

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：18.51 元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

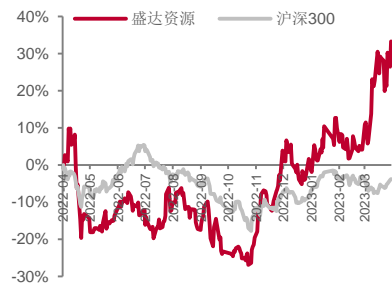
Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	690
流通股本(百万股)	589
市价(元)	18.51
市值(百万元)	12,771
流通市值(百万元)	10,899

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,638	1,638	1,660	1,822	2,209
增长率 yoy%	-44%	0%	1%	10%	21%
净利润(百万元)	291	422	407	469	614
增长率 yoy%	-35%	45%	-3%	15%	31%
每股收益(元)	0.42	0.61	0.59	0.68	0.89
每股现金流量	0.87	1.20	0.85	1.33	1.53
净资产收益率	11%	13%	10%	10%	11%
P/E	43.9	30.3	31.4	27.2	20.8
P/B	5.7	4.9	3.9	3.4	3.0

备注：股价取自于2023年04月06日

报告摘要

- 资源禀赋优势突出的国内白银上市公司龙头。**公司于1995年成立，2011年于深交所挂牌上市。上市以来，公司通过盛达集团资产注入以及公司自身挖掘，目前拥有4座在产矿山和2座待产矿山，矿产资源储量丰富且品位较高，白银资源储量近万吨，资源禀赋优异。现有采选能力接近200万吨/年，对应年白银产量210吨左右。
- 四大在产+两大待产矿山，构筑公司白银龙头地位**
 - 业绩“稳定器”，四大在产矿山：**1) **金山矿业**，拥有国内单体银矿储量最大的大型银矿山，设计产能48万吨/年，银金属量3291.49吨，平均品位206.44克/吨；2) **银都矿业**是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一，设计产能90万吨/年，银金属量2079.49吨，平均品位228.78克/吨；3) **金都矿业**，设计产能30万吨/年，银金属量670.28吨，平均品位264.6克/吨；4) **光大矿业**，国家级绿色矿山，设计产能30万吨/年，银金属量405.68吨，平均品位163.97克/吨。
 - 业绩增长“发力点”，两大待产矿山+金山扩建工程：**1) **东晟矿业**，已获得25万吨/年采矿证，目前处于建设阶段，银金属量556.32吨，平均品位284.90克/吨；2) **德运矿业**，目前在办理探转采，银资源量1072吨，其中白银品位140.7克/吨；3) 此外，金山矿业推进90万吨/年扩建工程，达产后将显著提升公司产量。
- 布局城市矿山业务，规划5年内成为行业“新贵”。**公司通过收购金业环保切入城市矿山业务。随着固体废物无害化资源化综合利用一期和二期项目投产，公司将建立以镍、铜、铬、锂等金属资源回收为主的二次新能源金属循环利用完整产业链，资源回收利用业务或将成为公司新的业绩增长点。另外，公司与希尔威签署框架协议，有助于公司强化自身的“稀贵金属”开发主业并逐渐延伸到新能源战略矿产资源布局，助力公司成为优质“新贵”金属资源提供商。
- 贵金属或将进入降息驱动主升阶段，公司充分受益。**我们认为美国经济回落难以避免，叠加通胀走低、失业率上升，美联储加息最快时间或已过去，贵金属大周期拐点确立，近期海外银行持续爆发的破产挤兑危机本质上是对美联储持续加息尾部风险的确认，或促使其提前结束加息周期，金价从“通胀/加息 vs 衰退”拉锯中，逐步转向后者推升上涨。银价方面，一方面，投资属性下银价与金价整体呈现同涨同跌，另一方面，目前金银比处于历史相对高位，白银价格处于被低估情形。尤其是光伏应用将显著拉升白银工业属性，随着白银贝塔行情的展开，资源优势突出标的将充分受益。
- 盈利预测及投资评级：**公司是国内白银行业龙头上市公司，后续随着金山矿业扩建项目逐步投产，东晟矿业项目落地后产能逐步释放，其未来两年白银产量CAGR或达到15%左右，同时贵金属价格有望进入降息驱动的主升阶段，公司将充分受益。假设2022-2024年银价4.7/5.5/6.0元/克，公司2022-2024年白银产量分别227/234/278吨，实现营业收入分别为16.60/18.22/22.09亿元，归母净利润4.07/4.69/6.14亿元。目前股价18.51元，对应PE为31/27/21X，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济超预期波动、项目建设进度不及预期风险、疫情反复风险、生产安全检查力度超预期风险、研报使用信息更新不及时风险、模型测算误差风险等。

内容目录

公司基本情况	- 5 -
国内白银行业龙头	- 5 -
价格波动短期影响公司业绩	- 6 -
原生矿山业务：内延外拓，巩固白银龙头地位	- 8 -
银都矿业保障公司业绩，东晟矿业 25 万吨/年投产在即	- 10 -
光大矿业：国家级绿色矿山，铅锌资源禀赋优异	- 11 -
金都矿业：银金属品位较高的在产矿山	- 12 -
金山矿业产能提升在即，或将成为公司业绩增量来源	- 12 -
德运矿业探转采工程持续推进	- 14 -
城市矿山业务：助力成为行业内的“新贵”	- 15 -
通过金业环保切入城市矿山业务，或将成为未来业绩增长点	- 15 -
与希尔威签订框架协议，助力公司成长	- 17 -
贵金属或将进入降息驱动主升阶段	- 18 -
黄金战略性投资机会已开启	- 18 -
金银比维持高位，银价同涨亦具备超涨期权	- 22 -
投资建议与盈利预测	- 26 -
关键假设及盈利预测	- 26 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 2011 年以来盛达资源主要发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 29 日).....	- 5 -
图表 3: 公司营业收入变动情况.....	- 6 -
图表 4: 公司归母净利润变动情况.....	- 6 -
图表 5: 公司 2022 年 H1 营业收入结构.....	- 7 -
图表 6: 公司 2022 年 H1 毛利结构.....	- 7 -
图表 7: 公司近年来营业收入结构.....	- 7 -
图表 8: 公司近年来毛利结构.....	- 7 -
图表 9: 公司近年费用率情况.....	- 7 -
图表 10: 公司近年毛利率及费用率.....	- 7 -
图表 11: 2017 年以来公司主营产品产量.....	- 8 -
图表 12: 2017 年以来公司主营产品销量.....	- 8 -
图表 13: 原生矿山业务主要产品: 含银铅精粉.....	- 8 -
图表 14: 原生矿山业务主要产品: 锌精粉.....	- 8 -
图表 15: 公司矿山地理分布.....	- 9 -
图表 16: 公司原生矿山业务现有及规划产能情况表.....	- 10 -
图表 17: 银都矿业拜仁达坝银多金属矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 10 -
图表 18: 东晟矿业股权结构.....	- 10 -
图表 19: 东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 11 -
图表 20: 光大矿业大地矿区银铅锌矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 12 -
图表 21: 金都矿业十地矿区银铅锌矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 12 -
图表 22: 额仁陶勒盖矿区银矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 13 -
图表 23: 硫酸锰饲料级及电池级市场价 (元/吨).....	- 13 -
图表 24: 巴彦包勒格区银多金属矿资源量 (截至 2021 年底).....	- 14 -
图表 25: 公司 2023-2025 年战略规划.....	- 15 -
图表 26: 金业环保厂区鸟瞰.....	- 16 -
图表 27: 金业环保危废处置系统.....	- 16 -
图表 28: 金业环保一期项目.....	- 16 -
图表 29: 资源回收综合利用政策梳理.....	- 17 -
图表 30: 公司与希尔威签订框架协议主要内容.....	- 18 -
图表 31: 十年期美债真实收益率和金价的趋势相关性.....	- 18 -
图表 32: 十年期美债真实收益率对金价有很好的解释度.....	- 18 -
图表 33: 金价大幅偏离远端美债真实收益率水平.....	- 19 -

图表 34: 美国高通胀是支撑偏离较大的主要原因	- 19 -
图表 35: 高通胀推升定价模型的预测残差到了历史极值 (美元/盎司)	- 19 -
图表 36: 美国 CPI 远超通胀目标, 并再创新高 (%)	- 20 -
图表 37: 能源价格开始呈现回落趋势.....	- 20 -
图表 38: 美国 GDP 连续两个季度环比负增 (%)	- 21 -
图表 39: 主要经济体 PMI 跌破荣枯线.....	- 21 -
图表 40: 消费者信心指数持续下降.....	- 21 -
图表 41: 美国失业率处于历史低位.....	- 21 -
图表 42: 持续加息下, 远端利率已不跟随上行 (%)	- 21 -
图表 43: 历史高通胀下, 通胀预期有望维持高位 (%)	- 21 -
图表 44: COMEX 黄金与白银价格走势.....	- 22 -
图表 45: 全球银矿资源储量分布 (2021 年)	- 22 -
图表 46: 2020-2021 全球白银产量 (百万盎司)	- 22 -
图表 47: 2016 年以来全球白银产量呈现下行趋势.....	- 23 -
图表 48: 白银下游消费结构 (百万盎司)	- 23 -
图表 49: 白银供需平衡表.....	- 24 -
图表 50: 光伏耗银测算.....	- 24 -
图表 51: 金银比 (伦敦现货)	- 25 -
图表 52: 金银比修复行情历史复盘.....	- 25 -
图表 53: 银价对公司业绩影响的敏感性分析.....	- 26 -

公司基本情况

国内白银行业龙头

- 盛达资源成立于 1995 年，隶属于甘肃盛达集团，是一家以矿业开发、销售、贸易、投资管理为主的控股型企业集团。2011 年 11 月，公司通过资产置换方式，于深交所挂牌上市。2016 年，公司通过发行股份方式完成对光大矿业 100% 股权和赤峰金都 100% 股权收购。2018 年，公司以约 12.5 亿元的价格收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权。2019 年，公司分别以 1.09 亿元与 0.25 亿元先后收购德运矿业 44% 和 10% 股权。2019 年底，公司以约 1.8 亿元收购金业环保 49% 股权，并于 2020 年 12 月进一步收购金业环保 9.12% 的股权，切实推进城市矿山战略。

