

白银龙头增量明确，切入黄金提升估值

2025 年 3 月 28 日

核心观点

- 资源禀赋优质的白银龙头：**公司保有银资源量 7231 吨，年采选能力 198 万吨（至 2023 年末）。银矿资源主要集中在内蒙古中东部，该地区是我国北方重要银、铜、铅锌多金属成矿区。公司银资源禀赋优质、品位高，旗下 6 座银矿中有 4 座矿山主矿的银平均品位在 200 克/吨以上，高品位银矿资源占比超七成。
- 金山矿业技改完成、持股增至 100%，菜园子铜金矿投产在即，2025 年银、金产量全面提升：**金山矿业是公司主力矿山之一，为了适应开采深度增加带来的氧化矿向原生矿过度，2023 年 10 月开始技改，导致 2023 年公司银、金产量下降 29%、41%，拖累业绩下滑 59%。2024 年 9 月金山矿业技改完成，11 月公司增持股权至 100%，预计将使公司 2025 年白银产量增加，修复公司业绩。此外，鸿林矿业菜园子铜金矿预计将于 2025Q3 投产，且公司拟定增收购剩余股权至 100%持股，也将在 2025 年为公司贡献黄金增量。
- 内生+外延，白银+黄金，贵金属升级战略增量路径明晰，业绩与估值有望上至新台阶：**公司新一届管理团队切实落地 2023-2027 五年三步走的战略规划，未来几年银、金量增路径明晰。外延方面，2023 年并购鸿林矿业获得菜园子铜金矿 53%股权，2024 年收购金山矿业剩余 33%股权，并拟定增与募集配套资金收购鸿林矿业剩余 47%股权。内生方面，主力矿山银都矿业整合北矿区 1.43 平方公里探矿权（保有银资源量 219 吨）已于 2024 年 8 月通过资源储量合并的评审备案；金山矿业于 2025 年 1 月增储银金属量 609 吨。2025 年菜园子预计投产，2026 年东晟预计投产，远期德运矿业储备资源，将为公司未来成长持续提供动能。
- 金价中期上涨逻辑仍将演绎，供需缺口叠加金银比高位支撑银价：**美联储开启降息后全球黄金 ETF 基金对黄金的增持，地缘冲突与潜在贸易战将使全球央行继续增加黄金配置，美国政府债务扩张引发信用贬值对冲交易，特朗普 2.0 政策或将进一步推动金价上涨，金价中期上涨逻辑仍将演绎。光伏产业快速发展拉动白银工业需求提升，当前金银比处于较高位置，供需缺口的支撑下金银比有望回调，银价具备较强支撑。
- 投资建议：**公司是国内白银龙头企业，白银资源禀赋优质；并购菜园子铜金矿向黄金行业进一步延伸。伴随主力矿山金山矿业技改完成以及后续东晟、德运矿业的投产，公司白银产量有望显著修复与增长；并购菜园子铜金矿预计 2025 年中投产，将带动黄金产量大幅提升。美联储宽松政策下贵金属牛市有望延续，公司金、银产量大幅提升将助推公司业绩迎大幅抬升至新高度。公司由传统银铅锌业务向黄金行业延伸，增强贵金属属性，估值有望抬升。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.74/6.06/9.84 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 为 0.54/0.8/1.3（考虑增发对 EPS 的摊薄影响），对应 PE 各为 28/19/12x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**美联储降息不及预期的风险；公司白银、黄金产量不及预期的风险；贵金属价格大幅下跌的风险；全球地缘冲突回落导致的利空金价的风险。

盛达资源（股票代码：000603.SZ）

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

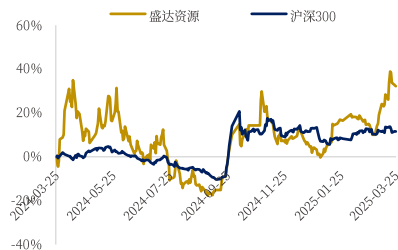
分析师登记编码：S0130522040004

市场数据

2025-3-27

股票代码	000603
A 股收盘价(元)	15.4
上证指数	3373.75
总股本（万股）	68997
实际流通 A 股(万股)	66672
流通 A 股市值(亿元)	105

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	22.54	23.52	30.72	41.69
收入增长率%	19.92	4.37	30.60	35.73
归母净利润 (亿元)	1.48	3.74	6.06	9.84
利润增速%	-59.41	152.51	62.29	62.23
毛利率%	31.96	44.00	49.84	55.72
摊薄 EPS(元)	0.21	0.54	0.80	1.30
PE	71.80	28.00	19.00	12.00
PB	3.40	3.19	2.66	2.32
PS	4.72	4.52	3.46	2.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、国内白银龙头，冉冉升起的黄金新星	4
(一) 国内白银龙头，持续扩张贵金属资源	4
(二) 过往业绩波动因素基本消除，产量回升可期	6
二、在产矿山禀赋优质，贵金属资源储备丰富	8
(一) 白银资源优质，高品位矿石占比可观	8
(二) 银都矿业：主力矿山，北部矿区整合提升产量	9
(三) 金山矿业：技改完成产量有望回升，持股比例提升至 100%	10
(四) 光大矿业：2024 年白银品位有所修复	11
(五) 金都矿业：白银品位较高，经营稳健	12
(六) 东晟矿业：高品位优质银矿，为银都矿业补充资源	12
(七) 鸿林矿业：向黄金延伸，持股比例将增至 100%	13
(八) 德运矿业：储备资源，积极推进开发建设	13
三、行业：贵金属牛市在途	14
(一) 黄金：金价中期上涨逻辑仍将演绎，政策风险提升黄金投资需求	14
(二) 白银：供需缺口持续，金银比有望回调	22
四、内生+外延，白银+黄金，公司成长动能持续	28
(一) 金山技改完成，产量提升+100%持股，带动业绩修复	28
(二) 鸿林矿业 2025 年投产，切入黄金赛道，估值有望提升	29
(三) 储备银矿资源接续性好，业绩增长可延续	30
(四) 专业管理团队领导战略规划切实落地，股权激励保障长期发展	30
五、盈利预测与估值	31
(一) 盈利预测	31
(二) 估值与投资建议	32
六、风险提示	33

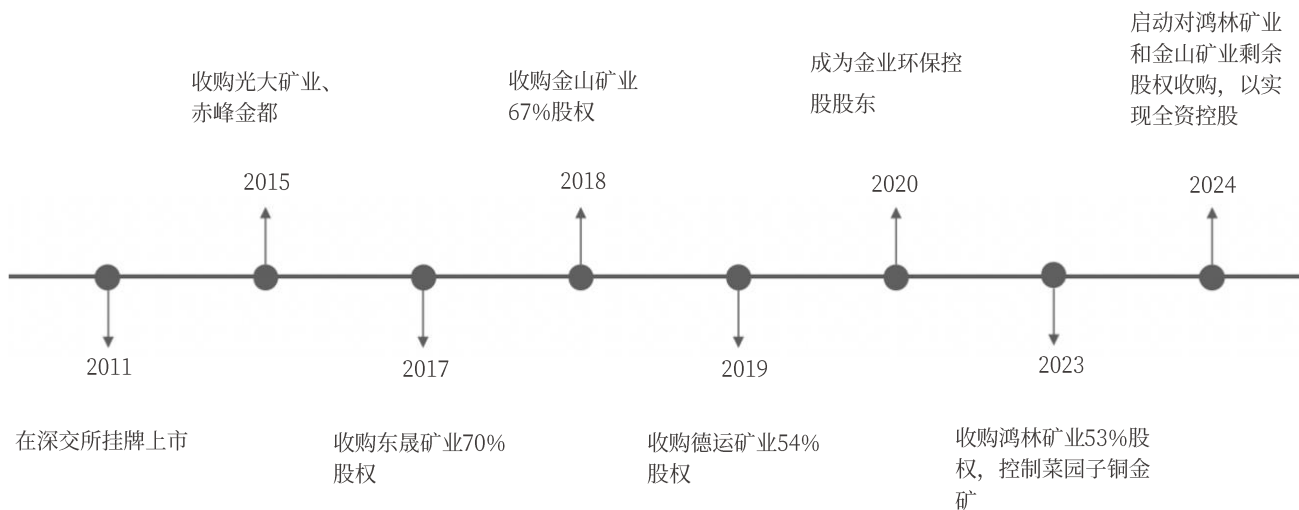
一、国内白银龙头，冉冉升起的黄金新星

（一）国内白银龙头，持续扩张贵金属资源

盛达资源主营业务为有色金属矿的采选和销售，是以矿业开发、销售、贸易、投资及投资管理为主的控股型企业集团。截至 2023 年末，公司保有银资源量 7231.06 吨，年采选能力达 198 万吨。公司主要产品为含银铅精粉、含银锌精粉、银锭、黄金，下游客户主要为冶炼企业和有色金属贸易公司。公司业务板块主要为贵金属和新能源技术两大板块，在贵金属业务板块，公司作为国内白银头部企业，扩展资源向黄金延伸，目前公司拥有 7 个采矿权、7 个探矿权，主要产品为含银铅精粉、含银锌精粉、银锭、黄金。在新能源金属板块，公司重点关注镍、铜、铬等金属的固体废物资源化综合回收利用，通过资源回收利用及矿种资源（镍铜铬等）拓展，形成完整产业链。

2011 年 11 月，公司通过资产置换方式在深交所挂牌上市，注入银都矿业，主营业务为有色金属采选；2015 年 9 月，公司收购光大矿业、赤峰金都股权，增厚主业资源；2017 年 6 月，收购东晟矿业 70% 股权，进一步增厚主业资源；2018 年 12 月，收购金山矿业 67% 股权，银资源大幅增厚，核心竞争力进一步稳固；2019 年 9 月，收购德运矿业 54% 股权，实现绝对控股；2020 年公司成为金业环保控股股东，切入城市矿山业务。2023 年，公司收购鸿林矿业 53% 股权，控制菜园子铜金矿。2024 年，启动收购鸿林矿业剩余 47% 股权以及金山矿业剩余 33% 股权，以实现全资控股。

图1：盛达资源发展历程

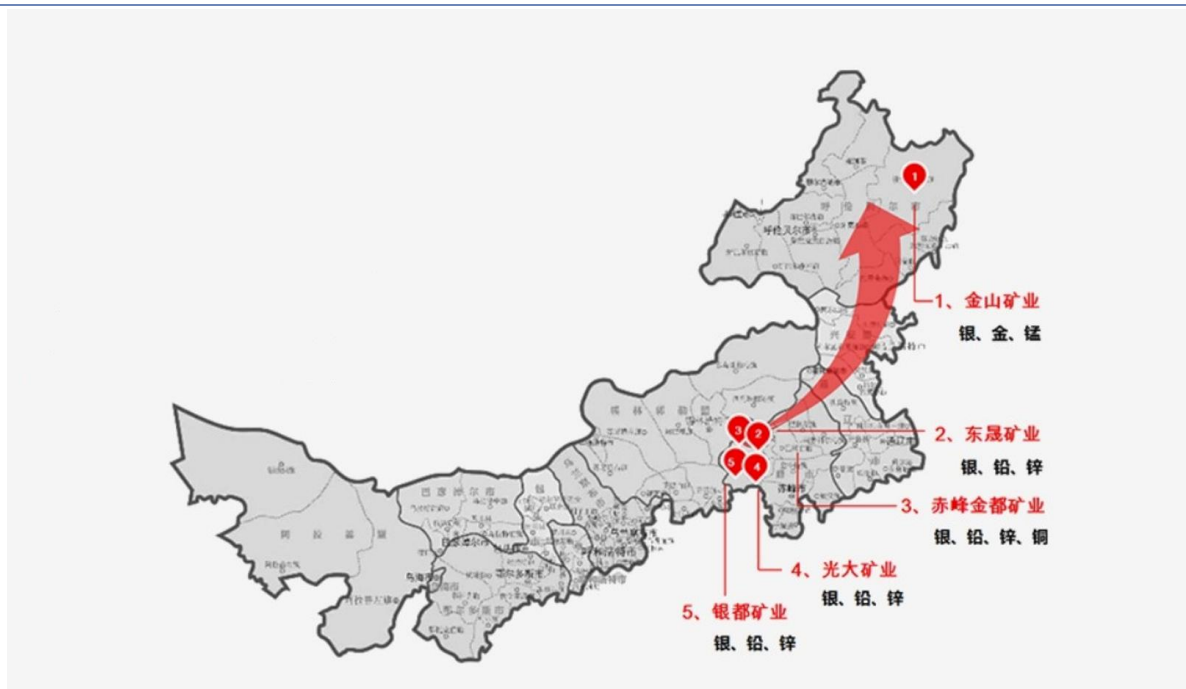


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

盛达资源公司旗下矿山主要位于内蒙古和四川，控股的矿业企业包括：银都矿业、金山矿业、光大矿业、赤峰金都、东晟矿业、德运矿业、鸿林矿业 7 家矿业子公司。截至 2023 年末，公司保有银资源量 7231.06 吨、金资源量 26.77 吨、锌资源量 93.03 万吨、铅资源量 36.48 万吨。公司旗下矿山中，银都矿业拜仁达坝银多金属矿、金山矿业额仁陶勒盖矿区、光大矿业大地矿区、赤峰金都十地银铅锌矿为在产矿山。东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿、鸿林矿业菜园子铜金矿为在建矿山，德运矿业巴彦包勒格矿区银多金属矿为储备矿山。公司成矿布局主要集中在内蒙古中东部，该地区矿产资源丰富，是我国北方重要的银、铜、铅锌多金属成矿区。银都、光大、金都、东晟都归属于“大

兴安岭西坡银、铅、锌成矿亚带”，该区域矿山集中，具备较高金属矿产品位及较大增储潜力。

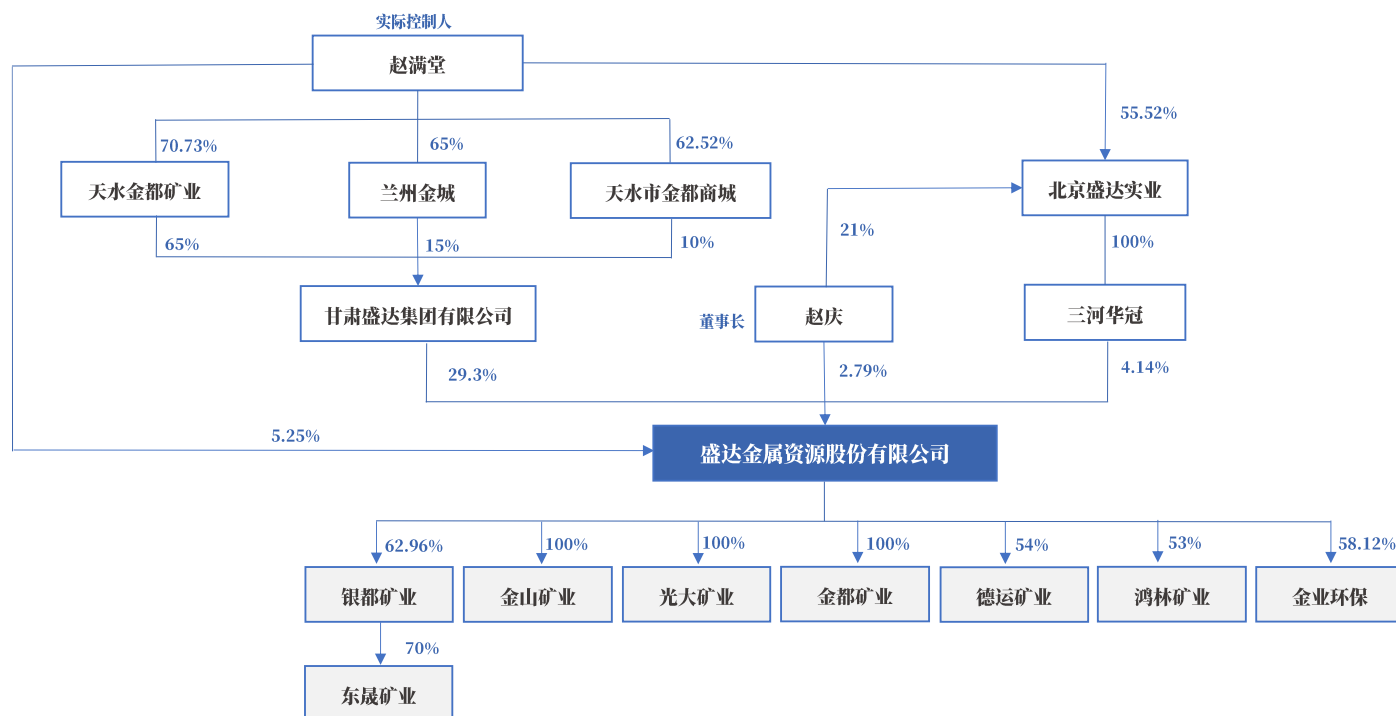
图2：盛达资源贵金属业务矿山分布示意



资料来源：盛达资源司官网，中国银河证券研究院

盛达资源控股股东为甘肃盛达集团有限公司（下称“盛达集团”），截至2024年9月30日持有公司29.3%的股份。公司实际控制人为赵满堂，与公司董事长赵庆为父子关系。公司股东中，盛达集团、赵满堂、三河华冠资源技术有限公司、赵庆、王小荣为一致行动人。控股股东盛达集团成立于1992年，是一家多元化综合性实业集团，旗下产业布局矿业开发、酒类文化、金融资管、商业文旅等多个领域。

