

盛达资源首次覆盖：优质白银资源奠定增长 潜能，拓展布局黄金赛道

华西证券有色团队：

首席分析师：晏溶

执业证号：S1120519100004

分析师：陈宇文

执业证号：S1120525070003

2026年2月23日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

摘要/Abstract

■ 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业

公司1995年成立，2011年通过实施重大资产置换，置入银都矿业62.96%的股权，实现借壳上市。2016-2024年，公司陆续收购光大矿业、赤峰金都、东晟矿业、金山矿业、德运矿业、伊春金石、广西金石，丰富资源储量，扩大产能。2023年11月，公司与鸿林矿业及相关方签署《增资协议》，取得其53%股权，实现对菜园子铜金矿的掌控。进入2024年，公司继续推进资源整合，先后公告拟收购鸿林矿业剩余47%股权，有助于进一步提升整体资源配置与协同效率。目前公司旗下共拥有9处资源优质的在产与待产矿山，截至2024年底，公司拥有银金属量约1.2万吨、金金属量约34吨，年采选能力近200万吨。2023年，受金山矿业技改、部分矿山补缴权益金及开采区段品位下降等因素影响，公司产销量受到一定程度制约，实现归母净利1.48亿元。金山技改完成后业绩回归正轨，2025Q1-Q3公司实现归母净利3.23亿元，同比增长61.97%。

■ 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的

银都矿业：年采选产能90万吨，保有银金属量1436吨，该矿山是盛达资源在2011年实现借壳上市的关键资产。根据克什克腾旗人民政府网站公示，公司矿山经改扩建后，实际采选生产能力达到3000吨/日，年处理能力达90万吨，是一座大型银多金属矿山。**金都矿业**：年采选产能30万吨，保有银金属量673吨。金都矿业正计划对十地银铅锌矿进行采矿改建项目，将原有采区与新增探矿权整合为一个采矿区，整合后矿区面积将达5.2399平方公里。项目完成后，开采深度将调整为1445米至875米标高，预计开采服务年限为18.1年。**光大矿业**：年采选产能30万吨，保有银金属量386吨。**金山矿业**：年采选产能48万吨，保有银金属量3076吨。除了主产品银锭和黄金，金山矿业还利用生产过程中产生的锰银混合精矿，生产一水硫酸锰。**东晟矿业**：优质银矿资源，预计2026年投产。东晟在克什克腾旗拥有一项采矿权和两项探矿权。矿区建成后，由银都矿业为其代加工矿石后进行销售。东晟矿山的建设项目在2025年9月曾因承包商安全事故而暂时停工。2025年10月，该项目已获准复工。公司正力争让东晟矿业在2026年完成建设并投产。**德运矿业**：资源丰富，为公司未来增长提供支撑。德运矿业已在2024年2月成功取得了该矿的《采矿许可证》，证载的生产规模为每年90万吨。这标志着该矿山从勘探阶段正式迈入了开采准备阶段，后续公司将继续推进德运矿业的开发建设工作。

摘要/Abstract

■ 鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道

鸿林矿业：2023年10月，公司以认购鸿林矿业新增注册资本的方式对鸿林矿业进行投资及实现对鸿林矿业的控制权，增资价款为人民币3亿元，公司持有鸿林矿业53%的股权。2024年10月公司采用向特定投资者发行股票募集资金的方式完成鸿林矿业剩余47%股权收购，预估值约为3.6亿元，完成后将对鸿林矿业实现100%控股。菜园子铜金矿矿区内探明工业矿体6条（1、2、3、4、5、6号），其中2、3号矿体为主矿体。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。2025年9月10日起开始试生产。鸿林矿业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，金金属量17,049千克，平均品位2.82克/吨；铜金属量29,015吨，平均品位0.48%。低品位矿体资源量（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%。

■ 资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇

伊春金石：公司于2025年12月宣布以现金5亿元收购伊春金石矿业有限责任公司60%的股权，使其成为公司的控股子公司。伊春金石成立于2002年，其核心资产是位于黑龙江省大兴安岭新林区的“460高地岩金矿勘探”探矿权，该探矿权最早于2008年取得，目前矿区内已圈定出3条矿化蚀变带。目前，I号铜钼矿带已被定性为大型斑岩铜钼矿床，其资源量估算结果已通过评审备案，截止2025年5月，拟转采范围内的矿石量约9.96亿吨，铜金属量约154.09万吨，钼金属量约46.10万吨，并伴生硫、银、铼、镓等资源。公司正在办理I号矿带的探矿权转采矿权手续，同时II、III号金矿带仍处于勘探阶段。**广西金石**：2026年1月，公司以现金2.695亿元收购广西来宾金石矿业有限公司55%的股权，使其成为公司的控股子公司。广西金石的核心资产包括象州县妙皇花蓬-那直铜铅锌银矿采矿权以及两宗外围探矿权；该采矿权于2023年10月取得，证载生产规模为66万吨/年，有效期20年。目前，矿山正在办理节能报告、环境影响评价等开发建设审批手续。在资源量方面，根据已备案的储量报告，截止2018年7月31日，广西金石妙皇铜铅锌银矿采矿权范围内保有（332+333）矿石量916.73万吨，不仅拥有银金属量647.20吨（平均品位83.75克/吨），还拥有铅金属量19.83万吨、锌金属量18.11万吨以及铜金属量3.74万吨，并伴生金、镉、铟、镓等多种有价元素。

摘要/Abstract

■ 投资建议

我们预测公司2025-2027年营业收入为27.9亿元、45.2亿元、56.2亿元，同比分别增长38.8%、61.7%、24.4%；

归母净利润分别为5.8亿元、13.4亿元、17.4亿元，同比分别增长48%、131.5%、30.5%；

对应EPS分别为0.84元/1.94元/2.53元

对应2026年2月13日收盘价45.2元，PE分别为54.03/23.34/17.89倍

公司为A股白银核心标的，高自给率、高毛利充分受益于白银供需紧平衡与价格上行周期。菜园子铜金矿等项目投产，叠加资源并购，推动从单一白银向“金银双轮”升级，降低单一品种依赖并贡献新增量，支撑业绩持续释放。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示：

1) 项目进度不及预期风险：公司未来的产量增长依赖于菜园子铜金矿、巴彦乌拉银多金属矿及巴彦包勒格铅锌多金属矿等项目的顺利推进。投产进度若不及预期，将影响公司利润增长。

