

2025 年 05 月 22 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 21 日

收盘价（元）	13.45
一年内最高/最低（元）	16.88/9.69
总市值（百万元）	9,280.09
流通市值（百万元）	8,967.34
总股本（百万股）	689.97
资产负债率（%）	45.60
每股净资产（元/股）	4.40

资料来源：聚源数据

盛达资源 (000603. SZ)

——短中长期增长路线明晰，白银龙头布局黄金或迎量价齐升

投资要点：

- **国内矿产白银龙头，收购布局黄金板块。**公司自 2011 年开始先后收购银都矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业 5 家内蒙古白银矿山企业成为国内白银龙头，并于 2018 年收购金山矿业、2023 年收购鸿林矿业布局黄金板块。截至 24 年底，公司经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨、金金属量约 34 吨，年采选能力近 200 万吨，未来多个待产矿山项目建成达产后有望进一步巩固龙头地位。
- **矿山技改完成+金银价格上行，公司业绩或重回上升轨道。**2021–2023 年公司归母净利润有所承压，主要系 2022 年金属价格下跌，2023 年子公司金山矿业技改期间采选量下降且新增权益金缴纳等因素所致。2024 年公司实现营业收入 20.13 亿元，同比–10.66%（扣除贸易业务后为 16.09 亿元，同比+11.92%），实现归母净利润 3.90 亿元，同比+163.56%实现大幅增长，主要系金山矿业完成技改后产量逐渐恢复，叠加基本金属价格上涨所致；2025 年一季度公司实现营业收入 3.53 亿元，同比+33.92%，实现归母净利润 0.08 亿元同比扭亏，我们认为公司已基本摆脱前期不利因素，业绩或重回上升轨道。
- **待产矿山建设逐步推进，公司中期产量增长路线明晰。**根据对公司各待产项目的预计投产节点梳理，我们判断公司 2025–2027 年期间每年均可见较明晰的产量增长，具体看：1）鸿林矿业，目前正在进行矿山建设工作，预计 2025 年 7–9 月进入试生产；2）银都矿业，拜仁达坝（北矿区）探矿权正与采矿权进行整合，有望于 2025 年底前进入开采状态；3）东晟矿业，正全面统筹推进巴彦乌拉银多金属矿建设工作，力争实现 2026 年内投产。我们认为，公司多个待产矿山即将陆续进入建成投产节点，2025–2027 年间具备较明晰的产量增长路线，业绩有望随之实现加速释放。
- **内生探矿增储+外延资源并购共进，公司远期成长空间持续打开。**公司旗下银都矿业、光大矿业、金都矿业均归属于“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，探矿增储+分散矿权整合潜力强。另据公司公告，公司正积极推进金、银等优质贵金属原生矿产资源项目的并购，对全国重点矿产资源聚集地的区域进行密切地调研考察，力争于 2025 年内完成一个并购项目，我们认为公司后续资源并购有望持续，远期成长空间持续打开。
- **“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能。**中期视角上，“特朗普 2.0”或在暂停关税的 90 天内成为黄金市场交易的首要主线，其包含的关税加征、减税延续、以及“滞胀”等预期为黄金价格上涨提供较强动能；长期视角上，“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线将在 2025 年持续催化，保护主义+大国博弈背景下央行增储将对金价形成强有力底部支撑，金银价格上行动能充足。此外，受光伏用银需求持续高增长影响全球白银供需缺口或进一步放大，有望成为白银价格中枢上行的有力支撑。

- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2025–2027 年分别实现营业收入 24.98/33.27/39.99 亿元，归母净利润 5.76/8.43/10.83 亿元，EPS 为 0.84/1.22/1.57 元/股，按 2025 年 5 月 21 日收盘价计算的 PE 为 16.10/11.00/8.57 倍。选择同为白银/黄金矿业企业的兴业银锡、山东黄金、赤峰黄金作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 18.15 倍。鉴于公司作为我国矿产白银龙头，矿产品产量有望伴随金山矿业采选量爬坡+鸿林矿业建成投产+银都矿业拜仁达坝（北矿区）探矿权整合完毕+东晟矿业建成投产实现快速增长，叠加金银价格上行共同驱动下业绩有望实现高速增长，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 金属价格波动风险、安全生产风险、待产矿山进度不及预期风险等。

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,254	2,013	2,498	3,327	3,999
同比增长率（%）	19.92%	-10.66%	24.10%	33.18%	20.19%
归母净利润（百万元）	148	390	576	843	1,083
同比增长率（%）	-59.41%	163.56%	47.74%	46.36%	28.43%
每股收益（元/股）	0.21	0.57	0.84	1.22	1.57
ROE（%）	4.73%	12.82%	16.72%	20.89%	22.59%
市盈率（P/E）	62.71	23.79	16.10	11.00	8.57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 24.98/33.27/39.99 亿元，归母净利润 5.76/8.43/10.83 亿元，EPS 为 0.84/1.22/1.57 元/股，按 2025 年 5 月 21 日收盘价计算的 PE 为 16.10/11.00/8.57 倍。选择同为白银/黄金矿业企业的兴业银锡、山东黄金、赤峰黄金作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 18.15 倍。鉴于公司作为我国矿产白银龙头，矿产品产量有望伴随金山矿业采选量爬坡+鸿林矿业建成投产+银都矿业拜仁达坝（北矿区）探矿权整合完毕+东晟矿业建成投产实现快速增长，叠加金银价格上行共同驱动下业绩有望实现高速增长，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

假设公司 2025–2027 年含银铅/锌精粉营收增速分别为 16.64%/6.71%/17.53%，毛利率分别为 69.84%/69.93%/70.05%；银锭/含金银精粉/黄金营收增速分别为 99.12%/139.05%/30.76%，毛利率分别为 63.21%/64.39%/65.17%；再生新能源金属营收增速均为 10.00%，毛利率均为 10.00%。

投资逻辑要点

在产矿山：资源优势雄厚，高品位+低成本造就强盈利能力。公司主力矿产资源地质储量规模大、品位高，具备较强的探矿增储潜力。公司旗下银都矿业、光大矿业、金都矿业均属于“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。

待产矿山：待产矿山建设进度加速，公司产量增长路线明晰。鸿林矿业目前正在进行矿山建设工作，预计 2025 年 7–9 月试生产；银都矿业拜仁达坝（北矿区）探矿权正与采矿权进行整合，整合完毕后有望在短时间内进入开采状态；东晟矿业正全面统筹推进巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目基建期的建设工作，力争实现 2026 年内投产。

