

盛达资源 (000603.SZ)

银矿为基，金矿为翼

优于大市

核心观点

公司是国内重要白银企业，做大做强贵金属板块。盛达资源于 2011 年借壳上市，控股股东为盛达集团，主营金、银、铅、锌等有色金属的采选业务。自成立以来，公司通过不断收购矿山实现扩张，目前控股 6 家位于内蒙古的矿业子公司，以及位于四川的菜园子铜金矿。截至 2023 年，公司具备矿产资源量：白银 7,231 吨、黄金 27 吨、铅 36 万吨、锌 93 万吨；2021-2023 年公司白银产量分别为 226/203/145 吨。

鸿林矿业预计 2025 年投产，公司黄金产量将显著提升。公司于 2023 年 12 月取得鸿林矿业 53% 股权，2024 年 10 月公告计划收购其剩余 47% 股权。菜园子铜金矿是鸿林矿业的核心资产，拥有黄金资源量 17.1 吨、铜资源量 3 万吨，2019 年获得采矿许可证，目前正在建设，预计 2025 年正式投产。菜园子铜金矿设计生产规模为 39.6 万吨/年，黄金平均品位 2.8 克/吨，达产后可年产黄金 1.1 吨左右；公司 2021-2023 年黄金产量为 293/250/148 公斤。

金山矿业技改完成，公司业绩拐点或现。公司 2023 年实现归母净利润 1.48 亿元，同比下滑 59%，一个重要原因是金山矿业自 2023 年 10 月开始对采矿工程和选厂进行技改，而金山矿业正常年份能够实现 2 亿元左右的净利润。2024 年 9 月，金山技改如期完成，生产经营恢复正常。此外，公司初期对金山持股为 67%，2024 年 12 月完成对剩余 33% 股权的收购，成为全资子公司；同时盛达集团作出承诺，金山 2025-2027 年间的净利润应合计不低于 4.7 亿元，即平均 1.6 亿元/年，低于 4.7 亿元的部分盛达集团将向公司予以补偿。

预计 2025 年金银价格依然较强。黄金长期趋势反映的是美元货币信用体系的边际变化，美国持续的赤字货币化及对他国美元资产的干预和强势，推升各国央行增持黄金，边际弱化了美元地位，中短期受到美联储降息节奏及市场风险偏好的影响，预计 2025 年金价依然较强；银价从长周期来看与金价走势类似，但由于工业需求占比超 40%，其工业属性较黄金更强，金银比修复使得白银后期具备更大的价格弹性。

盈利预测与估值：随着各项产能逐步投产，公司业绩有望得到释放。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.2/5.3/7.3 亿元（+115.4%/66.7%/37.4%），EPS 分别为 0.46/0.77/1.06 元。通过多角度估值，预计公司合理估值区间为 15.7-16.9 元，相对于目前股价有 16%-25% 溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；白银产量波动；白银、铅、锌价格大幅下降；安全和环保风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,879	2,254	2,354	3,088	3,730
(+/-%)	14.7%	19.9%	4.5%	31.2%	20.8%
归母净利润(百万元)	365	148	319	532	730
(+/-%)	-13.5%	-59.4%	115.4%	66.7%	37.4%
每股收益(元)	0.53	0.21	0.46	0.77	1.06
EBIT Margin	34.9%	12.5%	23.6%	28.6%	32.4%
净资产收益率(ROE)	12.2%	4.7%	9.1%	13.3%	16.2%
市盈率(PE)	25.7	63.3	29.4	17.6	12.8
EV/EBITDA	13.5	25.3	15.9	11.0	8.6
市净率(PB)	3.15	3.00	2.81	2.55	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

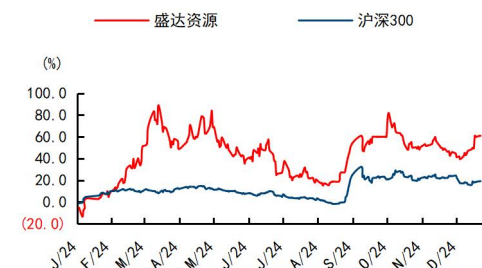
makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	15.70 - 16.90 元
收盘价	13.66 元
总市值/流通市值	9425/8640 百万元
52 周最高价/最低价	16.40/7.11 元
近 3 个月日均成交额	161.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：有量增的优质白银企业	5
优质白银企业	5
股权结构稳定，管理团队更迭	6
金山矿业技改完成，生产经营回到正轨	8
行业：降息步伐放缓，白银或高位震荡	10
供给受主金属变化影响	10
白银在光伏领域需求快速增长	12
银价对供需缺口的敏感性有望增强	13
公司：矿产资源优质，扩张路径清晰	14
公司白银资源储量大、品位高	14
银都矿业：白银主力矿山，后备资源积极补充	15
金山矿业：技改项目顺利完成，持股比例提升至 100%	17
光大矿业、金都矿业：年轻的银铅锌矿山	18
德运矿业：积极推进项目开发建设	20
鸿林矿业：收购黄金资源，做大做强贵金属	20
财务分析	20
盈利能力	21
营运能力	22
偿债能力	23
盈利预测	24
假设前提	24
未来 3 年业绩预测	25
盈利预测的敏感性分析	25
估值与投资建议	26
绝对估值：15.7-19.7 元	26
相对估值：15.4-16.9 元	27
投资建议	28
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图 1: 公司内蒙古资源分布	5
图 2: 公司历史沿革	6
图 3: 盛达资源股权结构（截至 2024Q3）、子公司旗下矿山及其矿石处理能力	7
图 4: 公司营业收入及增速（亿元，%）	8
图 5: 公司归母净利润及增速（亿元，%）	8
图 6: 公司单季营业收入及增速（亿元，%）	8
图 7: 公司单季归母净利润及增速（亿元，%）	8
图 8: 分产品产量	9
图 9: 分产品营业收入（亿元）	9
图 10: 分产品毛利（亿元）	9
图 11: 分产品毛利率（%）	9
图 12: 2023 年公司分产品营收占比	10
图 13: 2023 年公司分产品毛利占比	10
图 14: 伦敦现货白银、黄金价格（美元/盎司）	10
图 15: 白银与铜价格走势（美元/盎司，美元/吨）	10
图 16: 全球白银供应情况（万吨）	11
图 17: 2023 年矿产白银来源占比（%）	11
图 18: 2023 年全球矿产银供应情况（吨）	11
图 19: 全球前 30 大银矿分布	11
图 20: 银矿生产成本变化（美元/盎司）	12
图 21: 2022 年全球主要银矿生产成本（美元/盎司）	12
图 22: 全球光伏电池片产量（GW）	13
图 23: 各种电池技术市场占比（%）	13
图 24: iShares（SLV）白银净持仓量（千吨）	14
图 25: 主要交易所库存量（万吨）	14
图 26: 银都矿业营业收入及同比（亿元，%）	16
图 27: 银都矿业净利润及同比（亿元，%）	16
图 28: 金山矿业营业收入及同比（亿元，%）	18
图 29: 金山矿业净利润及同比（亿元，%）	18
图 30: 光大矿业营业收入（亿元）及同比增速（%）	19
图 31: 光大矿业净利润（亿元）及同比增速（%）	19
图 32: 金都矿业营业收入（亿元）及同比增速（%）	19
图 33: 金都矿业净利润（亿元）及同比增速（%）	19
图 34: 行业内公司营业收入对比（单位：亿元）	21
图 35: 行业内公司净利润对比（单位：亿元）	21
图 36: 行业内公司毛利率对比	22
图 37: 行业内公司净利率对比	22

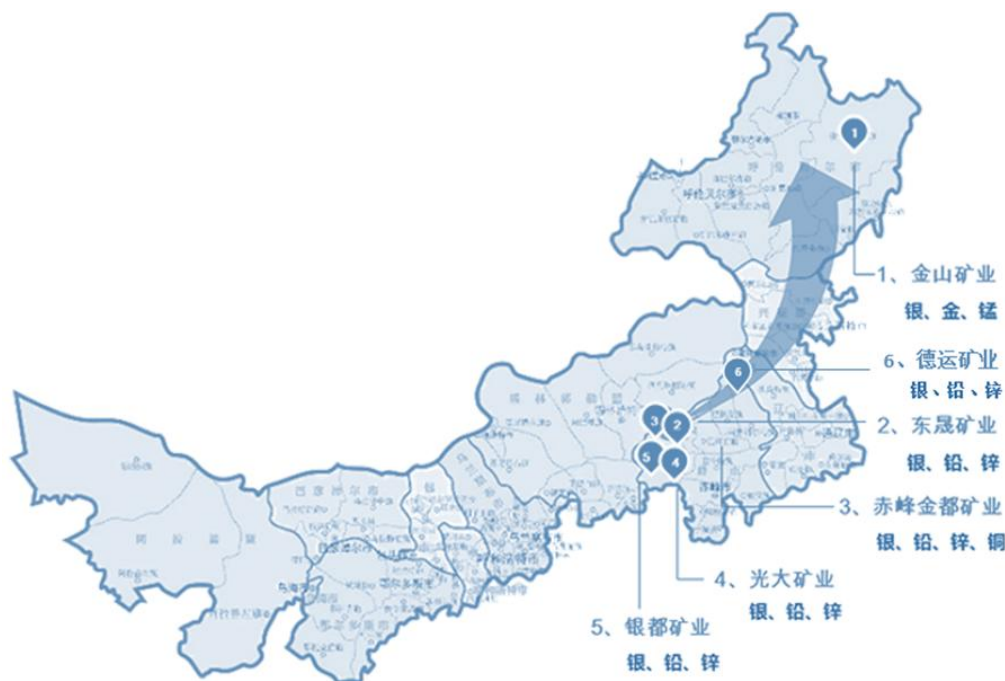
图 38: 行业内公司存货周转天数对比	22
图 39: 行业内公司应收账款周转天数对比	22
图 40: 行业内公司总资产周转率对比	23
图 41: 行业内公司净营业周期对比	23
图 42: 行业内公司资产负债率对比	23
图 43: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比	23
图 44: 行业内公司货币资金/短期债务对比	23
图 45: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比	23
图 46: 公司收盘价与白银价格 (元, 元/吨)	28
表 1: 全球白银供需平衡表 (吨)	13
表 2: 公司资源情况 (截至 2023 年底)	15
表 3: 盛达资源主要子公司 2024H1 业绩情况 (按净利润高低排序, 单位: 亿元)	15
表 4: 银都矿业拜仁达坝银多金属矿 (在产) 基本情况	16
表 5: 金山矿业额仁陶勒盖矿区 III—III 矿段银矿 (在产) 基本情况	17
表 6: 光大矿业大地矿区银铅锌矿 (在产) 基本情况	18
表 7: 金都矿业十地矿区银铅锌矿 (在产) 基本情况	19
表 8: 2023 年分矿山盈利情况对比 (亿元)	22
表 9: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元)	1
表 10: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	25
表 11: 公司盈利预测的敏感性分析	26
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)	26
表 13: 资本成本假设	26
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	27
表 15: 可比公司估值情况	27

公司概况：有量增的优质白银企业

优质白银企业

公司是国内优质白银企业，深耕有色金属矿产资源。盛达资源的注册地址和办公地址位于北京市，但核心资产位于内蒙古自治区，目前公司控股银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业 6 家内蒙古的矿业子公司，以及位于四川的菜园子铜金矿。截至 2023 年底，公司具备白银资源金属量 7,231.1 吨、黄金资源量 26.8 吨。

图1：公司内蒙古资源分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

做大做强贵金属，股权收购动作不断。公司 1995 年成立，2011 年通过实施重大资产置换，置入银都矿业 62.96% 的股权，实现借壳上市。上市后，公司确定了在未来三年内打造成“有色金属领域具有影响力的企业”和“发展 3-5 家矿业公司”的战略构想，凭借银都矿业优秀的盈利能力，在行业下行期业绩仍能够保持相对稳健。2016 年后随着市场情况好转，公司连续扩张。2016 年，公司通过非公开发行股票取得光大矿业、赤峰金都各 100% 股权，资源储量增厚，生产规模扩大。2017 年，银都矿业完成收购东晟矿业 70% 股权，资源得到进一步丰富。2018 年，公司收购控股股东盛达集团持有的金山矿业 67% 股权。2019 年，公司收购德运矿业 54% 的股权，并投资金业环保正式进军新能源金属资源行业。2023 年 11 月，公司与鸿林矿业及相关方签署《增资协议》，取得鸿林矿业 53% 的股权，实现对菜园子铜金矿的控制。2024 年，公司先后发布公告拟收购鸿林矿业剩余的 47% 股权和金山矿业剩余的 33% 股权，收购完成后这两个子公司都会成为公司的全资子公司。