2) 开采停工风险：金属开采受到井下与自然环境等多重因素影响，事故可能对运营造成重大冲击。

3) 价格下跌风险：主导产品金属价格若超预期下跌，将严重侵蚀公司利润。



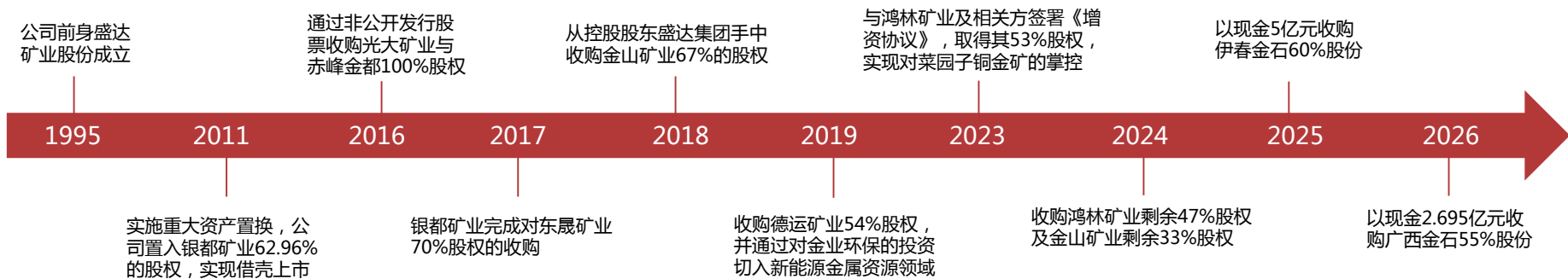
目录

- **老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业**
- **依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的**
- **鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道**
- **资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇**
- **盈利预测&投资建议**
- **风险提示**

1.1 发展历程：白银龙头，拓展布局黄金赛道

- **公司成立于1995年，依托内蒙优质资源成为白银龙头，拓展布局黄金赛道：**公司自1995年成立以来，逐步奠定了在有色金属领域的发展基础。2011年，通过实施重大资产置换，公司成功置入银都矿业62.96%的股权，实现借壳上市，自此迈入资本市场。2016年通过非公开发行股票，公司收购了光大矿业与赤峰金都100%股权，丰富资源储量，扩大产能。2017年，银都矿业完成对东晟矿业70%股权的收购，资源布局进一步完善。2018年，公司又从控股股东盛达集团手中收购金山矿业67%的股权，强化资源整合。2019年，公司继续推进外延式拓展，收购德运矿业54%股权，并通过对金业环保的投资，正式切入新能源金属资源领域，开启多元化发展新篇章。2023年11月，公司与鸿林矿业及相关方签署《增资协议》，取得其53%股权，实现对菜园子铜金矿的掌控。进入2024年，公司继续推进资源整合，先后公告拟收购鸿林矿业剩余47%股权及金山矿业剩余33%股权。交易完成后，这两家子公司成为公司的全资子公司，有助于进一步提升整体资源配置与协同效率。2025年，公司以现金5亿元收购伊春金石60%股份，增厚公司矿产资源储量，2026年1月交割完成。2026年1月，公司以现金2.695亿元收购广西金石55%股份，夯实资源壁垒，2026年2月交割完成。

图1：公司发展历程

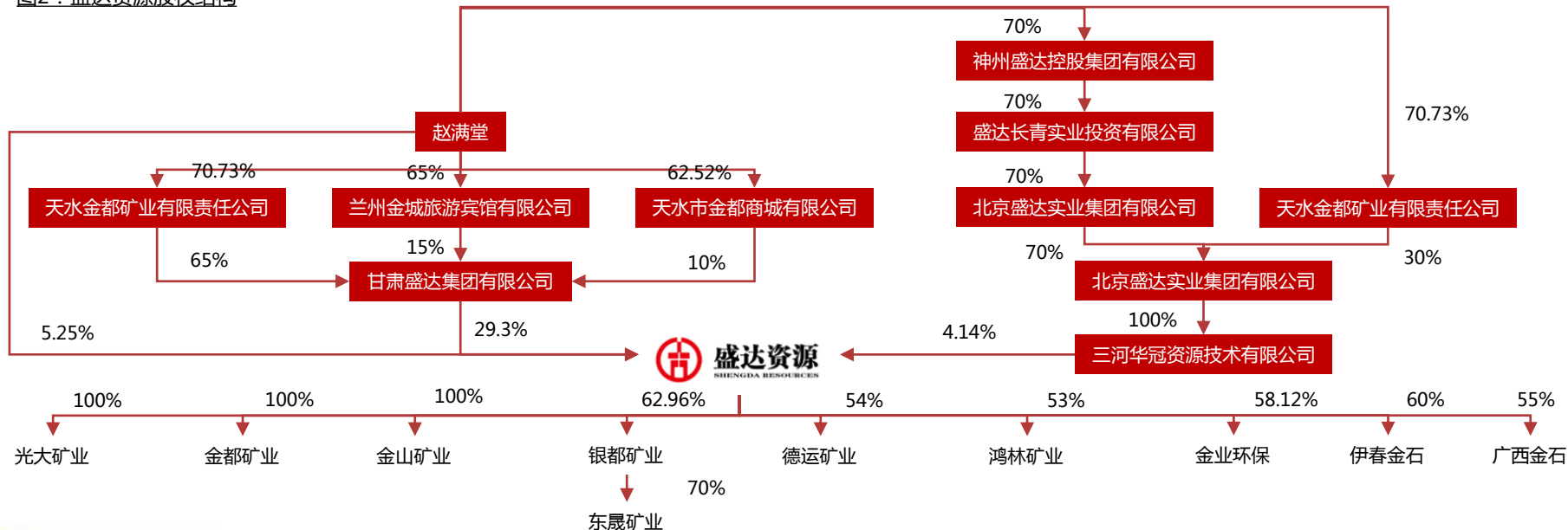


资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

1.2 公司表决权集中，人才优势突出

- 公司表决权集中**：公司实际控制人为赵满堂先生。截至最新报告，赵满堂通过直接与间接方式，持有公司25.43%股份。具体来看，控股股东甘肃盛达集团有限公司持股29.30%，赵满堂直接持股5.25%，其他主要股东包括三河华冠资源技术有限公司（持股4.14%）、赵庆（持股2.79%）及王小荣（持股0.03%），上述股东合计持股41.51%，表决权集中度高，保障了控制结构的稳定性。
- 人才优势突出**：公司管理层人员由矿业领域和资本市场有丰富经验的专家组成，助力公司战略规划全面优化升级。技术人员在地质勘查、矿山开采、选矿方面拥有丰富经验，为公司未来增加资源储量、提高产能、增加收益提供支持。与此同时，公司推行了员工持股计划等长效激励机制，核心团队的凝聚力和积极性进一步提升，高素质的人才队伍和持续完善的人才激励机制为公司未来发展提供了源源不断的动力和智力保障。

