



买入（首次）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：13.27

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

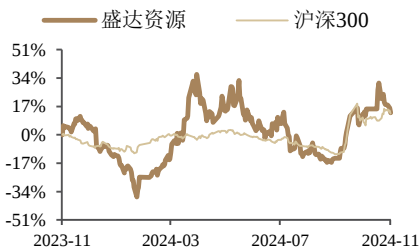
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.99	31.94	26.19
相对涨幅(%)	0.07	4.08	5.04

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

盛达资源：风起青萍，好事发生

投资要点

- 公司是贵金属龙头，2023 年业绩短暂不及预期，2024 年显著改善。**主营业务方面，公司主要从事有色金属矿的采选和销售，原生矿山的主要产品包括银锭（国标 1#、2#）、黄金、含银铅精粉以及含银锌精粉。公司拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业、鸿林矿业 7 家下属矿业子公司，白银资源储量近万吨，采选能力约 200 万吨，处于行业领先地位。利润上，2023 公司实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长约-59.41%；2024 年 1-3 季度公司实现归母净利润 1.99 亿元，同比增速 48.73%。
- 金银价格持续看涨。**基于我们对黄金的测算，截至 2024 年第二季度，黄金的内在价值应当为 2787.3 美元/盎司，截至 2024 年 11 月 13 日，伦敦金实际价格为 2,572.20 美元/盎司。我们认为黄金未因 10 月特朗普胜率提升而下跌的原因主要是美元 M2 前期环比增速持续走高，或者说内在价值的拉动所致。大选后特朗普当选落实，美元指数斜率提升可能是近期金价下行的推动之一，但更多应当是对金价抵达内在价值后的获利了结。未来降息周期内，实际利率或有下行趋势，为金价带来提振。白银相对黄金更有弹性。
- 金山矿业采矿工程技术改造完成，矿山股权提升。**金山方面，金山矿业深部基建工程主箕斗斜井设计的提升采矿能力为 60 万吨/年，本次基建工程完成后，在改善通风、排水等系统的同时，可充分保障矿山年生产能力提升至采矿许可证核准的生产规模 48 万吨/年，盈利能力将得到进一步提升。同时公司拟收购金山矿业剩余 33% 股权，将在股东大会审议通过后尽快付款及启动工商变更程序。此外公司拟向周清龙、马玲、陈霖、陈文林、郭福安、舒桂先、易贻辉共 7 名交易对方发行股份购买鸿林矿业剩余 47% 股权。伴随金山技改完成、主要矿山股权提升，公司业绩预计得以提升，公司发展逐步向好。
- 投资建议。**伴随公司矿山技改完成、贵金属价格上行，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.6、5.8、7.4 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**白银价格大幅波动、公司项目推进不及预期、环保政策趋严。

股票数据

总股本(百万股):	689.97
流通 A 股(百万股):	632.49
52 周内股价区间(元):	7.34-16.03
总市值(百万元):	9,206.59
总资产(百万元):	6,902.39
每股净资产(元):	4.74

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,879	2,254	2,469	3,195	3,405
(+/-)YOY(%)	14.7%	19.9%	9.6%	29.4%	6.6%
净利润(百万元)	365	148	361	576	739
(+/-)YOY(%)	-13.5%	-59.4%	144.1%	59.6%	28.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.21	0.52	0.84	1.07
毛利率(%)	54.3%	32.0%	37.5%	41.1%	44.2%
净资产收益率(%)	12.2%	4.7%	10.7%	14.6%	15.7%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 白银龙头企业，业绩低点已过	4
1.1. 白银龙头，资源持续拓展	4
1.2. 铅锌银为主，2023 年短暂不及预期	5
2. 金银价值仍在，未来仍旧可期	6
2.1. 黄金：较理论价值有所回调，配置价值显著	6
2.2. 白银：较黄金有更大弹性	8
3. 2024 年变化层出，期待公司产品放量	10
3.1. 2024 年利好频发，龙头地位进一步扎实	10
3.2. 资源储备丰富，静待产品放量	11
4. 盈利预测及估值	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 估值	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1 : 盛达资源历史沿革	4
图 2 : 盛达资源股权结构 (截至 2024 年 10 月 18 日)	5
图 3 : 公司营业收入情况	5
图 4 : 2023 年公司营收占比情况	5
图 5 : 公司毛利润情况	6
图 6 : 2023 年铅锌精粉 (含银) 构成主要毛利	6
图 7 : 公司费用率情况	6
图 8 : 公司归母净利润情况	6
图 9 : 黄金价值曲线	7
图 10 : 10 月特朗普胜选前其胜率持续提升	7
图 11 : 美元 M2 环比增长带动金价上行	7
图 12 : 美元指数在大选后斜率提升	7
图 13 : 美元 M2 存在方向性	8
图 14 : 全球经济增长存在方向性	8
图 15 : 金价与金银比常反向波动	8
图 16 : 金银比及金价回顾	9
图 17 : 金银比目前处于较高水平	9
图 18 : 盛达资源成矿布局	11
表 1 : 公司主要产品及用途	4
表 2 : 金山矿业技改主要内容	10
表 3 : 公司拟收购鸿林矿业剩余股权	11
表 4 : 公司拟收购金山矿业剩余股权	11
表 5 : 公司矿产情况 (截至 2023 年)	12
表 6 : 公司扩产情况	13
表 7 : 公司业务拆解预测	13
表 8 : 可比估值	14

1. 白银龙头企业，业绩低点已过

1.1. 白银龙头，资源持续拓展

矿山资源优质，矿储采选双优势领跑行业。主营业务方面，公司主要从事有色金属矿的采选和销售，原生矿山的主要产品包括银锭（国标 1#、2#）、黄金、含银铅精粉以及含银锌精粉。公司拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业、鸿林矿业 7 家下属矿业子公司，白银资源储量近万吨，采选能力约 200 万吨，处于行业领先地位。此外，子公司金业环保拥有 20 万吨/年的危废处置能力，生产冰镍、冰铜等金属材料，废渣还可用于生产岩棉等新型材料。

