

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.61
总股本/流通股本(亿股)	6.90 / 6.32
总市值/流通市值(亿元)	73 / 67
52周内最高/最低价	16.13 / 7.39
资产负债率(%)	40.3%
市盈率	50.52
第一大股东	甘肃盛达集团有限公司

研究所

分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com
分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

盛达资源(000603)

资源版图持续扩张，白银龙头重启增长

● 投资要点

过去两年业绩下滑，2024年将迎来增长元年。公司在过去两年受品位下滑、金属价格下跌、金山技改等因素影响，业绩连续下滑，但2024年以来公司经营持续改善，金山技改稳步推进，或于9月底完成，2025-2026年随着银都矿业北部矿区取得采矿权证、东晟矿业、菜园子铜金矿、德运矿业陆续建成投产，公司白银产量有望较2023年实现翻倍增长，2024年预计将是公司重启增长元年。

股权激励保障未来增长。根据公司8月10日公告《2024年员工持股计划(草案)》，公司计划向不超过200名公司员工进行员工持股计划激励，购买价格为5.82元/股，2024年公司层面全部解锁股权份额的考核目标为营收/归母净利润同比增速不低于20%/15%，2025年考核目标为营收/归母净利润较2023年增速不低于44%/32.25%。

资源储量丰富，未来增量显著。根据公司2023年年报，公司7家矿业子公司共有银、金、铅、锌储量7231吨/27吨/36万吨/93万吨。其中银都矿业/金山矿业/光大矿业/金都矿业/东晟矿业/德运矿业白银储量分别为1377/3144/429/695/590/996吨。产量方面，2023年银都矿业/金山矿业/光大矿业/金都矿业分别产银57/37/21/30吨，我们预计公司2024-2026年白银年产量将达171/236/286吨，权益银产量达130/169/193吨，2027年德运矿业建成后，公司银产量有望突破350吨，权益银产量有望达到229吨。

美联储开启降息周期，金银比亟待修复。供需方面，我们预计2024-2026年，白银总供给维持在2%增幅。需求方面，光伏用银带动工业需求稳步增长，银饰需求或受高银价压制，实物投资需求维持2%增速；预计总需求2024-2026年增幅为2%/4%/3%，白银供应缺口日益扩大。宏观方面，美联储正式开始降息周期，9月18日降息50个基点，24/25年预期还将降息50/100个基点，贵金属投资价值凸显，此外美国经济数据虽然走弱，但尚未证实衰退，此次降息为预防式降息，白银价格前期受经济衰退预期影响大幅调整，带动金银比回升至83左右高位，预计四季度市场将逐步修复对美国衰退预期，银价存在反弹需求。长期看，白银作为贵金属，地缘冲突带来更大的投资避险需求，光伏需求作为全球能源转型的主要抓手之一将保持较高增速，白银价格中枢持续上移。

投资建议：我们预计公司2024-2026年实现营收29.63/37.38/43.89亿元，实现归母净利润3.51/6.19/7.96亿元，EPS为0.51/0.90/1.15元，对应PE为19.82/11.23/8.74。

● 风险提示：

项目投产不及预期风险；金属价格波动风险；地缘政治风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2254	2963	3738	4389
增长率 (%)	19.92	31.47	26.15	17.42
EBITDA (百万元)	497.33	792.17	1279.96	1595.28
归属母公司净利润 (百万元)	147.99	350.93	619.24	795.77
增长率 (%)	-59.41	137.14	76.46	28.51
EPS (元/股)	0.21	0.51	0.90	1.15
市盈率 (P/E)	47.00	19.82	11.23	8.74
市净率 (P/B)	2.22	2.00	1.70	1.42
EV/EBITDA	16.76	9.10	4.97	3.29

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 白银龙头，资源版图不断扩张	5
1.1 “原生矿产+城市矿山”战略打造公司资源版图	5
1.2 过去两年业绩下滑，2024 年重新启航	6
1.3 公共事件及金山技改导致银产量波动	8
1.4 股权激励保障未来增长	8
1.5 猪拱塘定金将于年内返还，补充公司现金流	9
2 资源储量丰富，未来增量显著	10
2.1 储量：银金铅锌储量达 7231 吨/27 吨/36 万吨/93 万吨	10
2.2 产量：未来银产量有望突破 350 吨，权益银产量有望达到 229 吨	12
2.3 银都矿业：公司主力矿山，北矿区资源整合提升年产量	12
2.4 金山矿业：技改或于 9 月底全部完成，银产量再上台阶	13
2.5 光大矿业：24 年产量及品位略有恢复	14
2.6 金都矿业：经营稳健，2023 年实现净利润 0.5 亿元	14
2.7 东晟矿业：银都矿业分采区，建成后银产量或达 65 吨/年	15
2.8 鸿林矿业：预计 2025 年投产，投产后收购剩余股权	15
2.9 德运矿业：预计 2026 年后投产	15
3 降息周期开启，金银比亟待修复	16
4 盈利预测	18
5 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 公司年度营收情况.....	7
图表 4: 公司年度利润情况.....	7
图表 5: 公司年度费用率情况 (%)	7
图表 6: 公司年度毛利率、净利率情况	7
图表 7: 公司分业务营收情况 (亿元)	8
图表 8: 公司分业务毛利情况 (亿元)	8
图表 9: 2019-2023 年公司各金属产销量 (吨)	8
图表 10: 公司员工持股计划考核目标	9
图表 11: 2019-2024H1 公司货币资金情况 (亿元)	10
图表 12: 2019-2024H1 公司借款情况 (亿元)	10
图表 13: 公司各矿山储量统计.....	11
图表 14: 2023-2027 年公司白银产量测算 (吨)	12
图表 15: 2019-2024 年 H1 银都矿业营收情况 (亿元)	13
图表 16: 2019-2024 年 H1 银都矿业净利润情况 (亿元)	13
图表 17: 2019-2024 年 H1 金山矿业营收情况 (亿元)	14
图表 18: 2019-2024 年 H1 金山矿业净利润情况 (亿元)	14
图表 19: 2019-2024 年 H1 光大矿业营收情况 (亿元)	14
图表 20: 2019-2024 年 H1 光大矿业净利润情况 (亿元)	14
图表 21: 2019-2024 年 H1 金都矿业营收情况 (亿元)	15
图表 22: 2019-2024 年 H1 金都矿业净利润情况 (亿元)	15
图表 23: 2015-2024E 全球白银供给结构 (百万盎司)	16
图表 24: 2015-2024E 全球需求结构 (百万盎司)	17
图表 25: 白银供需平衡表 (百万盎司)	17
图表 26: 美联储降息路径预测.....	18
图表 27: 2007 年至今金银比	18
图表 28: 可比公司.....	19

