长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨

公司研究丨深度报告丨盛达资源（000603.SZ）

盛达资源再思考：盛途伏枥，达道凌霄

——白银时代系列 6

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

时隔两年，重审盛达资源，有扰动，亦有布局。自上而下视角理解过去两年的盛达资源，其业绩市值困顿背后，实质是管理层更替，新旧动能切换在产业端所必经的过渡期。历时两年革新图治，扰动消退，2025 年以金矿投产为起点，盛达资源或将迈入新战略元年。

分析师及联系人

王鹤涛

SAC：S0490512070002

SFC：BQT626

叶如祯

SAC：S0490517070008

盛达资源（000603.SZ）

盛达资源再思考：盛途伏枥，达道凌霄——白银时代系列 6

2023 年 3 月我们发布第一篇深度《白银龙头，时代重估》强调应摆脱从纯银价弹性视角看待公司，重视其在行业/团队/战略/成长四维度的重估机会。**然时隔两年，银价中枢提升 24%至 29 美元/盎司，公司市值困顿不前仍徘徊于近 100 亿。**此刻再次推荐盛达，应重审两年困境为何？

时隔两年，盛达存哪些问题？——三处扰动

过去两年，**盛达资源根本问题是业绩未随涨价释放利润弹性**，归纳原因有三处：**1）主业扰动/主力银矿停产技改，**金山矿业因选矿技改与采矿证更新停产，致近两年银金属产量受限，23 年营收同比降 42%，净利润降 91%；**2）增量扰动/储备资源因收购终止未能于上行周期变现。**贵州鼎盛鑫项目因诸多因素终止收购。虽未造成亏损，但致涨价周期未有新增资源变现，且资金效率亦受损。**3）副业扰动/环保业务调整阵痛显现，**金业环保在新能源周期下行中遇上下游挤压，矿山资源收储难度加大及镍价下跌致加工利润收缩，2023 年其对净利润负面拖累近 6%。

回首两年，盛达做哪些布局？——两大布局

三重扰动下，**公司修缮与拓新同步推进**，高效完成多项变革。1）**主业/金山矿蜕变，**浮选工艺技改完成产能恢复更提升至 48 万吨/年，选矿成本再降 8%-10%；2）**资源/坚定贵金属**，及时终止鼎盛鑫铅锌项目。白银加速推进东晟德运矿投产，完成金山矿 100%控股。黄金更于本轮周期起点以总对价 6.6 亿元分步收购菜园子铜金矿（含 17 吨黄金资源），首次切入金矿赛道，预计 2026 年满产黄金年产量达 1.5 吨，贡献净利润 3 亿元，业绩新增贡献将达 56%。业绩扰动背后，公司多项布局为业绩反转蓄势，锁定资源、优化成本曲线，为后续释放储备产能基础。

扰动不断却频繁布局？——管理层更替视角看两年变迁

对于近两年公司扰动不断但又频繁布局间的矛盾，**我们认为应以自上而下视角理解其背后蕴含的趋势变化——新旧管理层战略代际切换，战略从“加法扩张”到“减法聚焦”的经营迭代**：1）**上任管理层/旧战略聚焦多元化**，加法扩张体现在，资源端不局限于贵金属（收购铅锌矿贵州鼎盛鑫），同时矿山业务与新能源业务并进（金业环保），但周期错配致战略重心失焦，从结果看是资源分散与企业增负；2）**新管理层/新战略聚焦贵金属**，减法聚焦落地至战术以“止血、换血、造血”三步重构逻辑：止血（终止低效并购、主力矿技改释放产能潜力），换血（收缩冗余业务线、回笼资金聚焦主业），造血（收购菜园子金矿夯实贵金属属性、加速银矿投产与全控股）。我们认为**近两年公司业绩市值困顿背后，实质是新旧动能切换在产业端所必经的过渡期。**

盛途伏枥，达道凌霄：量变到质变，重视 2025 年/新战略元年

产业端的调整，从团队至战略到矿山，一步一重天，要让市场刮目相待需时间积淀。**盛途伏枥**，在对的道路上磨砺。2022 年新任管理团队于战略转型中历经波折，全力修缮拓新，至始至终坚守贵金属矿业战略。**达道凌霄**，终将厚积薄发。历时两年革新图治扰动消退，2025 年以金矿投产为起点，盛达将迈入新战略元年。一个剥离历史包袱、手握贵金属资源技术双重壁垒新盛达，正站在价值重估起点上。当然行业贝塔仍不容忽视，随美国降息启幕，商品轮动中白银将加速追赶黄金。预计公司 2024-2026 归母净利润 3.75/6.46/10.69 亿元，对应 PE29X/17X/10X。

风险提示

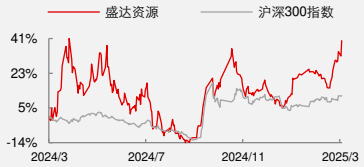
1、白银、黄金、铅、锌价格大幅波动风险；2、项目建设不及预期风险；3、安全生产风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	15.90
总股本(万股)	68,997
流通A股/B股(万股)	66,672/0
每股净资产(元)	4.74
近12月最高/最低价(元)	16.40/9.69

注：股价为 2025 年 3 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《盛达资源：白银龙头，时代重估——白银时代系列 5》2023-03-15

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

回首两年，盛达存哪些问题？ 6
根本问题：业绩未随涨价释放利润弹性 6
主业扰动：主力银矿停产技改 7
副业扰动：环保业务调整阵痛显现 8
时隔两年，盛达做哪些布局？ 9
修缮：金山矿技改 9
拓新：东晟矿基建推进 11
拓新：金山矿全资收购 12
拓新：菜园子金矿收购 13
为何再度推荐？管理层更替视角看盛达两年变迁 17
上轮管理层/旧战略：加法扩张，多元化 18
本轮管理层/新战略：减法聚焦，坚守贵金属 21
附录：分公司介绍 22
风险提示 26

图表目录

图 1：盛达资源与贵金属板块市净率对比 6
图 2：盛达资源历年及预测营业收入、营业收入变动（亿元；%） 7
图 3：盛达资源历年及预测归母净利润、归母净利润变动（亿元；%） 7
图 4：金山矿业营业收入及营业收入变化率（亿元；%） 7
图 5：金山矿业净利润及净利润变化率（亿元；%） 7
图 6：金山矿业营业收入占比及营业收入占比变动（%；%） 8
图 7：金山矿业净利润占比及净利润占比变动（%；%） 8
图 8：金业环保营业收入及营业收入变化率（千万元；%） 8
图 9：金业环保净利润（百万元） 8
图 10：金业环保营业收入占比及营业收入占比变动（%，%） 9
图 11：金业环保净利润占比（%） 9
图 12：金山矿业历年及预计产能（万吨/年） 10
图 13：金山矿业收购流程 10
图 14：东晟资源发展历程 11
图 15：盛达资源各矿山银金属平均品位（克/吨） 12
图 16：银都矿业与东晟矿业的相对位置 12
图 17：金山矿业收购流程 13
图 18：2024 年 10 月盛达资源拟收购四川鸿林矿业有限公司全部股权 13
图 19：盛达资源产量预测（吨；吨；千克） 15
图 20：盛达资源铅锌银（合计）、黄金、铜毛利结构预测（%） 16
图 21：盛达资源铅、锌、银毛利结构预测（%） 16

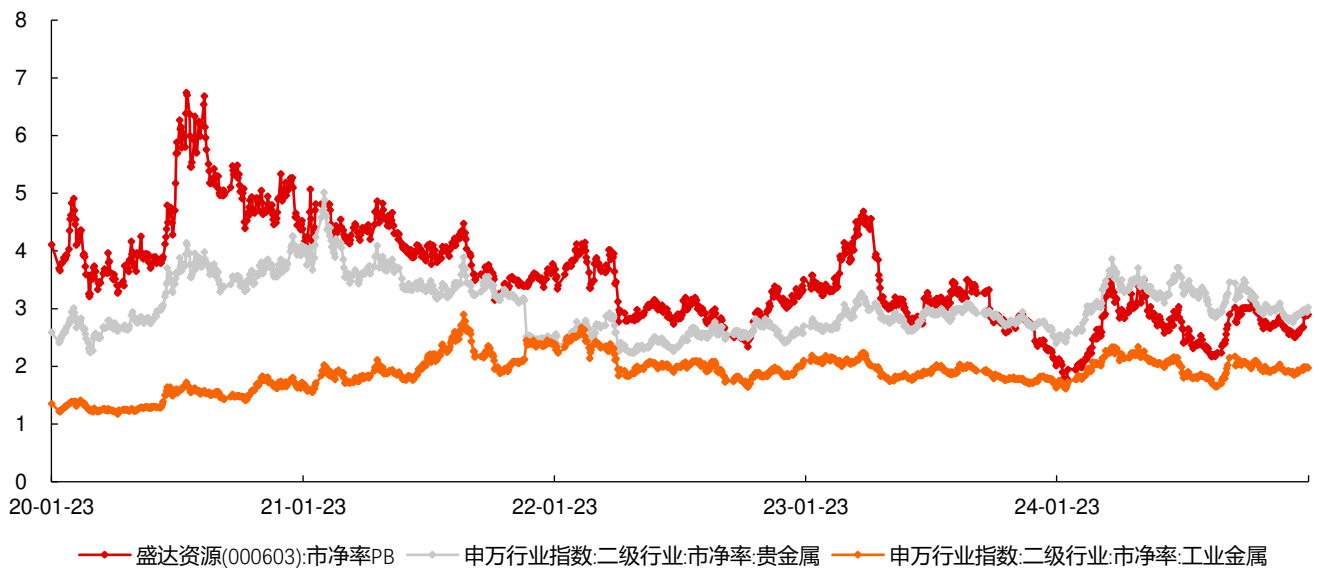
图 22：盛达资源营业收入分行业占比（%） 16
图 23：盛达资源营业收入分产品占比（%） 16
图 24：管理层更换情况....17
图 25：上任管理层战略....18
图 26：金业环保一期项目 19
图 27：2023 年镍价变化情况（美元/公吨；%） 19
图 28：2021 年末盛达资源铅锌资源量以及猪拱塘铅锌储有量对比（万吨） 20
图 29：贵州猪拱塘收购进展 20
图 30：新任管理层战略....21
图 31：银都矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%） 23
图 32：银都矿业营业收入占比及净利润占比（%） 23
图 33：光大矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%） 23
图 34：光大矿业营业收入占比及净利润占比（%） 23
图 35：金都矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%） 24
图 36：金都矿业营业收入占比及净利润占比（%） 24
图 37：金山矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%） 25
图 38：金山矿业营业收入占比及净利润占比（%） 25