图2：盛达资源股权结构



1.3 公司共拥有9座矿山，资源禀赋优异

- **公司目前拥有9座矿山**：公司旗下共拥有9处资源优质的在产与待产矿山，银都矿业所属的拜仁达坝银多金属矿、金都矿业所属的十地矿区、光大矿业所属的大地矿区，以及金山矿业所属的额仁陶勒盖银矿均处于在产状态，年产能分别为90万吨、30万吨、30万吨和48万吨；鸿林矿业旗下的菜园子铜金矿处于试生产阶段，投产后年产能将达到39.6万吨；在建方面，东晟矿业旗下的巴彦乌拉银多金属矿正在积极推进，投产后年产能将达到25万吨；此外，德运矿业、伊春金石、广西金石也已列入待建计划，为公司中长期发展奠定资源基础。
- **资源禀赋优异，剩余服务年限长**：截至2024年底，公司拥有银金属量约1.2万吨、金金属量约34吨，年采选能力近200万吨。根据资源量和生产能力测算，公司下属3座在产矿山剩余服务年限都在10年以上，其中金山矿业的额仁陶勒盖银矿剩余服务年限在20年以上；公司东晟矿业进入建设期，预计将在2026内建成投产，能够保障公司长期稳定经营和可持续发展。公司重视矿山绿色生态建设，4座在产矿山已全面实现披绿，为国家级或自治区级绿色矿山，公司目前在建的矿山也都在按照绿色矿山的标准进行建设，进一步加强公司业务的可持续发展。

图3：矿山情况简介

公司	矿山	权益	品种	产能	状态	投产时间
银都矿业	拜仁达坝银多金属矿	62.96%	银铅锌	90万吨	在产	2005
金都矿业	十地矿区银铅锌矿	100%	银铅锌	30万吨	在产	2008
光大矿业	大地矿区银铅锌矿	100%	银铅锌	30万吨	在产	2020
金山矿业	额仁陶勒盖矿区Ⅲ - IX矿段银矿	100%	金银猛	48万吨	在产	2010
鸿林矿业	菜园子金铜矿	100%	铜金	39.6万吨	试产	2025
东晟矿业	巴彦乌拉矿区银多金属矿	70%	银铅锌	25万吨	在建	2026E
德运矿业	巴彦包勒格矿区银多金属矿	54%	银铅锌	90万吨	待建	待定
伊春金石	460高地岩金矿探矿权	55%	铜钼		待建	
广西金石	妙皇铜铅锌银矿采矿权、花蓬-那直铜铅锌银矿探矿权、花候-花仪铜铅锌银矿探矿权	60%	铜铅锌银		待建	

1.4 营收规模稳定，矿业主业为主要营收来源

- **公司营收规模保持相对稳定**：2020年，公司主动压缩低毛利率的贸易业务规模，全年实现营业收入16.4亿元，同比下降43.54%。2021-2022年，得益于金属价格上涨。公司营业收入同比保持增长。2023年，受金山矿业技改影响，公司产销量受到一定程度制约，但公司当年扩大了贸易规模，营收同比仍实现增长。2025年开始，公司经营逐渐恢复正常，2025Q1-Q3公司实现营业收入16.52亿元，同比增长18.29%。
- **矿业主业为主要营收来源**：公司2020年矿业营收占比70.2%。2021-2022年矿业营收占比分别为90.7%/84.1%。2023年受金山矿业技改影响，公司产销量受到一定程度制约，公司当年扩大了贸易规模，矿业营收占比为55.6%。随着2024年9月金山技改完成，公司经营逐渐恢复正常，2024年与2025H1矿业营收占比分别为72.4%/69.8%。随着公司在产矿山的投产，预计矿业主业的营收占比会继续提升。

图4：盛达资源2020-2025Q1-Q3营业收入与同比（单位：亿元）

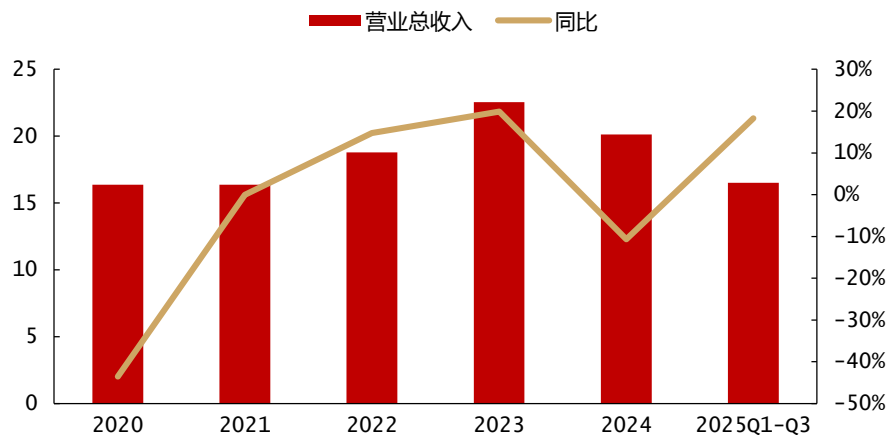
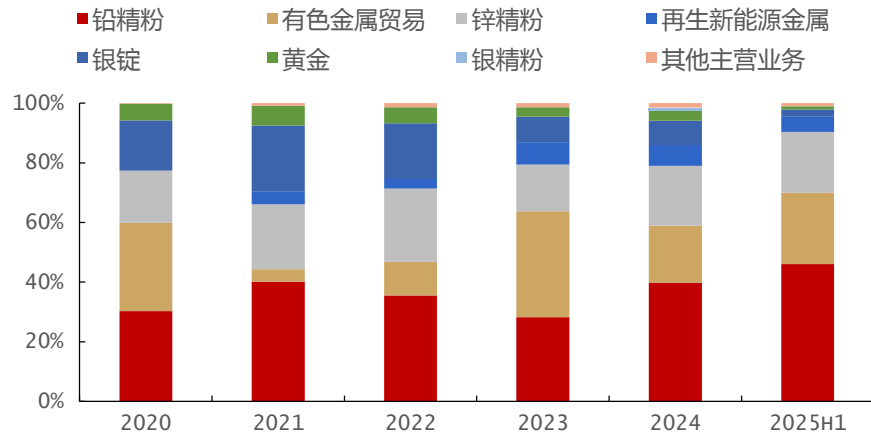