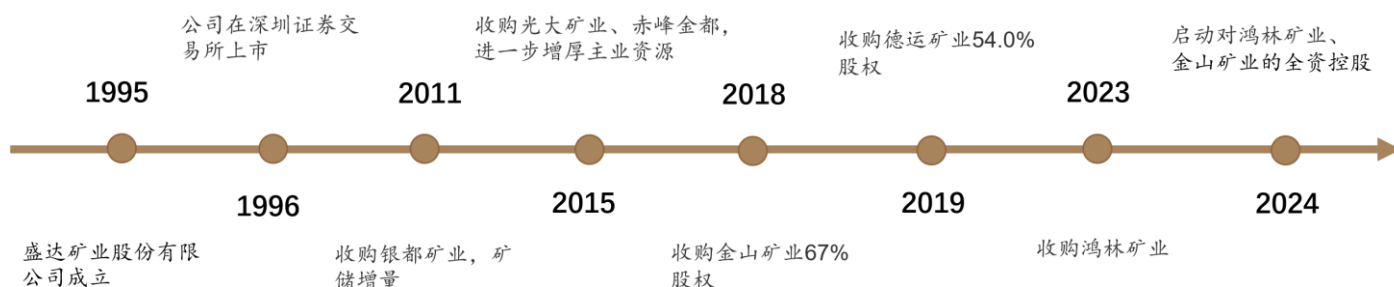
表 1：公司主要产品及用途

产品名称	产品用途
银锭 (国标 1#、2#)	工业、摄影、珠宝首饰、白银投资等
黄金	投资、金融避险、首饰、器皿、建筑装饰材料等
铅精粉	各种电池产品、合金、电力材料、颜料和油漆
锌精粉	有色、冶金、建材、轻工、机电、化工、汽车、军工等
镍冰铜	原子能工业、碱性蓄电池、电工合金、高温高强度合金等
岩棉	石油、化工、电力、冶金、建筑、交通运输、农业等

资料来源：公司公告，德邦研究所

黄金概念，白银龙头。公司成立于 1995 年，并于 1996 年在深圳证券交易所上市。公司以原生矿产资源为基础，2011 年、2015 年、2018 年和 2019 年陆续收购银都矿业、光大矿业、赤峰金都、金山矿业、德运矿业，增厚以白银为主的贵金属以及铅、锌等优质资源的储量。2023 年，公司收购鸿林矿业；2024 年，公司启动对鸿林矿业及金山矿业的全资控股。

图 1：盛达资源历史沿革

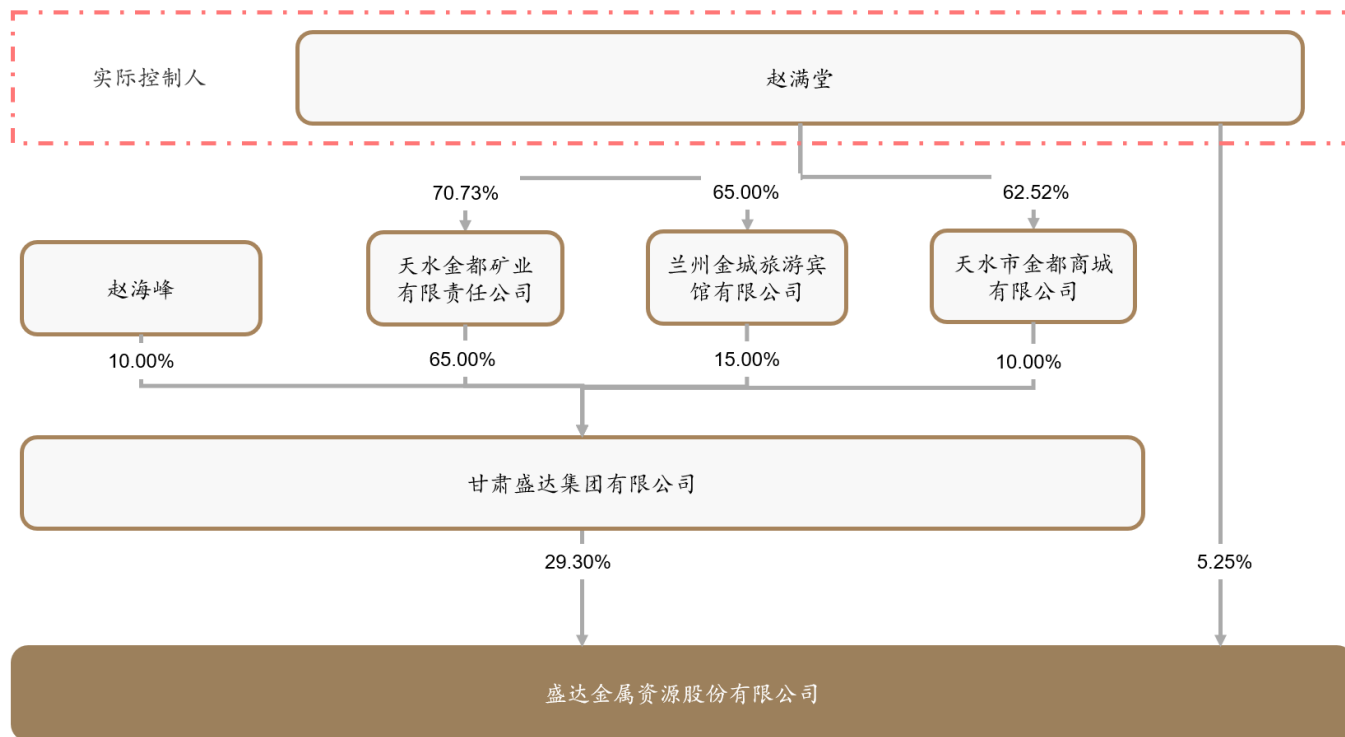


资料来源：公司公告，德邦研究所

甘肃盛达集团有限公司为控股股东，赵满堂为实际控制人。公司股权相对集中。截至 2024 年 10 月 18 日，公司前两大股东分别为甘肃盛达集团有限公司、赵满堂，持股比例分别为 29.3%、5.25%。赵满堂为公司实际控制人，甘肃盛达集