资源并购：公司正积极推进金、银等优质贵金属原生矿产资源项目的并购，对全国重点矿产资源聚集地的区域进行密切地调研考察，找到符合公司并购标准且具备并购条件的矿产资源。除推进鸿林矿业剩余 47%股权并购工作以外，力争年内完成一个并购项目，增加公司矿产资源储备，增强公司的持续盈利能力。

核心风险提示

金属价格波动风险、安全生产风险、待产矿山进度不及预期风险等。

内容目录

1. 国内矿产白银龙头，收购布局黄金板块	6
1.1. 在产矿山资源优势雄厚，高品位+低成本造就强盈利能力	8
1.2. 待产矿山建设逐步推进，公司产量增长路线明晰	10
1.3. 积极推进资源并购，构筑公司持续增长动能	11
1.4. 积极面对外部不利因素，金业环保存在较大减亏空间	11
2. 矿山技改完成+金银价格上行，公司业绩或重回上升轨道	12
3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能	14
4. 盈利预测与评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

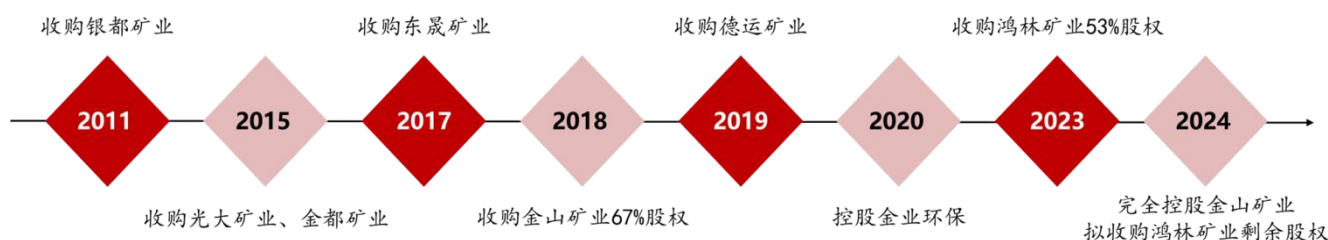
图表 1：公司于 2011 年开始通过持续资本运作，形成如今“7+1”的业务布局	6
图表 2：公司股权结构示意（截至 2025 年一季报）	6
图表 3：2024 年公司主要子公司经营情况（单位：亿元）	7
图表 4：2020-2024 年公司矿产金属产量情况	7
图表 5：2020-2024 年公司矿产金属销量情况	7
图表 6：公司在产矿山均位于内蒙古中东部重要多金属成矿区	8
图表 7：截至 2024 年末银都矿业拜仁达坝银多金属矿采矿证范围内保有资源量情况	8
图表 8：截至 2025 年 1 月 13 日金山矿业额仁陶勒盖矿区资源量情况	9
图表 9：截至 2024 年末光大矿业大地矿区银铅锌矿保有资源量情况	9
图表 10：截至 2024 年末金都矿业十地银铅锌矿保有资源量情况	9
图表 11：鸿林矿业菜园子铜金矿工业矿体累计查明资源量情况	10
图表 12：银都矿业拜仁达坝（北矿区）银多金属矿探矿权范围内查明资源量情况	10
图表 13：截至 2024 年末东晟矿业巴彦乌拉矿区银多金属矿保有资源储量情况	11
图表 14：截至 2024 年末德运矿业巴彦包勒格矿区银多金属矿资源储量情况	11
图表 15：2021-2025Q1 公司营业收入情况	12
图表 16：2021-2025Q1 公司归母净利润情况	12
图表 17：2020-2024 年公司分产品营收情况（单位：亿元）	12
图表 18：2020-2024 年公司分产品毛利情况（单位：亿元）	12
图表 19：2021-2025Q1 公司整体毛利率、净利率情况	13
图表 20：2020-2024 年公司分产品毛利率情况	13
图表 21：2021-2025Q1 公司货币资金情况	13
图表 22：黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”	14
图表 23：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系	14
图表 24：2025 年 6 月 FOMC 单月利率变动概率	15
图表 25：FOMC 点阵图情况	15
图表 26：白银供需平衡表（单位：吨）	16
图表 27：COMEX 金银比情况	16
图表 28：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）	17
图表 29：可比公司估值表	18

1. 国内矿产白银龙头，收购布局黄金板块

公司全称“盛达金属资源股份有限公司”，自 2011 年开始通过多次项目收并购，形成如今“7 家矿业子公司+1 家城市矿山子公司”的业务布局，确立以“做大做强贵金属、加速新能源布局”的原则。截至 24 年底，公司经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨、金金属量约 34 吨，年采选能力近 200 万吨，是国内矿产白银龙头。

2024 年，公司以现金收购金山矿业剩余 33%股权实现完全控股，并拟发行股份购买鸿林矿业剩余 47%股权，增强对优质资产的控制能力，公司保有的权益黄金资源量或持续提升。

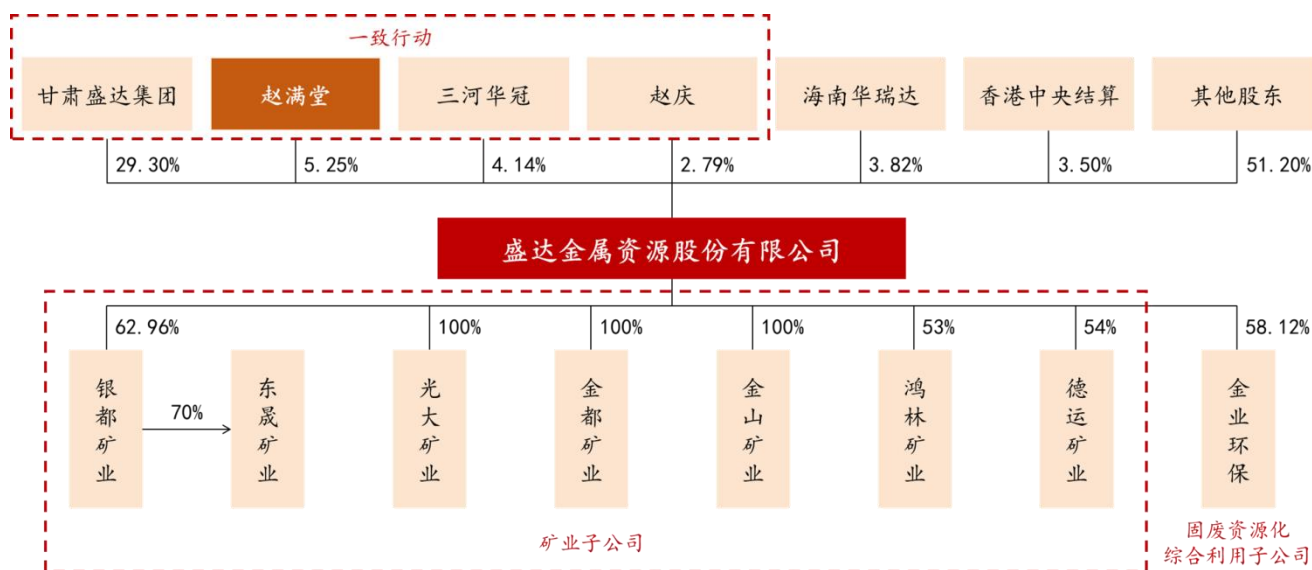
图表 1：公司于 2011 年开始通过持续资本运作，形成如今“7+1”的业务布局



