

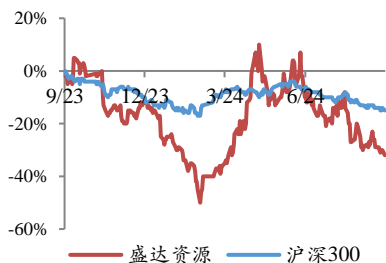
24Q2 利润转正，贵金属矿山持续放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-02

收盘价(元)	9.96
近12个月最高/最低(元)	16.33/7.11
总股本(百万股)	690
流通股本(百万股)	632
流通股比例(%)	91.67
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	63

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

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 加速城市矿山布局，白银龙头持续成长 2023-09-05

主要观点：

● 盛达资源发布 2024 年半年报

公司 24H1 实现营业收入 8.52 亿元，同比+4.27%；实现归母净利润 8249 万元，同比+34.9%。其中单 Q2 实现营业收入 5.89 亿元，同比+9.79%，环比+123.67%；实现归母净利润 9127 万元，同比+103.32%，环比扭亏。

● 白银价格持续上涨，节奏判断减少销量

产量方面，由于寒冷天气因素影响选矿作业，24H1 铅/锌金属产量同比分别-6.92%/-23.14%；由于品位提升，银金属产量同比+12.51%。价格方面，2024 年上半年以来降息预期催化贵金属价格上行，24H1 白银、黄金现货均价分别为 6785.3 元/千克和 521.2 元/克，同比分别+28.2%和+20.1%。且价格整体维持上涨态势，2024 年 8 月 30 日白银/黄金现货价分别达到 7461.3 元/千克和 573.3 元/克。出于对白银价格上涨的节奏判断，公司减少了银金属含量较高的铅精粉的销量，同时因为 Q1 能够销售的 2023 年库存减少，24H1 锌金属/铅金属/银金属销量同比分别-34.73%/-25.90%/-15.35%。下半年金属价格上行叠加产销复苏，公司业绩有望持续优化。

● 未来三年公司贵金属产能有望持续提升

黄金方面，公司计划 2025 年完成菜园子铜金矿的矿山建设工作，尽快推进矿山的实际投产，菜园子探明资源量金金属资源量 17,049 千克，平均品位 2.82 克/吨；白银方面，东晟矿业已获取建设用地和建设工程规划许可证，巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目建设工程加速推进，东晟矿业保有资源储量矿石量（探明+控制+推断）267 万吨，其中银金属量 556.32 吨，平均品位 284.90 克/吨；银都矿业外围探矿增储取得了阶段性成果；金山矿业技改预期在 24Q3 期末完成等，后续公司贵金属产能有望持续提升。

● 投资建议

今年下半年降息预期升温持续催化贵金属价格，公司是 A 股稀缺的白银标的，菜园子金矿预计 2025 年下半年放量，银都增储、金山技改、东晟矿业建设等项目持续推进，公司黄金+白银业务有望持续增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.74/3.71/4.85 亿元（前值为 2024-2025 年分别为 4.7/5.3 亿元，谨慎考虑铅锌价格波动风险下调），对应 PE 分别为 25/19/14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

铅锌价格大幅波动；贵金属价格大幅波动；产能投放不及预期等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2254	2423	2905	3443
收入同比 (%)	19.9%	7.5%	19.9%	18.5%
归属母公司净利润	148	274	371	485
净利润同比 (%)	-59.4%	85.0%	35.6%	30.5%
毛利率 (%)	32.0%	36.2%	38.6%	40.4%
ROE (%)	4.7%	8.2%	10.0%	11.5%
每股收益 (元)	0.21	0.40	0.54	0.70
P/E	52.62	25.10	18.50	14.18
P/B	2.44	2.05	1.84	1.63
EV/EBITDA	16.76	10.53	8.55	6.88

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1778	2035	2230	2699	营业收入	2254	2423	2905	3443
现金	447	444	479	712	营业成本	1533	1546	1784	2052
应收账款	50	36	46	57	营业税金及附加	161	156	160	210
其他应收款	641	767	898	1058	销售费用	1	2	3	3
预付账款	34	33	38	44	管理费用	254	267	320	379
存货	246	373	395	447	财务费用	69	21	26	32
其他流动资产	361	382	375	380	资产减值损失	-13	-22	-40	-10
非流动资产	4772	5369	5939	6558	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	712	760	775	824	投资净收益	55	73	81	96
固定资产	1907	2053	2140	2208	营业利润	250	468	636	832
无形资产	1347	1769	2255	2778	营业外收入	10	14	7	10
其他非流动资产	806	787	770	748	营业外支出	4	12	4	7
资产总计	6550	7404	8169	9256	利润总额	256	469	639	835
流动负债	1845	2387	2637	3050	所得税	52	89	123	162
短期借款	752	904	1102	1319	净利润	204	380	516	673
应付账款	452	542	585	677	少数股东损益	56	106	144	189
其他流动负债	641	942	949	1054	归属母公司净利润	148	274	371	485
非流动负债	797	773	773	773	EBITDA	497	738	929	1152
长期借款	144	144	144	144	EPS (元)	0.21	0.40	0.54	0.70
其他非流动负债	653	629	629	629					
负债合计	2641	3160	3409	3823					
少数股东权益	783	889	1034	1222	主要财务比率				
股本	129	129	129	129	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	452	452	452	452	成长能力				
留存收益	2545	2774	3145	3630	营业收入	19.9%	7.5%	19.9%	18.5%
归属母公司股东权	3126	3355	3726	4211	营业利润	-59.8%	87.3%	36.0%	30.8%
负债和股东权益	6550	7404	8169	9256	归属于母公司净利	-59.4%	85.0%	35.6%	30.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	32.0%	36.2%	38.6%	40.4%
					净利率 (%)	6.6%	11.3%	12.8%	14.1%
					ROE (%)	4.7%	8.2%	10.0%	11.5%
					ROIC (%)	4.4%	7.1%	8.5%	9.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	40.3%	42.7%	41.7%	41.3%
					净负债比率 (%)	67.6%	74.5%	71.6%	70.4%
					流动比率	0.96	0.85	0.85	0.88
					速动比率	0.81	0.68	0.68	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.35	0.37	0.40
					应收账款周转率	71.97	56.40	70.19	66.33
					应付账款周转率	4.18	3.11	3.17	3.25
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.21	0.40	0.54	0.70
					每股经营现金流薄)	0.46	1.00	0.95	1.26
					每股净资产	4.53	4.86	5.40	6.10
					估值比率				
					P/E	52.62	25.10	18.50	14.18
					P/B	2.44	2.05	1.84	1.63
					EV/EBITDA	16.76	10.53	8.55	6.88

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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达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。