团有限公司、赵满堂、三河华冠资源技术有限公司、赵庆为一致行动人。

图 2：盛达资源股权结构（截至 2024 年 10 月 18 日）

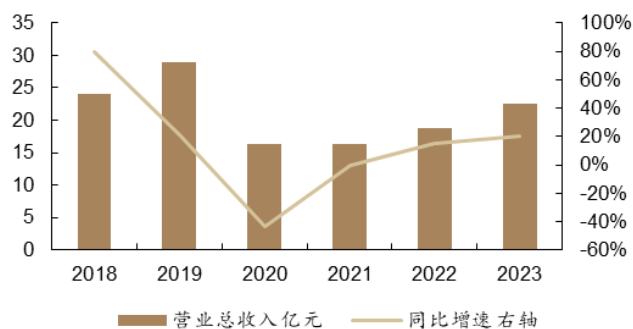


资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

1.2. 铅锌银为主，2023 年短暂不及预期

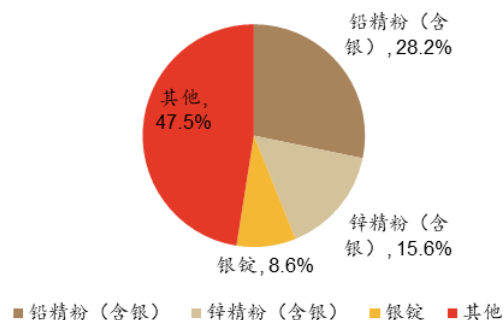
银铅锌为公司主要收入构成，其他主要包括贸易业务。营业收入方面，2022 年公司实现营业总收入 18.79 亿元，同比增速为 14.73%；2023 年公司实现营业总收入 22.54 亿元，同比增速为 19.92%；收入结构方面，2023 年公司有色金属贸易业务收入占比最高，达 35.52%。其次为铅精粉(含银)、锌精粉(含银)、银锭，收入占比分别为 28.25%、15.64%、8.62%。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 4：2023 年公司营收占比情况

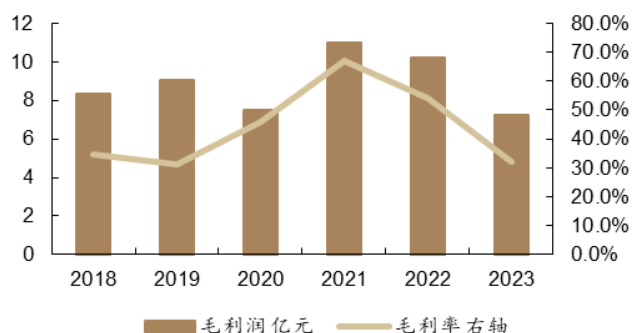


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

银铅锌为公司主要毛利构成。毛利方面，公司 2022 年实现毛利润 10.2 亿元，

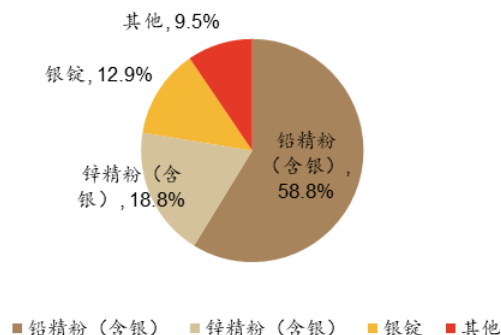
毛利率为 54.28%；2023 年实现毛利润 7.20 亿元，毛利率为 31.99%；毛利结构方面，2023 年公司铅精粉(含银)业务毛利占比最高，达 58.77%。其次为锌精粉（含银）、银锭、黄金，毛利占比分别为 18.79%、12.93%、4.56%。

图 5：公司毛利润情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

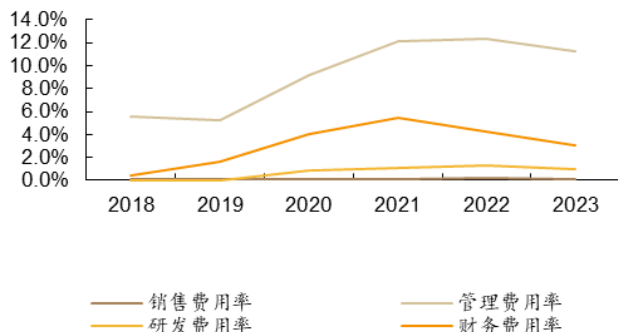
图 6：2023 年铅锌精粉（含银）构成主要毛利



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

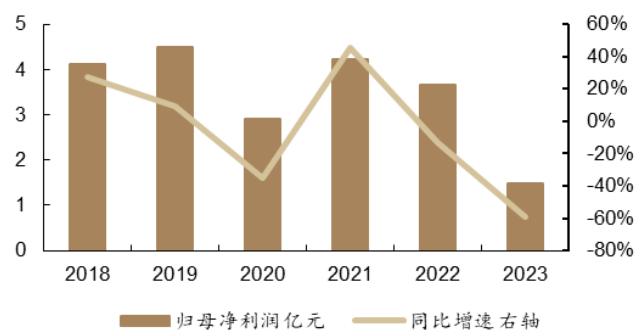
2023 年利润同比出现大幅下降。费用方面，2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.21%、12.40%、1.28%、4.20%；2023 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.04%、11.27%、0.98%、3.06%。归母净利润方面，2022 年公司实现归母净利润 3.65 亿元，同比增长约-13.54%；2023 年公司实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长约-59.41%；2024 年 1-3 季度公司实现归母净利润 1.99 亿元，同比增速 48.73%。

图 7：公司费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 8：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 金银价值仍在，未来仍旧可期