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

实控人控股比例高，父子齐心公司管理决策效率有望进一步提升。公司控股股东为甘肃盛达集团有限公司，实控人为赵满堂先生，截至 2025 年一季报其直接和间接控制公司至少 41.48%表决权股份。同时，赵满堂先生之子赵庆先生担任公司董事长，能够充分掌握公司经营情况和变化，有助于提升公司经营决策效率，利好公司持续快速发展。

图表 2：公司股权结构示意（截至 2025 年一季报）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

上市公司为资本运作+统筹规划平台，实际业务经由下属子公司执行，具体看：

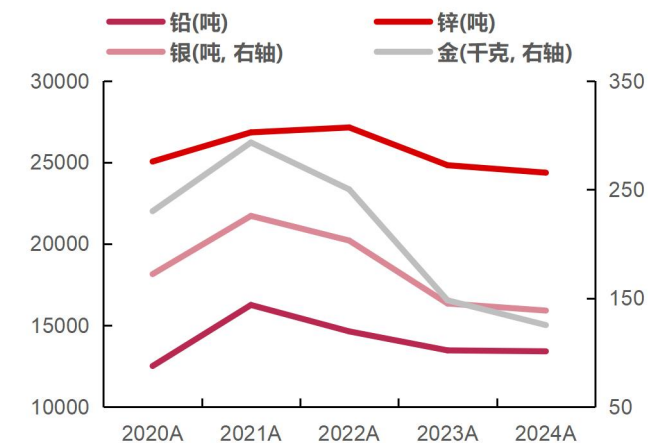
- **原生矿山为公司强势业务，创造主要营收和利润。**公司目前控股银都矿业、光大矿业、金都矿业、金山矿业、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业 7 家矿业子公司（其中银都、光大、金都、金山为在产矿山），主要产品为银锭、黄金、含银铅/锌精粉（银单独计价）、含金银精粉（金单独计价）。
- **城市矿山为公司新能源领域业务布局，受竞争加剧+镍价下行影响业绩短期承压。**公司通过控股子公司金业环保切入含镍、铜等金属的固体废物资源化综合利用业务，聚焦二次镍的资源化利用，主要产品为低冰镍、高冰镍、粗铜等。
- **此外，公司同时从事有色金属贸易业务，该业务基本维持盈亏平衡。**

图表 3：2024 年公司主要子公司经营情况（单位：亿元）

子公司名称	主要业务	营业收入	营业利润	净利润
银都矿业	有色金属采、选	7.15	4.39	3.70
光大矿业	有色金属采、选	6.27	0.41	0.25
金都矿业	有色金属采、选	2.59	0.66	0.56
金山矿业	有色金属采、选	2.52	0.23	0.08
金业环保	再生新能源金属	1.57	-0.79	-0.79

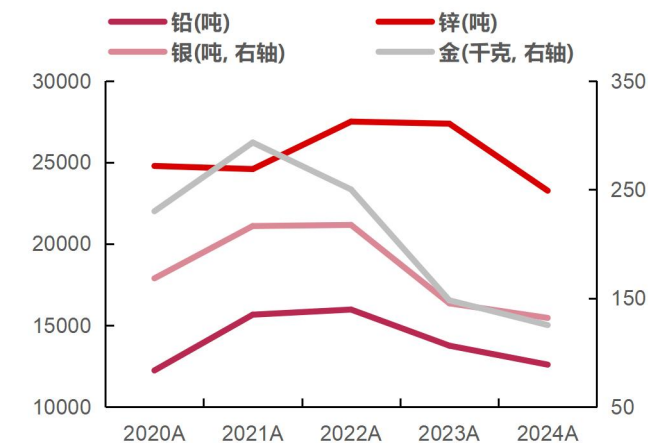
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2020-2024 年公司矿产金属产量情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2020-2024 年公司矿产金属销量情况

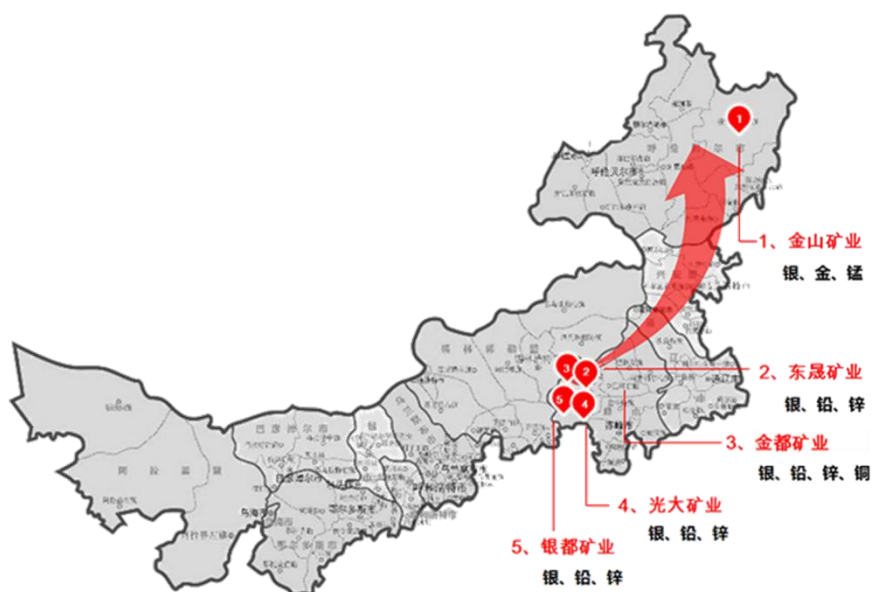


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.1. 在产矿山资源优势雄厚，高品位+低成本造就强盈利能力

公司主力矿产资源地质储量规模大、品位高，具备较强的探矿增储潜力。公司旗下银都矿业、光大矿业、金都矿业均归属于“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。我们认为，公司在产矿山存在较强增长潜力，有望在内部探矿增储+外部分散矿权整合共同驱动下实现持续稳健经营，为公司长远发展提供资源保障。

