

► **白银龙头，依托内蒙优质资源，进军川蜀黄金板块。**公司为盛达集团下矿业板块上市公司，于 2011 年上市。由银铅锌业务起家并通过收购鸿林矿业菜园子铜金矿正式进军黄金板块，现已形成以贵金属为核心、铜铅锌等工业金属齐头并进的业务结构。公司银铅锌矿产资源均位于内蒙地区，待投产铜金矿山位于四川地区，2023 年公司共有银、金、铅、锌储量 7231 吨/27 吨/36 万吨/93 万吨。其中银都、光大、金山、金都四家公司在产，银都矿业为公司主力项目。

► **厚积：并购+技改并进。**技改：金山矿业自然矿石类型随开采标高加深由氧化矿石过渡为原生矿石，公司于 2023 年 10 月开展技改工作，2024 年 10 月完成后回收率得到提升；并购：公司上市后自 2015 年至 2019 年，先后收购光大矿业、金都矿业、东晟矿业、金山矿业、德运矿业，持续扩大矿业版图。2023 年，公司收购鸿林矿业 53% 股权，2024 年收购金山矿业剩余 33% 股权，实现对金山矿业的完全控股，同年启动发股收购鸿林矿业剩余 47% 股权，持续推进子公司剩余股权收购事项。

► **薄发：远期增量明确。**公司业绩回归后增长路径明确，除金山矿业技改完成以及子公司剩余股权收购持续推进外，2025 年中鸿林矿业有望投产，东晟矿业现处于建设期有望 2026 年投产，另有德运矿业远期规划项目。我们预计 2024-2026 年公司将实现白银产量 134/147/201 吨，对应权益银产量 104/125/154 吨，鸿林矿业投产后预计公司 2025/2026 年将实现黄金产量 0.63/1.17 吨。

► **黄金牛市重启，白银更具弹性。**黄金：在全球货币超发，美元信用下降，国内外央行持续购金的大背景以及国际贸易摩擦局势升温，美国二次通胀风险上行的催化下，实际利率作为持有黄金的机会成本将受到长期压制，对金价形成长期利好。另外在当前美国降息周期中，由美国对外贸易政策引发的避险资产需求和二次通胀风险将逐步替代美联储降息节奏成为短期金价的核心驱动力。白银：白银为金融和工业双重属性共同定价品种，金银比回落区间通常对应银价上涨。复盘历史，金银比当前处于历史高位且一般与 PMI 呈反向变动关系，考虑到白银库存已接近历史低位，若后续金银比回落带来白银金融属性和商品属性共振，低库存下白银可能更具上涨弹性。

► **盈利预测与投资建议：**伴随金山股权收购及技改完成、银都北矿区整合、鸿林矿业剩余股权收购持续推进、鸿林矿业及东晟矿业有望陆续投产，预计 2024-2026 年公司矿产板块业务实现营收 13.8/19.6/27.8 亿元，同比增长 16%/42%/42%；实现毛利润 9.7/13.7/19.9 亿，同比增长 30%/42%/45%；实现归母净利润 3.76/5.53/8.14 亿元。参考 3 月 6 日股价，对应 PE 分别为 25/17/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金属价格大幅波动，项目进展不及预期，安全生产风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,254	2,177	2,706	3,456
增长率 (%)	19.9	-3.4	24.3	27.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	148	376	553	814
增长率 (%)	-59.4	154.4	46.9	47.2
每股收益 (元)	0.21	0.55	0.80	1.18
PE	64	25	17	12
PB	3.0	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 6 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

13.68 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

- 1.盛达资源 (000603.SZ) 2024 年三季报点评：业绩符合预期，未来成长可期-2024/11/03
- 2.盛达资源 (000603.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 业绩回归，产能增长潜力大-2024/09/03
- 3.盛达资源 (000603.SZ) 2023 年年报点评：产量下滑拖累业绩，后续产能增长潜力充足-2024/04/28

目录

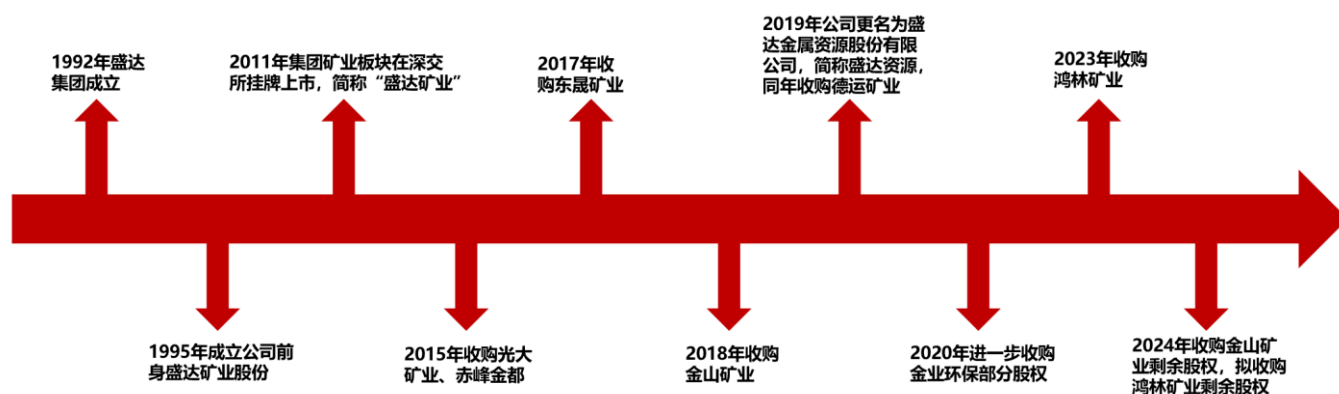
1 盛达资源：白银巨头，历史悠久	3
1.1 传统白银公司，进军黄金板块	3
1.2 业绩逐步回归，历史事件尘埃落地	6
2 矿山资源：深耕内蒙，成长可期	10
2.1 矿产资源：植根内蒙，走向全国	10
2.2 子公司：银都贡献主要利润，东晟鸿林投产在即	13
3 行业：黄金牛市开启，白银更具弹性	32
3.1 美国政府易主，金价步入坦途	32
3.2 白银具备高弹性，关注金银比回落	42
4 盈利预测与投资建议	48
4.1 盈利预测与业务拆分	48
4.2 估值分析	49
4.3 投资建议	50
5 风险提示	51
插图目录	53
表格目录	54

1 盛达资源：白银巨头，历史悠久

1.1 传统白银公司，进军黄金板块

公司为盛达集团下矿业板块上市公司,于 2011 年上市。盛达集团成立于 1992 年,1995 年设立矿业板块。2011 年 11 月,公司通过资产置换方式在深交所挂牌上市,同年完成对银都矿业的注入。2015 年到 2019 年,公司先后收购光大矿业、金都矿业、东晟矿业、金山矿业、德运矿业。2023 年,公司收购鸿林矿业 53% 股权,进军黄金板块,2024 年完成金山矿业剩余 33% 股权收购,实现对金山矿业的完全控股,同年启动鸿林矿业剩余 47% 股权收购,持续推进子公司剩余股权收购事项。经过多年资源整合,盛达资源已形成白银、黄金等贵金属为核心、铜铅锌等工业金属齐头并进的业务结构。

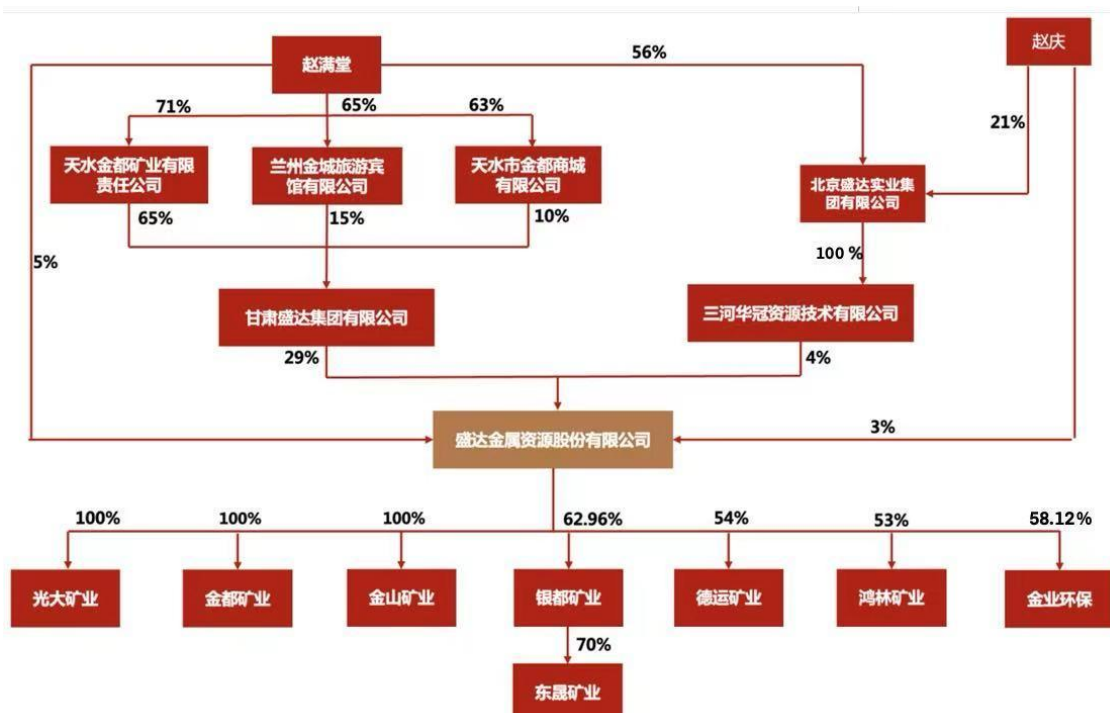
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权结构方面,公司实际控制人为赵满堂先生。截至 2024 年中报,其直接和间接拥有 25.43% 最终受益股份和 41.51% 表决权股份。其中甘肃盛达集团有限公司持股 29.30%,赵满堂先生持股 5.25%,三河华冠资源技术有限公司持股 4.14%,赵庆先生持股 2.79%,王小荣先生持股 0.03%,合计持股 41.51%。在 2023 年胡润百富榜中,赵满堂家族以 70 亿财富位列 869 位。

图2：公司发展历程



资料来源：ifind，民生证券研究院

资产方面，公司旗下拥有银都矿业、光大矿业、金都矿业等 7 家矿业子公司。

其中银都矿业、光大矿业和金都矿业旗下矿山为银铅锌矿山，金山矿业为金银矿山，以上四家子公司均位于内蒙古自治区并处于在产状态。鸿林矿业与东晟矿业资产分别为金铜矿与银铅锌矿山，预计分别于 2025 年、2026 年实现投产，德运矿业旗下银铅锌矿山尚处开发阶段，为公司远期项目，考虑目前已获得采矿证，我们预计 2027 年有望投产。

表1：盛达资源子公司与旗下矿山

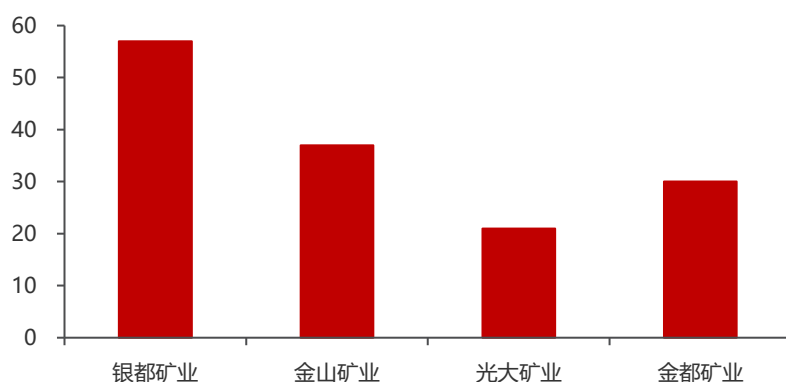
矿业公司	所拥有矿山	矿产品种
银都矿业	拜仁达坝银多金属矿	银铅锌
金山矿业	额仁陶勒盖矿区Ⅲ - IX矿段银矿	金银锰
光大矿业	大地矿区银铅锌矿	银铅锌
金都矿业	十地矿区银铅锌矿	银铅锌
东晟矿业	巴彦乌拉银多金属矿	银铅锌
鸿林矿业	菜园子铜金矿	金铜
德运矿业	巴彦包勒格矿区银多金属矿	银铅锌

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产量端，公司历史产量有所波动，主要受公共事件及技改情况影响。2019 年

公司白银产量达 215 吨，主要系 2018 年底金山矿业并表带来产量提升，2020 年受公共事件影响白银产量下滑至 172.17 吨，同比减少 19.8%，随后在 2021 年恢复正常，产量达到 225.74 吨，同比增加 31.1%，2023 年由于金山矿业技改、个别矿山开采矿段金属品位下降导致产量有所下滑，公司银产量下滑至 145 吨，子公司银都矿业/金山矿业/光大矿业/金都矿业分别贡献银产量 57/37/21/30 吨。2024 年上半年受天气寒冷、金山技改等因素影响，铅/锌/银产量同比-6.92%/-23.14%/+12.51%，伴随金山矿业技改完成，公司将及时调整销售策略，保证全年目标顺利实现。

图3：2023 年公司各矿山白银产量（吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：2019-2023 年公司各金属产量（吨）

产量	2019	2020	2021	2022	2023
铅（吨）	19289	12505	16249	14628	13462
锌（吨）	29983	25053	26842	27143	24825
银（吨）	215	172	225	203	145
金（千克）	234	230	293	250	148

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：2019-2023 年公司各金属销量（吨）

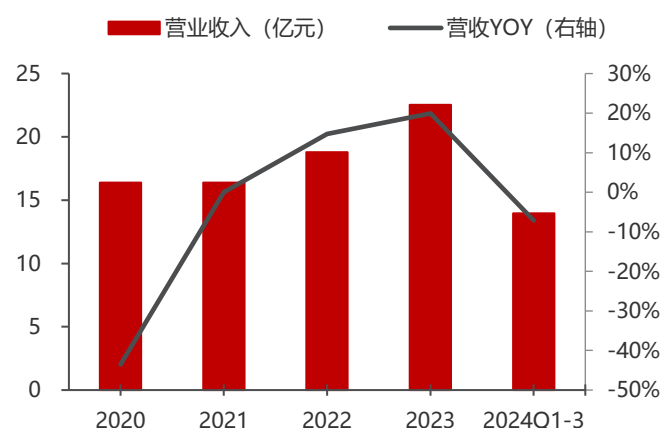
销量	2019	2020	2021	2022	2023
铅（吨）	20711	12232	15655	15967	13751
锌（吨）	32174	24781	24590	27503	27375
银（吨）	237	168	216	217	145
金（千克）	235	230	293	250	148

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 业绩逐步回归，历史事件尘埃落地

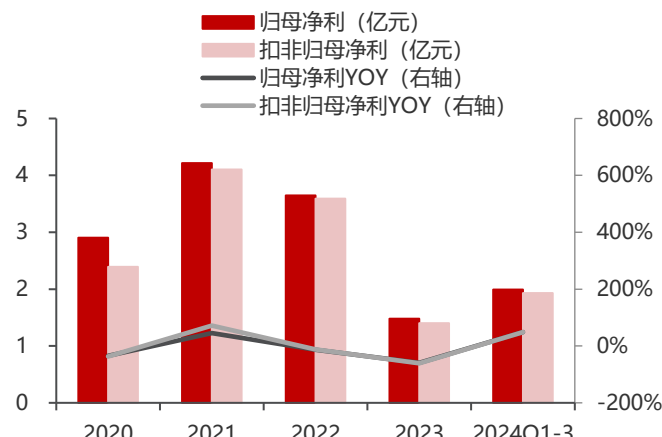
2020 年,公司进一步聚焦矿业采选主业,主动降低毛利率较低的贸易业务量,公司营收 16.4 亿元,同比下滑 43.54%,同时公共事件影响项目开工率,产销量下滑导致全年归母净利润为 2.9 亿元,同比下滑 35.19%。2021 年,全球经济回暖带动有色金属价格整体上行,公司生产恢复正常,实现归母净利润 4.2 亿元,同比增长 45.10%。2022 年,金属价格回调及营业成本上升等因素影响公司业绩,全年归母净利润 3.6 亿元,同比下滑 13.54%。2023 年,金山矿业技改影响公司产销量,加之个别矿山补交权益金、开采矿段金属品位下降等因素影响,公司营收/归母净利为 22.5 亿元/1.5 亿元,同比+19.92%/-59.41%。2024 年前三季度,公司生产经营逐步正常,营业收入/归母净利润 14 亿元/2 亿元,同比-7.08%/+48.73%。2025 年 1 月 23 日,公司发布 2024 年度业绩预告,预计 2024 年实现归母净利 3.5 亿至 4 亿元,同比增长 137%至 170%,扣非归母净利 2.6 至 3.1 亿元,同比增长 86%至 121%,盈利能力进一步增强。

图4：营业收入（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：归母净利润（亿元）

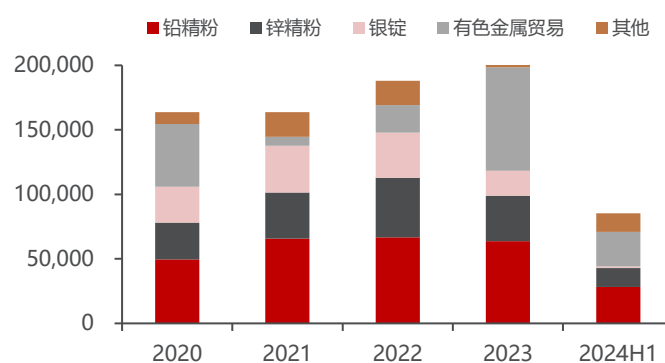


资料来源：ifind，民生证券研究院

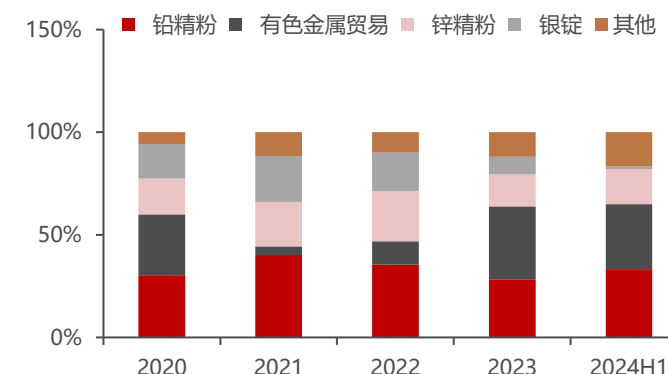
银、铅、锌贡献公司主要盈利。2024 年上半年国内铅锌银价格同比上涨 41%/24%/21%，受益于金属价格上涨，公司营业收入及利润实现增长。2024H1 铅精粉板块实现营收和毛利 2.8 亿元/1.8 亿元，占比分别为 33.3%/59%，锌精粉板块实现营收和毛利 1.4 亿元/0.9 亿元，占比分别为 17%/28%，银锭板块实现营收和毛利 0.12 亿元/0.07 亿元，占比分别为 1.3%/2.3%，有色金属贸易板块实现营收和毛利 2.7 亿元/-0.02 亿元，占比分别为 32%/-0.7%。

需要注意的是，公司矿山产品的销售分为**铅锌精粉（含银）和金山矿业的银锭和金锭**，主要采用先款后货的模式进行销售。销售价格参考上海黄金交易所、上海有色网、中国白银网的金属价格。一般含银金属的单价按上海有色网、中国白银网计价周期内银金属结算价格的平均价乘以相关系数计价，具体系数以每批次合同