图5：盛达资源2020-2025H1年各项业务收入占比



H 1.5 矿业贡献接近100%利润，资产负债率稳健

■ **金山技改完成业绩回归正轨，矿业贡献接近100%利润**：2020-2022年，公司归母净利润分别为2.91/4.22/3.65亿元，2023年，受金山矿业技改、部分矿山补缴权益金及开采区段品位下降等因素影响，公司产销量受到一定程度制约，实现归母净利1.48亿元。2025Q1-Q3公司实现归母净利3.23亿元，同比增长61.97%。2020年至今，矿业均贡献接近100%利润。

■ **资产负债率稳健**：2022年，公司资产负债率降至34%，为近几年来最低。2022年之后，随着金山技改及矿山建设推进，公司资产负债率升至2025Q3的47%，但仍处于中等水平。

图6：盛达资源2020-2025Q3归母净利润与同比（单位：亿元）

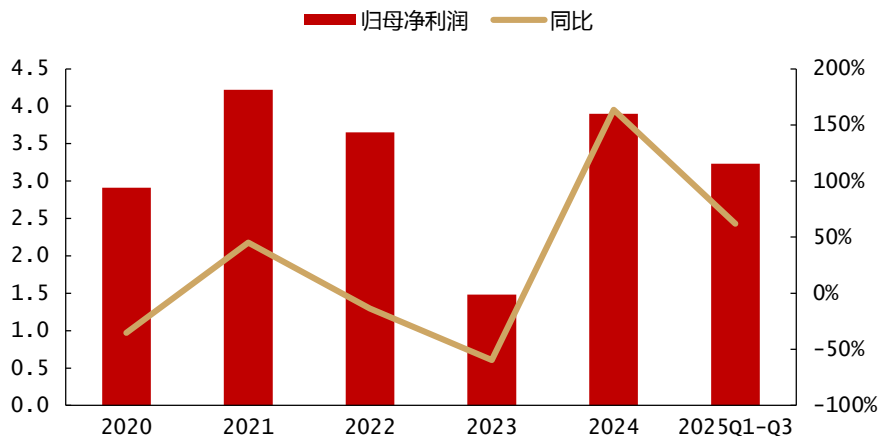


图8：盛达资源2020-2025Q3资产负债率

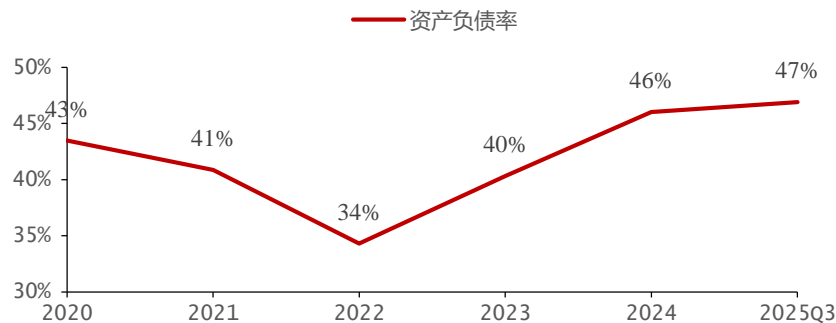
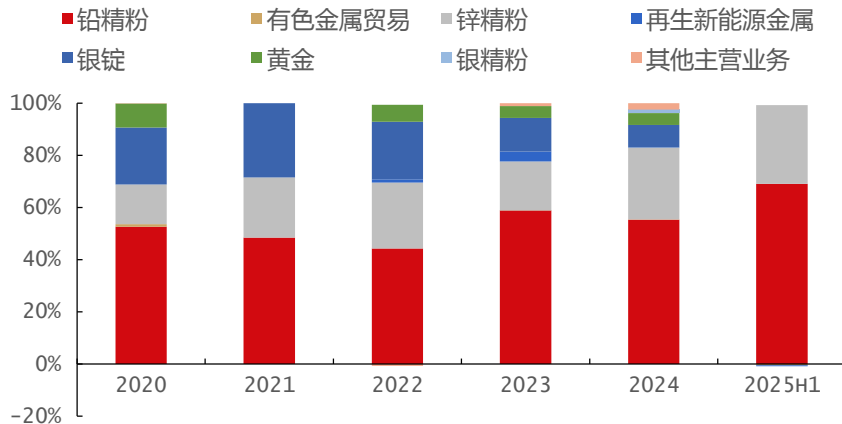