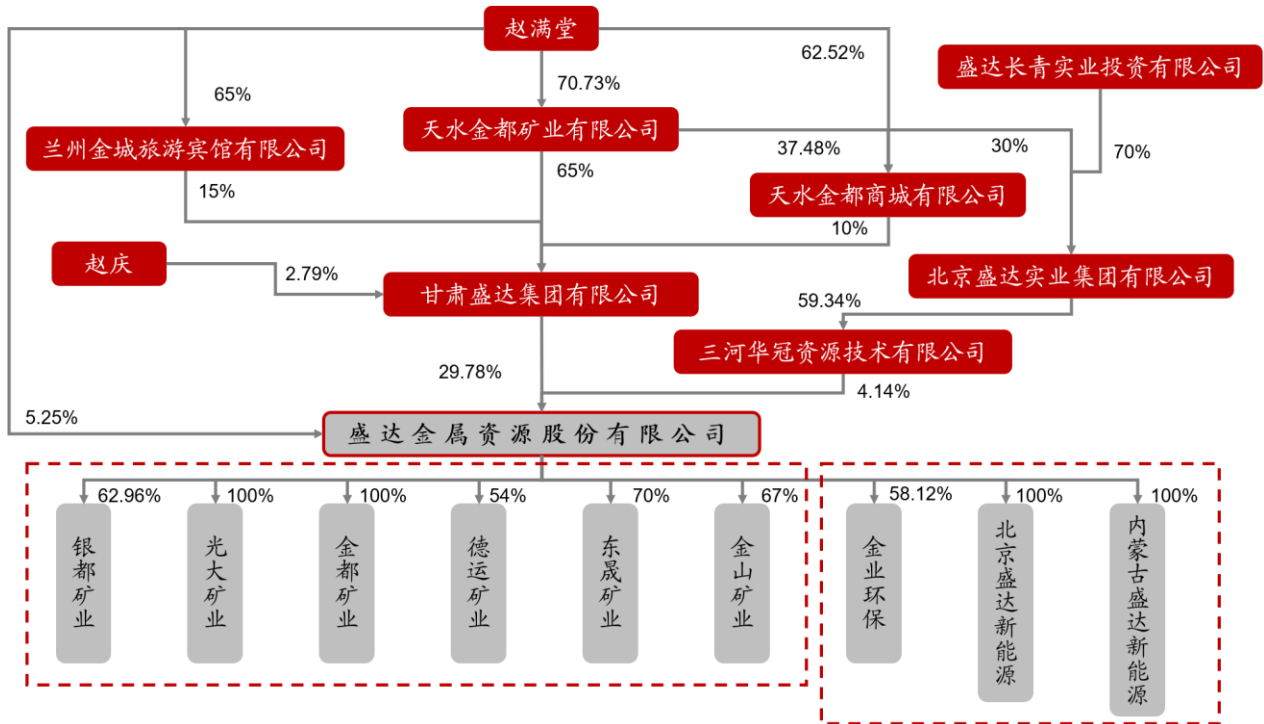
图表 1: 2011 年以来盛达资源主要发展历程



来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

- **股权结构稳定。**甘肃盛达集团为公司控股股东，截至 2023 年 3 月 29 日，甘肃盛达集团直接持股比例为 29.78%，赵满堂先生及其一直行动人直接与间接持有上市公司股份 42.09%，其中无限售条件股份 33.66%，有限售条件股份 8.43%。

图表 2: 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 29 日）

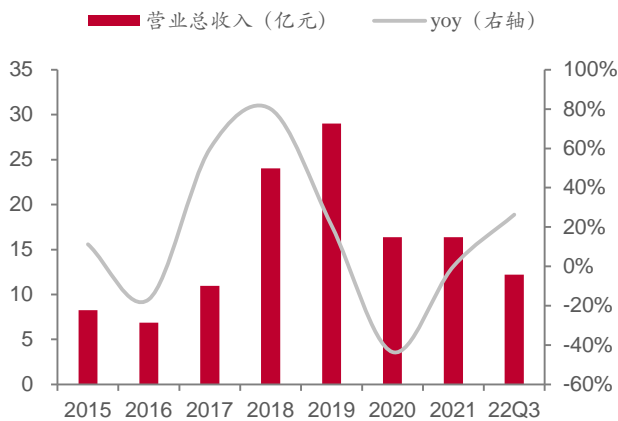


来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

价格波动短期影响公司业绩

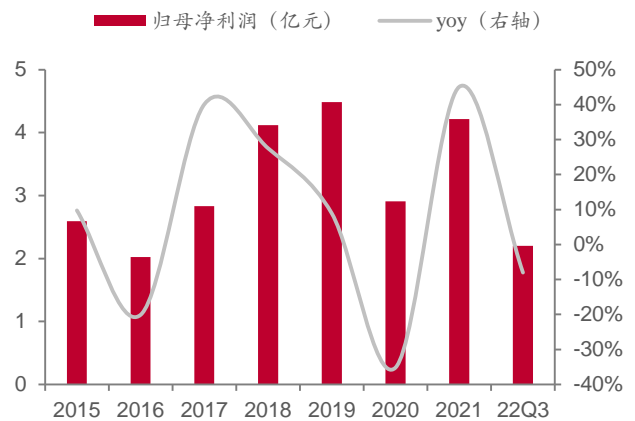
- 截至 2022 年 Q3，公司实现营业收入 12.19 亿元，同比增 26.30%，实现归母净利润 2.20 亿元，同比降 8.01%。公司前三季度业绩增速有所下滑，主要由于：1) 白银和铅金属价格有所下滑，2022 年前三季度，SHFE 白银均价为 4.69 元/克，同比下跌 12.92%，SHFE 铅均价为 1.52 万元/吨，同比下跌 0.38%；2) 金山矿业由于生产周期的原因，上半年度基本不销售，当期银铋产品的销售主要集中在下半年度。

图表 3: 公司营业收入变动情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司归母净利润变动情况

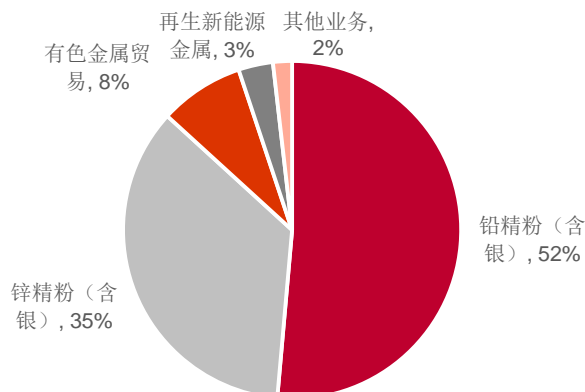


来源: wind、中泰证券研究所

- 铅锌银业务是公司业绩增长的主要驱动力。1) 铅精粉(含银)与锌精粉(含银)贡献公司主要营业收入，且贡献的营业收入占比稳步提升。截至 2022 年 H1，上述两产品分别贡献营业收入 3.11、2.14 亿元，占比分别约为 52%、35%。2) 铅精粉(含银)、锌精粉(含银)与银铋

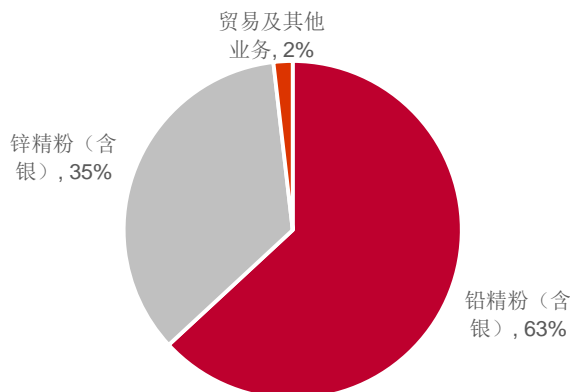
贡献公司主要毛利，截至 2022 年 H1，铅精粉与锌精粉分别贡献毛利 2.07、1.15 亿元，占比分别约为 63%、35%。

图表 5: 公司 2022 年 H1 营业收入结构



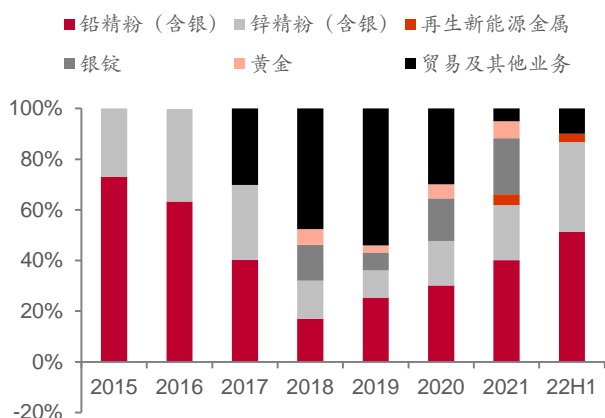
来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司 2022 年 H1 毛利结构



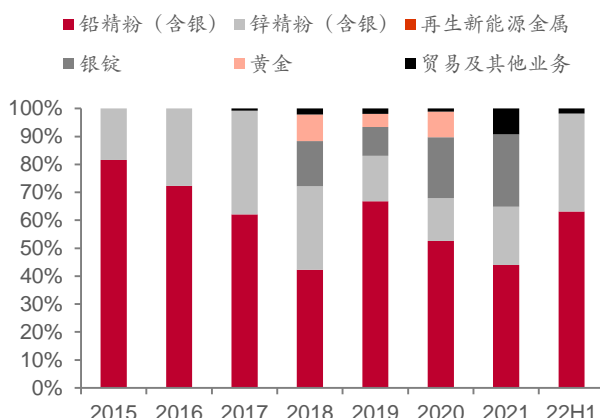
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司近年来营业收入结构



来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 公司近年来毛利结构

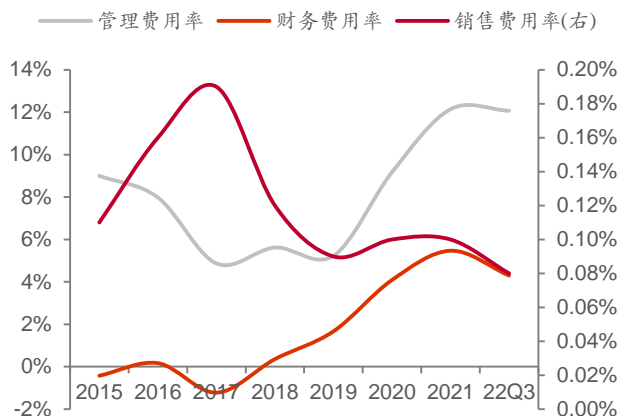


来源: wind、中泰证券研究所

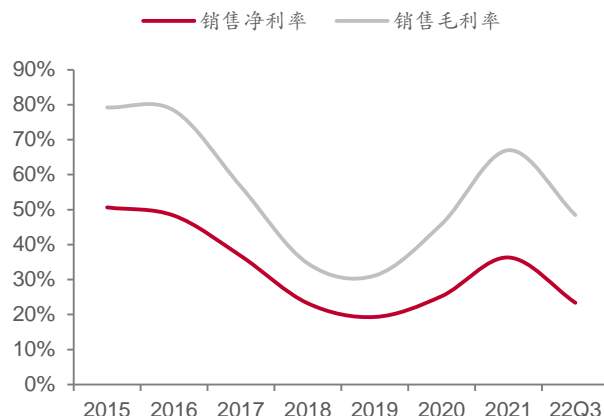
- 费用管控相对稳定，毛利率及净利率略有下滑。2022 年前三季度，公司毛利率及净利率分别为 48.46%、23.37%，分别同比下降 15.46pcts、9.51pcts。费用方面，销售费用率逐步回落趋势，而由于金业环保等资产纳入公司报表，以及折旧摊销费用及人工成本增加，管理费用及管理费用率有所提升。2021 年至 2022 年前三季度，公司费用管控相对稳定，销售费用率由 0.10%→0.08%，管理费用率由 12.14%→12.07%，财务费用率由 5.47%→4.30%，研发费用率由 1.06%→0.80%。

图表 9: 公司近年费用率情况

图表 10: 公司近年毛利率及费用率

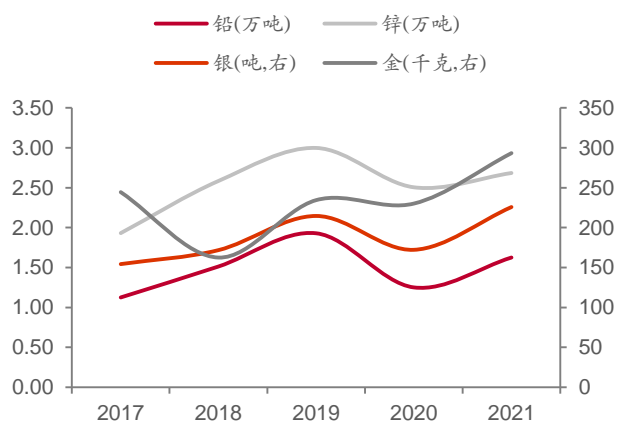


来源: wind、中泰证券研究所

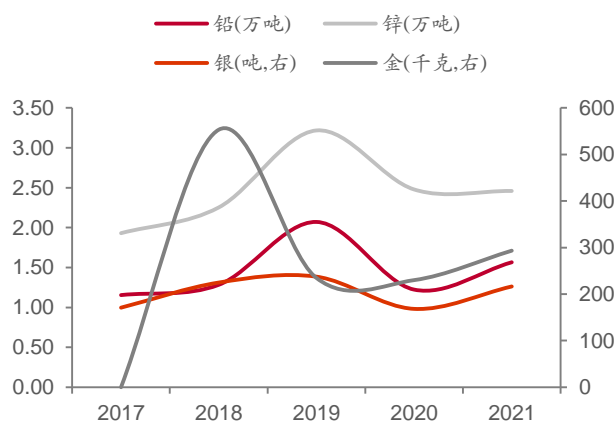


来源: wind、中泰证券研究所

- 公司主营产品产销量稳步上升。**公司主营有色金属矿的采选及销售，涉及金属包含白银、铅、锌及黄金，各金属产销量呈现稳步增长趋势，2020年由于疫情影响而略有回落，2021年铅、锌、银、金的产量分别为1.62万吨、2.68万吨、225.74吨、293.32千克，分别同比增长29.95%、7.14%、31.11%、27.47%。2022年上半年，公司生产经营正常，采选作业正常开展，铅精粉和锌精粉产量稳中有升；而金山矿业由于生产周期的原因，当期产品的销售主要集中在下半年度，未实现银锭产品销售，预计2022年下半年金山矿业等矿山的产量或将集中释放。