表 1：金山矿业资源量和品位（截至 2023 年末） 11
表 2：同期金矿收购事件横向对比....14
表 3：菜园子铜金矿产量及盈利预测....15
表 4：菜园子铜金矿弹性测算....16
表 5：银都矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末） 22
表 6：光大矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末） 23
表 7：金都矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末） 24
表 8：金山矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末） 24
表 9：公司收入和利润敏感性分析（亿元） 26

盛达资源再思考：盛途伏枥，达道凌霄

2023 年 3 月我们发布第一篇深度《白银龙头，时代重估》强调应摆脱从银价波动贝塔视角看公司的思维，其在银价/团队/战略/成长四阿尔法维度有望获重估。**然时隔两年，银价中枢提升 24%至 29 美元/盎司，但公司业绩/市值困顿不前。**此刻再次推荐盛达，应重审两年困境为何?

图 1：盛达资源与贵金属板块市净率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

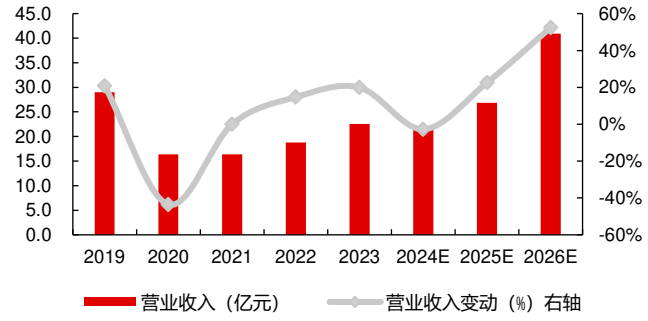
回首两年，盛达存哪些问题？

过去两年，**盛达资源根本问题是业绩未随涨价释放利润弹性**，归纳原因有三处：**1）主业扰动/主力银矿停产技改，**金山矿业因选矿技改与采矿证更新停产，致近两年银金属产量受限，23 年营收同比降 42%，净利润降 91%；**2）增量扰动/储备资源因收购终止未能于上行周期变现。**贵州鼎盛鑫项目因诸多因素终止收购。虽未造成亏损，但致涨价周期未有新增资源变现，且资金效率亦受损。**3）副业扰动/环保业务调整阵痛显现，**金业环保在新能源周期下行中遇上下游挤压，矿山资源收储难度加大及镍价下跌致加工利润收缩，2023 年其对净利润负面拖累近 6%。

根本问题：业绩未随涨价释放利润弹性

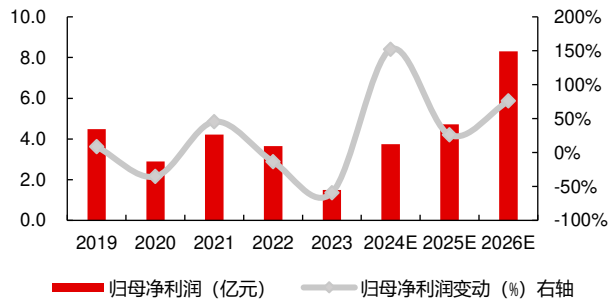
2023 年，公司业绩经历了显著波动。虽然营业收入增加至 22.5 亿元，但归母净利润仅为 1.5 亿元，同比下降约 60%。究其原因，公司主要受到特定行业周期性波动和技术转型过程中的阵痛影响。具体而言，矿产资源品位波动及技术改造过程主要对金山矿业造成了短期影响，而新能源周期下行和上游市场竞争加剧对金业环保来带了严峻的经营挑战。

图 2：盛达资源历年及预测营业收入、营业收入变动（亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：盛达资源历年及预测归母净利润、归母净利润变动（亿元；%）



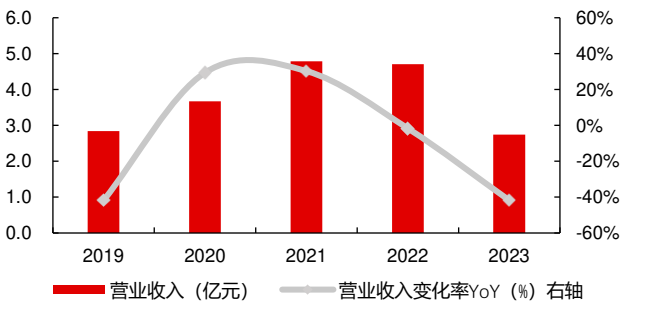
资料来源：Wind，长江证券研究所

公司业绩低于预期的主要原因归结于金山矿业和金业环保的表现。金山矿业在盛达集团的经营中一直扮演着至关重要的角色，其净利润占比曾连续三年超过 30%，因此其业绩波动对公司整体业绩的影响尤为显著。与此同时，镍价持续下行叠加城市矿山原材料收储难度不断加大，导致金业环保的经营环境更加严峻，在 2023 年仍未能有效扭转负增长局面。

主业扰动：主力银矿停产技改

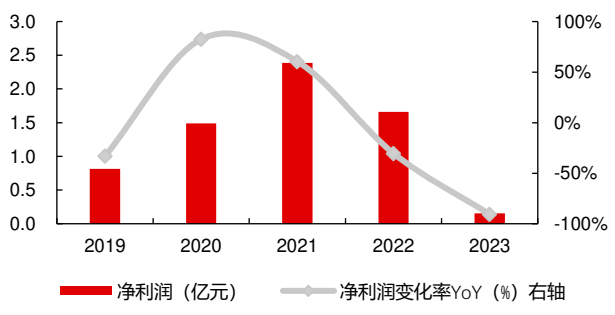
金山矿业营收大幅下跌，系技改及采矿证更新导致的欲扬先抑。金山矿业 2023 年营收相比往年大幅下降。其 2023 年营收规模 2.74 亿元，占公司营收 12.15%，净利润 0.16 亿元，占公司净利润 7.61%，净利率为 5.67%；营收规模同比下降 41.78%，净利润同比下降 90.66%。技改是导致金山矿业营收变动的主要原因。因采矿证更新以及出于提高未来产能的考量，金山矿业于 2023 年同时进行了采矿和选矿厂技术改造项目。此外，厂房搬迁以及因采矿厂更新导致的新增权益金缴纳也在一定程度上影响了去年业绩。

图 4：金山矿业营业收入及营业收入变化率（亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：金山矿业净利润及净利润变化率（亿元；%）



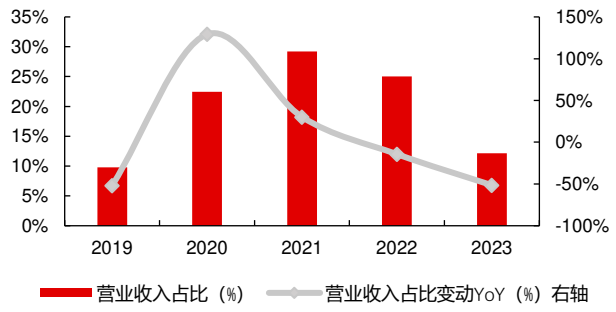
资料来源：Wind，长江证券研究所

而金山业绩的下滑并非仅因 2023 年的技改，随着对矿体的持续推动，开采深度不断增加，矿山自身品位和矿石性质也出现了一定的变化，进而提高了采选难度。

矿山深部矿石品位和性质出现波动，近两年金山矿业产量不及往期。随着开采深度增加，

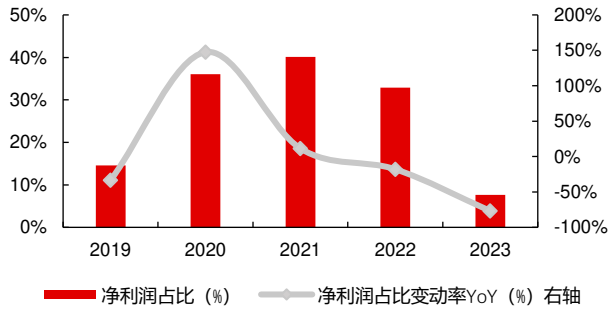
矿山资源品位出现波动，采矿成本被迫增加。另外主要矿体矿石性质也因深入开采发生较大变化，金山矿业原有全泥氰化选矿工艺无法高效配合新增原生矿石的处理要求，选矿效率有所下降。受上述因素影响，自 2022 年起，金山矿业营收规模和净利润开始有向下趋势，2023 年叠加技改影响，银金属产出量进一步受到制约，在仅有 1000 吨/日的选矿生产线正常经营的条件下，金山矿业 2023 年对盛达资源整体业绩表现的支持作用明显减弱，营收规模占比下降至 12.15%，净利润占比下降至 7.61%。

图 6：金山矿业营业收入占比及营业收入占比变动（%；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：金山矿业净利润占比及净利润占比变动（%；%）