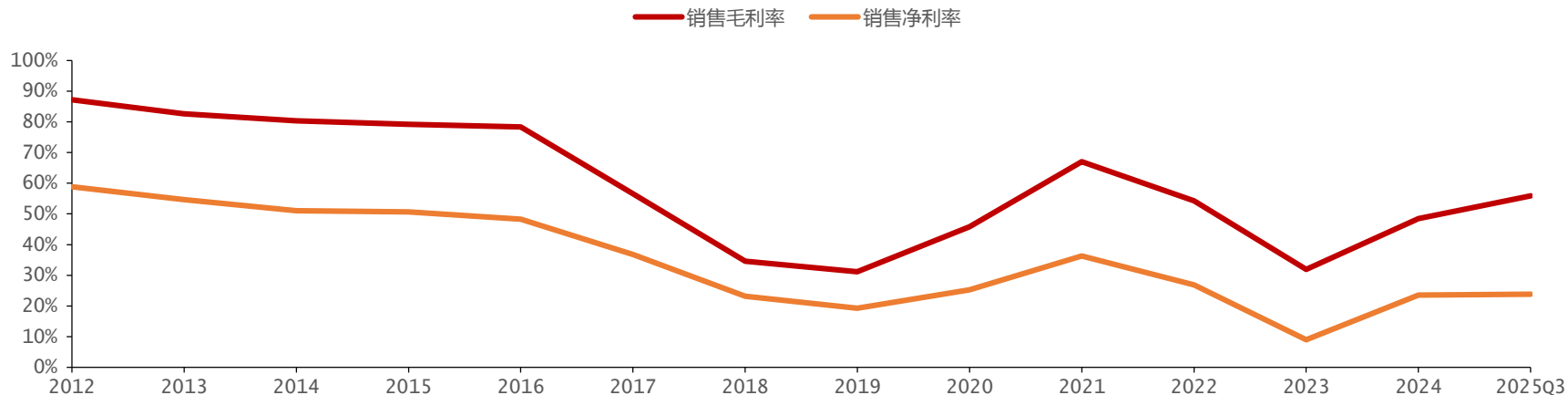
图7：盛达资源2020-2025H1各项业务毛利占比（单位：%）



1.6 银都矿业铸就盈利巅峰，新矿山+贸易重塑盈利结构

- **银都矿业铸就盈利巅峰，新矿山+贸易重塑盈利结构**：2012年至2016年是公司利润率的巅峰时期，核心子公司银都矿业凭借高品位矿石和低采选成本，不仅单体毛利率常年维持在80%左右（2012年高达87.23%和82.64%），其净利率也保持高位（如2012年为58.82%），带动上市公司整体有色金属采选毛利率长期维持在75%以上；2017年至今，随着光大矿业、赤峰金都等新矿山的注入以及低毛利（仅约0.2%-1.5%）有色金属贸易业务的大规模开展，虽然公司营收体量剧增，导致整体财务报表层面的综合毛利率与净利率被摊薄，但剔除贸易业务后，其核心矿山采选业务的毛利率依然维持在60%-70%的较高水平。

图9：盛达资源2020-2025Q3销售毛利率与销售净利率





目录

- 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业
- 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的
- 鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道
- 资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

2.1 银都矿业：年采选产能90万吨，保有银金属量1436吨

- 公司主力矿山，年采选产能90万吨：**银都矿业主要负责运营位于内蒙古赤峰市克什克腾旗的拜仁达坝银多金属矿。该公司成立于2004年2月，是盛达资源在2011年实现借壳上市的关键资产。根据克什克腾旗人民政府网站公示，公司矿山经改扩建后，实际采选生产能力达到3000吨/日，年处理能力达90万吨，是一座大型银多金属矿山。
- 矿业权整合增强资源持续性，保有银金属量1435.5吨：**2022年，银都矿业取得拜仁达坝（北矿区）银多金属矿普查的探矿权证，银都矿业扩大拜仁达坝银多金属矿采矿权（矿区面积：5.1481平方公里）范围，合并外围拜仁达坝银多金属矿普查探矿权（勘查面积：1.43平方公里），整合后采矿权矿区面积为6.5781平方公里，2024年2月勘探报告通过评审备案，2024年8月资源储量报告通过评审备案。截止2024年12月31日，银都矿业拜仁达坝银多金属矿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544.2万吨，银金属量1,182.5吨，平均品位239.28克/吨；铅金属量122,208.1吨，平均品位2.74%；锌金属量230,457.1吨，平均品位4.73%。银都矿业拜仁达坝（北矿区）银多金属矿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%。2026年1月取得新采矿许可证。

图10：银都矿业拜仁达坝银多金属矿资源情况（截至2024年12月31日）

	共生资源量（探明+控制+推断）		伴生资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	544.2万吨			
品种	金属量	平均品位	金属量	平均品位
银	1182.5吨	239.28克/吨	34.0吨	54.49克/吨
铅	122208.1吨	2.74%	5153.8吨	0.54%
锌	230457.1吨	4.73%	3945.5吨	0.69%

图11：银都矿业拜仁达坝（北矿区）银多金属矿资源情况（截至2024年12月31日）

	共生资源量（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	
品种	金属量	平均品位	金属量	平均品位
银	212吨	119.50克/吨	7吨	32.41克/吨
铅	20912吨	1.19%	453吨	0.17%
锌	41874吨	2.09%	218吨	0.45%

2.2 金都矿业：年采选产能30万吨，保有银金属量673吨

- **年采选产能30万吨**：金都矿业成立于2006年9月，主要负责运营位于内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗的十地银铅锌矿，2015年8月获得采矿证，2016年注入上市公司，公司持股比例100%。赤峰金都矿业在2016年重组注入上市公司时尚处于“建设期、无盈利”状态，根据对赌协议，其承诺2017年至2019年的扣非净利润分别不低于8,696.30万元、8,670.85万元及8,670.85万元；尽管承诺期内（特别是2018年）面临美联储加息导致美元走强、贵金属价格承压震荡的低迷市场环境，赤峰金都于2017年正式投产后，三年实际实现扣非净利润分别为8,876.52万元、9,005.17万元和9,066.63万元，业绩承诺完成率分别为102.07%、103.86%和104.56%，连续三年均超额完成对赌业绩，充分证明了其在白银价格低迷周期中依然具备优秀的盈利能力和抗风险水平。根据赤峰市生态环境局2025年的公示信息，金都矿业正计划对十地银铅锌矿进行采矿改建项目，将原有采区与新增探矿权整合为一个采矿区，整合后矿区面积将达5.2399平方公里。项目完成后，开采深度将调整为1445米至875米标高，预计开采服务年限为18.1年。年采选产能30万吨（日处理矿石1000吨）。
- **保有银金属量672.8吨**：金都矿业十地银铅锌矿保有资源量（探明+控制+推断）矿石量545.4万吨，银金属量639.62吨，平均品位264.64克/吨；铅金属量90,396.3吨，平均品位1.66%；锌金属量94,110.7吨，平均品位1.73%。保有伴生铜银推断资源量矿石量545.4万吨：铜金属量4,683.9吨，品位0.09%；银金属量33.18吨，品位10.93克/吨。

图12：金都矿业十地银铅锌矿资源情况（截至2024年12月31日）

共生资源量（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		
品种	金属量	平均品位	品种	金属量	平均品位
银	639.62吨	264.64克/吨	银	33.18吨	10.93克/吨
铅	90396.3吨	1.66%	铜	4683.9吨	0.09%
锌	94110.7吨	1.73%			