图2：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

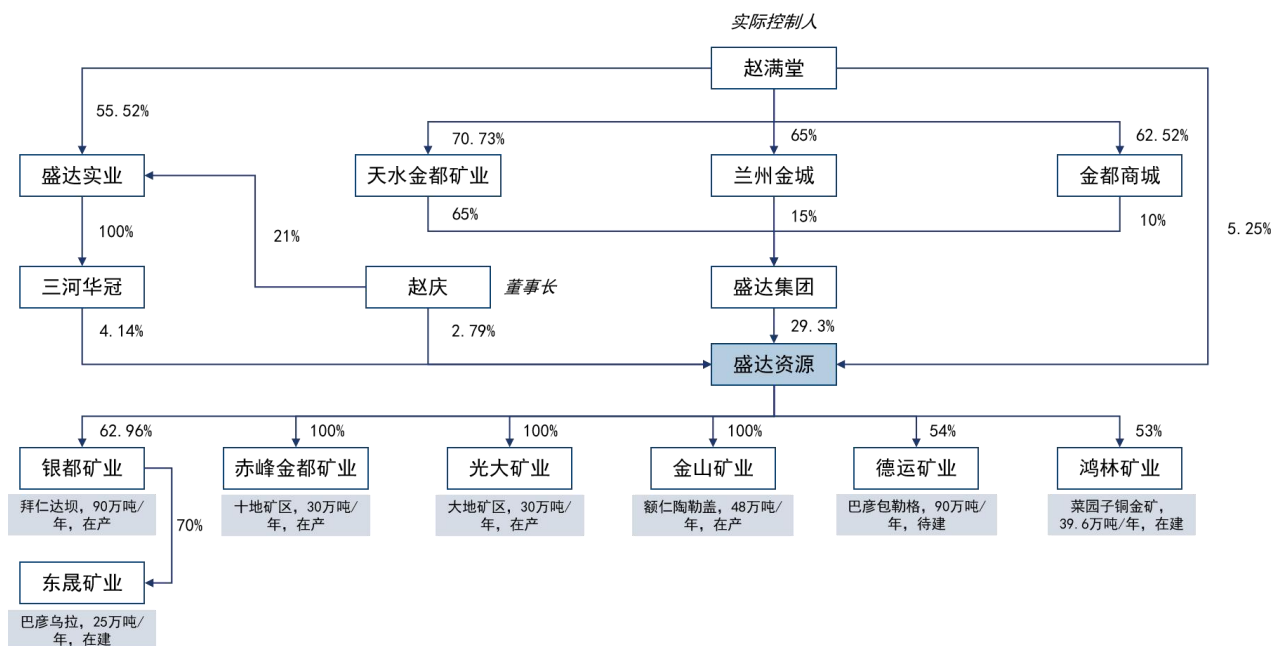
股权结构稳定，管理团队更迭

大股东盛达集团业务多元，持有上市公司 29.30% 股份。公司控股股东为盛达集团，实控人为赵满堂。截至 2024 年 9 月 30 日，一致行动人盛达集团、三河华冠、赵满堂、赵庆、王小荣持股比例分别为 29.30%、4.14%、5.25%、2.79%、0.03%，合计 41.51%，较 2023 年末未发生变化，股权结构稳定。大股东盛达集团成立于 1992 年，从甘肃发展壮大，目前产业布局除矿业开发外还覆盖有酒类文化、商业文旅、金融资管等多个领域，是一家多元化综合性实业集团，旗下上市公司包括盛达资源（000603）和皇台酒业（000995），另外还是兰州银行（001227）的重要股东。

公司拥有 7 处在产/待产矿山，资源优质。如下方图 3 所示，盛达资源拥有 7 家主要的矿业子公司，这些子公司旗下分别经营一处矿区/矿山。即：银都矿业拜仁达坝银多金属矿处于在产状态，产能 90 万吨/年；金都矿业十地矿区处于在产状态，产能 30 万吨/年；光大矿业大地矿区处于在产状态，产能 30 万吨/年；金山矿业额仁陶勒盖银矿处于在产状态，产能 48 万吨/年；鸿林矿业菜园子铜金矿处于在建状态，建成后产能 39.6 万吨/年；东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿处于在建状态，建成后产能 25 万吨/年；德运矿业巴彦包勒格铅锌多金属矿处于待建状态，建成后产能 90 万吨/年。

盛达集团体内还有三河华冠等资源。在上市公司外，三河华冠旗下拥有内蒙古自治区克什克腾旗转心湖矿区锡铜矿采矿权，根据经评审备案的《内蒙古自治区克什克腾旗转心湖矿区锡铜矿勘探报告》，查明资源储量矿石量（探明+控制+推断）630 万吨，其中铜金属量 5.98 万吨，平均品位 0.96%；锡金属量 1,008 吨，平均品位 0.30%，三河华冠股权目前委托上市公司进行管理。

图3：盛达资源股权结构（截至 2024Q3）、子公司旗下矿山及其矿石处理能力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理团队更迭，行业经验丰富。2022 年来，公司高管团队出现较大变化，实控人之子赵庆先生（1984）接棒董事长，此前曾任甘肃盛达集团有限公司董事、副总裁；盛达金属资源股份有限公司副董事长、董事。

22 年 8 月，刘金钟先生（1982）出任总裁，此前曾任澳华黄金矿业公司锦丰项目和埃尔拉多黄金矿业公司滩间山金矿 GIS 主管、勘探部经理；SRK 地质咨询师；深银信投资集团投资部总经理；曾创立河姆渡集团；曾任北京盛达实业集团有限公司投资总监。

22 年 4 月，王薇女士（1981）出任副总裁、董事会秘书，曾任东易日盛集团股份有限公司副总经理、董事会秘书；天马集团股份有限公司副总经理、董事会秘书；苏州电器科学研究院股份有限公司独立董事；恒泰艾普集团股份有限公司董事长助理；西安奥华电子仪器股份有限公司董事。

23 年 3 月，朱红军先生（1972）出任副总裁，曾任东方集团投资控股有限公司投资副总监，东方集团矿业投资控股有限公司常务副总裁、总地质师；中国金石矿业控股有限公司董事局执行董事；盛达金属资源股份有限公司投资并购总监、矿业部副总经理。

23 年 11 月，王洋先生（1980）出任副总裁，已从事 15 年矿业生产技术及管理工作，在盛达资源工作 8 年，有扎实的矿山生产技术管理经验和丰富的矿业并购、矿区资源核查、矿山建设投资、经济测算、矿权评估等经验。

23 年 12 月，孙延庆先生（1988）出任财务总监，曾任信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）高级审计师；泰康拜博医疗集团有限公司华东区财务经理；东旭光电科技股份有限公司会计管理部副部长。

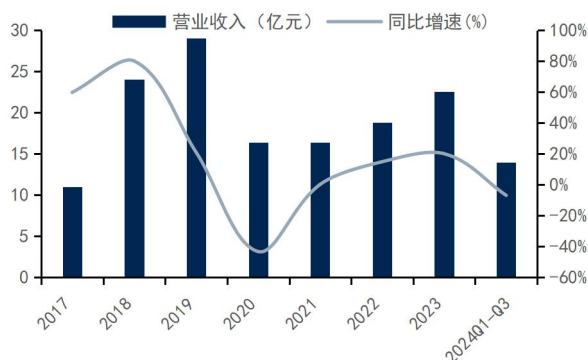
金山矿业技改完成，生产经营回到正轨

公司原生矿山业务主要产品为银锭（国标 1#、2#）、黄金以及含银铅精粉（银单独计价）、含银锌精粉（银单独计价）；城市矿山业务主要产品包括含镍产品、含铜产品。公司业绩主要受到商品价格以及销量的影响。

2023 年，公司控股子公司金山矿业开采的主要矿体矿石性质发生较大变化，为开采深部银金矿体及提高矿山效益，自 2023 年 10 月开始技改，造成选矿处理量降幅较大，银锭产销量下降。技改叠加锌金属价格下跌以及控股子公司金业环保计提商誉减值准备，2023 年公司业绩同比下滑，全年实现营业收入 22.54 亿元，同比上涨 19.92%；归母净利润 1.48 亿元，同比下降 59.41%。

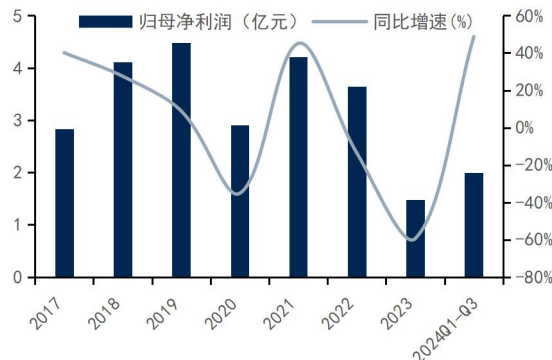
分季度来看，由于公司矿山资源主要集中在内蒙古自治区中东部，冬季严寒气候对选厂供水影响巨大，第一季度基本没有产出，利润主要来源于前一年未发货的库存出售，存在较强季度波动。过往年内，业绩呈现逐季上涨趋势。

图4：公司营业收入及增速（亿元，%）



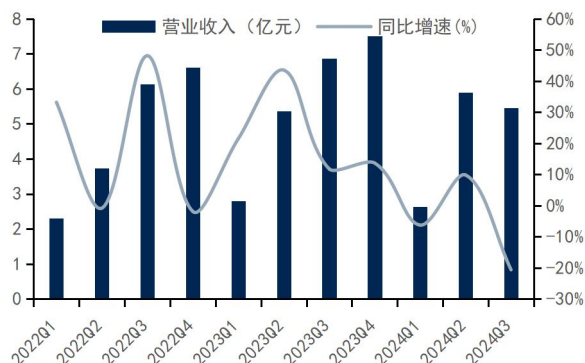
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司单季归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分品种来看，凭借资源以及选矿技术优势，除 2023 年受技改影响外，公司银锭产量较为稳定，毛利率较高。2021-2023 年公司银锭产量分别为 84.65/79.91/36.62 吨；2023 年实现营业收入 1.94 亿元，占比 8.62%；实现毛利 0.93 亿元，占比 12.94%；

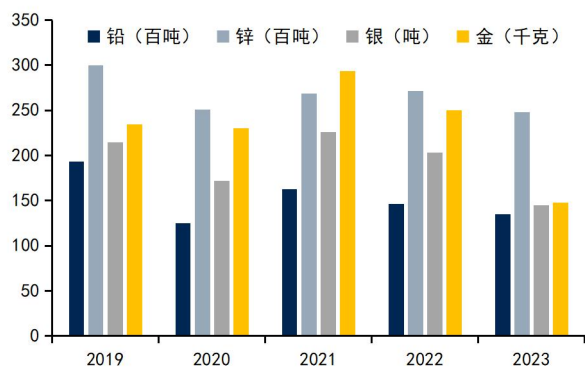
对应单吨销售成本为 2.76 元/克，毛利率 47.97%。

铅精粉是目前最重要的毛利来源，2023 年铅精粉（含银）产量 2.98 万吨，同比下降 7.13%；实现营业收入 6.37 亿元，占比 28.26%；实现毛利 4.24 亿元，占比 58.83%；毛利率为 66.55%。

此外，2023 年公司**锌精粉**（含银）产量 5.39 万吨，同比下降 3.49%；实现营业收入 3.53 亿元，占比 15.64%；实现毛利 1.35 亿元，占比 18.81%；毛利率为 38.43%。**黄金**产量 148.02 千克，同比下降 40.82%；实现营业收入 0.70 亿元，占比 3.10%；实现毛利 0.33 亿元，占比 4.56%；毛利率为 47.02%。