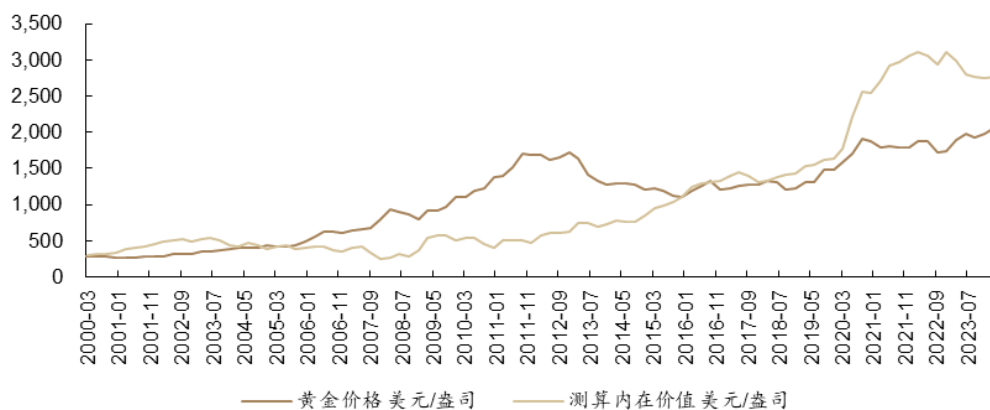
2.1. 黄金：较理论价值有所回调，配置价值显著

我们在《黄金：经济定方向，货币定空间，利率定弹性》一文中提过：黄金是一种货币，其价格本质上与总产出规模、货币化程度、黄金存量挂钩。超发的货币对应到黄金存量上将形成黄金的价格，同时伴随经济扩张以及黄金存量的扩张，理应可从历史的黄金价格中推测黄金当前的价值。

基于我们对黄金的测算，截至 2024 年第二季度，黄金的内在价值应当为 2787.3 美元/盎司，截至 2024 年 11 月 13 日，伦敦金实际价格为 2,572.20 美元

/盎司。

图 9：黄金价值曲线



资料来源：Wind，世界黄金协会，德邦研究所测算

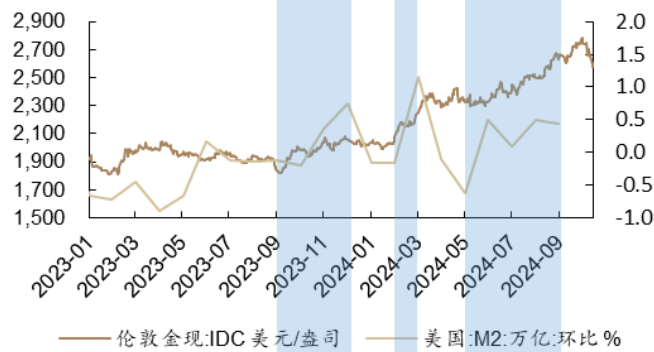
黄金 10 月的上涨有其内在原因推动。10 月国际金价持续上行，其原因可能是内在价值对金价的持续提振。黄金价格的核心影响变量主要是前文所提到的总产出规模、货币化程度、黄金存量。同时短期内会有部分不确定性及利率的影响，整个 10 月，宏观方面在单月的变化不大，短期的不确定性主要来自于美国大选的不确定，但受特朗普胜率在不断提升的影响（现已胜选），美债收益率持续走高，不确定性和利率并不对金价形成提振，同时观察近期美元 M2 的环比持续上行，我们判断可能是金价自身的价值对金价所带来的带动。

图 10：10 月特朗普胜选前其胜率持续提升



资料来源：MacroMicro，德邦研究所

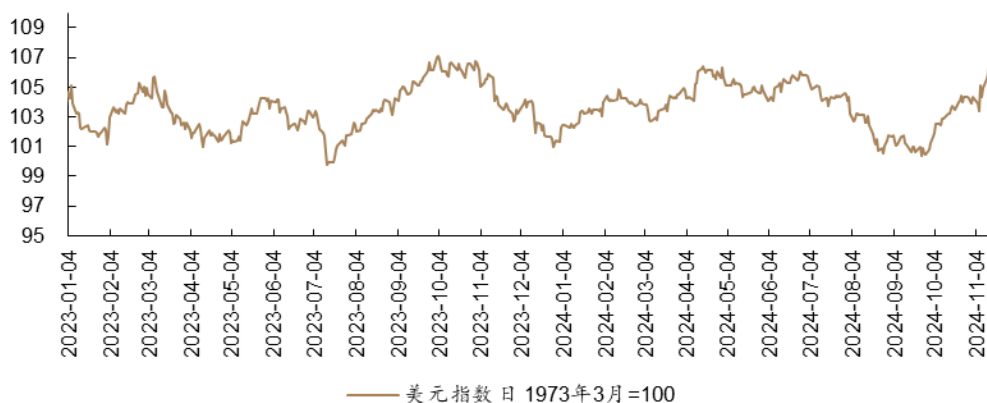
图 11：美元 M2 环比增长带动金价上行



资料来源：Wind，德邦研究所

特朗普交易是近期回调的诱因，但本质是触及内在价值的获利了结。基于上述的分析，我们认为黄金未因 10 月特朗普胜率提升而下跌的原因主要是美元 M2 前期（6-9 月）环比增速持续走高，或者说内在价值的拉动所致。因此大选前后黄金出现回调也不应将主要注意力聚焦于美元指数。我们认为大选后特朗普当选落实，美元指数斜率提升固然可能是近期金价下行的推动之一，但更多应当是对金价抵达内在价值后的获利了结。

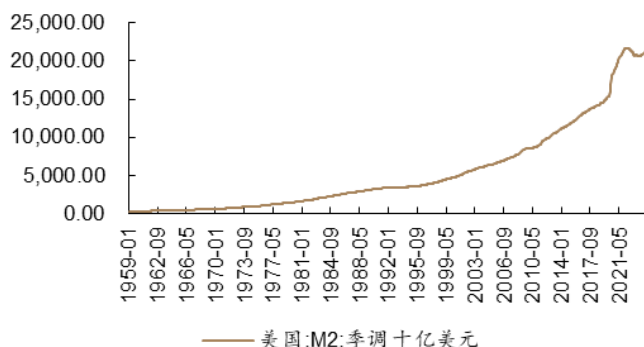
图 12：美元指数在大选后斜率提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