2.3 光大矿业：年采选产能30万吨，保有银金属量386吨

- **年采选产能30万吨**：光大矿业成立于2009年9月，主要负责运营位于内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗的大地银铅锌矿，2015年获得采矿权，2016年注入上市公司，公司持股比例100%。年采选产能30万吨。光大矿业在2016年被收购时尚处于建设期，随后于2017年正式投产并进入业绩承诺期；受老盘道探矿权剥离影响，其2017年至2019年的承诺扣非净利润调整为5,758.18万元、5,715.76万元及5,715.76万元；尽管承诺期内白银价格低迷，光大矿业三年实际实现扣非净利润分别为5,801.31万元、6,218.94万元和6,216.64万元，业绩承诺完成率分别为100.75%、108.80%和108.76%，连续三年超额完成对赌业绩。
- **保有银金属量385.5吨**：光大矿业大地矿区银铅锌矿保有资源量（探明+控制+推断）矿石量385.7万吨，银金属量324.3吨，平均品位165.37克/吨；铅金属量63,013.1吨，平均品位1.63%；锌金属量132,632.1吨，平均品位3.44%。保有伴生银推断资源量矿石量187.4万吨，银金属量61.2吨，平均品位31.00克/吨。

图13：光大矿业大地银铅锌矿资源情况（截至2024年12月31日）

	共生资源量（探明+控制+推断）		伴生资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	385.7万吨		187.4万吨	
品种	金属量	平均品位	金属量	平均品位
银	324.3吨	165.37克/吨	61.2吨	31.00克/吨
铅	63013.1吨	1.63%		
锌	132632.1吨	3.44%		

2.4 金山矿业：体内最大白银矿，年采选产能48万吨，保有银金属量3076吨

- **年采选产能48万吨**：金山矿业主要负责运营位于内蒙古自治区呼伦贝尔市新巴尔虎右旗的额仁陶勒盖银矿，年产能48万吨，除了主产品银锭和黄金，金山矿业还利用生产过程中产生的锰银混合精矿，生产一水硫酸锰。盛达资源在2018年收购了金山矿业67%的股权后，于2024年12月收购了剩余33%的股权，使金山矿业成为其全资子公司。这有助于盛达资源更好地整合资源，提升管理效率。针对这次收购，盛达集团做出了业绩承诺，保证金山矿业在2025年至2027年间的累计净利润不低于4.7亿元。2023年10月开始了对采矿工程和选厂的技术改造，2024年9月完成，本次技改核心原因是随着开采深度的增加（标高420米以下），金山矿业的矿石性质发生了根本改变，由浅部的氧化矿过渡为深部的原生多金属矿。原有的“全泥氰化”（浸出）工艺处理原生矿时选矿效果差，无法有效回收矿石中的铅、锌资源，且银、金回收率受限，束缚了矿山发展。根据公司公告，本次技改完成了深部基建和井筒扩修，解决了深部矿石运输和通风问题。将原有的氰化生产线改造为浮选生产线。技改后，公司在产出银锭、金锭的基础上，还有一些氧化矿，实现了多金属的综合回收。这次技改不单纯是扩大矿石处理量的“增量”，而是“释放产能+增加品种+降本增效”的综合提升。
- **保有银金属量3076.37吨**：金山矿业额仁陶勒盖矿区Ⅲ - IX矿段银矿采矿许可证范围内保有资源储量（探明+控制+推断）矿石量1,451.25万吨，银金属量3,076.37吨，平均品位211.98克/吨，金金属量8,988.09千克，平均品位0.62克/吨，锰金属量349,853.09吨，平均品位2.41%。

图14：金山矿业额仁陶勒盖银矿资源情况（截至2024年12月31日）

	共生资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	1451.25万吨	
品种	金属量	平均品位
银	3076.37吨	211.98克/吨
金	8988.09吨	0.62%
锰	349853.09吨	2.41%

2.5 东晟矿业：优质银矿资源，预计2026年投产

- 优质银矿资源，预计2026年投产：**东晟矿业成立于2005年，起初内蒙古赤峰地质矿产勘查开发有限责任公司持股100%，2017年公司收购70%股份。东晟在克什克腾旗拥有一项采矿权（巴彦乌拉银多金属矿）和两项探矿权（乌尼克吐铅锌矿和达赖哈特铅锌矿）。由于自身的选矿能力，矿区建成后，计划通过与银都矿业签订委托加工协议，由银都矿业为其代加工矿石后进行销售。东晟矿山的建设项目在2025年9月曾因承包商安全事故而暂时停工。2025年10月，该项目已获准复工。根据公告，公司正力争让东晟矿业在2026年完成建设并投产。
- 银金属量590.38吨：**东晟矿业巴彦乌拉矿区银多金属矿保有资源储量（探明+控制+推断）矿石量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（探明+控制+推断）矿石量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；砷金属11,403吨，平均品位0.55%；纯硫量123,917吨，平均品位6.18%。

图15：东晟矿业巴彦乌拉矿区银多金属矿资源情况（截至2024年12月31日）

		共生资源量（探明+控制+推断）		伴生资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	267万吨		265.5万吨		
品种	金属量	平均品位	品种	金属量	平均品位
银	556.32吨	284.90克/吨	银	34.06吨	50.06克/吨
铅	13052吨	1.32%	铅	5522吨	0.45%
锌	46002吨	2.05%	锌	2347吨	0.77%
			金	225千克	0.12克/吨
			镓	32.01吨	12.7克/吨
			砷	11403吨	0.55%

2.6 德运矿业：资源丰富，为公司未来增长提供支撑

- **《采矿许可证》已取得，为公司未来增长矿山：**德运矿业的核心业务围绕其拥有的巴彦包勒格铅锌多金属矿展开。该矿山资源涉及银、铅、锌三种金属。德运矿业前身为2013年成立的阿鲁科尔沁旗德运矿业开发有限公司，主要持有内蒙古巴彦包勒格银多金属矿探矿权并开展勘探工作；2019年被盛达资源以2500万元收购54%股权实现控股，成为公司旗下重要银多金属矿资产；2024年正式取得采矿许可证，核定年采选规模90万吨，拥有高品位银、铅、锌资源储量，目前正推进矿山建设，未来将成为盛达资源核心产能与利润增长点之一。
- **银金属量995.72吨：**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%。

图16：德运矿业巴彦包勒格矿区银多金属矿资源情况（截至2024年12月31日）

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



目录

- 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业
- 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的
- **鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道**
- 资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

3.1 鸿林矿业：延伸拓展黄金赛道，2025年9月开启试生产

- **切入黄金赛道，2025年9月开启试生产**：2023年10月，公司以认购鸿林矿业新增注册资本的方式对鸿林矿业进行投资及实现对鸿林矿业的控制权，增资价款为人民币3亿元，公司持有鸿林矿业53%的股权。2024年10月公司采用向特定投资者发行股票募集资金的方式完成鸿林矿业剩余47%股权收购，预估值约为3.6亿元，完成后将对鸿林矿业实现100%控股。菜园子铜金矿矿区内探明工业矿体6条（1、2、3、4、5、6号），其中2、3号矿体为主矿体。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。2025年9月10日起菜园子铜金矿开始试生产，为公司延伸进入黄金赛道奠定基础。
- **金金属量17.17吨**：鸿林矿业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，金金属量17,049千克，平均品位2.82克/吨；铜金属量29,015吨，平均品位0.48%。低品位矿体资源量（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%。