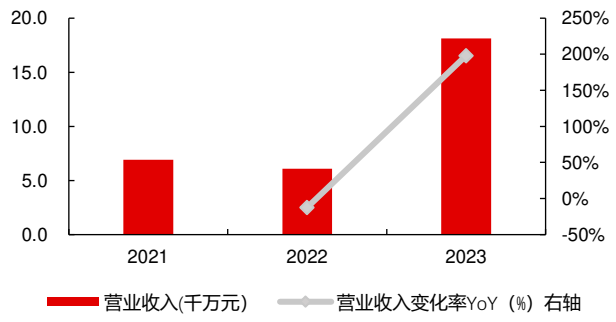


资料来源：Wind，长江证券研究所

副业扰动：环保业务调整阵痛显现

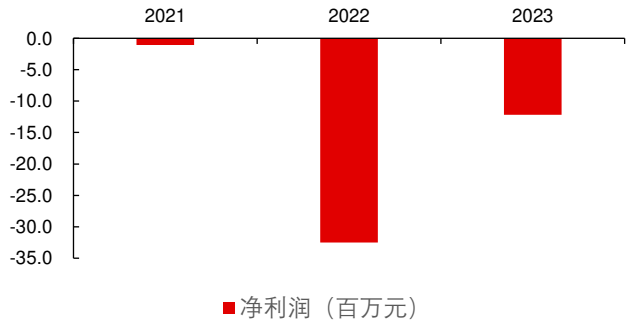
收购以来金业环保净利润均不及预期，期待利润增长点反成持续拖累。纵观收购以来金业环保的经营状况，虽其营业规模和净利润都在 2023 年有增长趋势，但其净利润在三年间均为负值，其中 2023 年金业环保的营业规模为 18.1 千万元，净利润为-12.2 百万元。此外，公司因金业环保经营情况不及预期，在 2023 年对其计提了商誉减值准备 1087.4 万元。

图 8：金业环保营业收入及营业收入变化率（千万元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：金业环保净利润（百万元）

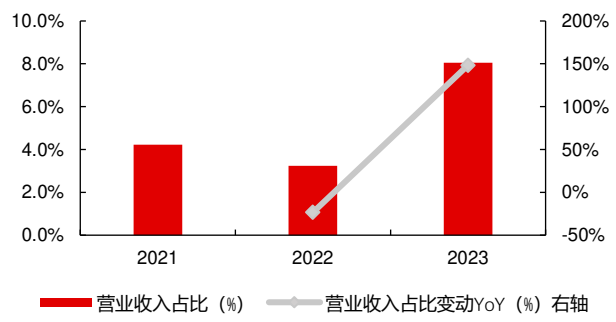


资料来源：Wind，长江证券研究所

新能源周期向下，上下游同时挤压利润。在新能源行业整体下行背景下，金业环保上下游两端同时承压，利润空间被显著压缩。一方面，市场竞争加剧，上游城市矿山资源收

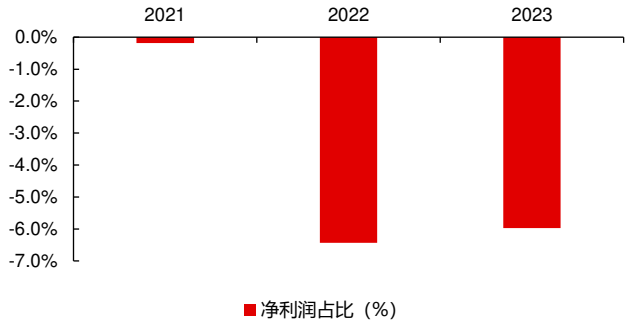
购难度增加，另一方面，镍产业链整体供过于求，导致下游镍价持续下行。总体来看，金业环保过往业绩不佳，牵累了盛达资源的整体表现，2023 年金业环保对盛达资源净利润的负面影响达到 5.97%。

图 10：金业环保营业收入占比及营业收入占比变动（%，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：金业环保净利润占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

时隔两年，盛达做哪些布局？

三重扰动下，**公司修缮与拓新同步推进**，高效完成多项变革。1）**主业/金山矿蜕变，**浮选工艺技改完成产能恢复更提升至 48 万吨/年，选矿成本再降 8%-10%；2）**资源/坚定贵金属**，及时终止鼎盛鑫铅锌项目。白银加速推进东晟德运矿投产，完成金山矿 100%控股。黄金更于本轮周期起点以总对价 6.6 亿元分步收购菜园子铜金矿（含 17 吨黄金资源），首次切入金矿赛道，预计 2026 年满产黄金年产量达 1.5 吨，贡献净利润 3 亿元，业绩新增贡献将达 56%。业绩扰动背后，公司多项布局为业绩反转蓄势，锁定资源、优化成本曲线，为后续释放储备产能基础

过去一年公司坚定践行了长期战略规划，尤其在资源整合与产业布局方面取得了显著进展。菜园子铜金矿的收购标志着公司成功向黄金领域迈出了坚实的一步；东晟矿业的报建手续和基础设施建设亦稳步推进；此外，金山矿业的技术改造项目也在 2023 年有序推进，并于近期发布了拟收购金山矿业剩余 33%股份的公告。这一系列布局和调整将为公司未来的发展注入源源不断的动力，成为驱动未来增长的重要引擎。

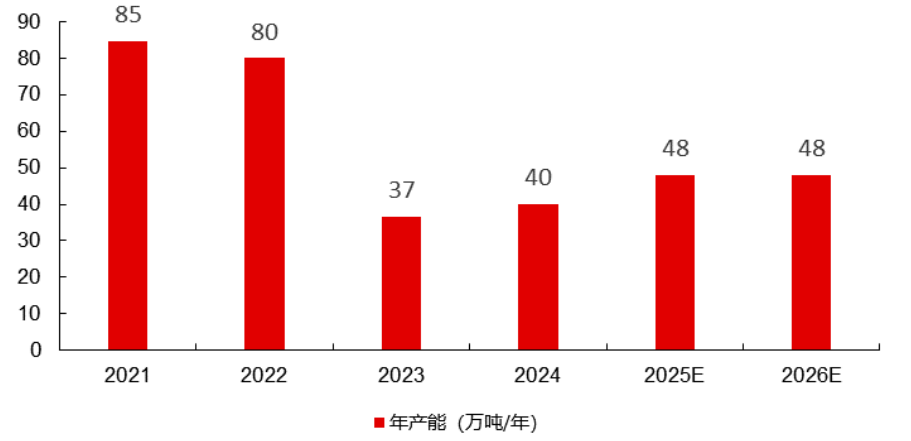
2023 年至今，公司同步推进了多个战略性项目，涵盖了金山矿业的技术改造及对其剩余 33%股权的收购，东晟矿业报建手续的有序推进，特别还有菜园子铜金矿的成功收购项目，这一战略布局标志着公司在资源整合方面迈出了关键一步。尽管这些举措的成效在 2023 年年报中未完全显现，但其长期价值和潜力无疑将为公司未来的稳健增长和可持续盈利提供坚实的支撑。

修缮：金山矿技改

获得技改后浮选工艺革新赋能，金山矿业未来的盈利能力可平稳回升。金山矿业已于 2024 年全面完成采矿和选矿厂技改。深部基建工程以及 2 号井、5 号井断面扩修工作

已全部完成，3000 吨/日生产线浸银车间已升级为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库。在保证安全生产的基础上，浮选工艺的引入将更好地配合深部矿体中蕴藏的原生矿石，进一步提高金山矿业的生产效率，持续降低选矿成本。综合考虑，金山矿业矿山产能预计会逐渐释放，有望在 2025 年实现 48 万吨/年的生产规模。

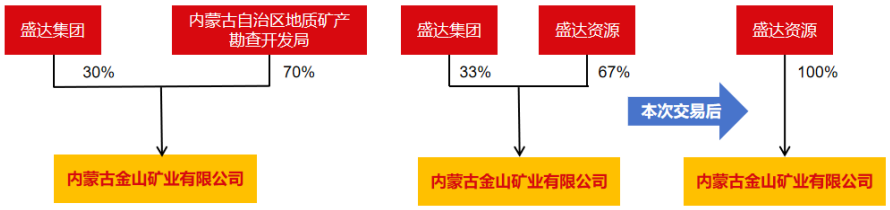
图 12：金山矿业历年及预计产能（万吨/年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司拟完成对金山矿业 100%持股，增厚权益量的同时推动了资源整合与协同发展。公司于 2024 年 11 月 12 日发布公告拟以 6.138 亿元收购金山矿业剩余 33%股权。本次股权转让完成后将解决与盛达集团之间的同业竞争问题，金山矿业将成为公司全资子公司，除银资源量权益进一步增加，公司对其业务的积极整合还有助于提高金山矿业的整体管理水平，使其以更优秀的运营效率为公司未来效益增长做出持续贡献。

图 13：金山矿业收购流程



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

此外金山矿业本身丰富的银矿资源储备以及新增的高品位银金矿体，也将提供持续的资源保障。金山矿业拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，自其收购以来就成为支撑起盛达资源的白银采选业务的重要角色，曾连续三年净利润占比保持在 30%以上。据勘探报告，采矿证更新后其矿区深部已被证实存在高品位银金矿体，且银、猛金属保有量和品位均有明显提升，丰富且优质的资源储备将为其在恢复产能过程中提供持续保障，推动产量指标逐步回升。

表 1：金山矿业资源量和品位（截至 2023 年末）

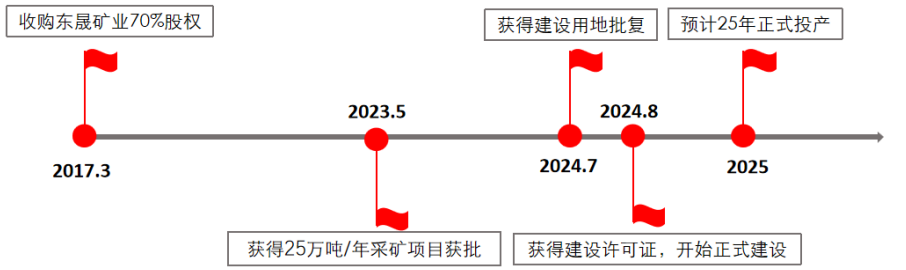
	总量（吨）	权益量（吨）	品位（克/吨，%）
矿石	14987500	10041625	-
银	3144.20	2106.6	209.79
金	9.34	6.26	0.62
锰	361300.63	242071.4	2.41%