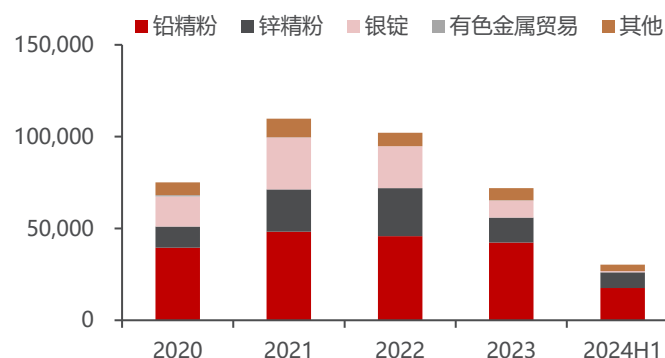
约定的银结算系数确定。金山矿业的银锭和金锭生产完成后，由公司结合宏观环境变化和未来预期等因素确定具体销售时间点，银锭和金锭产品的销售无折价。**因此若分金属品种考虑，银板块由于还会包括铅锌精粉含银部分，因此利润贡献实际会更高。**

图6：公司主要板块营收（万元）


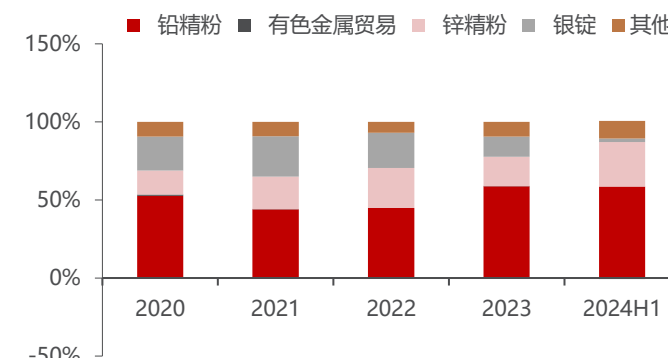
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：公司主要板块营收占比


资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：公司主要板块毛利（万元）


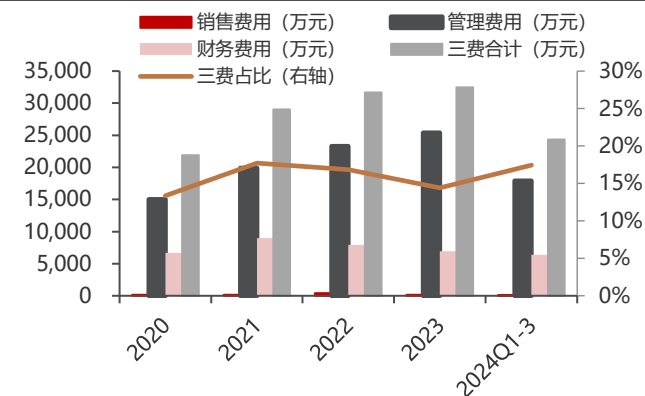
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司主要板块毛利占比


资料来源：ifind，民生证券研究院

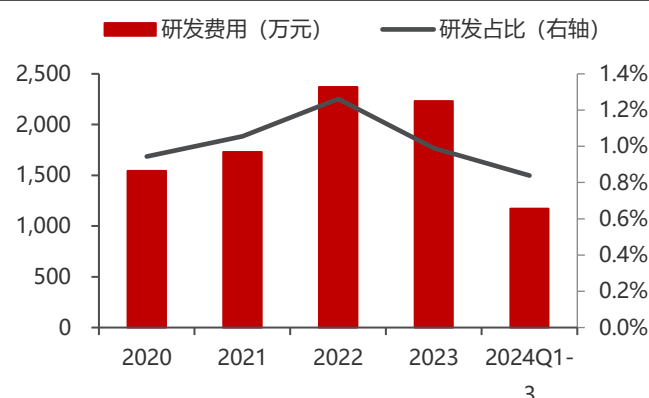
期间费用整体保持稳定。公司三费主要为管理费用，2024 年前三季度管理费用 1.8 亿元，财务费用 0.6 亿元，销售费用 0.09 亿元，三费占比 17.44%。公司研发费用及研发费用占比自 2022 年开始逐年减少，公司费用端整体来看基本保持稳定。

图10：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

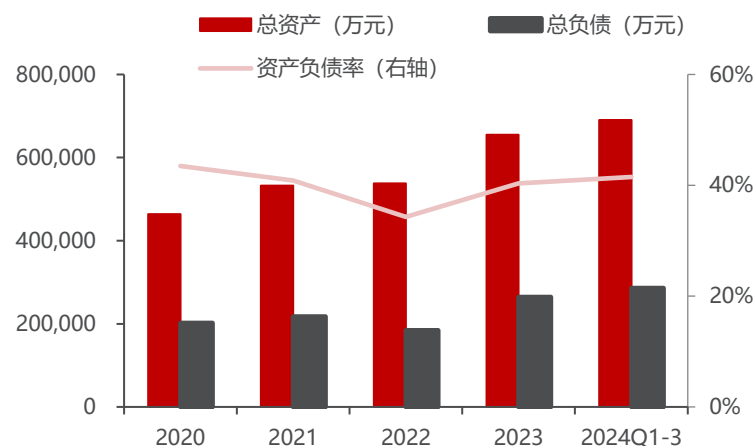
图11：公司研发费用



资料来源：ifind，民生证券研究院

资产负债率稳健。公司的资产负债率在过去几年中保持在 40%左右，2020 年公司资产负债率为 43.48%，处于中等水平，2021 年资产负债率下降至 40.86%，2022 年资产负债率进一步下降至 34.30%，为五年内最低点，2023 年资产负债率回升至 40.33%，2024 年前三季度资产负债率进一步上升至 41.48%。

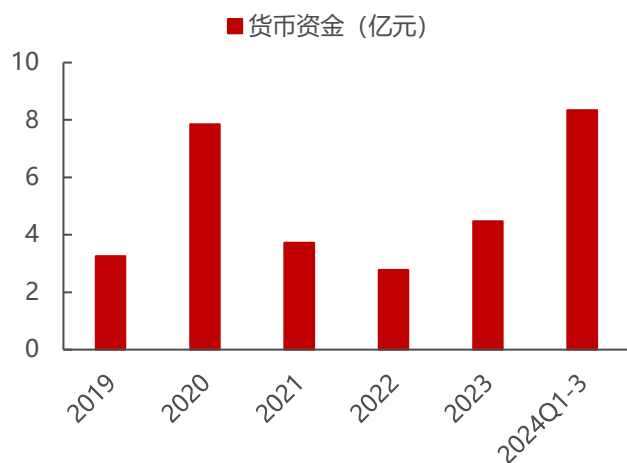
图12：公司资产负债率水平



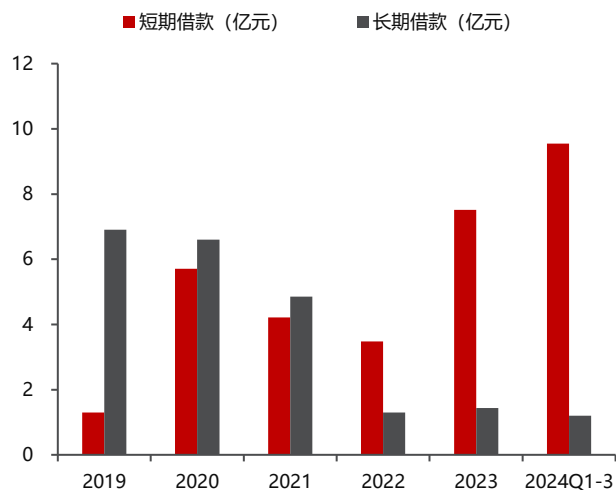
资料来源：ifind，民生证券研究院

猪拱塘事件尘埃落地。根据公司公告，2021 年公司曾向董赢、柏光辉支付 6 亿元定金，以购买贵州鼎盛鑫矿业发展有限公司 72.5%的股权，获取猪拱塘铅锌矿采矿权。但由于董赢、柏光辉未能在规定时间内完成相关审批手续，公司于 2023 年终止了重组事项，并提起诉讼要求返还双倍定金及费用共 12.12 亿元。**2024 年 12 月，公司已收到猪拱塘事件涉及的全部定金 6 亿元，以及 60%的资金占用费、逾期支付资金占用费的违约金、逾期返还定金的违约金合计约 7085 万元。**公司 2024 年收到的资金占用费及上述相关违约金将计入 2024 年度损益，增加公司 2024 年度利润及净资产。**目前尚有剩余 40%的资金占用费约 4201 万元待追回。**

截至 2024 年前三季度，公司货币资金余额为 8.34 亿元，短期借款、长期借款余额 9.55/1.20 亿元，猪拱塘事件尘埃落地公司现金流将得到大幅改善。

图13：公司货币资金情况（万元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：公司借款情况（万元）


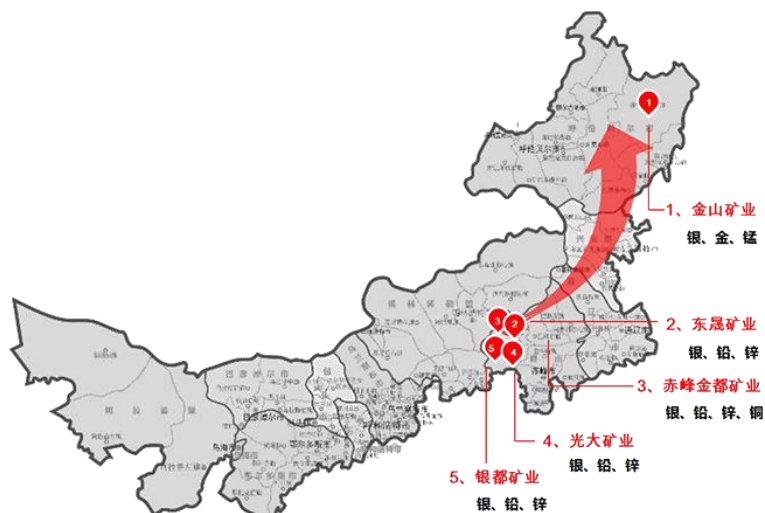
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 矿山资源：深耕内蒙，成长可期

2.1 矿产资源：植根内蒙，走向全国

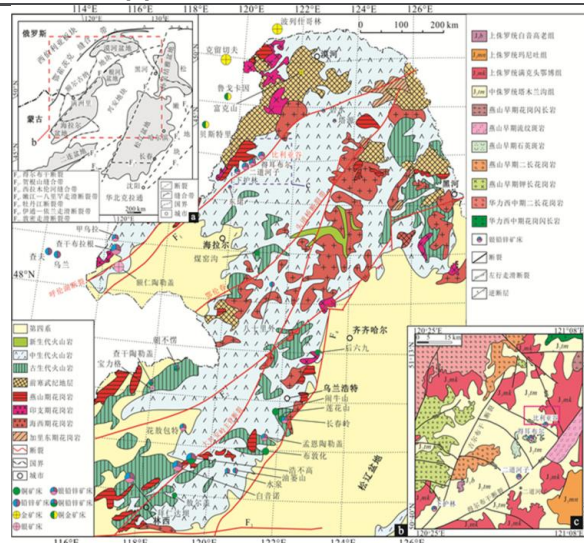
公司银铅锌矿产资源均位于内蒙地区，归属于“大兴安岭西坡银、铅、锌成矿亚带”。该区域矿山集中，矿区金属品位高，未来深耕挖掘，增储潜力巨大。公司下属银都矿业、光大矿业和金都矿业为银铅锌矿矿山，金山矿业为银金矿矿山，以上 4 座矿山均为在产矿山且处于内蒙古自治区中东部。此外，内蒙赤峰市还包括公司东晟矿业与德运矿业两项未来增量项目。公司金矿资源除金山矿业外均来自于鸿林矿业。鸿林矿业位于四川省凉山州木里县，其核心资产为菜园子铜金矿。

图15：盛达资源内蒙地区资产分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院

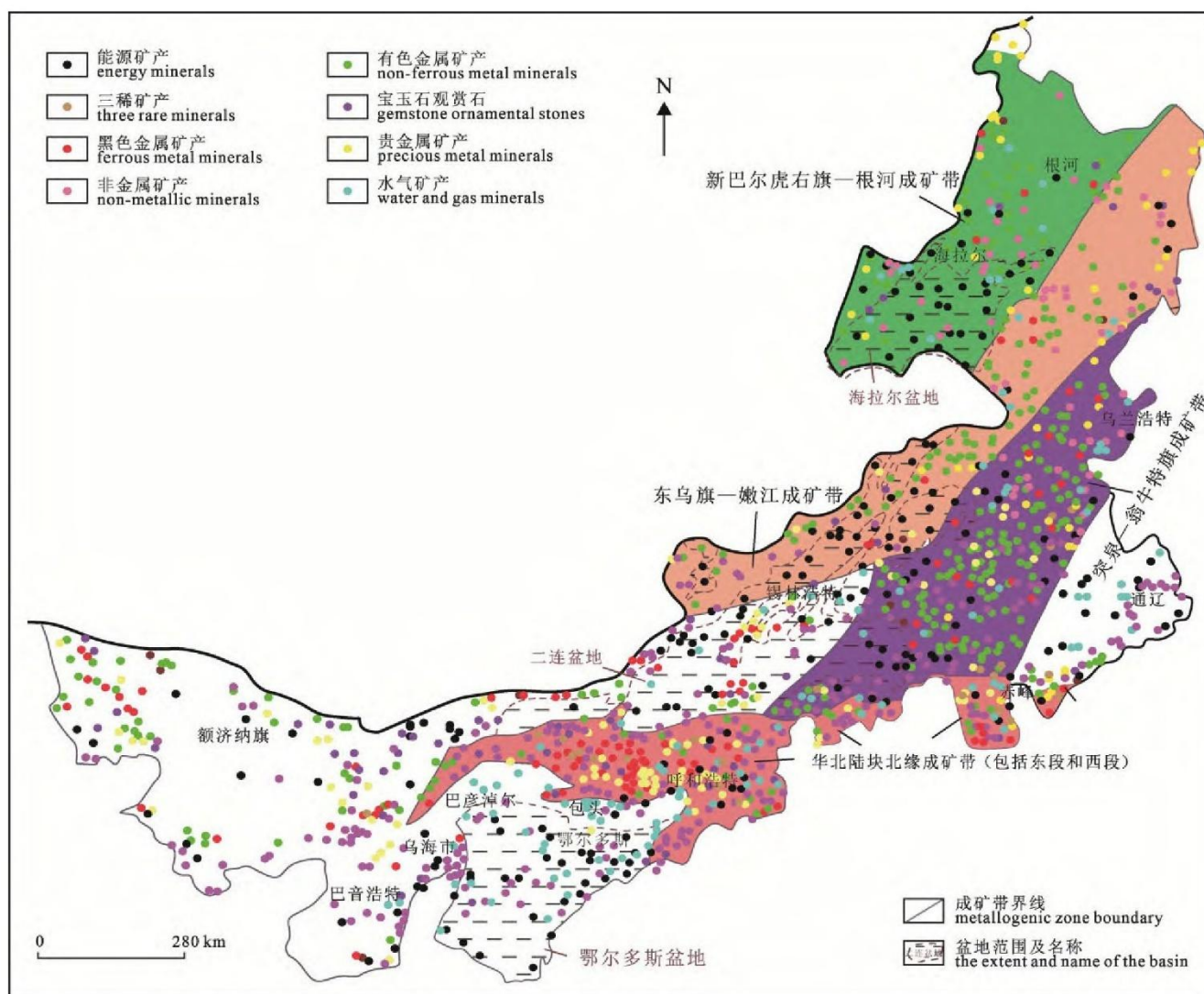
图16：大兴安岭地区大地构造位置(a)、大兴安岭地区地质概况和银铅锌矿床分布图(b)及矿区地质简图(c)



资料来源：杨梅等《大兴安岭西坡甲乌拉铜银铅锌矿床富碱花岗斑岩的成因及其地质意义》，民生证券研究院

独特的成矿地质条件为内蒙带来了得天独厚的自然资源优势。内蒙古自治区地处古亚洲成矿域和滨太平洋成矿域两大成矿域，前者呈近东西向带状分布，后者呈北东向叠加在前者之上。西南端有一小部分跨入秦祁昆成矿域。区内地层发育较齐全，地质构造复杂，岩浆活动强烈。**地域分布上**，东部区以有色多金属为主，其次为能源和非金属矿产；中部区以能源、黑色金属、有色金属、贵金属、稀有稀土为主，其次是非金属矿产；西部区以能源、非金属矿产为主，其次为金属矿产。目前内蒙古有 19 个单矿种保有资源储量全国排名第 1 名，18 个单矿种保有资源储量全国总资源储量排名第 2 名。

图17：内蒙古主要成矿带及矿产大类分布图



资料来源：张彤等《内蒙古成矿规律与百年勘查成果及新一轮找矿突破行动建议——〈中国矿产地质志·内蒙古卷〉研编》，民生证券研究院

表4：内蒙古矿产地规模一览表（单位：个）

矿产大类	超大型	大型	中型	小型	矿点
能源矿产	44	91	202	164	47
黑色金属	1	1	22	495	95
有色金属矿产	10	28	124	200	341
贵金属矿产	1	16	31	231	99
三稀矿产	1	1	2	1	
工业矿物	16	22	59	43	127
工业岩石	22	46	102	365	113
水气矿产					233
合计	94	205	541	1500	1056

资料来源：张彤等《内蒙古成矿规律与百年勘查成果及新一轮找矿突破行动建议——〈中国矿产地质志·内蒙古卷〉研编》，民生证券研究院

资源储量方面。截至 2023 年，公司 7 家矿业子公司共有银、金、铅、锌储量 7231 吨/27 吨/36 万吨/93 万吨，除光大矿业外，在产矿山白银平均品位均超过 200g/t。待投产鸿林矿业金金属资源量 17 吨，平均品位 2.82 克/吨，东晟/德运矿业银金属资源量 556/612 吨，平均品位 285/140 克/吨。

表5：公司各矿山资源情况统计（截至 2023 年 12 月 31 日）

公司名称	持股比例	矿石量（万吨）	矿产类型	矿种	金属量	平均品位
银都矿业	63%	443.6	主共生矿	银 (Ag)	1146.2 吨	259.97 克/吨
				铅 (Pb)	11.05 万吨	3.35%
				锌 (Zn)	20.48 万吨	5.79%
		158.9	伴生矿	银 (Ag)	11.9 吨	68 克/吨
				铅 (Pb)	0.9 万吨	0.7%
				锌 (Zn)	1.10 万吨	1.04%
银都矿业 (北矿区)	63%	204.9	共生矿	银 (Ag)	212 吨	119.5 克/吨
				铅 (Pb)	2.09 万吨	1.19%
				锌 (Zn)	4.19 万吨	2.09%
		186	伴生矿	银 (Ag)	7 吨	32.41 克/吨
				铜 (Cu)	0.15 万吨	0.1%
				铅 (Pb)	453 吨	0.17%
金山矿业	100%	1498.75	主矿	银 (Ag)	218 吨	0.45%
				银 (Ag)	3144.2 吨	209.79 克/吨
				金 (Au)	9.34 吨	0.62 克/吨
光大矿业	100%	223.3	共生矿	锰 (Mn)	36.1 万吨	2.41%
				银 (Ag)	366.1 吨	163.9 克/吨
		415.3	主矿	铅 (Pb)	6.8 万吨	1.64%
				锌 (Zn)	14.3 万吨	3.45%
金都矿业	100%	191.8	伴生矿	银 (Ag)	62.6 吨	32.66 克/吨
				银 (Ag)	659.63 吨	265.57 克/吨
		547.9	主矿	铅 (Pb)	9.56 万吨	1.66%
				锌 (Zn)	9.99 万吨	1.74%
		547.9	伴生矿	铜 (Cu)	492.5 吨	0.09%

