0.34	0.34	0.33
<b>投资活动现金流</b>	-201	-613	-548	-519	应收账款周转率	127.03	124.57	116.57	120.67
资本支出	-213	-463	-459	-449	应付账款周转率	2.93	2.82	2.60	2.57
长期投资	-7	-148	-135	-122	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	20	-1	46	52	每股收益	0.53	0.56	0.68	0.76
<b>筹资活动现金流</b>	-424	-39	-74	-61	每股经营现金流薄)	0.72	1.50	1.22	1.44
短期借款	-74	-13	-56	-45	每股净资产	4.31	4.88	5.57	6.33
长期借款	-356	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.70	26.45	21.46	19.24
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.91	3.01	2.64	2.32
其他筹资现金流	6	-26	-18	-16	EV/EBITDA	11.07	11.43	9.67	7.96
<b>现金净增加额</b>	-131	385	221	411					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**许勇其，金属&新材料行业首席分析师，毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，屡次获得证券时报年度最佳金属分析师，上期所最佳有色金属分析师团队等奖项。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。