

盛达资源(000603)

报告日期: 2025年12月25日

## 银与铜交辉，攻与守兼备

### ——盛达资源更新报告

#### 投资要点

- **对于金石矿业的并购要更重视，不仅是铜，还有金。**  
 根据公司公告，公司拟以现金5亿收购伊春金石矿业60%股权。推断+探明+控制资源量铜154万吨，品位0.15%；钼46万吨，品位0.046%。折合铜当量390万吨。截止至公告披露，金石矿业460高地岩金矿探矿权矿区内**II、III号金矿带**的地质勘探工作尚在进行中；I号铜钼矿带的矿产资源储量已被探明并通过评审备案，目前正在办理460高地铜钼矿探矿权转采矿权的相关手续。  
 I号铜钼矿带矿床基本上全部为原生硫化矿石，铜钼回收率较高，矿石为易选矿石。因此开发难度并不会太大。

**我们认为，公司当前股价并未充分定价该矿山应有的价值。**
- **金矿增量在即：明年有望全年贡献业绩。**  
 菜园子铜金矿矿山试生产延期的申请已得到批准，公司在接下来的时间内同步按规定办理安全生产许可证。产量不受影响的同时，明年有望达成满产。
- **金山Q3首秀成绩亮眼，降本+量增效果初现**  
 25Q3单季度公司归母2.5亿元，去年同期1.2亿元，利润翻倍。我们认为该利润的增长幅度除了银价上涨之外，还有金山技改后降本+量增的贡献，金山矿业首秀成绩亮眼，期待未来增量。

面向明年，金山矿业生产能力将逐渐递增至采矿许可证核准的生产规模48万吨/年，产量将有望进一步增加。
- **从年均5亿净利润升华至10亿净利润/年，打开成长空间**  
 随着金山矿业与菜园子金矿的利润释放，公司有望获得充沛现金流用于收购矿山。公司近几年重点推进银、金等优质贵金属原生矿产资源项目的并购。随着银价上涨，公司净利润转好，用于并购与投资建设的现金流有望增厚，未来产量的成长空间有望打开。
- **白银：是逼仓？还是价值回归？**  
**结论前置：不是逼仓，而是贵金属牛市下价值回归。**如果是逼仓，那么白银远月和近月的合约价格差应该很明显。但目前来看，白银期货的升贴水幅度并不大，因此本轮的白银上涨并不能用逼仓来解释。我们认为，本轮白银上涨的主要叙事或供需矛盾是贵金属牛市下越来越多的投资需求 vs 有限的期货交易所库存，而这个矛盾在黄金牛市结束前难以解决，因此我们继续看好银价的进一步上行。
- **盈利预测与估值**  
 公司是白银行业龙头，切入黄金/铜矿赛道。因目前金/银价均出现大幅上行，公司相关产品有望受益，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.7亿元、14.71亿元、17.87亿元，分别同比+46.17%、+158.06%、+21.46%。EPS分别为0.83/2.13/2.59元，对应的PE分别为37.48/14.52/11.96倍，考虑到目前白银价格持续上行，公司明年金矿贡献增量，黄金优质资产有望使公司估值提升，维持公司买入评级。
- **风险提示**  
 贵金属价格下行风险：贵金属价格受政策、宏观环境等多种外部因素影响，价格存在下行的可能。若贵金属价格下跌，公司相关产品价格下行，可能存在盈利预测不及预期的风险。美联储政策风险，相关项目进度不及预期。

#### 投资评级：买入(维持)

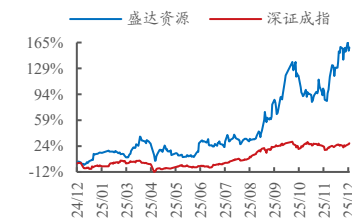
分析师: 沈皓俊  
 执业证书号: S1230523080011  
 shenhaojun@stocke.com.cn

分析师: 沈家悦  
 执业证书号: S1230525080013  
 shenjiayue@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 30.97
总市值(百万元)	21,368.35
总股本(百万股)	689.97

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《金银盛世，达展宏图》 2025.09.27
- 2 《继续看好盛达资源金银价值》 2025.08.31
- 3 《银矿释放利润，金矿价值重估》 2025.04.29