东晟矿业	44%	267	主矿	银 (Ag)	35.33 吨	10.82 克/吨
				银 (Ag)	556.32 吨	284.9 克/吨
				铅 (Pb)	1.31 万吨	1.32%
				锌 (Zn)	4.6 万吨	2.05%
		265.5	伴生矿	银 (Ag)	34.06 吨	50.6 克/吨
				铅 (Pb)	0.55 万吨	0.45%
				锌 (Zn)	0.23 万吨	0.77%
				金 (Au)	0.26 吨	0.12 克/吨
				镓 (Ga)	32.01 吨	12.7 克/吨
鸿林矿业	53%	605.6	主矿	金 (Au)	17.05 吨	2.82 克/吨
				铜 (Cu)	2.9 万吨	0.48%
		39.4	主矿 (低品位)	金 (Au)	0.12 吨	0.3 克/吨
				铜 (Cu)	0.12 万吨	0.3%
德运矿业	54%	1811	主矿	银 (Ag)	612 吨	140.45 克/吨
				铅 (Pb)	1.66 万吨	1.58%
				锌 (Zn)	36.12 万吨	2.6%
		1806.3	伴生矿	银 (Ag)	383.72 吨	29.01 克/吨
				铅 (Pb)	2.52 万吨	0.42%
				锌 (Zn)	2 万吨	0.91%

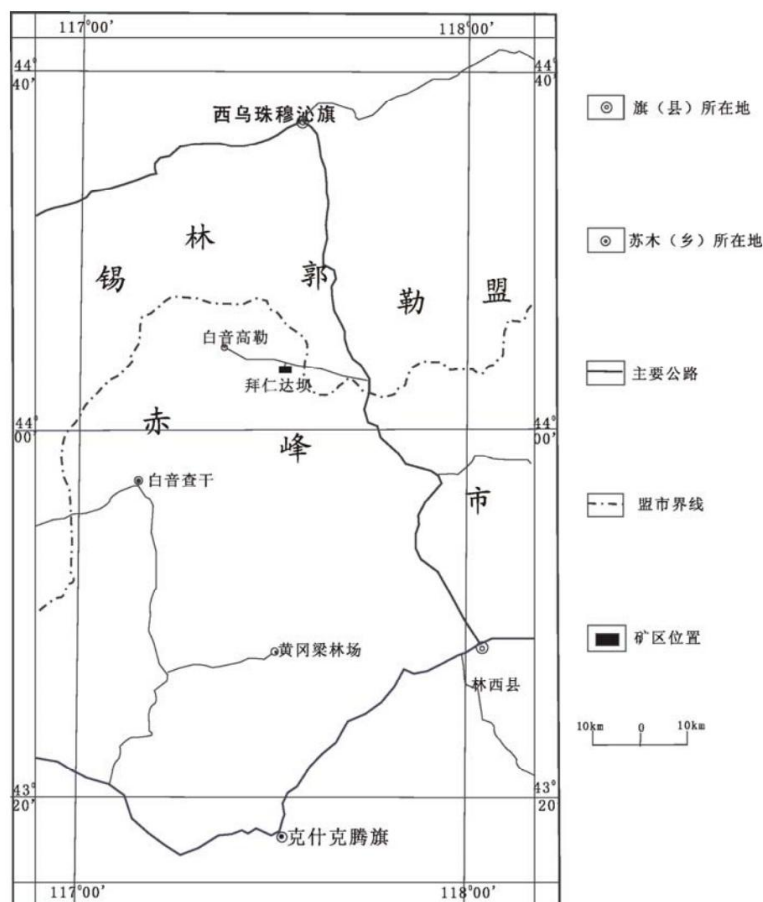
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 子公司：银都贡献主要利润，东晟鸿林投产在即

2.2.1 银都矿业：主力矿山，矿业权已重新整合

银都矿业旗下拜仁达坝银多金属矿为公司重点矿山。该矿山位于内蒙古赤峰市克什克腾旗与林西县交界处的巴彥高勒苏木(乡)境内，北距锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗政府所在地 55 千米，东南距赤峰市林西县城 90 千米。从地质角度看，矿山属于大兴安岭西坡银多金属成矿带，与维拉斯托、道伦达坝、东不拉格、花敖包特等共同构成北东走向的银多金属成矿带。矿山资源富集主要受益于中生代强烈的构造—岩浆作用，矿石主要为硫化矿，无混合矿。氧化带与硫化带中矿石种类基本一致。

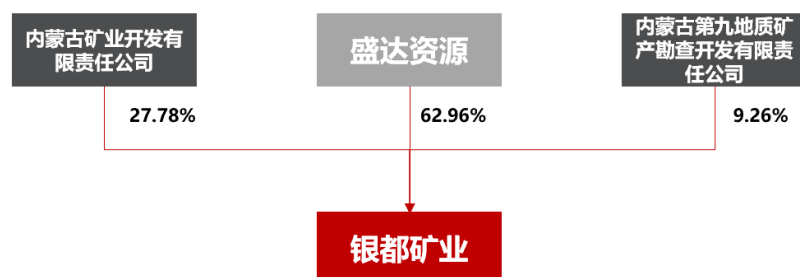
图18：拜仁达坝银多金属矿交通位置图



资料来源：肖利梅《内蒙古赤峰拜仁达坝银多金属矿矿床特征及成因探讨》，民生证券研究院

矿山历史悠久，近年产量受开采深度影响有所下滑。矿山最早于 1990 年发现，为尽快将资源优势尽快转化为经济优势，2004 年 2 月，内蒙古矿业开发总公司联合赤峰红花沟金矿公司、甘肃盛达集团、克什克腾旗鑫宇矿业、赤峰红烨锌冶炼有限责任公司、内蒙古第九地质矿产勘查开发院 5 家单位成立了内蒙古银都矿业有限责任公司，合作开发拜仁达坝银多金属矿。2004 年 6 月 16 日，矿山开工建设并在 2005 年 9 月 9 日建成试车投产，初始采选能力为 2000 吨 / 日。2008 年矿山改扩建后日采选处理能力提升至 3000 吨、年处理能力约 90 万吨。随着开采深度下降，近年采选规模下滑至每年 50-60 万吨，实际作业天数集中在每年 4~12 月，每年约 280 天。矿山目前盛达持股 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%。

图19：银都矿业股权结构

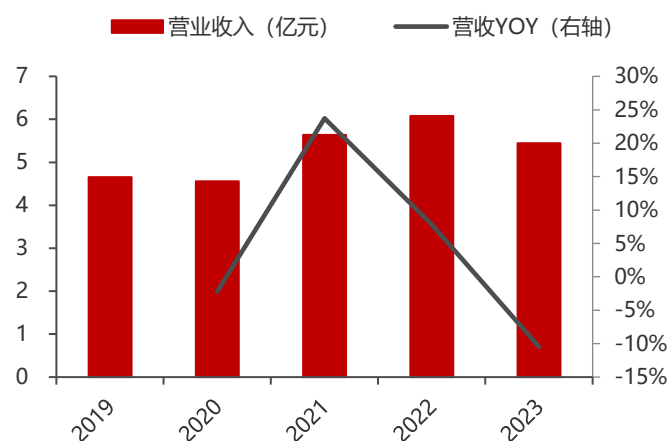


资料来源：内蒙古地质矿产集团，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年

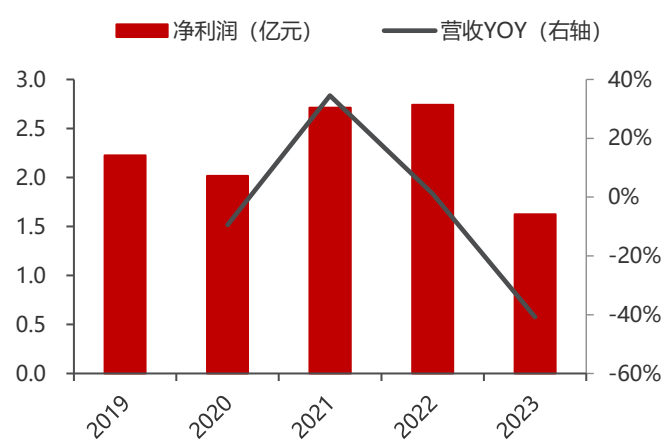
北矿区完成整合，资源可持续性增强。受产量下滑影响，2023 年银都矿业实现营收/净利 5.44/1.62 亿元，同比减少 10.5%/40.8%。2024 年 2 月，银都矿业 1.43 平方公里北矿区通过评审备案并于同年 8 月完成矿业权整合，整合完毕后共生矿产保有银金属资源量 1433 吨，同比增长 17.4%，平均品位 222 克/吨；铅金属量 14.9 万吨，同比增长 16.3%；平均品位 2.46%；锌金属量 29.5 万吨，16.5%。平均品位 4.10%；伴生矿产保有银金属资源量 87 吨，同比增长 8.8%，铅金属量 8212 吨，同比增长 5.8%，锌金属量 5842 吨，同比增长 3.9%，资源可持续性进一步增强。

图20：2019~2023 年银都矿业营收情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2019~2023 年银都矿业净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：银都矿业整合前后资源情况（银：吨；铅、锌：万吨）

矿产类型	矿种	整合前金属资	北矿区金属资	整合后金属资
		源量	源量	源量
共生	银	1146	212	1433
	铅	11.05	2.09	14.93
	锌	20.48	4.19	29.5
伴生	银	80	7	87
	铅	0.78	0.05	0.82
	锌	0.56	0.02	0.58

资料来源：公司公告，民生证券研究院

考虑银都矿业整合后资源可持续性增强，我们预计 2024-2026 年银都矿业将实现锌产量为 1.49/1.59/1.56 万吨，铅产量为 8043/7925/7825 吨，银产量为 59/58/56 吨。

表7：银都矿业产量预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
选矿产能(吨/年)	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000
实际产量(吨/年)	498,000	498,000	480,000	480,000	474,000	468,000
产能利用率	83%	83%	80%	80%	79%	78%
贫化率(%)	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
回收率	88%	88%	88%	88%	88%	88%
锌品位(%)	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	4.0%	4.0%
铅品位(%)	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
锌入选品位(%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.8%	3.8%
铅入选品位(%)	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%
矿石银含量(g/t)	144.00	146.00	145.00	146.00	145.00	144.00
锌产量(吨)	15436.57	15436.57	14878.62	14878.62	15850.56	15649.92
铅产量(吨)	7092.48	7092.48	7037.18	8042.50	7925.28	7824.96
银产量(吨)	60.08	60.91	58.31	58.71	57.58	56.46

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

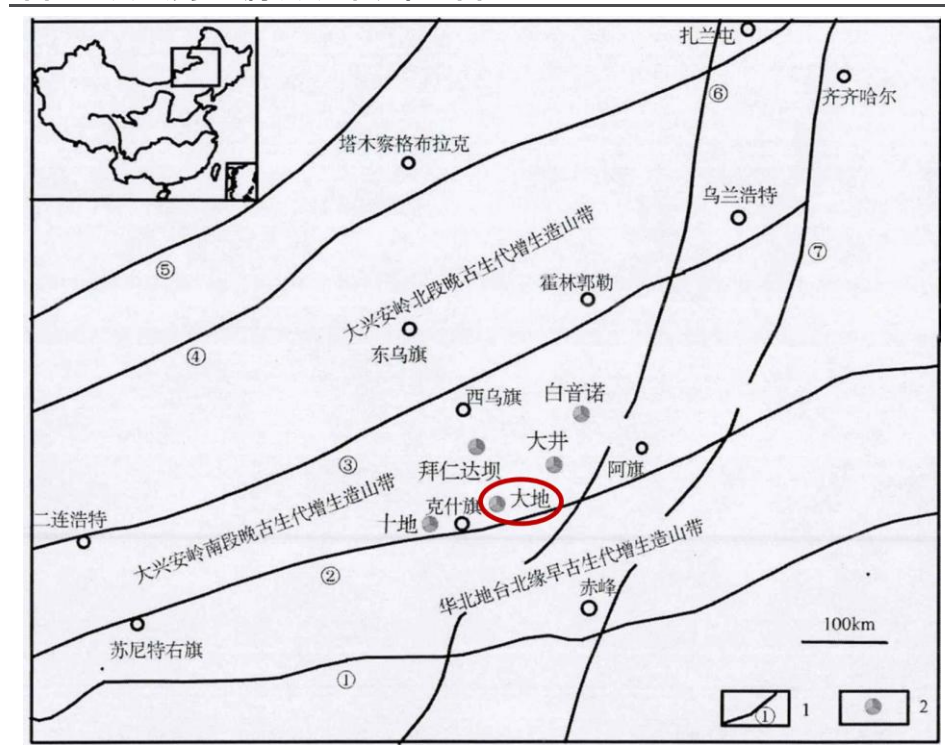
注：2021 年-2023 年数据为估计值

2.2.2 光大矿业：历史品位下滑，盈利能力逐步修复

光大矿业为盛达资源 100%控股子公司。光大最早成立于 2009 年 9 月，由集团控股公司三河华冠持有，后于 2016 年 7 月注入盛达资源。光大早期拥有两项矿权资产，分别为克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿权和老盘道背后锡多金属矿勘探探矿权，老盘道项目后因位于黄岗梁自然保护区实验区内而被强制退出。核心资产大地银铅锌矿位于内蒙古克什克腾旗驻地经棚镇北东 23km 处，行政区划隶属于赤峰市克什克腾旗宇宙地镇，矿区南西距内蒙古克什克腾旗政府驻地 123km，有砂石路 - 柏油路相连，南东距赤峰市 210km，南距离 G303 国道 20km，

北东距集(宁)一通(辽)铁路宇宙地站 11km，交通较为方便。

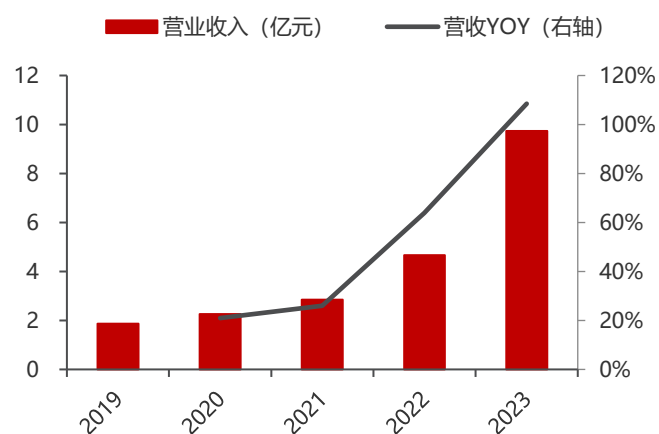
图22：大地银多金属矿大地构造位置图



资料来源：司静《内蒙古大地银多金属矿床地质特征及成矿模式》，民生证券研究院

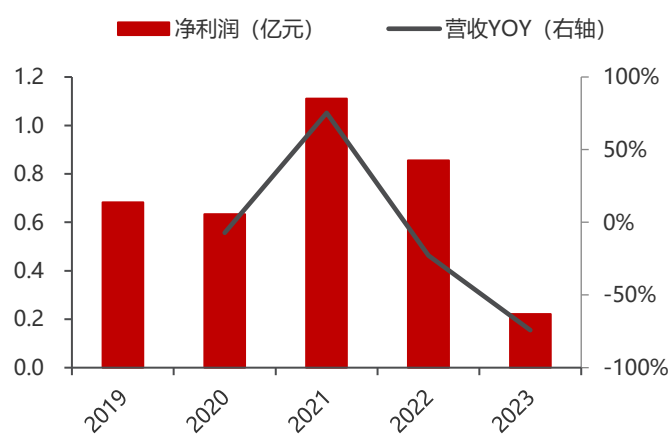
早期业绩兑现能力强，近年受品位影响产量下滑。大地矿山采用平硐加竖井联合开拓，采矿方法为浅孔留矿法；选矿采用“优先选铅（含银）再选锌”的浮选工艺流程，年采选规模为 30 万吨。早期矿山收购时根据《业绩承诺补偿协议》，2017-2019 年矿山承诺累计净利 1.72 亿元，2019 年矿山实现累计净利 1.97 亿元，业绩承诺完成率 106.18%。2021 年，光大实现净利 1.1 亿元，创历史新高，2022 年实现净利 0.86 亿。2023 年由于开采矿段白银品位下滑致产量下降，全年实现净利润仅有 0.22 亿元，同比下滑 74%。

图23：2019~2023 年光大矿业营收情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

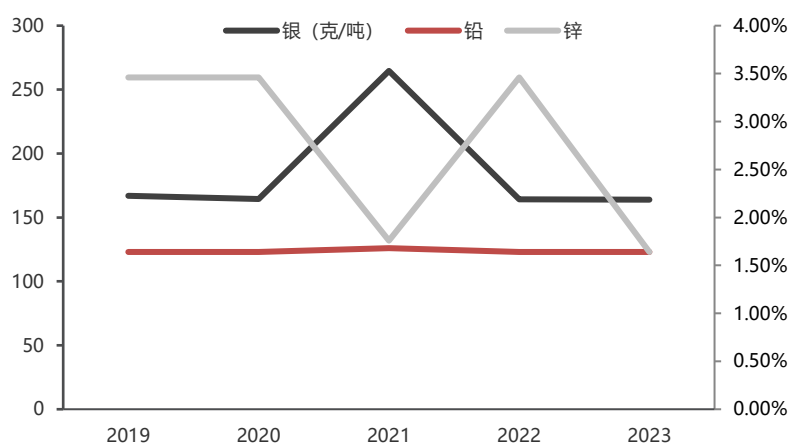
图24：2019~2023 年光大矿业净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从资源整体水平看，光大矿业银铅品位已基本稳定，生产能力有望回归新常态。2024 年上半年，光大矿业品位略有恢复，实现净利 0.17 亿元，同比 2023 年增长 526.48%，但对比 2022 上半年净利 0.65 亿元仍有一定差距。考虑今年一季度产量不及预期有所拖累，我们预计光大矿业 2024-2026 年白银产量分别为 25/27/28 吨，铅产量分别为 2934/3110/3293 吨，锌产量 4819/5110/5410 吨，预计未来盈利能力将逐步修复。

图25：光大矿业历史品位（共生矿）（左轴：银，右轴：铅锌）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：光大矿业产量预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
选矿产能 (吨/年)	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
实际产量 (吨/年)	330,000	330,000	240,000	240,000	255,000	270,000
产能利用率	110%	110%	80%	80%	85%	90%
贫化率(%)	4.5%	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%
回收率	92%	91%	92%	92%	92%	92%
锌品位 (%)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
铅品位 (%)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
锌入选品位 (%)	2.20	2.19	2.19	2.18	2.18	2.18
铅入选品位 (%)	1.34	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33
矿石银含量 (g/t)	140.00	85.00	100.00	120.00	120.00	120.00
铅产量 (吨)	4059.13	3993.99	2936.64	2933.55	3110.33	3293.29
锌产量 (吨)	6668.57	6561.56	4824.48	4819.40	5109.82	5410.40
银产量 (吨)	40.59	24.25	20.98	25.14	26.66	28.23

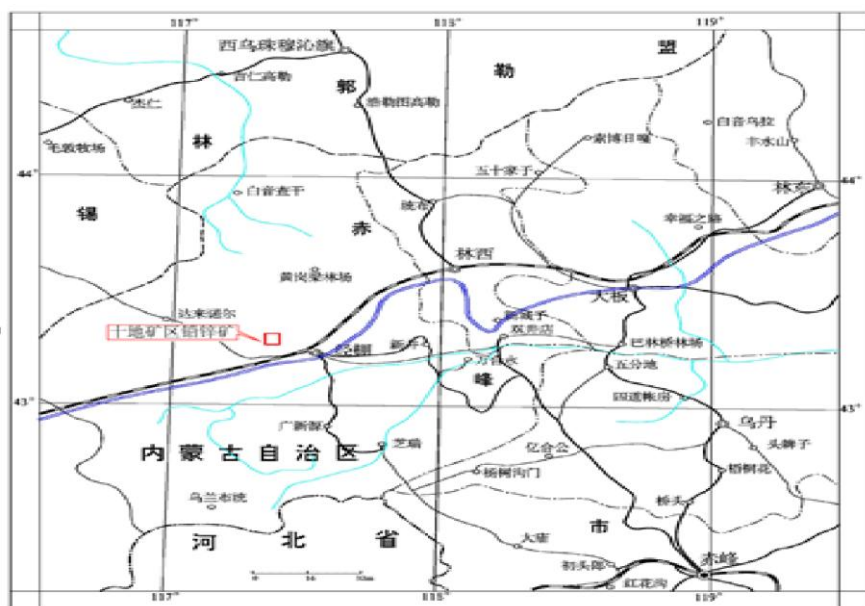
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2021 年-2023 年数据为估计值