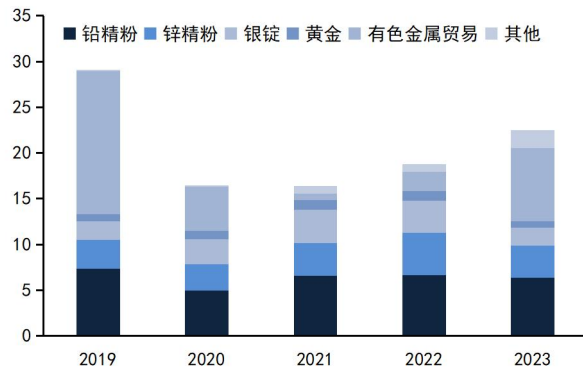
按照**金属量**折算，2023 年银、铅、锌、黄金产量分别为 145 吨、1.35 万吨、2.48 万吨、148 千克。

图8：分产品产量



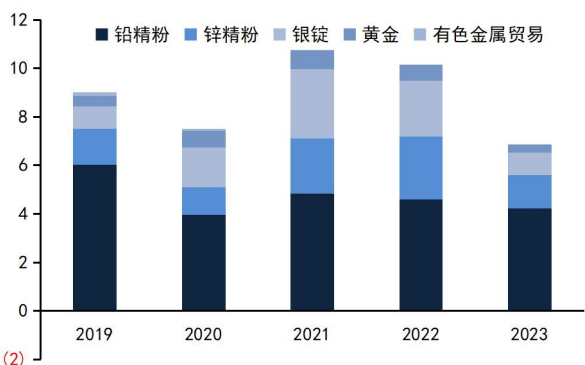
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：分产品营业收入（亿元）



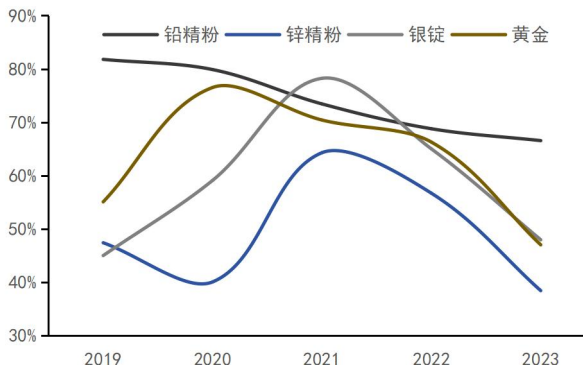
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：分产品毛利（亿元）



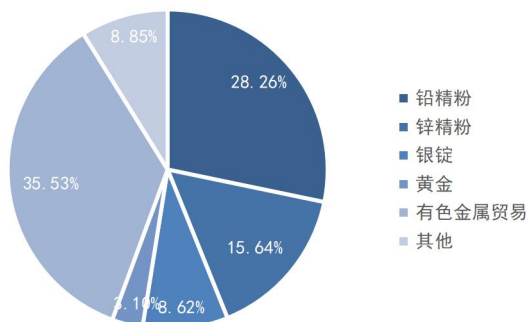
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：分产品毛利率（%）



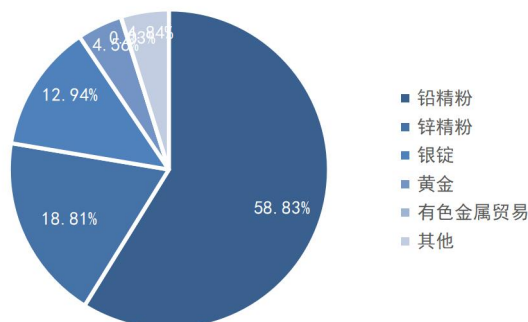
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2023 年公司分产品营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：2023 年公司分产品毛利占比

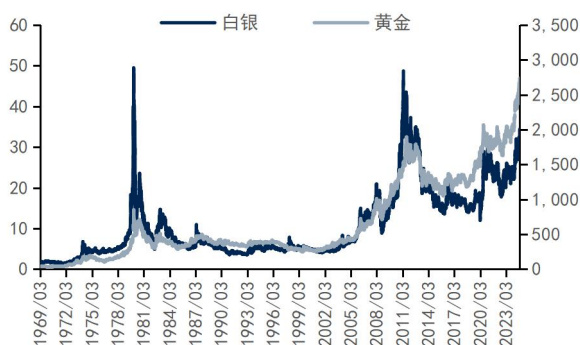


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业：降息步伐放缓，白银或高位震荡

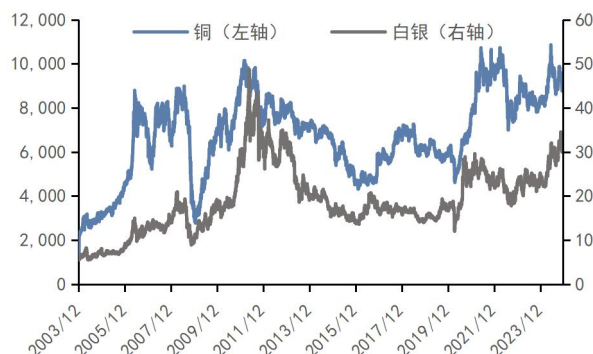
作为贵金属，白银兼具金融属性与商品属性。虽然白银的工业需求占比远高于黄金，但其历史价格变动方向不由供需决定，而与黄金走势相似，呈现出与实际利率的负相关关系。从金融属性出发，贵金属定价逻辑可简化理解为名义利率与通胀的相对运行节奏变化，而实际利率=名义利率-通胀预期，是指剔除通货膨胀率后储户或投资者得到利息回报的真实利率。在美元为主导的国际货币体系下，金银不生息，而美国国债有息，美债收益率下跌会提升贵金属吸引力。同时贵金属是抗通胀的，而美元会随通胀贬值，高通胀预期会提升金银吸引力。

图14：伦敦现货白银、黄金价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：白银与铜价格走势（美元/盎司，美元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供给受主金属变化影响

白银生产主要包括矿产银和再生银两种，目前矿产银占比约82%。区别于其他金属，白银矿产资源多数是伴生，2023年独立银矿供应占比28.3%，铅锌伴生30.8%、铜伴生26.7%、金伴生13.7%。主金属产量的变动在一定程度上约束着白银供应增长，近十年来矿产银产量保持在2.4-2.8万吨之间。

2023年，全球矿产白银供应为2.58万吨，较2022年小幅下降0.75%，主要由于

全球最大的银生产国墨西哥和秘鲁产量减少。2023 年锌价表现低迷，锌矿项目减产不断；2024 年锌矿加工费降至负值；国际铅锌研究小组预测 2024 年我国锌产量将同比下滑 1.8%，全球锌矿产量同比下滑 1.4%至 1206 万吨。铜矿仍处于扩产周期，但这一轮扩张幅度较小，2024 年前 8 月全球矿产铜产量同比增长 2.5%至 1489 万吨。

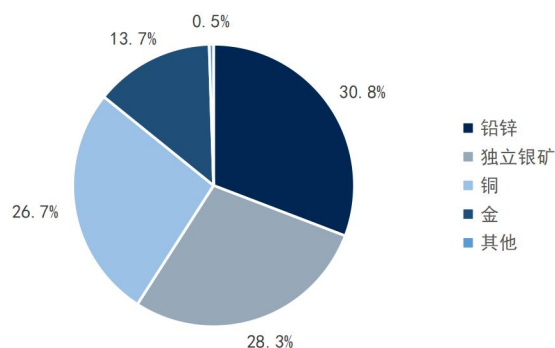
再生银主要从含银固体废弃物，如有价废渣、废件等和贵金属表面处理的镀液、照相行业定影废液显影等废液等中回收。2023 年再生银供应量为 0.56 万吨，其中工业、摄影、珠宝、银器、银币来源占比分别为 55.7%、9.6%、19.3%、13.3%、2.1%。同 22 年一样，23 年回收增量主要来自于工业用途的增长，特别是废环氧乙烷催化剂的增长。其供应变化受银价走势影响，银价上涨会刺激再生银供应增加。

图 16: 全球白银供应情况（万吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

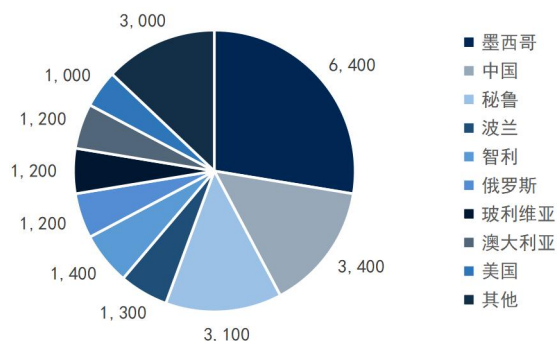
图 17: 2023 年矿产白银来源占比 (%)



资料来源: Metals Focus, 国信证券经济研究所整理

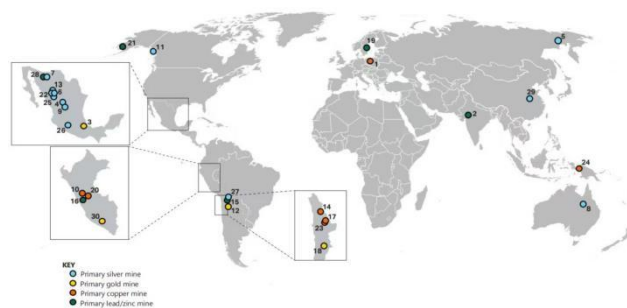
优质白银矿山主要集中在美洲，墨西哥是全球最重要的白银供应国。2023 年墨西哥、中国、秘鲁分别生产白银 6400 吨、3400 吨、3100 吨，合计占到全球总矿产供应的 49.62%。再生银生产主要集中在一些白银消费大国，2023 年东亚、北美、欧洲产生的再生银占到全球的 73.51%。

图 18: 2023 年全球矿产银供应情况（吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 全球前 30 大银矿分布

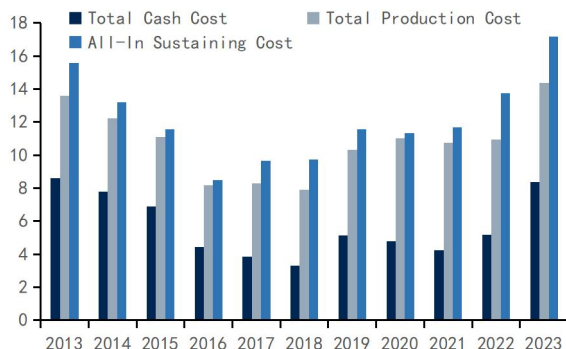


资料来源: Silver Institute, 国信证券经济研究所整理

近年来矿产白银生产成本有所上涨。2022 年受通胀影响，能源、人工等费用大幅增加，白银开采费用上涨，TCC 上涨 19.0%至 4.91 美元/盎司，AISC 上涨 15.8%

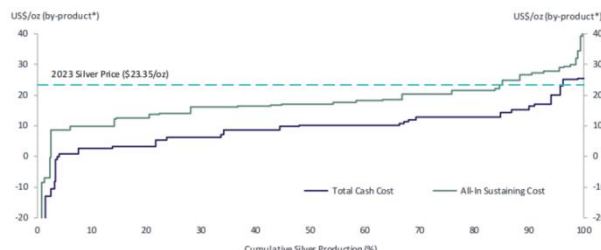
至 13.36 美元/盎司。此外，因为白银通常作为伴生金属，其成本计算也受到主金属价格影响，通常来说，主金属价格上涨会摊薄副产品现金成本。