1 白银龙头，资源版图不断扩张

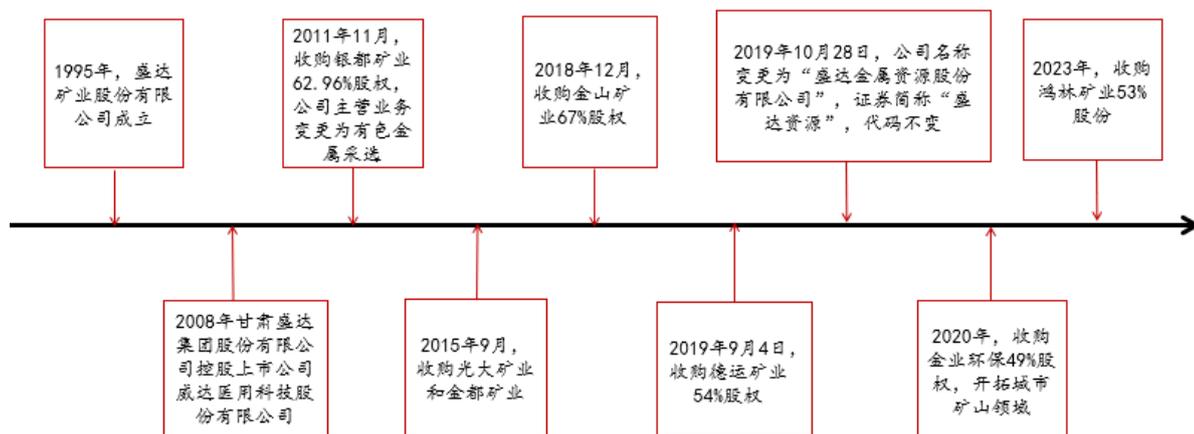
1.1 “原生矿产+城市矿山”战略打造公司资源版图

公司是以矿业开发、销售、贸易、投资及投资管理为主的控股型企业集团。在全国有色金属行业中银的综合生产规模名列前茅，是国内有色金属行业的大型知名品牌企业。

公司主营业务为银、铅、锌、金等有色金属矿的采选和销售，旗下共有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业 7 家矿业子公司，白银储量近万吨，年采选能力近 200 万吨。

此外，公司秉持“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略，依托金业环保子公司进入金属资源回收行业，从事含镍、铜、铬等金属的固危废资源化利用业务，生产含镍产品和含铜产品，并利用危废处置过程产生的废渣生产岩棉等新型材料。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，iFind，中邮证券研究所

1995 年，盛达矿业股份有限公司成立。

2008 年 9 月，甘肃盛达集团股份有限公司成为上市公司威达医用科技股份有限公司第一大股东。

2011 年 11 月，公司置入银都矿业 62.96% 股权，公司名称由“威达医用科技股份有限公司”变更为“盛达矿业股份有限公司”，主营业务变更为有色金属采选。

2015 年 9 月，公司收购光大矿业、赤峰金都股权，增厚主业铅锌矿资源。

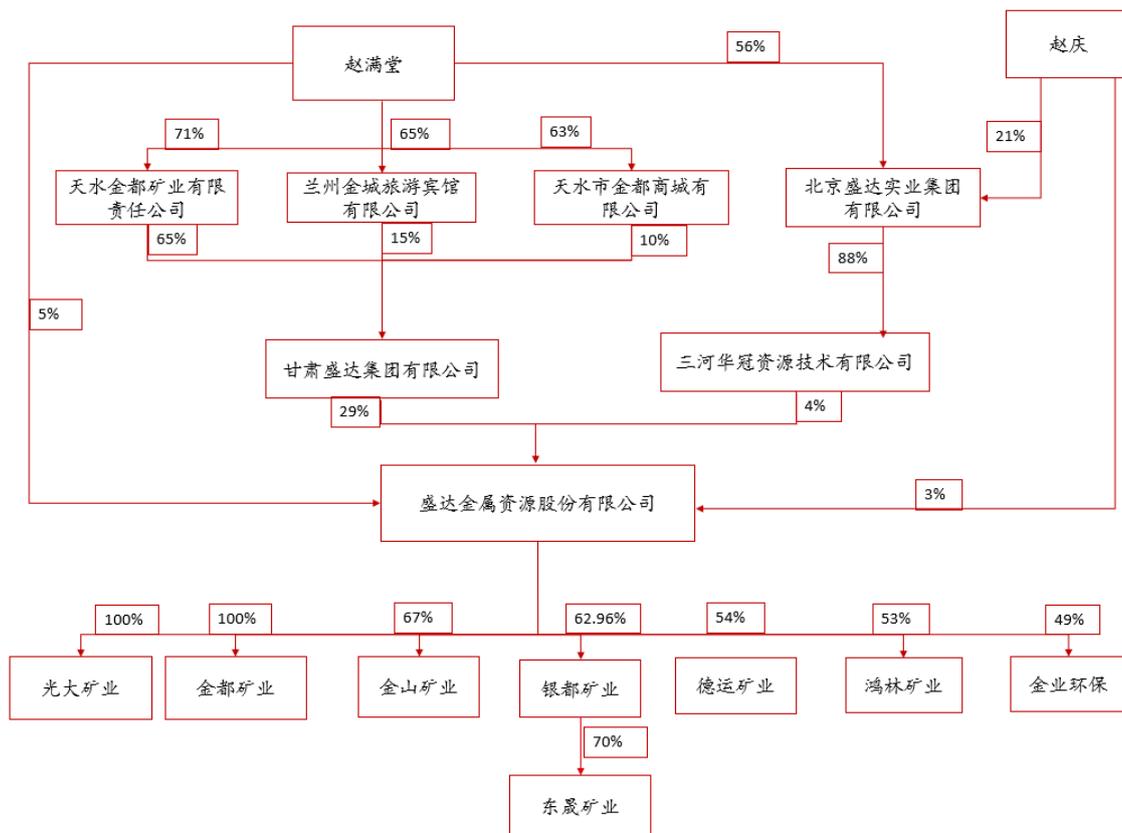
2018 年 12 月，公司收购金山矿业 67% 股权，银资源储备大幅增厚，成为国内银业龙头企业。

2019 年 9 月，公司收购德运矿业 54% 股权，实现对其绝对控股，公司银储量增至万吨级。

2019 年 10 月 28 日，公司名称变更为“盛达金属资源股份有限公司”，证券简称“盛达资源”，代码不变。

2020 年，公司成为金业环保的控股股东，进军城市矿山领域。

2023 年，公司收购鸿林矿业 53% 股权，扩大铜金矿资源储备。

图表2：公司股权结构


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司大股东为甘肃盛达集团有限公司，实际控制人为赵满堂先生，截止 2024 年中报，其直接和间接拥有 25.43% 最终受益股份和 41.48% 表决权股份。其中公司一致行动人包括甘肃盛达集团有限公司持股 29.30%，赵满堂先生持股 5.25%，三河华冠资源技术有限公司持股 4.14%，赵庆先生持股 2.79%，合计持股 41.48%。

1.2 过去两年业绩下滑，2024 年重新启航

2019 年，受益于金山矿业逐步爬产放量，公司产销规模整体提升，同时白银价格上涨，公司营收/归母净利润同比增长 20.77%/8.91%。

2020 年，公司进一步聚焦矿业采选主业，主动降低了毛利率较低的贸易业务量，贸易收入由 15.66 亿元降至 4.86 亿元，公司营收同比下滑 43.54%，同时公共事件影响公司项目开工率，产销量下滑导致归母净利润同比下滑 35.19%。

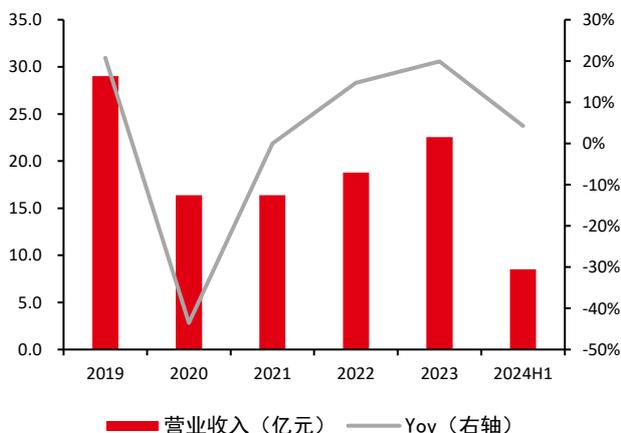
2021 年，全球经济回暖带动有色金属价格整体上行，公司生产恢复正常，公司归母净利润同比增长 45.10%。