2.2.3 金都矿业：历史经营良好，业绩稳健

金都矿业最早成立于 2006 年 9 月，2015 年 8 月获得采矿证，2016 年通过集团和光大矿业一同注入上市公司，公司持股 100%。金都现拥有两处采矿权（十地银铅锌矿和白音查干矿区铅锌银矿）和一处探矿权（十地地区铅锌多金属矿）。**十地地区银铅锌矿为金都在产的银铅锌矿山。**矿山位于内蒙古自治区克什克腾旗经棚镇北西 11km 处，行政区划隶属克什克腾旗经棚镇管辖。南距集安~锡林浩特公路约 6km，矿区内有乡村土路与公路相连。由经棚沿省级大通道、赤大高速至赤峰市 250km，交通较为方便。**组分方面**，矿床矿石矿物组成比较简单，金属矿物主要以方铅矿、闪锌矿为主，次为黄铁矿，偶见黄铜矿、辉银矿及自然银，金属矿物约占 6~24%。

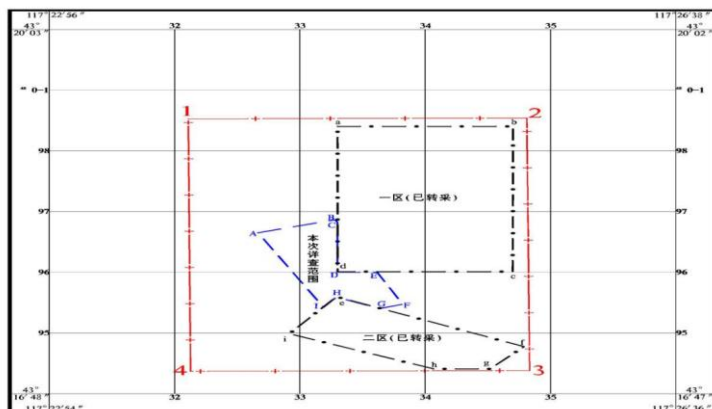
图26：十地矿区铅锌多金属矿地理位置



资料来源：公司公告，民生证券研究院

十地银铅锌矿目前年采选规模为 30 万吨。十地主要产品为铅精矿和锌精矿，其中银富集在铅精矿。矿山整体划分为两个采区，共圈定 11 条矿体。其中 1 至 7 号矿体为一采区，8 至 11 号矿体为二采区，目前一/二采区年产量约 25/5 万吨，主要开采 1、2、11 号矿体。目前矿山年采、选矿石量为 30×10⁴t，工作日约 300 天，回采率 90%。设计采用浅孔留矿嗣后充填采矿法、“碎矿-磨矿-分级-浮选”的工艺流程。选矿回收率为：Zn85%，Pb88%，Cu79%，Ag91%。共伴生矿产资源综合利用率为 76.15%。

图27：十地采矿权（黑框）与外围探矿权（红框）地理关系



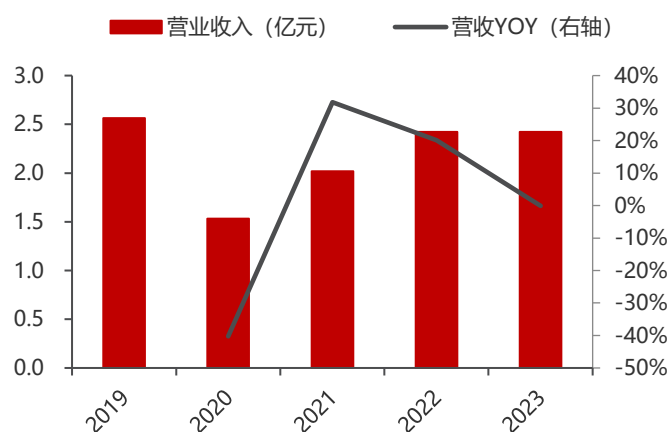
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表9：克什克腾旗大地矿区银铅锌矿体特征一览表

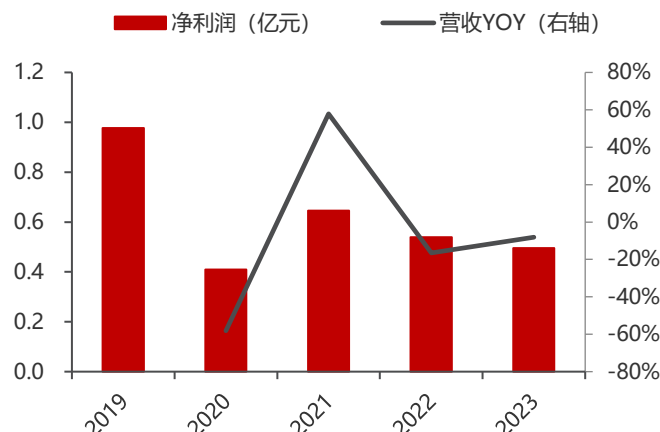
矿体编号	矿体形态	矿石类型	规模 (m)		产状 (°)		厚度 (m)		品位 (%)					
			延长	延深	倾向	倾角	最小-最大 平均	变化系数 (%)	Pb (%) 最小-最大 平均 变化系数 (%)	Zn (%) 最小-最大 平均 变化系数 (%)	Ag (g/t) 最小-最大 平均 变化系数 (%)			
1	脉状	铅锌硫化矿 石	962	49 0	23 0	64	0.74- 16.99 4.49	51.22	1.03- 3.15 1.81	40.22	1.31- 2.78 1.82	41.45		
2	脉状		347	35 4	23 0	70	0.51- 6.59 2.65	48.22	1.63- 3.12 1.82	42.56	1.09- 2.38 1.81	43.89		
3	脉状		312	20 0	23 0	66	0.46- 6.16 2.27	47.38	1.42- 1.68 1.52	45.29	0.89- 2.72 1.7	46.78		
4	脉状		223	17 3	19 6	61	0.40- 4.27 3.76	54.68	1.42- 1.68 1.52	41.44	1.40- 1.83 1.56	40.21		
5	脉状		229	16 2	21 9	67	0.73- 2.54 1.89	61.01	1.51- 1.98 1.61	46.33	1.23- 1.87 1.61	45.67		
6	脉状		174	19 8	23 0	61	0.88- 2.63 1.7	65.32	1.18- 1.89 1.57	48.38	0.90- 1.81 1.62	47.81		
7	脉状	银铅锌硫化 矿石	550	26 4	23 0	69	1.31- 47.42 9.87	140.38	1.24- 1.85 1.48	44.37	1.12- 2.05 1.43	172.8- 318.07 276.32	46.34	
8	脉状		251	22 6	21 0	65	0.88- 2.63 1.7	52.43	0.84- 1.21 1.02	41.46	0.96- 1.19 1.10	178.30- 239.87 219.32	42.65	
9	脉状		238	20 6	21 0	70	0.88- 2.63 1.7	44.87	0.99- 1.54 1.18	43.29	1.17- 1.62 1.49	159.44- 310.35 290.86	44.28	
10	脉状		150	15 1	21 0	70	0.88- 2.63 1.7	49.62	1.04- 1.45 1.14	46.78	1.40- 1.72 1.46	211.24- 260.90 224.89	43.11	
11	脉状		362	23 7	21 0	65	0.88- 2.63 1.7	54.63	0.81- 1.07 0.91	47.36	0.97- 1.15 1.05	115.77- 250.94 189.62	46.65	

资料来源：赤峰市克什克腾旗人民政府，民生证券研究院

矿山近年经营情况良好，业绩稳健。金都自 2020 年以来盈利能力稳定，生产经营无重大事件影响。按照指引，2024 年金都计划采矿量为 26.17 万吨，计划掘进 12558m，计划出矿量为 29.31 万吨。计划出矿金属量为锌 4665 吨、铅 3878 吨、Cu296 吨、Ag25 吨。我们预计 2024-2026 年金都将实现银产量 26/26/27 吨、铅产量 3696/3819/3901 吨，锌产量 3762/3887/3971 吨。

图28：2019~2023 年金都矿业营收情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：2019~2023 年金都矿业净利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表10：金都矿业产量预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
选矿产能 (吨/年)	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
实际产量 (吨/年)	306,000	303,000	300,000	270,000	279,000	285,000
产能利用率	102%	101%	100%	90%	93%	95%
贫化率(%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
回收率	90%	90%	90%	90%	90%	90%
锌品位 (%)	1.75	1.73	1.72	1.72	1.72	1.72
铅品位 (%)	1.70	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69
锌入选品位 (%)	1.58	1.56	1.55	1.55	1.55	1.55
铅入选品位 (%)	1.53	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
矿石银含量 (g/t)	123.83	116.40	118.00	117.00	116.00	116.00
铅产量 (吨)	4213.62	4147.77	4106.70	3696.03	3819.23	3901.37
锌产量 (吨)	4337.55	4245.94	4179.60	3761.64	3887.03	3970.62
银产量 (吨)	30.69	28.57	28.67	25.59	26.21	26.78

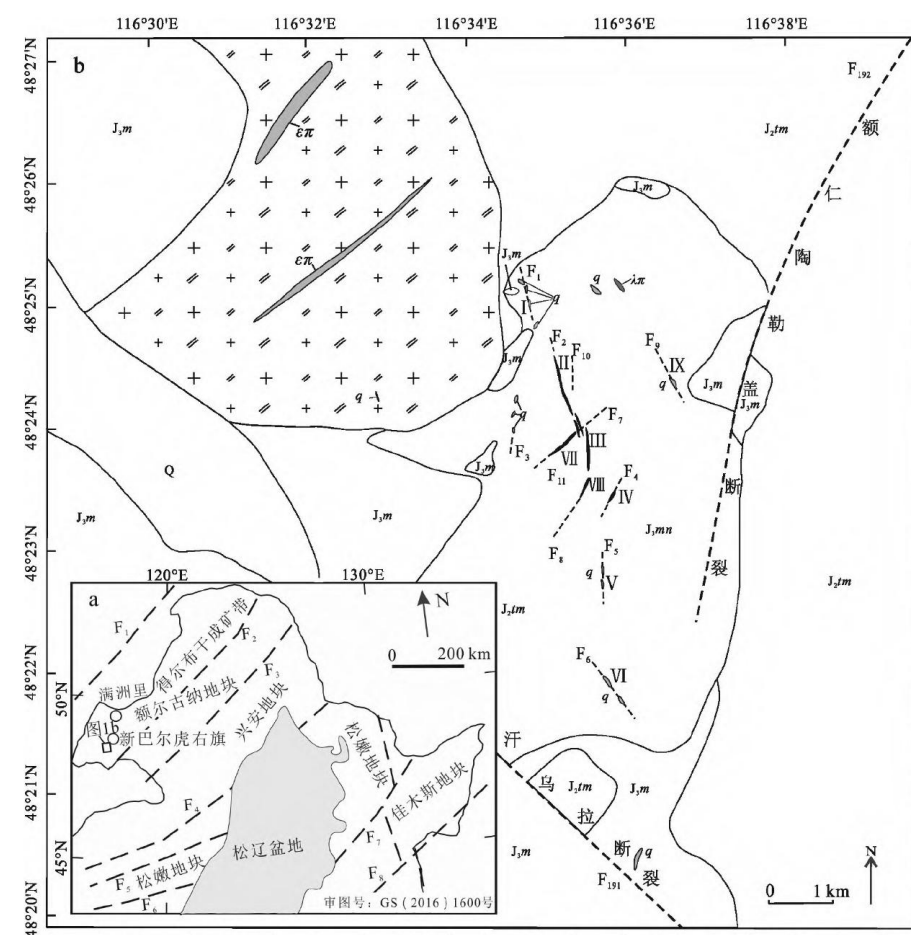
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2021 年-2023 年数据为估计值

2.2.4 金山矿业：技改完成+剩余股权收购，未来增长可期

金山矿业为公司唯一一座在产金银矿山，核心资产为额仁陶勒盖矿区Ⅲ—Ⅸ矿段银矿。内蒙古金山矿业地处呼伦贝尔草原西部，地处额尔古纳兴凯地槽褶皱带与喜桂图海西地槽褶皱带的接壤部位，区域性构造断裂较发育，构成具有独特性棋盘状构造格局，地形地貌属低山、丘陵类型，地势南高北低，地表相对平缓区域内构造以断裂构造为主，总体呈北东-南西走向，延长均在百米以上。南西部多以火山岩为主，北西-南东以断陷地为主，形成了北东向展布的满洲里—新巴尔虎右旗火山-侵入-岩浆杂岩带。矿区内共圈出具有工业利用价值的银矿体共 47 条，其中主矿体一共有 3 条（21#、32#、75#），整体呈“入”字形分布。

图30：额仁陶勒盖银矿床大地构造位置图



资料来源：赵胜金等《内蒙古额仁陶勒盖大型银矿床地质及地球化学特征》，民生证券研究院

矿山采矿活动最早可追溯至 1996 年，起初名为“新巴尔虎右旗鑫洪锰银矿”。后将采矿权于 2004 年转让给金山矿业，2005 年更名为“内蒙古金山矿业有限公司额仁银矿”。在采矿权经历多次变更延续后目前生产规模为 48 万吨/年。除采矿权外，银矿外围还有 11.04 平方公里的探矿权，具备一定增储扩产潜力。

表11：金山公司额仁陶勒盖矿区矿业权历史变更

时间	采矿权及其范围	开采矿种	矿区面积
2005 年 11 月	公司首次获得内蒙古金山公司额仁银矿采矿权	银、锰	0.5717km ²
2008 年 9 月 22 日	金山公司额仁银矿原采矿许可证范围和额仁陶勒盖矿区 III ~ IX 矿段银矿详查区的资源储量估算范围	银、锰	5.5143km ²
现阶段	内蒙古金山矿业有限公司额仁陶勒盖矿区 III ~ IX 矿段银矿	银、金、锰	10.0304km ²

资料来源：公司公告，民生证券研究院

金山矿业技改于 2024 年 10 月完成。根据评估报告，该银矿矿石自然类型主要矿段 640 米标高以上为氧化矿石，而 630 米标高以下为原生矿石，且目前标高 420 米（六中段以下）矿石性质已过渡为原生多金属矿，原生矿石占比大幅提高。由于过往全泥氰化选矿工艺对原生矿石的选矿效果不佳，公司于 2023 年 10 月开展技改工作，将原有浸银车间改造为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库，并于 2024 年 10 月完成。

表12：金山额仁陶勒盖矿区采矿证历史开采标高变更

时间	采矿权及其范围	开采标高
2005 年 11 月	公司首次获得了内蒙古金山公司额仁银矿采矿权	+686 ~ +460m
2008 年 9 月 22 日	金山公司额仁银矿原采矿许可证范围和额仁陶勒盖矿区 III ~ IX 矿段银矿详查区的资源储量估算范围	+701 ~ +221m
现阶段	内蒙古金山矿业有限公司额仁陶勒盖矿区 III ~ IX 矿段银矿	+701 ~ - 118m

资料来源：公司公告，民生证券研究院

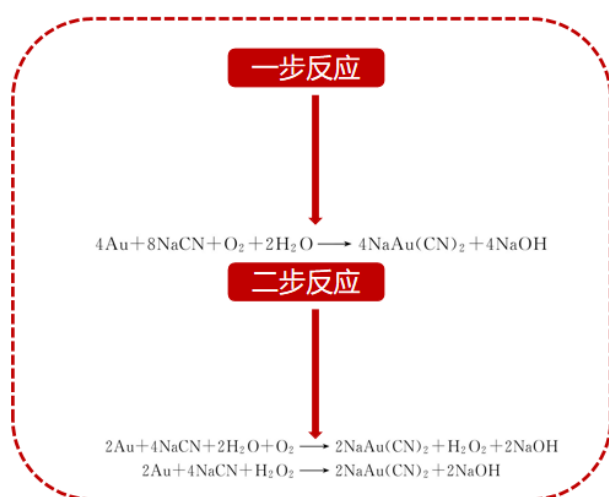
表13：金山公司额仁陶勒盖矿区 III—IX 矿段银矿技改前后回收率对比

	产品	回收率
技改前	纯度约 75%-80%银泥（含金）	银：68.86% 金：68.86%
	含锰品位 25%锰银精矿（含金）	锰：85% 银及金：15%
技改后	重选精矿含银	5%
	重选精矿含金	19%
	银金精矿含银	78%
	银金精矿含金	71%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

银的回收技术主要有浮选、重选和氰化以及三种方法联合。其中浮选法利用矿物表面物理化学性质差异进行选别。通过在矿浆中加入捕收剂、起泡剂和调整剂等药剂,使银矿物表面具有疏水性,从而附着在气泡上浮到矿浆表面,形成矿化泡沫,最终被刮板收集形成银精矿;重选法是利用矿物的密度和粒度的差异,借助于介质流体和各种机械力的联合作用造成适宜的松散分层和分离条件,从而获得不同密度或不同粒度产品的工艺过程;氰化法是用氰化物(KCN 或 NaCN)溶液浸出矿石中的金银,然后再从浸出液提取金银的方法,对于含泥高的氧化矿也有采用全泥氰化—碳浆法回收。

图31: 氰化法对金溶解反应式

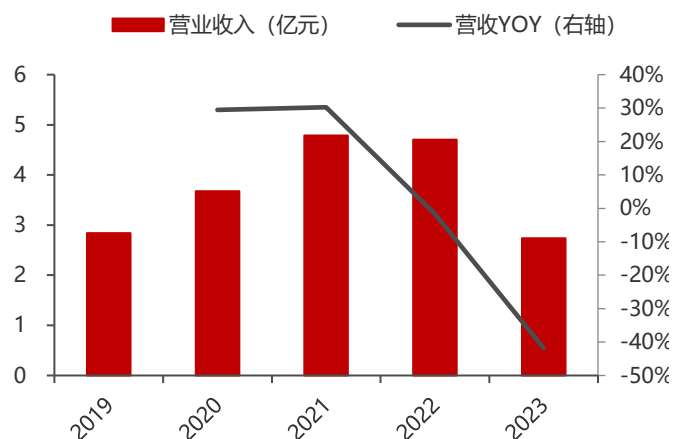


资料来源: 工程之家, 民生证券研究院

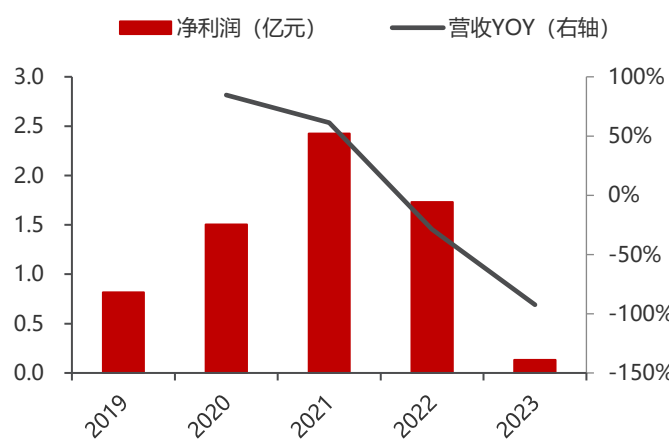
氰化提取法处理原生矿石表现不佳主要受浸出效果影响。原生矿是在特定地质条件下,由岩浆冷却凝固、矿物结晶等过程形成的矿石,其构造结构通常较为致密,使得浸矿液难以渗透到矿石内部,导致浸出效果不佳;而氧化矿则是原生矿在地表或接近地表的环境中,受到风化、淋滤、氧化等作用,导致矿石中的矿物发生化学变化而形成,其结构相对较为疏松,透水性好,有利于浸出过程。另外,若原生矿石中有大量消耗氧、碱和氰化物的伴生矿物,也会使大量的氧、氰化物和碱先于贵金属的溶解而被消耗,妨碍浸出过程。