图表 6：公司在产矿山均位于内蒙古中东部重要多金属成矿区



资料来源：公司官网，华源证券研究所

银都矿业：为银铅锌矿矿山，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。截至 2024 年末，银都矿业采矿证范围内保有银铅锌资源量矿石量 544.2 万吨，银金属量 1182.5 吨。

图表 7：截至 2024 年末银都矿业拜仁达坝银多金属矿采矿证范围内保有资源量情况

矿石量	资源量（探明+控制+推断）		伴生资源量（探明+控制+推断）	
	金属量（吨）	平均品位	金属量（吨）	平均品位
银	1182.5	239.28 克/吨	34.0	54.49 克/吨
铅	122208.1	2.74%	5153.8	0.54%
锌	230457.1	4.73%	3945.5	0.69%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

金山矿业：为银金矿矿山，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。金山矿业于 2024 年 8 月按期完成采矿工程技改，有利于提升矿山深部矿体开采效率、转化深部探矿成果；9 月按期完成选矿厂技改，有利于提高银金回收率、降低选矿成本，同时综合回收其他有价值元素。据公司公告，金山矿业于 2025 年 1 月通过资源储量评审备案，较前次相比新增银金属量 608.67 吨、伴生金金属量 5.05 吨，探矿增储工作取得了阶段性成果。

图表 8：截至 2025 年 1 月 13 日金山矿业额仁陶勒盖矿区资源量情况

资源量（探明+控制+推断）			保有资源储量（探明+控制+推断）	
矿石量	2291.23 万吨		1686.10 万吨	
	金属量（吨）	平均品位	金属量（吨）	平均品位
银	4930.19	215.18 克/吨	3569.35	211.69 克/吨
金	16.45	0.75 克/吨	12.69	0.79 克/吨
锰	333189.35	3.43%	268174.66	3.38%
铅	7527.39	0.37%		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

光大矿业：为银铅锌矿矿山，拥有的大地矿区银铅锌矿位于内蒙古自治区克什克腾旗，证载生产规模为 30 万吨/年，矿区面积为 2.0034 平方公里，近几年生产经营持续稳定。截至 2024 年末，光大矿业大地矿区银铅锌矿银金属量为 324.3 吨；伴生银矿矿石量为 187.4 万吨，银金属量为 61.2 吨。

图表 9：截至 2024 年末光大矿业大地矿区银铅锌矿保有资源量情况

主矿产（探明+控制+推断）			伴生银矿（探明+控制+推断）	
矿石量	385.7 万吨		187.4 万吨	
	金属量（吨）	平均品位	银金属量（吨）	银平均品位
银	324.3	165.37 克/吨		
铅	63013.1	1.63%	61.2	31.00 克/吨
锌	132632.1	3.44%		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

金都矿业：为银铅锌矿矿山，拥有的十地银铅锌矿位于内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗经棚镇庆华村十地，证载生产规模为 30 万吨/年，矿区面积为 4.475 平方公里，近几年生产经营持续稳定。截至 2024 年末，金都矿业十地矿区银铅锌矿保有银铅锌资源量矿石量 545.4 万吨，银金属量 639.62 吨。

图表 10：截至 2024 年末金都矿业十地银铅锌矿保有资源量情况

资源量（探明+控制+推断）			伴生资源量（探明+控制+推断）		
矿石量	545.4 万吨			545.4 万吨	
	金属量（吨）	平均品位		金属量（吨）	平均品位
银	639.62	264.64 克/吨	银	33.18	10.93 克/吨
铅	90396.3	1.66%	铜	4683.9	0.09%
锌	94110.7	1.73%			

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 待产矿山建设逐步推进，公司产量增长路线明晰

鸿林矿业：拥有的菜园子铜金矿为中大型待产铜金矿，证载生产规模为 39.60 万吨/年，矿综合回收率为 90.28%，金属含碳、砷量较低，开采成本可得到较好控制。按 90.28% 的综合回收率、2.82 克/吨的金平均品位、39.60 万吨/年采选量计算，有望实现年产黄金约 1 吨，是公司在黄金开采领域的重要布局。鸿林矿业目前正在进行矿山建设工作，公司正紧盯鸿林矿业矿山建设开发进程，强化领导责任，提升管理水平，确保 2025 年 7-9 月试生产。

图表 11：鸿林矿业菜园子铜金矿工业矿体累计查明资源量情况

资源量（探明+控制+推断）			低品位矿资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	605.6 万吨		39.4 万吨	
	金属量	平均品位	金属量	平均品位
金	17049 千克	2.82 克/吨	120 千克	0.30 克/吨
铜	29015 吨	0.48%	1164 吨	0.30%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

银都矿业拜仁达坝（北矿区）探矿权：勘查面积 1.43 平方公里，地处银都矿业拜仁达坝银多金属矿采矿权北部，且探矿权与采矿权两区坐标属无缝相连，矿业权人均均为银都矿业。2025 年公司将有序推进银都矿业采矿权与外围北矿区普查探矿权的整合工作，取得新采矿许可证后组织开展采矿相关工程施工。我们认为，银都矿业拜仁达坝北矿区探矿权位置紧邻采矿权，有望在 2025 年底前进入开采状态，或将有效驱动银都矿业银金属产量提升。

图表 12：银都矿业拜仁达坝（北矿区）银多金属矿探矿权范围内查明资源量情况

资源量（探明+控制+推断）			伴生资源量（探明+控制+推断）		
矿石量	204.9 万吨		28.4 万吨		
	金属量（吨）	平均品位		金属量（吨）	平均品位
银	212	119.50 克/吨	银	7	32.41 克/吨
铅	20912	1.19%	铅	453	0.17%
锌	41874	2.09%	锌	218	0.45%
			铜	1500	0.10%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

东晟矿业：已取得的巴彦乌拉银多金属矿《采矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，目前正在进行矿山建设工作，矿区建成后将通过与银都矿业签订委托加工协议，拟由银都矿业代加工后进行销售。按 90% 的综合回收率、284.90 克/吨的银平均品位、25 万吨/年采选量计算，有望实现年产白银约 64 吨，助力公司白银产量提升。公司正全面统筹推进东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目基建期的建设工作，力争实现 2026 年内投产。

图表 13：截至 2024 年末东晟矿业巴彦乌拉矿区银多金属矿保有资源储量情况

资源量（探明+控制+推断）			伴生资源量（探明+控制+推断）		
矿石量（万吨）	267		265.5		
	金属量（吨）	平均品位		金属量（吨）	平均品位
银	556.32	284.90 克/吨	银	34.06	50.6 克/吨
铅	13052	1.32%	铅	5522	0.45%
锌	46002	2.05%	锌	2347	0.77%
			金	0.255	0.12 克/吨
			镓	32.01	12.7 克/吨