图17：鸿林矿业菜园子铜金矿资源情况（截至2024年12月31日）

	资源量（探明+控制+推断）		低品位资源量（探明+控制+推断）	
矿石量	605.6万吨		39.4万吨	
品种	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%



目录

- 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业
- 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的
- 鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道
- **资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇**
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

4.1 伊春金石：增厚铜钼资源储备，保有铜金属量约154万吨

- **增厚铜钼资源储备**：公司于2025年12月宣布拟以现金5亿元收购伊春金石矿业有限责任公司60%的股权，使其成为公司的控股子公司。伊春金石成立于2002年，其核心资产是位于黑龙江省大兴安岭新林区的“460高地岩金矿勘探”探矿权，该探矿权最早于2008年取得，目前矿区内已圈定出3条矿化蚀变带，分别为I号铜钼矿化蚀变带以及II、III号金矿化蚀变带。
- **保有铜金属量约154.09万吨**：目前，I号铜钼矿带已被定性为大型斑岩铜钼矿床，其资源量估算结果已通过评审备案，截止2025年5月，拟转采范围内的矿石量约9.96亿吨，铜金属量约154.09万吨，钼金属量约46.10万吨，并伴生硫、银、铼、镓等资源。公司正在办理I号矿带的探矿权转采矿权手续，同时II、III号金矿带仍处于勘探阶段，此次收购将显著增厚盛达资源在铜、钼等战略矿产领域的资源储备。

图16：伊春金石资源情况（截至2025年5月）

资源类别	矿石量（万吨）	铜金属量（吨）	钼金属量（吨）	当量铜金属量（吨）	铜品味（%）	钼品味（%）	当量铜品味（%）
探明+控制+推断 (TM+KZ+TD)	99600.7	1540872	460979	3895306	0.15	0.046	0.39
探明（TM）	22860.3	350306	106902	896324	0.15	0.047	0.39
控制（KZ）	48753.7	764208	231164	1944863	0.16	0.047	0.40
推断（TD）	27986.7	426358	122913	1054119	0.15	0.044	0.38

4.2 广西金石：完善多金属布局，夯实资源壁垒

- **布局广西矿产资源**：2026年1月，公司以现金2.695亿元收购广西来宾金石矿业有限公司55%的股权，使其成为公司的控股子公司。广西金石的核心资产包括象州县妙皇花蓬-那宜铜铅锌银矿采矿权以及两宗外围探矿权；该采矿权于2023年10月取得，证载生产规模为66万吨/年，有效期20年。目前，矿山正在办理节能报告、环境影响评价等开发建设审批手续；虽然因工程款纠纷导致采矿权暂时处于冻结状态，但交易方案中已对债务偿还及解除冻结做出了明确安排，旨在保障后续的矿山建设与运营。
- **保有银资源量647.20吨**：在资源量方面，根据已备案的储量报告，截止2018年7月31日，广西金石妙皇铜铅锌银矿采矿权范围内保有（332+333）矿石量916.73万吨，不仅拥有银金属量647.20吨（平均品位83.75克/吨），还拥有铅金属量19.83万吨、锌金属量18.11万吨以及铜金属量3.74万吨，并伴生金、镉、铟、镓等多种有价元素，是一座具有较高经济价值的中型多金属矿床，收购完成后将显著增厚上市公司的资源储备。

图16：广西金石资源情况（截至2018年7月）

矿体类型	矿石量（万吨）	银金属量（吨）	铅金属量（万吨）	锌金属量（万吨）	铜金属量（万吨）
硫化铜工业矿	177.68	28.22	0.14	0.34	2.98
硫化铅锌银工业矿	739.05	618.98	19.69	17.77	0.76
总计	916.73	647.20	19.83	18.11	3.74



目录

- 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业
- 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的
- 鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道
- 资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇
- **盈利预测&投资建议**
- 风险提示

5 盈利预测

■ 价格预测：

■ 贵金属市场受美联储降息周期、央行持续购金、地缘风险及工业需求增长四大因素驱动，黄金价格稳中有升，白银价格弹性领先。假设2025-2027年白银价格分别为10000元/千克，19500元/千克，21500元/千克，黄金价格分别为800元/克，1100元/克，1200元/克。铅锌供需整体平稳，价格受到美联储降息周期与成本支撑提供底部保护影响。假设2025-2027年铅价格分别为17044元/吨，17050元/吨，17050元/吨，锌价格分别为22811元/吨，23000元/吨，23500元/吨。

■ 各板块销量预测：

■ (1) 铅精粉（含银）销量：公司目前在产矿山稳定，预计东晟矿业2026年投产以及技改项目在2027年带来增量，假设铅精粉（含银）2025-2027年销量分别为29670吨、29670吨、30989吨。

■ (2) 锌精粉（含银）销量：锌精粉（含银）与铅精粉（含银）伴生，理由同上，假设锌精粉（含银）2025-2027年销量分别为53191吨、53191吨、56383吨。

■ (3) 银锭：银锭与铅锌伴生，假设银锭2025-2027年销量分别为160吨、176吨、201吨。

■ (3) 黄金：公司金矿2025年9月试生产，预计2026年产量爬坡，假设黄金2025-2027年销量分别为138千克、652千克、1167千克。

■ 各板块成本预测：

■ (1) 铅精粉（含银）成本：公司地处内蒙，考虑大宗商品涨价因素，税费上升，开采成本上升，假设2025-2027年公司铅精粉（含银）成本分别为10500元/吨、16000元/吨、16500元/吨。毛利率分别为74.3%、77.5%、79.0%。

■ (2) 锌精粉（含银）成本：整体成本稳定，考虑大宗商品涨价因素，假设2025-2027年公司锌精粉（含银）成本分别为2800元/吨、3000元/吨、3100元/吨。毛利率分别为64.8%、62.8%、60.8%。

■ (3) 银锭成本：假设银锭2025-2027年成本分别为350万元/吨、500万元/吨、550万元/吨。毛利率分别为64.0%、71.0%、71.1%。

■ (3) 黄金成本：公司金矿新投产，整体品味变化小，成本稳定，税费部分上升，假设黄金2025-2027年成本分别为250元/克、300元/克、310元/克。毛利率分别为68.8%、72.7%、74.2%。