资料来源：Wind，长江证券研究所

拓新：东晟矿基建推进

七年耕耘终不负，东晟矿业采矿/建设权尘埃落定。2017 年 3 月，盛达矿业与赤峰地勘签订了意向协议，获得东晟矿业 70%的股权。现各自持有海域金矿 70%与 30%的所有权。2019 年，东晟矿业基本完成矿山初步的环境、资源等评估，但未达到全面开工所需的许可条件。2023 年 8 月，东晟矿业获得了 25 万吨/年银多金属矿采矿项目的核准批复。2024 年 7 月采矿项目获得内蒙古人民政府建设用地批复。2024 年 8 月收到《建设用地规划许可证》和《建设工程规划许可证》正式开始建设。

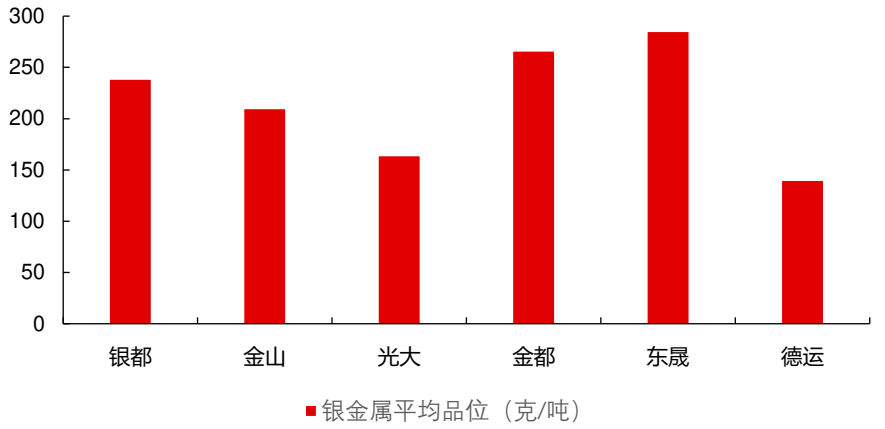
图 14：东晟资源发展历程



资料来源：Wind，长江证券研究所

东晟矿业资源禀赋优异，具有极高的银品位，未来产量可观。东晟矿业主要储有银、铅、锌三种金属，其中银金属平均品位高达 284.90 克/吨，在公司所占全部矿山中具有绝对优势，是公司贵金属资源储备的重要组成部分。矿山目前已于 2024 年 8 月 20 日开工，正按预期进行井建工程，积极为 25 万吨/年的采矿规模目标做基建基础。据公司披露，东晟矿业将在 2025 年释放产能，银产量预计可达到 30 吨/年。

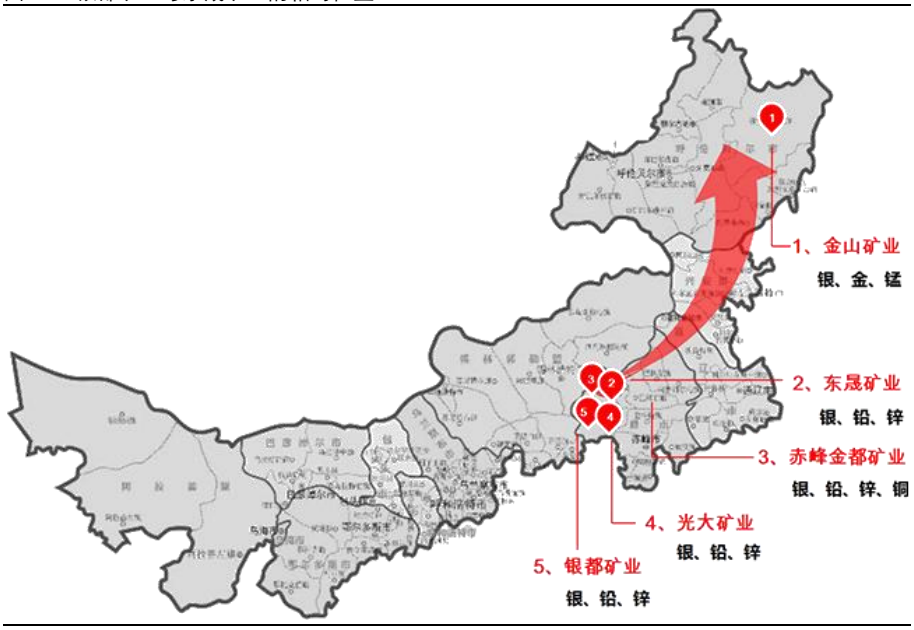
图 15：盛达资源各矿山银金属平均品位（克/吨）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

东晟矿业可直接利用银都矿业剩余产能，这一联动将进一步提升公司的整体生产经营效率。东晟矿业位于内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗巴彦查干苏木，地理位置靠近银都矿业，东晟矿业建设投产后将与银都矿业签署委托加工协议，由银都矿业加工后进行销售。银都矿业是国内上市公司毛利率较高的矿山之一，业绩表现优异，近年来持续为公司贡献利润，未来东晟投产将借助银都产能优势，快速为公司创造经济效益。

图 16：银都矿业与东晟矿业的相对位置



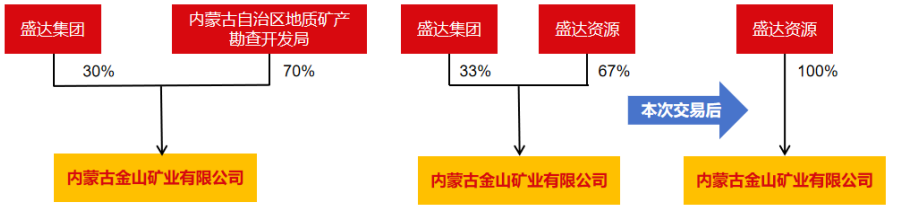
资料来源：盛达资源官网，长江证券研究所

拓新：金山矿全资收购

盛达资源近期宣布拟完成对金山矿业的全资收购。自 2018 年起，盛达资源便已持有金山矿业 67%的股权，初步实现了对其的控制。2024 年 11 月 12 日，公司宣布以 6.138

亿元拟收购金山矿业剩余 33%的股权，使其成为公司的全资子公司。收购完成后，对金山矿业的权益量增厚将使得公司利润进一步增长。在其他假设条件不变的情况下，预计公司 2025 年和 2026 年预测归母净利润将分别增加至 6.46 亿元和 10.69 亿元，较收购前的预期分别有 2.01%和 0.92%的增长变化。

图 17：金山矿业收购流程



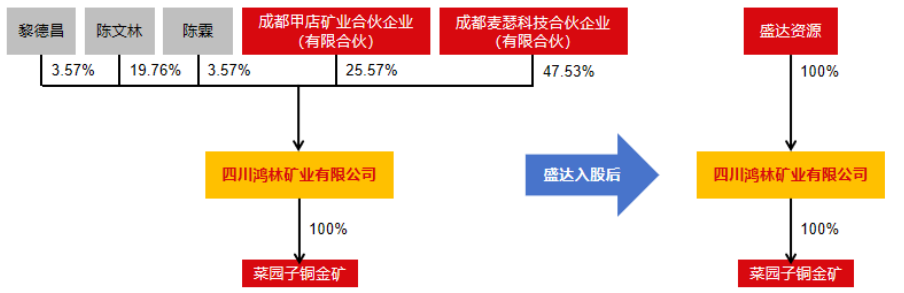
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

这一收购举措不仅有助于实现更加高效的资源整合与管理优化，还意味着公司在向着更深入的贵金属领域战略布局踏实前行。通过全资控股金山矿业，盛达资源能够更有效地协调供应链，提升整体成本控制能力；整合后的管理架构也有助于提高决策效率与执行力，能够提升金山矿业整体业务的响应速度和市场适应能力。更为重要的是，金山矿业作为优质的银矿资源基地，与盛达资源“做大做强贵金属”的发展目标高度契合，故此次收购也意味着公司继续将聚焦贵金属作为决策指引，致力于巩固其“白银龙头”的地位，进一步强化了公司在白银领域乃至贵金属领域的市场话语权。

拓新：菜园子金矿收购

盛达资源分两个阶段对菜园子铜金矿进行收购。2023 年 11 月，盛达资源通过收购四川鸿林矿业有限公司 53%股权，初步掌握菜园子铜金矿的部分控制权。2024 年 10 月 21 日，公司停牌，随后宣布拟以 3.6 亿元收购鸿林矿业剩余 47%股权，实现对菜园子铜金矿的 100%控股。

图 18：2024 年 10 月盛达资源拟收购四川鸿林矿业有限公司全部股权



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

本轮降息周期中，收购菜园子铜金矿的性价比极高。菜园子铜金矿的性价比倍数高达 16.7x，优于其他中小矿脉（资源量小于 200 吨），逊于具有规模效应的大型矿脉。同时该收购事件也是本轮降息周期启动初期少数成功的案例。

注：为了去除横向对比时，因收购金价不同带来的影响，本文引入性价比倍数 x。将矿的资源量按收购时的金价计算出公允价值，再除以收购对价，即得性价比倍数 x，表示每元收购款所对应的矿产价值。菜园子铜金矿性价比倍数考虑了铜资源量，使用加权平均计算两次收购后的总公允价值。