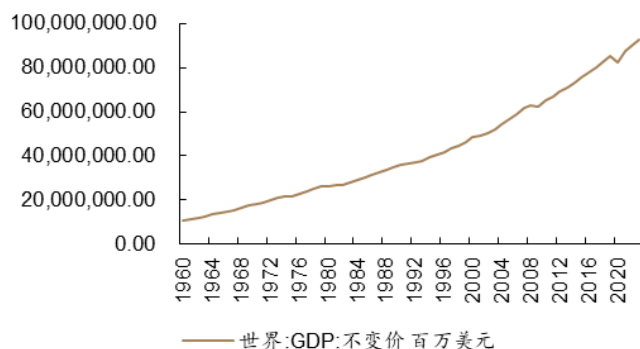
黄金的价值具备明确方向性，实际利率下行带来配置机会。对于黄金而言，其本质和股票不同，受周期、风偏等影响大家对股票的价值判断存在波动区间。然而黄金的价值更多受经济增长、美元总量、自身产量等影响。上述三者长期范围内存在明确的方向性，黄金的内在价值难以大幅向下波动。同时降息周期内，实际利率或有下行趋势，同步为金价带来提振。

图 13: 美元 M2 存在方向性



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 全球经济增长存在方向性

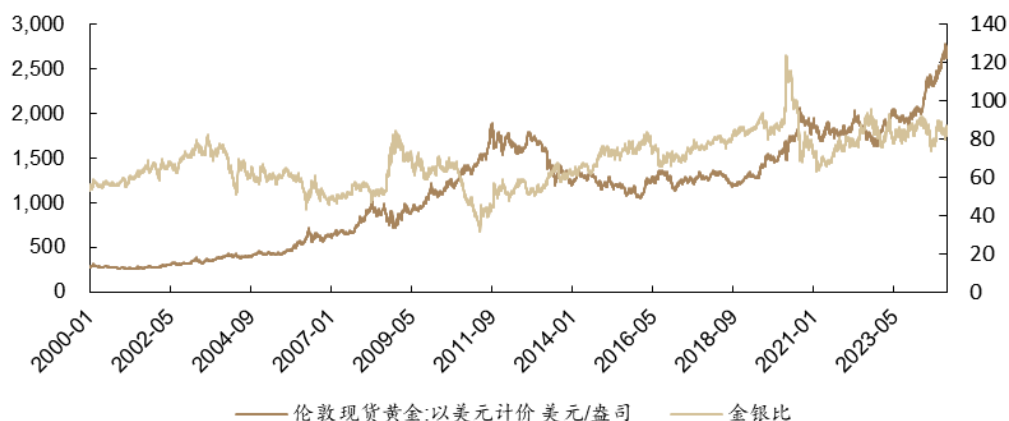


资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2. 白银：较黄金有更大弹性

金银比常与金价反向，工业需求为白银带来更大价格弹性。金银比为黄金及白银之间的价格比率。二者同为贵金属，价格波动方向通常一致，但是相对黄金而言，白银的工业属性较强。因此伴随经济周期波动，如宽松时期，利率下行推升工业需求，白银价格涨幅或大于黄金。如 2008 年 12 月 16 日及 2020 年 3 月 16 日美联储两次将政策利率降至 0-0.25% 之后的半年内，黄金两次涨幅分别为 11.4% 及 15.6%，白银两次涨幅分别为 36.2% 及 34.3%。

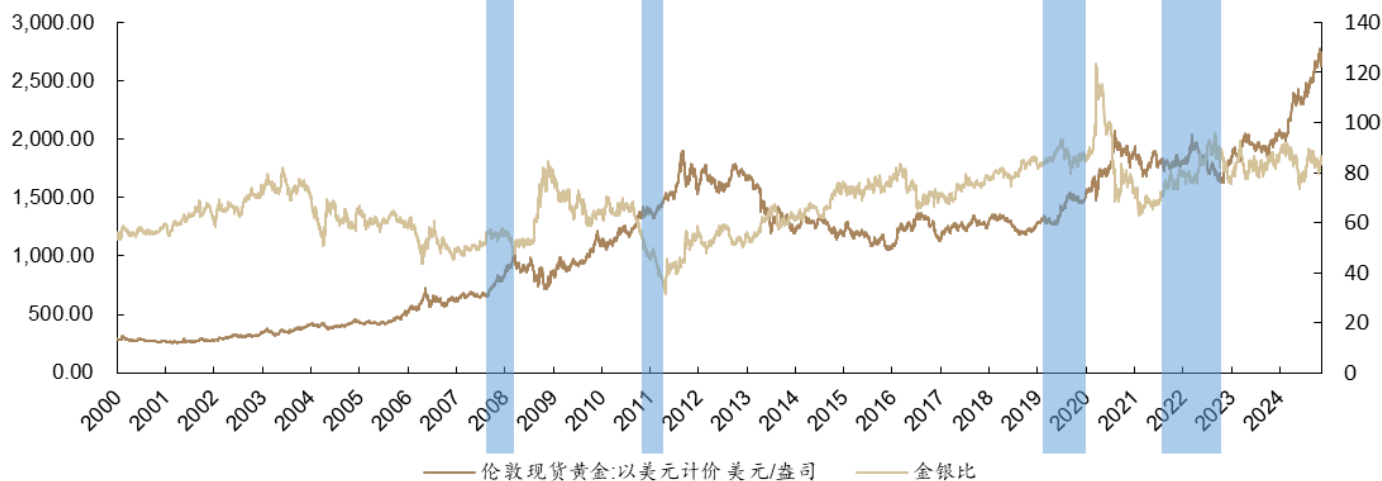
图 15: 金价与金银比常反向波动



资料来源：Wind，德邦研究所

部分情况下金银比与金价同向变动，常与金价避险性质及需求下行有关。复盘 2000 年来的金银价格表现，期间黄金价格和金银比呈现明显同向波动的区间分别有四段：1) 2007-2008 年间，受全球金融危机影响，黄金避险需求升温，价格逐步提升，而实体需求减弱导致白银需求不足，金银比随金价上行。2) 2011-2012 年间，利比亚战争爆发，推动金价升至 1900 美元/盎司以上高位，金银比短期内受黄金避险需求而上升。3) 2018 年中-2019 年中，贸易摩擦带来逆全球化升温，黄金价格逐步回升，工业需求受限。4) 2021-2022 年，黄金价格从此前 2000 美元以上高位回落，并逐步反弹，疫情影响下工业需求不足，金价主导金银比走向。

图 16：金银比及金价回顾



资料来源：Wind，德邦研究所

金银比高位运行，白银价格或具上行动能。2000 年至今，金银比常态运行范围为 55-81（平均值加减一个标准差），截至 2024 年 11 月 11 日，金银比为 84 点，结合前文金价分析，预期金银比有望下行，白银价格或将有所提升。