5 盈利预测

表1：主要业务盈利预测（单位：亿元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
铅精粉（含银）	收入	6.4	8.0	12.1	21.1	24.3
	成本	2.1	2.6	3.1	4.7	5.1
	毛利率	66.5%	67.3%	74.3%	77.5%	79.0%
锌精粉（含银）	收入	3.5	4.1	4.2	4.3	4.5
	成本	2.2	1.4	1.5	1.6	1.7
	毛利率	38.5%	66.4%	64.8%	62.8%	60.8%
银锭	收入	1.9	1.8	3.2	8.4	12.9
	成本	1.0	0.9	1.1	2.4	3.7
	毛利率	48.0%	53.0%	64.0%	71.0%	71.1%
黄金	收入	0.7	0.7	1.1	6.1	9.2
	成本	0.4	0.2	0.3	1.7	2.4
	毛利率	47.0%	65.2%	68.8%	72.7%	74.2%

5 盈利预测

- 我们预测公司2025-2027年营业收入为27.9亿元、45.2亿元、56.2亿元，同比分别增长38.8%、61.7%、24.4%；
- 归母净利润分别为5.8亿元、13.4亿元、17.4亿元，同比分别增长48%、131.5%、30.5%；
- 对应EPS分别为0.84元/1.94元/2.53元
- 对应2026年2月13日收盘价45.2元，PE分别为54.03/23.34/17.89倍
- 公司为A股白银核心标的，高自给率、高毛利充分受益于白银供需紧平衡与价格上行周期。菜园子铜金矿等项目投产，叠加资源并购，推动从单一白银向“金银双轮”升级，降低单一品种依赖并贡献新增量，支撑业绩持续释放。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	22.5	20.1	27.9	45.2	56.2
YoY（%）	19.9%	-10.7%	38.8%	61.7%	24.4%
归母净利润（亿元）	1.5	3.9	5.8	13.4	17.4
YoY（%）	-59.4%	163.6%	48.0%	131.5%	30.5%
毛利率（%）	32.0%	48.5%	50.8%	64.8%	67.2%
每股收益（元）	0.21	0.57	0.84	1.94	2.53
ROE	4.7%	12.8%	16.48%	29.0%	28.9%
市盈率	215.24	79.30	54.03	23.34	17.89

5 盈利预测

表3：可比公司估值表（单位：亿元）

代码	公司	收盘价	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026/2/13		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000426.SZ	兴业银锡	48.09	854	20.5	25.1	30.0	41.7	34.1	28.5
000603.SZ	盛达资源	45.20	312	5.6	9.7	12.4	55.4	32.1	25.2



目录

- 老牌白银龙头企业，持续深耕白银行业
- 依托内蒙优势资源，稀缺白银增量标的
- 鸿林矿业启动试产，延伸拓展黄金赛道
- 资源拓展步履不停，2026年继续紧抓外延机遇
- 盈利预测&投资建议
- **风险提示**

H 6 风险提示

风险提示

- **项目进度不及预期风险**：公司未来的产量增长依赖于菜园子铜金矿、巴彦乌拉银多金属矿及巴彦包勒格铅锌多金属矿等项目的顺利推进。投产进度若不及预期，将影响公司利润增长。
- **开采停工风险**：金属开采受到井下与自然环境等多重因素影响，事故可能对运营造成重大冲击。
- **价格下跌风险**：主导产品金属价格若超预期下跌，将严重侵蚀公司利润。



财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20	28	45	56	净利润	5	7	16	21
YoY (%)	-10.7%	38.8%	61.7%	24.4%	折旧和摊销	2	2	2	2
营业成本	10	14	16	18	营运资金变动	-1	2	1	1
营业税金及附加	2	2	4	5	经营活动现金流	7	10	18	23
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-5	0	0	0
管理费用	3	4	6	7	投资	2	0	0	0
财务费用	1	0	0	0	投资活动现金流	3	0	1	1
研发费用	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	3	1	0	0
投资收益	1	1	1	1	筹资活动现金流	-5	0	-2	-3
营业利润	4	9	20	26	现金净流量	5	10	16	21
营业外收支	1	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	6	9	20	26	成长能力 (%)				
所得税	1	2	4	5	营业收入增长率	-10.7%	38.8%	61.7%	24.4%
净利润	5	7	16	21	净利润增长率	163.6%	48.0%	131.5%	30.5%
归属于母公司净利润	4	6	13	17	盈利能力 (%)				
YoY (%)	163.6%	48.0%	131.5%	30.5%	毛利率	48.5%	50.8%	64.8%	67.2%
每股收益	0.57	0.84	1.94	2.53	净利率	19.4%	20.7%	29.6%	31.0%
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率ROA	7.2%	9.7%	18.9%	20.3%
货币资金	10	19	36	56	净资产收益率ROE	12.8%	16.5%	29.0%	28.9%
预付款项	0	0	0	1	偿债能力 (%)				
存货	3	4	5	6	流动比率	0.80	1.13	1.66	2.24
其他流动资产	5	5	6	6	速动比率	0.63	0.94	1.46	2.02
流动资产合计	18	29	47	69	现金比率	0.43	0.75	1.26	1.82
长期股权投资	6	6	6	6	资产负债率	46.0%	45.5%	40.4%	35.4%
固定资产	20	18	16	14	经营效率 (%)				
无形资产	17	17	17	17	总资产周转率	0.31	0.39	0.54	0.55
非流动资产合计	48	47	45	43	每股指标 (元)				
资产合计	66	76	92	112	每股收益	0.57	0.84	1.94	2.53
短期借款	9	9	9	9	每股净资产	4.41	5.08	6.67	8.75
应付账款及票据	4	6	7	8	每股经营现金流	1.06	1.41	2.64	3.37
其他流动负债	9	11	13	14	每股股利	0.10	0.15	0.34	0.45
流动负债合计	22	26	28	31	估值分析				
长期借款	2	2	2	2	PE	79.30	54.03	23.34	17.89
其他长期负债	6	6	6	6	PB	2.72	8.90	6.78	5.17
非流动负债合计	8	9	9	9					
负债合计	30	35	37	40					
股本	1	1	1	1					
少数股东权益	5	6	9	12					
股东权益合计	36	41	55	73					
负债和股东权益合计	66	76	92	112					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANK YOU