图20：银矿生产成本变化（美元/盎司）



资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

图21：2022 年全球主要银矿生产成本（美元/盎司）



资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

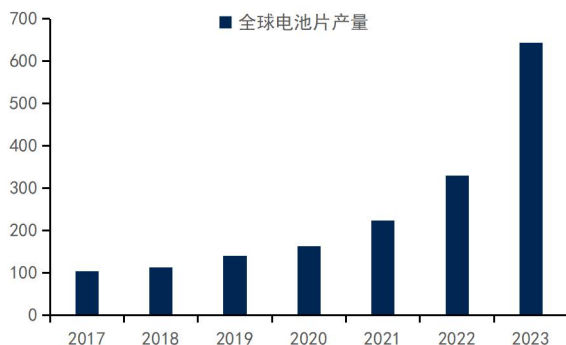
白银在光伏领域需求快速增长

银是所有金属中导电性和导热性最好的金属，具有良好的柔韧性、延展性和反射性等，特殊的金属性质决定了其在工业领域的广泛应用，在一些需要高可靠性、高精度的行业内具有不可替代性。在电气工业中，银被用作电接触材料；在电子浆料领域，银浆是制造与开发电子元件器件、厚膜混合电路和触摸元件的基础材料；在化学与化工材料领域，银在催化剂中有许多特别的应用，此外还作为银钎焊合金材料。

近年来光伏产业高速发展带动工业需求持续增长。光伏银浆是光伏电池的重要原材料，主要通过丝网印刷技术制成栅线，作为光伏电池的电极。根据位置及功能的不同，光伏银浆可分为正面银浆和背面银浆。正面银浆（含银量约 90%）主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在 P 型电池的受光面以及 N 型电池的双面；背面银浆（含银量约 70%）主要起到粘连作用，对导电性能的要求相对较低，常用在 P 型电池的背光面。

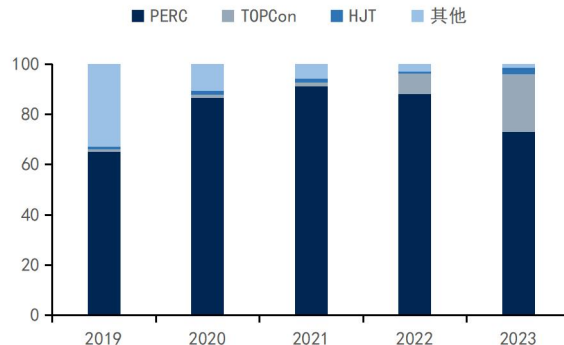
随着光伏产业的高速发展，光伏行业用银保持快速增长。2023 年，全球光伏电池片产量加速增长至 644GW，同比增长 95%，带动银浆市场需求持续扩大。此外，N 型电池除转换效率要显著高于 P 型晶硅电池外，对银浆的需求量也要高于 P 型晶硅电池。根据中国光伏行业协会数据，N 型电池中 HJT 电池对银浆的单位耗量（mg/片）是普通 P 型电池的 2 倍左右，从每瓦银浆耗量的角度上来说，N 型电池每瓦耗量仍高于 P 型电池，随着 N 型硅电池的未來市场占有率增加，正面银浆市场需求量有望进一步增加。2023 年，光伏用银达到 6019 吨，同比增长 64%，按照白银协会预期，在 2024 年将增长 20%至 7216 吨，占到工业需求的 33%。

图22：全球光伏电池片产量（GW）



资料来源：公司公告、CPIA，国信证券经济研究所整理

图23：各种电池技术市场占比（%）



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

银价对供需缺口的敏感性有望增强

白银工业需求占比远高于黄金，受经济周期影响。按照世界白银协会口径，白银需求分为实物需求和 ETP 库存。从实物需求结构来看，工业占比长期超过 40%。2023 年，全球白银需求量为 37169 吨，其中工业、实物投资、珠宝、其他需求占比分别为 54.8%、20.3%、17.0%、7.9%。光伏用银需求景气增长，此外在汽车电子元件领域以及消费电子领域白银需求也有望增长。白银协会预计 2024 年白银工业需求有望增长 9%，创历史新高。黄金作为贵金属，拥有商品属性、金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能，在需求结构中工业占比很低。2023 年，全球黄金需求量为 4898.8 吨，其中金饰、投资、各国央行和其他机构、科技需求占比分别为 44.3%、19.3%、21.2%、6.1%。白银协会测算 2024 年白银供需缺口为 6697 吨，预计 2025 年仍保持紧缺状态。

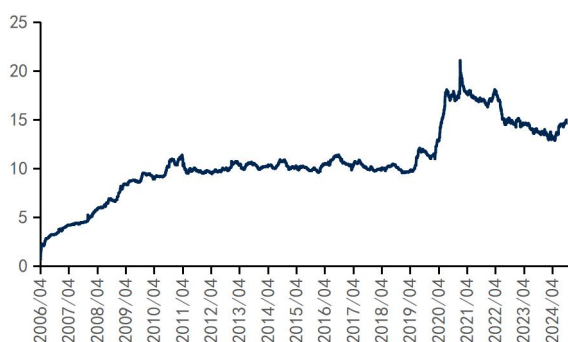
表1：全球白银供需平衡表（吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
供给										
银矿生产	27,894	27,987	26,861	26,457	26,040	24,366	25,785	26,024	25,831	25,614
再生银	4,572	4,532	4,578	4,625	4,610	5,110	5,403	5,502	5,555	5,564
套期保值净供应	67	-	-	-	432	264	-	-	-	-
官方部分净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	50	47
总供应量	32,565	32,550	31,470	31,119	31,113	29,778	31,237	31,582	31,436	31,222
需求										
工业	14,217	15,225	16,373	16,304	16,283	15,853	17,458	18,298	20,354	22,111
光伏	1,854	2,538	3,089	2,706	2,330	2,575	2,765	3,673	6,019	7,216
摄影	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	840	812
珠宝	6,298	5,882	6,103	6,320	6,270	4,694	5,661	7,294	6,317	6,572
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,717	1,829
净实物投资	9,620	6,622	4,846	5,160	5,829	6,473	8,843	10,485	7,561	6,594
套期保值净需求	-	373	34	230	-	-	109	557	379	-
总需求	33,138	30,848	30,211	31,079	31,240	28,827	34,201	39,778	37,169	37,918
供需平衡	-572	1,701	1,260	40	-128	952	-2,967	-8,196	-5,732	-6,697
ETPS 净投资	-532	1,676	224	-666	2,591	10,298	2,019	-3,913	-1,309	1,555
供需平衡除 ETPS 外	-40	25	1,036	706	-2,718	-9,347	-4,986	-4,283	-4,423	-8,252
银价，美元/盎司	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.01

资料来源：Silver Institute、Wind，国信证券经济研究所整理

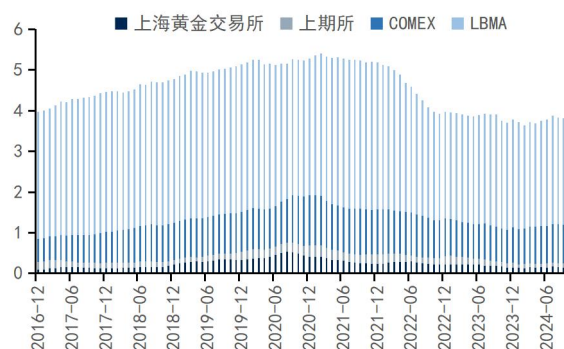
银价对供需缺口的敏感性有望增强。以商品属性为主导的金属价格受到供求关系影响，供不应求时会刺激价格上涨。但从白银价格过往走势来看，供需变化对价格的影响并不突出。一方面因为白银的贵金属属性占据定价的主导地位，白银价格变化与黄金价格变化逻辑趋势相似。另一方面，按照白银协会统计，近年来白银虽然存在供需缺口，但因全球保有大量白银库存，超过白银一年的供应量，导致供需缺口并未引起价格波动。但 2021 年来，白银显性库存持续下降，截至 2024 年 12 月 31 日，LBMA、Comex、上金所、上期所合计库存已降至 3.9 万吨左右，处于近年来较低水平，较 21 年库存高点下降 1.5 万吨。并且 LBMA 库存中大部分白银都由 ETF 持有，可自由流动的白银库存较低。库存下降或导致价格对供需变化的敏感性增加，持续增长的工业需求对价格的正向影响边际加强。

图 24: iShares (SLV) 白银净持仓量 (千吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 主要交易所库存量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司：矿产资源优质，扩张路径清晰

公司白银资源储量大、品位高

公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业 4 座在产矿山，以及东晟矿业、德运矿业、鸿林矿业 3 座待产矿山，白银资源地质储量规模大且品位高，具备采选能力 198 万吨/年。公司对外销售的产品以金属精粉为主，仅金山矿业体内的国金国银冶炼厂具备精炼能力，其余子公司均不做精炼加工。从公司披露的两种口径的产量数据也能够看出，2021-2023 年银金属产量为 226/203/145 吨，而银锭产量仅为 85/80/37 吨，差距的部分是银精粉的量。未来公司的冶炼会逐渐弱化，生产主要集中在采选环节。

表2：公司资源情况（截至 2023 年底）

	股权比例	生产状态	资源储量矿石 量（探明+控制 +推断），万吨	银金属 量，吨	平均品 位，克/吨	铅金属 量，万吨	平均品 位，%	锌金属 量，万吨	平均品 位，%	金金属 量，千克	平均品 位，克/吨	其他资源情况	备注
银都矿业	62.96%	在产矿山	443.6	1,146.2	260.0	11.0	3.4	20.5	5.8				
			158.9	11.9	68.0	0.9	0.7	1.1	1.0				伴生资源
银都矿业	62.96%	探转采	204.9	212.0	119.5	2.09	1.2	4.19	2.1				
（北矿区）			186.0	7.0	32.4	0.05	0.2	0.02	0.5			铜金属量 1,500 吨，平均 品位 0.10%	伴生资源
金山矿业	100%	在产矿山	1,498.8	3,144.2	209.8					9,344.3	0.6361	3,300.63 吨， 平均品位 2.41%	
光大矿业	100%	在产矿山	223.3	366.1	163.9	6.8	1.6	14.3	3.5				
			191.8	62.6	32.7								伴生银矿
金都矿业	100%	在产矿山	574.9	659.6	265.6	9.6	1.7	10.0	1.7				
				35.3	10.8							铜金属量 5,189.14 吨，品 位 0.09%	伴生资源
东晟矿业	70%	待产，已取得 采矿许可证	267.0	556.3	284.9	1.3	1.3	4.6	2.1				
												镓金属量 32.01 吨，平均品位 12.7 克/吨；砷 金属量 11,403 吨，平均品位 0.55%；纯硫量 123,917 吨，平 均品位 6.18%	伴生资源
			265.5	34.1	50.6	0.6	0.5	0.2	0.8	255.0	0.1		
鸿林矿业	53%→在建，已取得 100% 采矿许可证		605.6							17,049.0	2.829	29,015 吨，平 均品位 0.48%	
			39.4							120.0	0.0		低品位矿
德运矿业	54%	待产，已取得 采矿许可证	1,810.8	612.0	140.5	1.7	1.6	36.1	2.6				
			1,806.3	383.7	29.0	2.5	0.4	2.0	0.9				伴生资源
合计				7,231.1		36.5		93.0		26,768.3			
2023 年产量				145.1		1.3		2.5		148.0			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：盛达资源主要子公司 2024H1 业绩情况（按净利润高低排序，单位：亿元）

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
银都矿业	有色金属采选	6.41	1.38	2.54	1.34	1.14
光大矿业	有色金属采选	8.47	3.49	3.59	0.22	0.17
金都矿业	有色金属采选	7.91	5.90	0.89	0.20	0.17
金山矿业	有色金属采选	13.60	5.77	0.12	-0.36	-0.41

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银都矿业：白银主力矿山，后备资源积极补充

拜仁达坝银多金属矿资源情况。截至 2023 年末，银都矿业旗下拜仁达坝银多金属矿采矿证范围内保有银铅锌资源量（探明+控制+推断）矿石量 443.6 万吨，银金属量 1146.2 吨，平均品位 259.97 克/吨；铅金属量 11.05 万吨，平均品位 3.35%；锌金属量 20.48 万吨，平均品位 5.79%；保有银铅锌伴生资源量（探明+控制+推断）矿石量 158.9 万吨，银金属量 11.9 吨，平均品位 68 克/吨；铅金属量 0.9 万吨，平均品位 0.7%；锌金属量 1.1 万吨，平均品位 1.04%。