表 2：同期金矿收购事件横向对比

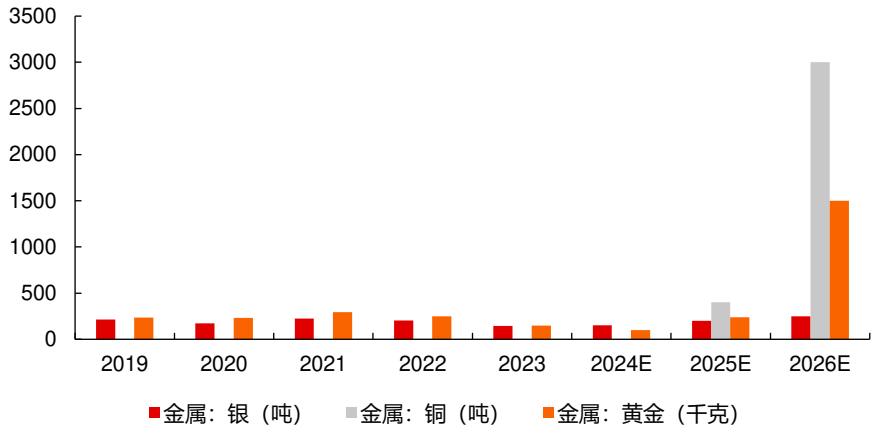
收购主体	对应资源	对价（亿元）	资源量（吨）	收购日期	公允价值（亿元）	性价比倍数 x
盛达资源	菜园子铜金矿	6.6	17	2024/10	110	16.7
紫金矿业	AKYEM 金矿	70.7	89	2024/10	523	7.4
紫金矿业	所罗门群岛金岭矿	12.5	108	2024/09	98.8	7.9
山东黄金	柳行金矿	4.2	8	2023/08	35.8	8.5
山东黄金	新疆金川金矿	24.0	46	2021/01	178.8	7.5
山东黄金	Namdini	27	217	2021/03	710.6	26.3
山东黄金	西岭金矿	103.3	592	2024/01	2834.9	27.4
山东黄金	天承矿业、山东地矿	71.3	430	2021/08	1624.7	22.8
山金国际	芒市金矿	10.4	70.7	2021/09	158.9	15.3
招金矿业	阿布贾金矿	36.0	119	2024/04	576.1	16.0
招金矿业	海域金矿	35.4	470	2021/07	1138.8	32.2

资料来源：Wind，长江证券研究所

从产量端来看，菜园子铜金矿将为盛达资源带来显著增量。该矿拥有 17.049 吨金资源，平均品位 2.82 克/吨，年规划开采量为 39.6 万吨，推测黄金年产量 1-1.5 吨；铜资源量为 29,015 吨，平均品位 0.48%，推测铜年产量 3000 吨。

针对菜园子铜金矿我们给予以下 4 种假设，并测算对应情景下，该矿未来四年的产量和利润贡献占比。**1）价格假设：**金价在 2024-2026 年维持在 2600 美元/盎司，铜价维持在 62000 元/吨（对标中金黄金矿产铜销售价格：矿产铜=0.88*电解铜）；**2）产量假设：**菜园子铜金矿于 2025 年三季度投产，2024-2026 年矿产金产能释放节奏为 0/0.2/1.25 吨/年，矿产铜产能释放节奏为 0/400/3000 吨/年，2024-2026 年，白银产量为 150/200/250 吨；**3）成本假设：**矿产金成本维持在 250 元/克（对标四川黄金），矿产铜成本维持在 30000 元/吨；**4）费用假设：**公司 2024-2027 年费用率保持不变。

图 19：盛达资源产量预测（吨；吨；千克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

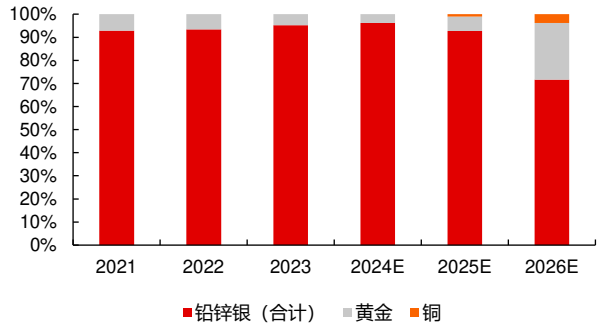
表 3：菜园子铜金矿产量及盈利预测

菜园子铜金矿	单位	2024E	2025E	2026E
总归母净利润	**亿元**	**3.8**	**4.7**	**8.3**
菜园子铜金矿贡献值	亿元	0	0.6	3.7
贡献占比	%	0%	12.24%	44.59%
矿山产铜				
毛利润贡献	**亿元**	**0**	**0.1**	**1.0**
权益量	吨	0	400	3000
销售价	元/吨	62000	62000	62000
成本价	元/吨	30000	30000	30000
矿山产金				
毛利润贡献	**亿元**	**0**	**0.7**	**4.3**
权益量	吨	0	0.2	1.25
销售价	元/克	665	665	665
成本价	元/克	250	250	250
费用及其他	**亿元**	**0**	**0.4**	**2.4**

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

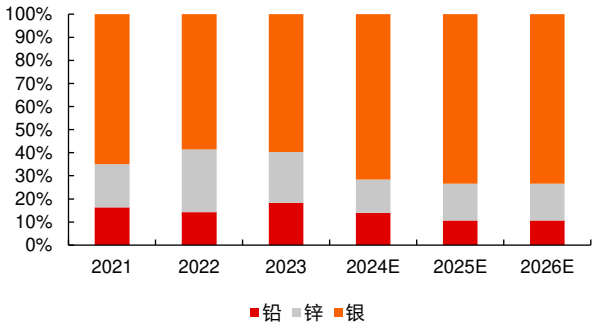
结合产量预计和其他综合假设，菜园子铜金矿的并入预计将为公司业绩增长持续供能。预计未来满产后，公司黄金业务毛利占比可达 24%，2024-2026 年，菜园子铜金矿或为公司带来 0/0.5/3 亿元的归母净利润，占总归母净利润的 0/9.9/36.4%，增量可观。

图 20：盛达资源铅锌银（合计）、黄金、铜毛利结构预测（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：盛达资源铅、锌、银毛利结构预测（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

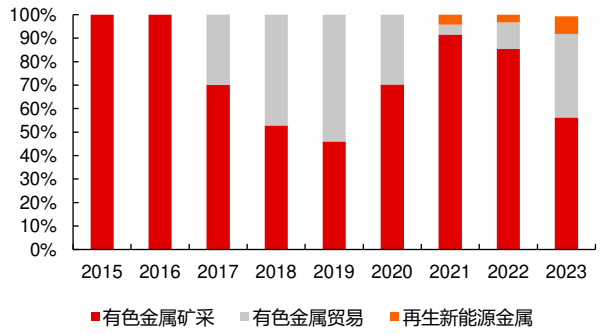
针对黄金价格，我们给予不同的情景假设，分别测算当前价格下菜园子铜金矿的归母净利润贡献值。

表 4：菜园子铜金矿弹性测算

业绩测算（亿元）	亿元	2025E	2026E	2027E
金价假设(美元/盎司)	2400	0.4	2.6	3.1
	2500	0.4	2.9	3.3
	2600	0.5	3.1	3.6
	2700	0.5	3.3	3.9
	2800	0.5	3.5	4.1
	2900	0.6	3.7	4.4
	3000	0.6	4.0	4.6

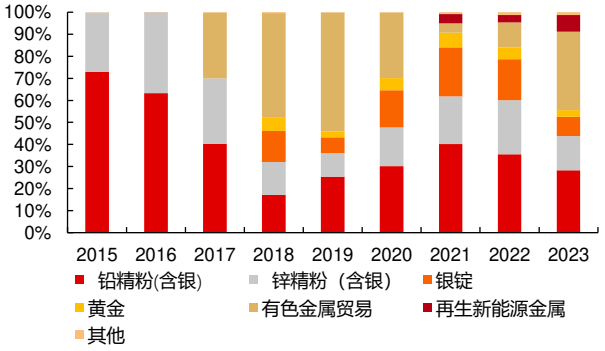
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：盛达资源营业收入分行业占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：盛达资源营业收入分产品占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

菜园子铜金矿意味着盛达资源首次将黄金融入自身的贵金属业务，体现出新任管理层的战略新聚焦。由于白银受困于贵金属/工业金属的双重属性，铸就了其强波动、难择时的特性。这也使市场无法给予盛达资源与黄金板块相同的市盈率，加上过去臃肿的收入结

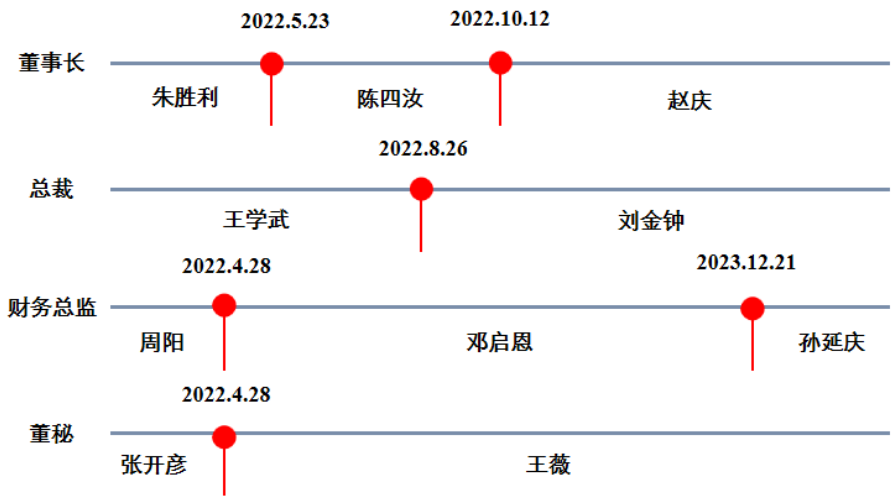
构，共同导致盛达资源过去的估值长期受到压制。赵庆董事长和全新的高管团队正在加速专业化转型与体制优化，战略上从“原生矿产资源+城市矿山资源”进一步聚焦至“做大做强贵金属、加速新能源布局”。本次收购菜园子铜金矿是新任管理层变革到输出的第一步，为公司带来了金/铜矿资源储备，落实了公司贵金属属性。

