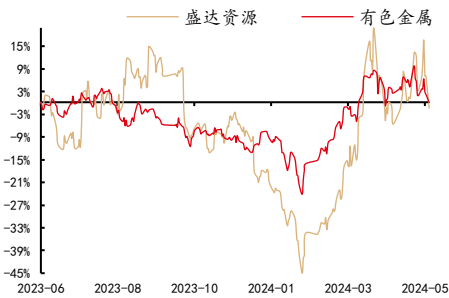


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.27
总股本/流通股本(亿股)	6.90 / 6.32
总市值/流通市值(亿元)	92 / 84
52周内最高/最低价	16.13 / 7.39
资产负债率(%)	40.3%
市盈率	63.19
第一大股东	甘肃盛达集团有限公司

研究所

分析师:李帅华  
SAC 登记编号:S1340522060001  
Email:lishuaihua@cnpsec.com  
分析师:张亚桐  
SAC 登记编号:S1340524040003  
Email:zhangyatong@cnpsec.com

盛达资源(000603)

业绩短期内承压，看好白银高弹性增长

● 业绩暂时承压，主要矿产品销量下滑

近期，公司发布 2023 年报以及 24 年一季报。2023 年，公司实现营业收入 22.54 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 1.48 亿元，同比下降 59.41%；实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比下降 60.98%。净利润大幅下滑主要原因系 2023 年，金山矿业采矿证更新，新增权益金缴纳情形；金山矿业进行技术改造、国金国银新厂房产于 2023 年 9 月中下旬投入使用，导致银锭、黄金产量同比减少；锌金属价格较上年同期有较大幅度下跌，个别矿山开采矿段金属品位下降，单位生产成本增加；另外，叠加镍金属市场价格下跌、市场竞争加剧，金业环保经营情况不及预期计提商誉减值准备。

24 年 Q1，公司实现营业收入 2.63 亿元，同比下降 6.27%，环比下降 64.90%；实现归母净亏损 0.09 亿元，同比下降 153.98%，环比下降 162.45%。公司矿山资源主要集中在内蒙古自治区中东部，受气候因素影响，公司第一季度基本没有产出，公司一季度利润主要来源于前一年未发货的库存出售。

主要矿产品销量下滑，拖累营收。2023 年，铅精粉（含银）、锌精粉（含银）、银锭和黄金的销量分别为 29865.83 吨/56569.81 吨/36.62 吨/148.02 千克，分别同比变动了 -16.87%/+1.46%/-54.17%/-40.82%。银锭和黄金销售量减少，主要系金山矿业进行技术改造、国金国银新厂房产于 2023 年 9 月中下旬投入使用，导致银锭、黄金产量同比减少所致。

● 矿山重点工程项目建设有序推进

2023 年，公司二级控股子公司东晟矿业积极推进矿山开发建设。2023 年 8 月，东晟矿业获得内蒙古发改委关于巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目核准的批复；2023 年 11 月，东晟矿业获得内蒙古自治区林业和草原局关于巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目使用林地审核同意书、准予征收使用草原的行政许可决定。

● 增厚资源储量，并购菜园子铜金矿

2023 年，公司以鸿林矿业新增注册资本的方式对鸿林矿业进行投资及实现对鸿林矿业的控制权，增资价款为人民币 3.00 亿元。本次增资完成后，鸿林矿业注册资本总额为人民币 2.52 亿元，公司持有鸿林矿业 53% 的股权。位于四川省凉山彝族自治州木里藏族自治县的四川鸿林矿业菜园子铜金矿之采矿权及相关资产为鸿林矿业的核心资产。菜园子铜金矿为中大型待产铜金矿，且深部和周边存在良好的找矿潜力，2019 年由探转采获得采矿权，开采矿种为金矿、铜矿，生产规模为 39.60 万吨/年，矿区面积为 0.68 平方公里。目前菜园子铜金矿建设项目已获得临时使用土地的批复，菜园子铜金矿采选工程已基本具备开工建设条件。

● 白银弹性增长空间大，将拉动公司业绩释放

近期，贵金属价格震荡上行。美国劳工部最新数据显示，4 月 CPI 同比增长 3.4%，符合市场预期，前值 3.5%；核心 CPI 同比降至 3.6%，创去年 4 月以来新低。加之美国非农就业人数等通胀数据降温预示着美国经济增速放缓。总体来看，金银比高位持续修复，叠