金山矿业剩余股权收购落地。矿山早期由集团持股,后于 2018 年注入上市公司 67%股权,2024 年 11 月 12 日上市公司拟收购集团所持剩余 33%股权,按照评估报告净资产 33%权益评估价值约为 6.2 亿元,2024 年 12 月已完成工商变更登记并取得新营业执照。从经营情况看,2020-2022 年矿山净利润保持在 1.5 亿元以上,2023 年由于回收率下降以及技改工作影响,矿山仅实现净利润 0.13 亿

元,同比减少 41.8%/92.4%。根据公告,剩余股权收购时集团承诺金山矿业 2025 年至 2027 年三年累计净利润不低于 4.7 亿元。伴随技改完成我们预计金山矿业产量将逐步回归,2024-2026 年实现银产量 24/36/43 吨。

图32: 2019~2023 年金山矿业营收情况


资料来源:公司公告,民生证券研究院

图33: 2019~2023 年金山矿业净利润情况


资料来源:公司公告,民生证券研究院

表14: 金山矿业产量预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
选矿产能 (吨/年)	900,000	900,000	480,000	480,000	480,000	480,000
实际产量 (吨/年)	1,080,000	1,080,000	465,600	336,000	480,000	528,000
产能利用率	120%	120%	97%	70%	100%	110%
贫化率(%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%
回收率	80%	80%	80%	81%	85%	92%
金品位 (g/t)	0.26	0.26	0.25	0.25	0.25	0.25
银品位 (g/t)	104.00	90.00	100.00	90.00	89.00	88.00
金入选品位 (g/t)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
银入选品位 (g/t)	93.60	81.00	90.00	81.00	80.10	79.20
金产量 (吨)	0.22	0.22	0.09	0.07	0.10	0.12
银产量 (吨)	89.86	77.76	37.25	24.49	36.31	42.75

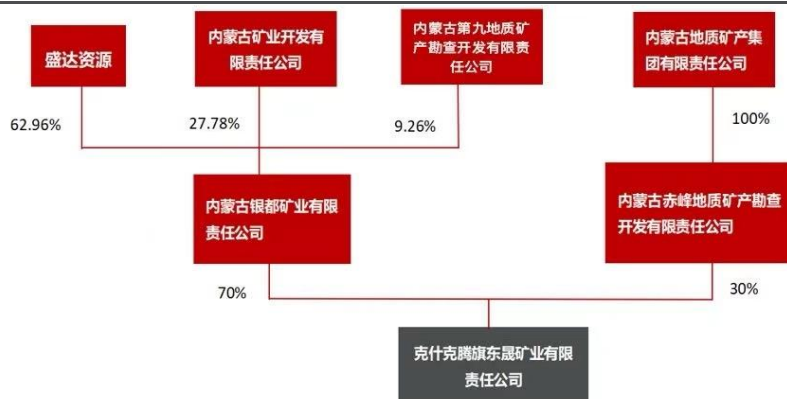
资料来源:公司公告,民生证券研究院预测

注:2021 年-2023 年数据为估计值

2.2.5 东晟矿业: 在建矿山, 预计 2026 年投产

东晟矿业为盛达资源的二级子公司,盛达通过银都矿业间接持有东晟 70% 股权(穿透后持股 44.07%)。东晟最早成立于 2005 年,起初由内蒙古赤峰地质矿产勘查开发有限责任公司 100% 持股,后于 2017 年转让 70% 股权于上市公司。东晟现有一项采矿权(巴彦乌拉银多金属矿)和两项探矿权(乌尼克吐铅锌矿和达赖哈特铅锌矿),均位于克什克腾旗。

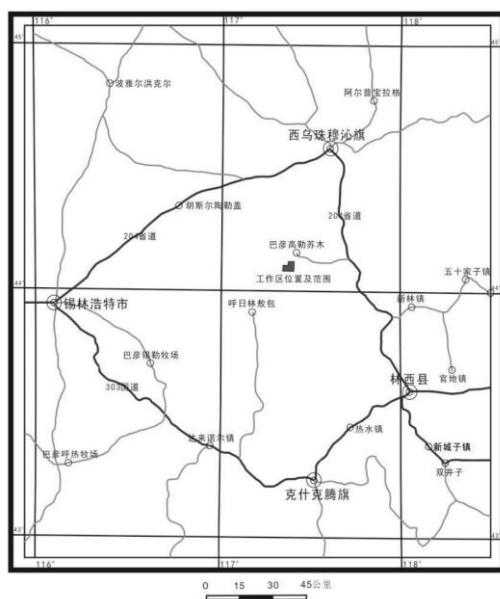
图34：东晟矿业股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

东晟核心资产巴彦乌拉银多金属矿位于赤峰市克什克腾旗巴彦高勒苏木南 10km，矿区西南距巴彦查干苏木 22km，有旅游公路（达里—达青）相通，南距克什克腾旗政府所在地经棚镇 88km，南东距林西县城 66km，有柏油公路相通。集通铁路在经棚镇和林西镇均设有车站，交通较便利。矿区以简单硫化物矿石为主，有用矿物共生组合主要为辉银矿、方铅矿、闪锌矿、少量自然银、黄铜矿、淡红银矿和黑钨矿。矿区共圈定矿体 30 条，其中主矿体为 1、5、6、21 号，主矿区整体现有银/铅/锌金属资源量 556 吨/1.3 万吨/4.6 万吨，主矿体矿石量占采矿权范围内资源储量估算总矿石量的 69.3%。

图35: 巴彦乌拉银多金属矿地理位置图



资料来源：唐雷《大兴安岭南段巴彦乌拉铅锌银矿床地球化学特征及成因研究》，民生证券研究院

彦乌拉银多金属矿预计 2026 年投产。矿山计划生产规模 25 万吨/年，采矿项目于 2023 年 8 月获批，该矿区建成后将作为银都矿业的分采区，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。目前矿山已获得使用林地审核同意书、准予征收使用草原行政许可以及建设用地批复，按照项目建设期三年指引，我们预计最快于 2026 年投产。按照 25 万吨生产规模以及 87%回收率假设，预计满产后将实现铅/锌/银年产量约 3125/4583/59 吨。

表15：东晟矿业产量预测

项目	2026E	2027E
选矿产能 (吨/年)	250,000	250,000
实际产量 (吨/年)	200,000	250,000
产能利用率	80%	100%
贫化率(%)	5.3%	5.3%
回收率	88%	88%
锌品位 (%)	2.20	2.20
铅品位 (%)	1.50	1.50
锌入选品位 (%)	2.08	2.08
铅入选品位 (%)	1.42	1.42
矿石银含量 (g/t)	284.90	284.90
铅产量 (吨)	2500.08	3125.10
锌产量 (吨)	3666.78	4583.48
银产量 (吨)	47.48	59.36

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2.2.6 鸿林矿业：走向全国，布局黄金

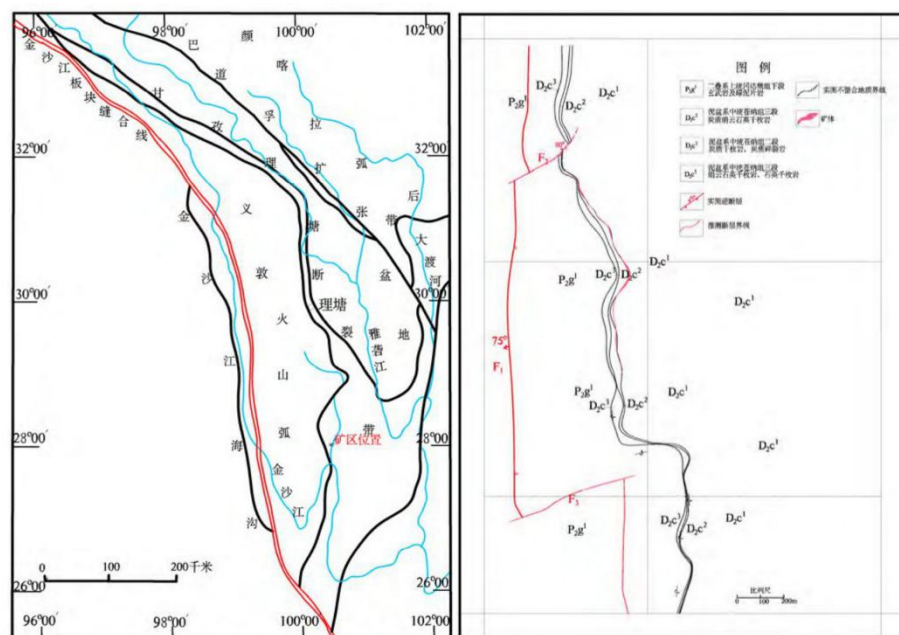
公司金矿资源除金山矿业外均来源于鸿林矿业。鸿林矿业核心资产菜园子铜金矿位于四川凉山州木里县城西北方向，直线距离约 77km 的宁朗乡境内，在宁朗乡 260°方向的菜园子沟和喇嘛厂沟附近。从地质角度看，该矿位于甘孜-理塘构造带南段，是我国重要贵金属成矿带之一。矿带区域还有四川黄金旗下的梭罗沟金矿以及耳泽金矿、阿加隆洼金矿、噶拉金矿等矿床几十处，具有良好的成矿潜力及找矿前景。

图36：菜园子铜金矿矿山地理位置图



资料来源：田凌凯《木里县菜园子铜金矿矿山生态修复研究》，民生证券研究院

图37：菜园子铜金矿地质构造图



资料来源：尹川等《菜园子铜金矿床地质特征及找矿标志》，民生证券研究院

矿山生产规模 39.6 万吨/年，现处在建状态。菜园子铜金矿共 6 个矿体，包括两个主要矿体（2、3）和四个次要矿体（1、4、5、6），工业矿体累计查明资源量矿石量 605.6 万吨，金属资源量 1.7049 吨，平均品位 2.82 克/吨；铜金属资源量 2.9015 万吨，平均品位 0.48%，主要矿石矿物为黄铜矿、黄铁矿、菱铁矿，次为辉铜矿、斑铜矿、自然金（粗粒金约 20%，微粒金约 80%）。矿山现处在建状态，综合回收率为 90.28%，矿石生产能力 1200 吨/日，每年工作日 330 天，年

产 39.6 万吨，对应金属量约 1 吨金和 2000 吨铜，按照指引预计于 2025 年 7-9 月开始试生产。

表16：鸿林矿业产量预测

项目	2025E	2026E
选矿产能（吨/年）	396,000	396,000
实际产量（吨/年）	198,000	396,000
产能利用率	50%	100%
贫化率(%)	5.3%	5.3%
回收率	90%	90%
金品位（g/t）	2.95	2.95
铜品位（%）	0.55	0.55
金入选品位（%）	2.79	2.79
铜入选品位（%）	0.52	0.52
金产量（吨）	0.53	1.05
铜产量（吨）	980.10	1960.20

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

剩余股权收购持续推进。鸿林矿业历史收购对价较为优惠，盛达资源曾于 2023 年 11 月以增资 3 亿元方式持有鸿林矿业 53%股份，并于 2024 年 10 月计划以发行股份方式收购剩余 47%股权，预估值约为 3.6 亿元，公司持续推进子公司剩余股权收购事项。

2.2.7 德运矿业：远期增量项目，产量潜力大

德运矿业为公司远期增量项目，公司持有 54%股份。德运矿业目前拥有巴彦包勒格矿区银多金属矿采矿权和 1 项探矿权，即内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格矿区铅锌银多金属矿勘探（勘查面积 33.2873km²）。矿区距离阿鲁科尔沁旗政府所在地天山镇约 90km，隶属赤峰市阿鲁科尔沁旗巴彦温都尔苏木和罕苏木管辖，北距霍林郭勒市运距约 140 km，天山镇与巴彦温都尔苏木有巴天线公路相通，区内各乡镇（苏木）及村庄（嘎查）之间均有县级水泥公路相通，集通铁路途经天山镇，并设有火车站（查布嘎站），区内交通便利。

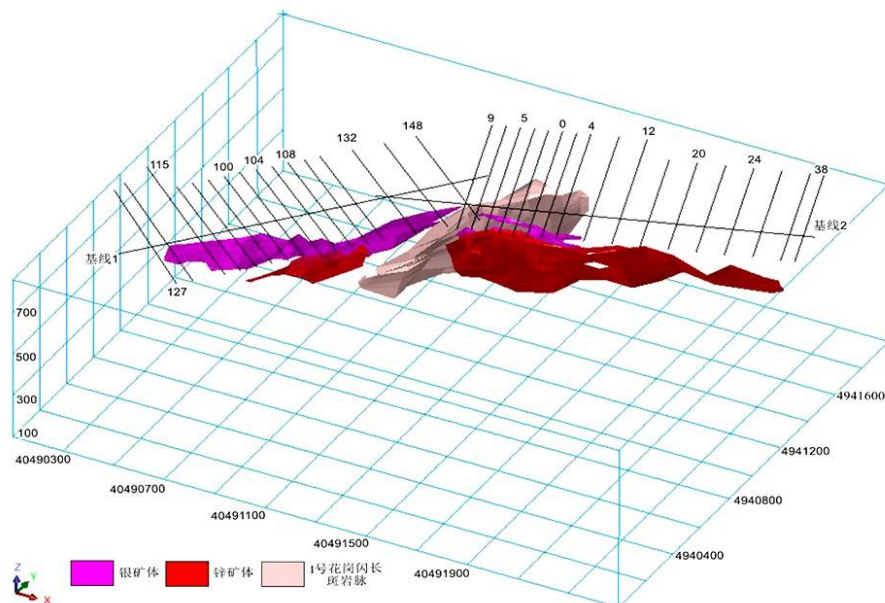
图38：巴彦包勒格矿床地理位置



资料来源：王晰《大兴安岭南段巴彦包勒格矿床银多金属成矿作用及外围成矿预测》，民生证券研究院

矿产资源丰富，产量潜力大。巴彦包勒格矿区资源储量（探明+控制+推断）矿石量 1811 万吨，银金属量 612 吨，平均品位 140.45 克/吨；铅金属量 16620 吨，平均品位 1.58%；锌金属量 361160 吨，平均品位 2.60%。矿区共圈定矿体 12 条，矿体成矿元素分布具有较为明显的垂直分带性，浅部以银矿化为主，深部以铅锌矿化为主，矿床内无氧化矿带，仅存在混合矿带及原生矿带。矿石矿物主要为自然银、辉银矿、辉锑银矿、方铅矿、闪锌矿。根据采矿许可证，矿山生产规模为 90 万吨/年，按照 140 克/吨品位以及 92%回收率假设，预计满产后实现白银年产量约 109 吨。

图39：巴彦包勒格矿区主要矿体空间分布



资料来源：高艳亮等《内蒙古巴彦包勒格银多金属矿物赋存状态及找矿标志研究》，民生证券研究院

综上,我们认为由于2024年金山矿业技改情况以及一季度整体产销量不及预期,预计2024年银产量基本同比持平。结合公司公告,在银都矿业权整合完毕后选矿量及品位有所提升、金山矿业剩余股权收购完成、鸿林矿业2025年中有望完成剩余股权收购以及2026年东晟矿业有望投产、2026年金山及东晟产能利用率进一步爬坡的假设下,预计公司2024/2025/2026年权益银产量分别为104/125/154吨。

表17：盛达资源分矿山银产量预测

子公司	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
银都	60	61	58	59	58	56
金山	90	78	37	24	36	43
光大	41	24	21	25	27	28
金都	31	29	29	26	26	27
东晟						47
总计	221	191	145	134	147	201
权益量						
银都	38	38	37	37	36	36
金山	60	52	25	16	36	43
光大	41	24	21	25	27	28
金都	31	29	29	26	26	27
东晟						21
总计	169	143	111	104	125	154

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

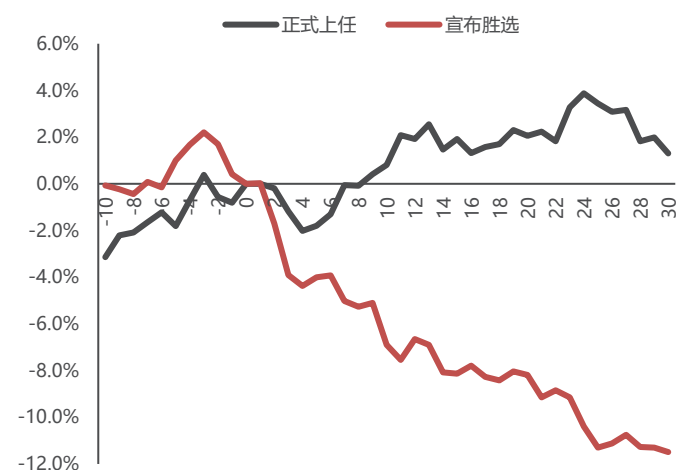
3 行业：黄金牛市开启，白银更具弹性

3.1 美国政府易主，金价步入坦途

3.1.1 历史任期利好金价，美国降息周期持续

回顾特朗普上一任期，由于对加密货币持积极态度以及 2015 年至 2016 年美国失业率逐步走低，叠加提振经济的政策主张以及加息周期的压制，金价在特朗普第一任期宣布胜选后短期呈现受挫趋势。2017 年 1 月上任至 2018 年年中期间金价维持震荡。由于 2018 年末市场逐步交易降息预期以及中美贸易摩擦事件影响，金价开始逐步回升，随后在降息周期正式开启以及全球公共卫生事件催化下金价进一步走高达到历史阶段性峰值。

图40：特朗普历史任期前后金价走势（纵轴单位：%；横轴单位：天）



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：特朗普上一任期金价走势（单位：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

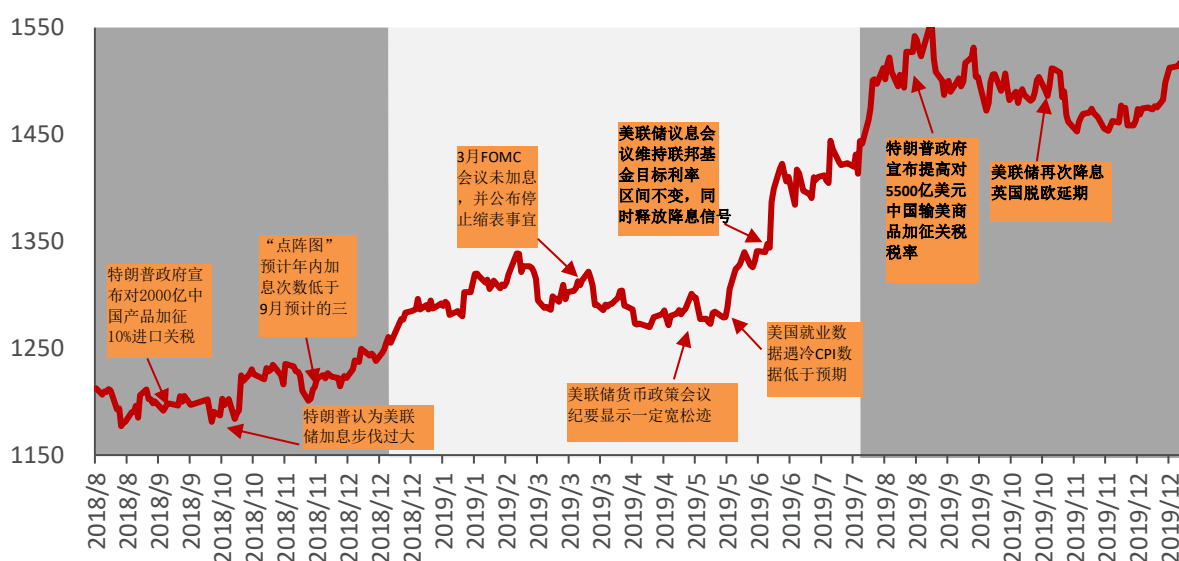
参考特朗普在任 2018 年至 2019 年金价上行期，中美贸易争端与降息周期共同催化金价上涨。我们将这个过程分为三个阶段，**第一阶段(2018.3-2018.12)是美国加息周期结束前**，中美贸易争端在这一时期逐步升温，2018 年 7-9 月，美国对价值 2500 亿美元的中国进口商品加征关税，中方以对等关税回应。同时，时任美国总统特朗普反复对美联储加息行为批评，认为加息速度过快会阻碍经济增长，考虑到全球经济的不确定性、中美未解决的贸易摩擦，美联储对未来货币紧缩的态度开始审慎，金价在约 2018 年 11 月份开始提前上涨。