为何再度推荐？管理层更替视角看盛达两年变迁

对于近两年公司扰动不断但又频繁布局间的矛盾，**我们认为应以自上而下视角理解其背后蕴含的趋势变化——新旧管理层战略代际切换，战略从“加法扩张”到“减法聚焦”的经营迭代**：1）**上任管理层/旧战略聚焦多元化**，加法扩张体现在，资源端不局限于贵金属（收购铅锌矿贵州鼎盛鑫），同时矿山业务与新能源业务并进（金业环保），但周期错配致战略重心失焦，从结果看是资源分散与企业增负；2）**新管理层/新战略聚焦贵金属**，减法聚焦落地至战术以“止血、换血、造血”三步重构逻辑：止血（终止低效并购、主力矿技改释放产能潜力），换血（收缩冗余业务线、回笼资金聚焦主业），造血（收购菜园子金矿夯实贵金属属性、加速银矿投产与全控股）。我们认为**近两年公司业绩市值困顿背后，实质是新旧动能切换在产业端所必经的过渡期**

2022 年，公司管理层进行了重要调整，原副董事长赵庆先生升任董事长，刘金钟先生接任总裁，王薇女士与邓启恩先生分别担任副总裁、董事会秘书和财务总监，2023 年年末，孙延庆先生接任财务总监。赵庆先生在盛达集团拥有近 15 年矿业生产管理经验，为公司管理带来深厚的行业见解。总经理刘金钟先生毕业于中国地质大学，曾任职于国际矿产能源咨询公司 SRK，担任地质咨询师，积累了丰富的矿产勘探、项目投资与运营经验。

图 24：管理层更换情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

上轮管理层/旧战略：加法扩张，多元化

上任管理层的战略可以概括为多元化和多金属一齐发力，在多元化战略的指引下进军新能源产业板块，基于多金属战略意图收购贵州鼎盛鑫。然而这些战略的推进受到了各方面的阻力。对于新能源板块，受到整个行业环境的影响，金业环保主攻的新能源产业链一直处于亏损状态。对于贵州鼎盛鑫的收并购，也因为被收购方的消极配合，未在规定时间内完成相关的审批手续而没有成功推进，期间 6 亿元的资金占用对盛达资源的日常经营带来了一定压力。

图 25：上任管理层战略

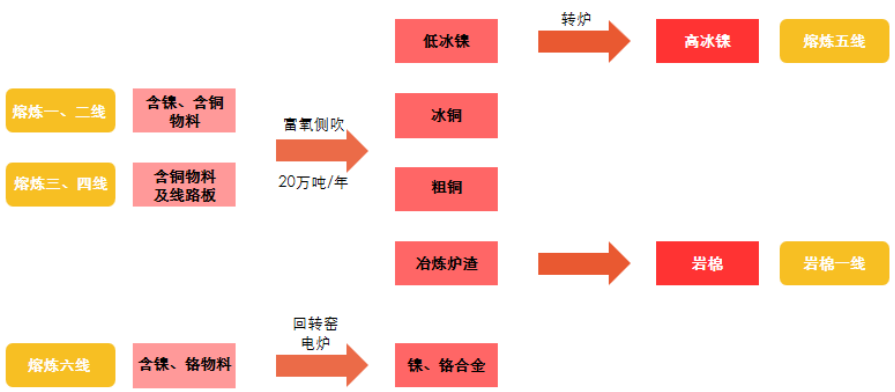
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

多元化：环保业务

盛达资源基于多元化战略切入新能源产业，寄望借城市矿山资源与金业环保的协同实现新能源金属产业链闭环。然而，同时叠加行业向下与上游资源竞争激烈这两个不利因素，最终突围未成。

上任管理层对新能源产业链赋予高预期，试图通过多元化战略开拓盛达资源的新业务版图。当时新能源行业位于上升周期，上任管理层预计电池级硫酸镍和电解铜等高价值产品市场前景广阔，城市矿山资源也正处于未开发完全的阶段，故将新能源归入了公司的整体产业链布局。在将“城市矿山资源”纳入战略考虑的背景下，公司注意到金业环保相对成熟的固危废资源化利用体系，故从 2019 年对金业环保进行第一次增资，以求实现以电池级硫酸镍作为核心业务的利润新增长。截至目前盛达资源对金业环保的持股占比达到 58.12%。

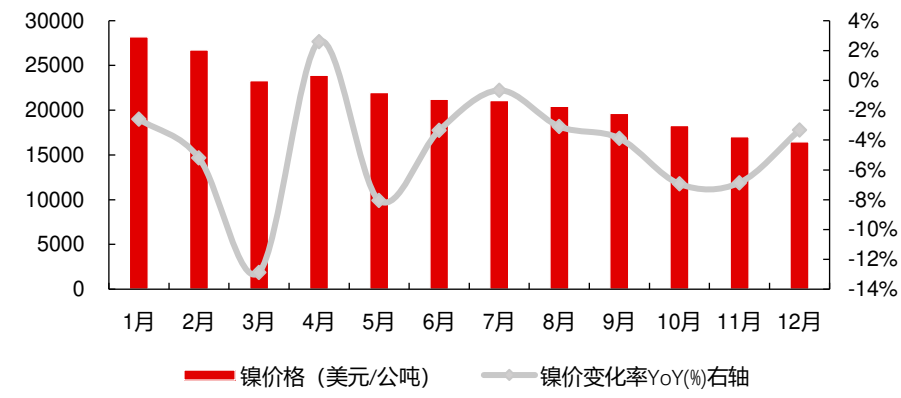
图 26：金业环保一期项目



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

新能源行业周期下行加之上游资源抢夺激烈，金业环保最终并未突围。收购金业环保后，新能源行业发展势头不如从前。2023 全球主要经济体增速放缓，制造业需求疲软，加之镍的供应量不断增加，供需关系的不平衡促使 2023 年镍金属价格持续向下，对金业环保的销售端造成压力。同时期竞争者也纷纷进入城市矿山，上游资源抢夺激烈。目前资源综合利用行业市场已接近饱和，金业环保对于原材料的收储难度大幅提升，长期处于未满负荷生产状态。在上下游不利因素的双重挤压下，金业环保始终未完成突围。

图 27：2023 年镍价变化情况（美元/公吨；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

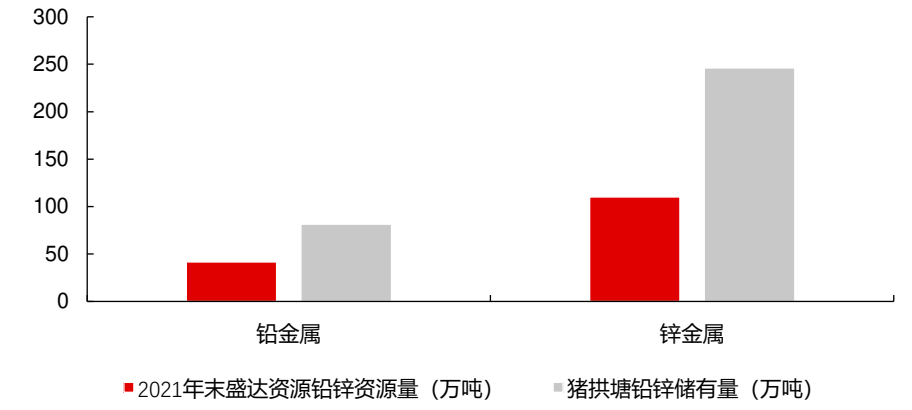
多元化：金属战略

上任管理层实施的多金属战略削弱了公司对专一化业务结构的把控，铅锌矿收购进展缓慢，最终未能达成收购目标，多金属战略拓展暂时成果未现。

多金属战略使公司放松了对业务结构的把控，贵州鼎盛鑫携丰富铅锌资源进入收购视野。上任管理层将收并购战略描述为持续收购优质矿山而非强调贵金属，所以选择在多金属战略的引导下选择扩张铅、锌版图。在此背景下，贵州鼎盛鑫矿业下的猪拱塘这一铅、锌资源禀赋的矿山吸引了管理层的目光。猪拱塘共储有锌金属 246.06 万吨，铅金属

81.38 万吨，品位分别为 6.74%和 2.23%，以 2021 年为基，收购猪拱塘后会预计为盛达资源的铅、锌分别带来 95%、124%的资源增量。故管理层期望新收购的铅锌矿能基于储量和品位的双重优势对盛达资源的铅、锌产量带来跃升。此外，根据盛达资源 21 年底公布的重组预案，交易赫章鼎盛鑫 100%股权预估值为 55 亿元，据此计算，贵州鼎盛鑫 100%股权预估值为 44 亿元，标的资产拟作价 31.90 亿元。

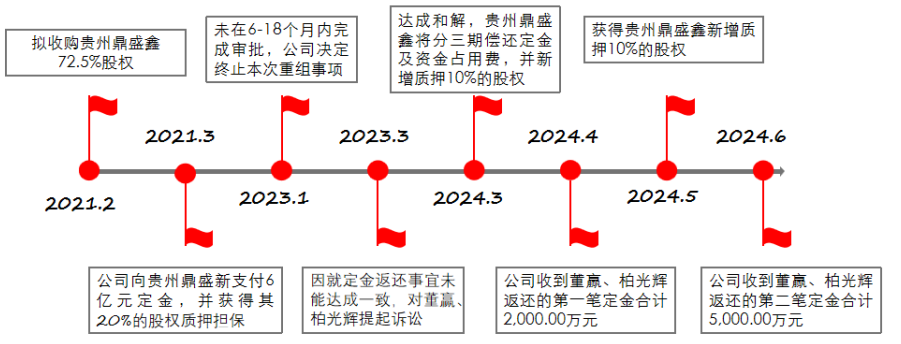
图 28：2021 年末盛达资源铅锌资源量以及猪拱塘铅锌储有量对比（万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