银都矿业后备资源积极补充。2022 年，银都矿业取得拜仁达坝（北矿区）银多金

属矿普查的探矿权证，2024 年 2 月勘探报告通过评审备案，共生铅锌银矿查明资源量（探明+控制+推断）：矿石量 204.9 万吨，银金属量 212 吨，平均品位 119.50 克/吨；铅金属量 2.09 万吨，平均品位 1.19%；锌金属量 4.19 万吨，平均品位 2.09%。目前公司正在积极推进银都矿业的矿业权整合工作。

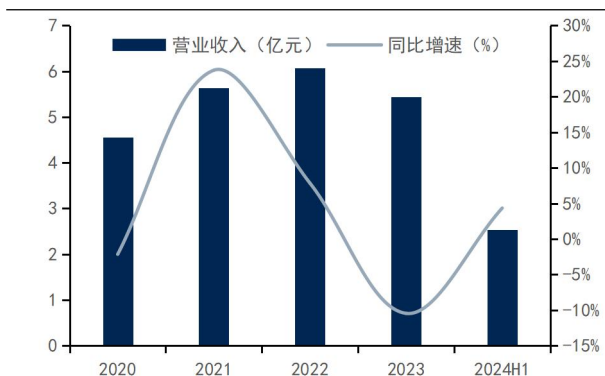
表 4：银都矿业拜仁达坝银多金属矿（在产）基本情况

盛达资源持股比例	62.96%
证载生产规模	90 万吨/年
开采方式	地下开采
有效期	2010/12/27—2031/12/28
资源储量矿石量（探明+控制+推断）	主要资源 443.6 万吨，伴生资源 158.9 万吨
银金属	主要资源 1146.2 吨，品位 260g/t；伴生资源 11.9 吨，品位 68g/t
铅金属	主要资源 11 万吨，品位 3.4%；伴生资源 0.9 万吨，品位 0.7%
锌金属	主要资源 20.5 万吨，品位 5.8%；伴生资源 1.1 万吨，品位 1%

资料来源：公司公告，内蒙古自治区自然资源厅，国信证券经济研究所整理

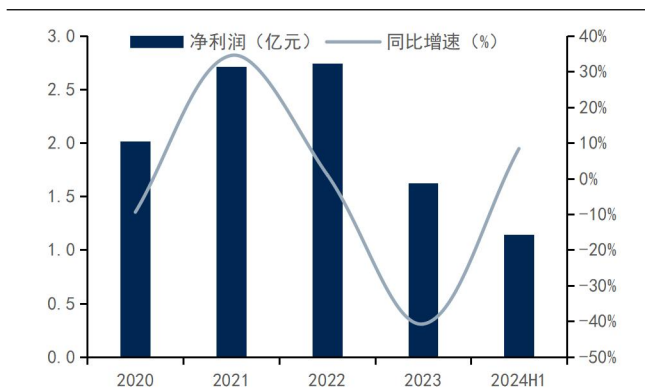
银都矿业历史业绩曾超 5 亿。银都矿业的股权结构为：盛达资源持股 62.96%，内蒙古矿业开发有限责任公司持股 27.78%，内蒙古第九地质矿产勘查开发院持股 9.26%。银都矿业于 2005 年 9 月建成投产，2008 年选矿系统扩建后达到年选矿 90 万吨的生产规模；2012 年采矿系统扩建后，形成年采、选矿 90 万吨的生产规模，当年实现净利润 5.36 亿元；随着开采年限提升，目前采选规模每年约为 50-60 万吨。银都矿业 2023 年实现净利润 1.62 亿元，同比下降 40.80%；2024 年上半年实现净利润 1.14 亿元，同比增加 8.57%，仍是公司最重要的利润来源。

图 26：银都矿业营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 27：银都矿业净利润及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银都矿业还持有东晟矿业 70% 的股份。东晟矿业的股权结构为：银都矿业持股 70%、内蒙古赤峰地质矿产勘查开发公司持股 30%，穿透下来上市公司合计持股 44.07%。东晟矿业旗下的巴彦乌拉银多金属矿保有资源储量矿石量（探明+控制+推断）267 万吨，银金属量 556.32 吨，平均品位 284.90 克/吨；铅金属量 1.31 万吨，平均品位 1.32%；锌金属量 4.60 万吨，平均品位 2.05%。保有伴生资源量矿石量（探明+控制+推断）265.5 万吨，银金属量 34.06 吨，平均品位 50.6 克/吨；铅金属量 5522 吨，平均品位 0.45%；锌金属量 2347 吨，平均品位 0.77%；金金属量 255 千克，平均品位 0.12 克/吨；镓金属量 32.01 吨，平均品位 12.7 克/吨；砷金属量 1.14 万吨，平均品位 0.55%；纯硫量 12.39 万吨，平均品位 6.18%。

预计东晟矿业一年内能够放量。东晟矿业于 2023 年开始开展矿山建设前的准备工作，并于 2024 年 8 月 20 日正式开始项目建设。该项目预计建设时间在一年左右，即 2025 年下半年建成投产。东晟矿业《采矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，该

矿区建成后将通过与银都矿业签订委托加工协议，拟由银都矿业代加工后进行销售。相关资源的补充有望助力银都矿业采选规模恢复。

金山矿业：技改项目顺利完成，持股比例提升至 100%

额仁陶勒盖是银锰伴生的单体银矿，成功解决银锰分离问题。金山矿业的主要产品为金锭和银锭和金锭，旗下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之一。矿区Ⅲ-Ⅸ矿段银矿采矿许可证批准范围内保有矿石量（探明+控制+推断）1498.75 万吨，银金属量 3144.20 吨，平均品位 209.79 克/吨；金金属量 0.93 吨，平均品位 0.62 克/吨；锰金属量 36.13 万吨，平均品位 2.41%。锰的价值相对较低，由于额仁陶勒盖矿山银锰伴生的特殊性，剥离锰成为对资源高效利用的重点。经历多年技术攻关，公司已经能够成功解决银锰分离的问题，提取价值高的白银。

表5：金山矿业额仁陶勒盖矿区Ⅲ-Ⅸ矿段银矿（在产）基本情况

盛达资源持股比例	100%
证载生产规模	48 万吨/年
开采方式	地下开采
有效期	2024/11/11—2044/11/10
资源储量矿石量（探明+控制+推断）	资源 1498.75 万吨
银金属	资源 3144.20 吨，品位 209.79g/t
金金属	资源 0.93 吨，品位 0.62g/t
锰金属	资源 36.13 万吨，品位 2.41%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

由于开采深度变化等原因，金山矿业在 2023 年进行了技改。金山矿业成立于 2004 年 4 月，具备 48 万吨/年的生产规模。2023 年 5 月，金山矿业完成额仁陶勒盖矿区Ⅲ-Ⅸ矿段银矿采矿许可证的变更工作，证载开采矿种增加金金属，矿区面积由 5.51 平方公里增加至 10.03 平方公里，开采深度由 701 米至 221 米标高变更为由 701 米至-118 米标高。为后续生产保障，金山矿业分别投资 1.2 亿元用于采矿工程技改、0.3 亿元用于选厂技改。

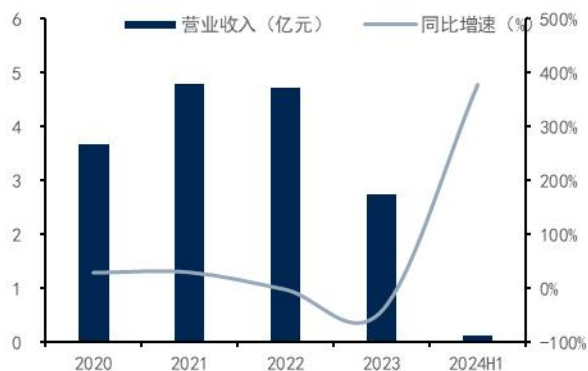
金山矿业采矿和选厂的技改于 2024 年 9 月完成。2024 年 8 月，公司完成了采矿工程技改，即深部基建工程及 2 号井、5 号井断面扩修等其他配套工程及设施改造，并收到内蒙古自治区矿山安全监管局颁发的《安全生产许可证》。采矿工程技改完成后，可充分保障矿山年产能提升至采矿许可证核准的生产规模 48 万吨/年，盈利能力将得到进一步提升。2024 年 9 月，金山矿业完成选厂技改，已将原处理锰银氧化矿的 3000t/d 全泥氰化生产工艺改造成处理原生矿的浮选生产工艺，3000t/d 生产线浸银车间已被改造为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库。改造完成后可提高银、金的回收率，降低生产成本。

金山矿业已经成为盛达资源的全资子公司。2024 年 11 月，公司以 6.14 亿元现金从大股东盛达集团手中收购了金山矿业剩余的 33%股权，目前已经完成了工商变更登记手续。此后，公司持有金山矿业的股权由 67%增加至 100%，金山矿业成为公司的全资子公司。值得注意的是，在交易的《股权转让协议》中盛达集团作出承诺，金山矿业 2025、2026、2027 年累计净利润应不低于 4.7 亿元，如果没有达标，盛达集团将向公司予以补偿。

技改完成后金山矿业利润有望恢复往年正常水平。金山矿业位于内蒙古东北部的呼伦贝尔市，接壤俄罗斯，气候寒冷，开采和粗选作业时间在每年的 4 月至 11 月。一般情况下，金山矿业产出产品达到可销售状态的时间为每年 6 月左右，全年整体出货时间集中在下半年。2022 年，受金山矿业的子公司国金国银厂房搬迁

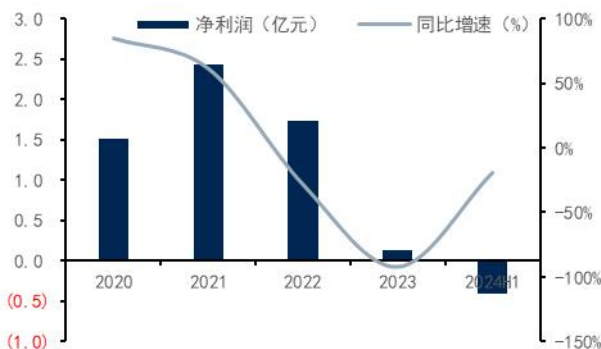
影响，加工费成本有所增加，实现净利润 1.73 亿元，同比下降 28.62%。2023 年 9 月，国金国银已恢复正常，并且 10 月公司“金驰”牌银锭在上海期货交易所注册获得同意，可用于上期所白银期货合约的履约交割。2023 年因技改影响产量，仅实现净利润 0.13 亿元，2024 年上半年亏损 0.41 亿元。

图 28：金山矿业营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 29：金山矿业净利润及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

光大矿业、金都矿业：年轻的银铅锌矿山

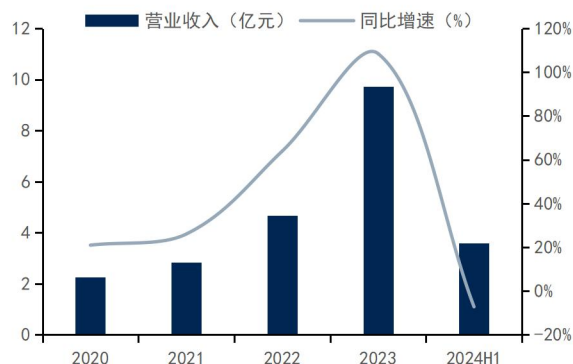
光大矿业大地矿区具备共生+伴生白银资源量 428.7 吨。光大矿业于 2009 年 9 月设立，2015 年获得克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿权，生产规模 30 万吨/年，2017 年底实现投料试车。目前保有资源量（探明+控制+推断）矿石量 415.3 万吨，铅金属量 6.80 万吨，平均品位 1.64%；锌金属量 14.30 万吨，平均品位 3.45%。共生银矿矿石量 223.30 万吨，银金属量 366.10 吨，平均品位 163.90 克/吨。伴生银矿矿石量 191.80 万吨，银金属量 62.60 吨，平均品位 32.66 克/吨。由于开采矿段白银品位及产量下降，2023 年实现净利润 0.22 亿元，同比下降 74.18%；2024 年上半年品位略有恢复，盈利 0.17 亿元，同比增长 526.48%。