图表 11: 2017 年以来公司主营产品产量


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 2017 年以来公司主营产品销量


来源: wind、中泰证券研究所

原生矿山业务: 内延外拓, 巩固白银龙头地位

- 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)、锌精粉(银单独计价)。**其中，金山矿业主要产品为银锭、黄金和一水硫酸锰；银都矿业、光大矿业和金都矿业主要产品为含银铅精粉、含银锌精粉。

图表 13: 原生矿山业务主要产品: 含银铅精粉
图表 14: 原生矿山业务主要产品: 锌精粉

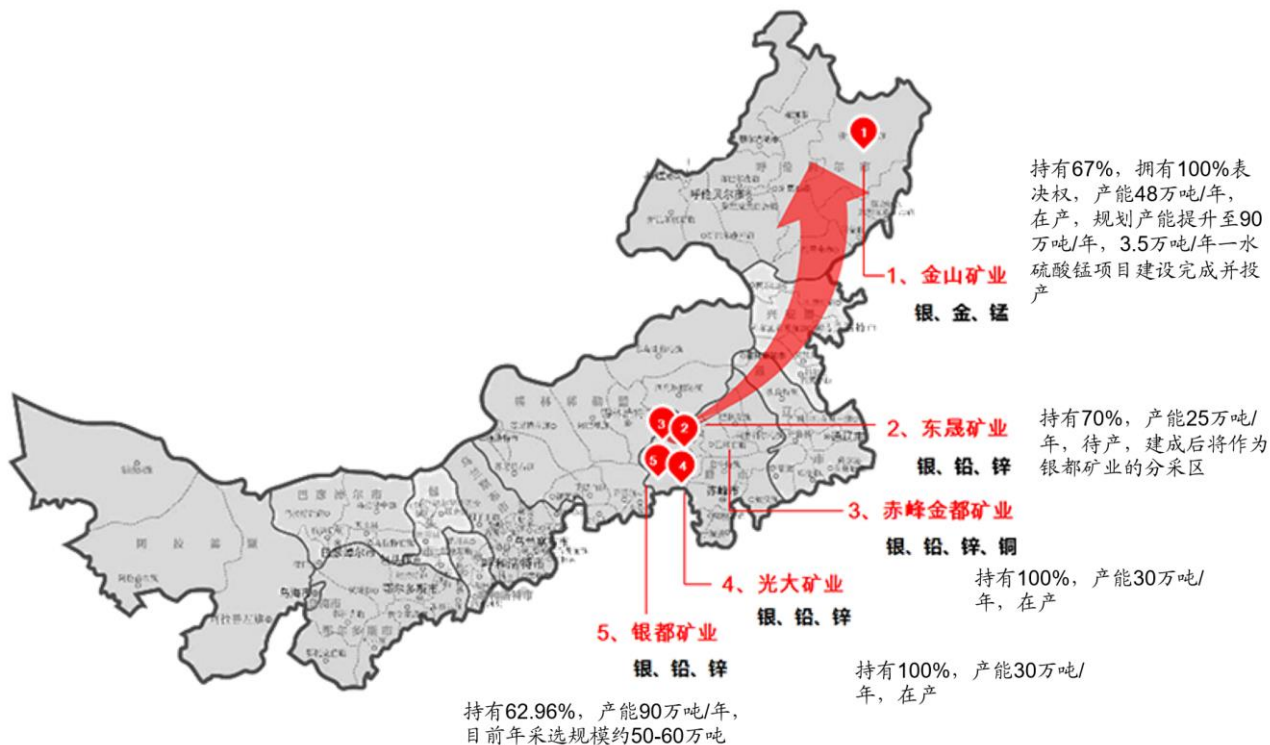


来源：公司官网、中泰证券研究所

来源：公司官网、中泰证券研究所

- **公司资源分布相对集中。**公司拥有 4 座在产矿山和 2 座待产矿山，其中银都矿业、光大矿业、金都矿业和东晟矿业矿山都归属于“大兴安岭西坡银、铅、锌成矿亚带”，该矿区金属品位较高，并且坐落于内蒙古自治区中东部，是我国北方重要的银、铜、铅锌多金属成矿区，未来深耕挖掘，增储潜力巨大。

图表 15：公司矿山地理分布



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **原生矿山业务产能逐步释放，有望持续提升公司业绩。**公司现有开采能力为 198 万吨/年。其中，银都矿业 90 万吨/年，光大矿业 30 万吨/年，金都矿业 30 万吨/年，金山矿业 48 万吨/年。目前规划未来产能将达到 265 万吨/年。其中，1) 东晟矿业方面，现有证载生产规模 25 万吨/年，目前正在开展矿山建设前的准备工作，建成后将成为银都矿业

的分采区，直接为银都矿业供矿；2) 金山矿业方面，公司持续推进 90 万吨/年的扩建工程；3) 德运矿业方面，目前公司正在办理探转采的相关手续，未来或将给予公司新的生产规模增量。

图表 16: 公司原生矿业业务现有及规划产能情况表

子公司	公司持股比例	现有产能 (万吨/年)	目前规划产能 (万吨/年)	备注
银都矿业	62.96%	90		在产，目前银都矿业采选规模每年约为 50-60 万吨
东晟矿业	70%	25		待产，建成后将作为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿
光大矿业	100%	30		在产
金都矿业	100%	30		在产
金山矿业	67%	48	90	在产，持续推进 90 万吨/年的扩建工程，3.5 万吨/年一水硫酸锰项目建设完成并投产
德运矿业	54%			待产，目前正在办理探转采的相关手续

来源：公司公告、中泰证券研究所

银都矿业保障公司业绩，东晟矿业 25 万吨/年投产在即

- 银都矿业为公司控股子公司，拥有拜仁达坝银多金属矿，该矿山位于内蒙古赤峰市克什克腾旗东北部的巴彦查干苏木境内，是国家级绿色矿山。
- 银都矿业具备 90 万吨/年的生产能力。对于拜仁达坝银多金属矿，公司采用地下开采方式，开采方案为竖井-斜井-平硐联合开拓，采矿方法为浅孔房柱法；选矿工艺采用优先浮选工艺流程，优先选铅（含银），再选锌，并为提高回收率采用铅粗选精矿一段一闭路再磨流程。
 - 由于拜仁达坝银多金属矿已开采 10 余年，随着开采深度的下降，开采难度的增加，根据公司公告，目前银都矿业采选规模每年约为 50-60 万吨。
- 截至 2021 年底，银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有矿石量 908.94 万吨，保有银金属量 2,079.49 吨，平均品位 228.78 克/吨；铅金属量 191,083.60 吨，平均品位 2.10%；锌金属量 398,120.70 吨，平均品位 4.38%。

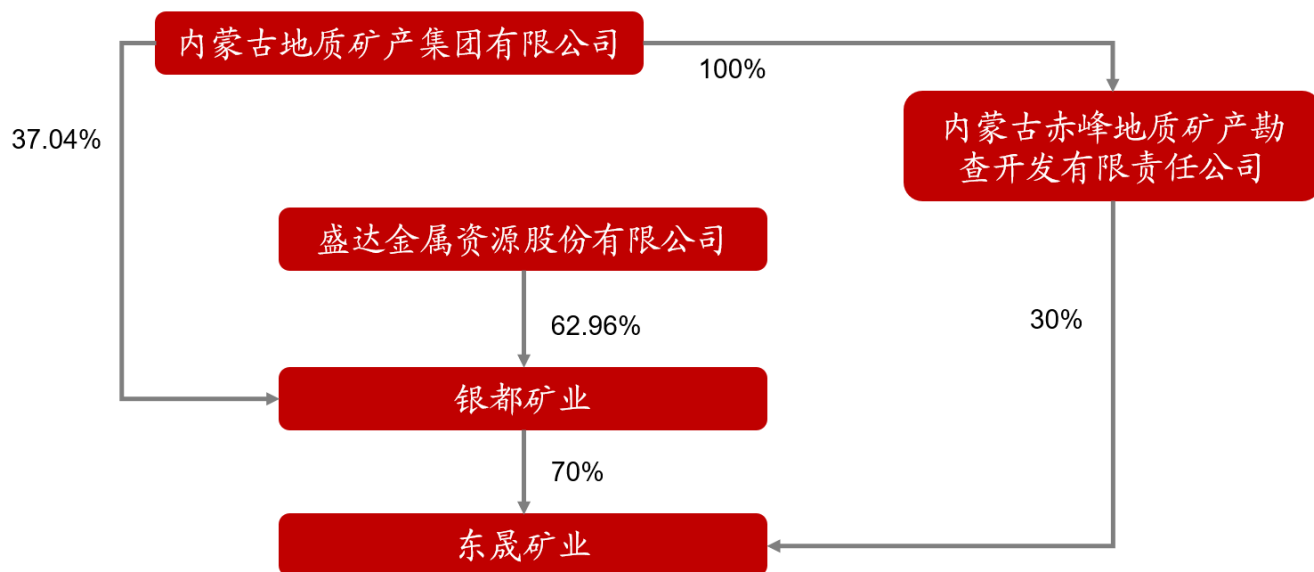
图表 17: 银都矿业拜仁达坝银多金属矿资源量（截至 2021 年底）

	111b+122b+333	品位
矿石量 (万吨)	908.94	
银 (吨)	2,079.49	228.78 克/吨
铅 (吨)	191,083.60	2.10%
锌 (吨)	398,120.70	4.38%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2017 年 7 月，银都矿业收购东晟矿业 70% 股权，东晟矿业的巴彦乌拉银多金属矿作为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿，将加大供矿规模。

图表 18: 东晟矿业股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 东晟矿业的核心资产为巴彦乌拉银多金属矿。2019年12月，该矿山已取得采矿证，证载生产规模为25万吨/年。截至2021年底，东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿保有矿石量267.0万吨，银金属量556.3吨，平均品位284.9克/吨；铅金属量约1.3万吨，平均品位1.32%；锌金属量约4.6万吨，平均品位2.05%。根据公司公告披露，目前公司正在开展矿山建设前的准备工作，并办理相关手续，巴彦乌拉银多金属矿建成后将成为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿。

图表 19：东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿资源量（截至 2021 年底）

	121b+122b+333	品位
矿石量（万吨）	267.00	
银（吨）	556.32	284.90 克/吨
铅（吨）	13,052	1.32%
锌（吨）	46,002	2.05%