资料来源：公司公告，华源证券研究所

德运矿业：拥有的巴彦包勒格矿区银多金属矿位于内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗，银、铅、锌资源丰富，品位较好，开发利用前景广阔。德运矿业于 2024 年 2 月取得《采矿许可证》，证载生产规模为 90 万吨/年，此外还拥有一宗巴彦包勒格区铅锌多金属矿勘探的探矿权，勘查面积 33.2873 平方公里。目前德运矿业正在进一步开展探矿和相关手续办理工作，有望成为公司中长期产量增长的重要助力。

图表 14：截至 2024 年末德运矿业巴彦包勒格矿区银多金属矿资源储量情况

资源量（探明+控制+推断）			伴生资源量（推断）	
矿石量	1811 万吨		1806.3 万吨	
	金属量（吨）	平均品位	金属量（吨）	平均品位
银	612	140.45 克/吨	383.72	29.01 克/吨
铅	16620	1.58%	25193	0.42%
锌	361160	2.60%	20005.72	0.91%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 积极推进资源并购，构筑公司持续增长动能

作为以矿业为主的公司，资源的拓展、储备、并购是公司的重点工作。据公司公告，公司正积极推进金、银等优质贵金属原生矿产资源项目的并购，对全国重点矿产资源聚集地的区域进行密切地调研考察，找到符合公司并购标准且具备并购条件的矿产资源。除推进鸿林矿业剩余 47%股权并购工作以外，力争年内完成一个并购项目，增加公司矿产资源储备，增强公司的持续盈利能力。

1.4. 积极面对外部不利因素，金业环保存在较大减亏空间

2024 年，公司控股子公司金业环保主要原料来源的电镀行业开工不足、产废量下降，市场竞争激烈导致难以稳定收储高品位物料，叠加镍金属价格持续下行，金业环保利润空间被进一步压缩，全年实现净利润-0.79 亿元。当前，金业环保正持续优化组织，稳定工艺指标，控制生产成本；同时细分市场、拓展区域，加强市场的渗透与开发，有序推进工艺优化及产线延伸等重点工作，有望伴随外部不利因素缓解实现减亏。

2. 矿山技改完成+金银价格上行，公司业绩或重回上升轨道

过去四年公司业绩出现较大波动，2024 年摆脱不利因素同比实现大幅增长。2021–2023 年公司营业收入持续上升，主要系贸易业务增幅较大所致，但受 2022 年金属价格下跌、2023 年子公司金山矿业技改期间采选量下降且新增权益金缴纳等因素影响，归母净利润有所承压。

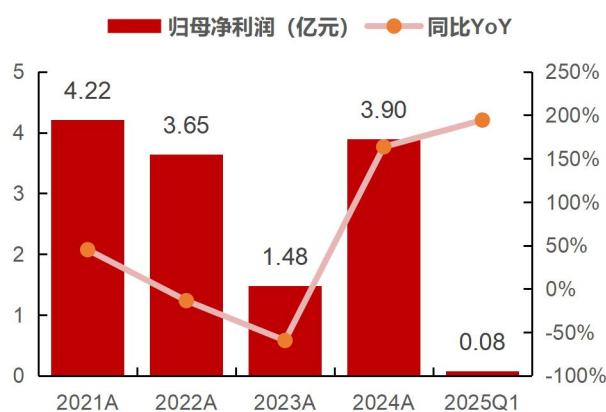
2024 年公司实现营业收入 20.13 亿元，同比–10.66%（扣除基本盈亏平衡的贸易业务后为 16.09 亿元，同比+11.92%），实现归母净利润 3.90 亿元，同比+163.56%实现大幅增长，主要系金山矿业完成技改后产量逐渐恢复，叠加基本金属价格上涨所致；2025 年一季度公司实现营业收入 3.53 亿元，同比+33.92%，实现归母净利润 0.08 亿元同比扭亏，我们认为公司已基本摆脱前期不利因素，业绩或重回上升轨道。

图表 15：2021–2025Q1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

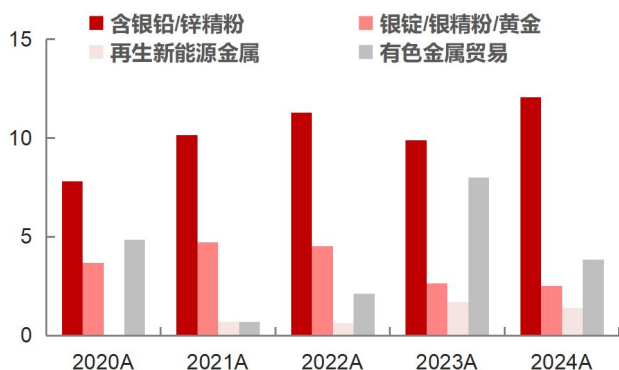
图表 16：2021–2025Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

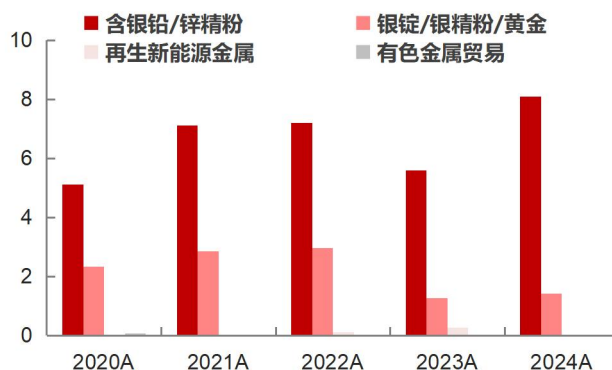
分产品看，有色金属矿采选业贡献公司主要营收和利润。2024 年，公司含银铅/锌精粉（银都矿业、光大矿业、金都矿业产品）实现营收 12.06 亿元，实现毛利润 8.09 亿元；银锭/银精粉/黄金（金山矿业产品）实现营收 2.52 亿元，实现毛利润 1.41 亿元；两大类产品合计贡献营收和毛利润比例分别为 72.44%和 97.31%，为公司主要营收和利润来源。

图表 17：2020–2024 年公司分产品营收情况(单位:亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

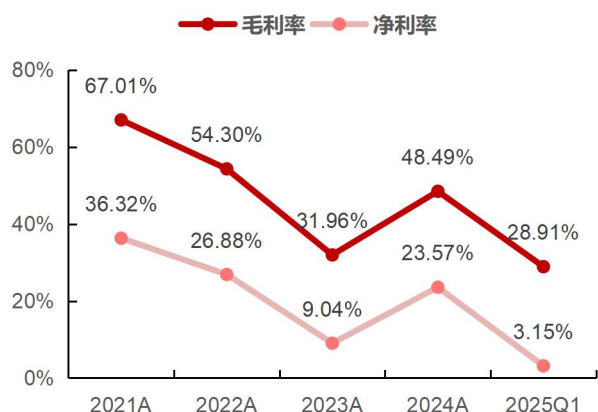
图表 18：2020–2024 年公司分产品毛利情况(单位:亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