表 6：光大矿业大地矿区银铅锌矿（在产）基本情况

盛达资源持股比例	100%
证载生产规模	30 万吨/年
开采方式	地下开采
有效期	2015/9/24—2026/9/24
资源储量矿石量（探明+控制+推断）	主要资源 415.30 万吨，共生资源 223.30 万吨，伴生资源 191.8 万吨
银金属	共生资源 366.10 吨，品位 163.90g/t；伴生资源 62.60 吨，品位 32.66g/t
铅金属	主要资源 6.80 万吨，品位 1.64%
锌金属	主要资源 14.30 万吨，品位 3.45%

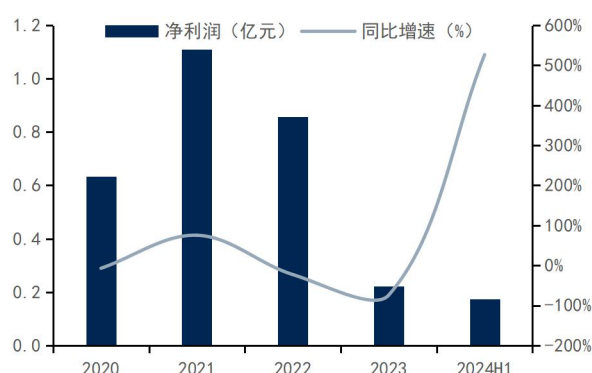
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 光大矿业营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 光大矿业净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

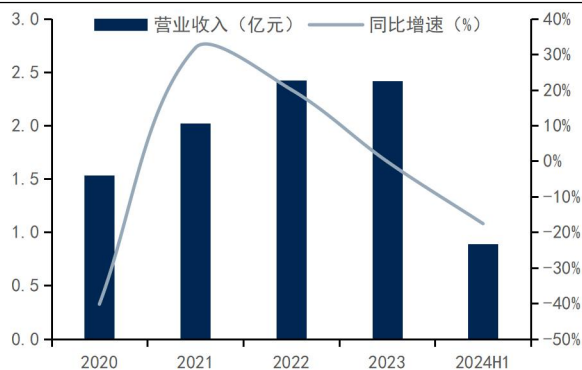
金都矿业十地矿区具备白银资源量 694.96 吨。金都矿业成立于 2006 年 9 月,2015 年获得十地银铅锌矿采矿权,生产规模 30 万吨/年;2018 年底 30 万吨选矿厂、尾矿库建设项目建成并投入使用。金都矿业白银品位高,保有矿石量(探明+控制+推断)574.90 万吨,银金属量 659.63 吨,平均品位 265.57 克/吨;铅金属量 9.56 万吨,平均品位 1.66%;锌金属量 9.99 万吨,平均品位 1.74%。保有伴生资源量铜金属量 492.5 吨,品位 0.09%;银 35.33 吨,品位 10.82 克/吨。2023 年实现净利润 0.50 亿元,同比下降 8.16%。2024 年上半年由于部分产品销售策略影响,实现净利润 0.17 亿元,同比下降 34.89%。

表7: 金都矿业十地矿区银铅锌矿（在产）基本情况

盛达资源持股比例	100%
证载生产规模	30 万吨/年
开采方式	地下开采
有效期	2015/8/10—2035/8/10
资源储量矿石量（探明+控制+推断）	主要资源 574.9 万吨,伴生资源 574.9 万吨
银金属	主要资源 659.63 吨,品位 265.57g/t;伴生资源 35.33 吨,品位 10.82g/t
铅金属	主要资源 9.56 万吨,品位 1.66%
锌金属	主要资源 9.99 万吨,品位 1.74%
铜金属	伴生资源 492.5 吨,品位 0.09%

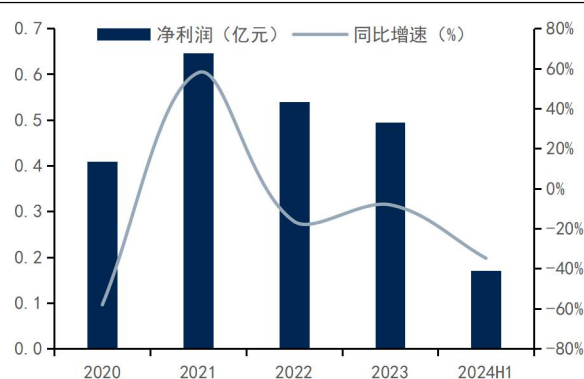
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32: 金都矿业营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33: 金都矿业净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

德运矿业：积极推进项目开发建设

德运矿业巴彦包勒格矿区具备白银资源量 995.72 吨。2019 年公司收购德运矿业 54% 的股权，拥有阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格矿区铅锌多金属矿探矿权，勘查区查明资源量（探明+控制+推断）矿石量总计 1811 万吨，其中银金属量 612 吨，平均品位 140.45 克/吨；铅金属量 1.66 万吨，平均品位 1.58%；锌金属量 36.12 万吨，平均品位 2.60%。伴生矿产资源矿石量总计 1806.3 万吨；银金属量 383.72 吨，品位 29.01 克/吨；铅金属量 2.52 万吨，品位 0.42%；锌金属量 2 万吨，品位 0.91%。

2021 年因少部分建设用地被纳入基本草原范围，项目推进进度有所延后。2022 年德运矿业收到赤峰市自然资源局下发的《赤峰市自然资源局划定矿区范围批复》，矿区范围由 8 个拐点圈定，开采深度由 668 米至 -60 米标高，矿区面积约 2.32 平方公里。2023 年 5 月，德运矿业已取得“关于阿鲁科尔沁旗德运矿业有限责任公司巴彦包勒格矿区银多金属矿探转采有关问题的复函”，明确探转采范围不涉及基本草原，涉及一般草原和三级保护林地。2024 年 2 月，德运矿业取得采矿许可证，生产规模 90 万吨/年，后续公司将积极推进德运矿业采矿项目开发建设，投产时间预计在 2026 年以后。

鸿林矿业：收购黄金资源，做大做强贵金属

鸿林矿业菜园子铜金矿具备黄金资源量 17.17 吨。鸿林矿业拥有的菜园子铜金矿位于四川省凉山彝族自治州木里藏族自治县，为中大型待产铜金矿，且深部和周边存在找矿的潜力。菜园子铜金矿矿区内探明工业矿体 6 条（1、2、3、4、5、6 号），其中 2、3 号矿体为主矿体。通过浮选可获得含铜 17.73% 和金 92.1 克/吨的铜金精矿，综合回收率为 90.28%，属易选冶矿石。工业矿体累计查明资源量合计（探明+控制+推断）矿石量 605.6 万吨，金金属资源量 17.05 吨，平均品位 2.82 克/吨；铜金属资源量 2.90 万吨，平均品位 0.48%。低品位矿资源量合计（探明+控制+推断）矿石量 39.4 万吨，金金属资源量 120 千克，平均品位 0.30 克/吨；铜金属资源量 1164 吨，平均品位 0.30%。

鸿林矿业即将成为公司的全资子公司。2023 年 11 月，公司与四川鸿林矿业有限公司及相关方签署《增资协议》，以 3 亿元的现金增资取得鸿林矿业 53% 的股权，实现对鸿林矿业的控股权，鸿林矿业持有菜园子铜金矿的采矿权。2024 年 10 月公司完成鸿林矿业剩余 47% 股权收购谈判，预估值约为 3.6 亿元，采用向特定投资者发行股票募集资金的方式，收购完成后将对鸿林矿业实现完全控股。

预计菜园子铜金矿能够于 2025 年投产放量。2019 年 11 月，菜园子铜金矿获得采矿许可证，矿区面积 0.68 平方公里，开采深度由 3162 米至 2202 米标高，生产规模为 39.60 万吨/年。其后，项目开工，生产巷道 +2780m、+2730m 及 +2680m 等中段施工已完成，但由于资金短缺建设并未完工。2024 年 3 月，菜园子铜金矿建设项目获得临时使用土地的批复。目前菜园子铜金矿已恢复建设，公司计划 2025 年完成矿山建设工作并于下半年正式投产，该项目的推进有助于进一步丰富公司在贵金属产业的布局。

财务分析

公司主营业务有色金属矿的采选和销售，主要产品包括银锭、黄金以及含银铅精粉、含银锌精粉（银单独计价）。2023 年，公司生产银锭 36.62 吨，毛利贡献占比 12.94%，另外铅、锌精粉产品也含银，合计银金属量 145.09 吨。白银矿产资源多数是伴生，生产矿产银的企业间业务结构差异较大，我们选取资源品种及业

务规模相近的驰宏锌锗、兴业银锡、山金国际 3 家企业作为可比公司。

驰宏锌锗（600497.SH）主要从事锌、铅、锗系列产品的采选、冶炼、深加工、销售与贸易，拥有驰宏会泽矿业、彝良驰宏、驰宏荣达矿业、云南永昌铅锌、云南澜沧铅矿、西藏鑫湖矿业 6 户主体矿山企业，保有资源量铅金属量 185.70 万吨，锌金属量 345.29 万吨，锗金属量 382 吨；银金属量 3697 吨，品位 79.42 克/吨。2023 年，公司生产银锭 150.81 吨，毛利贡献占比为 8.38%。

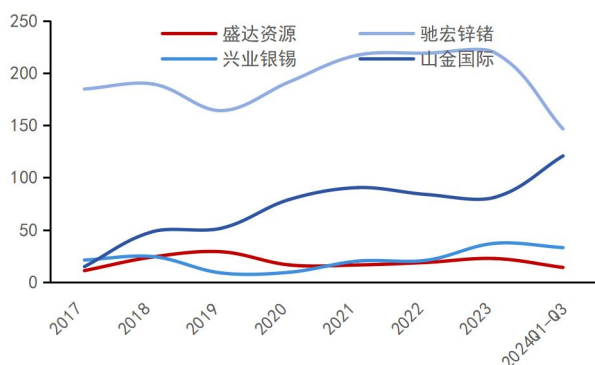
兴业银锡（000426.SZ）主要产品为银、锡、铅、锌、铁、铜、锑等有色金属、贵金属及黑色金属，子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银矿蕴藏为主，含银量较高；其他矿山资源还包括锡林矿业、融冠矿业、乾金达矿业、荣邦矿业、锐能矿业、唐河时代矿业、西藏博盛矿业。截至 2023 年底，共拥有银资源储量 9678.69 金属吨，锡 19.1 万金属吨。2023 年，公司生产含铅银精粉 27.37 吨，含铜银精粉 94.71 吨，毛利贡献占比为 25.29%；子公司银漫矿业生产银金属 129 吨。

山金国际（000975.SZ）主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，拥有黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿 4 座金矿以及玉龙矿业 1 座铅锌银多金属矿矿山。截至 2023 年底，公司保有金资源金属量 146.66 吨，银金属量 7,856.90 吨，铅金属量 61.37 万吨，锌金属量 128.36 万吨，铜金属量 12.62 万吨。2023 年，公司生产矿产品银 193.00 吨，合质金 7.01 吨，铅精矿 0.95 万吨，锌精矿 1.65 万吨；铅锌精矿含银、铅精矿含银、合质金含银、白银产品合计毛利贡献占比为 19.70%。

盈利能力

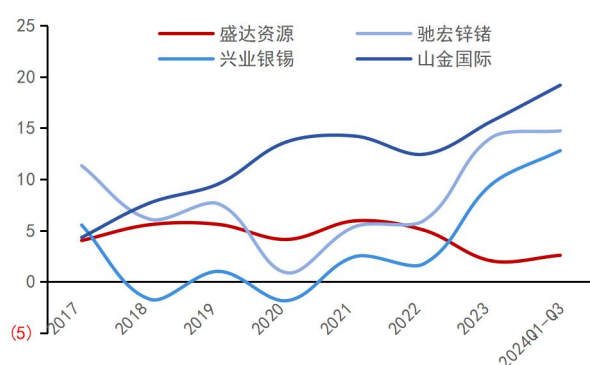
从体量上来看，公司的营收在可比公司中处于靠后水平，利润在 2022 年及以前处于中等水平，2023 年中旬至 2024 年 9 月，公司对金山矿业进行技改，因此 2023 年和 2024 年业绩都受到一定影响。预计 2025 年开始公司利润恢复正常。