2022 年，金属价格回调及营业成本上升等因素影响公司业绩，归母净利润同比下滑 13.54%。

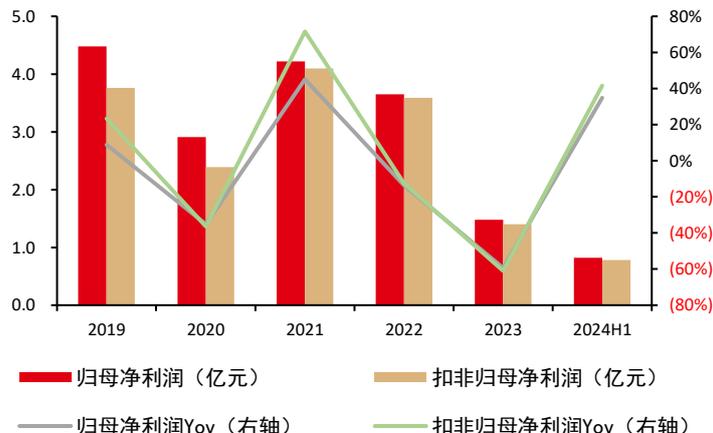
2023 年，金山矿业技改影响公司铅锌银产销量，加之个别矿山补交权益金、开采矿段金属品位下降等因素影响，公司营收/归母净利润+19.92%/-59.41%。

2024 年上半年，公司生产经营正常，受益于金属价格上涨，营业收入/归母净利润同比上涨 4.27%/34.90%。

图表3：公司年度营收情况



图表4：公司年度利润情况



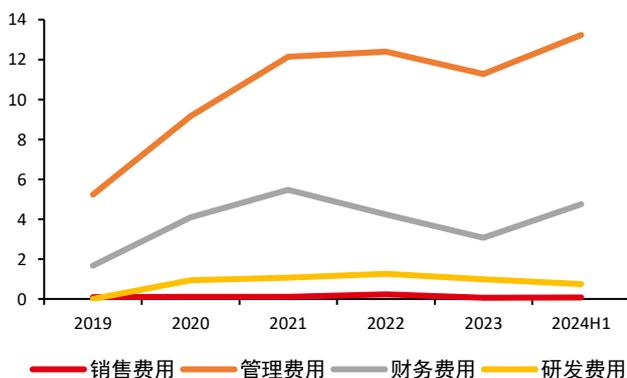
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

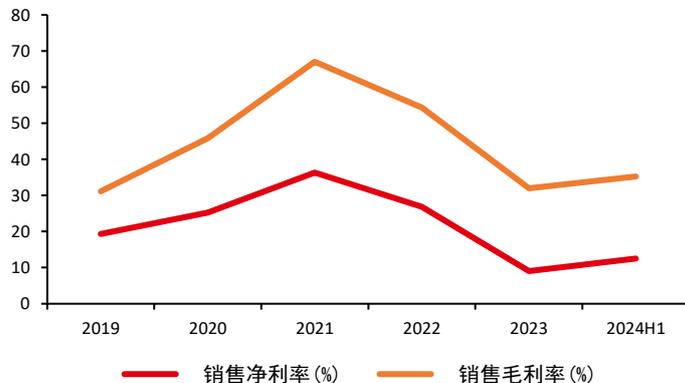
管理费用平稳、财务费用略有上升。费用方面，公司管理费用率 2020 年因营收基数下降上升 3.93pct，2021 年金业环保并表导致上升 2.98pct 至 12.14%，2022-2024H1 基本平稳。财务费用率由于 2020-2021 年新增借款上升至 4.09%，2021 年利息费用达 0.91 亿元，后逐步偿还借款，2023 年下降至 3.07%，2024 年 H1 利息支出增加，财务费用率上升至 4.75%。

毛利率和净利率在 2021 年达到 67.01%/36.62%，后由于银价下滑和成本提升等原因下滑，2023 年分别为 31.96%/9.04%，2024 年 H1 分别为 35.28%/12.53%。

图表5：公司年度费用率情况 (%)



图表6：公司年度毛利率、净利率情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

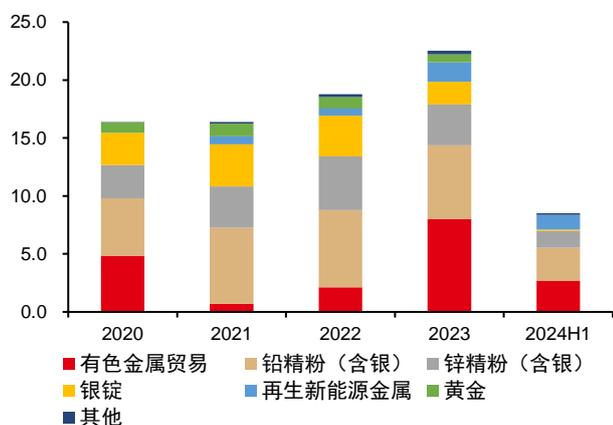
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

银、铅、锌贡献公司主要盈利。分业务看，铅精粉（含银）、锌精粉（含银）、银锭是公司主力产品，盈利贡献较为稳定，2023 年实现毛利 4.24/1.35/0.93 亿元，分别贡献公司毛利的 58.83%/18.81%/12.94%，合计 90.58%，毛利率分别为 66.55%/38.43%/47.97%。

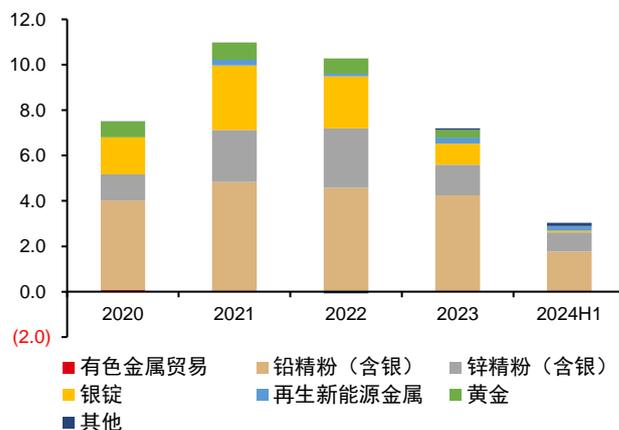
2024 年上半年销量下滑，或于下半年加快进度。2024 年上半年受天气寒冷、金山技改等因素影响，铅/锌/银产量同比-6.92%/-23.14%/+12.51%，公司预期下半年银价上涨以及库存减少影响，铅/锌/银销量同比下滑 25.90%/34.73%/15.35%。预计下半年公司将加快推进技改，调整销售策略，保证全年目标实现。

金属价格上涨驱动盈利增长。毛利贡献方面，上半年销量银锭产品贡献毛利 0.07 亿元，铅精粉（含银）、锌精粉（含银）贡献毛利 1.76/0.86 亿元，占比 58.62%/28.44%，同比增长 1.09%/28.29%，主要由于铅锌银价格上涨 11.59%/0.26%/28.18%。

图表7：公司分业务营收情况（亿元）



图表8：公司分业务毛利情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 公共事件及金山技改导致银产量波动

公共事件及金山技改导致银产量波动。根据公司公告，2019-2023 年公司铅锌银金四大金属产量呈现震荡走势，2019 年公司白银产量达 215 吨，主要系 2018 年底金山矿业并表带来产量提升，2020 年受公共事件影响产量有所下滑，随后在 2021 年恢复正常，2023 年由于金山矿业技改，银产量下滑至 145 吨。