第二阶段(2018.12-2019.8)是暂停加息到首次降息的利率政策过渡期，2019 年 3 月议息会议未加息，并公布停止缩表事宜，6 月美联储议息会议维持联邦基金目标利率区间不变，同时释放降息信号，从美联储显示宽松迹象开始，市场开始交易降息预期，金价随着降息预期的增强而不断走高。8 月 1 日，美联储宣布降息

25bp，同时结束缩表，期间 COMEX 金价累计上涨约 13%。

第三阶段(2019.8-)为美联储降息后。2019 年 8-9 月，特朗普政府宣布提高对 5500 亿美元中国输美商品加征关税，同时美国 2 年/10 年期国债收益率多次出现倒挂，美国金融市场同时出现“钱荒”，美联储通过回购操作稳定金融市场，并增加货币供应以缓解年终资金紧张问题。为应对潜在的经济衰退和流动性紧张问题，美联储在 9 月和 10 月连续降息 25bp，金价也在降息之后开启了新一轮的上涨。

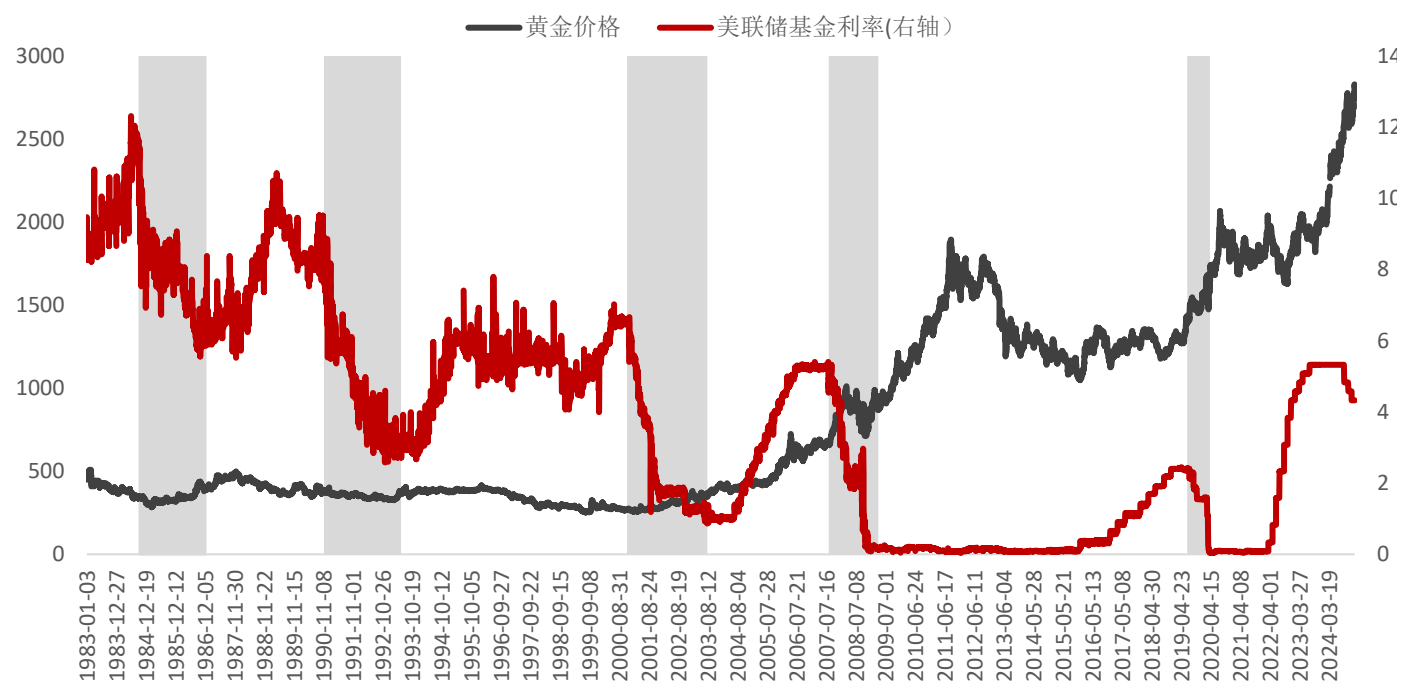
图42：2018 年 8 月-2019 年 12 月黄金价格走势（单位：美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

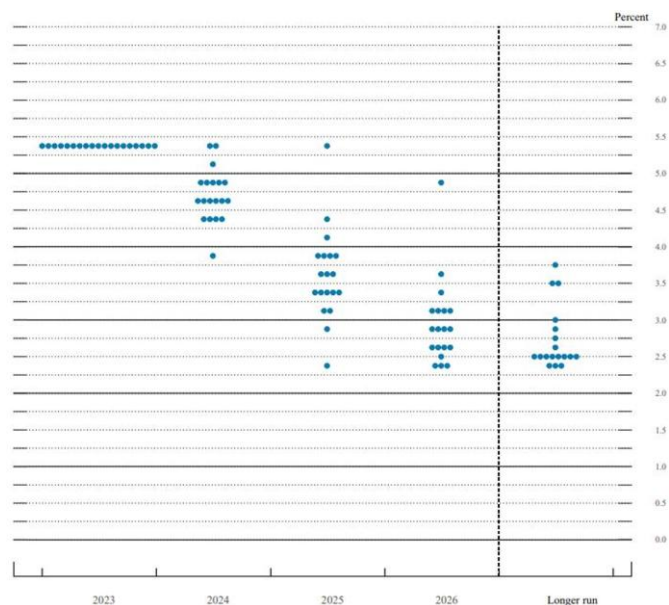
当前降息节奏虽有放缓，但降息周期仍将持续。2024 年 12 月美联储宣布降息 25 个基点，认为劳动力市场紧张状况普遍有所缓解，失业率有所上升但仍保持在低位，并预计 2025 年降息幅度或收窄至 50 个基点；1 月 10 日美国 12 月非农数据公布，非农就业人数 25.6 万人，为九个月最大增幅，远超预期的 16 万人；失业率意外降至 4.1%，低于预期的 4.2%；1 月 15 日美国劳工部数据显示去年 12 月美国整体 CPI 涨幅略高于预期，但核心 CPI 数据几个月来首次出现放缓。在通胀降温 and 劳动市场表现强劲背景下 1 月 30 日美联储最终宣布维持现有利率不变，表示目前不需要急于调整立场，且 2%通胀目标不变。从 12 月点阵图数据来看，从点阵图来看，2025 年美联储将降息两次，2026 年美联储还将降息两次。但随着 1 月份通胀未见缓和，市场预期美联储 2025 年降息 1 次，大概率在 9-12 月份。整体看来美联储 2025 年降息或较 2024 年以及点阵图节奏有所放缓，但降息周期仍将持续。

图43：美联储基金利率与黄金价格（左：美元/盎司，右：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图44：美联储点阵图（2024年12月，单位：%）



资料来源：FED，民生证券研究院

特朗普政策主张反对加息。2017年1月特朗普上任时美联储处于加息周期中，2017年10月美联储开始缩表，2017年一共加息3次。2018年下半年受关

税影响美国经济开始显现下滑迹象。2018年7月开始，特朗普多次批评鲍威尔加息；2018年美联储一共加息4次。2019年美联储立场开始转向，2019年7月开始降息、2019年10月开始扩表。2019年美国走弱后，特朗普的“喊话”更加频繁。2020年1月23日，特朗普上任后在达沃斯经济论坛再次提出降息主张。

图45：特朗普第一任期内美联储利率动向复盘



资料来源：ifind，民生证券研究院

图46：特朗普第一任期对美联储的“口头干预”



资料来源：wind，新华社，澎湃新闻，民生证券研究院

此次任期贸易摩擦节奏更快，二次通胀即将上演。回顾特朗普上一任期，中美贸易博弈始于特朗普上任后2017年8月的贸易审查事件，并于次年2018年步入政策密集期。然而此次贸易摩擦在特朗普正式上任之前就已以见端倪，2024年11月特朗普发文称将在上任第一天对自中国进口的所有产品额外加征10%关税，于此同时12月份我国宣布对两用物项加强对美出口限制。2024年11月25日，特

朗普又宣布将对主要贸易国加拿大和墨西哥进口的所有商品征收 25%的关税。
 2025 年，美对墨加 25%关税于 2 月 1 日落地，后延长至 3 月 4 日，对中已确认
 征收 10%关税，对欧关税时间表将择时确认。

表18：特朗普上一任期中美贸易摩擦事件梳理

时间	事件
2017 年 8 月 14 日	特朗普下令依据《美国贸易法》“301 条款”对中国是否侵犯美国知识产权展开调查，此举被视为他针对中国采取的第一个直接贸易措施。
2018 年 1 月 22 日	特朗普批准对所有进口洗衣机和太阳能电池板征收关税，不限于中国商品。
2018 年 3 月 8 日	特朗普正式签署命令，对美国进口的所有钢铁和铝分别征收 25%和 10%的关税，此次关税不仅针对中国。
2018 年 4 月 2 日	作为对美国关税的回应，中国决定对 128 种美国产品征收 25%的关税。
2018 年 5 月 3-4 日	中美贸易第一轮磋商在北京落下帷幕，双方就部分问题达成共识。
2018 年 6 月 15 日	美国决定自 7 月 6 日起对中国进口的 340 亿美元商品征收 25%关税，同时中国宣布对 340 亿美元的美国商品征收关税。
2018 年 8 月 1 日	特朗普命令美国贸易代表办公室将对 2000 亿美元中国进口商品的关税从原先提议的 10%提高到 25%。
2018 年 8 月 7 日	美国公布计划征收 25%关税的 160 亿美元中国商品清单。中国对 160 亿美元的美国商品征收 25%的关税。
2018 年 8 月 23 日	中美双方于 8 月 7 日公布的清单上出现的商品关税正式生效。
2018 年 9 月 24 日	美国正式对 2000 亿美元的中国进口商品征收 10%的关税，这一比例将在 2019 年 1 月 1 日上调至 25%。中国决定对 600 亿美元美国商品征收关税。
2018 年 12 月 1 日	中美双方一致同意停止相互加征新的关税，特朗普推迟对 2000 亿美元中国商品关税上调至 25%的决定到 3 月 1 日。中国同意“大量进口”美国产品。
2019 年 1 月 30-31 日	中美在华盛顿举行中美经贸高级别磋商。
2019 年 5 月 8 日	美国政府正式宣布，从 5 月 10 日起，将对 2000 亿美元中国进口商品征收的关税从 10%提高到 25%。
2019 年 5 月 10 日	美国对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税正式从 10%上调至 25%。
2019 年 6 月 1 日	国务院关税税则委员会 2019 年第 3 号公告，2019 年 6 月 1 日起，对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。
2019 年 6 月 2 日	针对美方正式实施加征关税，商务部采取必要反制措施。
2019 年 8 月 15 日	美国宣布对价值 3000 亿美元中国商品加征 10%关税分两批实施，实施日期分别为 9 月 1 日和 12 月 15 日。
2019 年 8 月 23 日	中国宣布对价值 750 亿美元美国商品加征 5%、10%的关税。
2019 年 8 月 28 日	USTR 宣布对价值 3000 亿美元中国商品加征关税。
2019 年 10 月 8 日	美国商务部将 28 家中国实体加入“实体管制清单”，包括 20 家政府机构与 8 家企业，禁止这些实体购买美国产品。
2019 年 10 月 10-11 日	第十三轮中美经贸高级别磋商初步达成第一阶段协议。
2020 年 1 月 15 日	中美在白宫签署第一阶段经贸协议。

资料来源：清华大学五道口金融学院国际金融与经济研究中心，中国知网，澎湃新闻，民生证券研究院

表19：此次中美贸易摩擦在特朗普上任前已见端倪

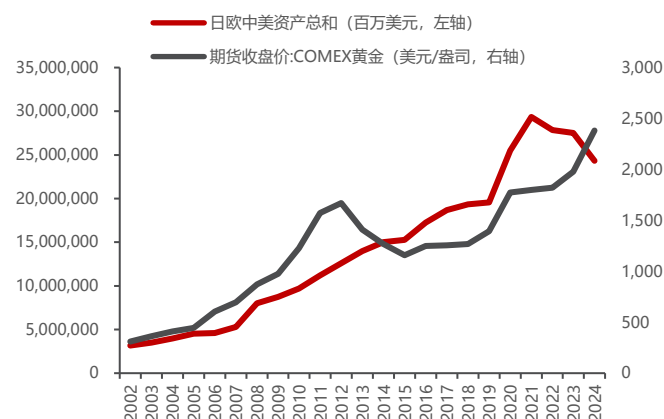
时间	事件
2024 年 5 月	美国大幅提高从中国进口的电动汽车、锂电池、等产品关税。其中针对电动汽车的关税由目前的 25%提升至 100%
2024 年 5 月	拜登政府宣布对价值 180 亿美元的中国商品加征额外关税，并分阶段于 2024、2025 和 2026 年实施
2024 年 8 月 15 日	中国商务部和海关总署共同发布公告，宣布对稀有金属锑以及相关冶炼技术进行出口管制
2024 年 9 月 27 日	美国首先将对电动汽车加征 100%的关税，对太阳能电池加征 50%的关税，并对钢铁、铝、电动车电池和关键矿物加征 25%的关税
2024 年 11 月 25 日	特朗普称将在上任第一天对自中国进口的所有产品额外加征 10%关税
2024 年 12 月 3 日	商务部发布公告称决定加强相关两用物项对美国的出口管制，禁止两用物项对美国军事用户或军事用途出口，原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口

资料来源：商务部，央视网，新浪财经，网易新闻，民生证券研究院

3.1.2 货币超发长期影响，央行购金提振金价

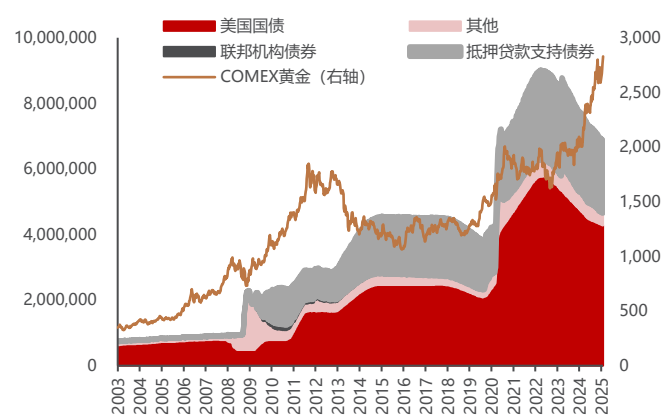
全球央行大幅扩表导致货币信用泛滥。2020 年以来，为刺激公共卫生事件后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2024 年 12 月，美联储资产负债表总资产增加了 2.67 万亿美元，扩大了 64.2%。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 147.94 万亿日元和 1.69 万亿欧元，扩大了 30.5% 和 36.3%。美元、欧元等货币的超发伴随的是主流货币信用的泛滥，一方面带来了通货膨胀，另一方面也带动了全球货币购买力长期下降。

图47：全球卫生公共事件以来全球主要经济体货币大幅超发



资料来源：wind，民生证券研究院
注：COMEX 黄金取历年均价

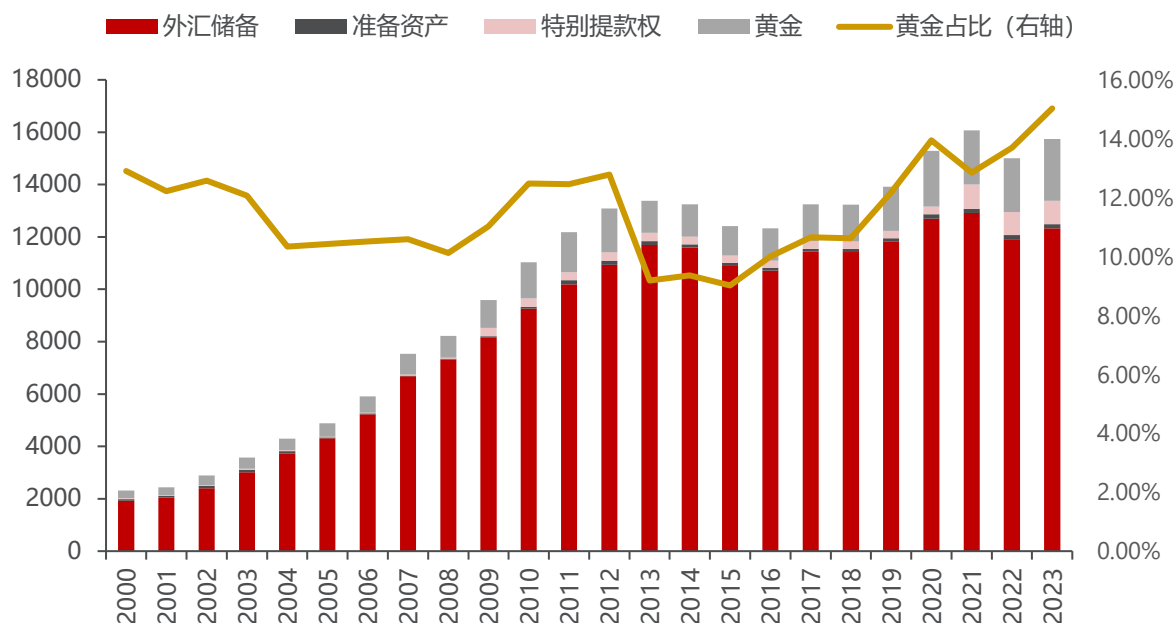
图48：美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长（单位：左轴：百万美元；右轴：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

黄金作为官方储备资产的价值日益显现。在近年国际贸易摩擦、全球卫生公共事件以及地缘局势和美元国际地位受挑战等事件催化下，黄金作为储备资产的重要性日渐突出。根据全球官方总储备口径，2023 年全球黄金储备总量约为 2.37 万亿美元，占比从 2013 年最低点 9.18% 提升至 2023 年的 15.03%，在全球官方储备扩张以及黄金占比增长趋势下黄金储备资产价值有望进一步上行。