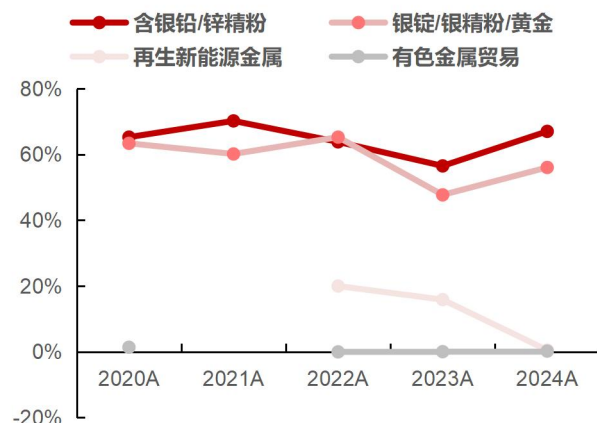
盈利能力方面，除 23 年受金山矿业技改导致采选量下降影响外，公司有色金属矿采选业（含银铅/锌精粉、银锭/银精粉/黄金）毛利率基本稳定在 60% 附近，期间波动主要系金属市场价格变化所致。从公司整体层面看，毛利率/净利率波动主要系低毛利的贸易业务营收规模变动所致；此外，受气候因素影响一季度为公司传统生产淡季，毛利率/净利率水平参考价值相对较低。

图表 19：2021-2025Q1 公司整体毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

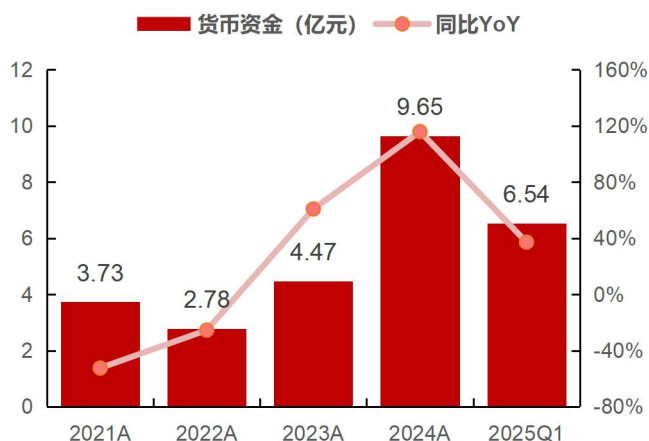
图表 20：2020-2024 年公司分产品毛利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

猪拱塘项目诉讼调解结案，收回 6 亿元定金为公司后续资本运作提供充沛资金保障。截至 2024 年 12 月，公司已收到猪拱塘项目诉讼涉及的全部定金 6 亿元，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 7085 万元，另有剩余 40% 的资金占用费 4201 万元尚未收到。受此影响，公司 2024 年末货币资金增长至 9.65 亿元，同比 +115.96%，我们认为充裕的货币资金是公司灵活进行资本运作的保障，有助于后续进行优质矿业项目的收并购工作，利好公司持续发展。

图表 21：2021-2025Q1 公司货币资金情况

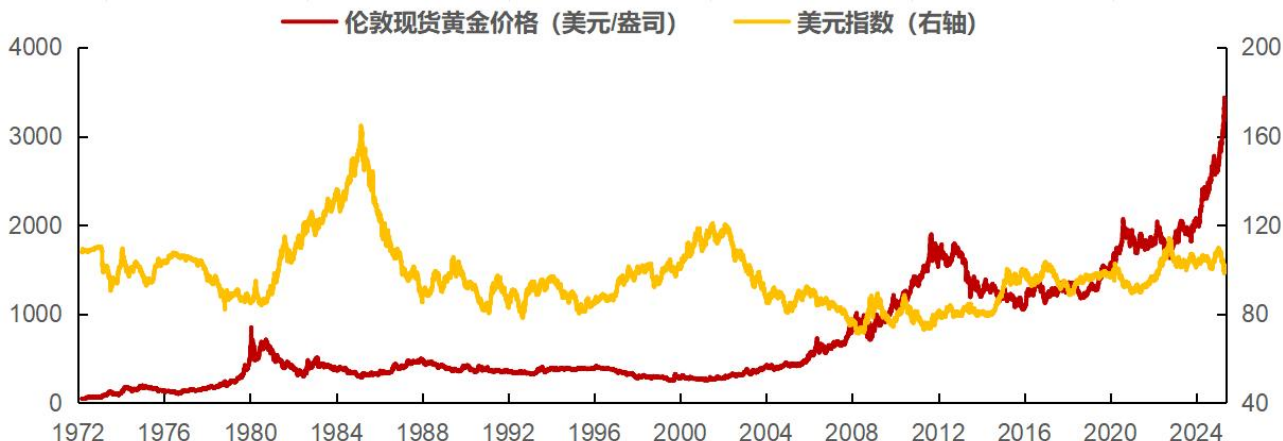


资料来源：Wind，华源证券研究所

3. “降息交易”+“特朗普 2.0”双主线持续催化，金银价格具备充足上行动能

黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”。自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。

图表 22：黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”



资料来源：Wind，华源证券研究所

美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值，具有显著的金融和避险特性。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。当实际利率下降时（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时，金价弹性最大，例如 1970s），意味着投资者无法在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨。

图表 23：黄金价格往往与美国实际利率呈反向变动关系

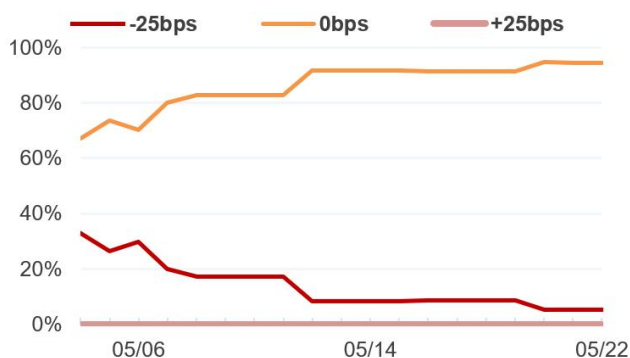


资料来源：Wind，华源证券研究所

中期视角上，“特朗普 2.0”或在暂停关税的 90 天内成为黄金市场交易的首要主线，其包含的关税加征、减税延续、以及“滞胀”等预期为黄金价格上涨提供较强动能；长期视角上，“降息交易”+“特朗普 2.0”双主线将在 2025 年持续催化，保护主义+大国博弈背景下央行增储将对金价形成强有力底部支撑，金价上行动能充足。