图表9：2019-2023 年公司各金属产销量（吨）

产量	2019	2020	2021	2022	2023
铅	19,289.44	12,504.54	16,249.31	14,627.90	13,462.38
锌	29,983.31	25,053.45	26,842.09	27,143.22	24,825.30
银	214.57	172.17	225.74	203.02	145.09
金（千克）	234.42	230.11	293.32	250.1	148.02
销量	2019	2020	2021	2022	2023
铅	20,710.87	12,232.43	15,655.03	15,967.41	13,751.43
锌	32,174.70	24,780.51	24,589.68	27,502.80	27,374.89
银	237.45	168.27	216.4	217.43	145.25
金（千克）	234.71	230.02	293.32	250.1	148.02

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 股权激励保障未来增长

员工持股计划惠及公司内部不超过 200 人，购买价格 5.82 元/股。根据公司 8 月 10 日公告《2024 年员工持股计划（草案）》，公司员工持股计划的资金总额不超过 3132.04 万元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元，涉及的标的股票规模不超过 538.15 万股，占公司目前股份总数 0.78%；覆盖人数不超过 200 人，包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员合计 8 人及其他员工，购买价格为 5.82 元/股（员工持股计划草案公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 50%）。

2024 年考核营收/归母净利润同比增速不低于 20%/15%，2025 年考核营收/归母净利润较 2023 年增速不低于 44%/32.25%。根据公司员工持股计划草案，2024 年公司营收较 2023 年同比增长大于 20%，或归母净利润（剔除股权激励、员工持股计划涉及费用）较 2023 年同比增长大于 15%，公司层面可全部解锁第一批股权份额，2025 年公司营收较 2023 年同比增长大于 44%，或归母净利润（剔除股权激励、员工持股计划涉及费用）较 2023 年同比增长大于 32.25%，公司层面可全部解锁第二批股权份额。

图表10：公司员工持股计划考核目标

解锁安排	对应考核年度	以2023年营业收入为基数，对应考核年度营业收入增长率（A）		以2023年净利润为基数，对应考核年度净利润增长率（B）	
		目标值（Am）	触发值（An）	目标值（Bm）	触发值（Bn）
第一个解锁期	2024年	20.00%	16.00%	15.00%	12.00%
第二个解锁期	2025年	44.00%	35.20%	32.25%	25.80%
业绩考核指标		业绩完成度		对应系数	
以2023年营业收入为基数，对应考核年度营业收入增长率（A）		$A \geq Am$		X1=100%	
		$An \leq A < Am$		X1=80%	
		$A < An$		X1=0%	
以2023年净利润为基数，对应考核年度净利润增长率（B）		$B \geq Bm$		X2=100%	
		$Bn \leq B < Bm$		X2=80%	
		$B < Bn$		X2=0%	
公司层面解锁比例（X）		X取X1与X2的较大值			

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.5 猪拱塘定金将于年内返还，补充公司现金流

公司于 2021 年 3 月 2 日公告，拟向董赢、柏光辉发行股份购买其合计持有的贵州鼎盛鑫矿业发展有限公司 72.5% 股权，从而获取猪拱塘铅锌矿采矿权，为表示交易诚意向董赢、柏光辉合计支付 6 亿元定金。

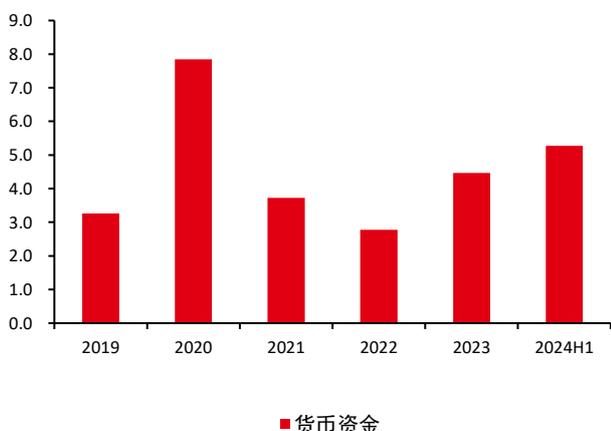
由于董赢、柏光辉未能促使贵州鼎盛鑫的子公司赫章鼎盛鑫矿业发展有限公司在《框架协议》和《发行股份购买资产协议》签署后 6 至 18 个月内办理完成猪拱塘铅锌矿建设项目核准、征地、矿区内居民搬迁安置、矿山建设、安全环保等审批手续，公司于 2023 年 1 月 19 日决定

终止该重组事项，并于 2023 年 3 月 28 日提起诉讼，要求董赢、柏光辉返还双倍定金及相关费用合计 12.12 亿元。

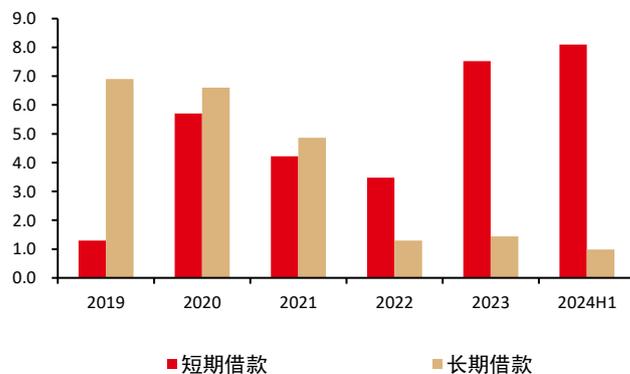
猪拱塘剩余 5.3 亿元定金将于 10 月 25 日全部返还。公司于 2024 年 4 月 20 日收到《民事调解书》，经法院主持调解，各方当事人达成协议，约定董赢、柏光辉将合计持有的贵州鼎盛鑫 30% 的股权质押给公司，并于 2024 年 10 月 25 日（含当日）前向公司付清 6 亿元定金及资金占用费，其中定金分三笔支付，第一笔 2000 万元和第二笔 5000 万元已于 2024 年 4 月、6 月返还，第三笔 5.3 亿元定金返还日期为 2024 年 10 月 25 日（含当日）前，如若董赢、柏光辉未按约定支付，视为全部未清偿债权均提前到期，公司有权就全部未清偿款项立即申请强制执行，并对所得价款优先受偿。

截至 2024H1，公司货币资金余额为 5.27 亿元，短期借款、长期借款余额达 8.10/0.98 亿元，如 10 月 25 日猪拱塘定金按时偿还，公司现金流将得到有力补充。

图表11：2019-2024H1 公司货币资金情况（亿元）



图表12：2019-2024H1 公司借款情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 资源储量丰富，未来增量显著

2.1 储量：银金铅锌储量达 7231 吨/27 吨/36 万吨/93 万吨

根据公司 2023 年年报，公司银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业 7 家矿业子公司共有银、金、铅、锌储量 7231 吨/27 吨/36 万吨/93 万吨。其中银都矿业/金山矿业/光大矿业/金都矿业/东晟矿业/德运矿业白银储量分别为 1377/3144/429/695/590/996 吨。