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,013	3,011	5,077	5,690
(+/-) (%)	-10.66%	49.54%	68.64%	12.07%
归母净利润	390	570	1,471	1,787
(+/-) (%)	163.56%	46.17%	158.06%	21.46%
每股收益(元)	0.57	0.83	2.13	2.59
P/E	54.79	37.48	14.52	11.96

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,795	2,394	4,233	6,158
现金	965	532	1,795	3,666
交易性金融资产	343	346	346	346
应收账款	24	104	190	213
其它应收款	76	836	1,269	1,264
预付账款	31	48	74	95
存货	334	494	514	528
其他	22	34	45	45
<b>非流动资产</b>	4,812	5,385	5,929	6,177
金融资产类	17	25	37	37
长期投资	600	632	632	632
固定资产	2,005	1,967	1,973	1,880
无形资产	1,686	1,758	1,899	2,017
在建工程	390	656	922	908
其他	114	348	467	704
<b>资产总计</b>	6,607	7,779	10,162	12,335
<b>流动负债</b>	2,236	2,456	2,878	2,844
短期借款	931	981	1,031	1,031
应付款项	425	651	822	739
预收账款	0	0	1	1
其他	880	824	1,025	1,073
<b>非流动负债</b>	803	1,092	1,322	1,427
长期借款	249	461	691	796
其他	554	631	631	631
<b>负债合计</b>	3,040	3,548	4,200	4,271
少数股东权益	524	625	884	1,200
归属母公司股东权	3,043	3,607	5,078	6,865
<b>负债和股东权益</b>	6,607	7,779	10,162	12,335

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2013	3011	5077	5690
营业成本	1037	1616	1849	1901
营业税金及附加	169	235	508	569
营业费用	1	2	3	3
管理费用	268	391	660	740
研发费用	14	18	30	34
财务费用	87	14	37	12
资产减值损失	(60)	0	0	0
公允价值变动损益	(13)	0	0	0
投资净收益	68	35	48	48
其他经营收益	4	6	0	0
<b>营业利润</b>	438	776	2037	2479
营业外收支	123	23	23	23
<b>利润总额</b>	561	798	2060	2503
所得税	87	128	330	400
<b>净利润</b>	474	671	1731	2102
少数股东损益	84	101	260	315
<b>归属母公司净利润</b>	390	570	1,471	1,787
EBITDA	744	1,171	2,464	2,772
EPS (最新摊薄)	0.57	0.83	2.13	2.59

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-10.66%	49.54%	68.64%	12.07%
营业利润	75.49%	76.91%	162.71%	21.69%
归属母公司净利润	163.56%	46.17%	158.06%	21.46%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.49%	46.32%	63.57%	66.59%
净利率	19.37%	18.94%	28.98%	31.40%
ROE	12.82%	15.81%	28.97%	26.03%
ROIC	8.50%	11.23%	21.79%	20.52%

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	731	124	1,875	2,266
净利润	474	671	1,731	2,102
折旧摊销	229	359	366	258
财务费用	87	43	53	66
投资损失	(68)	(35)	(48)	(48)
营运资金变动	(62)	(892)	(204)	(88)
其它	69	(22)	(23)	(23)
<b>投资活动现金流</b>	304	(874)	(839)	(434)
资本支出	(547)	(752)	(875)	(482)
长期投资	162	(117)	(12)	0
其他	690	(5)	48	48
<b>筹资活动现金流</b>	(507)	318	227	39
短期借款	179	50	50	0
长期借款	106	212	230	105
其他	(792)	56	(53)	(66)
<b>现金净增加额</b>	528	(433)	1,263	1,871

### 偿债能力

资产负债率	46.01%	45.61%	41.33%	34.62%
净负债比率	16.48%	31.05%	5.55%	-17.80%
流动比率	0.80	0.97	1.47	2.17
速动比率	0.63	0.74	1.25	1.93

### 营运能力

总资产周转率	0.31	0.42	0.57	0.51
应收账款周转率	59.63	64.60	46.95	38.05
应付账款周转率	2.41	3.41	3.07	2.92

### 每股指标(元)

每股收益	0.57	0.83	2.13	2.59
每股经营现金	1.06	0.18	2.72	3.28
每股净资产	4.41	5.23	7.36	9.95

### 估值比率

P/E	54.79	37.48	14.52	11.96
P/B	7.02	5.92	4.21	3.11
EV/EBITDA	11.91	19.37	8.81	7.19

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>