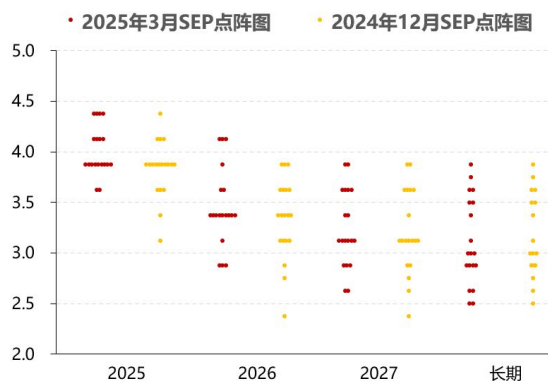
- **“降息交易”**：美国就业市场与经济运行仍存在较强韧性，美联储本轮降息周期的时间或被就业韧性和通胀扰动拉长，但仍具备较大政策空间，增加了黄金的做多窗口期。
- **“特朗普 2.0”**：随着特朗普宣誓就任进入逐步兑现阶段，行政令的签署以及未来对关税和地缘政治的干预或进一步导致美元信用降低和通胀上行。若竞选承诺全部兑现，或将金价持续推向新高。
- **央行增储**：根据世界黄金协会发布的年度黄金需求趋势报告，2024 年全球黄金需求达到 4974 吨，较 2023 年的 4899 吨增长 1.5%，创下历史新高，主要由各国央行的强劲购买和投资需求的增加所推动，预计 2025 年央行将继续引领黄金需求，或为金价提供重要支柱。

图表 24：2025 年 6 月 FOMC 单月利率变动概率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：FOMC 点阵图情况



资料来源：FOMC，华源证券研究所

白银与黄金同为贵金属，都具备货币和金融（投资）属性，因此上述对黄金货币/金融（投资）属性的讨论和分析结论同样适用于白银。此外，白银具备强导热性和导电性，是应用于工业中的重要材料。与黄金的属性中货币/金融属性占绝对主导因素不同，白银的商品属性较强，且因其在所有金属中靠前的导热性和导电性排序，在工业生产中有重要使用场景，因此白银的供需平衡关系会对其价格产生影响。

全球白银供给缺口持续存在，2025 年预计全球白银总需求为 35716 吨。据世界白银协会统计，2024 年全球白银总需求为 36207 吨，相较 2023 年减少 1069 吨，其中工业需求合计 21165 吨（光伏需求 6147 吨，相较 2023 年增长 726 吨），珠宝需求 6491 吨，实物净投资需求 5939 吨。预计 2025 年全球白银总需求为 35716 吨，较 24 年保持稳定，供给缺口为 3659 吨，连续第 5 年存在供给缺口。

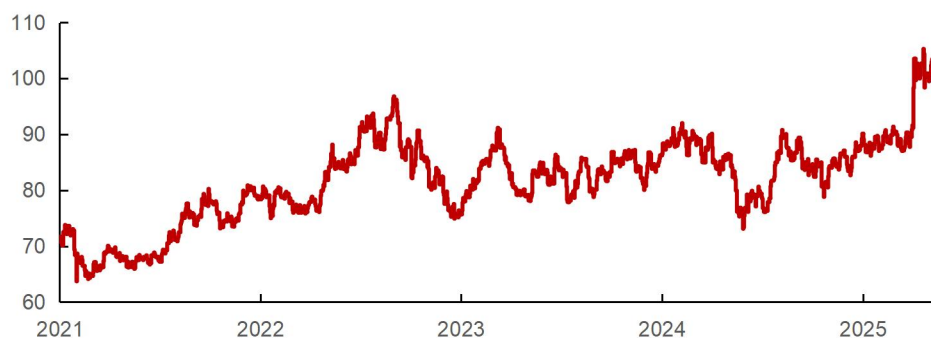
图表 26：白银供需平衡表（单位：吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
供给								
矿山产银	26,463	26,046	24,379	25,842	26,107	25,278	25,497	25,972
回收产银	5,049	5,095	5,615	5,932	6,020	5,708	6,032	6,009
套期保值净供给	-	434	264	-	-	-	-	27
官方部门净销售	37	32	37	48	54	51	46	48
总供给	31,549	31,606	30,296	31,821	32,181	31,037	31,574	32,056
需求								
工业(合计)	16,354	16,342	15,921	17,546	18,422	20,439	21,165	21,070
电气电子(非光伏)	10,275	10,160	9,997	10,908	11,529	13,822	14,323	14,483
光伏	2,706	2,330	2,575	2,766	3,672	5,993	6,147	6,086
钎焊合金和焊料	1,617	1,629	1,479	1,570	1,529	1,561	1,605	1,646
其他工业	4,462	4,553	4,445	5,067	5,363	5,056	5,237	4,941
摄影	977	956	836	862	860	851	792	751
珠宝	6,322	6,270	4,694	5,661	7,295	6,316	6,491	6,104
银器	2,086	1,906	969	1,267	2,286	1,715	1,684	1,432
实物净投资	5,160	5,828	6,474	8,844	10,522	7,599	5,939	6,359
套期保值净需求	230	-	-	110	557	357	135	-
总需求	31,129	31,302	28,894	34,289	39,943	37,276	36,207	35,716
供需平衡	421	304	1,402	-2,468	-7,762	-6,240	-4,632	-3,659

资料来源：Metals Focus，华源证券研究所

金银比处于近四年高位，白银价格中枢有望实现对黄金的加速追赶。由于白银与黄金同为贵金属，金银比在长时间视角上看多数处于 80 左右的相对稳定区间。自美东时间 4 月 2 日美方宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”以来，黄金价格在“特朗普 2.0”主线驱动下快速走强，而白银价格受工业需求走弱预期影响表现较弱，金银比最高上升至 105 以上的近 4 年新高。我们认为，伴随中美两国发布日内瓦经贸会谈联合声明、紧张情绪缓解，白银有望在国际贸易关系恢复正常化过程中实现对黄金的加速追赶。

图表 27：COMEX 金银比情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 24.98/33.27/39.99 亿元，归母净利润 5.76/8.43/10.83 亿元，EPS 为 0.84/1.22/1.57 元/股，按 2025 年 5 月 21 日收盘价计算的 PE 为 16.10/11.00/8.57 倍。