图 34：行业内公司营业收入对比（单位：亿元）



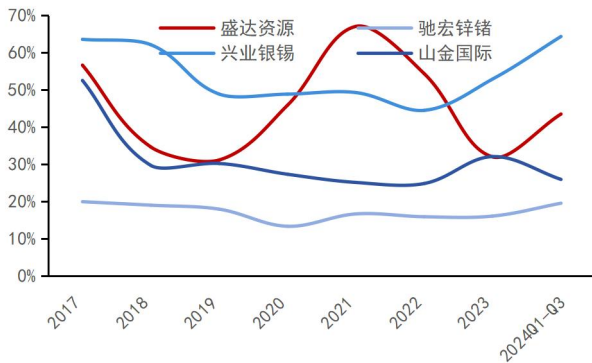
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 35：行业内公司净利润对比（单位：亿元）



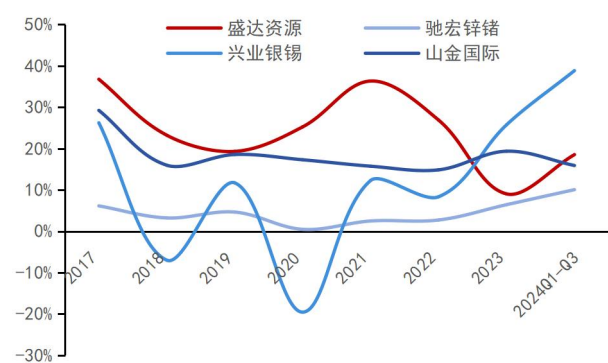
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：行业内公司毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：行业内公司净利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表8：2023 年分矿山盈利情况对比（亿元）

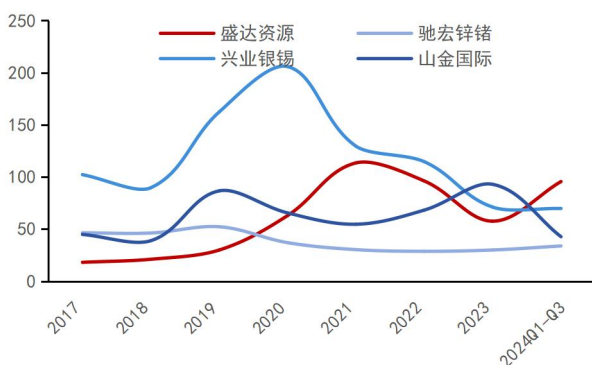
上市公司	子公司名称	营业收入	净利润	净利率
盛达资源	银都矿业	5.44	1.62	29.8%
	金山矿业	2.74	0.13	4.8%
	金都矿业	2.42	0.50	20.5%
	光大矿业	9.73	0.22	2.3%
山金国际	玉龙矿业	10.87	3.62	33.3%
兴业银锡	银漫矿业	23.15	8.44	36.5%
	乾金达矿业	4.54	1.76	38.8%
驰宏锌锗	荣达矿业	5.42	-0.15	-2.8%
国城矿业	宇邦矿业	0.77	-0.94	-122.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营运能力

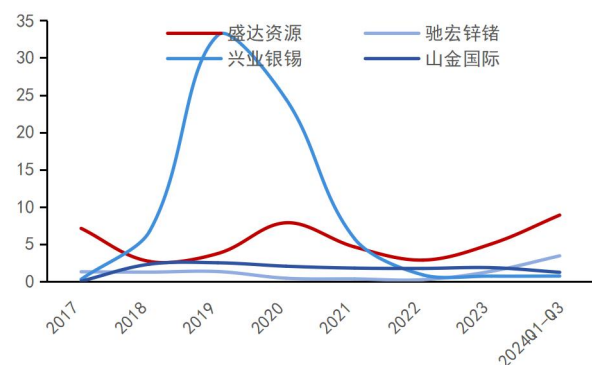
营运能力方面，公司的存货周转天数和应收账款周转天数相较于可比公司较长，总资产周转率较低，可能由于公司库存较高所致。

图38：行业内公司存货周转天数对比



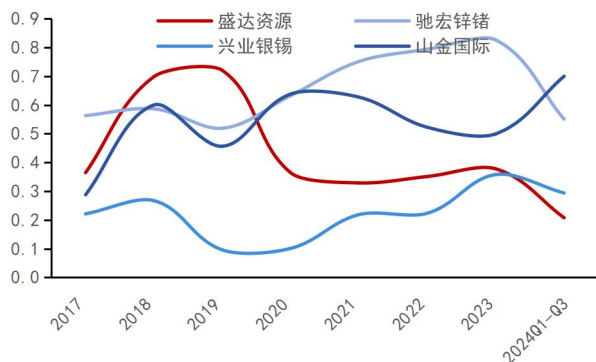
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：行业内公司应收账款周转天数对比



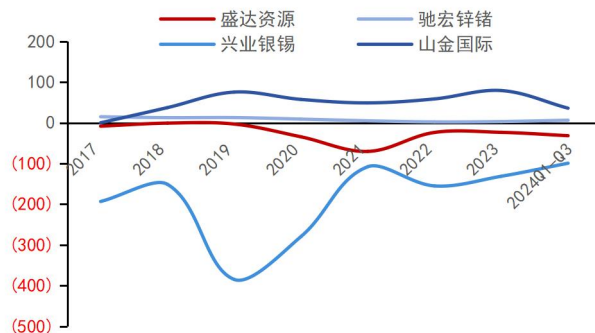
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：行业内公司总资产周转率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：行业内公司净营业周期对比

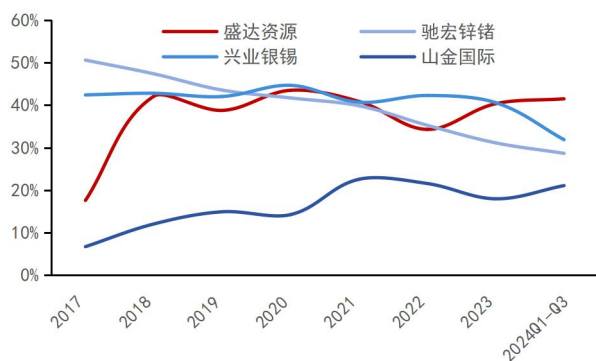


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力

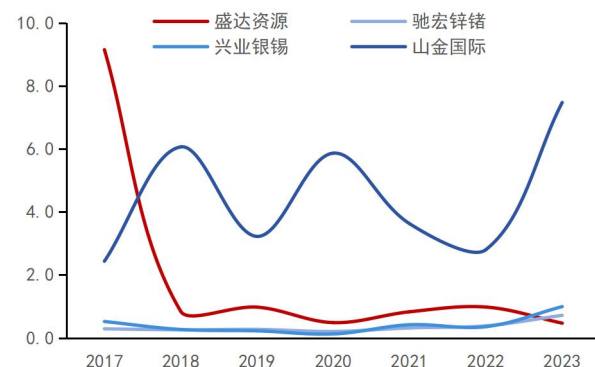
截至 2024 年三季度末，公司的资产负债率为 41.48%，高于同行水平，不过近年来保持较为稳定。

图42：行业内公司资产负债率对比



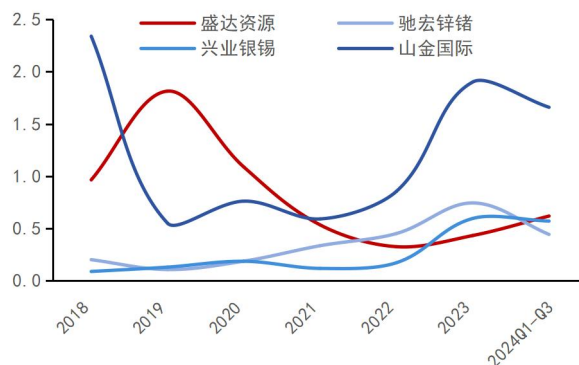
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：行业内公司 EBITDA/带息债务对比



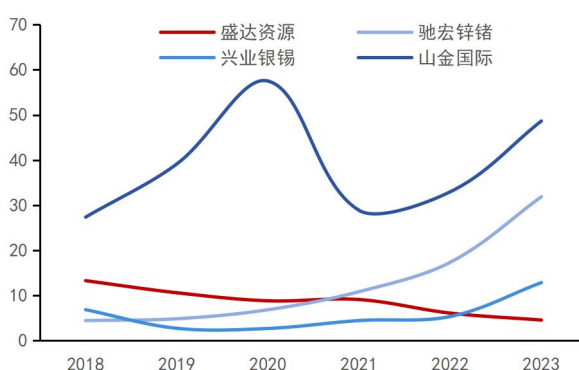
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：行业内公司货币资金/短期债务对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：行业内公司现金流量利息保障倍数对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

产品销量：

公司外售产品主要包括银都矿业、光大矿业、金都矿业生产的含银铅锌精粉，以及金山矿业的银锭、金锭。近年来受矿体矿石性质变化等不利因素影响，公司产品产量出现波动：2021-2023 年铅产量 1.62/1.46/1.35 万吨，锌产量 2.68/2.71/2.48 万吨，银产量 225.74/203.02/145.09 吨，金产量 293.32/250.10/148.02 千克。但公司积极推进多项矿山建设，未来产品产销量有望持续提升。

银铅锌方面，银都矿业具备 90 万吨采选能力，但因拜仁达坝银多金属矿已开采 10 余年，目前年采选规模仅为 50-60 万吨。一方面，公司积极推进银都矿业北部 1.43 平方公里探转采相关手续的办理；另一方面，东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿矿区建成后将通过与银都矿业签订委托加工协议由银都矿业代加工后进行销售。此外德运矿业也已取得采矿证，矿区建设筹备工作有序推进。多个项目投产后可有效提升公司采选矿石量，带动含银铅锌精粉产销量提升。我们假设 2024-2026 年白银产销量为 150/200/260 吨，铅金属产销量为 1.48/1.52/1.57 万吨，锌金属产销量为 2.63/2.71/2.79 万吨。

黄金方面，公司对鸿林矿业的持股比例即将由 53%提升至 100%，鸿林矿业持有菜园子铜金矿的采矿权。目前菜园子铜金矿已恢复建设，预计 2025 年完成矿山建设工作并正式投产，我们假设 2024-2026 年公司黄金产销量为 100/880/1290 千克。

商品价格：

贵金属：金、银的价格主要受到宏观经济和政策因素影响。目前市场预期 2025 年美联储降息步伐放缓，对贵金属的支撑力较弱；但美联储的货币政策又受到经济、通胀、就业等多重因素共同作用，节奏尚不明朗。特朗普新政中的贸易保护政策和关税壁垒可能导致进口商品价格上涨，从而引发通胀，由于黄金的抗通胀性，可能带动金价上行。此外，全球去美元化趋势带来的央行购金行为，以及地缘冲突问题，都对金价有一定支撑。综上，我们假设贵金属价格偏强震荡。

铅：铅的需求领域相对单一，蓄电池占 87%，且全球超过 60%的铅是回收铅，铅基本形成稳定循环，价格波动逐年缩小。由于再生铅具备成本优势，因此再生铅成本是铅价长期波动中枢。我们假设铅价格保持稳定。

锌：锌矿供应增量不及预期，开发新矿山或现有矿山扩建需要价格激励。从需求侧来看，国内外锌消费结构类似，有 60%以上用于钢材镀锌，广泛应用于基建、建筑、汽车和家电等行业，传统领域对锌需求有一定韧性。锌行业供需过剩并不严重，长期供需格局良好，有助于锌价筑底反弹。出于审慎考虑，我们假设锌价格保持稳定。

期间费用：

近年来公司经营稳健，我们假设未来几年销售费用率/研发费用率维持现状，分别为 0.1%/0.9%；管理费用率下降，2024-2026 年分别为 14%/13%/12%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收分别为 23.5/30.9/37.3 亿元，同比 +4.5%/31.2%/20.8%；毛利 10.9/15.4/19.5 亿元，毛利率 46.3%/49.8%/52.3%。