图3: 盛达资源股权结构图

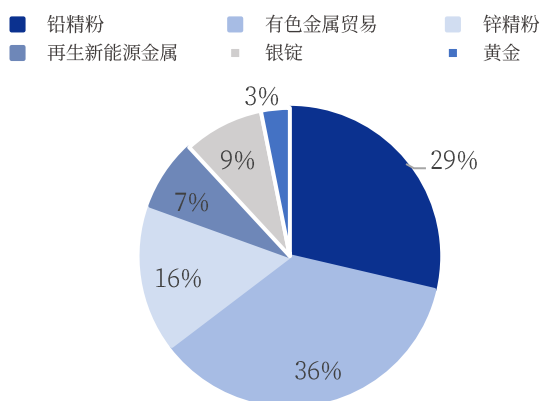


资料来源: 公司公告、Wind, 中国银河证券研究院

(二) 过往业绩波动因素基本消除, 产量回升可期

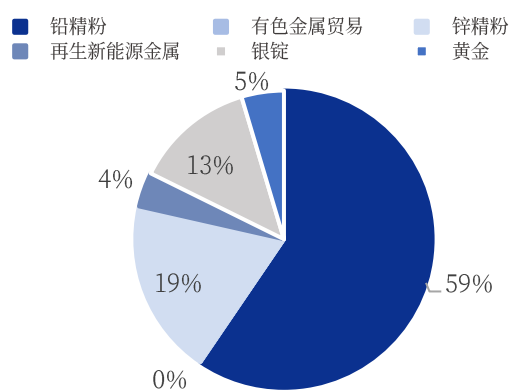
截至 2023 年末, 公司原生矿山业务主要产品为银锭 (国标 1#、2#)、黄金以及含银铅精粉 (银单独计价)、含银锌精粉 (银单独计价)。根据 2023 年年报, 公司主要营业收入来源为矿业板块, 铅精粉、锌精粉、银锭、黄金合计占营收比例为 56%, 主要毛利来源为铅精粉 (58.83%)、铅精粉 (18.81%)、银锭 (12.94%)。公司利润受金属价格及产量影响较大。

图4: 2023 年公司营业收入按产品构成占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 2023 年公司毛利按产品构成占比

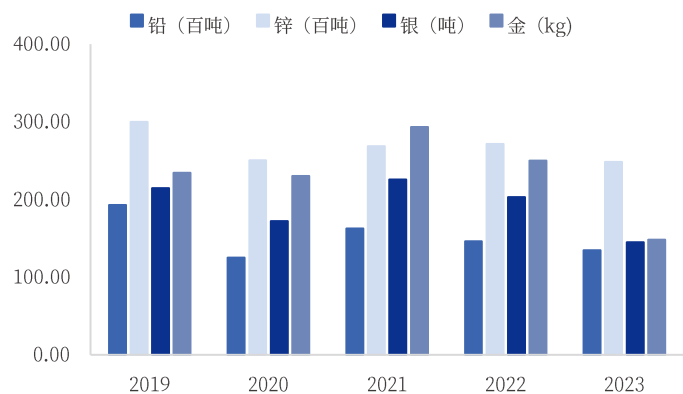


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2020 年受到公共卫生事件影响公司产销量同比大幅下降, 公司营业收入和归母净利润大幅下滑 43.54%、35.19%; 2021 年, 公司矿山产量同比大幅增长, 叠加基本金属价格上涨, 锌精矿、白银价格同比涨幅 26%/12%, 量价齐升带来公司归母净利润大幅增长 45.1%; 2022 年受到白银价格

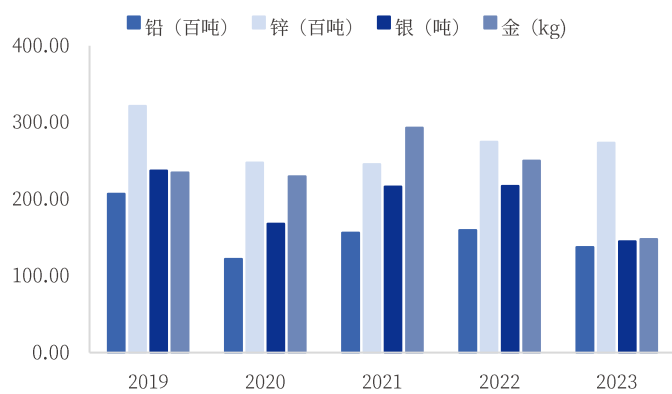
同比下跌以及公司营业成本增加影响，公司归母净利润小幅下滑 13.54%；2023 年，公司下属金山矿业技改导致银锭、黄金产量同比下降，叠加锌金属价格同比大幅下跌、个别矿段品位下降导致生产成本增加、新增权益金缴纳等因素，公司业绩下滑 59.41%。

图6：2019-2023 年公司产品产量



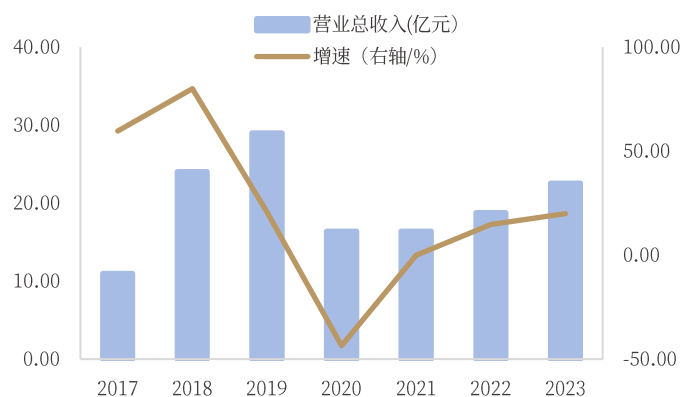
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：2019-2023 年公司产品销量



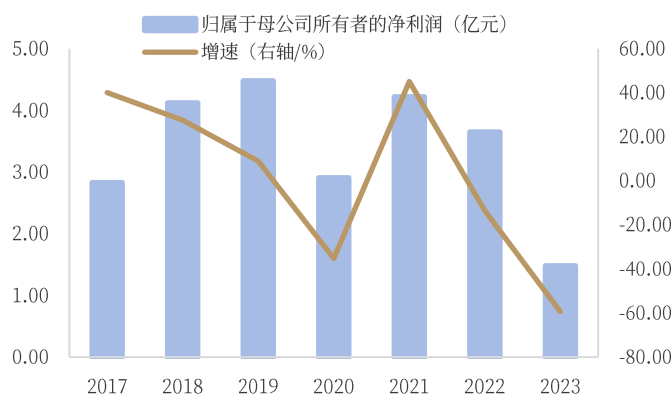
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：2017-2023 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

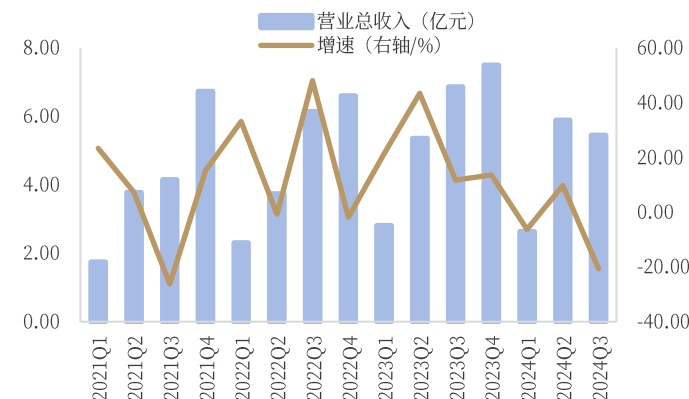
图9：2017-2023 年公司归母净利润收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

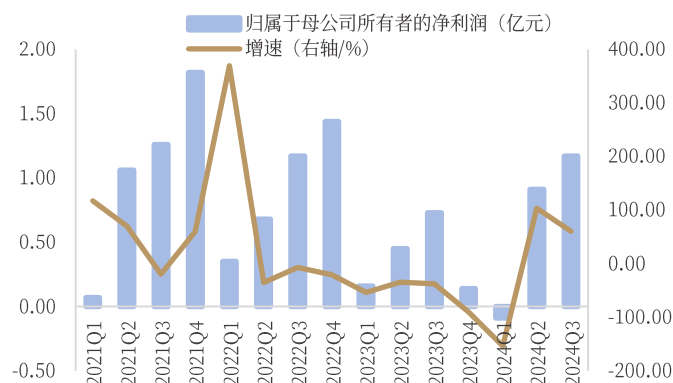
单季度业绩来看，由于盛达资源的矿山资源主要集中在内蒙古自治区中东部，冬季气候寒冷持续时间较长，受气候因素影响，公司第一季度基本没有产品产出，一季度利润主要来源于前一年未发货的库存出售。

图10: 2021Q1-2024Q3 公司单季营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 2021Q1-2024Q3 公司单季归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

矿山技改导致 2023 年业绩受损，2024Q3 技改完成，后续产量有望恢复。2023 年，公司下属金山矿业因进行选矿厂技术改造工程，控制原生矿石的入选，造成选矿处理量降幅较大；金山矿业的全资子公司国金国银为配合当地机场扩建进行厂房搬迁，导致 2023 年对金山矿业生产的粗银进行加工后产出的银锭、黄金同比减少。2023 年公司生产银锭 36.62 吨，同比减少 54.17%，生产黄金 148.02 千克，同比减少 40.82%。金山矿业技改工程已于 2024 年 9 月完成，未来将有效缩短选矿流程，提高银、金回收率，降低选矿成本，综合回收其他有价值元素，减少资源浪费。根据公司业绩预告推算，2024Q4 归母净利润 1.51-2.01 亿元，中位数 1.76 亿元，环比+50%、同比+1157%，金山矿业技改完成对公司业绩修复作用显著。

二、在产矿山禀赋优质，贵金属资源储备丰富

（一）白银资源优质，高品位矿石占比可观

截至 2023 年末，公司保有银资源量 7231.06 吨、金资源量 26.77 吨、锌资源量 93.03 万吨、铅资源量 36.48 万吨。公司整体银资源禀赋优质、品位较高，旗下 6 座银矿中有 4 座矿山主矿的银平均品位在 200 克/吨以上，高品位银矿资源在公司银资源总量占比达到 76%。公司旗下 7 座矿山中，银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业为在产矿山，东晟矿业、鸿林矿业为在建矿山，德运矿业为储备矿山。银都矿业、金山矿业为公司主力矿山，2022 年（剔除 2023 年金山技改影响）净利润贡献度达 54%/34%，营收贡献度达 32%/25%。

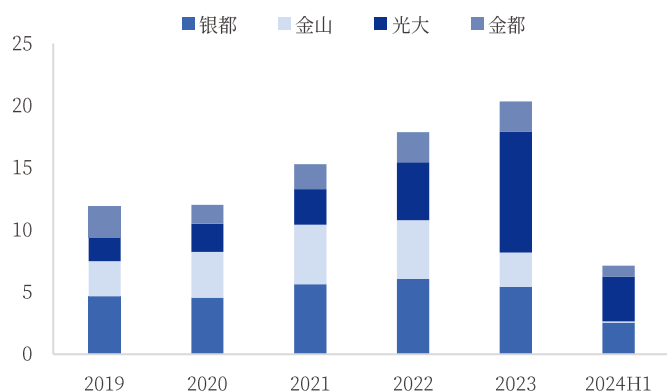
表1: 盛达资源矿产资源情况（截至 2023 年底）

持股比例	资源类型	矿石量 (万吨)	银金属 量(吨)	平均品位 (克/吨)	铅金属 量(吨)	平均品 位(%)	锌金属 量(吨)	平均品 位(%)	金金属 量(千克)	平均品位 (克/吨)	铜金属 量(吨)	平均品 位(%)
银都矿业 62.96%	主共生矿	443.6	1146.2	259.97	110466	3.35	204789	5.79				
	伴生矿	158.9	11.9	68	9000.2	0.7	10957.1	1.04				
银都矿业 -北矿区 62.96%	共生矿	204.9	212	119.5	20912	1.19	41874	2.09				
	伴生矿	186	7	32.41	453	0.17	218	0.45			1500	0.1

金山矿业	100%	主矿	1498.75	3144.2	209.79					9344.34	0.62		
		共生矿	223.3	366.1	163.9								
光大矿业	100%	主矿	415.3			67957.3	1.64	143045	3.45				
		伴生矿	191.8	62.6	32.66								
金都矿业	100%	主矿		659.63	265.57	95639.9	1.66	99887.7	1.74				
		伴生	574.9	35.33	10.82						492.5	0.09	
东晟矿业	44.07%	主矿	267	556.32	284.9	13052	1.32	46002	2.05				
		伴生矿	265.5	34.06	50.6	5522	0.45	2347	0.77	255	0.12		
鸿林矿业	53%	主矿	605.6							17049	2.82	29015	0.48
		低品位矿	39.4							120	0.3	1164	0.3
德运矿业	54%	主矿	1811	612	140.45	16620	1.58	361160	2.6				
		伴生矿	1806.3	383.72	29.01	25193	0.42	20006	0.91				
合计				7231		364816		930285		26768		32171.5	

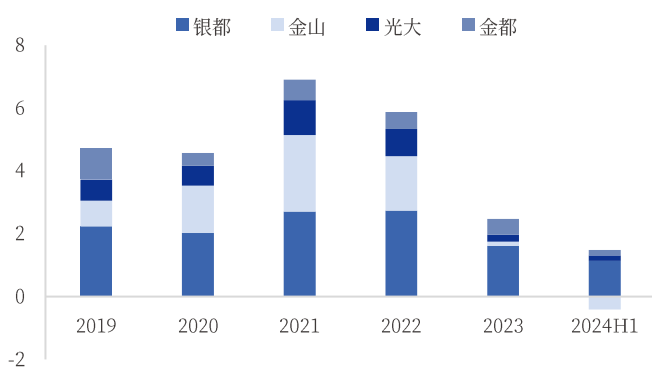
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：公司在产矿山 2019-2024H1 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：公司在产矿山 2019-2024H1 净利润（亿元）



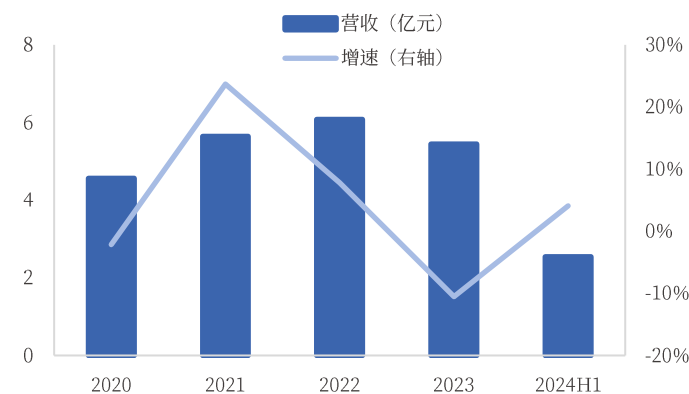
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）银都矿业：主力矿山，北部矿区整合提升产量