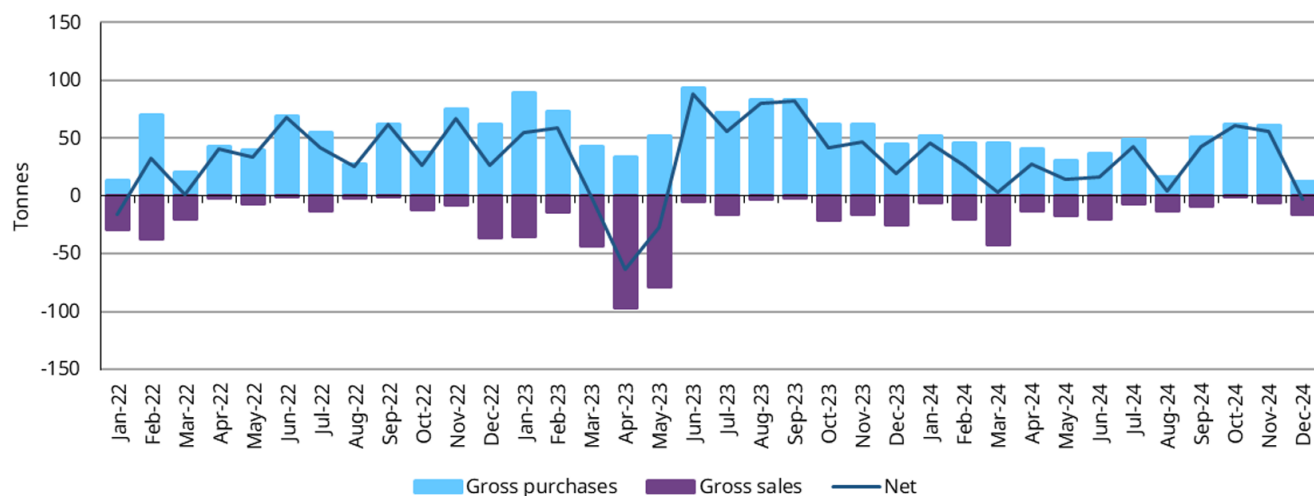
图49：全球官方储备资产构成及黄金占比（单位：左：十亿美元；右：%）



资料来源：MacroMicro，民生证券研究院

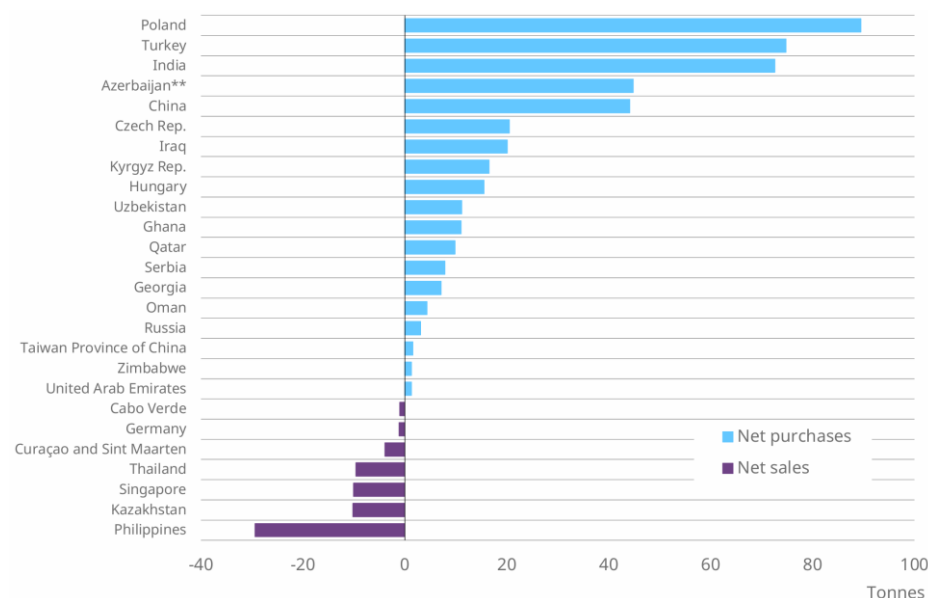
全球央行购金持续，连续三年超千吨。2024年四季度，全球央行购金量为333吨，同比增长53.6%，环比增长71.4%。全球央行年度购金量为1045吨，连续三年购金超千吨。分国别来看，2024年央行黄金净买入主要国家分别是波兰（90吨），土耳其（75吨）和印度（73吨），中国央行购金44.17吨，位列第五位。从相对体量来看，2024年全球黄金供应量为4975吨，其中矿产金3661吨。央行购金占全球黄金供应总量的21%。

图50：2022-2024年全球央行黄金交易情况



资料来源：WGC，民生证券研究院

图51：2024 年全球央行分国别净买入情况



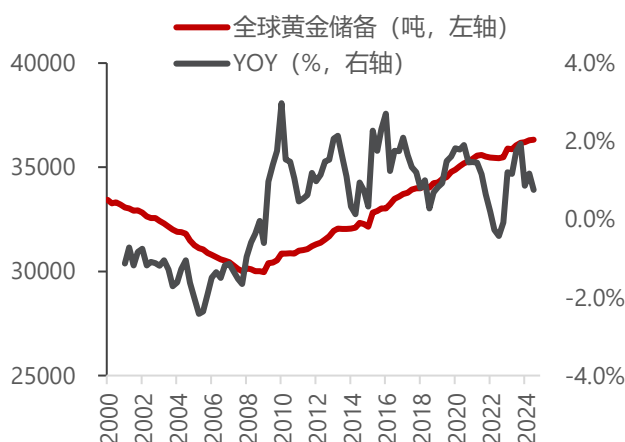
资料来源：WGC，民生证券研究院

我国央行重启购金，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定，2022 年以来全球央行购金数量大幅上升，首次达到 1135.69 吨，创历史新高。根据最新数据显示，2024 年前三季度全球央行黄金储备净增加 693.6 吨，央行购金热度持续。

自 2000 年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月，以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022 年第四季度，中国央行继 2019 年第三季度之后再次增加黄金储备，**2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金，11 月末中国的黄金储备已增加至 2264 吨，环比增持约 5 吨，12 月份进一步增持约 10 吨黄金，2025 年 1 月增持约 4 吨，连续三个月扩大黄金储备。**复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持黄金增强市场信心。

图52：全球央行持续购金



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：中国央行黄金储备（左：吨，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

金价作为保值资产，上涨潜力依然充足。考虑到各国利率政策周期不同和经济增速的差异，以不同货币计价的金价涨跌幅也不同，但自2020年以来大都曾创下历史新高，其中以日元计价的金价更是不断创新高，背后实际上反映的是全球纸币发行增速超过GDP实际增速，全球货币信用整体步入下行周期。

图54：2020年以来不同国家货币计价的金价涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1.3 黄金价格展望：3300 美元/盎司

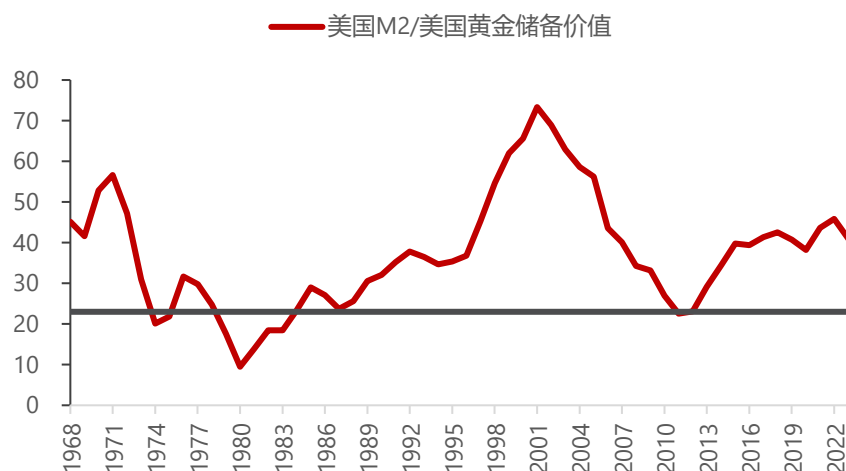
自布雷顿森林体系瓦解以来，固定汇率制被打破，美元不再与黄金挂钩，随后牙买加体系下，黄金对标美元信用体系，对美元具有信用对冲属性，美元作为世界货币，背靠美元信用体系及美国经济，若美元超发则会使美元购买力下降，1975 年以来美国 M2 增长超过 23 倍，美元供给大幅增加，同期金价涨幅仅 15 倍，考虑到黄金作为保值增值的稀缺资产，未来可能仍然具备上涨潜力。

图55：美国 M2 与金价走势对比



资料来源：wind，民生证券研究院

我们从黄金对美元的信用背书功能出发，假设美国储备黄金的价值与美元总量 M2 之间存在一定关联，其中 M2 总量与美国黄金储备价值取年平均值，单位为十亿美元。除了 1979 年-1981 年等个别年份，该比值均在 23 以上。若我们以此作为黄金牛市的极限，2024 年美国 M2 平均水平为 21000（单位为 10 亿美元），假定此数值不变，如果本次黄金牛市达到上述比值那么黄金价格至少将达到 3300 美元/盎司。

图56：美国 M2 与美国黄金储备价值


资料来源：wind，民生证券研究院

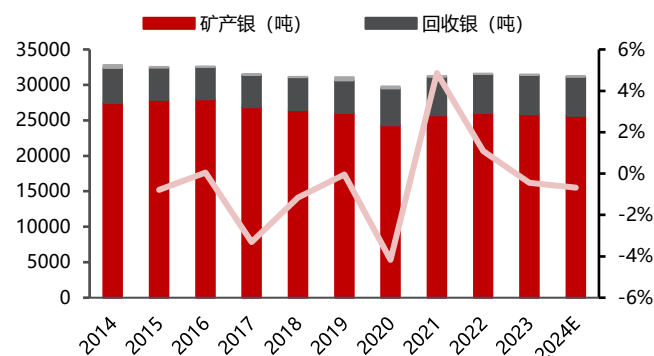
综上，我们认为在全球货币超发，美元信用下降，国内外央行持续购金的大背景以及国际贸易摩擦局势升温，美国二次通胀风险上行的催化下，**实际利率作为持有黄金的机会成本将受到长期压制，对金价形成长期利好**。另外在当前美国降息周期中，**由美国对外贸易政策引发的避险资产需求和二次通胀风险将逐步替代美联储降息节奏成为短期金价的核心驱动力**

3.2 白银具备高弹性，关注金银比回落

3.2.1 供需缺口放大，光伏用银占比提升

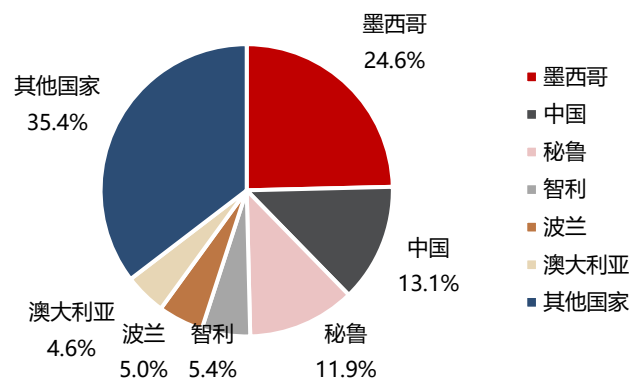
全球白银供给有限，疫情后逐步恢复。全球白银供给主要由矿产银、回收银组成，从历史趋势来看 2020 年之前白银产量呈现下滑态势，2021 年后整体供应增长较为缓慢，根据世界白银协会预测，2024 年全球白银供给约减少 0.7%，供应有所收缩。根据世界白银协会，银矿产量集中在北美、南美和中国，2023 年全球白银矿产排名前三的国家分别是墨西哥占比 25%、中国 13%、秘鲁 12%。

图57：全球白银供给情况（左：吨，右：%）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

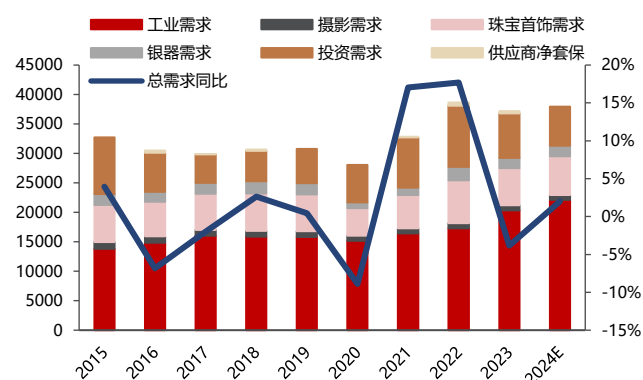
图58：2023 年全球白银工业需求分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

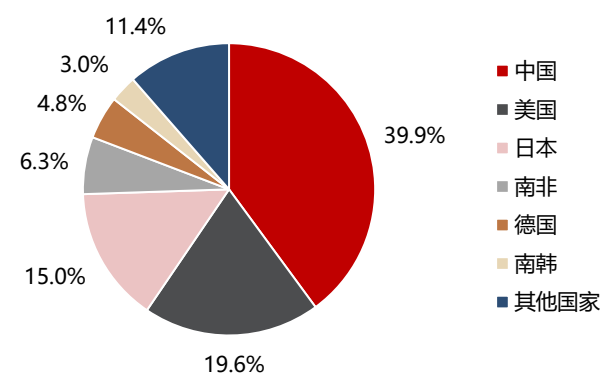
工业需求占比约 55%，其次为投资和珠宝首饰需求。白银需求由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多，工业需求（含摄影用银）占总需求约 55%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 20%，珠宝首饰银器类需求约占 17%。白银消费区域分布较为分散，主要国家有美国、印度、中国、日本等，2023 年中国、美国工业用银需求分别占全球工业用银需求的 40%、20%，分别位列第一和第二，日本占比 15%，位列第三。

图59：全球白银需求及同比变化（左：吨，右：%）



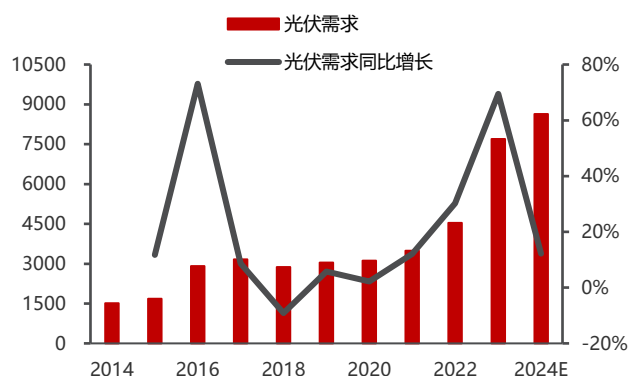
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图60：2023 年全球白银工业需求分布

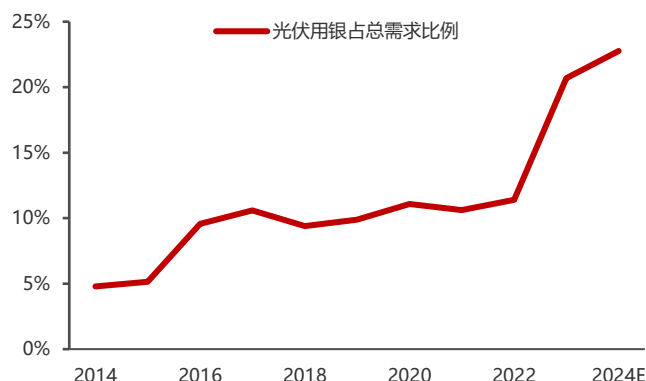


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

光伏装机维持高增长，光伏用银需求占比大幅提升。白银是光伏电池片结构中核心电极材料，根据世界白银协会数据，光伏用银需求提升迅速，2015 年光伏用银需求约 1854 吨，在白银总需求中占比为 5.59%。随着光伏装机量保持高位增长，2023 年光伏用银需求已提升至 7690 吨，年增长率 69.45%，在白银总需求中占比达 20.69%，较 2015 年增长 15.1 个百分点。

图61：光伏用银需求及同比增速（左：吨，右：%）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图62：光伏用银需求占比提升（单位：%）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

白银供给缺口呈逐步扩大趋势。根据世界白银协会数据显示，2016-2020 年期间，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态，但 2021 年全球白银供需平衡由正转负达到 1589 吨，2023 年白银供需缺口步扩大为 5732 吨，考虑到白银供应端缺乏弹性，需求端光伏装机量的上升带动工业需求的逐步增长，叠加银价上涨后白银实物净投资需求的上升，白银未来供需缺口或将不断放大。

表20：全球白银供需平衡（吨）

单位：百万盎司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给量									
银矿产量	26860.8	26447.2	26021.0	24329.0	25741.1	26024.2	25831.3	25613.6	25410.7
回收量	4572.2	4618.8	4603.3	5163.2	5452.4	5555.1	5555.1	5564.4	5569.1
生产商净套保			432.3	264.4					
官方部门销售净额	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	51.0	46.7	43.8
总供给	31467.2	31103.3	31087.8	29793.9	31243.3	31582.3	31436.1	31221.5	31023.6
需求量									
工业需求	16027.5	15900.0	15853.4	15200.2	16428.8	18298.1	20354.0	22111.4	24306.4
其中：光伏需求	3166.3	2877.1	3041.9	3110.3	3485.5	4538.6	7690.5	8631.8	9238.0
摄影需求	1007.7	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	811.8	790.9
珠宝首饰需求	6102.5	6317.1	6264.2	4681.1	5645.3	7293.7	6317.1	6572.1	6238.6
银器需求	1847.5	2087.0	1906.6	970.4	1265.9	2286.1	1716.9	1828.9	1635.8
投资需求	4845.9	5147.6	5816.3	6370.0	8522.3	10484.9	7561.2	6593.9	5229.2
供应商净套保	34.2	230.2			108.9	556.7	379.5		
总需求	29865.4	30658.5	30792.3	28052.1	32832.7	39778.0	37168.5	37918.1	38200.7
供需分析	1601.8	444.8	295.5	1741.8	-1589.4	-8195.7	-5732.3	-6696.5	-7177.1

资料来源：世界白银协会，民生证券研究院预测

3.2.2 库存逼近历史低位，关注金银比回落

白银兼具金融属性和工业属性。白银作为贵金属的一种，与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50%以上，决定了其金融属性弱于黄金。

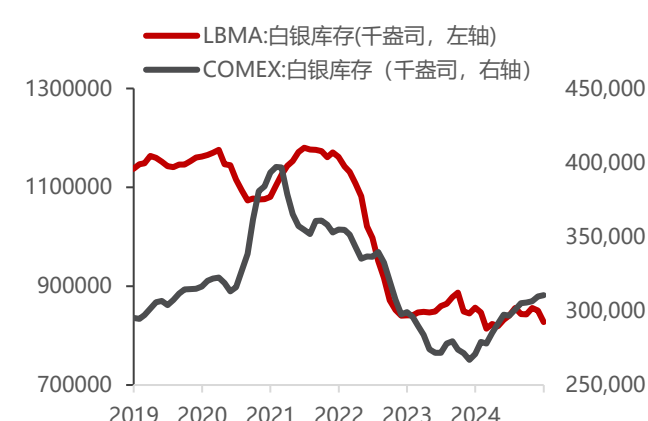
受白银供需缺口放大影响，国内外白银交易所库存大幅下降，截至 2024 年 12 月末，LBMA 白银库存 8.3 亿盎司，COMEX 库存 3.1 亿盎司，SHFE 期货库存 1416 吨，上海金交所库存 1258 吨。对比 2021 年初，LBMA 白银库存下降 2.8 亿盎司，减少 25.1%；COMEX 库存下降 8600 万盎司，减少 21.8%；国内 SHFE 库存下降 1545 吨，减少 52.2%，上海金交所库存下降 2739 吨，减少 68.5%。**白银库存长期下滑已接近 2018 年以来历史低位。**

图63：国内白银库存



资料来源：ifind，民生证券研究院

图64：海外白银库存



资料来源：ifind，民生证券研究院

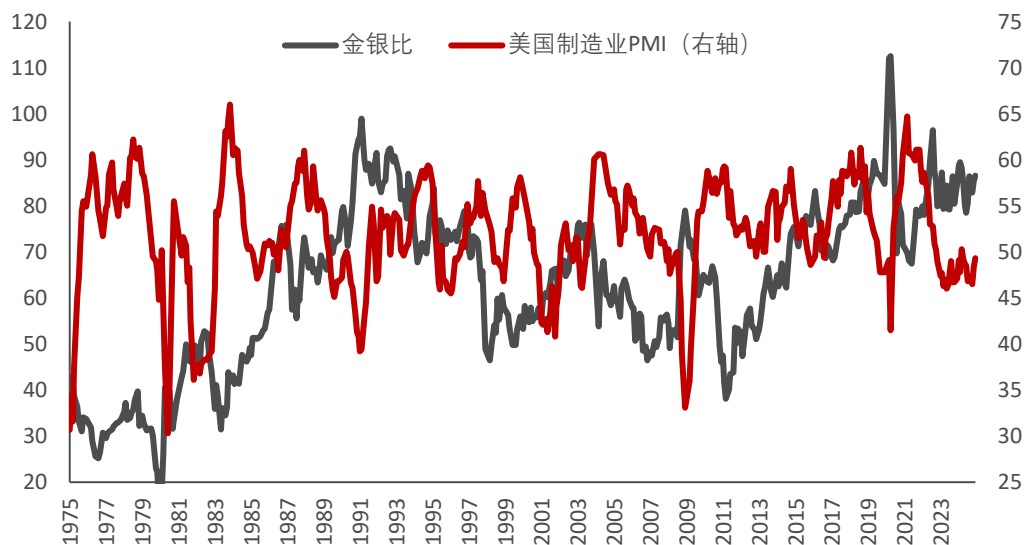
金银比是观察白银价格走势的重要指标。历史数据显示，1980 年至今金银比大部分时间在 40-80 之间波动运行，截止 2025 年 1 月 31 日金银比为 87.56，接近区间上限，历史上金银比与银价通常对应负相关关系，金银比的回落通常对应银价牛市。