然而对贵州鼎盛鑫的收购迟迟未果，其对资本金占用反而成了公司的负担。盛达资源于 2021 年决定收购贵州鼎盛鑫 72.5%的股权，并于 2021 年向贵州鼎盛鑫支付了 6 亿元现金，然而因在接近两年的时间内仍未完成相关审批手续，盛达资源在 2023 年 1 月决定终止本次重组。后续因双方就定金返还未达成一致，盛达资源对其提起诉讼，目前已收到 8000 万元偿还金，目前共持有其 30%股权质押。可见盛达资源此次对贵州鼎盛鑫的收购交易进展不尽如人意，除了未能达到铅锌增储的目标，长期的资本金占用也对盛达资源的日常经营产生了一定的负面影响，拖累了公司的整体运营效率。

图 29：贵州猪拱塘收购进展

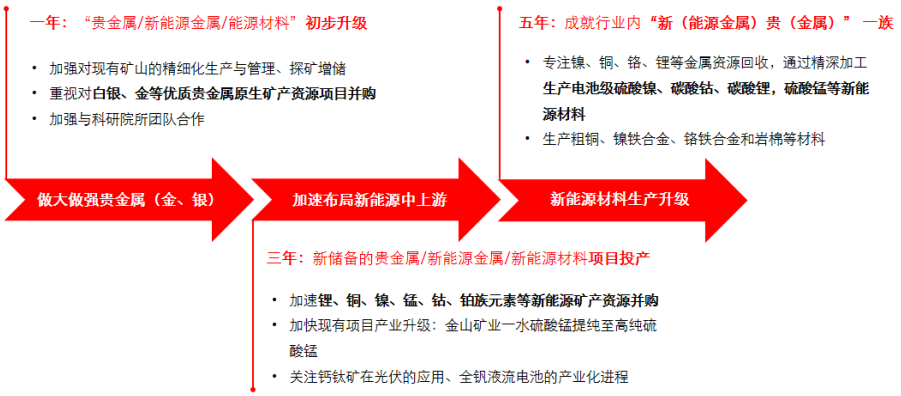


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

本轮管理层/新战略：减法聚焦，坚守贵金属

新任管理层的第一阶段战略主要聚焦在做大做强贵金属（金、银）上，提出第一年完成“贵金属/新能源金属/能源材料”的初步升级。

图 30：新任管理层战略



资料来源：Wind，长江证券研究所

聚集矿业，聚焦贵金属。

为实现战略目标，在 2023 年，公司在转向专一化的大方向下，进行了加速扩张。新任管理层的本轮战略核心聚集在贵金属，从之前的专精到多元，转向了专金。过去盛达资源凭借 60%银业务毛利占比问鼎 A 股，成为白银龙头，自 2017 年开始，有色金属贸易稀释了公司白银业务占比，公司转舵向新能源，逐渐丧失了其贵金属的市场地位。而新任管理层上任后，首次将黄金纳入了公司版图，成功收购菜园子铜金矿，意图用黄金较强的市场需求和稳定的价格表现的特性，弥补白银强波动、难择时的弱点，同时持续大力推动待产银矿的建设，以求最终实现金银双驱的业务增长模式。

而公司的加速扩张，既体现在对已有矿山的精细化管理上，还体现在对优质矿产资源的加速收并购。公司在 2023 年加强了对现有矿山的精细化生产与管理，推进了探矿增储，对金业环保强化管理，对东晟矿业建设流程全力推进；同时公司还分别对金山矿业、银都矿业、光大矿业和德运矿业持续进行探储增储，预计于明年对东晟矿业也启动探矿权的工作，另外公司还于近期公告将收购金山矿业剩余 33%股份，对其达到 100%控股，以更好实现资源整合，提高管理效能。同时，公司精准把控优质矿产企业，于 2023 年通过 53%的持股比例成功实现了对菜园子铜金矿的初步控制，未来还将进一步实现 100%控股。

新任管理层上任后，针对以上问题快出做出决策反应，对过去的扰动和问题进行了系统性处理。对于金业环保的长期拖累，新任管理层以降低成本为最终目的进行了一系列稳准狠的举措。在生产端，新任管理层着力优化生产系统，狠抓现场管理，在原料端，分别通过多渠道渗透原材料收储区域拓宽领域，通过与重要客户开展深度合作减少中间商和转移环节。虽然至 2023 年末，金业环保还未实现期待已久的正收益，但在 2023 年镍价全面下跌，上游市场竞争加剧带来的巨大挑战下，金业环保的营收规模同比增长了

198%，净利润也在向好发展，这是新任管理层上任带来的难能可贵的成绩。对于久九未有成果的贵州鼎盛鑫收购项目，新任管理层上任后也果断决策，终止了本次交易，并且积极推动终止收购后续的诉讼事宜，逐笔追回部分偿还金，获得了共计 30%的股份质押，即将彻底结束贵州鼎盛鑫收购的遗留问题。

除了快刀斩乱麻解决上任管理层留下的一些难题，新任管理层也制定了新的战略规划。在战略方向上，新任管理层延续了上任管理层对于贵金属和新能源的看好，整个五年计划仍围绕贵金属和新能源金属/材料展开。不同的是新任管理层施行了分阶段战略，首先集中资源在关键领域和核心问题上，再逐步计划向深度推进。基于新的战略规划，新任管理层上任后，全力推动了自收购近 7 年都没有投产的东晟矿业的报建手续以及基础建设，目前已于 2024 年 8 月 20 日正式开工。并且为解决金山矿业矿山的品位波动问题，公司也高效地开展了技术改造项目，已于 2024 年全面完成；为进一步增厚银资源量权益量并通过业务整合提高运营效能，近期公司还宣布拟收购金山矿业剩余 33%股权。此外，本次收购菜园子铜金矿是新任管理层变革到输出的第一步，为公司提高了金/铜矿的资源储备水平，落实了公司贵金属属性。

附录：分公司介绍

银都矿业

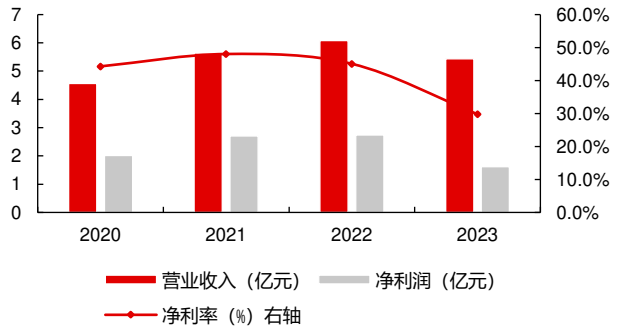
银都矿业位于内蒙古自治区巴彦高勒苏木拜仁达坝，是中国北方规模最大的有色金属矿床，矿产资源丰富，主要有价元素为银、铅、锌等。银都矿业拥有的拜仁达坝银多金属矿，资源品位高、储量丰富、服务年限长，是国内上市公司中毛利率较高的矿山之一。2023 年银都矿业营收规模 5.44 亿元，占公司营收 24.1%，净利润 1.62 亿元，占公司净利润 79.4%，净利率为 29.8%。

表 5：银都矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末）

	资源量（吨）	权益量（吨）	品位（克/吨，%）
银	1146	722	259.97
铅	110466	69550	3.35%
锌	204789	128935	5.79%

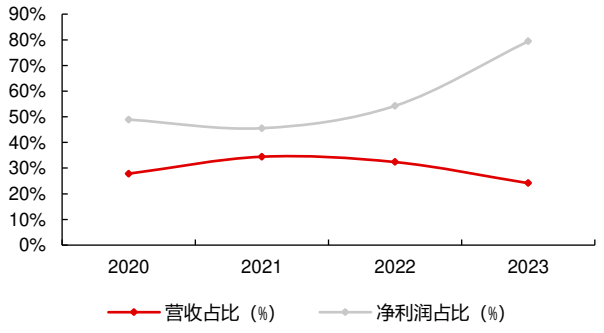
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：银都矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：银都矿业营业收入占比及净利润占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

光大矿业

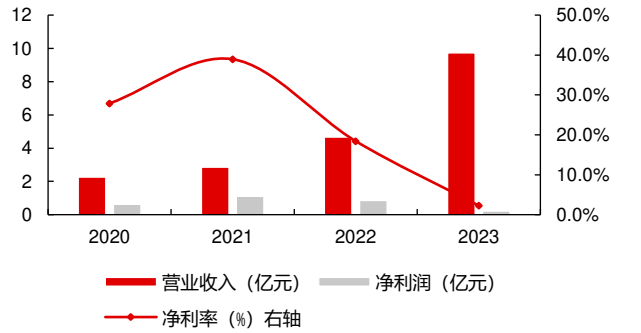
光大矿业位于克什克腾旗，主要致力于有色金属矿产的勘查与开发，现有采矿权、探矿权矿山各一处，年采选达 30 万吨。2023 年光大矿业营收规模 9.73 亿元，占公司营收 43.2%，净利润 0.22 亿元，占公司净利润 10.8%，净利率为 2.3%。

表 6：光大矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末）

	资源量（吨）	权益量（吨）	品位（克/吨，%）
共生银	366	366	163.9
伴生银	63	63	32.66
铅	67957	67957	1.64%
锌	143045	143045	3.45%