来源：wind、中泰证券研究所

光大矿业：国家级绿色矿山，铅锌资源禀赋优异

- 光大矿业位于内蒙古赤峰市克什克腾旗。2016年7月，公司实施重大资产重组，对集团持有的光大矿业100%股权的收购，完成收购后光大矿业成为公司的全资子公司。光大矿业拥有大地矿区银铅锌矿，是国家级绿色矿山。
- 光大矿业具备采选能力30万吨/年，主营产品为主要产品为含银铅精粉、锌精粉。对于大地矿区银铅锌矿，公司采用平硐加竖井联合开拓，采矿方法为浅孔留矿法，选矿采用“优先选铅（含银）再选锌”的先进浮选工艺流程。选厂于2017年12月正式投产。
- 大地矿区铅锌资源禀赋优异。截至2021年底，光大矿业大地矿区银铅锌矿主矿产保有矿石资源量473.8万吨，铅金属量约7.8万吨，品位1.64%，锌金属量约16.4万吨，品位3.46%；共生矿产保有矿石资源

量 247.4 万吨，银金属量 405.7 吨，平均品位约 164.0 克/吨；伴生矿产保有矿石资源量 226.4 万吨，银金属量 73.4 吨，平均品位 32.4 克/吨。

图表 20：光大矿业大地矿区银铅锌矿资源量（截至 2021 年底）

		121b+122b+333	品位
主矿	矿石量 (万吨)	473.80	
	铅 (吨)	77,874.29	1.64%
	锌 (吨)	163,919.77	3.46%
共生矿	矿石量 (万吨)	247.41	
	银 (吨)	405.68	163.97 克/吨
伴生矿	矿石量 (万吨)	226.38	
	银 (吨)	73.41	32.43 克/吨

来源：公司公告、中泰证券研究所

金都矿业：银金属品位较高的在产矿山

- 金都矿业位于内蒙古赤峰市克什克腾旗，于 2016 年 7 月从集团注入至上市公司成为全资子公司。金都矿业具有十地银铅锌矿，属于自治区级绿色矿山。
- 金都矿业具备采选能力为 30 万吨/年，主营产品为主要产品为含银铅精粉、锌精粉。对于十地矿区银铅锌矿，公司采用平硐-竖井-斜井联合开拓系统，采矿方法为浅孔留矿法、垂直深孔阶段崩落法，选矿采用“优先选铅（含银）再选锌”的工艺流程。选厂于 2018 年全面投产。
- 金都矿业十地矿区银铅锌矿保有矿石资源量 633.7 万吨，银金属量约 670.3 吨，平均品位 264.6 克/吨；铅金属量约 10.6 万吨，平均品位 1.68%；锌金属量约 11.1 万吨，平均品位 1.76%。伴生资源量中含铜约 0.5 万吨，品位 0.09%；银 40.2 吨，品位 10.6 克/吨。

图表 21：金都矿业十地矿区银铅锌矿资源量（截至 2021 年底）

		121b+122b+333	品位
	矿石量 (万吨)	633.71	
	银 (吨)	670.28	264.60 克/吨
	铅 (吨)	106,520.51	1.68%
	锌 (吨)	111,390.75	1.76%
伴生	铜 (吨)	5,451.18	0.09%
	银 (吨)	40.23	10.58 克/吨

来源：公司公告、中泰证券研究所

金山矿业产能提升在即，或将成为公司业绩增量来源

- 金山矿业位于内蒙古呼伦贝尔市。2018 年，公司以约 12.5 亿元的价格收购盛达集团持有的金山矿业 67% 股权。由于盛达集团持有金山矿业 33% 的股权导致存在产生了潜在的同业竞争，因此，为避免同业竞争和确保上市公司对金山矿业的实际控制与运营，集团将所持金山矿业合计 33% 股权托管至公司，并签署了《股权托管协议》。公司拥有金山矿业 100% 表决权。金山矿业拥有在产矿山新巴尔虎右旗额仁陶勒盖矿区银

矿，主要产品为银锭和黄金。

- 目前，金山矿业具备 48 万吨/年的采选能力，并持续推进 90 万吨/年的扩建工程。对于额仁陶勒盖矿区银矿，公司采用地下开采方式，开采使用浅孔留矿法、留矿全面法和一般全面法采矿方法；选矿工艺采用国内先进的超强磁选技术，将 2.5% 以下的锰富集到 18% 以上，并回收利用形成产品，精炼方面采用湿法电解提纯工艺。
 - 由于气候因素，金山矿业开采和粗选作业时间一般在每年的 4 月至 11 月（11 月以后地表水结冰，无法进行选矿）。
- 截至 2021 年底，额仁陶勒盖矿区保有矿石资源量 1,594.36 万吨，银金属量约 3291.5 吨，平均品位 206.44 克/吨；金金属量约 9.81 吨，平均品位 0.61 克/吨；锰金属量约 37.2 万吨，平均品位 2.33%。

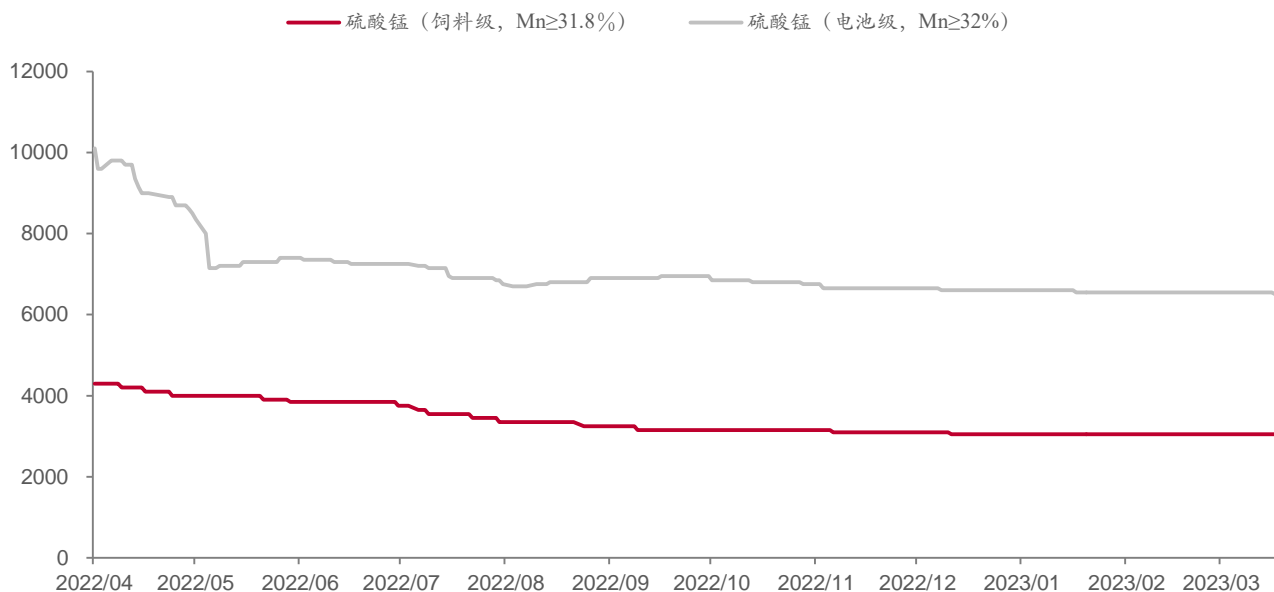
图表 22：额仁陶勒盖矿区银矿资源量（截至 2021 年底）

	121b+122b+333	品位
矿石量（万吨）	1,594.36	
银（吨）	3,291.49	206.44 克/吨
金（千克）	9,808.99	0.61 克/吨
锰（吨）	371,697.40	2.33%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 完成采矿证延续，获得整合探矿权批复，为公司长远发展提供资源保障。2022 年 11 月，金山矿业完成了额仁陶勒盖矿区 III-IX 矿段银矿采矿许可证的延续工作，有效期延续至 2024 年 11 月。另外，公司收到政府下发的以现有采矿权为主体整合外围探矿权及已设采矿权深部探矿权的批复，或将有利于推进金山矿业相关探转采手续办理进程，为企业长远发展提供资源保障。
- 公司收购金山矿业以来，持续推进 3.5 万吨/年一水硫酸锰生产线的建设工作。2019 年，该项目完成了设备的安装和调试。2021 年，金山矿业 3.5 万吨/年一水硫酸锰项目建设完成并投产，完成了对银、锰、金的有效提取和利用。
 - 金山矿业生产过程中产生的锰银混合精矿是金山矿业一水硫酸锰生产线的原料。一水硫酸锰是重要的微量元素肥料之一，在畜牧业和饲料业中作饲料添加剂；高纯硫酸锰主要用于制备新能源电池正极三元材料（镍钴锰酸锂）的前驱体。
 - 根据公告披露，未来公司将打通从含镍物料至电池级硫酸镍工艺路线，论证建设三元高镍前驱体生产线、高纯硫酸锰生产线，以探索整合新能源电池三元正极材料。

图表 23：硫酸锰饲料级及电池级市场价（元/吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

德运矿业探转采工程持续推进

- 2019年7月与9月，公司分别以1.09亿元与0.25亿元先后收购德运矿业44%和10%股权。德运矿业拥有的阿鲁科尔沁旗巴彦包勒格区铅锌多金属矿。2021年，因矿区范围划定受内林草草监发257号文限制，导致年内探转采手续办理进度不及预期，矿区范围划定工作2021年12月28日完成旗自然资源局审核，并已报赤峰市自然资源局并受理。目前公司正在办理探转采的相关手续。
- 截至2021年底，德运矿业的巴彦包勒格区银多金属矿探矿权中，银矿体具备矿石资源量430.0万吨，银金属量605.0吨，品位140.7克/吨，锌矿体具备矿石资源量1379万吨，锌金属量约35.9万吨，品位2.60%，铅矿体具备矿石资源量82万吨，铅金属量约1.4万吨，品位1.66%，伴生矿产中，银金属量467吨，品位29.4克/吨，铅约1.5万吨，品位0.52%，锌约2.2万吨，品位0.98%。

图表 24：巴彦包勒格区银多金属矿资源量（截至 2021 年底）

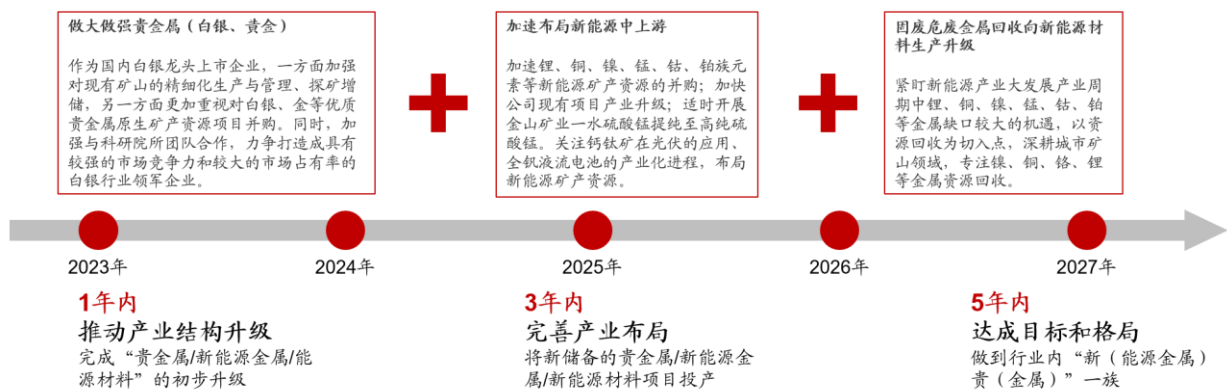
		121b+122b+333	品位
银矿体	矿石量 (万吨)	430	
	银 (吨)	605	140.7 克/吨
锌矿体	矿石量 (万吨)	1,379	
	锌 (吨)	358,764	2.60%
铅矿体	矿石量 (万吨)	82	
	铅 (吨)	13,631	1.66%
伴生矿	银 (吨)	467	29.4 克/吨
	铅 (吨)	15,028	0.52%
	锌 (吨)	22,370	0.98%

来源：wind、中泰证券研究所

城市矿山业务：助力成为行业内的“新贵”