图表 28：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
含银铅/锌精粉	9.89	12.06	14.07	15.02	17.65
YoY	-12.29%	21.95%	16.64%	6.71%	17.53%
毛利润	5.59	8.09	9.83	10.50	12.36
毛利率	56.53%	67.04%	69.84%	69.93%	70.05%
银锭/含金银精粉/黄金	2.64	2.52	5.02	11.99	15.68
YoY	-41.62%	-4.66%	99.12%	139.05%	30.76%
毛利润	1.26	1.41	3.17	7.72	10.22
毛利率	47.72%	56.07%	63.21%	64.39%	65.17%
再生新能源金属	1.69	1.40	1.54	1.69	1.86
YoY	175.91%	-17.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利润	0.27	0.01	0.15	0.17	0.19
毛利率	15.85%	0.50%	10.00%	10.00%	10.00%
有色金属贸易	8.01	3.85	4.04	4.25	4.46
YoY	276.37%	-51.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.02%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
其他主营业务	0.30	0.30	0.32	0.33	0.35
YoY	22.65%	-1.26%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	0.08	0.25	0.16	0.17	0.17
毛利率	26.43%	82.58%	50.00%	50.00%	50.00%
营业收入（总）	22.54	20.13	24.98	33.27	39.99
YoY	19.92%	-10.66%	24.10%	33.18%	20.19%
营业成本	15.33	10.37	11.67	14.72	17.05
毛利润	7.20	9.76	13.31	18.55	22.94
毛利率	31.96%	48.49%	53.27%	55.77%	57.36%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同为白银/黄金矿业企业的兴业银锡、山东黄金、赤峰黄金作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 18.15 倍。鉴于公司作为我国矿产白银龙头，矿产品产量有望伴随金山矿业采选量爬坡+鸿林矿业建成投产+银都矿业拜仁达坝（北矿区）探矿权整合完毕+东晟矿业建成投产实现快速增长，叠加金银价格上行共同驱动下业绩有望实现高速增长。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 29：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB
		2025/5/21	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
000426.SZ	兴业银锡	13.81	1.18	1.37	1.62	11.72	10.06	8.55	2.96
600547.SH	山东黄金	30.70	1.29	1.60	1.83	23.82	19.20	16.78	5.39
600988.SH	赤峰黄金	27.82	1.47	1.68	1.90	18.91	16.52	14.65	4.85
平均 PE						18.15	15.26	13.32	
000603.SZ	盛达资源	13.45	0.84	1.22	1.57	16.10	11.00	8.57	3.06

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，兴业银锡、山东黄金、赤峰黄金盈利预测来自 Wind 一致预期，盛达资源盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 Wind

5. 风险提示

金属价格波动风险：公司主要产品银、金、铅、锌等属于国际大宗商品，公司经营业绩与矿产品价格波动有较大关联。商品价格受经济环境、供需关系、通货膨胀、美元走势、地缘政治等多方面因素的影响，市场价格超预期波动将可能对公司业绩造成不利影响。

安全生产风险：公司属于有色金属矿采选行业，开采作业环境复杂，自然灾害、设备故障、人为失误都可能形成安全隐患，可能导致矿山停工并影响公司的正常生产经营，进而对公司业绩造成不利影响。

待产矿山进度不及预期风险：公司银都矿业拜仁达坝（北矿区）、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业均处于开发中或待产状态，如若因审批、建设等各种因素导致项目进度不及预期，将可能导致公司矿产金属产量增速不及预期，进而影响公司业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	965	450	413	343
应收票据及账款	24	37	49	59
预付账款	31	32	43	52
其他应收款	76	548	730	877
存货	334	384	524	654
其他流动资产	365	360	365	369
流动资产总计	1,795	1,811	2,125	2,354
长期股权投资	600	651	703	755
固定资产	2,007	2,019	2,084	2,197
在建工程	390	394	330	200
无形资产	1,686	2,248	2,701	3,163
长期待摊费用	46	27	9	9
其他非流动资产	83	83	83	83
非流动资产合计	4,812	5,423	5,911	6,407
资产总计	6,607	7,234	8,036	8,762
短期借款	931	1,066	813	382
应付票据及账款	425	442	558	646
其他流动负债	880	836	1,064	1,240
流动负债合计	2,236	2,345	2,435	2,269
长期借款	249	220	181	139
其他非流动负债	554	554	554	554
非流动负债合计	803	774	735	693
负债合计	3,040	3,119	3,170	2,962
股本	129	129	129	129
资本公积	17	17	17	17
留存收益	2,898	3,301	3,891	4,650
归属母公司权益	3,043	3,447	4,037	4,795
少数股东权益	524	668	829	1,005
股东权益合计	3,567	4,115	4,866	5,800
负债和股东权益合计	6,607	7,234	8,036	8,762

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	474	611	891	1,143
折旧与摊销	229	254	279	290
财务费用	87	51	48	32
投资损失	-68	-61	-62	-63
营运资金变动	-67	-558	-8	-35
其他经营现金流	75	128	133	137
经营性现金净流量	731	425	1,281	1,504
投资性现金净流量	304	-822	-725	-744
筹资性现金净流量	-507	-117	-593	-830
现金流量净额	528	-515	-37	-70

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,013	2,498	3,327	3,999
营业成本	1,037	1,167	1,472	1,705
税金及附加	169	187	257	311
销售费用	1	2	2	3
管理费用	268	300	399	480
研发费用	14	22	28	33
财务费用	87	51	48	32
资产减值损失	-60	-45	-66	-84
信用减值损失	3	0	0	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	68	61	62	63
公允价值变动损益	-13	0	0	0
资产处置收益	0	2	1	1
其他收益	4	4	5	4
营业利润	438	790	1,122	1,421
营业外收入	141	74	86	91
营业外支出	18	11	19	21
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	561	852	1,188	1,490
所得税	87	132	184	231
净利润	474	720	1,004	1,259
少数股东损益	84	144	161	176
归属母公司股东净利润	390	576	843	1,083
EPS(元)	0.57	0.84	1.22	1.57

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-10.66%	24.10%	33.18%	20.19%
营业利润增长率	75.49%	80.14%	42.05%	26.64%
归母净利润增长率	163.56%	47.74%	46.36%	28.43%
经营现金流增长率	131.70%	-41.85%	201.59%	17.38%
盈利能力				
毛利率	48.49%	53.27%	55.77%	57.36%
净利率	23.57%	28.83%	30.18%	31.49%
ROE	12.82%	16.72%	20.89%	22.59%
ROA	5.90%	7.97%	10.50%	12.36%
估值倍数				
P/E	23.79	16.10	11.00	8.57
P/S	4.61	3.71	2.79	2.32
P/B	3.05	2.69	2.30	1.94
股息率	0.00%	1.86%	2.73%	3.50%
EV/EBITDA	10	9	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。