图表13：公司各矿山储量统计

公司名称	持股比例	矿石量 (万吨)	矿产类型	矿种	金属量	平均品位						
银都矿业	63%	443.6	主共生矿	银 (Ag)	1146.2吨	259.97克/吨						
				铅 (Pb)	11.05万吨	3.35%						
				锌 (Zn)	20.48万吨	5.79%						
		158.9	伴生矿	银 (Ag)	11.9吨	68.00克/吨						
				铅 (Pb)	0.9万吨	0.70%						
				锌 (Zn)	1.10万吨	1.04%						
银都矿业 (北矿区)	63%	204.9	共生矿	银 (Ag)	212吨	119.50克/吨						
				铅 (Pb)	2.09万吨	1.19%						
				锌 (Zn)	4.19万吨	2.09%						
		186	伴生矿	银 (Ag)	7吨	32.41克/吨						
				铜 (Cu)	0.15万吨	0.10%						
				铅 (Pb)	453吨	0.17%						
金山矿业	67%	1,498.75	主矿	银 (Ag)	3144.2吨	209.79克/吨						
				金 (Au)	9.34吨	0.62克/吨						
				锰 (Mn)	36.1万吨	2.41%						
				光大矿业	100%	223.3	共生矿	银 (Ag)	366.1吨	163.90克/吨		
								415.3	主矿	铅 (Pb)	6.80万吨	1.64%
										锌 (Zn)	14.30万吨	3.45%
191.8	伴生矿	银 (Ag)	62.6吨	32.66克/吨								
		547.9	主矿	银 (Ag)	659.63吨	265.57克/吨						
				铅 (Pb)	9.56万吨	1.66%						
锌 (Zn)	9.99万吨			1.74%								
金都矿业	100%	574.9	伴生矿	铜 (Cu)	492.5吨	0.09%						
				银 (Ag)	35.33吨	10.82克/吨						
				267	主矿	银 (Ag)	556.32吨	284.9克/吨				
		铅 (Pb)	1.31万吨			1.32%						
		锌 (Zn)	4.6万吨			2.05%						
		东晟矿业	44%	265.5	伴生矿	银 (Ag)	34.06吨	50.6克/吨				
铅 (Pb)	0.55万吨					0.45%						
锌 (Zn)	0.23万吨					0.77%						
605.6	主矿			金 (Au)	17.05吨	2.82克/吨						
				铜 (Cu)	2.90万吨	0.48%						
				39.4	主矿 (低品位)	金 (Au)	0.12吨	0.3克/吨-				
铜 (Cu)	0.12万吨	0.30%										
德运矿业	54%	1,811	主矿			银 (Ag)	612吨	140.45克/吨				
				铅 (Pb)	1.66万吨	1.58%						
				锌 (Zn)	36.12万吨	2.60%						
		1806.3	伴生矿	银 (Ag)	383.72吨	29.01克/吨						
				铅 (Pb)	2.52万吨	0.42%						
				锌 (Zn)	2万吨	0.91%						

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 产量：未来银产量有望突破 350 吨，权益银产量有望达到 229 吨

根据公司披露，2023 年银都矿业/金山矿业/光大矿业/金都矿业分别产银 57/37/21/30 吨。

我们预计随着公司银都矿业北部矿区取得采矿权证、金山矿业技改完成、东晟矿业、德运矿业建成投产，公司 2024-2026 年白银年产量将达 171/236/286 吨，权益银产量达 130/169/193 吨，2027 年德运矿业建成爬产后，公司银产量有望突破 350 吨，权益银产量有望达到 229 吨。

图表14：2023-2027 年公司白银产量测算（吨）

银产量	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
银都矿业	57	65	80	80	80
金山矿业	37	50	80	80	80
光大矿业	21	26	26	26	26
金都矿业	30	30	30	30	30
东晟矿业			20	50	70
德运矿业				20	70
合计	145	171	236	286	356
增量		26	65	50	70
权益银产量					
银都矿业	36	41	50	50	50
金山矿业	25	34	54	54	54
光大矿业	21	26	26	26	26
金都矿业	30	30	30	30	30
东晟矿业			9	22	31
德运矿业				10.8	37.8
合计	112	130	169	193	229
增量		19	38	24	36

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

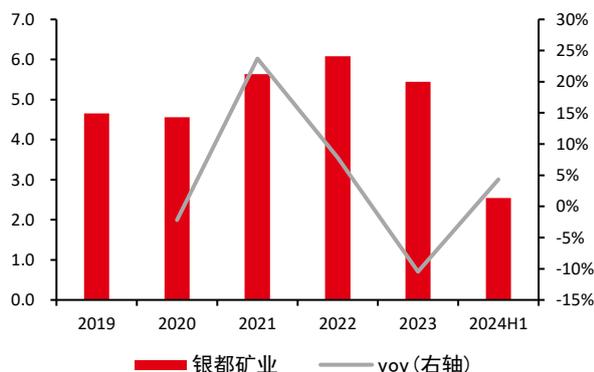
2.3 银都矿业：公司主力矿山，北矿区资源整合提升年产量

银都矿山是公司白银品位最高、利润率最高的矿山。该矿位于内蒙古自治区巴彦高勒苏木拜仁达坝，于 2004 年 6 月 16 日开工建设，2005 年 9 月 9 日建成试车投产，2008 年改扩建后产能形成日采选处理能力 3000 吨/天、年处理能力 90 万吨的大型银多金属矿山，而随着开采深度的下降，开采难度的增加，目前银都矿业采选规模每年约为 50-60 万吨。

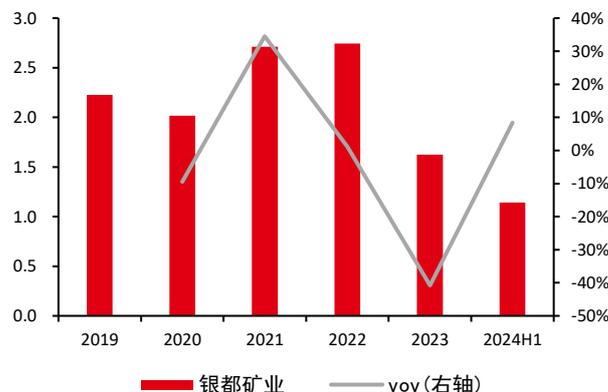
股权方面，上市公司直接持有银都矿业 62.96% 股份，内蒙古矿业开发有限责任公司持有 27.78% 股权，内蒙古第九地质矿产勘查开发有限责任公司持有 9.26% 股权。

北矿区资源整合进行中，产量进一步提升。目前公司北矿区探矿权的资源整合储量核实报告已提交至赤峰市自然资源局，待完成资源储量核实报告备案后，进行可行性研究报告、初步设计、开发利用方案等报告的编制及审核工作，并提交矿业权整合申请，取得新采矿许可证。

公司主力矿山，盈利稳定。2023 年实现营收/净利 5.44/1.62 亿元，营业利润率/净利率达到 36.66%/29.83%，2024 年 H1 实现营收/净利 2.54/1.14 亿元，营业利润率/净利率达到 52.85%/44.90%。

图表15：2019-2024年H1 银都矿业营收情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表16：2019-2024年H1 银都矿业净利润情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.4 金山矿业：技改或于9月底全部完成，银产量再上台阶

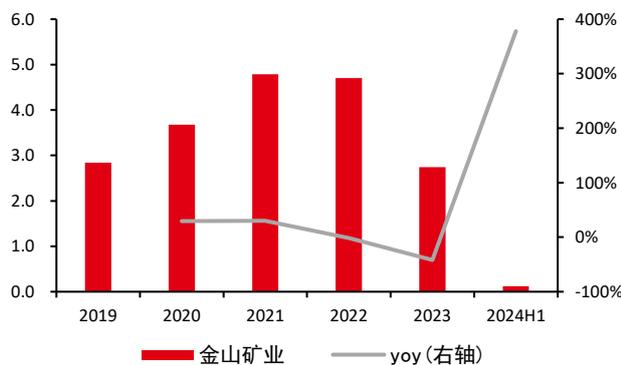
金山矿业拥有的新巴尔虎右旗额仁陶勒盖银矿是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，资源开发前景广阔，特别是银、锰资源储量丰富。