加市场一致预期美国经济“软着陆”，白银弹性增长空间大。

● **投资建议**

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 20.62/27.31/33.60 亿元，分别同比变动-8.52%/+32.48%/+23.01%；实现归母净利润 3.61/5.79/7.65 亿元，分别同比增长 144.25%/60.06%/32.23%，对应 EPS 分别为 0.52/0.84/1.11 元。以 2024 年 6 月 3 日收盘价 13.27 元为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 25.33/15.83/11.97 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观经济不及预期，地缘政治超预期，项目建设不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2254	2062	2731	3360
增长率 (%)	19.92	-8.52	32.48	23.01
EBITDA (百万元)	497.33	941.93	1335.91	1618.21
归属母公司净利润 (百万元)	147.99	361.46	578.54	765.03
增长率 (%)	-59.41	144.25	60.06	32.23
EPS (元/股)	0.21	0.52	0.84	1.11
市盈率 (P/E)	61.87	25.33	15.83	11.97
市净率 (P/B)	2.93	2.62	2.24	1.88
EV/EBITDA	16.76	10.44	6.94	5.43

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2254	2062	2731	3360	营业收入	19.9%	-8.5%	32.5%	23.0%
营业成本	1533	1031	1284	1545	营业利润	-59.8%	138.9%	63.3%	32.3%
税金及附加	161	128	155	192	归属于母公司净利润	-59.4%	144.2%	60.1%	32.2%
销售费用	1	3	4	4	<b>获利能力</b>				
管理费用	254	246	292	341	毛利率	32.0%	50.0%	53.0%	54.0%
研发费用	22	23	29	34	净利率	6.6%	17.5%	21.2%	22.8%
财务费用	69	64	57	31	ROE	4.7%	10.3%	14.1%	15.7%
资产减值损失	-13	-11	-13	-12	ROIC	4.4%	9.8%	13.9%	15.7%
<b>营业利润</b>	<b>250</b>	<b>597</b>	<b>975</b>	<b>1289</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	10	4	5	6	资产负债率	40.3%	37.7%	31.4%	26.6%
营业外支出	4	4	5	4	流动比率	0.96	1.06	1.57	1.73
<b>利润总额</b>	<b>256</b>	<b>597</b>	<b>975</b>	<b>1291</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	52	99	179	239	应收账款周转率	71.97	53.96	84.00	72.20
<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>497</b>	<b>796</b>	<b>1053</b>	存货周转率	9.19	7.71	9.88	12.28
<b>归母净利润</b>	<b>148</b>	<b>361</b>	<b>579</b>	<b>765</b>	总资产周转率	0.38	0.30	0.37	0.41
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.52</b>	<b>0.84</b>	<b>1.11</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.21	0.52	0.84	1.11
货币资金	447	550	714	958	每股净资产	4.53	5.07	5.93	7.06
交易性金融资产	345	335	335	335	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	54	30	43	61	PE	61.87	25.33	15.83	11.97
预付款项	34	23	27	34	PB	2.93	2.62	2.24	1.88
存货	246	289	264	283	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1778</b>	<b>1922</b>	<b>2261</b>	<b>2727</b>	净利润	204	497	796	1053
固定资产	1907	2350	2716	2728	折旧和摊销	216	281	304	296
在建工程	634	514	359	342	营运资本变动	-247	-106	-52	-80
无形资产	1347	1413	1397	1897	其他	143	36	2	-36
<b>非流动资产合计</b>	<b>4772</b>	<b>5161</b>	<b>5357</b>	<b>5850</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>315</b>	<b>709</b>	<b>1050</b>	<b>1233</b>
<b>资产总计</b>	<b>6550</b>	<b>7083</b>	<b>7618</b>	<b>8577</b>	资本开支	-289	-667	-494	-783
短期借款	752	752	252	252	其他	-3	48	67	78
应付票据及应付账款	472	456	494	576	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-292</b>	<b>-619</b>	<b>-427</b>	<b>-705</b>
其他流动负债	621	607	693	752	股权融资	0	-12	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1845</b>	<b>1815</b>	<b>1438</b>	<b>1580</b>	债务融资	366	83	-400	-250
其他	797	853	953	703	其他	-202	-57	-60	-34
<b>非流动负债合计</b>	<b>797</b>	<b>853</b>	<b>953</b>	<b>703</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>164</b>	<b>13</b>	<b>-460</b>	<b>-284</b>
<b>负债合计</b>	<b>2641</b>	<b>2667</b>	<b>2391</b>	<b>2283</b>	<b>现金及现金等价物净增加</b>	<b>187</b>	<b>103</b>	<b>163</b>	<b>244</b>
股本	129	129	129	129					
资本公积金	452	452	452	452					
未分配利润	2840	3159	3666	4331					
少数股东权益	783	919	1136	1424					
其他	-295	-243	-156	-41					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3909</b>	<b>4416</b>	<b>5227</b>	<b>6294</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6550</b>	<b>7083</b>	<b>7618</b>	<b>8577</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048