服务年限近 20 年的主力矿山。银都矿业是盛达资源的主力矿山，持股比例为 62.96%，旗下的拜仁达坝银多金属矿位于内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗境内，于 2005 年 9 月建成投产，2008 年选矿产能达到 90 万吨/年，2012 年采矿系统扩建后形成采、选矿产能 90 万吨/年。截至 2023 年底，矿山采矿证范围内保有银铅锌主共生资源量（探明+控制+推断）矿石量 443.6 万吨，银金属量 1,146.2 吨，平均品位 259.97 克/吨；铅金属量 110,466.2 吨，平均品位 3.35%；锌金属量 204,788.8 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 68.00 克/吨；铅金属量 9,000.2 吨，平均品位 0.70%；锌金属量 10,957.1 吨，平均品位 1.04%。由于该矿山服务年限已近 20 年，随着开采深度的下降及开采难度的增加，目前银都矿业生产规模每年约为 50-60 万吨，2023 年银都矿业产银 57 吨。2023 年/2024 年上半年，银都矿业营收分别为 5.44/2.54 亿元，同比-11%/+4%；净利润 1.62/1.14 亿元，同比-41%/+9%。

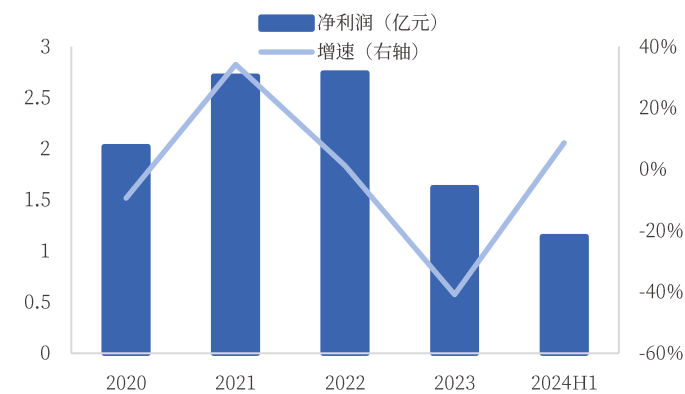
增加资源储备，北部矿区整合积极推进中。为了增加银都矿业的山可开采储量、延长矿山服务年限，公司于 2024 年 2 月完成银都矿业完成拜仁达坝银多金属矿（北矿区）银多金属矿产资源储量备案。银都矿业北矿区探矿权的勘查面积为 1.43 平方公里，与采矿权两区坐标属无缝相连，矿业权人均均为银都矿业，北矿区探矿权范围内共生铅锌银矿查明资源量（探明+控制+推断）矿石量 204.9 万吨，银金属量 212 吨，平均品位 119.50 克/吨；铅金属量 20,912 吨，平均品位 1.19%；锌金属量 41,874 吨，平均品位 2.09%。伴生组份查明资源量（探明+控制+推断）矿石量 186 万吨，银金属量 7 吨，平均品位 32.41 克/吨；铅金属量 453 吨，平均品位 0.17%；锌金属量 218 吨，平均品位 0.45%；铜金属量 1,500 吨，平均品位 0.10%。目前，公司正在积极推进银都矿业克什克腾旗拜仁达坝（北矿区）银多金属矿探矿权和拜仁达坝银多金属矿采矿权的矿业权整合以及深部探矿勘查工作，矿业权整合完成后，银都矿业的生产规模将得到补充。

图14：银都矿业 2020-2024H1 营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：银都矿业 2020-2024H1 净利润及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

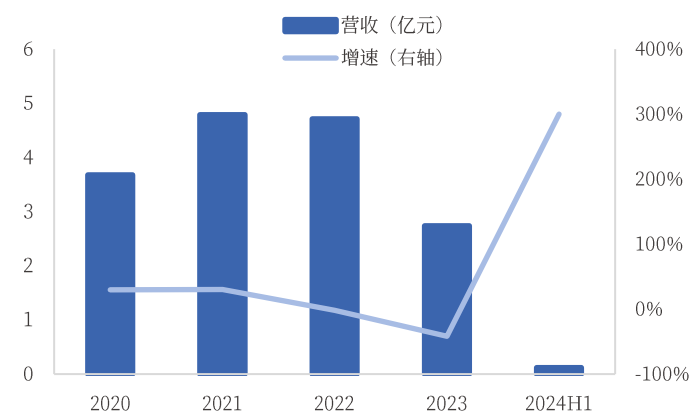
（三）金山矿业：技改完成产量有望回升，持股比例提升至 100%

技改完成，深部矿体开采效率提升。金山矿业成立于 2004 年 4 月 28 日，目前是盛达资源全资子公司。金山矿业证载生产规模为 48 万吨/年。2019-2022 年（剔除 2023-2024 技改期间的影响）平均净利润为 1.62 亿元。2023 年，金山矿业产银 37 吨。矿山于 2023 年 5 月完成采矿许可证变更后，开始筹划采矿工程和选矿厂的技术改造，并于 2024 年 9 月完成。本次技改完成后，金山矿业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，浮选生产工艺的主要产品将为含金银精粉，金单独计价。从长远来看，本次技术改造完成有利于提升矿山深部矿体开采效率，保障工人安全生产，转化深部探矿成果，缩短选矿流程，提高银、金回收率，降低选矿成本，同时综合回收其他有价值元素，减少资源浪费，提高矿山经济效益。根据公司在《内蒙古金山矿业有限公司额仁陶勒盖矿区Ⅲ-Ⅸ矿段银矿采矿权评估报告》中的披露，金山矿业 2024 年 10-12 月产能为 12.19 万吨，2025 年的产能 33.00 万吨，自 2026 年起，每年的产能为 48.00 万吨。

盛达资源获得金山矿业 100%股权。2024 年 11 月，盛达资源以 6.14 亿元现金获得大股东盛达集团所持的金山矿业剩余 33% 股权，金山矿业成为盛达资源的全资子公司。《股权转让协议》对业绩承诺作出明确安排：盛达集团承诺，金山矿业 2025 年、2026 年、2027 年累计净利润不低于 47,000.00 万元，如净利润未达到上述金额，盛达集团将进行补偿。

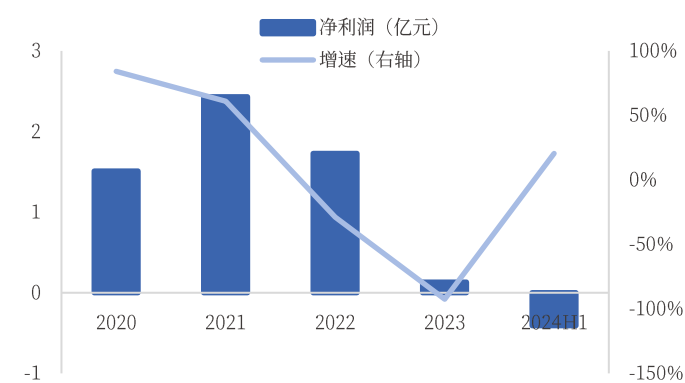
探矿增储成果显著。2025 年 1 月，金山矿业新增储量完成评审备案，累计查明（探明+控制+推断）矿石量 2,291.23 万吨，银金属量 4,930.19 吨，平均品位 215.18 克/吨；保有资源储量（探明+控制+推断）矿石量 1,686.10 万吨，银金属量 3,569.35 吨，平均品位 211.69 克/吨。金山矿业本次评审备案的资源储量较此前相比，累计查明矿石资源量增加 182.09 万吨，银金属量增加 608.67 吨，伴生金金属量增加 5,046.19 千克，铅金属量增加 7,527.39 吨，锌金属量增加 7,018.44 吨，锰金属量减少 87,141.36 吨。

图16：金山矿业 2020-2024H1 营业收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：金山矿业 2020-2024H1 净利润及增速

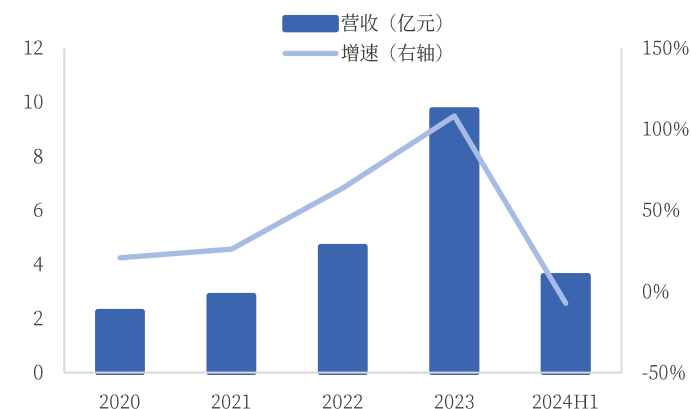


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）光大矿业：2024 年白银品位有所修复

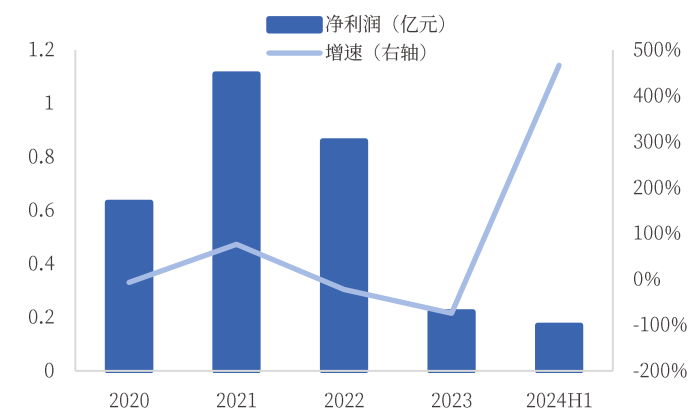
光大矿业成立于 2009 年 9 月，2015 年 9 月取得克什克腾旗大地矿区银铅锌矿采矿许可证，2016 年下半年注入盛达资源成为全资子公司，2017 年进入产出期。光大矿业证载生产规模为 30 万吨/年，2023 年产银 21 吨。大地矿区银铅锌矿保有资源量（探明+控制+推断）：共生矿产：银矿，矿石量 223.3 万吨，银金属量 366.1 吨，平均品位 163.90 克/吨。主矿产：铅锌矿，矿石量 415.3 万吨，铅金属量 67,957.3 吨，平均品位 1.64%；锌金属量 143,044.6 吨，平均品位 3.45%。伴生矿产：银矿，矿石量 191.8 万吨，银金属量 62.6 吨，平均品位 32.66 克/吨。2023 年/2024 年上半年，光大矿业营收分别为 9.73/3.59 亿元，同比 108%/-74%；净利润 0.22/0.17 亿元，同比-74%/+467%。2023 年由于开采矿段白银品位及产量下降导致净利润受损，在 2024 年上半年已显著修复。

图18：光大矿业 2020-2024H1 营业收入及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图19：光大矿业 2020-2024H1 净利润及增速

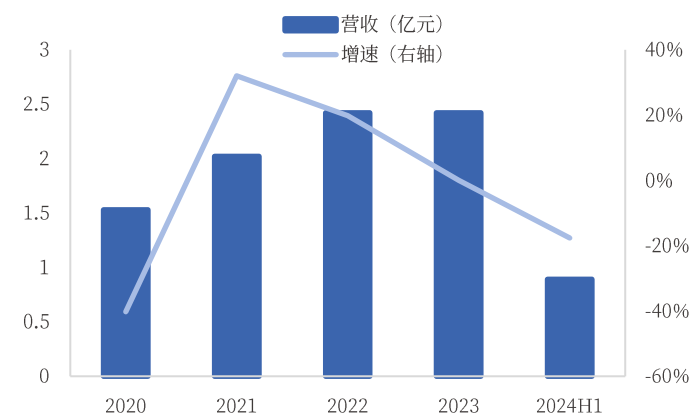


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（五）金都矿业：白银品位较高，经营稳健

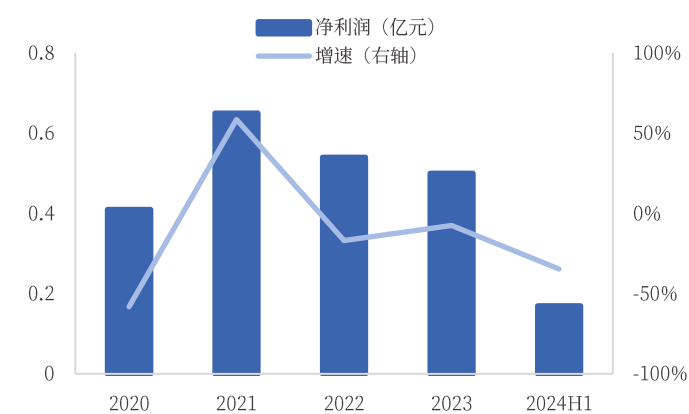
金都矿业成立于2006年，2015年8月获得十地矿区采矿权，2016年下半年注入盛达资源成为全资子公司，2017年正式开采。金都矿业证载生产规模为30万吨/年，2023年产银30吨。金都矿业十地矿区银铅锌矿保有矿石量（探明+控制+推断）574.9万吨，银金属量659.63吨，平均品位265.57克/吨；铅金属量95,639.9吨，平均品位1.66%；锌金属量99,887.7吨，平均品位1.74%。保有伴生资源量：伴生铜银推断资源量矿石量574.9万吨：铜金属量492.5吨，品位0.09%；银金属量35.33吨，品位10.82克/吨。2023年/2024年上半年，金都矿业营收分别为2.42/0.89亿元，同比0%/18%；净利润0.5/0.17亿元，同比7%/35%。

图20：金都矿业 2020-2024H1 营业收入及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图21：金都矿业 2020-2024H1 净利润及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（六）东晟矿业：高品位优质银矿，为银都矿业补充资源

东晟矿业成立于2005年，盛达资源旗下的银都矿业于2017年完成收购东晟矿业70%股权，盛

达资源间接持有东晟矿业 44.07%股权；另有 30%股权由内蒙古赤峰地质矿产勘查开发有限责任公司持有。根据公司披露，东晟矿业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 13,052 吨，平均品位 1.32%；锌金属量 46,002 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 5,522 吨，平均品位 0.45%；锌金属量 2,347 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；铈金属量 11,403 吨，平均品位 0.55%；纯硫量 123,917 吨，平均品位 6.18%。

东晟矿业证载生产规模为 25 万吨/年。已于 2024 年 7 月取得采矿项目建设用地的批复，2024 年 8 月取得《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》，目前东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目井建工程正在建设中。建成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，项目建成投产后将有望助力银都矿业生产规模的恢复。按照采选规模 25 万吨/年，主矿银平均品位 284.90 克/吨、采矿权评估报告中的回收率 88% 计算，预计产银 63 吨/年。

（七）鸿林矿业：向黄金延伸，持股比例将增至 100%

鸿林矿业的核心资产为菜园子铜金矿，位于四川凉山州木里县。2023 年 11 月盛达资源增资 3 亿元取得鸿林矿业 53%股权，2024 年 10 月公司公告拟通过向少数股东发行股份并向特定投资者发行股票募集配套资金的方式收购鸿林矿业剩余 47%股权，预估值 3.6 亿元，收购完成后盛达资源将持有鸿林矿业 100%股权。

菜园子铜金矿工业矿体累计查明资源量（探明+控制+推断）矿石量 605.6 万吨，金金属资源量 17,049 千克，平均品位 2.82 克/吨；铜金属资源量 29,015 吨，平均品位 0.48%。低品位矿资源量（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 1,164 吨，平均品位 0.30%。

鸿林矿业菜园子铜金矿证载生产规模 39.60 万吨/年。根据 2025 年 1 月公司披露的投资者关系活动记录，该矿已进入巷道基建工程、选矿厂、尾矿库建设施工阶段，该矿山的尾矿库建设工作已完成近 50%，预计 2025 年 7-9 月开始试生产。

（八）德运矿业：储备资源，积极推进开发建设

盛达资源持有德运矿业 54% 股权，德运矿业旗下矿山为内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿。德运矿业巴彦包勒格矿区银多金属矿资源储量（探明+控制+推断）矿石量 1,811 万吨，银金属量 612 吨，平均品位 140.45 克/吨；铅金属量 16,620 吨，平均品位 1.58%；锌金属量 361,160 吨，平均品位 2.60%。伴生矿产资源量（推断）矿石量 1,806.3 万吨；银金属量 383.72 吨，品位 29.01 克/吨；铅金属量 25,193 吨，品位 0.42%；锌金属量 20,005.72 吨，品位 0.91%。

2024年2月，盛达资源完成德运矿业探矿权转采矿权相关工作并取得《采矿许可证》，证载生产规模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。