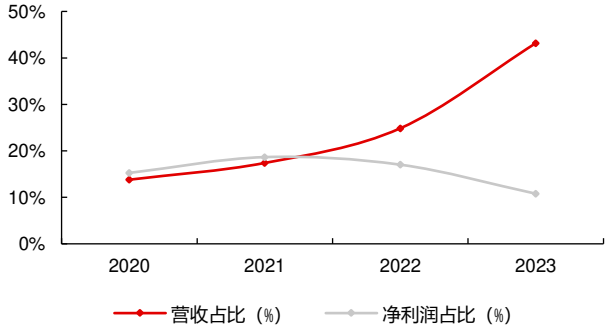
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：光大矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：光大矿业营业收入占比及净利润占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

金都矿业

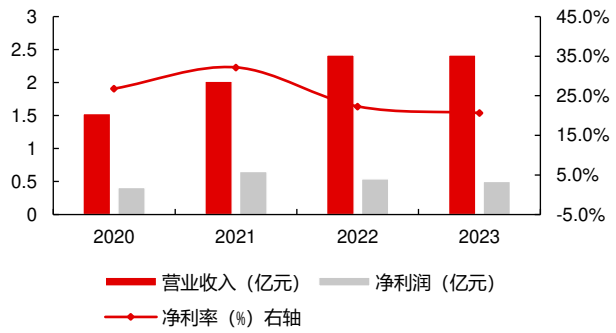
金都矿业位于克什克腾旗，有丰富的银、铅、锌矿产资源,其中十地矿区银铅锌矿保有矿石量共 574.9 万吨。2023 年金都矿业营收规模 2.42 亿元，占公司营收 10.7%，净利润 0.5 亿元，占公司净利润 24.5%，净利率为 20.7%。

表 7：金都矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末）

	资源量（吨）	权益量（吨）	品位（克/吨，%）
银	660	660	265.57
伴生银	35	35	10.82
铅	95640	95640	1.66%
锌	99888	99888	1.74%

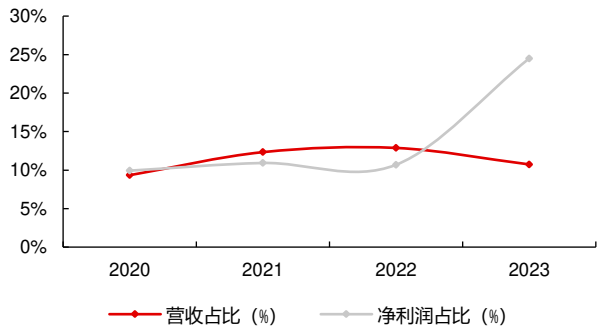
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：金都矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：金都矿业营业收入占比及净利润占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

金山矿业

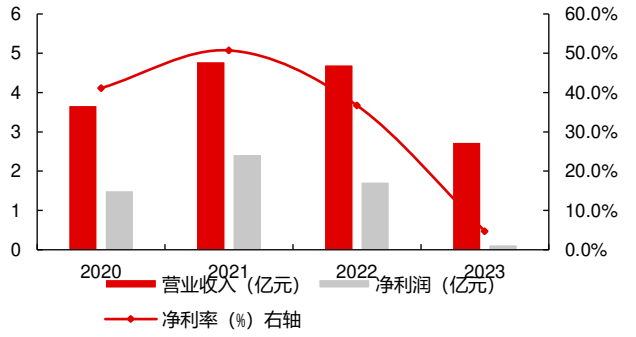
金山矿业拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，资源开发前景广阔，特别是银、锰资源储量丰富。2023 年金山矿业营收规模 2.74 亿元，占公司营收 12.2%，净利润 0.13 亿元，占公司净利润 6.4%，净利率为 4.7%。

表 8：金山矿业主要元素资源量和品位（截至 2023 年末）

	资源量（吨）	权益量（吨）	品位（克/吨，%）
银	3144	2107	209.79
金	9.34	6.26	0.62
锰	361301	242071	2.41%

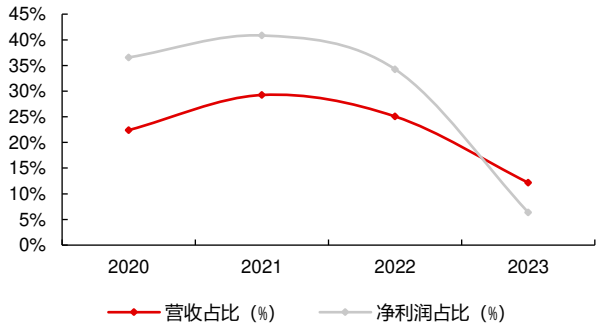
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：金山矿业营业收入、净利润及净利率（亿元；亿元；%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：金山矿业营业收入占比及净利润占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、白银、黄金、铅、锌价格大幅波动风险。公司主要产品包括白银、铅、锌，且菜园子铜金矿投产后，黄金也将成为公司的重要产品，公司的收入和盈利水平直接受到以上金属价格波动的影响。同时，银、金、铅、锌价格均受市场供求关系、宏观经济环境、突发性地缘政治事件、美元表现等多重因素影响，公司作为价格接受者，需要承担金属价格波动带来的风险。若持续下降，公司生产效益受损，经营业绩将受较大负面影响。

2、项目建设不及预期风险。为了提升公司产量与储量、增强长期竞争力，公司目前正在进行多个产能扩建项目以及菜园子铜金矿基建项目。矿产工程项目通常具有较大的投资规模和较长的建设周期，且受到地质条件、物流水平、政策环境以及员工积极性等多方面因素的影响。假期耽误施工进度、地质变化导致矿石品位下降等情形都可能导致项目竣工时间推迟。如项目建设进展未达预期，可能对公司经营效益形成扰动。

3、安全生产风险。公司主要从事矿产开采、选冶及加工业务，生产过程中涉及使用炸药、浓硫酸等高风险物品，存在发生安全事故的潜在风险。此外，矿产从露天开采转为地下开采时，地下井巷作业的风险系数较高。尽管矿产公司将按规定制定完善的安全生产管理制度、作业标准及岗位操作规程，做好一系列防范措施，但仍存在安全风险发生的可能。若发生安全事故，将对公司生产经营产生不利影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计全球央行购金需求稳定，金价中枢抬升，银价同时受到金价支撑和全球工业生产走强提振，且公司业务有望保持相对快速增长。公司所拥有的矿产资源地质储量规模大且品位高，特别是经评审备案的白银资源储量（金属量）接近万吨，资源优势明显。公司主力矿山均在进行增储扩产探矿工作，预计未来产能规模扩张，生产能力提升。基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 21.9 亿元、30.92 亿元、46.39 亿元，同比分别+9.9%、+41.2%、+50%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.75 亿元、6.46 亿元、10.69 亿元，同比增速分别为 156%、72.3%、65.5%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期等。极端悲观假设下，若美元大幅走强，全球工业发展速度放缓，白银价格不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑。假设极端悲观情况下，2025、2026 年公司营业收入同比增速分别降低至 27.8%和 35.71%，毛利率分别降低至 51.61%和 47.82%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 41%和 32%。

表 9：公司收入和利润敏感性分析（亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.9	30.92	46.39	21.9	28	38
——YoY	9.9%	41.2%	50%	9.9%	27.8%	35.71%
毛利率	49.54%	56.18%	57.25%	49.54%	51.61%	47.82%
归母净利润	3.75	6.46	10.69	3.75	5.3	7
——YoY	156%	72.3%	65.5%	156%	41%	32%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**23**	**22**	**31**	**46**
营业成本	15	11	14	20
毛利	**7**	**11**	**17**	**27**
%营业收入	32%	48%	56%	57%
营业税金及附加	2	2	2	4
%营业收入	7%	8%	8%	8%
销售费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	3	3	4	6
%营业收入	11%	12%	12%	12%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	1	0	0	0
%营业收入	3%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	1
营业利润	**2**	**7**	**11**	**18**
%营业收入	11%	30%	37%	39%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	**3**	**7**	**11**	**18**
%营业收入	11%	30%	37%	39%
所得税费用	1	1	2	4
净利润	2	5	9	15
归属于母公司所有者的净利润	**1**	**3.7**	**6.6**	**10**
少数股东损益	1	2	3	4
EPS（元）	**0.21**	**0.54**	**0.96**	**1.51**

现金流量表（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	**3**	**4**	**7**	**11**
取得投资收益收回现金	0	1	0	1
长期股权投资	0	0	0	0
资本性支出	-3	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-3**	**1**	**1**	**1**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	14	0	0	0
筹资成本	-2	-1	-2	-4
其他	-10	1	0	0
筹资活动现金流净额	**2**	**0**	**-2**	**-4**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**2**	**4**	**5**	**9**

资产负债表（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4	8	13	22
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款	0	0	1	1
存货	2	2	3	4
预付账款	0	0	0	0
其他流动资产	7	7	9	14
流动资产合计	**18**	**22**	**30**	**45**
长期股权投资	7	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	19	19	19	19
无形资产	13	13	13	13
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	8	7	7	7
资产总计	**65**	**69**	**77**	**92**
短期贷款	8	8	8	8
应付款项	5	3	4	6
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0
应交税费	1	1	1	2
其他流动负债	6	6	7	8
流动负债合计	**18**	**18**	**20**	**24**
长期借款	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	**26**	**26**	**28**	**32**
归属于母公司所有者权益	31	33	38	44
少数股东权益	8	9	12	16
股东权益	**39**	**43**	**50**	**60**
负债及股东权益	**65**	**69**	**77**	**92**

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.21	0.54	0.96	1.51
每股经营现金流	0.46	0.53	1.00	1.61
市盈率	52.62	29.34	16.55	10.51
市净率	2.44	3.29	2.91	2.47
EV/EBITDA	16.76	17.20	9.48	5.48
总资产收益率	3.4%	7.8%	12.5%	17.2%
净资产收益率	4.7%	11.2%	17.6%	23.5%
净利率	6.6%	17.1%	21.4%	22.5%
资产负债率	40.3%	38.2%	35.9%	34.5%
总资产周转率	0.38	0.33	0.42	0.55

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。