所得税率：

公司的重要子公司中，银都矿业和金山矿业符合西部大开发企业所得税优惠政策规定，所得税税率为 15%；金都矿业和银都矿业被认定为国家高新技术企业，所得税税率为 15%；光大矿业、德运矿业、东晟矿业、鸿林矿业的所得税税率为 25%。2024 年 Q1-Q3，公司所得税税率分别为 14.49%/18.68%/14.95%，我们假设未来公司所得税税率为 15%。

表9：主营业务经营情况预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
银						
产量（吨）	226	203	145	150	200	260
营收	895	816	643	860	1,195	1,600
毛利润	600	443	205	485	675	924
铅						
产量（吨）	16,249	14,628	13,462	14,780	15,223	15,680
营收	166	169	151	212	214	220
毛利润	111	92	48	108	106	109
锌						
产量（吨）	26,842	27,143	24,825	26,270	27,058	27,870
营收	352	450	360	437	443	456
毛利润	236	245	115	227	221	227
金						
产量（千克）	293	250	148	101	880	1,280
营收	109	101	70	46	437	655
毛利润	77	67	33	31	296	450

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表10：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2253.5	2354.1	3088.0	3730.5
营业成本	1533.2	1263.7	1550.8	1780.7
销售费用	1.4	1.6	2.2	2.6
管理费用	253.9	329.6	401.4	447.7
研发费用	22.3	21.2	27.8	33.6
财务费用	69.2	117.7	154.4	186.5
营业利润	249.8	540.8	781.6	1074.3
利润总额	256.0	535.8	781.6	1074.3
归属于母公司净利润	148.0	318.8	531.5	730.5
EPS	0.21	0.46	0.77	1.06

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 23.5/30.9/37.3 亿元，归属母公司净利润 3.2/5.3/7.3 亿元，利润年增速分别为 115.4%/66.7%/37.4%。每股收益分别为 0.46/0.77/1.06 元。

盈利预测的敏感性分析

公司的业绩对黄金以及白银价格敏感，下表为公司盈利预测的敏感性分析。

表 11: 公司盈利预测的敏感性分析

2025 年归母净利润 (亿元)		白银价格 (元/kg)					
		7,200	7,400	7,600	7,800	8,000	8,200
黄金价格 (元/g)	580	4.96	5.12	5.29	5.45	5.61	5.78
	600	5.03	5.20	5.36	5.52	5.69	5.85
	620	5.11	5.27	5.43	5.60	5.76	5.92
	640	5.18	5.34	5.51	5.67	5.83	6.00
	660	5.25	5.42	5.58	5.74	5.91	6.07

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 15.7-19.7 元

公司积极推进多个资源项目, 未来几年白银、黄金产销量有望提升, 带动业绩增长。未来 4 年估值假设条件见下表:

表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	0.01%	14.73%	19.92%	4.46%	31.18%	20.80%	14.86%
营业成本/营业收入	32.99%	45.70%	68.04%	53.68%	50.22%	47.73%	45.90%
管理费用/营业收入	10.95%	10.81%	9.77%	14.00%	13.00%	12.00%	14.00%
研发费用/营业收入	1.06%	1.26%	0.99%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
销售费用/销售收入	0.10%	0.23%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
营业税及附加/营业收入	5.92%	5.57%	7.16%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
所得税税率	16.64%	17.86%	20.48%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	42.42%	69.71%	131.15%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表 13: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价 (元)	12.07	Ke	9.67%
发行在外股数 (百万)	690	E/(D+E)	81.99%
股票市值 (E, 百万元)	8328	D/(D+E)	18.01%
债务总额 (D, 百万元)	1829	WACC	8.74%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	0.1%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 15.7-19.7 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.7%	8.2%	8.74%	9.2%	9.7%
永续 增长 率变 化	1.1%	22.51	20.60	18.95	17.50	16.22
	0.6%	21.41	19.69	18.18	16.85	15.66
	0.1%	20.46	18.89	17.50	16.26	15.16
	-0.4%	19.62	18.18	16.89	15.74	14.71
	-0.9%	18.89	17.55	16.35	15.27	14.30

资料来源：iFind，国信证券经济研究所分析

相对估值：15.4–16.9 元

考虑白银与黄金同为贵金属，白银价格与黄金价格走势高度相似，且以白银为主要业务的标的较为稀缺，我们选择主要产品包括黄金、白银的矿业企业兴业银锡、银泰黄金、赤峰黄金、山东黄金作为可比公司。兴业银锡和山金国际的公司概述在本篇报告“财务分析”一节已有呈现，赤峰黄金和山东黄金的公司概况见下文。

赤峰黄金（600988.SH）主要业务为黄金、有色金属采选，近年来大力推进国际战略布局，拥有 5 座国内矿山以及 2 座海外金矿。截至 2023 年底，公司保有资源储量金金属量 454 吨，铜 48 万吨，稀土氧化物资源 2.5 万吨。2023 年，公司生产矿产金 14.35 吨，电解铜 0.65 万吨。

山东黄金（600547.SH）主营业务为黄金开采、选冶，业务高度集中于黄金。截至 2023 年底，公司保有黄金资源量 1431.30 吨，黄金储量 545.97 吨。2023 年，公司生产矿产金 41.78 吨。未来几年，焦家矿区金矿资源开发工程、三山岛金矿矿产资源开发利用工程、卡帝诺金矿露天开采项目的推进有望带动公司黄金产量大幅增长。

按照最新收盘价，可比公司 2024/2025 年 PE 倍数的算术平均值分别为 20.1/15.6 倍。如下表所示，可比公司之间估值水平差距较大，如兴业银锡 2025 年 PE 倍数仅 10.0 倍，主要由于其利润构成中锡等工业金属占据大头，白银占比较小，锡价自 2024 年三季度开始呈下降趋势，对兴业银锡股价产生一定负面作用。另外，盛达资源是可比公司中 EPS 增速最快的，在未来几年金银均有量增。综上，我们认为给予公司 2025 年 20–22 倍 PE 是合理的，对应股价区间 15.4–16.9 元。

表 15: 可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS（元）					PE			PB	总市值 （亿元）
		2025/1/17	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
000603.SZ	盛达资源	13.58	0.21	0.46	0.77	1.06	63.3	29.4	17.6	12.8	2.9	94
可比公司：												
000426.SZ	兴业银锡	12.34	0.53	0.95	1.16	1.24	23.4	12.9	10.6	10.0	2.9	219
000975.SZ	山金国际	16.58	0.51	0.84	1.03	1.22	32.3	19.7	16.1	13.6	3.7	460
600988.SH	赤峰黄金	17.16	0.49	1.00	1.23	1.40	35.0	17.2	14.0	12.3	4.0	286
600547.SH	山东黄金	24.31	0.52	0.79	1.12	1.38	46.8	30.8	21.7	17.6	4.5	1,087

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；EPS 采用 Wind 一致预期数据

图46：公司收盘价与白银价格（元，元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 15.7-16.9 元之间，2025 年静态市盈率 20-22 倍，相较于公司目前股价有 16%-25% 溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 15.7-16.9 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际更低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了同样从事贵金属行业的兴业银锡、山金国际、赤峰黄金、山东黄金 4 家公司作为相对估值的参考，给予公司 25 年 20-22 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司 2024–2026 年收入增长 4.46%/31.18%/20.80%，可能存在对银价和金价的预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

2021–2023 年公司毛利率分别为 67.01%/54.30%/31.96%，我们预计公司 24–26 年毛利率分别为 46.32%/49.78%/52.27%，相较于 2023 年增幅较大，主要由于未来公司低毛利的冶炼环节或逐渐弱化，以销售金属精粉为主，且未来贵金属价格中枢有望进一步提升。可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

公司在建的项目包括东晟矿业和鸿林矿业，目前这两个项目均预计 2025 年能够投产放量，项目建设进度可能不及预期，从而导致产量不及预期的风险。

应收账款、应收票据等经营性资金占用较大。公司下游客户货款结算存在一定周期，未来随着公司销售规模继续扩大，应收款项可能进一步增长。如果公司应收账款的催收不利或者客户不能按合同及时支付，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

政策风险

美联储货币政策不及预期，导致金属价格受到压制。

其他风险

除盛达资源外，公司的大股东盛达集团旗下的上市公司还包括皇台酒业(000995)。皇台酒业上市以来经历过多次 ST，其中最近的一次是在 2022 年，因为 2021 年其净利润为负值，且营收低于 1 亿元，皇台酒业被实施退市风险警示，自 2023 年 8 月开始撤销风险警示。皇台酒业 2023 年、2024 年前三季度的归母净利润分别为 -0.15、0.23 亿元，存在被*ST 的风险，集团可能会采取资产置换等措施来改善其资金压力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	278	447	400	476	905	营业收入	1879	2254	2354	3088	3730
应收款项	648	694	774	1015	1226	营业成本	859	1533	1264	1551	1781
存货净额	245	246	543	682	793	营业税金及附加	105	161	129	170	205
其他流动资产	23	46	47	62	75	销售费用	4	1	2	2	3
流动资产合计	1549	1778	2110	2581	3344	管理费用	233	254	330	401	448
固定资产	2468	2540	2580	2609	2627	研发费用	24	22	21	28	34
无形资产及其他	509	1347	1293	1239	1185	财务费用	79	69	118	154	187
投资性房地产	177	172	172	172	172	投资收益	52	55	50	0	0
长期股权投资	679	712	742	772	802	资产减值及公允价值变动	(18)	(19)	(5)	(5)	(5)
资产总计	5382	6550	6897	7373	8131	其他收入	(12)	(20)	(16)	(23)	(29)
短期借款及交易性金融负债	774	1012	1165	1000	1000	营业利润	621	250	541	782	1074
应付款项	360	472	407	511	595	营业外净收支	(6)	6	0	0	0
其他流动负债	330	361	314	392	452	利润总额	615	256	536	782	1074
流动负债合计	1464	1845	1887	1903	2047	所得税费用	110	52	80	117	161
长期借款及应付债券	130	144	144	144	144	少数股东损益	141	56	137	133	183
其他长期负债	252	653	703	753	803	归属于母公司净利润	365	148	319	532	730
长期负债合计	382	797	847	897	947	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1846	2641	2733	2800	2994	净利润	365	148	319	532	730
少数股东权益	559	783	825	892	984	资产减值准备	12	1	1	1	1
股东权益	2977	3126	3339	3682	4154	折旧摊销	177	194	208	219	230
负债和股东权益总计	5382	6550	6897	7373	8131	公允价值变动损失	18	19	5	5	5
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	79	69	118	154	187
每股收益	0.53	0.21	0.44	0.71	0.98	营运资本变动	(11)	479	(438)	(162)	(141)
每股红利	0.37	0.28	0.13	0.21	0.29	其它	30	(19)	27	24	36
每股净资产	4.31	4.53	4.84	5.34	6.02	经营活动现金流	591	823	121	618	861
ROIC	14.82%	5.28%	10%	15%	20%	资本开支	0	(215)	(200)	(200)	(200)
ROE	12.25%	4.73%	9%	13%	16%	其它投资现金流	(3)	9	0	0	0
毛利率	54%	32%	46%	50%	52%	投资活动现金流	(35)	(238)	(230)	(230)	(230)
EBIT Margin	35%	12%	24%	29%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	21%	32%	36%	39%	负债净变化	(356)	14	0	0	0
收入增长	15%	20%	4%	31%	21%	支付股利、利息	(254)	(194)	(91)	(147)	(202)
净利润增长率	-14%	-59%	106%	60%	38%	其它融资现金流	568	(55)	153	(165)	0
资产负债率	45%	52%	52%	50%	49%	融资活动现金流	(651)	(416)	62	(312)	(202)
股息率	2.7%	2.1%	1.0%	1.6%	2.2%	现金净变动	(95)	169	(47)	76	428
P/E	25.7	63.3	29.4	17.6	12.8	货币资金的期初余额	373	278	447	400	476
P/B	3.1	3.0	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	278	447	400	476	905
EV/EBITDA	13.5	25.3	15.9	11.0	8.6	企业自由现金流	0	682	41	607	915
						权益自由现金流	0	641	131	379	860

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032