三、行业：贵金属牛市在途

（一）黄金：金价中期上涨逻辑仍将演绎，政策风险提升黄金投资需求

2024 年美联储进入降息周期、俄乌战争持续与中东冲突爆发等地缘冲突升级使全球央行继续购金、美国政府债务问题发酵引发信用贬值对冲交易，多重利好共振爆发下伦敦现货金价从 2024 年年初的 2062.6 美元/盎司上涨至 2024 年 12 月底的 2624.2 美元/盎司，全年形成近乎单边上涨的牛市格局，并在年中最高触及 2790 美元/盎司创下黄金价格的历史新高。在美联储降息下的全球黄金 ETF 基金增持黄金、地缘冲突影响下的央行购金、美国债务扩张问题引发的信用贬值对冲交易这三大中期逻辑的持续演绎下，叠加特朗普上台后加征关税等政策不确定性与美股下跌等风险进一步推升了市场对黄金的配置需求，驱动金价在 2025 年继续保持强劲的上漲势头，已上涨突破 3000 美元/盎司的大关再创新高。

图22：黄金价格走势回顾

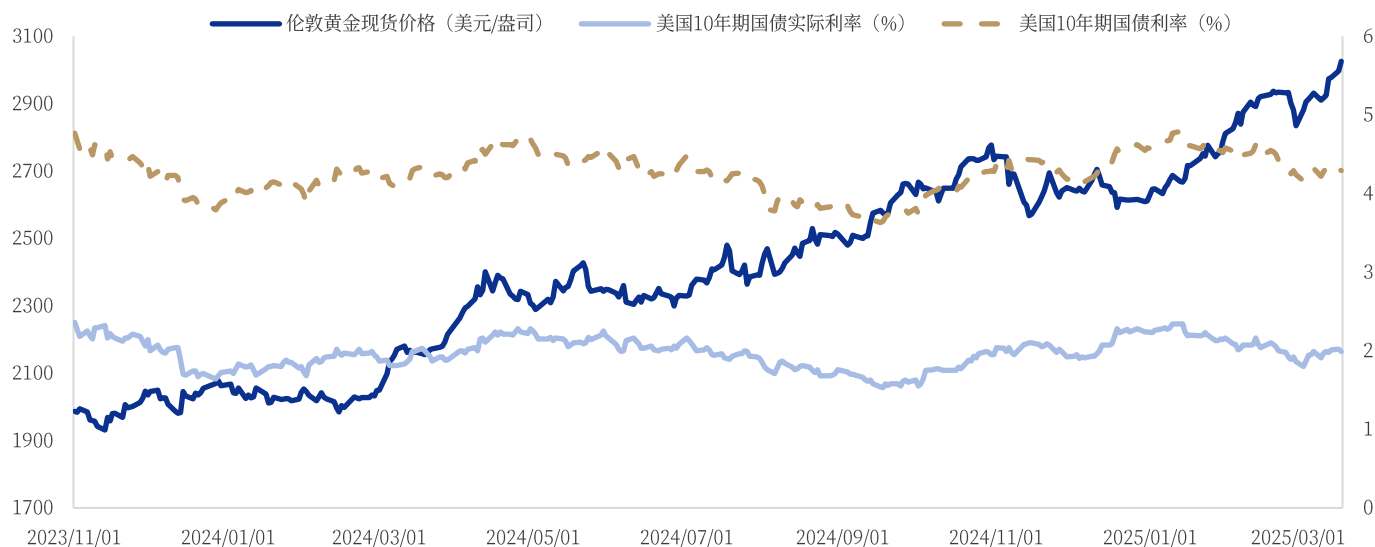


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1、央行购金已成为影响黄金定价的重要因子

2024 年金价持续上涨至 2624 美元/盎司，年度涨幅高达 34.47%，但同期美国中长期名义利率与实际利率仍然维持在高位，美国 10 年期国债实际收益率从 2023 年 11 月下旬的 2.16% 上升至 2024 年年底的 2.24%，维持在 2% 以上。这一现象与美债实际利率关于黄金价格存在显著负相关性的传统定价框架是偏离的。而以年度的时间单位来看，在 2010 年后美债实际利率与黄金价格基本保持着接近完全负相关的走势运行，美国实际利率也成为了金价最佳的定价指标，但 2022 年开始两者出现之前出现偏离。而在 2024 年黄金价格跳跃式上涨的 3-4 月，美国 10 年期国债实际收益率更是出现了与传统黄金定价框架背离式的上行。

图23: 2023 年 11 月下旬至 2024 年年底金价大涨但美国国债实际利率中枢并无明显变化



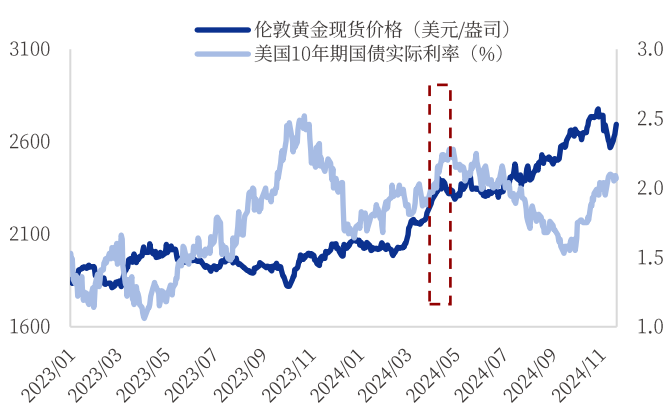
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2022 年后金价与美债实际利率负相关性走势发生了偏离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

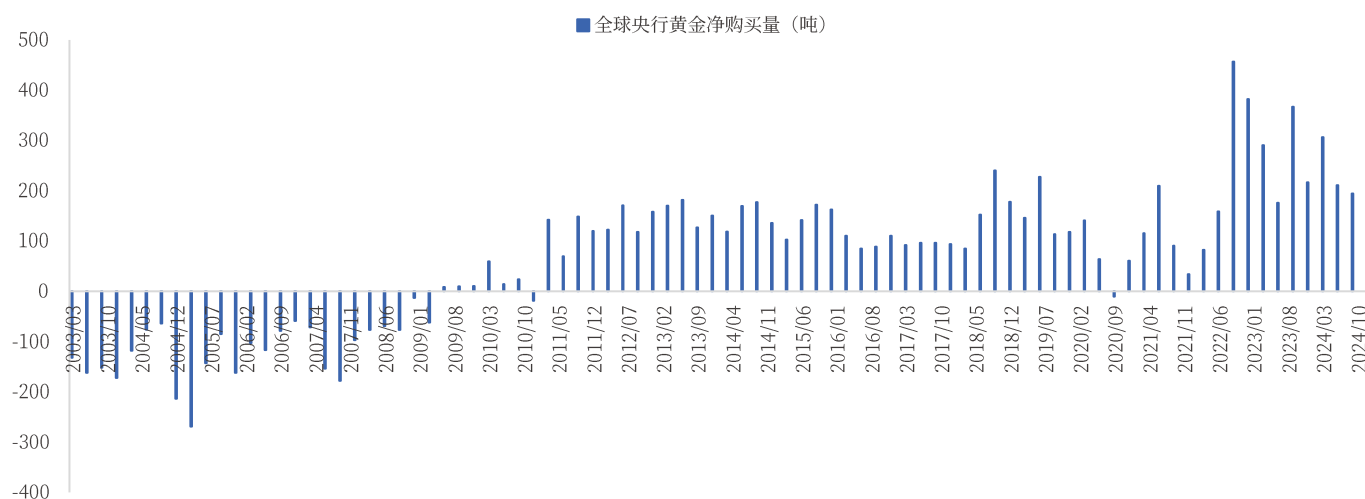
图25: 2024 年 3-4 月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

世界百年之未有大变局，逆全球化趋势抬头，地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑，各国央行购金增加黄金储备以应对单一货币占据外汇储备主导地位的信用风险。尤其在 2022 年俄罗斯与乌克兰冲突加剧，西方制裁俄罗斯涉及至金融结算领域后，全球各国央行加大了外汇储备中的黄金资产的配置比例，对黄金的购买量大幅增加。而后几年俄乌战争持续激化，中东方面巴以冲突、以伊冲突、以黎冲突爆发升级，东亚朝鲜与韩国的紧张关系也在升温，地缘政治的动荡与对抗的升级，使持续保持较高的购金力度。根据世界黄金协会统计，2022 年后全球央行的黄金购买明显上升了一个台阶，从此前的 400-600 吨水平跃升至 1000 吨以上。2022 年，全球央行黄金购买量达到 1080 吨，创下历史最高。而 2023、2024 年的全球央行黄金购买量也达到了 1051、1045 吨的水平。

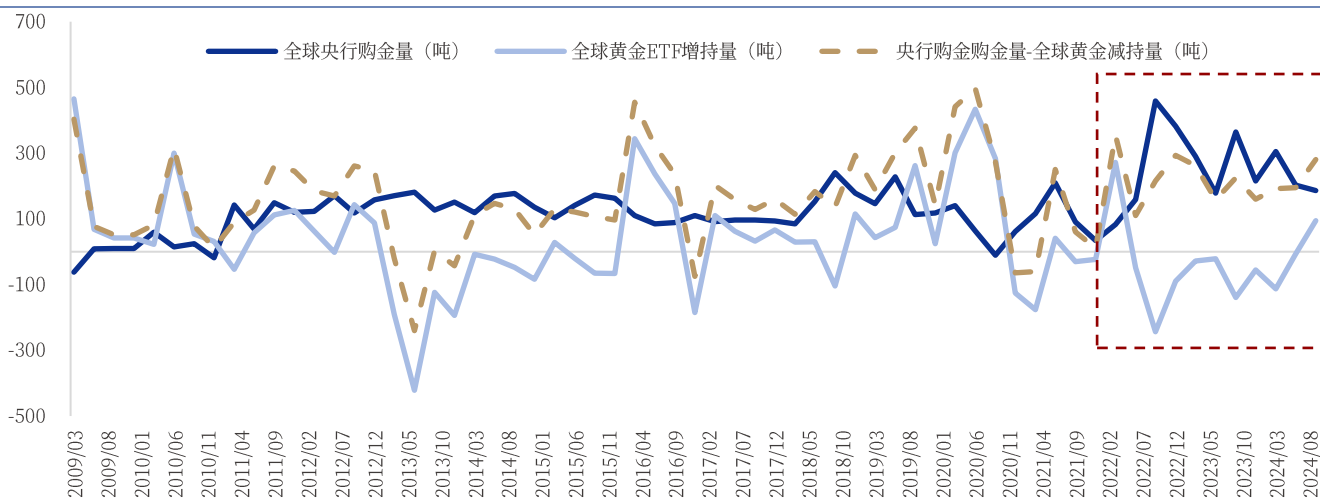
图26：2022年后全球央行黄金净购买量大幅增加



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

在美联储加息周期与美债实际利率上行周期，黄金ETF基金总体对黄金资产的配置一般呈现流出状态。但从2022年开始全球央行加大了对黄金资产的配置力度后，全球央行的净购金量已超过了同期黄金ETF基金的净抛售量。根据世界黄金协会统计，自2022年起除去2022Q3外，全球央行每个季度的黄金增持数额均高于基金ETF的黄金流出量。这样在2022-2023年美联储加息周期中，央行购金缓解了基金ETF的抛售压力，在实际利率上行过程中相对支撑与抬升了黄金价格中枢，造成了美债实际利率与黄金价格的偏离。因此，央行购金已成为黄金定价新关键因子。

图27：2022年起全球央行购金量已超出基金ETF黄金抛售量

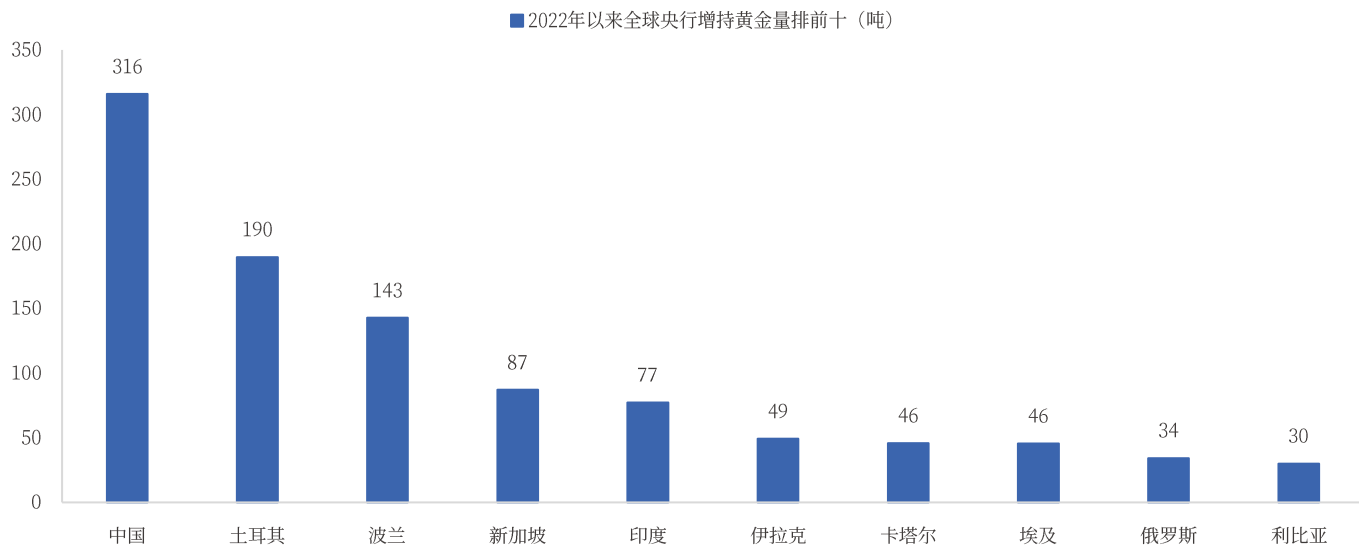


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2022Q1以后全球央行净购金量较多的国家主要是中国、波兰、土耳其、卡塔尔、伊拉克、捷克、俄罗斯等处于欧洲与中东地缘冲突较为严重或周边的发展中国家。而目前这些发展中国家央行的黄金储备占总资产比重较发达国家仍具有较大差距。预计在当前世界各国地缘冲突加剧、逆全球化的大势环境下，全球各国央行，尤其是发展中国家央行，或将继续购入黄金，以增加黄金资产在总体外汇储备中的占比，来抵御地缘政治冲突带来的货币交易风险。在世界黄金协会2024年的调查中，各经济体对黄金未来的作用变得更加乐观，81%的受访央行认为未来12个月全球央行的黄金储备

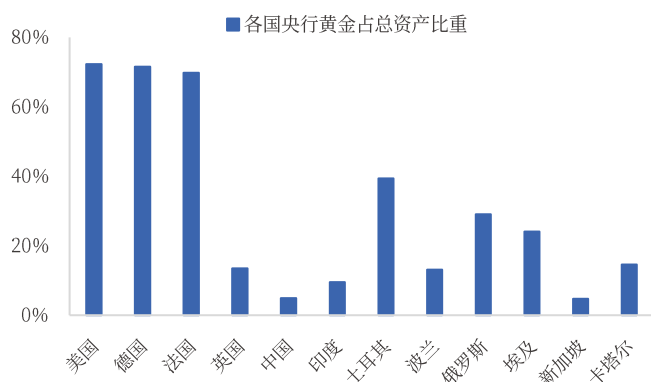
将增加，这比 2023 年的相同调查受访各国央行表态要高出 10 个百分点。

图28：2022 年以来全球央行购金量最多的 10 个国家



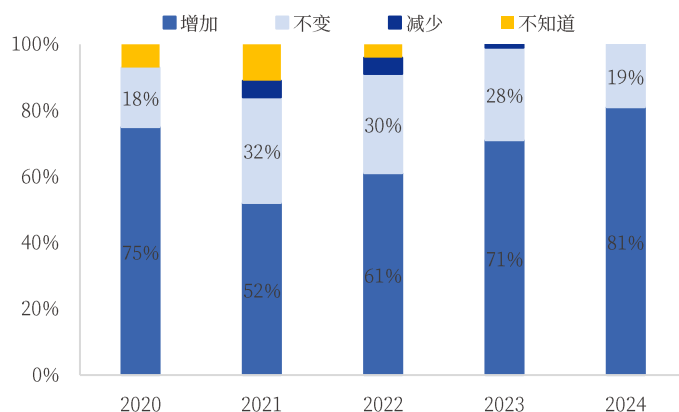
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：2024 年受访央行对未来 12 个月全球央行黄金储备变化的预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