图 17：金银比目前处于较高水平



资料来源: Wind, 德邦研究所

3. 2024 年变化层出，期待公司产品放量

3.1. 2024 年利好频发，龙头地位进一步扎实

金山矿业采矿工程技术改造完成，公司白银产量或逐步增长。金山矿业深部基建工程主箕斗斜井设计的提升采矿能力为 60 万吨/年，本次基建工程完成后，在改善通风、排水等系统的同时，可充分保障矿山年生产能力提升至采矿许可证核准的生产规模 48 万吨/年，盈利能力将得到进一步提升。金山矿业 2 号井、5 号井断面扩修的目标是完全释放 460 米中段以下的生产能力和各系统之间的有效衔接，在满足全矿井下人员、设备、材料安全运输的同时，将极大改善深部开采的作业条件，并提高生产效率。本次采矿工程技术改造项目实施完成后，有利于提升矿山深部矿体开采效率，保障工人安全生产，转化深部探矿成果。

表 2：金山矿业技改主要内容

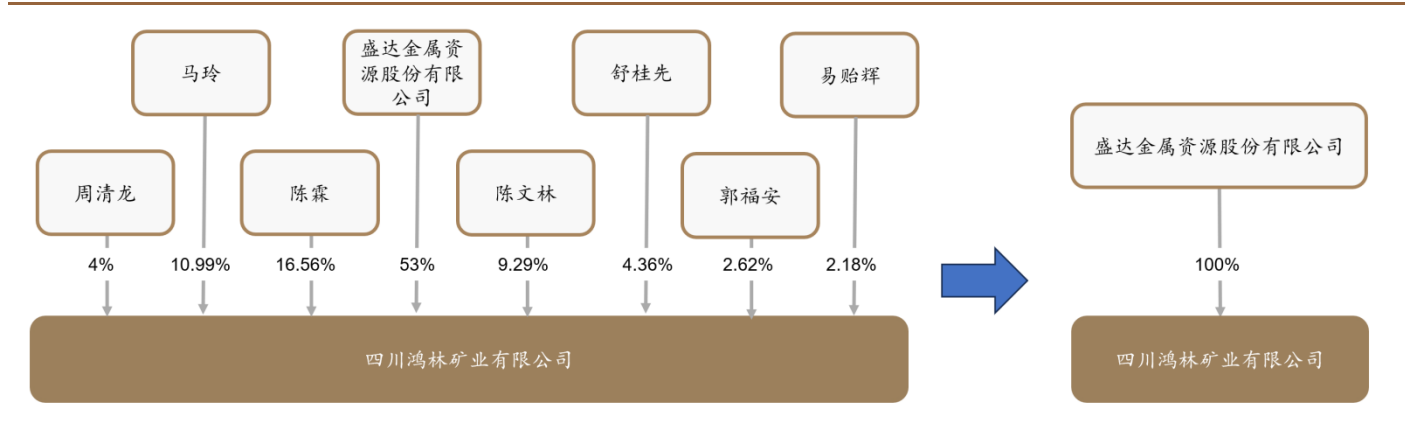
(一) 采矿工程技术改造项目	1、项目名称：内蒙古金山矿业有限公司采矿工程技术改造项目
	2、实施主体：内蒙古金山矿业有限公司
	3、建设内容：深部基建工程及 2 号井、5 号井断面扩修。
	4、投资金额：预计不超过人民币 12,000 万元
	5、资金来源：金山矿业自有或自筹资金
	6、项目周期：预计不超过 12 个月
(二) 选矿厂技术改造项目	1、项目名称：内蒙古金山矿业有限公司选矿厂技术改造项目
	2、实施主体：内蒙古金山矿业有限公司
	3、建设内容：将现有的 3,000t/d 生产线浸银车间改造为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库。
	4、投资金额：预计不超过人民币 3,000 万元
	5、资金来源：金山矿业自有或自筹资金
	6、项目周期：预计不超过 18 个月

资料来源：公司关于控股子公司金山矿业投资技术改造项目的公告，公司关于控股子公司金山矿业技术改造进展暨采矿工程技术改造项目完成的公告，德邦研究所

公司拟收购鸿林矿业剩余股权。本次交易前上市公司持有鸿林矿业 53%的股权。本次交易上市公司拟向周清龙、马玲、陈霖、陈文林、郭福安、舒桂先、易贻辉共 7 名交易对方发行股份购买鸿林矿业剩余 47%股权。本次交易完成后，上市公司将持有鸿林矿业 100%股权。目前菜园子铜金矿采选工程项目正在施工建设