股权方面，上市公司直接持有金山矿业 67% 股份，盛达集团持有 33% 股份并将其托管至上市公司。

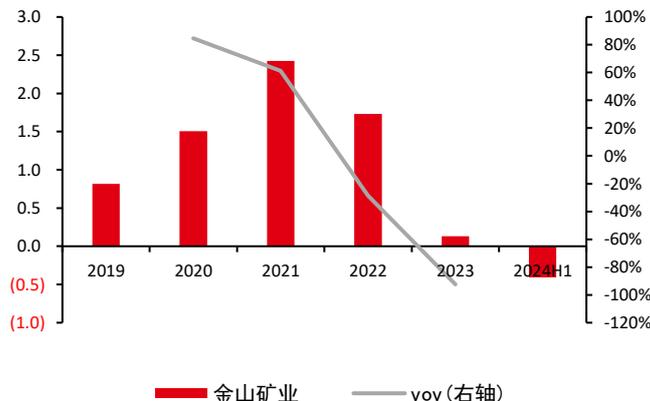
2018 年金山矿业采选规模为 48 万吨/年，2019 年 3 月提交报告计划扩至 90 万吨/年，5 月取得环评批复，2022 年 8 月完成竣工环保验收，2023 年 5 月采矿许可证变更，开采矿种增加了金金属，矿区面积由 5.5143 平方公里增加至 10.0304 平方公里，开采深度由 701 米至 221 米标高变更为由 701 米至-118 米标高。

2023 年针对深部采矿工程和选厂技术进行技改。2023 年 10 月，金山矿业对采矿工程和选厂进行技改，一是为开采深部银金矿体并保证安全生产，二是由于标高 420 米（六中段以下）矿石性质已过渡为原生多金属矿，原生矿石占比大幅提高，氧化矿石占比大幅下降，目前的全泥氰化选矿工艺对原生矿石的选矿效果不佳，为避免资源浪费，金山矿业决定进行选厂技术改造工程，拟将现有的 3000t/d 生产线浸银车间改造为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库，项目实施完成后，将缩短选矿流程，提高银、金回收率，降低选矿成本，同时综合回收其他有价元素，提高矿山经济效益。**根据公司近期披露，金山矿业采矿工程技改已经完成，或于 9 月末完成选厂技改等剩余项目。**

从过往业绩看，金山矿业 2019-2021 年逐步爬产，分别实现净利润 0.82/1.51/2.43 亿元，2022 年实现净利润 1.73 亿元，2023 年因技改影响产量，仅实现净利润 0.13 亿元，2024 年上半年亏损 0.41 亿元。

图表17：2019-2024年H1 金山矿业营收情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

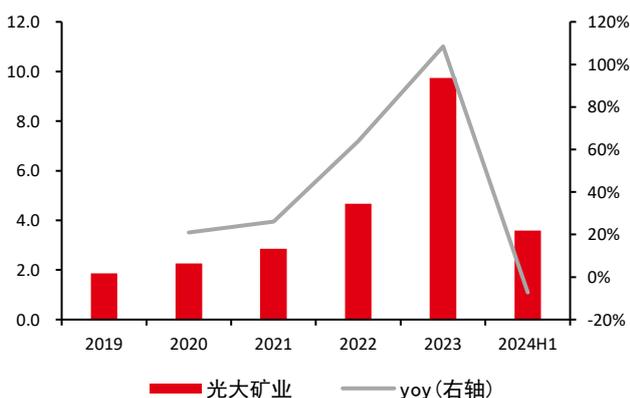
图表18：2019-2024年H1 金山矿业净利润情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

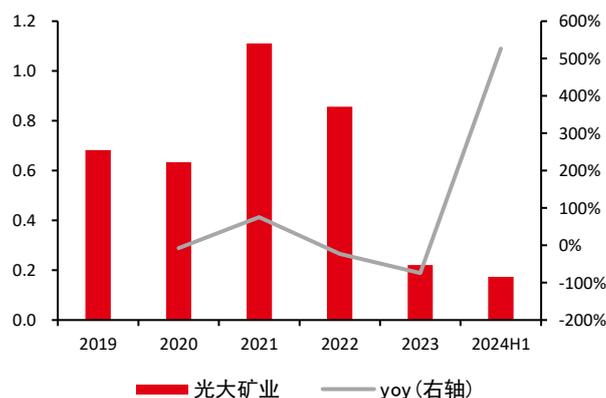
2.5 光大矿业：24年产量及品位略有恢复

内蒙古光大矿业位于克什克腾旗，现有采矿权、探矿权矿山各一处，年采选达30万吨，上市公司持有100%股权。

2023年产量及品位下滑拖累业绩。2023年光大矿业实现营收9.73亿元，同比增长108%，主要由于下属子公司天津兴盛金属材料有限公司贸易业务收入增幅较大，实现净利润0.22亿元，同比下滑74%，主要由于开采矿段白银品位及产量下降。2024年上半年品位略有恢复，盈利0.17亿元，同比增长526.48%。

图表19：2019-2024年H1 光大矿业营收情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

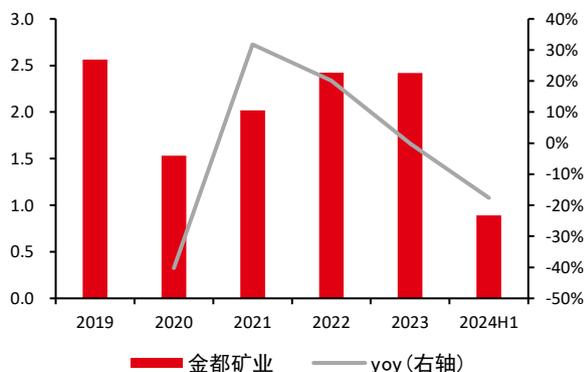
图表20：2019-2024年H1 光大矿业净利润情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

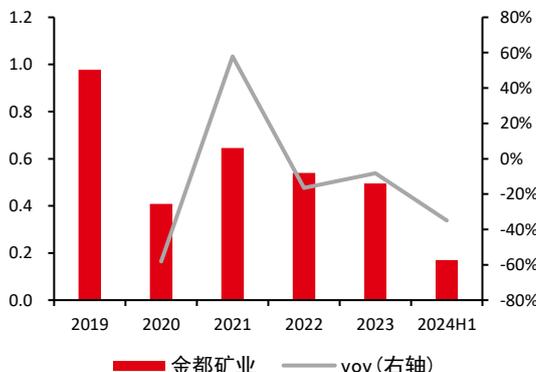
2.6 金都矿业：经营稳健，2023年实现净利润0.5亿元

金都矿业位于赤峰市克旗白音查干苏木，共有采矿权、探矿权矿山各两处，年采选能力30万吨，上市公司持有100%股权。

金都矿业历史经营业绩较为稳定，2021-2023 年分别实现营收 2.02/2.42/2.42 亿元，实现净利润 0.65/0.54/0.50 亿元。2024 年 H1 由于部分产品销售策略影响，实现营收/净利 0.89/0.17 亿元，同比减少 17.60%/34.89%。

图表21：2019-2024 年 H1 金都矿业营收情况（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：2019-2024 年 H1 金都矿业净利润情况（亿元）


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.7 东晟矿业：银都矿业分采区，建成后银产量或达 65 吨/年

东晟矿业地处蒙东地区成矿带，拥有一项采矿权和三项探矿权。该矿山具有开发条件成熟，建设周期短，运输距离近等优势，其中巴彦乌拉矿区累计探明银金属量超过 556 吨，后期有望资源储量取得较大突破。