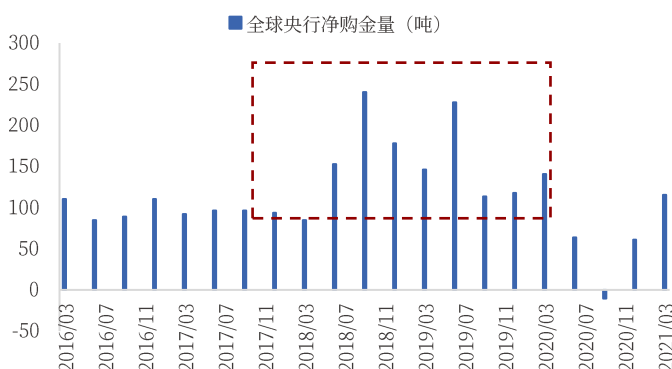
特朗普在上任美国总统后调停俄乌战争，市场担忧俄乌战争的结束将改变央行购金的逻辑。但我们认为即使战争停止，战争过后在世界大变局下各国对未来地缘政治冲突风险的防范，也将促使全球各国央行增加黄金储备。而全球地缘政治冲突频发其深层次根源可能是发达国家与发展中国家的债务问题，各国债务问题的难以解决，将使地缘冲突持续存在。此外，特朗普当选美国总统后将增加美国对各国的关税，或引起美国与其他国家的贸易战，甚至是全球性的多国贸易战，这也将造成各国地缘政治冲突的加剧。在 2018 年时任美国总统特朗普对中国增加关税引发中美贸易战的时候，全球央行黄金净购买量也出现了增长趋势。因此，特朗普当选美国总统后全球央行或仍将继续净购入黄金。2024 年 11 月末我国央行中国人民银行在时隔半年后再度净买入黄金 4.54 吨，并在此后 3 个月连续净购入黄金。全球各国央行对黄金资产的持续增持，将有力支撑黄金价格的上涨。

图31: 发达与发展中国家债务占 GDP 比重对应的政治局 (%)



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

图32: 2018 年中美贸易战全球央行增加季度黄金购买量

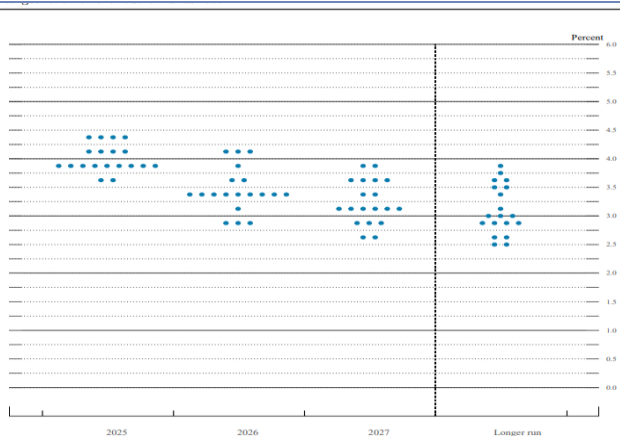


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、美联储开启降息，降息周期引导利率下行驱动金价上涨

尽管央行购金已成为黄金价格定价的新因子，但美国实际利率仍与美联储的降息节奏是黄金价格走势的决定性因素之一。2024 年 3 月美联储降息预期加强，以及 2024 年 9 月美联储开启降息，决定了 2024 年 3-4 月与 2024 年 8-10 月的金价主升浪走势。美联储在 2024 年共计降息 100 个基点，而根据美联储 2025 年 3 月议息会议后点阵图给出的指引，预计美联储还将在 2025 年降息 2 次，在 2026 年降息 2 次。虽然特朗普当选新一任美国总统后，特朗普增加关税、国内减税、驱除非法移民的政策将提升美国的通胀前景，使市场担忧美联储在 2025 年边际上收紧货币政策的宽松力度。但特朗普此前也表示其喜欢低利率的环境，甚至是本次当选美国总统后多次公开施压要求美联储进行降息。芝加哥商品交易所利率期货显示目前市场预计美联储 2025 年将会有三次降息，银河证券宏观团队预计 2025 年美联储将有 2-3 次降息。

图33: 美联储 2025 年 3 月点阵图



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

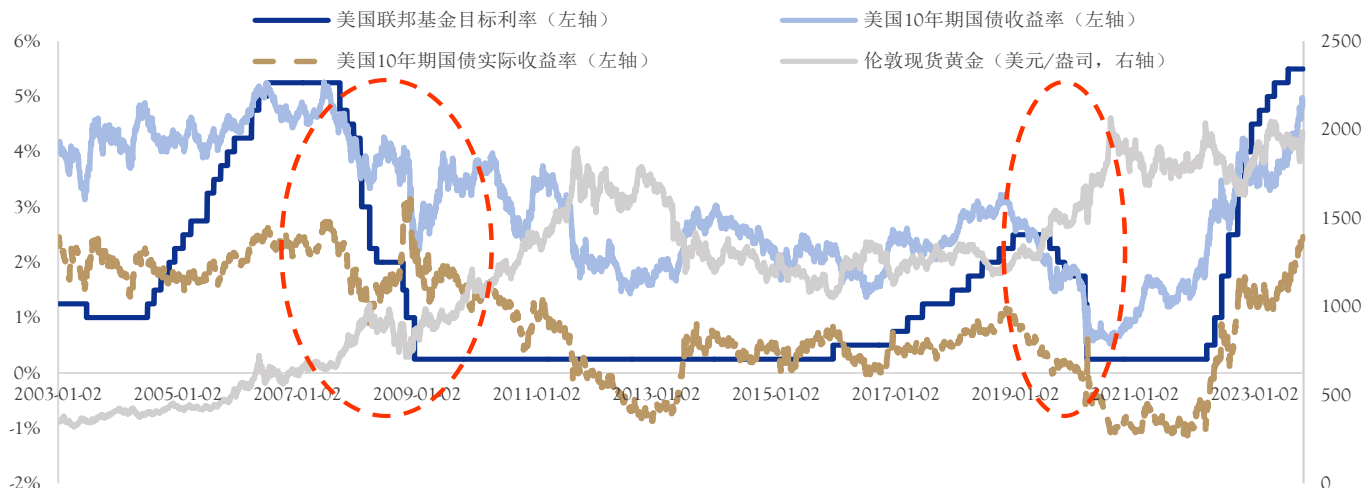
图34: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
5/7/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	85.1%
6/18/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	62.5%	27.4%
7/30/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	31.7%	48.0%	16.1%
9/17/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	21.7%	42.1%	27.7%	5.8%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.6%	29.1%	36.9%	19.7%	3.7%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.0%	18.7%	32.7%	28.9%	12.3%	2.0%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.8%	32.1%	26.3%	10.7%	1.7%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	11.0%	24.1%	30.5%	21.9%	8.1%	1.2%
4/29/2026	0.0%	0.1%	0.7%	3.9%	12.6%	24.9%	29.4%	20.2%	7.3%	1.1%
6/17/2026	0.0%	0.2%	1.2%	5.2%	14.5%	25.5%	28.0%	18.2%	6.3%	0.9%
7/29/2026	0.0%	0.3%	1.8%	6.8%	16.4%	26.0%	26.3%	16.2%	5.4%	0.7%
9/16/2026	0.0%	0.3%	1.8%	6.7%	16.3%	25.9%	26.3%	16.3%	5.5%	0.8%
10/28/2026	0.0%	0.3%	1.7%	6.3%	15.4%	25.0%	26.3%	17.2%	6.5%	1.2%
12/9/2026	0.2%	1.2%	4.7%	12.2%	21.6%	25.8%	20.4%	10.3%	3.1%	0.5%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

美联储进入降息周期后，美联储政策利率的连续多次降低，必定会带动美国国债名义利率与实际利率的下行，从而驱动黄金价格上涨。而在过去 40 年历史美联储总计 7 次的降息周期中，除去 1989 年-1992 年以及 1998 年仅 2 个月的超短暂降息以外，在其余的 5 次降息周期中，黄金价格都是呈现上涨趋势的。且从 2000 年以后的美联储 3 次降息周期看，黄金价格的高点均出现在美联储完成最后一次降息以后。而从美联储点阵图看，本轮美联储的降息周期将延续 2 年以上，降息幅度大，降息次数多，预计本轮降息周期中黄金价格上涨的胜率较大。

图35：美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行，驱动黄金价格上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2：美联储历次降息期间的金价涨幅

降息开始	降息结束	降息次数	历时（天）	降息幅度（BP）	经济衰退	降息类型	降息背景	降息期间金价涨幅
1984-9-20	1986-8-21	26	700	562.5	未衰退	预防式	通胀稳定，预防衰退	12.40%
1989-6-6	1992-9-4	24	1186	681.25	1990.8	预防式	通胀稳定，预防衰退	-6.26%
1995-7-6	1996-1-31	3	209	75	未衰退	预防式	通胀稳定，预防衰退	5.57%
1998-9-29	1998-11-17	3	49	75	未衰退	暂时性	通胀稳定，预防衰退	-0.74%
2001-1-3	2003-6-25	13	903	550	2001.4	纾困式	互联网泡沫	30.30%
2007-9-18	2008-12-16	10	455	500	2008.1	纾困式	次贷危机	17.28%
2019-8-1	2020-3-16	5	228	225	2020.3	预防式	通胀稳定，预防衰退	5.75%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

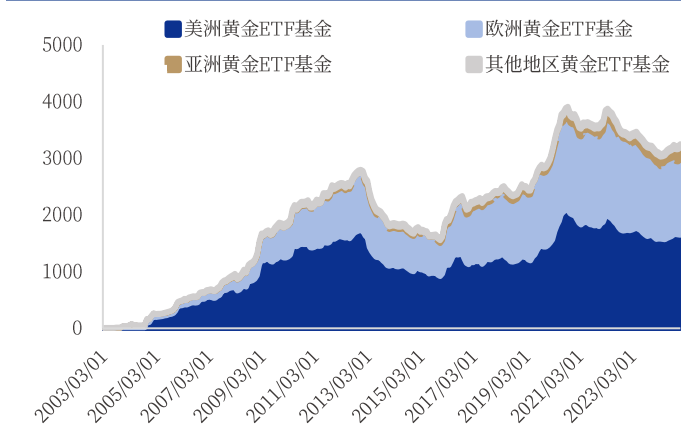
美联储降息期间金价上涨的资金驱动力主要来自于全球黄金ETF基金。历史上看全球黄金ETF基金跟随美联储货币政策周期配置黄金，一般在美联储降息与美元宽松期间，全球尤其是美洲地区的黄金ETF基金将会大幅增持黄金，全球黄金ETF基金资金加速流入。进入2024年下半年，美联储降息预期升温，美洲地区黄金ETF基金对黄金的配置由净流出转为净流入。截止2025年2月底，全球黄金ETF基金的黄金持有量为3353吨，较2020年8-10月的全球黄金ETF黄金持有量历史峰值（也是上轮金价高点时期）近3900吨左右的水平，仍有近550吨的增持空间。预计全球黄金ETF基金在2025年美联储降息期间将继续购金，推动黄金价格上涨。

图36：在美联储降息期间，全球黄金 ETF 基金持加速持黄金



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：全球黄金 ETF 基金黄金持有量（吨）

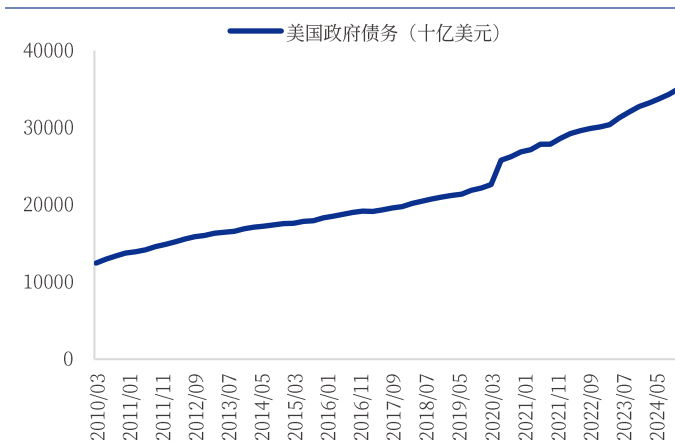


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3、美国债务持续扩张下，美元“信用贬值”对冲交易推动金价中期上涨

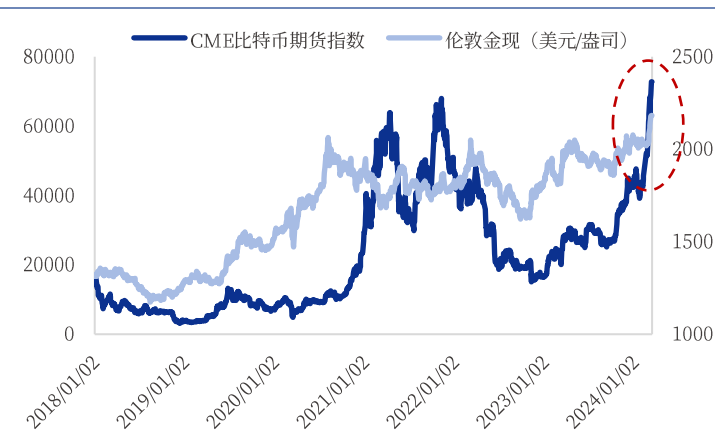
通胀高企威胁逼迫美联储不得以大幅加息，但为支撑制造业回流与经济增长，在高利率环境下美国政府加大财政支出刺激，这使美国债务规模加速膨胀。截止到2024年一季度末，美国债务规模已扩大至近33万亿美元，且扩张万亿美元债务规模速度从8个月缩短至3个月。2024年3月初市场对美国债务问题关注发酵，引发了投资者“信用贬值交易”购入黄金与其他信用对冲资产，黄金与比特币价格皆大幅上涨创历史新高。

图38：美国政府债务加速扩张



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

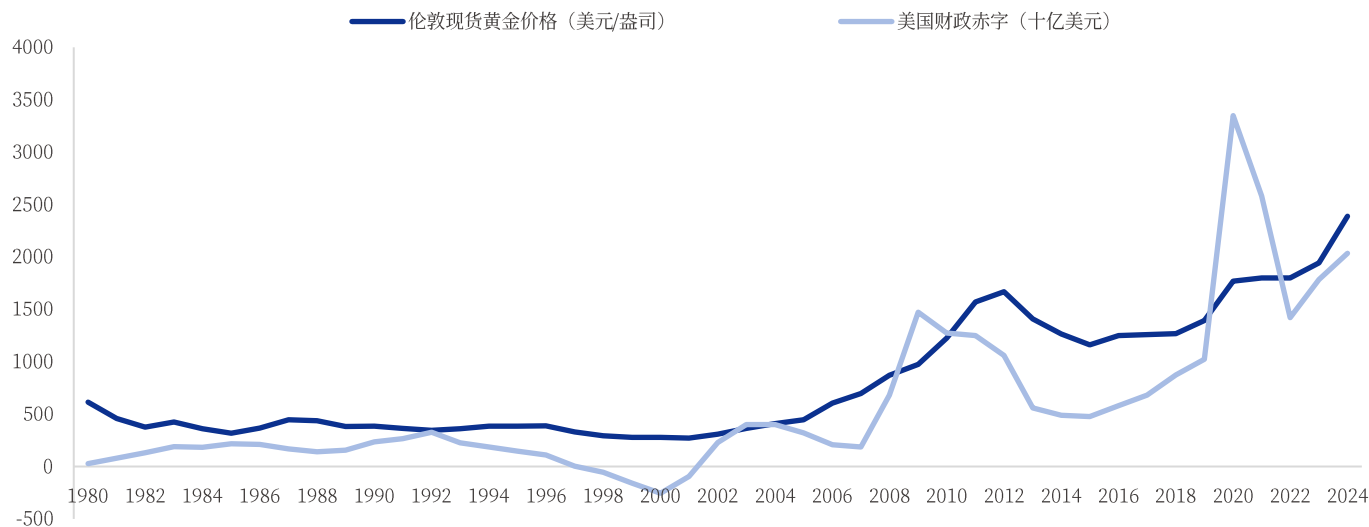
图39：2024年3月“信用贬值”交易下对冲资产黄金与比特币价格皆创新高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美国联邦政府特朗普政策上国内减税、重建制造业，将会造成更多的财政支出与政府债务，美国政府债务规模或将持续扩大。美国债务问题加快“去美元化”，金砖国家提出 BRICS Pay 允许成员国用本国货币进行支付结算，俄罗斯提出建立其主导的国际贵金属交易所，也是对美元信用的打击。美国债务加剧将是定时炸弹，事件性引爆的美国信用问题会使2024年3月发生的信用贬值对冲交易在未来不断重复，刺激金价上涨。而美国的财政赤字与黄金价格在中长期走势上具备一定的正向关联性，美国赤字的不断扩大将推动黄金价格的上涨。