中，尚未实现投产，各项采选工程建设正在有序稳步推进，预计 2025 年 7-9 月开始试生产。

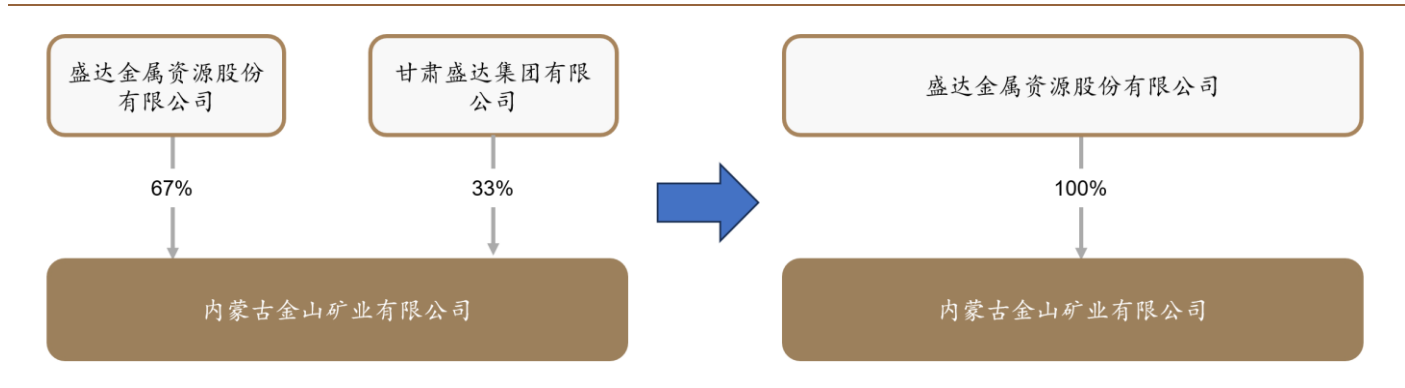
表 3：公司拟收购鸿林矿业剩余股权



资料来源：《盛达金属资源股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金预案》，德邦研究所

公司拟收购金山矿业剩余股权。金山矿业为公司主要经营矿山之一，公司收购金山矿业剩余 33% 股权将在股东大会审议通过后尽快付款及启动工商变更程序。

表 4：公司拟收购金山矿业剩余股权



资料来源：《关于收购金山矿业剩余 33% 股权暨关联交易的公告》，德邦研究所

3.2. 资源储备丰富，静待产品放量

白银龙头企业，金属采选优势明显。公司目前控股银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业 7 家矿业子公司，白银储量近万吨，年采选能力近 200 万吨。多年的行业经验和得天独厚的地域条件，使得公司矿产资源有着雄厚的优势。银都矿业拥有的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较高的矿山之一。金山矿业拥有的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。另外，公司人才和技术优势突出，拥有一支专业技术过硬的人才队伍，工艺设备配置均采用行业领先的一流设备，并采用先进实用的自动化控制技术；公司在地质、采选等方面居行业较高地位，采选技术科技含量和管理水平在同规模矿山企业中处于领先地位。

图 18：盛达资源成矿布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

表5：公司矿产情况（截至2023年）

公司名称	矿石量	矿种	金属量	平均品位	矿区
银都矿业	443.6 万吨	银 (Ag)	1,146.2 吨	259.97 克/吨	银都矿业拜仁达坝银多金属矿
		铅 (Pb)	110,466.2 吨	3.35%	
		锌 (Zn)	204,788.8 吨	5.79%	
	158.9 万吨	银 (Ag)	11.9 吨	68 克/吨	
		铅 (Pb)	9,000.2 吨	0.70%	
		锌 (Zn)	10,957.1 吨	1.04%	
	204.9 万吨	银 (Ag)	212 吨	119.50 克/吨	银都矿业拜仁达坝（北矿区）
		铅 (Pb)	20,912 吨	1.19%	
		锌 (Zn)	41,874 吨	2.09%	
	186 万吨	银 (Ag)	7 吨	32.41 克/吨	
		铅 (Pb)	453 吨	0.17%	
		锌 (Zn)	218 吨	0.45%	
		铜 (Cu)	1,500 吨	0.10%	
金山矿业	1,498.75 万吨	银 (Ag)	3,144.20 吨	209.79 克/吨	金山矿业额仁陶勒盖矿区 III—IX 矿段
		金 (Au)	9,344.34 千克	0.62 克/吨	
		锰 (Mn)	361,300.63 吨	2.41%	
光大矿业	415.3 万吨	铅 (Pb)	67,957.3 吨	1.64%	光大矿业大地矿区
		锌 (Zn)	143,044.6 吨	3.45%	
	223.3 万吨	银 (Ag)	366.1 吨	163.90 克/吨	
金都矿业	574.9 万吨	银 (Ag)	659.63 吨	265.57 克/吨	金都矿业十地矿区
		铅 (Pb)	95,639.9 吨	1.66%	
		锌 (Zn)	99,887.7 吨	1.74%	
	574.9 万吨	铜 (Cu)	492.5 吨	0.09%	
东晟矿业	267.00 万吨	银 (Ag)	35.33 吨	10.82 克/吨	东晟矿业巴彦乌拉矿区
		银 (Ag)	556.32 吨	284.90 克/吨	
		铅 (Pb)	13,052 吨	1.32%	
	265.5 万吨	锌 (Zn)	46,002 吨	2.05%	
		银 (Ag)	34.06 吨	50.6 克/吨	
		铅 (Pb)	5,522 吨	0.45%	
		锌 (Zn)	2,347 吨	0.77%	
德运矿业	1,811 万吨	金 (Au)	255 千克	0.12 克/吨	德运矿业巴彦包勒格矿区
		镓 (Ga)	32.01 吨	12.7 克/吨	
		银 (Ag)	612 吨	140.45 克/吨	
		锌 (Zn)	361,160 吨	2.60%	
		铅 (Pb)	16,620 吨	1.58%	

	1806.3 万吨	银 (Ag)	383.72 吨	29.01 克/吨	
		铅 (Pb)	25,193 吨	0.42%	
		锌 (Zn)	20,005.72 吨	0.91%	
鸿林矿业	605.6 万吨	金 (Au)	17,049 千克	2.82 克/吨	鸿林矿业菜园子铜金矿
		铜 (Cu)	29,015 吨	0.48%	
	39.4 万吨	金 (Au)	120 千克	0.30 克/吨	
		铜 (Cu)	1,164 吨	0.30%	

资料来源：盛达资源2023年年报，德邦研究所

有序推进矿山重点工程项目，产能提升在望。公司目前控股银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业、鸿林矿业 7 家矿业子公司。公司各下属矿山均稳步开展探矿增储工作，预计未来两年各矿山将会有较为明显的增量。

表 6：公司扩产情况

金山矿业	本次技改完成后,生产能力将逐渐递增至采矿许可证核准的生产规模 48 万吨/年,当生产规模达到 48 万吨/年后,将进一步验证扩大生产规模的可行性。
东晟矿业	巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目井建工程正在建设中,建成投产后会给公司银金属产量带来增长。
银都矿业	目前正在做采矿权与外围 1.43 平方公里探矿权的整合工作,矿业权整合完成后,银都矿业的银金属产量亦可得到一定的补充。
其他	公司也将继续推进银、金等优质贵金属原生矿产资源项目的并购,增强公司的持续盈利能力,公司下属各矿山未来两年力争将产能做到证载生产规模。

资料来源：盛达资源 000603 盛达资源投资者关系管理信息 20241113，德邦研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

铅锌精粉（含银）业务：假设公司铅锌产量持平，价格上预计铅锌维持当前年内均价并后续持平。预计 2024-2026 年收入分别为 11.4、11.6、11.8 亿元，毛利分别为 7.0、7.0、7.1 亿元，毛利率分别为 61.4%、60.3%、59.8%。