股权方面，内蒙古银都矿业持有东晟矿业 70% 股权，内蒙古赤峰地质矿产勘查开发有限责任公司持有 30% 股权，上市公司间接持有东晟矿业 44.07% 股权。

东晟矿业建成后拟由银都矿业加工销售，提高公司选矿厂产能利用率。东晟矿业已取得的《采矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，目前正在开展矿山建设前的准备工作，或于 8 月开始建设，建设时间预计为 1-1.5 年，该矿区建成后将作为银都矿业的分采区，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。假设按照年采选 25 万吨/年，平均品位 284.90 克/吨，回收率 92% 计算，对应银金属产量约 65 吨/年。

2.8 鸿林矿业：预计 2025 年投产，投产后收购剩余股权

鸿林矿业核心资产为位于四川凉山州木里县的菜园子铜金矿的采矿权及相关资产，生产规模 39.60 万吨/年，公司 2023 年 8 月以 3 亿元对价取得鸿林矿业 53% 矿权。

根据公司公告，矿区累计查明资源量（探明+控制+推断）矿石量 605.6 万吨，金金属资源量 17 吨，平均品位 2.82 克/吨；铜金属资源量 2.9 万吨，平均品位 0.48%。假设按照 90.28% 的回收率计算，年产量约合 1 吨黄金和 1700 吨金属铜。

目前菜园子铜金矿已恢复建设，公司计划于 2025 年建成，正式投产并依法取得不动产权属证书后，公司拟通过发行股份购买资产的方式收购鸿林矿业原股东直接所持鸿林矿业剩余 47% 股权。

2.9 德运矿业：预计 2026 年后投产

德运矿业目前拥有 1 项探矿权，即内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿详查，证载生产规模 90 万吨/年，银金属平均品位 140.45 克/吨，按回收率 92% 计算，对应银金属产量约 116 吨/年。

公司 2019 年 4 月以 1.09 亿元收购俊、董雪川、南海军、刘金玉、赵树权等持有 44% 股权（含交易对方对德运矿业的债权），9 月再次以自有资金人民币 2500 万元受让天山矿业公开挂牌转让的德运矿业 10% 的股权。目前上市公司合计持有德运矿业 54% 股权，内蒙古赤峰地质矿产勘查开发有限责任公司持有 26% 股权，赵树权持有 20% 股权。

公司在 2024 年 2 月拿到采矿许可证，后面仍需办理立项、环评等手续，建设选矿厂、尾矿库等设施，投产时间预计在 2026 年以后。

3 降息周期开启，金银比亟待修复

历史看白银供应量基本保持稳定并小幅波动。近 9 年来，全球白银供应量均值为 9093.9Moz/年，并保持相对稳定。其中，2020 年及 2021 年分别受公共事件影响停工和复产，矿产银供应量波动较大。2023 年全球白银供应量为 1010.7 Moz（百万盎司），与 2022 年小幅下滑 0.46%。其中，矿产银与回收银几乎占据了全部供应，2023 年分别贡献 830.5 Moz 及 178.6Moz，占比 82.17%/17.67%，占比相对稳定。2024 年，全球白银供应量预计为 1003.8Moz，预计小幅下滑 0.68%。

图表23：2015-2024E 全球白银供给结构（百万盎司）

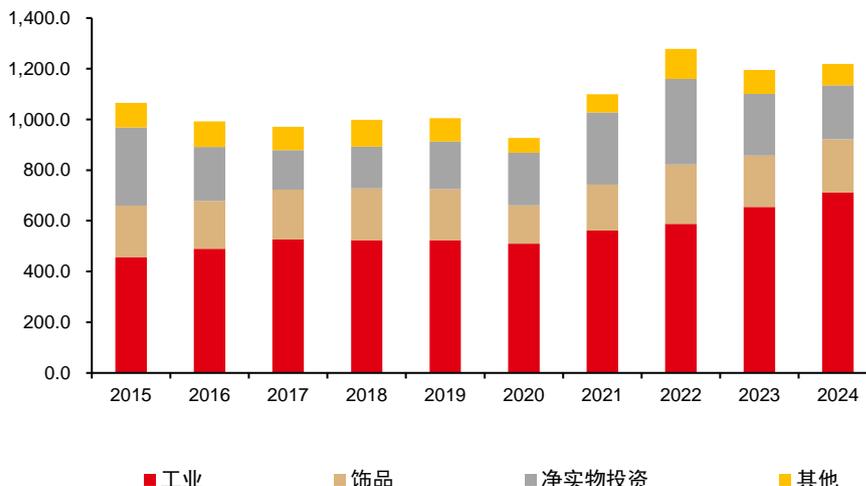


资料来源：The Silver Institute，中邮证券研究所

2023 年饰品、实物投资需求放缓，工业需求依旧景气。需求方面，继 2021 年的强劲反弹之后，2022 年全球白银需求量又出现了显著增长，为 1278.9 Moz（百万盎司），同比增长 16.31%，达到 2015 年以来的最高水平，饰品是主要推动力，同比增长 28.85%。2023 年总需求量回落 6.56%，饰品、实物投资同比减少 13.39%/27.88%，工业需求同比增加 11.24%。

工业制造为核心需求，光伏需求增速最快。不同于黄金的是，白银需求中工业制造为主，其次为饰品及实物投资，2023 年三者占比分别为 55%、17%及 20%。工业需求中，光伏需求量在 2023 年达到 193.5 Moz（百万盎司），同比增长 64%，占工业需求比重达到 29.57%，较 2022 年提升 9.49pct。

2024 年，全球白银需求量预计为 1219.1Moz，预计小幅上涨 2.02%，工业/饰品/实物投资需求+8.63%/+4.04%/-12.79%。

图表24：2015-2024E 全球需求结构（百万盎司）


资料来源：The Silver Institute，中邮证券研究所

光伏需求持续景气，白银供需紧张。我们预计 2024-2026 年，白银总供给维持在 2% 增幅。需求方面，光伏用银带动工业需求稳步增长，银饰需求或受高银价压制，实物投资需求维持 2% 增速；预计总需求 2024-2026 年增幅为 2%/4%/3%，白银供应缺口日益扩大。

图表25：白银供需平衡表（百万盎司）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
工业需求	561.3	588.3	654.4	710.9	753.6	795.6
Yoy (%)		4.81%	11.24%	8.63%	6.01%	5.57%
其中：光伏需求	88.9	118.1	193.5	237.3	280.0	322.0
Yoy (%)		32.85%	63.84%	22.62%	18.00%	15.00%
饰品	182.0	234.5	203.1	211.3	207.1	202.9
净实物投资	284.3	337.1	243.1	212.0	216.2	220.6
其他需求	71.9	118.9	94.4	84.9	84.9	84.9
全球白银实物需求	1099.5	1278.8	1195.0	1219.1	1261.8	1304.0
Yoy (%)		16%	-7%	2%	4%	3%
矿山银	829.0	836.7	830.5	823.5	840.0	856.8
Yoy (%)		1%	-1%	-1%	2%	2%
回收银	173.7	176.9	178.6	178.9	179.4	179.4
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净官方出售	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
全球白银实物供给	1004.2	1015.3	1010.7	1003.9	1020.9	1037.7
Yoy (%)		1%	0%	-1%	2%	2%
全球白银供需平衡（百万盎司）	-95.3	-263.5	-184.3	-215.2	-240.9	-266.3
全球白银供需平衡（吨）	-2701.8	-7470.2	-5224.9	-6100.9	-6830.0	-7549.5

资料来源：The Silver Institute，CPIA，Infolink Consulting，中邮证券研究所

美联储正式开始降息周期，银价短期存在反弹需求。美联储于9月18日正式开始降息周期，降息50个基点，市场预期年内仍有50bp的降息空间，2025年继续降息100bp，全球主要经济体预计陆续进入降息周期，贵金属投资价值凸显。此外，美国经济数据虽然走弱，但尚未证实衰退，此次降息为预防式降息，白银价格前期受经济衰退预期影响大幅调整，带动金银比回升至83左右高位，预计四季度市场将逐步修复对美国经济衰退预期，银价存在反弹需求。

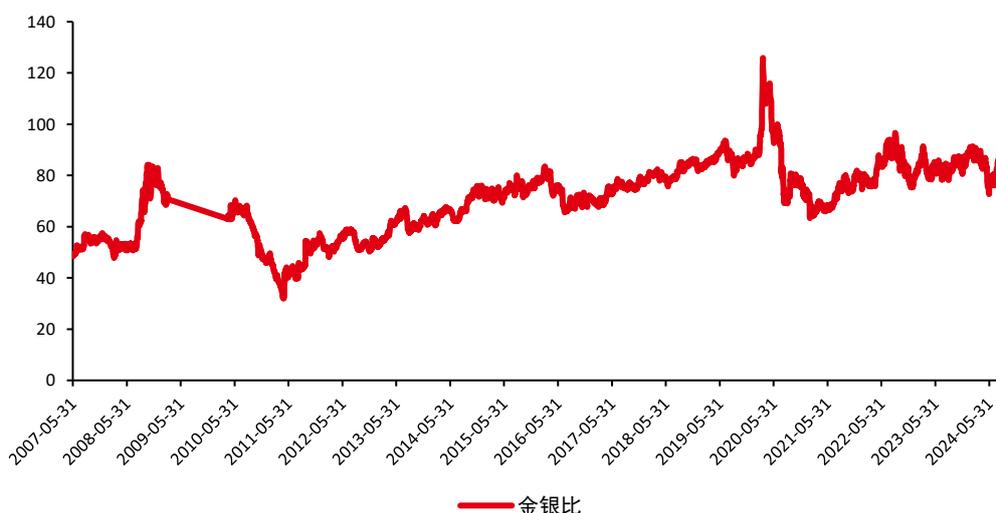
长期避险及光伏需求支持中枢上移。长期看，白银作为贵金属，地缘冲突带来更大的投资避险需求，光伏需求作为全球能源转型的主要抓手之一将保持较高增速，白银价格中枢持续上移。

图表26：美联储降息路径预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	31.6%	68.4%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.9%	47.8%	38.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	24.2%	44.9%	26.7%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.8%	29.0%	40.7%	20.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.7%	26.0%	39.0%	23.5%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.2%	19.5%	34.4%	29.0%	10.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.2%	2.2%	10.3%	24.7%	32.5%	22.4%	7.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.7%	4.1%	13.7%	26.6%	30.1%	18.7%	5.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.1%	1.2%	5.6%	15.7%	27.1%	28.4%	16.7%	4.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中邮证券研究所

图表27：2007年至今金银比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 盈利预测

假设：

(1) 今年以来，有色金属价格波动较大，我们以年初至今金属价格为基准，假设 2024 年银价为 6964 元/千克，锌/铅/铜价格为 2.24/1.75/7.49 万元/吨，金价为 550 元/克，2025 年银价为 7200 元/千克，锌/铅/铜价格为 2.3/1.8/8.5 万元/吨，金价为 580 元/克，2026 年银价为 7500 元/千克，锌/铅/铜价格为 2.3/1.9/9 万元/吨，金价为 600 元/克。

(2) 2024 年公司金山矿业技改项目即将完成，带动公司银产销量小幅增长，2025-2026 年东晟矿业、鸿林矿业、德运矿业陆续投产贡献增量，预计 2024-2026 年公司银产量为 171/236/286 吨，铅/锌产量维持 1.8/2.8 万吨，金产量为 0.3/1/1.3 吨。

盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 29.63/37.38/43.89 亿元，实现归母净利润 3.51/6.19/7.96 亿元，EPS 为 0.51/0.90/1.15 元，对应 PE 为 19.82/11.23/8.74。

图表28：可比公司

可比公司	PE (TTM)	2023	2024E	2025E
兴业银锡	11.16	10.32	8.60	7.39
中金黄金	18.82	16.81	14.78	12.79
山东黄金	41.55	30.19	22.16	18.51
驰宏锌锗	20.77	12.42	10.36	9.97
平均	23.08	17.44	13.97	12.16

资料来源：iFinD，中邮证券研究所，注：数据以 9 月 20 日 iFinD 收盘数据为基准计算，盈利预测来自 iFinD 一致预期

5 风险提示

项目投产不及预期风险；金属价格波动风险；地缘政治风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2254	2963	3738	4389	营业收入	19.9%	31.5%	26.2%	17.4%
营业成本	1533	1685	1932	2142	营业利润	-59.8%	142.9%	80.0%	28.7%
税金及附加	161	212	268	314	归属于母公司净利润	-59.4%	137.1%	76.5%	28.5%
销售费用	1	7	8	10	获利能力				
管理费用	254	444	421	495	毛利率	32.0%	43.1%	48.3%	51.2%
研发费用	22	30	37	44	净利率	6.6%	11.8%	16.6%	18.1%
财务费用	69	33	33	33	ROE	4.7%	10.1%	15.1%	16.2%
资产减值损失	-13	0	0	0	ROIC	4.4%	9.2%	13.9%	15.1%
营业利润	250	607	1092	1405	偿债能力				
营业外收入	10	10	10	10	资产负债率	40.3%	40.0%	35.8%	32.4%
营业外支出	4	4	4	4	流动比率	0.96	1.23	1.68	2.18
利润总额	256	613	1099	1412	营运能力				
所得税	52	126	225	289	应收账款周转率	71.97	84.47	72.72	49.10
净利润	204	487	874	1123	存货周转率	9.19	8.16	9.46	13.43
归母净利润	148	351	619	796	总资产周转率	0.38	0.43	0.48	0.50
每股收益(元)	0.21	0.51	0.90	1.15	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.21	0.51	0.90	1.15
货币资金	447	941	1794	2910	每股净资产	4.53	5.05	5.95	7.10
交易性金融资产	345	345	345	345	估值比率				
应收票据及应收账款	54	21	82	97	PE	47.00	19.82	11.23	8.74
预付款项	34	35	40	44	PB	2.22	2.00	1.70	1.42
存货	246	480	310	344	现金流量表				
流动资产合计	1778	2675	3645	4999	净利润	204	487	874	1123
固定资产	1907	1805	1701	1594	折旧和摊销	216	146	148	151
在建工程	634	630	635	641	营运资本变动	-247	-122	-119	-107
无形资产	1347	1347	1347	1347	其他	143	-31	-28	-28
非流动资产合计	4772	4667	4569	4468	经营活动现金流净额	315	481	875	1138
资产总计	6550	7343	8214	9467	资本开支	-289	-35	-44	-44
短期借款	752	752	752	752	其他	-3	54	55	55
应付票据及应付账款	472	519	595	660	投资活动现金流净额	-292	19	11	11
其他流动负债	621	897	819	885	股权融资	0	-2	0	0
流动负债合计	1845	2168	2165	2296	债务融资	366	19	0	0
其他	797	773	773	773	其他	-202	-24	-33	-33
非流动负债合计	797	773	773	773	筹资活动现金流净额	164	-7	-33	-33
负债合计	2641	2940	2938	3069	现金及现金等价物净增加额	187	494	853	1116
股本	129	129	129	129					
资本公积金	452	452	452	452					
未分配利润	2840	3138	3664	4341					
少数股东权益	783	919	1173	1500					
其他	-295	-235	-143	-23					
所有者权益合计	3909	4403	5276	6399					
负债和所有者权益总计	6550	7343	8214	9467					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048