图40: 美国财政赤字与黄金价格



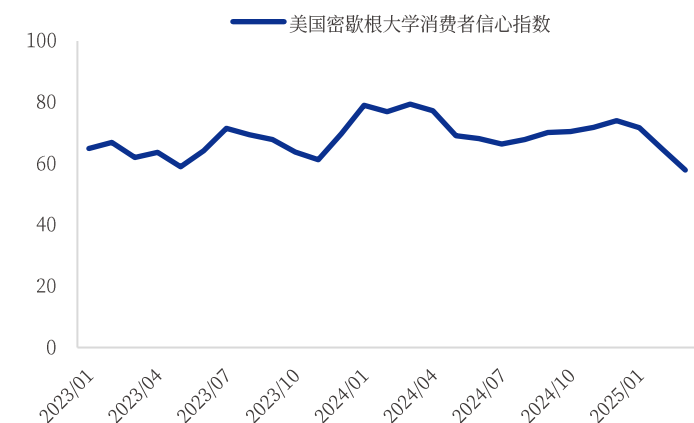
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4、特朗普 2.0 或将进一步推动金价上涨

美国总统特朗普上台后，加征关税成为其主要的对外政策。美国政府在 2025 年先后对墨西哥加拿大两个国家的商品加征 25% 的关税，对中国的所有进口商品加征 10% 的关税，对所有进口至美国的钢、铝产品加征 25% 关税，并对美国进口铜进行调查。此外，特朗普还威胁加征关税，并计划从 4 月 2 日开始对各国征收对等关税和行业特定关税。美国对进口钢铝等金属加征关税，使市场担忧后续美国还将对进口黄金加征关税，为避免可能加征关税后的交易成本增加，美国近期黄金需求猛增，美国黄金进口量与 Comex 黄金库存大幅增长，刺激美国 Comex 金价上涨，并带动全球金价上涨。

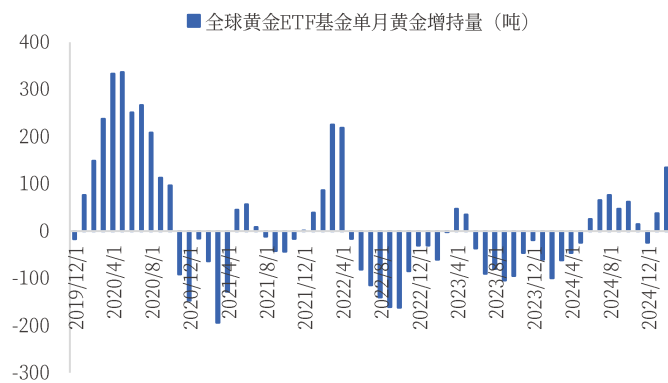
面对美国的加征关税，其他国家出台对美国加征关税的反制措施，或将引发全球贸易战，市场担忧这将给全球经济增长带来巨大的不确定性。美联储在特朗普加征关税的后 2025 年 3 月议息会议中表示加征关税使美国未来的经济前景不确定增加，美联储对美国未来经济与通胀的预判较前 3 个月边际上更偏向滞胀倾向。在贸易战下美国经济的衰退概率也在加大，2025Q1 美国消费者信心指数因加征关税大幅下滑，美国股市也出现高位回调。美国 10 年期国债实际收益率从 2025 年年初的 2.23% 下降 37 个基点至 1.86%，但以美国实际利率驱动的全球黄金 ETF 基金黄金持有量从 2024 年年底的 3218.83 吨增长至 2025 年 2 月的 3353.26 吨，增持量高达 134.42 吨，远超前几个月的黄金增持量。而在此前美国 10 年期国债实际收益率从 2024 年 4 月的 2.28% 下降 43 个基点至 2024 年 7 月的 1.85% 时，全球黄金 ETF 基金的增持量只有 73.5 吨。2025 年年初全球黄金 ETF 基金的黄金增持量，远超前历史上相同幅度实际利率下降所驱动的全球黄金 ETF 基金黄金增持量，反映了美国加征关税与贸易战带来经济巨大不确定性与资本市场风险下，投资者避险需求提升，对黄金的配置增加，推升了黄金价格的上涨。

图41：美国加征关税使市场对美国经济前景的担忧增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

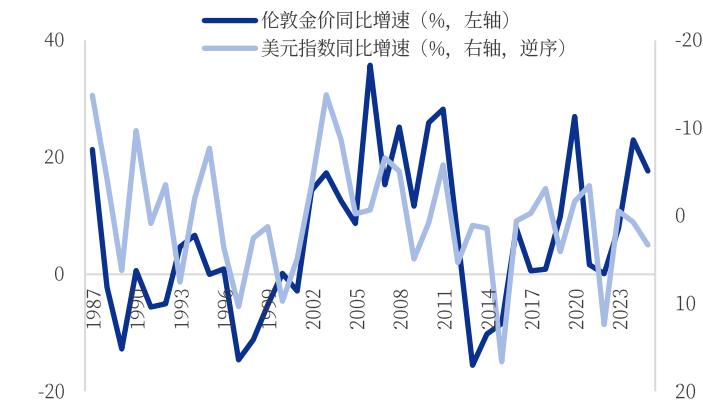
图42：2025年全球黄金ETF基金黄金增持量远超此前相同美国实际利率下降幅度所驱动的增持量



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

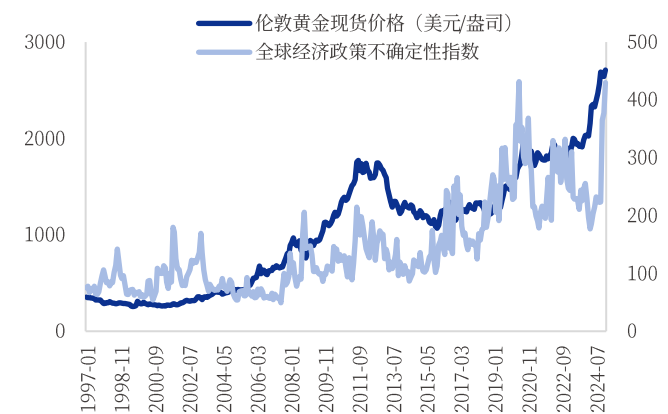
而特朗普立志“让美国再次伟大”（Make America Great Again）可能推动的海湖庄园协议是意图通过干预外汇市场和采取一系列经济手段重塑全球贸易体系、金融体系、安全体系，削弱美元与减轻美元过度高估的影响，从而加强美国的制造业和出口商的竞争力下降。协议中的核心措施除了大规模加征关税外，还有为维持美债利率稳定与美国政府债务持续性且不削弱“弱美元”的效果，调整美国债务结构，降低长端美债收益率，强制其他国家将持有的短期美债置换为超长期的世纪债券。若特朗普执意推进海湖庄园协议，美元贬值与美国债务重组必定影响全球金融市场的稳定，导致市场对美债安全属性与美元信用的担忧，投资者与其他各国央行将加大对黄金资产的配置，驱动金价在中期继续上涨。

图43：黄金价格与美元指数负相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：全球经济政策不确定性加大有助于金价的上涨



资料来源：Wind，Economic Policy Uncertainty，中国银河证券研究院

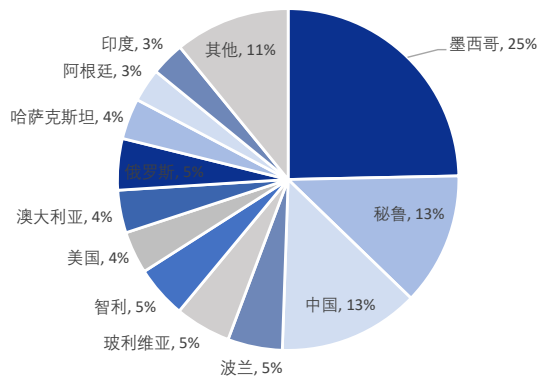
（二）白银：供需缺口持续，金银比有望回调

1、全球白银供给保持稳定

白银的供给主要来自矿产银和再生银，根据世界白银协会数据，2023年全球白银供给量为1011万盎司，其中，矿产银占82%、再生银占18%。由于银矿多以伴生形式存在，2023年独立银矿产银对矿产银的贡献度仅为28.3%，铅锌矿贡献度为30.8%、铜矿为26.7%、金矿为13.7%。全球银

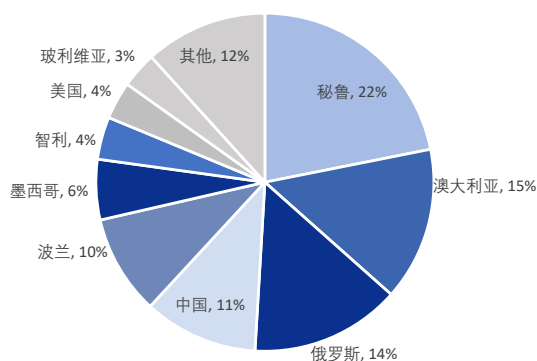
矿资源分布较为分散，主要在秘鲁（22%）、澳大利亚（15%）、俄罗斯（14%）、中国（11%）、波兰（10%）、墨西哥（6%）等国；产量方面，2023 年全球矿产银主要供应国为墨西哥（25%）、秘鲁（13%）、中国（13%）等。全球银产量较为稳定，根据世界白银协会统计，近十年全球银产量基本保持在 950-1050 百万盎司/年之间，年产量变动幅度不超过 5%；预计 2025 年全球白银总供给为 1050 百万盎司，同比增长 3%。

图45：2023 年全球矿产银产量占比



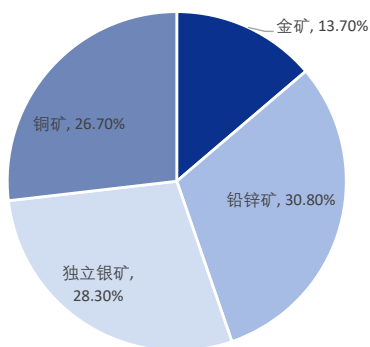
资料来源：USGS, 中国银河证券研究院

图46：2024 年全球银矿储量占比



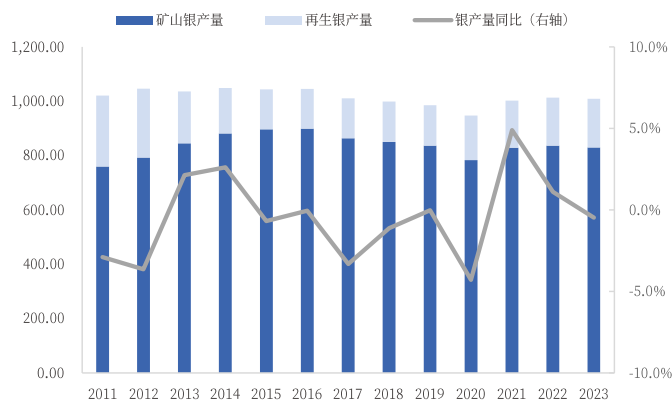
资料来源：USGS, 中国银河证券研究院

图47：2023 年全球矿产银来源



资料来源：世界白银协会, 中国银河证券研究院

图48：2011-2023 年全球银产量（百万盎司）及同比



资料来源：世界白银协会, 中国银河证券研究院

表3：2019-2023 年全球矿产银产量（公吨）

	2019	2020	2021	2022	2023
墨西哥	5,920	5,540	6,110	6,195	6,290
秘鲁	3,860	2,770	3,310	3,079	3,200
中国	3,440	3,380	3,500	3,480	3,400
波兰	1,470	1,250	1,300	1,316	1,320

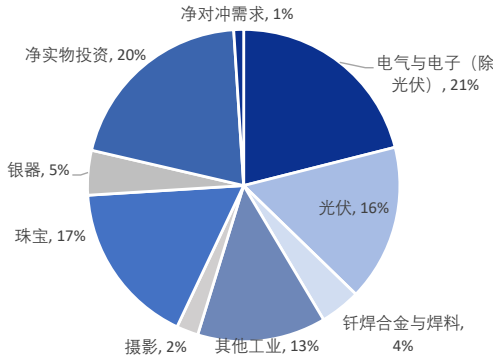
玻利维亚	1,160	930	1,290	1,214	1,350
智利	1,350	1,580	1,280	1,274	1,260
美国	977	1,030	1,020	1,010	1,020
澳大利亚	1,330	1,340	1,360	1,167	1,030
俄罗斯	2,000	1,320	1,320	1,280	1,240
哈萨克斯坦	-	435	-	1,053	985
阿根廷	1,080	710	720	913	808
印度	-	-	610	694	813
加拿大	-	-	-	-	306
瑞典	-	-	-	-	404
其他国家和地区	3,920	3,230	3,200	2,940	2,050
全球产量	26,500	23,500	25,000	25,600	25,500

资料来源：USGS，中国银河证券研究院

2、光伏产业快速发展拉动白银工业需求提升

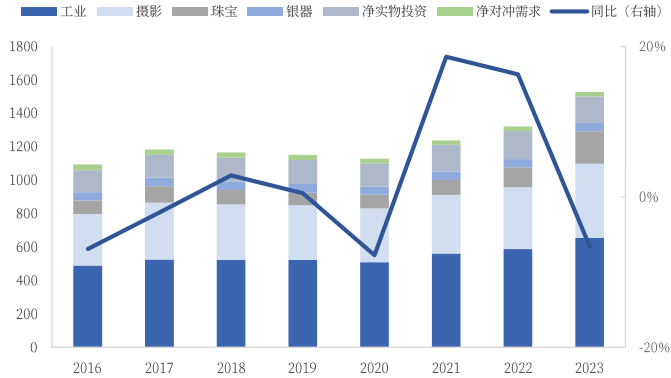
白银需求主要包括工业需求、珠宝、摄影、银器、实物净投资等。根据世界白银协会统计，2023 年工业领域占白银需求 55%，净实物投资需求占 20%，珠宝需求占 17%。工业需求中，随着近年光伏产业快速发展，光伏用银占比迅速提升。2015-2023 年间，全球光伏用银需求占白银总需求比例由 6%提升至 16%。

图49：2023 年全球白银需求结构



资料来源：世界白银协会，中国银河证券研究院

图50：2016-2023 年全球白银需求结构（百万盎司）及增速

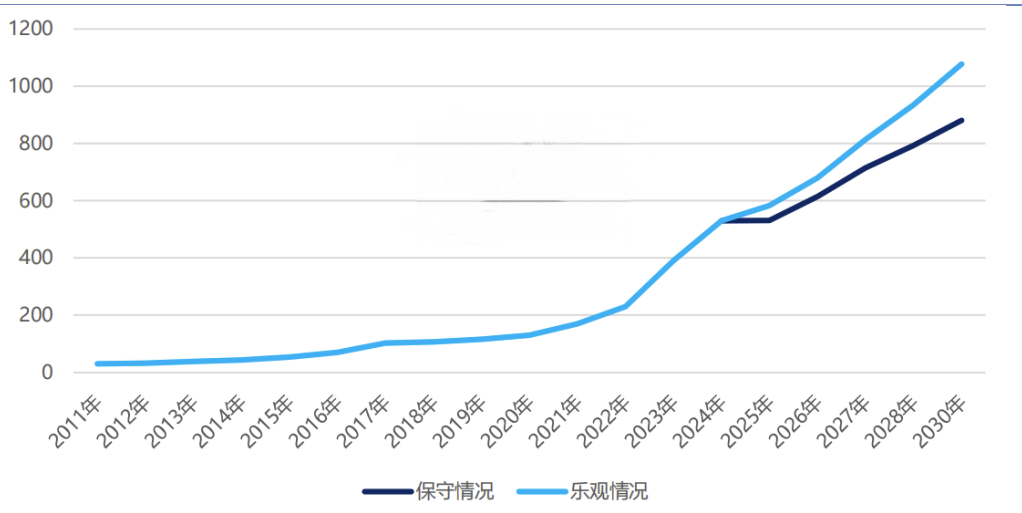


资料来源：世界白银协会，中国银河证券研究院

光伏银浆是光伏电池的重要原材料，具备高导电性、良好的粘附性和抗老化性能，通过涂布或印刷在硅片表面形成金属电极网格，收集电流传递给电池的电路，从而提高电池效率。根据 CPIA 《2024-2025 年中国光伏产业发展路线图》，2024 年，p 型电池片正银消耗量约 52mg/片，背银消耗量约 22mg/片；n 型 TOPCon 电池双面银浆平均消耗量约 86mg/片；异质结电池双面低温银浆消耗量约 75mg/片；XBC 电池银浆消耗量约 135mg/片。根据 CPIA 统计，2024 年，n 型 TOPCon 电池片市场占比达 71.1%，PERC 电池片市场占比 20.5%，异质结电池片市场占比 3.3%，XBC 电池片市场占比 5.0%。由于银浆在电池片成本中占比较高，CPIA 预计未来通过多主栅技术、减小栅线宽度、贱金属技术等单位电池银浆消耗量将逐渐下降。