银锭业务：伴随美联储降息，假设金银价格未来有所提升，公司产量逐步提升。预计 2024-2026 年收入分别为 2.5、4.1、5.8 亿元，毛利分别为 1.5、2.9、4.6 亿元，毛利率分别为 60.7%、70.7%、78.8%。

表 7：公司业务拆解预测

单位：亿元		2023	2024E	2025E	2026E
铅锌精粉（含银）	收入	9.9	11.4	11.6	11.8
	成本	4.3	4.4	4.6	4.8
	毛利	5.6	7.0	7.0	7.1
	毛利率	56.5%	61.4%	60.3%	59.8%
银锭	收入	1.9	2.5	4.1	5.8
	成本	1.0	1.0	1.2	1.2
	毛利	0.9	1.5	2.9	4.6
	毛利率	48.0%	60.7%	70.7%	78.8%

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所预测

4.2. 估值

我们采用了相对估值法，选取主营业务包括黄金、白银的公司，可比公司包括兴业银锡、山金国际、赤峰黄金。据我们测算，行业主要公司 2024 年、2025 年、2026 年平均估值为 19.1、15.6、13.5 倍。伴随公司技改完成后产量的逐步释放，预计公司的业绩将持续增长，估值优势逐步凸显。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比估值

代码	公司名称	收盘价	总市值	归母净利润 亿元				PE 倍			
		元	亿元	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000426. SZ	兴业银锡	13. 2	234. 9	9. 7	17. 2	21. 7	22. 7	24. 2	13. 7	10. 8	10. 4
000975. SZ	山金国际	17. 2	477. 3	14. 2	23. 5	27. 9	33. 6	33. 5	20. 3	17. 1	14. 2
600988. SH	赤峰黄金	17. 1	284. 0	8. 0	12. 2	15. 1	17. 9	35. 3	23. 4	18. 8	15. 9
行业平均									19. 1	15. 6	13. 5
000603. SZ	盛达资源	13. 3	91. 6	1. 5	3. 6	5. 8	7. 4	61. 9	25. 3	15. 9	12. 4

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所测算
注：兴业银锡、山金国际、赤峰黄金业绩为德邦证券预测，收盘价截至 2024 年 12 月 10 日

5. 风险提示

白银价格大幅波动、公司项目推进不及预期、环保政策趋严。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.52	0.84	1.07
每股净资产	4.53	4.91	5.74	6.81
每股经营现金流	0.46	0.68	1.41	1.41
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	52.62	25.35	15.88	12.39
P/B	2.44	2.70	2.31	1.95
P/S	3.38	3.71	2.87	2.69
EV/EBITDA	16.76	12.83	8.85	7.16
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	32.0%	37.5%	41.1%	44.2%
净利润率	9.0%	19.8%	22.6%	25.5%
净资产收益率	4.7%	10.7%	14.6%	15.7%
资产回报率	2.3%	5.0%	6.9%	7.7%
投资回报率	4.4%	7.8%	9.9%	10.2%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	19.9%	9.6%	29.4%	6.6%
EBIT 增长率	-56.2%	87.0%	49.6%	20.4%
净利润增长率	-59.4%	144.1%	59.6%	28.2%
偿债能力指标				
资产负债率	40.3%	41.1%	40.0%	38.4%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.2
现金比率	0.2	0.2	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.0	3.9	4.5	4.2
存货周转天数	57.6	76.9	67.2	72.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	1.2	1.1	1.4	1.4

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	148	361	576	739
少数股东损益	56	127	144	130
非现金支出	233	251	278	296
非经营收益	126	-49	-68	-68
营运资金变动	-247	-219	40	-126
经营活动现金流	315	471	970	970
资产	-289	-487	-455	-470
投资	-26	-32	-32	-32
其他	23	68	91	95
投资活动现金流	-292	-452	-396	-407
债权募资	366	165	284	224
股权募资	0	-50	0	0
其他	-202	-73	-26	-31
融资活动现金流	164	41	258	193
现金净流量	187	60	832	756

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 10 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,254	2,469	3,195	3,405
营业成本	1,533	1,543	1,881	1,901
毛利率%	32.0%	37.5%	41.1%	44.2%
营业税金及附加	161	101	138	143
营业税金率%	7.2%	4.1%	4.3%	4.2%
营业费用	1	2	2	3
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	254	282	369	391
管理费用率%	11.3%	11.4%	11.5%	11.5%
研发费用	22	22	28	30
研发费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
EBIT	281	526	786	947
财务费用	69	13	16	5
财务费用率%	3.1%	0.5%	0.5%	0.1%
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	55	68	91	95
营业利润	250	584	865	1,042
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	256	584	865	1,042
EBITDA	497	777	1,064	1,242
所得税	52	96	144	172
有效所得税率%	20.5%	16.4%	16.7%	16.6%
少数股东损益	56	127	144	130
归属母公司所有者净利润	148	361	576	739

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	507	1,339	2,095
应收账款及应收票据	54	62	62	84
存货	246	413	289	472
其它流动资产	1,032	1,261	1,406	1,434
流动资产合计	1,778	2,244	3,096	4,084
长期股权投资	712	744	776	809
固定资产	1,907	2,163	2,314	2,414
在建工程	634	450	321	237
无形资产	1,347	1,516	1,683	1,852
非流动资产合计	4,772	5,043	5,256	5,467
资产总计	6,550	7,287	8,352	9,552
短期借款	752	916	1,201	1,425
应付票据及应付账款	472	569	576	644
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	621	710	764	802
流动负债合计	1,845	2,196	2,540	2,870
长期借款	144	144	144	144
其它长期负债	653	653	653	653
非流动负债合计	797	797	797	797
负债总计	2,641	2,992	3,337	3,667
实收资本	129	129	129	129
普通股股东权益	3,126	3,385	3,962	4,701
少数股东权益	783	910	1,054	1,184
负债和所有者权益合计	6,550	7,287	8,352	9,552

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

高嘉麒，CFA，有色组研究员，2022年Wind路演新势力分析师，3年有色金属研究经验，历任东亚前海证券有色组组长，布里斯托大学金融硕士。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。