图65：1980 年至今，金银比价中枢围绕 40-80 运行（右：美元/盎司）


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据截至 2025 年 1 月

在经济衰退或地缘政治不确定性风险较大时期，金价涨幅比银价更大，金银比攀升，在经济复苏回暖过程中，由于白银工业需求边际上升更为明显，白银的价格涨幅更大，金银比回落。**我们采用美国制造业 PMI 作为衡量经济景气度的前瞻指标，历史数据显 PMI 指数的上升区间通常对应金银比的下降区间，PMI 可以作为判断金银比走势的一个有效指标。**

图66：金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势（右：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 12 月

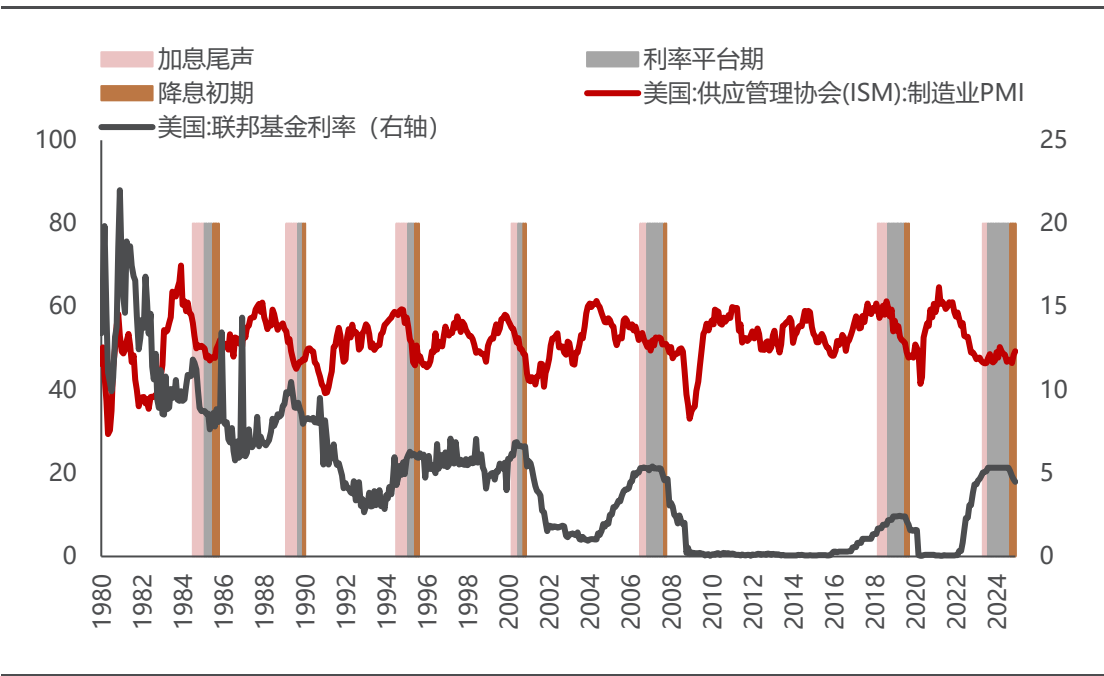
表21：金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间

时间阶段	黄金白银比	PMI
2011.5-2020.3	上升	下降
2008.10-2011.4	下降	上升
2008.3-2008.9	上升	下降
2003.5-2007.8	下降	上升
1999.7-2003.4	上升	下降
1991.2-1998.1	下降	上升
1983.4-1991.1	上升	下降
1982.7-1983.3	下降	上升
1980.2-1982.6	上升	下降

资料来源：wind，民生证券研究院

复盘历史美国经济周期中不同利率阶段 PMI 的走势,在加息末期至降息初期, PMI 往往下降至枯荣线以下。降息后,随着借贷成本的下降促进企业投资和消费者支出,提高企业生产活动水平,带动 PMI 回升。后续应密切关注美国 PMI 修复带来的金银比回落,白银价格未来可期。

图67：美国制造业 PMI 在利率周期的表现复盘（右：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至 2024 年 12 月 31 日

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与业务拆分

价格预测：公司原生矿山业务主要产品为银锭、黄金以及含银铅精粉、含银锌精粉，考虑当前白银供应端缺乏弹性，需求端光伏装机量上升带动工业需求逐步增长，叠加银价上涨后白银实物净投资需求的上升，白银未来供需缺口或将不断放大，同时金银比伴随 PMI 回升可能进一步下降，我们认为在降息周期与二次通胀趋势下贵金属价格仍处于上行周期，铅锌价格受供需基本面影响略有降幅，整体保持稳定。

表22：公司主要产品价格预测

金属品种（含税价）	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铅（元/吨）	15367	15302	15780	17900	17500	17000
锌（元/吨）	22457	24910	21536	22500	22000	21500
银（元/千克）	5200	4716	5600	7219	8000	8100
金（元/克）	376	393	448	550	680	690

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

产量预测：考虑 2024 年金山矿业技改情况以及一季度产销量不及预期，预计 2024 年主要金属产品产量同比基本持平。根据公司公告，假设 2026 年东晟矿业顺利投产，预计 2025/2026 年银产量为 147/201 吨。此外，考虑鸿林矿业有望 2025 年下半年投产，预计公司 2025/2026 年将实现黄金产量 0.63/1.17 吨。

表23：公司主要产品产量预测

金属品种（非权益量）	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
银产量（吨）	221	191	145	134	147	201
铅产量（吨）	15365	15234	14081	14672	14855	17491
锌产量（吨）	26443	26244	23883	23460	24847	28656
金产量（吨）	0.22	0.22	0.09	0.07	0.63	1.17

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2021 年-2023 年数据为估计值

矿产板块业绩预测：考虑 2025 年贵金属价格向好，金山矿业产量逐步回归以及 2025 年鸿林矿业逐步投产，预计 2024-2026 年矿产板块实现营收 13.8/19.6/27.8 亿元，同比增长 16%/42%/42%，实现利润 9.7/13.7/19.9 亿，同比增长 30%/42%/45%。

表24：公司矿产板块业绩预测（单位：万元）

板块业绩	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铅营收	18558	18865	18184	22251	22040	25177
yoy		1.7%	-3.6%	22.4%	-1.0%	14.2%
锌营收	41191	47002	33880	39727	43373	48791
yoy		14.1%	-27.9%	17.3%	9.2%	12.5%
银营收	89586	70323	63325	72727	89358	125447
yoy		-21.5%	-10.0%	14.8%	22.9%	40.4%
金营收	6751	7055	3337	2994	34146	64740
yoy		4.5%	-52.7%	-10.3%	1040.6%	89.6%
矿产板块营收	156086	143245	118727	137699	195579	277566
yoy		-8.2%	-17.1%	16.0%	42.0%	41.9%
矿产板块成本	55340	63946	44541	41041	58673	78815
矿产板块毛利	100746	79299	74186	96658	136907	198751
yoy		-21.3%	-6.4%	30.3%	41.6%	45.2%
矿产板块毛利率	64.5%	55.4%	62.5%	70.2%	70.0%	71.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2021 年-2023 年数据为估计值

4.2 估值分析

公司为传统白银公司，兼有铅锌及金金属产品，伴随 2025 年中鸿林矿业即将投产金板块占比有望大幅提升。我们选取与公司业务相似的标的兴业银锡、山金国际和赤峰黄金作为可比公司，以 3 月 6 日收盘价计算，2024-2026 年可比公司的平均 PE 为 17/14/12 倍，略低于公司估值，考虑公司菜园子铜金矿预计 2025 年年中投产，2026 年东晟项目以及远期德运项目贡献增量，公司有望充分受益贵金属价格上涨行情以及白银高弹性属性，且公司在可比公司中 EPS 增速明显，2024 至 2026 年净利润 CAGR 达 47%，PEG 远低于 1，因此存在一定估值优势。

表25：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (倍)				2024-2026 CAGR	PEG
		2025/3/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E				
000426.SZ	兴业银锡	13.1	0.53	0.95	1.19	1.4	17	14	11	9	21%	0.6		
000975.SZ	山金国际	16.8	0.51	0.86	1.04	1.24	29	20	16	14	20%	1.0		
600988.SH	赤峰黄金	19.2	0.48	1.04	1.28	1.46	29	19	15	13	18%	1.0		
可比公司平均							25	17	14	12	20%	0.9		
000603.SZ	盛达资源	13.7	0.21	0.55	0.80	1.18	64	25	17	12	47%	0.5		

资料来源：Wind，民生证券研究院预测。注：可比公司数据来自于 2025 年 3 月 6 日 Wind 一致预期

4.3 投资建议

投资建议：伴随金山股权收购及技改完成、银都北矿区整合、鸿林矿业剩余股权收购持续推进、鸿林矿业及东晟矿业有望陆续投产，预计 2024-2026 年公司矿产板块业务实现营收 13.8/19.6/27.8 亿元，同比增长 16%/42%/42%；实现毛利润 9.7/13.7/19.9 亿，同比增长 30%/42%/45%；实现归母净利润 3.76/5.53/8.14 亿元。参考 3 月 6 日股价，对应 PE 分别为 25/17/12 倍，维持“推荐”评级。

表26：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,254	2,177	2,706	3,456
增长率（%）	19.9	-3.4	24.3	27.7
归属母公司股东净利润（百万元）	148	376	553	814
增长率（%）	-59.4	154.4	46.9	47.2
每股收益（元）	0.21	0.55	0.80	1.18
PE	63	25	17	12
PB	3.0	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 6 日收盘价）

5 风险提示

1) 金属价格下跌。公司业绩与金银铅锌金属高度相关，若未来基本金属供需格局恶化，贵金属价格超预期下跌，可能会对公司业绩带来不利影响。

2) 项目进度不及预期。公司现有鸿林矿业菜园子铜金矿、东晟矿业以及德运矿业增量项目，若项目进度不及预期，将拖累公司业绩。

3) 安全生产风险。金矿开采存在一定安全隐患和风险，包括采空区垮冒、巷道垮塌、井下火灾和透水等，若发生安全事故将对公司业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,254	2,177	2,706	3,456
营业成本	1,533	1,210	1,337	1,468
营业税金及附加	161	120	143	176
销售费用	1	2	2	3
管理费用	254	305	352	449
研发费用	22	25	27	35
EBIT	281	515	845	1,325
财务费用	69	87	90	88
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	55	74	68	35
营业利润	250	534	824	1,272
营业外收支	6	70	40	0
利润总额	256	604	864	1,272
所得税	52	115	164	242
净利润	204	489	700	1,030
归属于母公司净利润	148	376	553	814
EBITDA	497	739	1,079	1,567

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	1,001	1,322	2,142
应收账款及票据	54	69	58	88
预付款项	34	27	28	32
存货	246	339	323	334
其他流动资产	998	1,128	1,266	1,482
流动资产合计	1,778	2,564	2,997	4,078
长期股权投资	712	612	612	612
固定资产	1,907	2,152	2,268	2,280
无形资产	1,347	1,415	1,484	1,551
非流动资产合计	4,772	4,760	4,810	4,790
资产合计	6,550	7,325	7,807	8,868
短期借款	752	752	752	752
应付账款及票据	472	542	523	561
其他流动负债	621	903	778	861
流动负债合计	1,845	2,196	2,053	2,174
长期借款	144	144	144	144
其他长期负债	653	653	653	653
非流动负债合计	797	797	797	797
负债合计	2,641	2,992	2,850	2,971
股本	129	129	129	129
少数股东权益	783	895	1,042	1,258
股东权益合计	3,909	4,332	4,957	5,897
负债和股东权益合计	6,550	7,325	7,807	8,868

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.92	-3.40	24.29	27.71
EBIT 增长率	-56.21	83.20	63.99	56.83
净利润增长率	-59.41	154.39	46.88	47.16
盈利能力 (%)				
毛利率	31.96	44.40	50.60	57.51
净利润率	9.04	22.46	25.87	29.81
总资产收益率 ROA	2.26	5.14	7.08	9.18
净资产收益率 ROE	4.73	10.95	14.12	17.54
偿债能力				
流动比率	0.96	1.17	1.46	1.88
速动比率	0.81	1.00	1.29	1.71
现金比率	0.24	0.46	0.64	0.99
资产负债率 (%)	40.33	40.85	36.50	33.50
经营效率				
应收账款周转天数	8.03	4.75	5.10	5.96
存货周转天数	58.54	102.37	88.29	83.07
总资产周转率	0.34	0.30	0.35	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.55	0.80	1.18
每股净资产	4.53	4.98	5.67	6.72
每股经营现金流	0.46	1.06	0.91	1.67
每股股利	0.08	0.19	0.28	0.41
估值分析				
PE	64	25	17	12
PB	3.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	20.41	12.98	8.59	5.39
股息收益率 (%)	0.55	1.39	2.05	3.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	204	489	700	1,030
折旧和摊销	216	224	234	243
营运资金变动	-247	139	-254	-140
经营活动现金流	315	733	627	1,152
资本开支	-289	-250	-244	-223
投资	-26	80	0	0
投资活动现金流	-292	-59	-176	-188
股权募资	0	0	0	0
债务募资	366	0	0	0
筹资活动现金流	164	-120	-130	-145
现金净流量	187	554	321	820

插图目录

图 1:	公司发展历程	3
图 2:	公司发展历程	4
图 3:	2023 年公司各矿山白银产量 (吨)	5
图 4:	营业收入 (亿元)	6
图 5:	归母净利润 (亿元)	6
图 6:	公司主要板块营收 (万元)	7
图 7:	公司主要板块营收占比	7
图 8:	公司主要板块毛利 (万元)	7
图 9:	公司主要板块毛利占比	7
图 10:	公司三费情况	8
图 11:	公司研发费用	8
图 12:	公司资产负债率水平	8
图 13:	公司货币资金情况 (万元)	9
图 14:	公司借款情况 (万元)	9
图 15:	盛达资源内蒙地区资产分布	10
图 16:	大兴安岭地区大地构造位置(a)、大兴安岭地区地质概况和银铅锌矿床分布图(b)及矿区地质简图(c)	10
图 17:	内蒙古主要成矿带及矿产大类分布图	11
图 18:	拜仁达坝银多金属矿交通位置图	14
图 19:	银都矿业股权结构	15
图 20:	2019~2023 年银都矿业营收情况	15
图 21:	2019~2023 年银都矿业净利润情况	15
图 22:	大地银多金属矿大地构造位置图	17
图 23:	2019~2023 年光大矿业营收情况	17
图 24:	2019~2023 年光大矿业净利润情况	17
图 25:	光大矿业历史品位 (共生矿) (左轴: 银, 右轴: 铅锌)	18
图 26:	十地矿区铅锌多金属矿地理位置	19
图 27:	十地采矿权 (黑框) 与外围探矿权 (红框) 地理关系	20
图 28:	2019~2023 年金都矿业营收情况	21
图 29:	2019~2023 年金都矿业净利润情况	21
图 30:	额仁陶勒盖银矿床大地构造位置图	22
图 31:	氰化法对金溶解反应式	24
图 32:	2019~2023 年金山矿业营收情况	25
图 33:	2019~2023 年金山矿业净利润情况	25
图 34:	东晟矿业股权结构图	26
图 35:	巴彦乌拉银多金属矿地理位置图	26
图 36:	菜园子铜金矿矿山地理位置图	28
图 37:	菜园子铜金矿地质构造图	28
图 38:	巴彦包勒格矿床地理位置	30
图 39:	巴彦包勒格矿区主要矿体空间分布	31
图 40:	特朗普历史任期前后金价走势 (纵轴单位: %; 横轴单位: 天)	32
图 41:	特朗普上一任期金价走势 (单位: 美元/盎司)	32
图 42:	2018 年 8 月-2019 年 12 月黄金价格走势 (单位: 美元)	33
图 43:	美联储基金利率与黄金价格 (左: 美元/盎司, 右: %)	34
图 44:	美联储点阵图 (2024 年 12 月, 单位: %)	34
图 45:	特朗普第一任期内美联储利率动向复盘	35
图 46:	特朗普第一任期对美联储的“口头干预”	35
图 47:	全球卫生公共事件以来全球主要经济体货币大幅超发	37
图 48:	美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长 (单位: 左轴: 百万美元; 右轴: 美元/盎司)	37
图 49:	全球官方储备资产构成及黄金占比 (单位: 左: 十亿美元; 右: %)	38
图 50:	2022-2024 年全球央行黄金交易情况	38
图 51:	2024 年全球央行分国别净买入情况	39
图 52:	全球央行持续购金	40
图 53:	中国央行黄金储备 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	40
图 54:	2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅	40

图 55: 美国 M2 与金价走势对比	41
图 56: 美国 M2 与美国黄金储备价值	42
图 57: 全球白银供给情况 (左: 吨, 右: %)	43
图 58: 2023 年全球白银工业需求分布	43
图 59: 全球白银需求及同比变化 (左: 吨, 右: %)	43
图 60: 2023 年全球白银工业需求分布	43
图 61: 光伏用银需求及同比增速 (左: 吨, 右: %)	44
图 62: 光伏用银需求占比提升 (单位: %)	44
图 63: 国内白银库存	45
图 64: 海外白银库存	45
图 65: 1980 年至今, 金银比价中枢围绕 40-80 运行 (右: 美元/盎司)	46
图 66: 金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势 (右: %)	46
图 67: 美国制造业 PMI 在利率周期的表现复盘 (右: %)	47

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 盛达资源子公司与旗下矿山	4
表 2: 2019-2023 年公司各金属产量 (吨)	5
表 3: 2019-2023 年公司各金属销量 (吨)	5
表 4: 内蒙古矿产地规模一览表 (单位: 个)	12
表 5: 公司各矿山资源情况统计 (截至 2023 年 12 月 31 日)	12
表 6: 银都矿业整合前后资源情况 (银: 吨; 铅、锌: 万吨)	16
表 7: 银都矿业产量预测	16
表 8: 光大矿业产量预测	18
表 9: 克什克腾旗大地矿区银铅锌矿体特征一览表	20
表 10: 金都矿业产量预测	21
表 11: 金山公司额仁陶勒盖矿区矿业权历史变更	23
表 12: 金山额仁陶勒盖矿区采矿证历史开采标高变更	23
表 13: 金山公司额仁陶勒盖矿区 III—IX 矿段银矿技改前后回收率对比	23
表 14: 金山矿业产量预测	25
表 15: 东晟矿业产量预测	27
表 16: 鸿林矿业产量预测	29
表 17: 盛达资源分矿山银产量预测	31
表 18: 特朗普上一任期中美贸易摩擦事件梳理	36
表 19: 此次中美贸易摩擦在特朗普上任前已见端倪	36
表 20: 全球白银供需平衡 (吨)	44
表 21: 金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间	47
表 22: 公司主要产品价格预测	48
表 23: 公司主要产品产量预测	48
表 24: 公司矿产板块业绩预测 (单位: 万元)	49
表 25: 可比公司估值对比	49
表 26: 盈利预测与财务指标	50
公司财务报表数据预测汇总	52

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048