根据国际可再生能源机构 (IRENA) 在《全球能源转型展望》中提出的 1.5℃情景，到 2030 年，光伏装机将超过 5400GW。根据国际能源署 (IEA) 在《2024 年可再生能源分析与展望》中预测，到 2030 年，光伏新增装机容量在各种电源形式中占比将达到 70%。整体而言，全球光伏市场仍有增长空间。2024 年全球光伏新增装机约 530GW，CIPA 预测 2025 年全球光伏新增装机量 531-583GW。未来在光伏发电成本持续下降和新兴市场需求增长等有利因素的推动下，全球光伏新增装机仍将持续增长。综合考虑全球光伏新增装机的增长情况以及单位光伏电池银浆消耗量下降的情况，我们测算 2025-2026 年全球光伏银浆需求为 6581/6697 吨，增速为 5%/2%。

图51: 2011-2024 全球光伏新增装机规模以及 2025-2030 年新增规模预测 (GW)



资料来源: CIPA, 中国银河证券研究院

表4: 全球光伏银浆需求测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球光伏新增装机量(GW)	230	390	530	581	641
yoy		70%	36%	10%	10%
容配比	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
TOPCon					
市占率	8%	23%	71%	82%	80%
需求量(GW)	25	117	490	619	667
单位耗银量 (mg/片)	115	109	86	83	75
功率 (W/片)	7.9	8.1	9.5	9.7	9.8
用银量 (吨)	360	1578	4450	5316	5097
PERC					
市占率	88%	73%	21%	4%	0%
需求量(GW)	263	370	141	30	0
单位耗银量 (mg/片)	91	84	74	72	69
功率 (W/片)	8.0	8.1	8.9	9.0	9.0
用银量 (吨)	2998	3858	1175	243	0
HJT					
市占率	1%	3%	3%	5%	8%
需求量(GW)	2	13	23	38	67
单位耗银量 (mg/片)	127	115	75	73	70
功率 (W/片)	10.5	10.8	10.9	11.1	11.2

用银量 (吨)	22	141	156	249	417
XBC					
市占率	0%	1%	5%	8%	12%
需求量(GW)	1	5	34	60	100
单位耗银量 (mg/片)	135	135	135	128	120
功率 (W/片)	9.8	9.8	9.8	10.0	10.2
用银量 (吨)	8	63	476	773	1182
全球光伏银浆需求合计(吨)	3389	5640	6258	6581	6697
yoy		66%	11%	5%	2%

资料来源: CPIA, 《光伏发电系统最优配比分析》, 中国银河证券研究院整理

3、白银供需缺口或将持续

根据世界白银协会预测, 受益于绿色经济的持续结构性收益, 2025 年全球光伏装新增机量有望再创新高, 带动工业领域白银需求首次超过 7 亿盎司; 但珠宝和银器需求的疲软将抵消工业应用和零售投资的增长, 预计 2025 年全球白银需求为 12 亿盎司, 保持稳定。供给方面, 加拿大和智利 de Hecla' s Keno Hill 和 Gold Fields' Salares Norte 产量有望持续增长, 在摩洛哥, Aya Gold 和 Silver' s Zgounder 扩建也将提升产量, 预计 2025 年全球矿产银将达到近七年高位的 8.4 亿盎司; 工业废料和珠宝、银器回收将带动再生银产量增至 2 亿盎司, 预计 2025 年全球白银总供给为 10.5 亿盎司。我们预测 2025 年全球白银市场供给缺口为 1.75 亿盎司, 供给缺口持续第五年。

表5: 全球白银供需平衡表 (Moz)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给									
矿产银	863.6	850.6	837.2	783.4	829	836.7	830.5	823.5	844
再生银	147.2	148.7	148.2	164.3	173.7	176.9	178.6	178.9	203
净对冲供应	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	0
净官方部门销售	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5
总供给	1,012	1,001	1,000	957	1,004	1,015	1,010	1,004	1,049
需求									
工业 (总计)	526.4	524.2	523.5	509.7	561.3	588.3	654.4	711	730
其中: 电气与电子	339.7	331	327.3	322	351.2	371.3	445.1	485.6	499
其中: 钎焊合金与焊料	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.8	50
其中: 其他工业	135.8	141.2	143.8	140.2	159.6	167.8	159	173.5	165
摄影	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	27	26.1	27
珠宝	196.2	203.2	201.6	150.9	182	234.5	203.1	211.3	198.6
银器	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.2	58.8	49.4
净实物投资	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	337.1	243.1	212	218.4
净对冲需求	1.1	24	0	0	3.5	17.9	12.2	0	0
总需求	971	99	1,004	927	1,100	1,279	1,195	1219	1,223
市场平衡	40.5	1.3	-4.1	30.6	-95.4	-263.5	-184.3	-215.2	-175

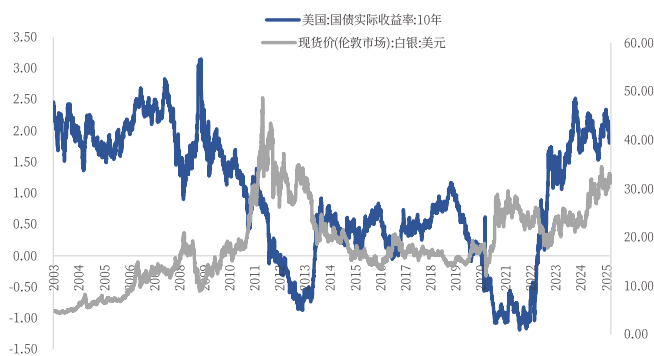
ETP 净投资	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-42.1	50	-
扣除 ETP	33.3	22.7	-87.4	-300.5	-160.3	-137.7	-142.2	-265.3	-
名义银价（美元/盎司）	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.34	-

资料来源：世界白银协会、百川盈孚，中国银河证券研究院整理

4、金银比有望回调，银价具备较强支撑

白银兼具金融属性和商品属性，作为贵金属，其金融属性类似于黄金，在传统定价框架下与美债实际利率存在显著负相关性；在商品属性角度，白银的导热性和导电性使其工业应用场景更为广泛，较黄金具备的更强的商品属性。白银的金融属性使其价格走向与黄金高度相关，其商品属性使得白银较黄金价格具备更高的弹性。金银比可以一定程度反映白银剔除金融属性的商品属性表现，当前金银比为 90，处于较高位置，供需缺口的支撑下金银比有望回调，银价具备较强支撑。

图52：伦敦现银（右轴）与美国 10 年期国债实际收益率（%）



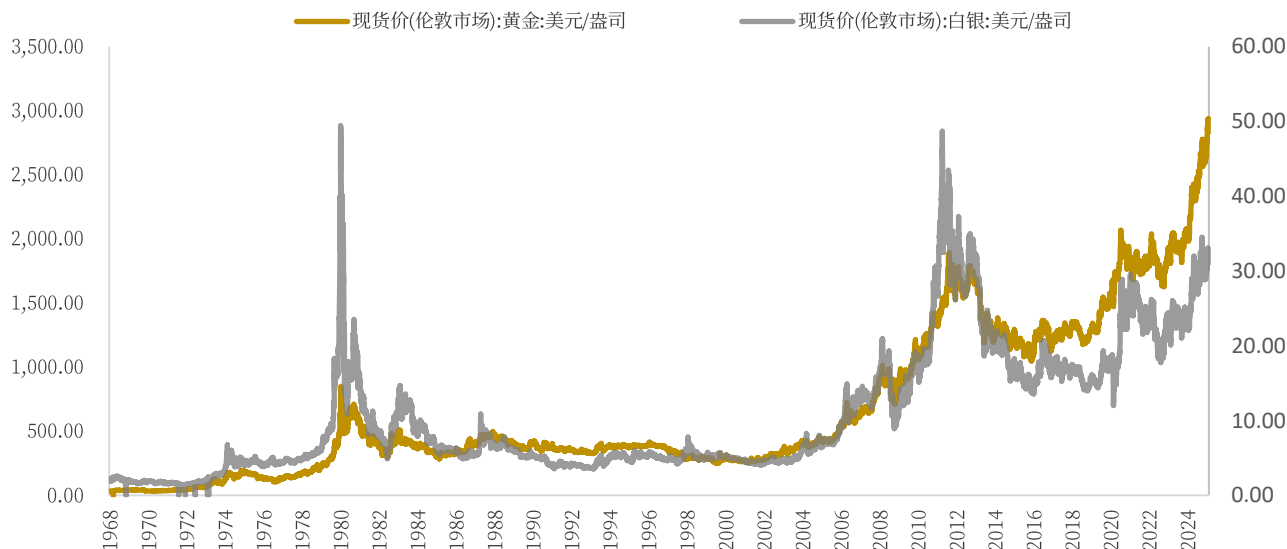
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图53：1968 至今金银比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图54：1968 至今黄金、白银价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、内生+外延，白银+黄金，公司成长动能持续

（一）金山技改完成，产量提升+100%持股，带动业绩修复

根据采矿权评估报告，金山矿业的额仁陶勒盖矿区III、VII矿段 640m 标高以上为氧化矿石，640m 标高以下为原生矿石。本次技改前，金山矿业的选矿工艺是 3000 吨/日磁选全泥氰化生产线，适用于靠近地表的锰银氧化矿。随着矿山开采深度的增加，金山矿业井下标高 420 米（六中段以下）矿石性质已过渡为原生多金属矿，原有的全泥氰化选矿工艺束缚了矿山对原生矿产资源的回收及综合利用。金山矿业于 2023 年 10 月开始技改工作，将原处理锰银氧化矿的全泥氰化生产工艺改造成处理原生矿的浮选生产工艺，技改于 2024 年 9 月完成，金山矿业的主要产品也将由原来的银锭、金锭变为含金银精粉（金单独计价）。

2023-2024 年贵金属价格大幅上涨，国内现货白银价格上涨 18%、29.5%，黄金价格同比上涨 14.7%、23.5%。然而受到金山技改影响，公司 2023 年银锭、黄金产量大幅下降 54%、41%，金山矿业当年营收和净利润同比大幅下滑 42%、92%，拖累公司当年业绩下滑 59%。

本次金山矿业技改完成后将提高银、金的回收率，减少药剂消耗，降低生产成本。金山矿业证载生产规模为 48 万吨/年。伴随产能恢复以及回收率的提高，未来两年金山矿业银、金产出有望大幅提升。盛达资源已于 2024 年 11 月以现金 6.14 亿元获得金山矿业剩下 33% 股权，公司持有金山矿业的股权已提升至 100%，2025 年金山矿业在股权上对上市公司的归母净利润贡献将得到提升。且控股股东盛达集团承诺金山矿业 2025-2027 年累计净利润不低于 47,000.00 万元，否则将予补偿。未来随着金山矿业的金、银产量增长，以及生产成本的降低，利润回升有望带动公司业绩整体提升。

表6：金山矿业技改前后金、银回收率对比

	产品	金属	回收率
技改前	银泥(75%-80%)	银	68.86%
		金	68.86%
	锰银精矿(25%)	银	15%
		金	15%
技改后	重选精矿	银	5%
		金	19%
	银金精矿	银	78%
		金	71%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（二）鸿林矿业 2025 年投产，切入黄金赛道，估值有望提升

鸿林矿业的菜园子铜金矿位于四川凉山州木里县，在甘孜-理塘构造带南段，是川西高原重要的有色、贵金属成矿构造带。四川黄金旗下的梭罗沟金矿以及耳泽金矿、阿加隆洼金矿、噶拉金矿等矿床也在该矿带，该矿带具备较好的成矿潜力及找矿前景。

参考地处同一矿带的在产金矿四川黄金梭罗沟金矿，金平均品位为 3.37g/t，证载生产规模 60 万吨/年，2023 年原生矿石入选量 69.49 万吨，生产金精矿金属量 1.67 吨、销售 1.65 吨，测算 2023 年金精矿生产成本为 163 元/克。根据《四川省木里县菜园子矿区铜金矿勘探报告》，菜园子铜金矿矿区内探明工业矿体 6 条，主要矿石矿物为黄铜矿和自然金，脉石矿物以石英、绢云母为主，矿石中不含其他可供综合回收的伴生有益元素，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，选矿工艺简单，加之金属含碳量较低，砷含量很少，预计菜园子铜金矿开采成本可得到较好控制。

盛达资源于 2023 年增资 3 亿元取得鸿林矿业 53%股权，2024 年 10 月公司计划收购鸿林矿业剩余 47%股权，预估值 3.6 亿元。鸿林矿业菜园子铜金矿工业矿体累计查明金资源量 17 吨、铜资源量 2.9 万吨，金属平均品位 2.82 克/吨，铜金属平均品位 0.48%，证载生产规模 39.60 万吨/年，综合回收率为 90.28%，根据公司指引，菜园子铜金矿预计 2025 年 7-9 月开始试生产。对比银泰黄金在 2016 年收购 Eldorado Gold Corporation 切入黄金赛道后估值的显著提升，盛达资源收购鸿林矿业菜园子铜金矿并拟提升持股比例至 100%，由传统银铅锌为主赛道向黄金领域延伸发力，伴随 2025 年菜园子铜金矿投产预计将推动公司估值进一步提升。

表7：鸿林矿业菜园子铜金矿资源情况

类型	资源量类型	矿石资源量 (万吨)	金属资源量		平均品位	
			金 Au(kg)	铜 Cu(t)	金 Au(g/t)	铜 Cu
工业矿体	331	252.4	6,625	12,390	2.62	0.49%
	332	181.6	5,643	8,867	3.11	0.49%
	333	171.6	4,781	7,758	2.79	0.45%

	小计	605.6	17,049	29,015	2.82	0.48%
低品位矿体	331	8.1	30	242	0.37	0.30%
	332	18.7	55	469	0.29	0.25%
	333	12.6	35	453	0.28	0.36%
	小计	39.4	120	1,164	0.30	0.30%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）储备银矿资源接续性好，业绩增长可延续

作为公司主力矿山银都矿业资源补充，东晟矿业于 2024 年 8 月正式开工建设，投产后将由银都矿业代加工后进行销售。由于该项目不需要建设选矿厂和尾矿库，矿山建设时间相对较短，我们预计乐观情况下 2025 年下半年有望建成投产，2026 年有望达产，预计达产后产银 63 吨/年。

此外，公司还正在积极推进银都矿业克什克腾旗拜仁达坝（北矿区）银多金属矿探矿权和拜仁达坝银多金属矿采矿权的矿业权整合以及深部探矿勘查工作。拜仁达坝银多金属矿（北矿区）1.43 公里探矿权内银资源量达 219 吨，2024 年 8 月采矿权整合已经通过评审备案，后续也将为银都矿业提供资源补充。

公司还储备了德运矿山，银资源量 996 吨，该矿已于 2024 年 2 月取得《采矿许可证》，证载生产规模 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。

（四）专业管理团队领导战略规划切实落地，股权激励保障长期发展

2022 年以来，公司管理团队出现重大调整，由原副董事长赵庆先生出任董事长，刘金钟先生出任公司总裁，王薇女士出任公司副总裁和董事会秘书，朱红军先生、王洋先生出任公司副总裁。公司现任管理团队在矿业领域和资本市场具备专业素质和丰富经验。

根据公司 2023-2027 年战略规划，公司在“原生矿产资源+城市矿山资源”战略基调上，确立以“做大做强贵金属、加速新能源布局”的原则，强化白银龙头地位，提高金银贵金属矿产资源储备，加速锂、铜、镍、锰、钴、铂族元素等新能源矿产资源并购及高纯硫酸锰新材料加工上线；以可持续发展的镍、铜、锂等固废危回收生产为公司业务第二极。公司确立了五年三步走的战略实施计划，即一年内完成“贵金属/新能源金属/能源材料”的初步升级，三年内将新储备的贵金属/新能源金属/新能源材料项目投产，五年内做到行业内“新（能源金属）贵（金属）”一族。随着公司金山技改完成，菜园子、东晟、德运矿山建设的推进，公司五年战略规划正逐步落地。