- 2018年，公司提出未来将积极推进实施“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略，借助公司在金属资源勘探和采选上的多年经验，计划进入金属资源回收行业，其中重点关注镍、钴、锂等金属资源的回收利用。公司将在矿山采选业务的基础上，集合固废、危废处理、资源回收利用等环保、循环经济业务，使公司成为有影响力的金属资源提供商。
- 2022年11月，公司对2023-2027年提出战略规划，在原有发展战略的基础上，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。
 - 对于新能源产业链，公司对未来五年做出了3点规划：1) 1年内，完成“贵金属/新能源金属/能源材料”的初步升级；2) 3年内，将新储备的贵金属/新能源金属/新能源材料项目投产；3) 5年内，做到行业内“新（能源金属）贵（金属）”一族。

图表 25：公司 2023-2025 年战略规划



来源：公司公告、中泰证券研究所

通过金业环保切入城市矿山业务，或将成为未来业绩增长点

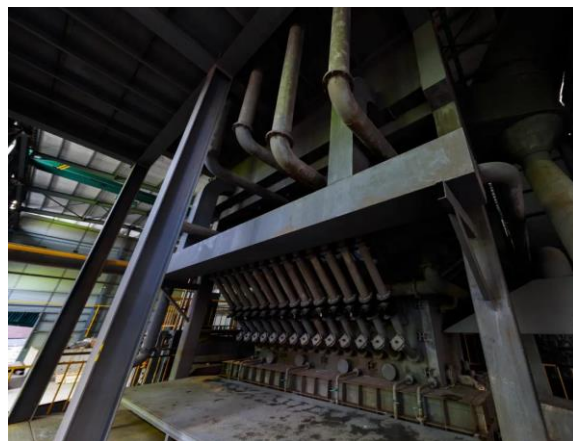
- 为推动“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略，2019年12月，公司以1.8亿元对湖南金业环保进行增资，增资完成后公司将持有49%股权，成为公司第一大股东。公司正式进军城市矿山领域。2021年1月，公司完成了以自有资金3350万元收购金业环保9.12%股权。
- 金业环保从事含镍、铜、铬等金属的固危废资源化利用业务，并已取得18.26万吨/年危险废物经营许可证。根据规划，金业环保具备生产1万镍金属吨的镍相关产品的能力。2022年5月，金业环保入选专精特新“小巨人”企业。
 - 根据公告披露，金业环保正进行“固体废物无害化资源化综合利用项目”的建设。该项目分为两期，一期为20万吨/年重金属污泥处置及岩棉生产系统，二期为镍冰铜精炼及阳极泥处理系统。该项目采用火法及湿法结合的方式，对含镍、铜及其它贵金属的危险废物进行精确冶炼，回收镍、铜、金、银、钯、钴等金属资源，并利用炉渣生产岩棉，达到危险废弃物全产品化、资源化的目的。

图表 26: 金业环保厂区鸟瞰



来源: 公司官网、中泰证券研究所

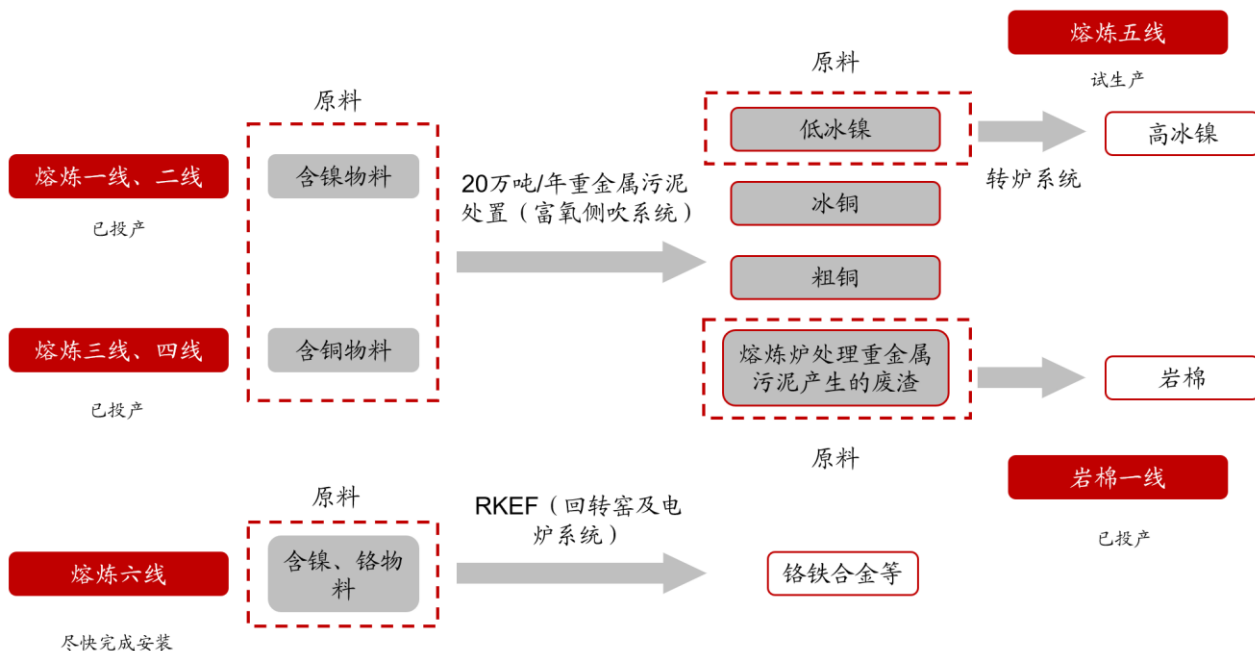
图表 27: 金业环保危废处置系统



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 一期火法项目共计 8 条产线，其中熔炼一线、二线处理含镍物料，熔炼三线、四线处理含铜物料，熔炼五线为一、二线的配套产线，将低冰镍处理为高冰镍，熔炼六线处理含镍、铬物料，另有两条配套岩棉生产线。
- 截至 2022 年底，一期火法项目一至四线均已建成并投产，产品为镍冰铜（低冰镍、冰铜）及粗铜；熔炼五线开始试生产，熔炼六线正在建设中；岩棉一线已投产。

图表 28: 金业环保一期项目



来源: 公司公告、中泰证券研究所, 注: 项目进程截至 2022 年底

- 二期湿法精炼系统建成前，该项目除向产废单位收取危废处置费外，其回收再生的金属资源主要为镍冰铜及铬铁合金等初级产品，上述产品可向下游金属深加工企业销售，或将给予公司新的利润增长点。二期建成后，项目将产出电解镍、铜粉、铬铁合金、碳酸钴以及金、银、钯等稀贵金属，从而实现公司在新能源产业链上的拓展。

- 根据公司 2023-2027 年战略规划，公司对企业环保的战略定位包括 2 个方面：1) 紧盯新能源产业大发展产业周期中新能源金属缺口较大的机遇，专注镍、铜、铬、锂等金属资源回收，着力打造二次新能源金属循环利用的完整产业链，在金属资源再生的基础上，通过精深加工生产电池级硫酸镍、碳酸钴、碳酸锂，硫酸锰等新能源材料。2) 粗铜、镍铁合金、铬铁合金和岩棉等材料的生产。
- 我们认为，随着固废处理行业具有“变废为宝”的特点，随着国内对生态环境保护以及对于“城市矿山”的重视程度不断增加，相关政策不断得到完善，固废处理行业下资源回收综合利用或将迎来黄金发展期。

图表 29：资源回收综合利用政策梳理

时间	相关部门	政策名称	主要内容
2023.02	发改委、工信部等	《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	完善废旧产品设备回收利用体系，畅通废旧产品设备回收处置，推动再生资源高水平循环利用，规范废旧产品设备再制造
2022.01	发改委、工信部等	《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	完善废旧物资回收网络，提升再生资源加工利用水平，推动二手商品交易和再制造产业发展，完善废旧物资循环利用政策保障体系
2022.01	发改委	《关于加快推进城镇环境基础设施建设指导意见》	健全区域性再生资源回收利用体系，推进废钢铁、废有色金属、报废机动车、退役光伏组件和风电机组叶片、废旧家电、废旧电池、废旧轮胎、废旧木制品、废旧纺织品、废塑料、废纸、废玻璃等废弃物分类利用和集中处置。
2021.12	财政部、税务总局	《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》	新增了社会旧料合法来源渠道，对于从事再生资源回收企业，可以通过简易计税方法按照 3% 的征收率计算缴纳增值税之后开具增值税发票
2021.12	工信部、科技部、自然资源部	《“十四五”原材料工业发展规划》	积极实施节能低碳行动，拓展多元化资源供给渠道，开发“城市矿山”资源，支持优势企业建立大型废钢及再生铝、铜、锂、镍、钴、钨、钼等回收基地和产业集聚区，推进再生金属回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展。
2021.11	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	推动有色金属行业碳达峰。加快再生有色金属产业发展，完善废弃有色金属资源回收、分选和加工网络，提高再生有色金属产量。
2021.07	国务院	《“十四五”循环经济发展规划》	遵循“减量化、再利用、资源化”原则，着力建设资源循环型产业体系，加快构建废旧物资循环利用体系，深化农业循环经济发展，全面提高资源利用效率，提升再生资源利用水平，建立健全绿色低碳循环发展经济体系，为经济社会可持续发展提供资源保障
2021.03	发改委、工信部等	《关于“十四五”大宗固废废弃物综合利用的指导意见》	提高大宗固废资源利用效率，推进大宗固废综合利用绿色发展，推动大宗固废综合利用创新发展，实施资源高效利用行动
2020.03	发改委、司法部	《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	建立再生资源分级质控和标识制度，推广资源再生产品和原料。
2019.11	商务部	《再生资源回收管理办法》	鼓励开展有关再生资源回收处理的科学研究、技术开发和推广。
2019.01	发改委、工信部	《关于推进大宗固废废弃物综合利用产业集聚发展的通知》	制（修）订一系列大宗固废废弃物综合利用标准和规范，促进大宗固废废弃物综合利用产业高质量发展。

来源：政府官网、中泰证券研究所整理

与希尔威签订框架协议，助力公司成长

- 2022 年 11 月，公司与希尔威（Silvercorp Metals Inc）为构建长期稳定、优势互补、互利共赢的合作与发展新格局，签署了《框架协议》。
- 希尔威是一家在多伦多证交所和纽约证交所上市的加拿大矿业公司，主要在中国、加拿大及南美地区开展矿山项目的收购，勘探，开发和生产，投资重点是具有良好发展潜力的白银、黄金、铅锌等有色金属和贵金属矿山。目前，希尔威已成为中国最主要的白银和铅锌生产商之一。

- 希尔威是新太平洋金属公司和白马黄金公司的单一最大股东。新太平洋专注于在南美、北美地区进行贵金属矿产的投资、勘探和开发，在南美玻利维亚拥有银沙银矿、科兰加银金矿和银针银金矿等多个矿产勘查和开发项目。白马黄金全资拥有位于育空地区南部的 Skukum 黄金和玻利维亚地区 Porvenir 锡矿和 SF 锡矿，拥有 Skukum Creek、Goddell 和 Mountain Skukum 高品位金矿，以及多个高优先勘探目标。
- 本次协议签署有助于公司强化自身的“稀贵金属”开发主业并逐渐延伸到新能源战略矿产资源布局，助力公司成为优质“新贵”金属资源提供商。

图表 30：公司与希尔威签订框架协议主要内容

类型	协议主要内容
目的	基于战略互信、合作共赢的原则，在各自优势领域紧密合作，打造双赢、可持续发展的战略合作伙伴关系，共同应对全球新能源产业的积极变化，通过上下游的协作，发挥协同效应，为整个产业链做出更大贡献。
合作主要内容	<p>领域 将聚焦白银、黄金等贵金属、新能源金属矿种，在全球矿产资源的勘探、并购和开发、智慧矿山建设、矿山现场数字化转型、绿色低碳技术发展等全方面深度合作。</p> <p>方式 包括但不限于相互投资（包括双方母子公司之间的股权投资、一方对另一方项目公司的股权投资等）、联合投资、供应链协作、合资建厂、共同研发等。</p>
合作机制	<p>1、建立由双方高层领导参加的不定期会晤制度，确定每一项具体合作的方向及实施细节，以保证合作协议的高效落实。</p> <p>2、双方成立联合团队，建立沟通协调机制，定期沟通业务合作情况，落实相关计划。</p> <p>3、合作不设排他机制，在双方评估并取得一致的情形下，可邀请第三方共同参与。</p>
合作期限	本协议有效期限为自生效之日起 3 年，双方在本框架协议有效期内签署的具体项目合作协议的期限不受本协议有效期限约束。

来源：公司公告、中泰证券研究所

贵金属或将进入降息驱动主升阶段

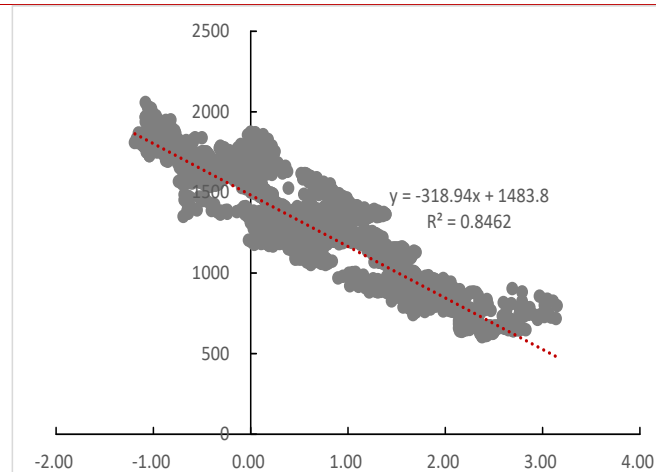
黄金战略性投资机会已开启

- **10 年期美债实际收益率与金价呈强负相关性。**按照我们的金价分析框架：美债的远端真实收益率对金价的长期趋势有很好的解释力。因为持有黄金不能产生利息收入，因此不能用贴现模型反映投资需求变化，我们需要用另一个思路，也即找到一种和黄金安全性较为接近的金融资产，用这种金融资产的实际收益率来衡量持有实物黄金的机会成本，进而反映黄金投资需求变化。通过回溯发现，历史上远端美债真实收益率同金价具备较好的趋势相关性，真实收益率的变化很好解释了金价的变动趋势，两者线性拟合优度达到 85%。

图表 31：十年期美债真实收益率和金价的趋势相关性
图表 32：十年期美债真实收益率对金价有很好的解释度



来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

■ **高通胀是美债收益率定价模型偏差增大的重要原因，真实收益率定价模型依然有效。**

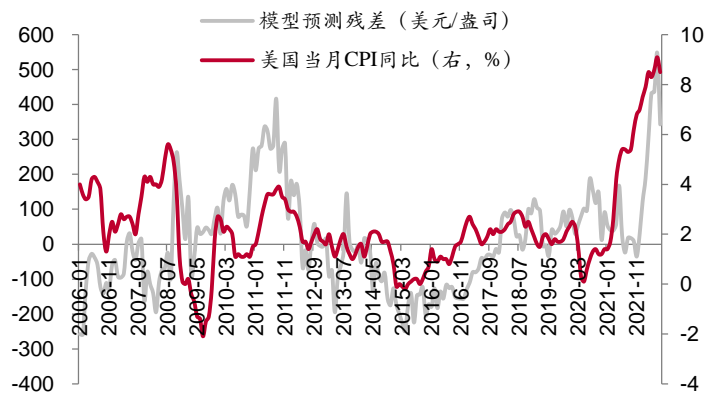
- 实际利率为名义利率与通胀预期的差值，而金价与实际利率呈现强负相关性，金价走势实际上是与名义利率“赛跑”，名义收益率与通胀预期共同驱动金价走势。
- 近期实际金价走势大幅高出美债实际收益率决定的水平，根据我们测算，最新的预测偏差值达到历史两倍标准差附近的历史极端水平，回顾历史，2011年在油价快速上行的背景下，随着美国通胀数据快速走高，定价模型的预测偏差也达到过同样的历史极值水平。同时比较美国CPI和残差项关系发现，两者也具备较好的相关性。我们认为通胀的异常是导致定价模型偏差变化的重要原因——究其原因，通胀是衡量美元信用水平的重要变量，而美元相对于黄金信用水平的稳定是真实收益率定价模型的前提。

图表 33: 金价大幅偏离远端美债真实收益率水平



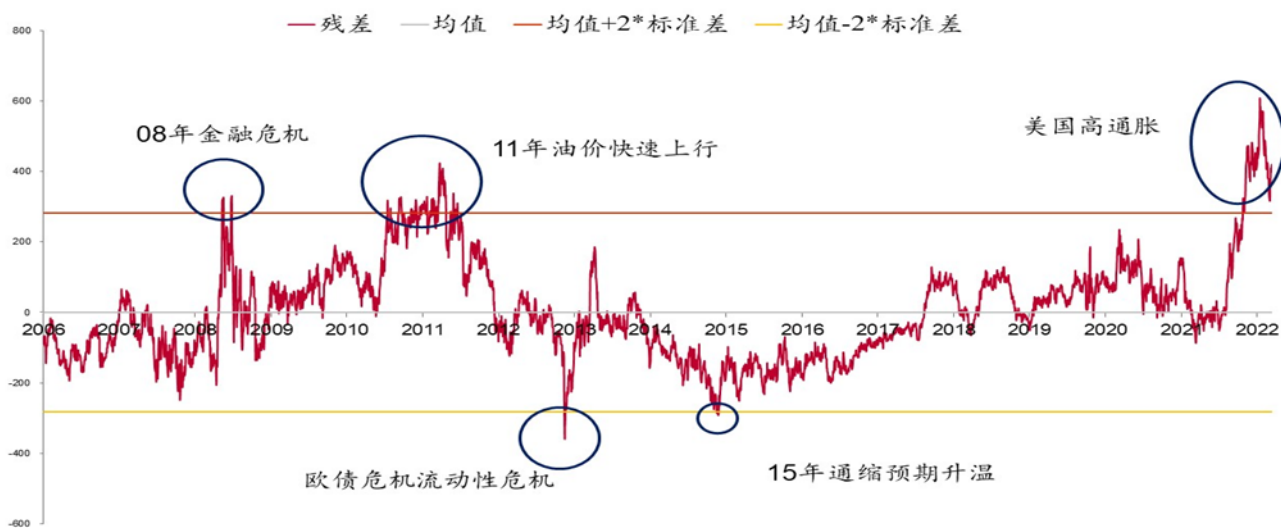
来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 美国高通胀是支撑偏离较大的主要原因



来源: wind、中泰证券研究所

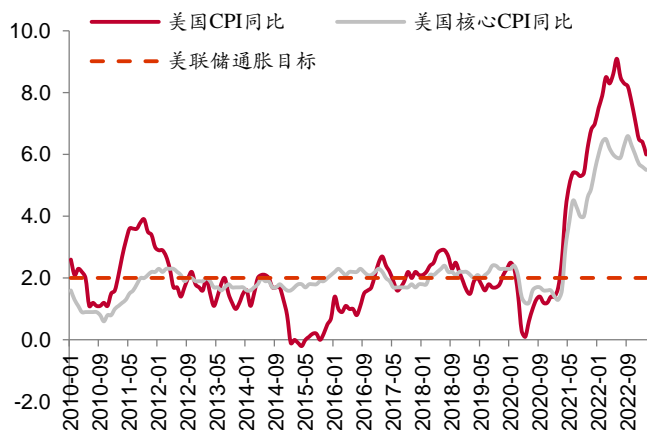
图表 35: 高通胀推升定价模型的预测残差到了历史极值 (美元/盎司)



来源：wind、中泰证券研究所

- 通胀水平位于高位，后续存在回落动力，残差项下行压力增加，这会抑制金价。目前美国通胀水平维持于 70 年代后高位。2021 年，随着“helicopter money”推进，美国资产负债表总规模达到一度达到约 9 万亿美元的最高水平。2022 年，俄乌战争推动全球能源品价格迅速上涨，进一步推动美国通胀。随着美联储快速加息，能源价格持续回落，通胀有望保持持续回落趋势，以油价为例，目前布伦特原油价格较 6 月峰值价格已下降超 30%。

图表 36：美国 CPI 远超通胀目标，并再创新高 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

图表 37：能源价格开始呈现回落趋势

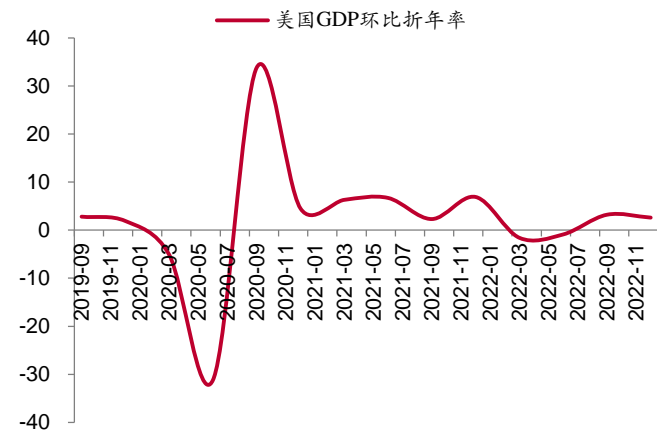


来源：wind、中泰证券研究所

- 与此同时，美国经济处于回落通道当中，美国衰退预期有所增强，2022 年 10 月以来远端国债利率已明显走低。22 年美国自 3 月份已经开始加息七次，分别为 25bp、50bp、75bp、75bp、75bp、75bp、50bp。在高频的加息次数下，美国经济数据均呈现下滑趋势。根据公布数据显示，美国经济从 4 月到 6 月连续第二个季度萎缩，Q1 GDP 环比下降了 1.6%，Q2 环比下降了 0.6%，Q3 环比回升。制造业方面，美国 PMI 在 5 月份后下滑明显加速，制造业 PMI 由 56.1 降至 48.4，

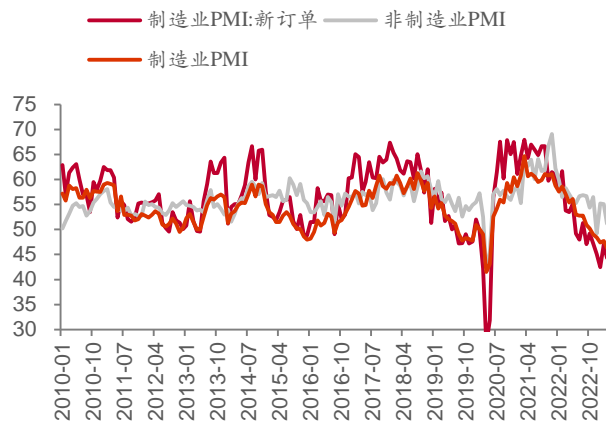
非制造业 PMI 已经跌破荣枯线并降至 49.6，表明目前经济景气度持续下滑。同时消费者信心不振，消费者信心指数进一步下滑。随着美国紧缩货币政策滞后效应的凸显，失业率水平提升在所难免，美国进入实质性衰退的预期大概率将被坐实。

图表 38: 美国 GDP 连续两个季度环比负增 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

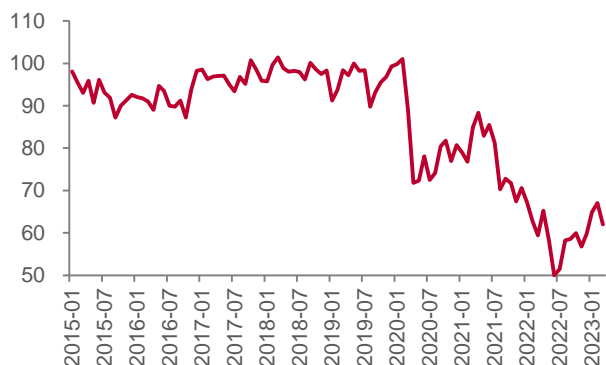
图表 39: 主要经济体 PMI 跌破荣枯线



来源: wind、中泰证券研究所

图表 40: 消费者信心指数持续下降

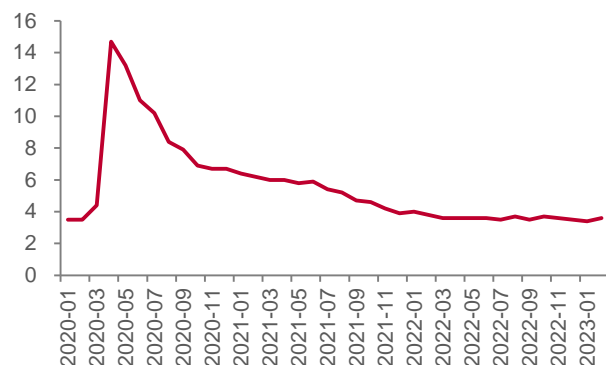
美国:密歇根大学消费者信心指数



来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 美国失业率处于历史低位

美国:失业率:季调(%)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 42: 持续加息下, 远端利率已不跟随上行 (%)

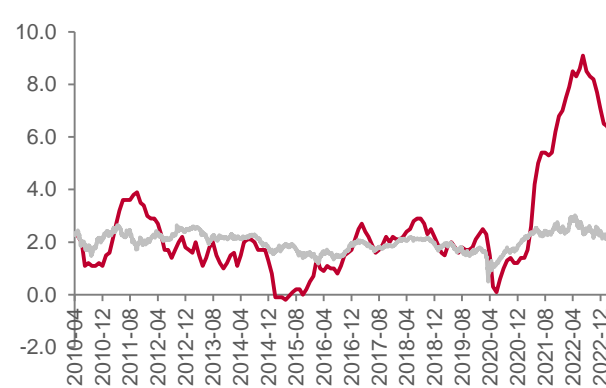
美国:联邦基金利率(日)
美国:国债收益率:10年 (右)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 43: 历史高通胀下, 通胀预期有望维持高位 (%)

美国:CPI:当月同比
通胀预期



来源: wind、中泰证券研究所

- **贵金属开启战略性投资机会。**我们认为当前美国经济持续回落难以避免，随着十月份美国失业率拐头向上，以及通胀的加速回落，金价拐点已经确认，而美联储因供给端因素推行的大幅紧缩政策将使美国经济硬着陆风险增大，衰退概率增加，大幅不及预期的申请失业金人数及 Markit 制造业 PMI 正是对美国紧缩货币政策滞后效应的持续确认，金价从“通胀/加息 vs. 衰退”拉锯中，逐步转向后者推升上涨，随着金价贝塔行情的展开，资源优势突出标的将具备较好弹性。

金银比维持高位，银价同涨亦具备超涨期权

- 白银兼具金融、商品双重属性。金融属性方面，从历史来看，白银同样具有避险和保值的需求，银价同金价走势的正相关性较强，价格上整体呈现同涨同跌，并且白银价格的振幅更为明显。

图表 44: COMEX 黄金与白银价格走势

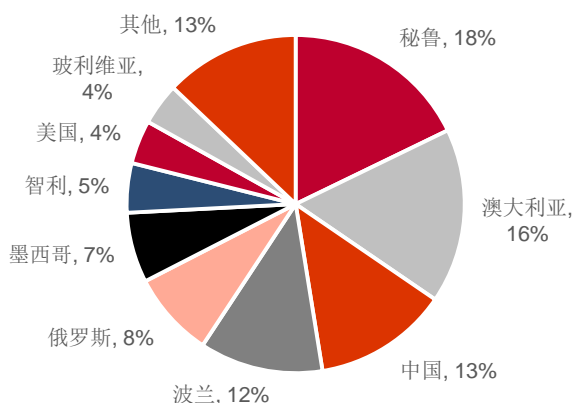


来源: wind、中泰证券研究所

- 商品属性方面：从供给端来看，根据 USGS，全球银矿资源储量约为 55 万吨（金属吨），主要分布为秘鲁、澳大利亚、中国、波兰等国家；世界白银协会统计数据显示，墨西哥、中国、秘鲁为主要的白银产出国，2021 年，全球各国从疫情影响中逐步恢复，全球白银产量为 822.6Moz（百万盎司），同比增长约 5%，但较 2019 年下降约 2%。2016 年以来全球白银产量呈现下行趋势。

图表 45: 全球银矿资源储量分布 (2021 年)

图表 46: 2020-2021 全球白银产量 (百万盎司)

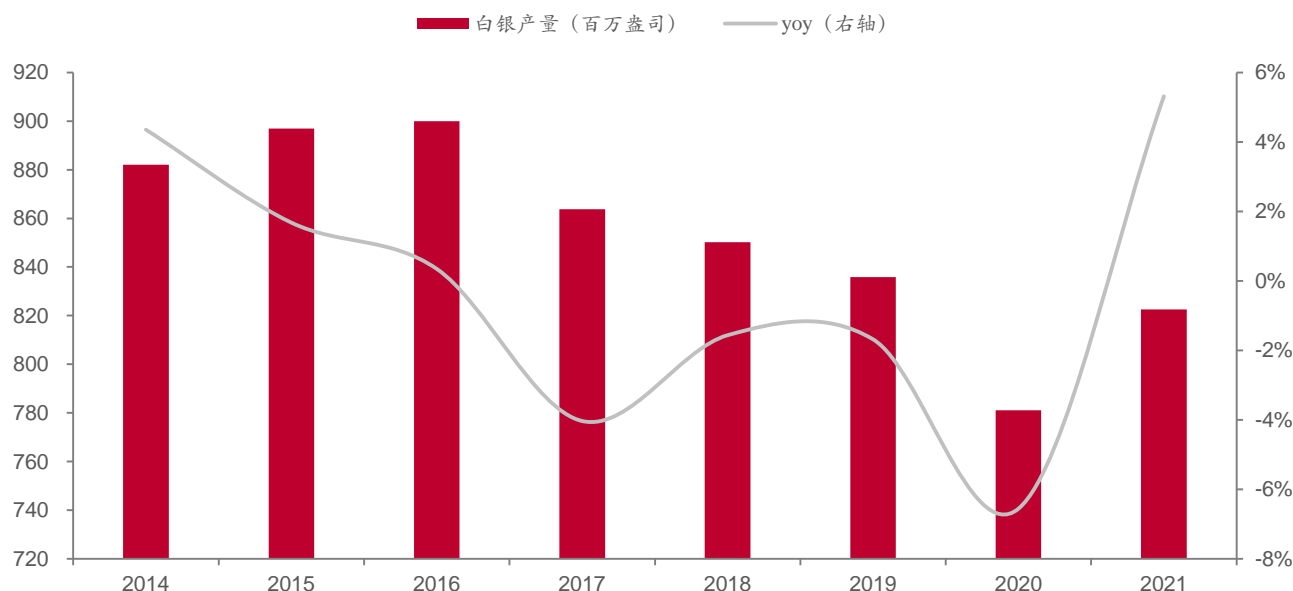


来源：USGS、中泰证券研究所

	2020 年	2021 年
墨西哥	180.2	196.7
中国	109.5	112.9
秘鲁	101.6	107.9
澳大利亚	43.0	42.9
波兰	39.4	42.0
玻利维亚	29.9	41.5
智利	47.4	41.2
俄罗斯	42.5	39.0
美国	31.7	32.5
阿根廷	22.7	26.5
其他国家或地区	133.2	139.5
合计	781.0	822.6

来源：世界白银协会、中泰证券研究所

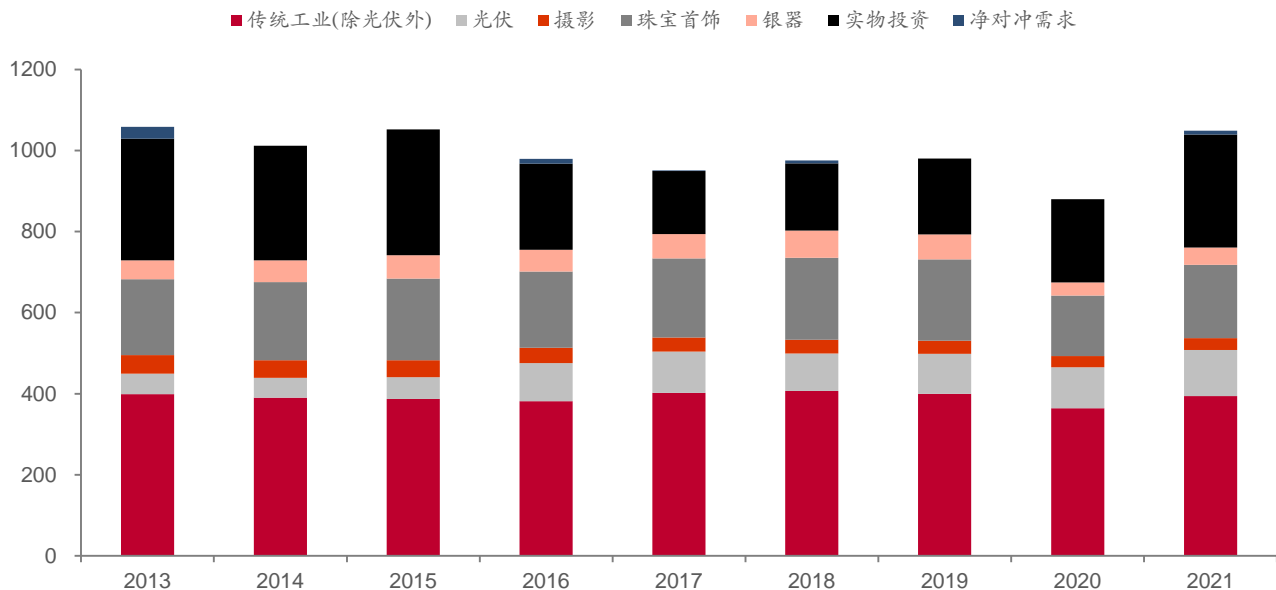
图表 47：2016 年以来全球白银产量呈现下行趋势



来源：世界白银协会、中泰证券研究所

- 从需求端来看，金属银在制造业中的使用领域包括工业应用、摄影、首饰制造、银器、制币及奖章等领域。传统白银消费领域珠宝首饰、铸币需求呈下降趋势，但随着电子工业的高速发展，以及光伏、新能源等新兴行业的兴起，金属银在工业应用方面的需求有望保持较高水平，特别是光伏行业的快速发展对白银需求拉动明显，我们预计 2022 年光伏耗银在白银总需求中占比已达到 12.55%，且 2023 年有望保持 18.6% 的增长。

图表 48：白银下游消费结构 (百万盎司)



来源：世界白银协会、中泰证券研究所

图表 49：白银供需平衡表

单位：吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供给合计	32,897.6	32,098.3	31,619.4	31,818.4	29,641.6	31,013.3	32,042.8	32,679.6	33,329.2	33,991.7
矿产银	27,750.5	26,851.7	26,366.6	26,015.2	24,294.9	25,585.7	26,226.5	26,751.0	27,286.0	27,831.7
yoy	-0.1%	-3.2%	-1.8%	-1.3%	-6.6%	5.3%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
再生银	5,112.8	5,215.5	5,215.5	5,283.9	5,045.0	5,380.9	5,614.2	5,726.5	5,841.0	5,957.8
yoy	-1.3%	2.0%	0.0%	1.3%	-4.5%	6.7%	4.3%	2.0%	2.0%	2.0%
净对冲供给	0.0	0.0	0.0	488.3	264.4	0.0	155.5	155.5	155.5	155.5
yoy	-100.0%	-	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%
净官方售银	34.2	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	46.7	46.7	46.7	46.7
yoy	0.0%	-9.1%	20.0%	-16.7%	20.0%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
需求合计	30,960.2	29,999.0	30,736.3	30,845.0	27,367.1	32,631.8	34,668.3	35,582.4	36,417.6	37,453.1
传统工业(除光伏外)	12,334.3	12,918.9	13,030.9	12,819.4	11,318.6	12,270.3	12,833.3	12,961.6	13,091.3	13,222.2
yoy	-1.4%	4.7%	0.9%	-1.6%	-11.7%	8.4%	4.6%	1.0%	1.0%	1.0%
光伏	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,351.7	5,163.0	5,885.8	6,799.4
yoy	73.2%	8.6%	-9.1%	6.7%	2.3%	12.6%	23.1%	18.6%	14.0%	15.5%
摄影(感光材料)	1,175.6	1,091.6	1,063.6	1,048.1	864.7	892.7	883.3	856.8	831.1	806.2
yoy	-8.3%	-7.1%	-2.6%	-1.5%	-17.5%	3.2%	-1.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
珠宝首饰	5,884.1	6,104.9	6,316.4	6,260.4	4,659.3	5,642.2	6,276.7	6,402.2	6,530.3	6,660.9
yoy	-6.6%	3.8%	3.5%	-0.9%	-25.6%	21.1%	11.2%	2.0%	2.0%	2.0%
银器	1,626.5	1,794.5	2,033.9	1,859.8	1,007.8	1,328.1	1,639.2	1,688.3	1,739.0	1,791.1
yoy	-7.6%	10.3%	13.3%	-8.6%	-45.8%	31.8%	23.4%	3.0%	3.0%	3.0%
实物投资	6,652.3	4,857.8	5,153.3	5,787.7	6,376.2	8,668.5	8,684.1	8,510.4	8,340.2	8,173.4
yoy	-31.1%	-27.0%	6.1%	12.3%	10.2%	36.0%	0.2%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
净对冲需求	373.2	65.3	261.2	0.0	0.0	292.4	0.0	0.0	0.0	0.0
yoy	-	-82.5%	300.0%	-100.0%	-	-	-	-	-	-
供需平衡	1,937.3	2,099.3	883.1	973.4	2,274.5	-1,618.5	-2,625.5	-2,902.8	-3,088.5	-3,461.4

来源：世界白银协会、中泰证券研究所

图表 50：光伏耗银测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

光伏耗银量(吨)	2,914.1	3,166.0	2,876.8	3,069.6	3,141.5	3,536.5	4,351.7	5,163.0	5,885.8	6,799.4
光伏装机(GW)	76.6	92.7	98.3	115.8	127.3	170.0	220.2	275.0	330.0	401.3
中国	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	60.0	80.2	95.0	120.0	150.0
海外	42.1	39.6	54.0	85.7	79.1	110.0	140.0	180.0	210.0	251.3
光伏耗银/装机	38.0	34.2	29.3	26.5	24.7	20.8	19.8	18.8	17.8	16.9
yoy	17.6%	-10.2%	-14.3%	-4.4%	-4.4%	-15.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **金银比**，是衡量白银相对价格高低的一个有效指标。从 1998 年至今 20 年间，金银比总体上运行于 40-80 区间，靠近区间上沿，则往往银价相对黄金被低估；反之亦然。当前金银比接近 90，处于历史高位，反映出银价相对于金价处于被低估的情况。按照金银同涨同跌的历史走势来看，考虑到银价相对低估的实际情况，我们认为银价有望呈现上行趋势。

图表 51：金银比（伦敦现货）


来源：wind、中泰证券研究所

- 从历史来看，金银比修复在 20% 以上，板块内白银具备明显的超额收益。2000 年至今共发了三次金银比的修复行情：1) 2003 年 6 月 5 日至 2006 年 5 月 30 日，修复周期为 1090 天，金银比由 81.94 下修至 50.07，变化 38.89，期间黄金价格上涨 77%，白银价格上涨 190%；2) 2008 年 10 月 10 日-2011 年 4 月 28 日，修复周期为 930 天，金银比由 84.39 下修至 31.71，变化 55.31%，期间黄金价格上涨 81%，白银价格上涨 381%；3) 最近的一次，2016 年 2 月 29 日-2016 年 7 月 14 日，修复周期为 136 天，金银比由 83.20 下修至 65.79，变化 20.93%，期间黄金价格上涨 8%，白银上涨 36%。

图表 52：金银比修复行情历史复盘

起始日期	结束日期	修复时间(天数)	金银比变化	白银涨幅	黄金涨幅
2003/6/5	2006/5/30	1090	81.94→50.07, 变化 38.89%	190%	77%
2008/10/10	2011/4/28	930	84.39→31.71, 变化 55.31%	381%	81%
2016/2/29	2016/7/14	136	83.20→65.79, 变化 20.93%	36%	8%

来源：wind、中泰证券研究所

投资建议与盈利预测

关键假设及盈利预测

- 贵金属进入降息驱动主升阶段，金银比具备修复空间。历史上金银相关性较高，在前期美联储快速加息影响下，美国经济持续超预期下行，将进一步增强对美联储后续加息的约束，并促使其提前进入降息周期，不断强化贵金属进入降息预期驱动的主升阶段。金银比是衡量白银相对价格高低的一个有效指标，当前金银比接近 90，处于历史高位，存在一定修复动力，2022-2024 年在金价分别 393/440/450 元/克的假设下，预计金银比分别修复至 83/80/75，对应银价分别 4.7/5.5/6.0 元/克。
- 根据公司的经营情况做出以下假设：东晟矿业已取得 25 万吨/年的采矿证，金山矿业采矿证延续工作已经完成，90 万吨/年扩建工程持续推进。我们预计金山矿业目以及东晟矿业或将于 2024 年逐步释放产能，假设白银产量分别为 227/234/278 吨。
- 综上，我们假设 2022-2024 年银价为 4.7/5.5/6.0 元/克，预计公司 2022-2024 年白银产量分别为 202/216/260 吨，实现营业收入分别为 16.60/18.22/22.09 亿元，归母净利润 4.07/4.69/6.14 亿元。目前股价 18.51 元，对应 PE 为 31/27/21X，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 53：银价对公司业绩影响的敏感性分析

单位：元/千克	价格变动后公司23年E归母净利润（亿元）										价格变动后对应的23年PE							
	-30%	-20%	-10%	-5%	0	5%	10%	20%	30%	-30%	-20%	-10%	-5%	0	5%	10%	20%	30%
白银价格	3,850	4,400	4,950	5,225	5,500	5,775	6,050	6,600	7,150	3,850	4,400	4,950	5,225	5,500	5,775	6,050	6,600	7,150
23E	3.3	3.8	4.2	4.5	4.7	4.9	5.2	5.6	6.1	39	34	30	29	27	26	25	23	21

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所，股价取自于 2023 年 04 月 06 日

风险提示

- **宏观经济波动带来的白银价格超预期走低风险。**公司是国内白银行业龙头上市公司，根据公司的发展战略以及产品结构，宏观经济波动等因素导致白银价格超预期走低，或对公司业绩造成一定的拖累。
- **项目建设不及预期风险。**按照公司公告，金山矿业已完成采矿证延续，获得整合探矿权批复，目前正持续推进 90 万吨/年的扩建工程；东晟矿业已取得采矿证，目前公司正在开展矿山建设前的准备工作；德运矿业探转采工程持续推进。不排除证监会批复进度不及公司预期以及项目建设进度不及预期的风险。
- **疫情反复风险。**疫情目前得到逐步控制，但考虑到国内与海外疫情的复杂性，未来仍然存在反复的风险。
- **生产安全检查力度超预期风险。**公司主营业务为矿山开采与利用，存在区域内存在矿山安全事故导致安全生产检查力度显著提升，而形成被动的减产、停产等结果，影响公司经营业绩。
- **研报使用信息更新不及时风险等。**研报使用数据基于当前所能获得的最新数据，部分数据存在变动的可能，但由于更新频率等原因影响，当部分数据变动时，报告存在不能及时更新的风险。

图表：公司财务情况及预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	373	747	1,031	1,873	营业收入	1,638	1,660	1,822	2,209
应收票据	86	87	95	116	营业成本	540	592	607	686
应收账款	17	17	18	22	税金及附加	97	83	91	110
预付账款	14	15	16	18	销售费用	2	2	2	3
存货	214	234	240	272	管理费用	199	199	200	210
合同资产	0	0	0	0	研发费用	17	18	19	23
其他流动资产	983	992	1,054	1,203	财务费用	90	51	67	78
流动资产合计	1,686	2,092	2,455	3,504	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	647	647	647	647	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	1,704	1,973	2,281	2,623	投资收益	19	19	19	19
在建工程	559	659	659	559	其他收益	5	5	5	5
无形资产	539	585	593	622	营业利润	714	740	859	1,123
其他非流动资产	186	204	212	215	营业外收入	2	1	2	2
非流动资产合计	3,635	4,069	4,392	4,666	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	5,321	6,161	6,847	8,170	利润总额	714	739	859	1,123
短期借款	422	503	100	100	所得税	119	129	151	197
应付票据	29	0	0	0	净利润	595	610	708	926
应付账款	304	71	73	82	少数股东损益	173	203	239	313
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	422	407	469	613
合同负债	119	50	55	66	NOPLAT	670	652	764	991
其他应付款	205	50	50	50	EPS (按最新股本摊薄)	0.61	0.59	0.68	0.89
一年内到期的非流动负债	247	247	247	247					
其他流动负债	300	262	262	263					
流动负债合计	1,625	1,183	786	808					
长期借款	486	886	1,286	1,686					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	64	64	64	64					
非流动负债合计	550	950	1,350	1,750					
负债合计	2,175	2,132	2,136	2,558					
归属母公司所有者权益	2,613	3,291	3,735	4,323					
少数股东权益	534	737	977	1,289					
所有者权益合计	3,147	4,029	4,711	5,612					
负债和股东权益	5,321	6,161	6,847	8,170					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	827	587	915	1,059
现金收益	830	864	1,007	1,264
存货影响	-88	-20	-6	-31
经营性应收影响	-67	-3	-11	-26
经营性应付影响	158	-416	2	9
其他影响	-6	163	-78	-157
投资活动现金流	-835	-618	-535	-513
资本支出	-679	-619	-546	-530
股权投资	-305	0	0	0
其他长期资产变化	149	1	11	17
融资活动现金流	-408	405	-96	296
借款增加	-227	481	-3	400
股利及利息支付	-179	-104	-131	-169
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	28	38	65

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	0.0%	1.3%	9.8%	21.3%
EBIT增长率	44.1%	-1.6%	17.2%	29.7%
归母公司净利润增长率	45.1%	-3.5%	15.2%	30.9%
获利能力				
毛利率	67.0%	64.3%	66.7%	69.0%
净利率	36.3%	36.8%	38.9%	41.9%
ROE	13.4%	10.1%	10.0%	10.9%
ROIC	24.3%	17.0%	17.4%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	40.9%	34.6%	31.2%	31.3%
债务权益比	38.7%	42.2%	36.0%	37.4%
流动比率	1.0	1.8	3.1	4.3
速动比率	0.9	1.6	2.8	4.0
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	5	4	3	3
应付账款周转天数	188	114	43	41
存货周转天数	113	136	141	134
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.59	0.68	0.89
每股经营现金流	1.20	0.85	1.33	1.53
每股净资产	3.79	4.77	5.41	6.27
估值比率				
P/E	30	31	27	21
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	12	12	10	8

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。