2024 年 8 月，公司开展员工持股计划，总金额不超过 3,132.04 万元，设计股票规模不超过 538.15 万股，占公司目前股份总数 0.78%，参与人员为董监高 8 人以及其他员工。根据业绩考核设置，公司层面业绩考核以 2023 年营收及归母净利润为考核基数，2024 年营收增长大于 20%或归母净利润增长大于 15%可全部解锁第一批股权份额，2025 年营收增长大于 44%或归母净利润增长大于 32.25%可全部解锁第二批股权份额。

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司作为国内白银龙头，积极向黄金领域延伸。2025 年主力矿山金山矿业技改完成产能有望恢复，100%持股后将进一步拉动公司白银黄金权益产量提升；待产矿山菜园子铜金矿投产，拟增资至 100%持股，更进一步增厚银、金产量；东晟矿业、银都北区、德运矿业补充资源接续力强。贵金属牛市有望持续，量价齐升，公司业绩有望迎来底部反转。

基于以下假设，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.74/6.06/9.84 亿元，对应 EPS 为 0.54/0.8/1.3（考虑增发对 EPS 的摊薄影响），对应 PE 各为 28/19/12x。

1、产销量方面：考虑到金山矿业技改完成，鸿林矿业投产预期，预计 2025 年金山矿业金、银产量 207kg、60 吨，较 2024 年分别增加 122kg、43 吨，2025 年菜园子投产增加黄金产量 500kg；以及 2026 年东晟矿业投产预期，预计 2025-2026 年公司金属产销量整体大幅提升：白银 177/236 吨，同比+28.3%/33.1%；黄金 707/1358kg，同比+461.0%/92.1%；铅 1.4/1.7 万吨，同比+7.2%/21.4%；锌 2.8/3.3 万吨，同比+15.8%/19.6%；铜 850/1785 吨。

2、价格方面：政策风险加大黄金投资需求，黄金价格中期上涨逻辑仍将演绎，供需缺口支撑下金银比有望回调，支撑白银价格银价，假设 2025-2026 国内现货黄金价格 700/720 元/g，白银价格 7900/7950 元/g；锌价受供给增加影响，锌精矿均价 1.7/1.6 万元/吨；2025-2026 年铅精矿均价稳定在 1.6 万元/吨；铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬，假设 2025-2026 年铜精矿均价 6.7/6.9 万元/吨。

表8：公司主营业务预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量							
Pb 金属量 (t)	12232	15655	15967	13751	13200	14150	17178
Zn 金属量 (t)	24781	24590	27503	27375	24000	27780	33230
Ag 金属量 (t)	168	216	217	145	138	177	236
Au (kg)	230	293	250	148	126	707	1358
Cu(t)						850	1785
矿业板块营业收入 (亿元)	11.52	14.99	16.04	12.68	15.42	23.12	34.59
矿业板块营业成本 (亿元)	4.08	4.28	5.95	5.89	5.33	8.06	11.61
矿业板块毛利 (亿元)	7.44	10.71	10.09	6.79	10.09	15.05	22.98
毛利率	65%	71%	63%	54%	65%	65%	66%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

(二) 估值与投资建议

1. 相对估值

公司为传统白银企业，通过并购向黄金领域延伸。由于白银与黄金走势高度相似，我们选取以白银、黄金采选为主业的上市公司兴业银锡、山金国际、赤峰黄金、山东黄金作为可比公司。2024-2026 年可比公司 PE 的算术均值分别为 24.4/17.7/14.9x。伴随公司金山矿业技改完成以及菜园子铜金矿 2025 年中投产预期，公司业绩的核心驱动在白银产品基础上黄金占比逐步提升；公司收购菜园子后，根据公司战略规划有望继续寻找金矿标的收购，公司从白银转型黄金，估值有望得到提升；加之公司 EPS 在可比公司中增速较快，存在一定估值优势。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.74/6.06/9.84 亿元，对应 PE 各为 28/19/12x，2026 年估值低于可比公司均值。

表9：可比公司估值（2025.3.27）

可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				市盈率 PE			
		2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
兴业银锡	236	0.53	0.89	1.11	1.38	25.1	14.9	12.0	9.6
山金国际	503	0.51	0.78	1.13	1.31	35.5	23.2	16.0	13.8
赤峰黄金	375	0.48	1.06	1.21	1.39	43.4	19.7	17.2	15.0
山东黄金	1,080	0.52	0.66	1.01	1.23	49.9	39.3	25.7	21.1
平均值						38.5	24.3	17.7	14.9
盛达资源	106	0.21	0.54	0.80	1.30	71.8	28.4	19.2	11.8

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，我们作出如下假设得到 WACC 为 6.64%，针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析，测算出公司每股估值区间为 16.43-23.99 元，对应市值区间为 124-181 亿元。

表10：FCFF 核心假设

指标	数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.84%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	7.40%	2014-2024 年沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数β	0.93	公司上市以来相对沪深 300 的 Beta 值
税率	18%	公司近三年实际所得税税率
债务资本成本 Kd	4.35%	中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
债务资本比重 Wd	10.36%	长期债务/（长期债务+所有者权益）
股权资本成本 Ke	7.00%	$Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$
加权平均资本成本 WACC	6.64%	$WACC=Kd*Wd(1-T)+Ke*(1-Wd)$

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表11：WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

永续增长率 g	WACC						
	5.14%	5.64%	6.14%	6.64%	7.14%	7.64%	8.14%
-0.10%	20.91	18.90	17.21	15.78	14.54	13.46	12.52
0.40%	22.81	20.43	18.47	16.82	15.42	14.21	13.16
0.90%	25.14	22.28	19.96	18.04	16.43	15.06	13.88
1.40%	28.11	24.56	21.76	19.50	17.63	16.06	14.72
1.90%	31.99	27.45	23.99	21.26	19.05	17.22	15.69
2.40%	37.28	31.24	26.82	23.44	20.77	18.61	16.83
2.90%	44.94	36.41	30.52	26.20	22.90	20.30	18.19

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司是国内白银龙头企业，白银资源禀赋优质；并购菜园子铜金矿向黄金行业进一步延伸。伴随主力矿山金山矿业技改完成以及后续东晟、德运矿业的投产，公司白银产量有望显著修复与增长；并购菜园子铜金矿预计 2025 年中投产，将带动黄金产量大幅提升。美联储宽松政策下贵金属牛市有望延续，公司金、银产量大幅提升将助推公司业绩迎大幅抬升至新高度。公司由传统银铅锌业务向黄金行业延伸，增强贵金属属性，估值有望抬升。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.74/6.06/9.84 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 为 0.54/0.8/1.3（考虑增发对 EPS 的摊薄影响），对应 PE 各为 28/19/12x，维持“推荐”评级。

六、风险提示

1) 美联储降息不及预期的风险：美联储降息政策通过影响美债名义利率变化，推动美国实际利率变化，进而影响黄金、白银价格，如果美联储降息不及预期，利率下降幅度或不及预期，黄金、白银价格可能受到压制。

2) 公司黄金、白银产量不及预期的风险：公司在产矿山可能受到开采矿段品位变化等影响；公司在建项目可能受到地方政策、地质情况复杂以及人员设备等因素影响，可能影响审批、建设进度，进而导致项目进程放缓，影响黄金、白银产量。

3) 贵金属价格大幅下跌的风险：公司业绩受到金、银价格直接影响，贵金属价格受到宏观经济环境、市场供求关系、全球地缘政治冲突、美元表现等多重因素影响，若未来贵金属价格超预期大幅下跌，公司生产效益可能受损，对公司业绩将带来不利影响。

4) 全球地缘冲突回落导致的利空金价的风险：如果全球地缘冲突回落，各国央行为加强未来地缘政治冲突风险防范，应对单一货币占据外汇储备主导地位的信用风险的需求或将弱化，各国央行对于黄金资产的增持需求或相应下降，或将利空金价。

图表目录

图 1: 盛达资源发展历程.....	4
图 2: 盛达资源贵金属业务矿山分布示意.....	5
图 3: 盛达资源股权结构图	6
图 4: 2023 年公司营业收入按产品构成占比.....	6
图 5: 2023 年公司毛利按产品构成占比.....	6
图 6: 2019-2023 年公司产品产量	7
图 7: 2019-2023 年公司产品销量	7
图 8: 2017-2023 年公司营业收入及增速	7
图 9: 2017-2023 年公司归母净利润收入及增速	7
图 10: 2021Q1-2024Q3 公司单季营业收入及增速	8
图 11: 2021Q1-2024Q3 公司单季归母净利润及增速	8
图 12: 公司在产矿山 2019-2024H1 营业收入（亿元）	9
图 13: 公司在产矿山 2019-2024H1 净利润（亿元）	9
图 14: 银都矿业 2020-2024H1 营业收入及增速	10
图 15: 银都矿业 2020-2024H1 净利润及增速	10
图 16: 金山矿业 2020-2024H1 营业收入及增速.....	11
图 17: 金山矿业 2020-2024H1 净利润及增速	11
图 18: 光大矿业 2020-2024H1 营业收入及增速	12
图 19: 光大矿业 2020-2024H1 净利润及增速	12
图 20: 金都矿业 2020-2024H1 营业收入及增速	12
图 21: 金都矿业 2020-2024H1 净利润及增速	12
图 22: 黄金价格走势回顾.....	14
图 23: 2023 年 11 月下旬至 2024 年年底金价大涨但美国国债实际利率中枢并无明显变化.....	15
图 24: 2022 年后金价与美债实际利率负相关性走势发生了偏离	15
图 25: 2024 年 3-4 月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨	15
图 26: 2022 年后全球央行黄金净购买量大幅增加.....	16
图 27: 2022 年起全球央行购金量已超出基金 ETF 黄金抛售量	16
图 28: 2022 年以来全球央行购金量最多的 10 个国家	17
图 29: 中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家.....	17
图 30: 2024 年受访央行对未来 12 个月全球央行黄金储备变化的预测	17
图 31: 发达与发展中国家债务占 GDP 比重对应的政治时局（%）	18
图 32: 2018 年中美贸易战后全球央行增加季度黄金购买量	18
图 33: 美联储 2025 年 3 月点阵图	18

图 34: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率.....	18
图 35: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行, 驱动黄金价格上涨.....	19
图 36: 在美联储降息期间, 全球黄金 ETF 基金持加速持黄金	20
图 37: 全球黄金 ETF 基金黄金持有量 (吨)	20
图 38: 美国政府债务加速扩张.....	20
图 39: 2024 年 3 月“信用贬值”交易下对冲资产黄金与比特币价格皆创新高.....	20
图 40: 美国财政赤字与黄金价格.....	21
图 41: 美国加征关税使市场对美国经济前景的担忧增加.....	22
图 42: 2025 年全球黄金 ETF 基金黄金增持量远超此前相同美国实际利率下降幅度所驱动的增持量.....	22
图 43: 黄金价格与美元指数负相关.....	22
图 44: 全球经济政策不确定性加大有助于金价的上涨.....	22
图 45: 2023 年全球矿产银产量占比	23
图 46: 2024 年全球银矿储量占比	23
图 47: 2023 年全球矿产银来源	23
图 48: 2011-2023 年全球银产量 (百万盎司) 及同比	23
图 49: 2023 年全球白银需求结构	24
图 50: 2016-2023 年全球白银需求结构 (百万盎司) 及增速.....	24
图 51: 2011-2024 全球光伏新增装机规模以及 2025-2030 年新增规模预测 (GW)	25
图 52: 伦敦现银 (右轴) 与美国 10 年期国债实际收益率 (%)	27
图 53: 1968 至今金银比.....	27
图 54: 1968 至今黄金、白银价格走势	28
表 1: 盛达资源矿产资源情况 (截至 2023 年底)	8
表 2: 美联储历次降息期间的金价涨幅	19
表 3: 2019-2023 年全球矿产银产量 (公吨)	23
表 4: 全球光伏银浆需求测算	25
表 5: 全球白银供需平衡表 (Moz)	26
表 6: 金山矿业技改前后金、银回收率对比.....	29
表 7: 鸿林矿业菜园子铜金矿资源情况	29
表 8: 公司主营业务预测.....	31
表 9: 可比公司估值 (2025.3.27)	32
表 10: FCFF 核心假设.....	32
表 11: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	33

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1778.20	1940.43	2972.34	3858.99
现金	446.86	330.73	1032.91	1428.22
应收账款	49.58	30.61	39.97	54.25
其它应收款	640.65	778.75	1017.05	1380.42
预付账款	33.77	29.09	34.04	40.78
存货	245.91	366.35	426.12	508.72
其他	361.43	404.91	422.25	446.60
非流动资产	4771.59	5225.51	5651.68	6034.62
长期投资	711.81	744.05	776.29	808.53
固定资产	1906.63	1963.52	1996.55	2005.72
无形资产	1347.10	1696.80	2024.73	2330.89
其他	806.06	821.13	854.10	889.49
资产总计	6549.80	7165.93	8624.02	9893.62
流动负债	1844.66	2106.44	2288.82	2543.35
短期借款	751.54	751.54	751.54	751.54
应付账款	452.05	520.28	608.70	729.29
其他	641.07	834.61	928.58	1062.52
非流动负债	796.59	802.95	802.95	802.95
长期借款	143.50	143.50	143.50	143.50
其他	653.09	659.45	659.45	659.45
负债合计	2641.26	2909.39	3091.77	3346.29
少数股东权益	782.66	924.40	1154.44	1527.63
归属母公司股东权益	3125.89	3332.15	4377.81	5019.69
负债和股东权益	6549.80	7165.93	8624.02	9893.62

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	315.30	695.62	1025.81	1474.45
净利润	203.61	515.43	836.51	1357.06
折旧摊销	216.18	302.04	344.08	389.30
财务费用	69.74	69.74	69.74	69.74
投资损失	-54.71	-58.80	-76.79	-104.23
营运资金变动	-247.36	-130.14	-150.11	-239.59
其它	127.85	-2.65	2.39	2.17
投资活动现金流	-292.13	-694.00	-693.07	-667.42
资本支出	-289.16	-723.54	-725.40	-727.18
长期投资	-26.42	-32.47	-32.47	-32.47
其他	23.45	62.01	64.79	92.23
筹资活动现金流	163.79	-117.76	369.46	-411.73
短期借款	403.48	0.00	0.00	0.00
长期借款	13.50	0.00	0.00	0.00
其他	-253.18	-117.76	369.46	-411.73
现金净增加额	186.96	-116.14	702.19	395.31

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2253.50	2351.92	3071.63	4169.06
营业成本	1533.19	1316.98	1540.79	1846.03
营业税金及附加	161.41	117.60	153.58	208.45
营业费用	1.40	1.41	1.84	2.50
管理费用	253.92	258.71	337.88	458.60
财务费用	69.21	67.51	69.08	69.74
资产减值损失	-12.70	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动收益	-6.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.71	58.80	76.79	104.23
营业利润	249.81	628.58	1020.13	1654.95
营业外收入	9.95	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	256.05	628.58	1020.13	1654.95
所得税	52.44	113.14	183.62	297.89
净利润	203.61	515.43	836.51	1357.06
少数股东损益	55.62	141.74	230.04	373.19
归属母公司净利润	147.99	373.69	606.47	983.87
EBITDA	497.33	998.12	1433.28	2113.99
EPS (元)	0.21	0.54	0.80	1.30

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19.92%	4.37%	30.60%	35.73%
营业利润	-59.79%	151.62%	62.29%	62.23%
归属母公司净利润	-59.41%	152.51%	62.29%	62.23%
毛利率	18.04%	22.02%	22.00%	22.82%
净利率	6.57%	15.89%	19.74%	23.60%
ROE	4.73%	11.21%	13.85%	19.60%
ROIC	4.41%	10.33%	13.13%	18.10%
资产负债率	40.33%	40.60%	35.85%	33.82%
净负债比率	18.17%	22.01%	4.24%	-2.45%
流动比率	0.96	0.92	1.30	1.52
速动比率	0.81	0.73	1.09	1.29
总资产周转率	0.38	0.34	0.39	0.45
应收账款周转率	71.97	58.66	87.04	88.49
应付账款周转率	4.18	2.71	2.73	2.76
每股收益	0.21	0.54	0.80	1.30
每股经营现金	0.46	1.01	1.36	1.95
每股净资产	4.53	4.83	5.80	6.65
P/E	71.80	28.43	19.17	11.82
P/B	3.40	3.19	2.66	2.32
EV/EBITDA	16.76	11.58	8.28	5.42
P/S	4.72	4.52	3.46	2.55

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业首席分析师。

阎予露，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明	
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn