

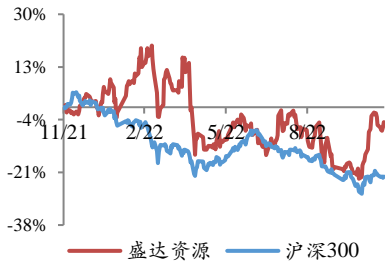
内生+外延双轮驱动，白银龙头成长可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-28

收盘价（元）	11.78
近12个月最高/最低（元）	14.81/9.54
总股本（百万股）	690
流通股本（百万股）	589
流通股比例（%）	85.34
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	69

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

主要观点：

盛达资源是国内白银龙头企业，坚定“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略，一方面加强现有矿山管理并推进以白银为代表的贵金属及资源禀赋好的铅、锌等优质原生矿产资源的拓展；另一方面聚焦金属资源产业链，以资源回收为切入点，布局城市矿山业务。

● 国内白银龙头，内拓外延扩产资源储备

公司是国内白银龙头厂商，坐拥6大优质原生矿山资源，白银储备量近万吨，资源优势明显。公司坚持利用自身优势，优化存量、做好增量，通过内部挖潜和外部收购方式扩大原生矿产资源储量，扩大行业规模优势。1) 推进内部资源开发，原生矿山产能有望大幅提高。公司现有合计198万吨年采选能力，分别为内蒙古银都矿业（90万吨）、金山矿业（48万吨）、光大矿业（30万吨）以及赤峰金都矿业（30万吨）。目前公司加强对现有矿山的精细化管理，加快内部资源开发并稳步推进重点矿山项目建设，以推动原生矿山产能释放。随着金山矿业改扩建至90万吨项目完成，东晟矿业25万吨矿山建设项目落地以及德运矿业60万吨探转采产能释放，公司远期采选规模有望达到325万吨，具备较好的成长性。2) 公司拟收购贵州最大铅锌矿床猪拱塘，该矿山已备案铅锌金属资源量达327.44万吨。完成该矿山收购有望大幅增厚公司的铅锌等金属资源储量，并进一步提高公司核心竞争力。

● 布局城市矿山业务，进军新能源金属领域

公司通过控股子公司金业环保，以资源回收为切入点，构建城市矿山新能源产业链。金业环保致力于回收固体危废并进行循环利用，在环保的基础上积极拓展资源来源，打造二次新能源金属循环利用的完整产业链。项目分两期实施，目前一期20万吨危废处理能力已形成，二期已完成规划及工艺设计。此外，公司还通过金山矿业建设3.5万吨一水硫酸锰生产线以切入新能源金属领域，完成对银、锰、金的有效提取和利用。未来公司筹划将金山矿业的硫酸锰项目和金业环保的电解镍项目整合为新能源产业链，论证建设三元高镍前驱体生产线、高纯硫酸锰生产线，以探索整合新能源汽车三元正极材料，形成公司新的业务增长点。

● 投资建议

我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入16.99亿元、19.96亿元、23.71亿元，同比分别增加3.7%、17.5%、18.8%；预计2022-2024年分别实现归母净利润4.86亿元、5.44亿元、6.75亿元，同比分别增加15.3%、12.0%、24.0%。对应当前市值的PE分别为17X、15X、12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

铅锌价格大幅波动、银价大幅波动、原生矿山开发和建设项目不及预期、新增项目进展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1638	1699	1996	2371
收入同比 (%)	0.0%	3.7%	17.5%	18.8%
归属母公司净利润	422	486	544	675
净利润同比 (%)	45.1%	15.3%	12.0%	24.0%
毛利率 (%)	67.0%	68.2%	65.7%	68.4%
ROE (%)	16.1%	15.7%	14.9%	15.6%
每股收益 (元)	0.61	0.70	0.79	0.98
P/E	20.62	16.72	14.93	12.04
P/B	3.32	2.62	2.23	1.88
EV/EBITDA	10.10	7.48	7.08	4.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内白银龙头，内生外延双轮驱动.....	5
1.1 以原生矿产资源为基础，向城市矿山资源延伸.....	5
1.2 聚焦铅锌银，主营业务稳健经营.....	7
2 矿产资源禀赋优，内拓外延夯实龙头地位.....	9
2.1 原生矿产资源禀赋好，内部挖潜提升矿石采选能力.....	9
2.2 对外收购矿山资源，保障资源储备.....	12
2.2.1 拟收购贵州最大铅锌矿床猪拱塘，夯实矿山采选主业.....	13
2.2.2 与希尔威签订框架协议，开发全球“新贵”金属.....	14
3 布局城市矿山业务，切入新能源金属领域.....	16
3.1 城市矿山：资源循环+新能源产业延伸.....	16
3.1.1 收购金业环保，迈入新能源赛道.....	16
3.1.2 环保+资源+能源，打造无废闭循环生态模式.....	16
3.1.3 20万吨固体危废处理能力已完成，二期新能源建设布局加码.....	17
3.2 一水硫酸锰投产，高纯硫酸锰制备在路上.....	18
3.3 框架协议签订+子公司设立，发掘内蒙“新贵”能源机会.....	19
4 投资建议.....	19
风险提示：.....	20
财务报表与盈利预测.....	21

图表目录

图表 1 盛达资源历史沿革	5
图表 2 公司股权结构和子公司情况	6
图表 3 原生矿产资源+城市矿山资源的战略布局	7
图表 4 公司营业收入及增速 (百万元, %)	7
图表 5 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	7
图表 6 公司主营业务营收占比 (%)	8
图表 7 公司主营业务毛利润占比 (%)	8
图表 8 盛达资源原生矿产资源分布	9
图表 9 目前公司矿石采选能力达 198 万吨 (万吨)	10
图表 10 银都矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	10
图表 11 金山矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	10
图表 12 金都矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	11
图表 13 光大矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	11
图表 14 东晟矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	12
图表 15 德运矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)	12
图表 16 盛达资源收购贵州猪拱塘项目	13
图表 17 猪拱塘超大型铅锌矿床地质图	14
图表 18 贵州猪拱塘铅锌矿资源储量 (吨, %)	14
图表 19 公司与希尔威签订框架协议	14
图表 20 金业环保股权结构	16
图表 21 金业环保六大二次镍产业链	17
图表 22 金业环保一期项目基本建成并投入生产	18
图表 23 金业环保二期项目推进中	18
图表 24 与内蒙地矿签署框架协议	19

1 国内白银龙头，内生外延双轮驱动

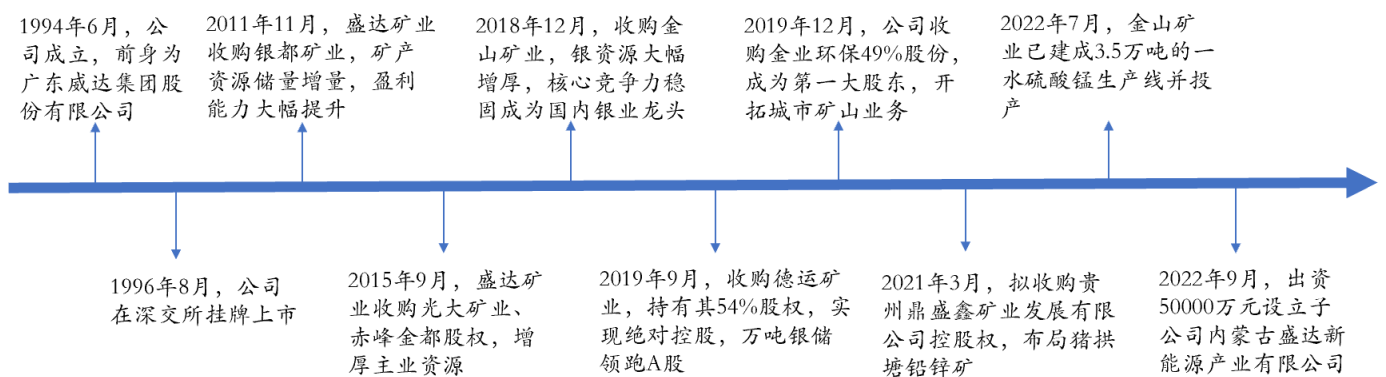
1.1 以原生矿产资源为基础，向城市矿山资源延伸

国内银业龙头企业，重视内生+外延双向发展。公司是一家以矿业开发、销售、贸易、投资及投资管理为主的控股型企业集团。公司最早成立于1994年，并于1996年8月在深交所挂牌上市，后于2011年11月完成重大资产重组和定向发行新增股份，主营业务由医疗器械变更为有色金属矿采选业。

1) 收购优质原生矿产资源，扩张资源版图，打造银业龙头企业：公司于2011年注入银都矿业后，通过不断收购优质矿山资源，加强主营业务资源储量，提升行业地位。公司于2015年9月收购光大矿业、金都矿业；2018年12月收购金山矿业；2019年9月收购德运矿业；2021年收购贵州猪拱塘项目等。目前公司白银储备量近万吨，年采选能力合计达198万吨。

2) 布局城市矿山业务，切入新能源赛道：2019年12月，公司收购金业环保49%股份，开拓城市矿山业务版图，在实现资源循环利用的基础上切入新能源行业，以增厚公司利润。

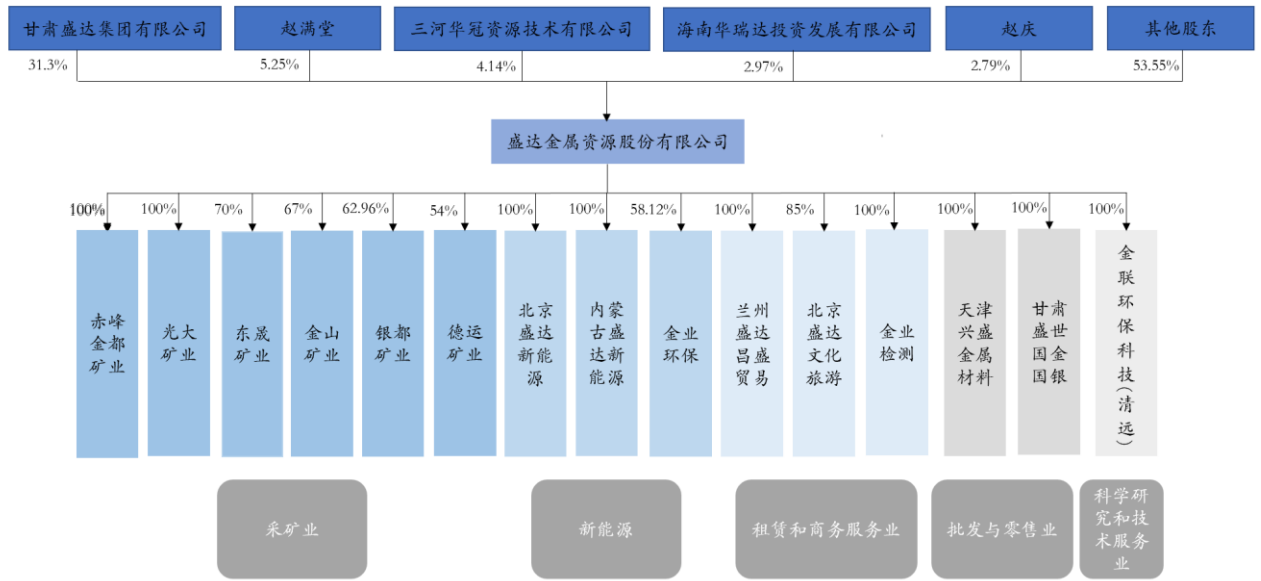
图表 1 盛达资源历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司实际控制人是赵满堂先生，股权结构集中。公司实际控制人赵满堂先生为甘肃盛达集团的董事长兼总裁，持有公司股份比例达24.65%。同时，公司现任董事长赵庆先生为公司实际控制人的一致行动人。股权比例集中，决策运行稳定。董事长赵庆先生在盛达体系内专注矿业工作近15年；总裁刘金钟先生毕业于中国地质大学，具备诸多地质勘探、矿山运营及投资方面的实战经验。公司高管行业经验丰富，保证决策和执行的高质量运行。

图表 2 公司股权结构和子公司情况



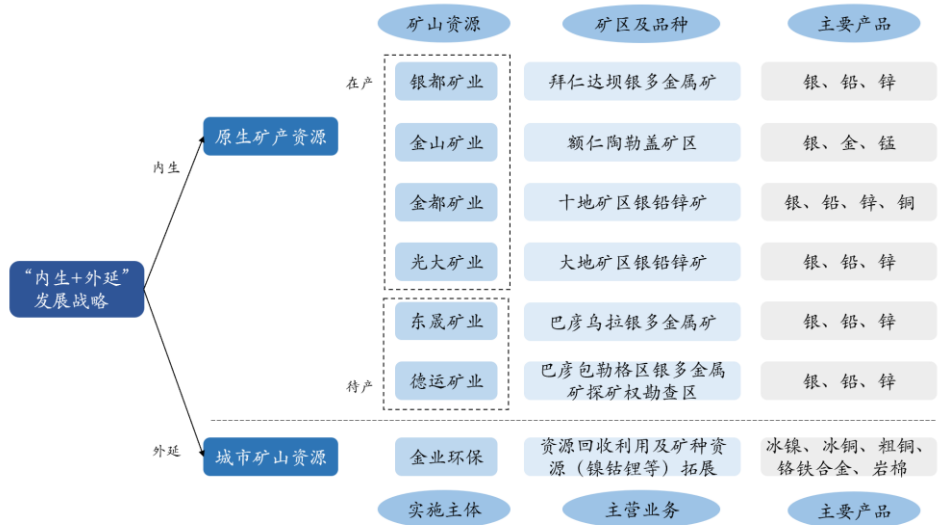
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司坚定“原生矿产资源+城市矿山资源”的战略布局。公司秉持“内生+外延”发展战略思想，一方面加强对现有矿山的精细化管理、探储挖潜，推进以白银为代表的贵金属及资源禀赋好的铅、锌等优质原生矿产资源的拓展；另一方面紧盯新能源产业大发展产业周期中铜、镍、铬等金属缺口较大的机遇，以资源回收为切入点，进入城市矿山领域，专注镍、铜、铬等金属资源回收。

1) 聚焦矿山采选业务。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。其中，金山矿业主要产品为银锭和黄金；银都矿业、光大矿业和金都矿业主要产品为含银铅精粉、锌精粉。原生矿产资源是公司的立根之本，公司后续计划在现有金属矿山资源的基础上，利用资金、技术、管理等优势，通过国内外并购、探矿增储等方式加大矿产资源获取力度，进一步扩充资源储量。

2) 推进新能源金属业务。公司通过控股子公司金业环保开启城市矿山业务，目前已形成 20 万吨/年的危废处置能力，促进资源可持续发展的同时，聚焦二次镍的资源利用，发展电池级硫酸镍生产能力，切入新能源赛道。主要产品包括冰镍、冰铜、粗铜、铬铁合金等金属材料和岩棉等新型材料。

图表 3 原生矿产资源+城市矿山资源的战略布局

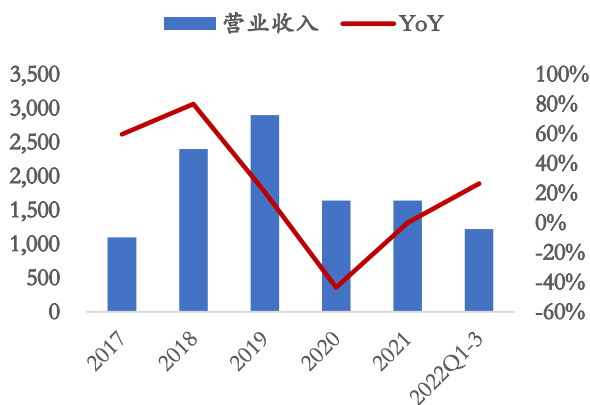


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 聚焦铅锌银，主营业务稳健经营

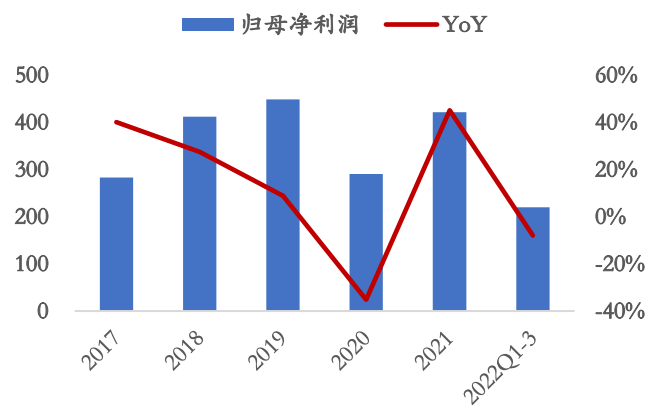
公司主营有色金属矿采选，经营情况稳健。公司近两年营收和利润整体较为稳定，每年营收稳定在 16 亿元左右，利润稳定在 3~4 亿元区间。其中 2020 年因新冠疫情冲击，上半年生产经营受到较大影响，开工较计划推迟 1-2 个月，导致上半年产销量均较往年同期水平下降；下半年生产经营逐步恢复，同时国内工业水平有所提升，有色金属价格回暖，产销量较上半年明显好转。22Q3 公司经营业绩情况来看，实现营业收入 6.14 亿元，同比增长 48.08%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比下降 7.27%。

图表 4 公司营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润及增速 (百万元, %)

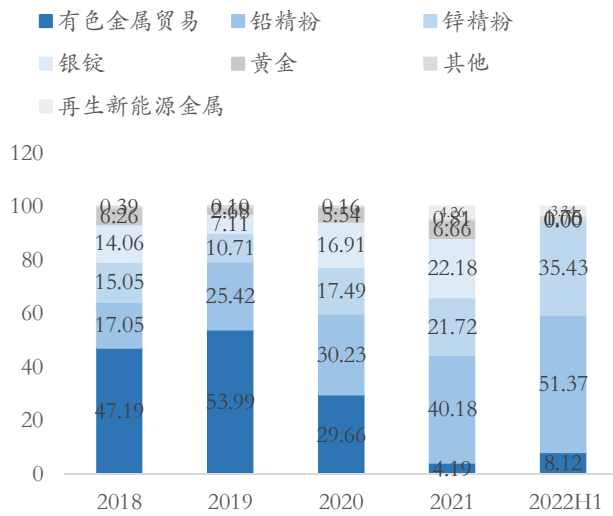


资料来源：公司公告，华安证券研究所

铅锌银业务贡献 90% 以上利润。公司产品结构主要包括铅精粉、锌精粉、银锭、黄金、有色金属贸易以及最近拓展的再生新能源金属。分营收来看，铅精粉所占比例逐年上升，在 2022H1 超过 50%；锌精粉和银锭占比波动上升，在 2021 年分别达到营收的 21.72% 和 22.18%，根据生产周期原因，银锭在上半年不销售，因此

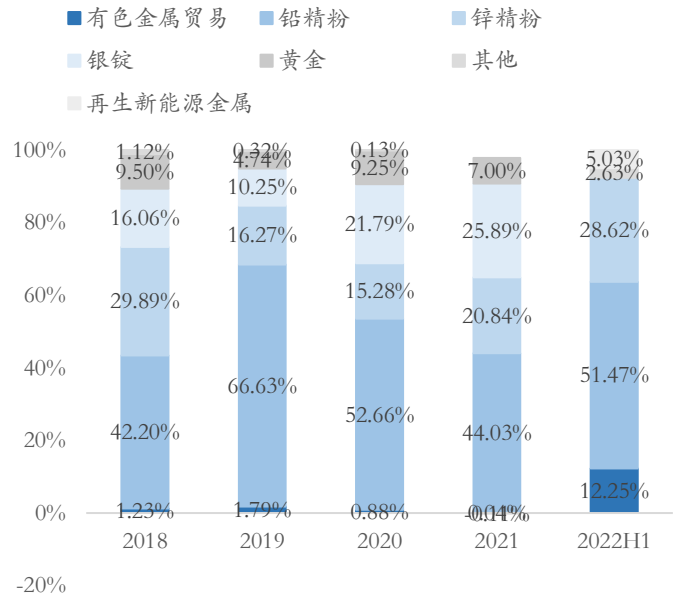
2022H1 银锭占比未显示；有色金属贸易占比逐年下降，由 2018 年的 47.19% 下降为 2021 年的 4.19%；黄金和其他产品占比较小，再生新能源金属由于处于发展初期，占比同样较少。分利润来看，铅锌银业务贡献 90% 以上利润。铅精粉利润占比最大，在 42%~67% 之间波动，2022H1 占比达到 51.47%；锌精粉 2018 年占 30% 左右，随后占比呈现先下降后上升的趋势，2022H1 回升到 28.62%；银锭比例同样呈现先下降后上涨，并于 2021 年达到将近 26% 的占比，2022H1 则因销售周期而未贡献毛利润，主要集中在下半年释放利润。

图表 6 公司主营业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 公司主营业务毛利润占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

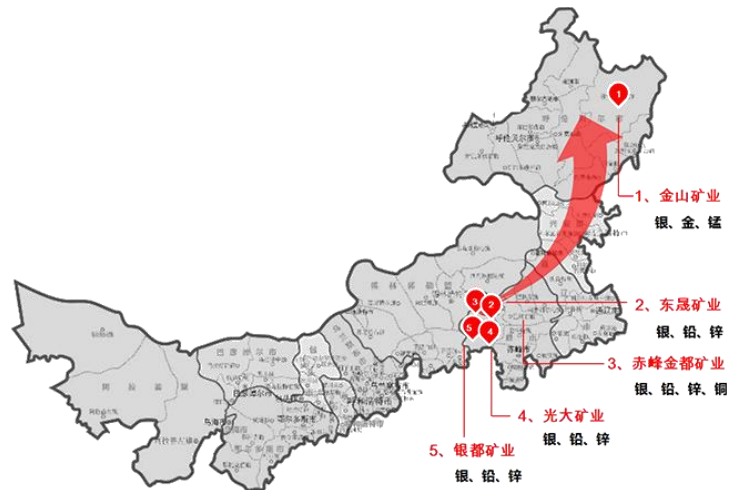
2 矿产资源禀赋优，内拓外延夯实龙头地位

2.1 原生矿山资源禀赋好，内部挖潜提升矿石采选能力

公司坐拥 6 大矿山资源，白银储备近万吨。公司下属共 6 家矿业子公司，拥有 8 个采矿权，6 个探矿权，保障近万吨白银储备量，公司显著资源优势为其保持行业领先白银龙头地位提供坚实的基础。1) 在产矿山 4 家：银都矿业拜仁达坝银多金属矿、金山矿业额仁陶勒盖银矿、光大矿业大地银铅锌矿和金都矿业十地银铅锌矿；2) 待产矿山 2 家：东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿、德运矿业巴彦包勒格区铅锌多金属矿。

公司控有的原生矿山多位于内蒙古自治区中东部，该地区独特的地质环境造就了丰沛的矿产资源，为我国北方重要的银、铜、铅锌多金属成矿区，也是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区。矿山优质的资源禀赋为公司的生产及经营提供了强有力的保证。其中，银都、光大、金都、东晟归属于“大兴安岭西坡银、铅、锌成矿亚带”，该区域矿山集中且金属品位高，未来深耕挖掘，有很大的增储潜力。

图表 8 盛达资源原生矿产资源分布



资料来源：公司官网，华安证券研究所

推进内部资源开发，原生矿山产能有望大幅提高。公司现有合计 198 万吨年采选能力，分别为内蒙古银都矿业（90 万吨）、金山矿业（48 万吨）、光大矿业（30 万吨）以及赤峰金都矿业（30 万吨）。目前公司加强对现有矿山的精细化管理，加快内部资源开发并稳步推进重点矿山项目建设，以推动原生矿山产能释放。随着金山矿业改扩建至 90 万吨项目完成，东晟矿业 25 万吨矿山建设项目落地以及德运矿业 60 万吨探转采产能释放，公司远期采选规模有望达到 325 万吨，具备较好的成长性。

图表 9 目前公司矿石采选能力达 198 万吨 (万吨)

项目公司	矿山	持股比例	目前矿石采选能力	规划未来新增产能	备注
银都矿业	拜仁达坝银多金属矿	62.96%	90	-	-
金山矿业	额仁陶勒盖矿区	67%	48	42	扩建
光大矿业	大地银铅锌矿	100%	30	-	-
金都矿业	十地银铅锌矿	100%	30	-	-
东晟矿业	巴彦乌拉银多金属矿	70%	0	25	已获得采矿权
德运矿业	巴彦包勒格区铅锌多金属矿	54%	0	60	探转采
合计			198	127	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

● **银都矿业:上市公司中毛利率最高的矿山之一**

银都矿业位于内蒙古自治区巴彦高勒苏木拜仁达坝,该矿床是中国北方规模最大的有色金属矿床,资源丰富,主要包括银、铅、锌等元素。银都矿业所拥有的金属矿储量丰富、资源品味高、服务年限长,毛利率常年在 80%左右,是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一。

截至 2021 年末,银都矿业拜仁达坝银多金属矿保有矿石量(111b+122b+333) 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 10 银都矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)

金属	金属量 (按 100%权益)	金属量 (按持股比例)	品味
矿石	9089400.00	5722686.24	
银	2079.49	1309.25	228.78
铅	191083.60	120306.23	2.10%
锌	398120.70	250656.79	4.38%

资料来源:公司年报,华安证券研究所

● **金山矿业:拥有国内单体银矿储量、生产规模均最大的独立大型银矿山**

金山矿业集采矿、选矿、精炼为一体,具有丰富的银资源储量。根据 2000 年 4 月国土资源部《矿区矿产资源储量规模划分标准》,金山矿业额仁陶勒盖矿区银金属储量超过 1000 吨,属于大型银金属矿山,该矿山亦为国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山之一,服务年限超过 20 年,资源利用前景广阔。公司后续考虑继续整合 III-IX 矿段外围和深部探矿权,并将金山矿业年采选规模扩建至 90 万吨。

截至 2021 年末,金山矿业额仁陶勒盖矿区保有资源矿石量(121b+122b+333) 1,594.36 万吨,银金属量 3,291.49 吨,平均品位 206.44 克/吨;金金属量 9,808.99 千克,平均品位 0.61 克/吨;锰金属量 371,697.40 吨,平均品位 2.33%。

图表 11 金山矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)

金属	金属量 (按 100%权益)	金属量 (按持股比例)	品味
矿石 (吨)	15943600.00	10682212.00	
银 (吨)	3291.49	2205.30	206.44
金 (吨)	0.98	0.66	0.61

锰 (吨)	371697.40	249037.26	2.33%
-------	-----------	-----------	-------

资料来源：公司年报，华安证券研究所

● **金都矿业：赤峰金都矿产资源丰富，年采选达 30 万吨**

金都矿业十地银铅锌矿资源丰富，年采选可达 30 万吨。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。主要产品为含银铅精粉、锌精粉。

截至 2021 年末，金都矿业十地矿区银铅锌矿保有矿石量（121b+122b+333）633.71 万吨，银金属量 670.28 吨，平均品位 264.60 克/吨；铅金属量 106,520.51 吨，平均品位 1.68%；锌金属量 111,390.75 吨，平均品位 1.76%。保有伴生资源量（金属量）：铜 5,451.18 吨，品位 0.09%；银 40.23 吨，品位 10.58 克/吨。

图表 12 金都矿业矿产资源储量（吨，克/吨，%）

金属	金属量（按 100%权益）	金属量（按持股比例）	品味
矿石（吨）	6337100.00	6337100.00	
银（吨）	670.28	670.28	264.6
铅（吨）	106520.51	106520.51	1.68%
锌（吨）	111390.75	111390.75	1.76%
伴生铜（吨）	5451.18	5451.18	0.09%
伴生银（吨）	40.23	40.23	10.58

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **光大矿业：矿石年采选能力达 30 万吨**

光大矿业大地矿区银铅锌矿资源丰富，年采选能力达 30 万吨。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。主要产品为含银铅精粉、锌精粉。

截止 2021 年末，光大矿业大地矿区银铅锌矿保有资源量(121b+122b+333)：主矿产：铅锌矿，矿石量 473.80 万吨，铅金属量 77,874.29 吨，平均品位 1.64%；锌金属量 163,919.77 吨，平均品位 3.46%。共生矿产：银矿，矿石量 247.41 万吨，银金属量 405.68 吨，平均品位 163.97/吨。伴生矿产：银矿，矿石量 226.38 万吨，银金属量 73.41 吨，平均品位 32.43 克/吨。

图表 13 光大矿业矿产资源储量（吨，克/吨，%）

金属	金属量（按 100%权益）	金属量（按持股比例）	品味
矿石（吨）	4738000.00	4738000.00	
铅（吨）	77874.29	77874.29	1.64%
锌（吨）	163919.77	163919.77	3.46%
共生银（吨）	405.68	405.68	163.97
伴生银（吨）	73.41	73.41	32.43

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **东晟矿业：银都矿业分采区，许可生产规模 25 万吨/年**

待产矿山东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿地处蒙东地区成矿带，拥有一项采矿权

和三项探矿权,生产规模为 25 万吨/年。目前该项目在开展矿山建设前的准备工作,该矿区建成后将作为银都矿业的分采区为银都矿业供矿,提升公司供矿能力和整体经济效益。

截止 2021 年末,东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿保有矿石量(121b+122b+333) 267.00 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%。

图表 14 东晟矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)

金属	金属量 (按 100%权益)	金属量 (按持股比例)	品味
矿石 (吨)	2670000.00	1869000.00	
银 (吨)	556.32	389.42	284.9
铅 (吨)	13052.00	9136.40	1.32%
锌 (吨)	46002.00	32201.40	2.05%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

● 德运矿业:收购高品质矿山,进一步巩固白银龙头地位

2019 年公司收购德运矿业并持有其 54% 的股份,进一步扩张优质矿山资源。德运矿业巴彦包勒格区铅锌多金属矿勘查面积为 35.62 平方公里。德运矿业积极推进探转采前期相关工作,已收到划定矿区范围的批复,目前正在进行开发利用方案的编制及评审工作,为办理采矿许可证做前期准备工作,2023 年或在采矿证办理方面能有实质性进展。预计该项目投产后,能够贡献 60 万吨的矿石采选能力。

截止 2021 年末,德运矿业巴彦包勒格区银多金属矿探矿权勘查区资源储量(121b+122b+333):银矿体:矿石量 430 万吨,银金属量 605 吨,平均品位 140.7 克/吨。锌矿体:查明矿石量 1,379 万吨,锌金属量 358,764 吨,平均品位 2.60%。铅矿体:矿石量 82 万吨,铅金属量 13,631 吨,平均品位 1.66%。伴生矿产资源量(金属量):银 467 吨,品位 29.4 克/吨;铅 15,028 吨,品位 0.52%;锌 22,370 吨,品位 0.98%。

图表 15 德运矿业矿产资源储量 (吨, 克/吨, %)

金属	金属量 (按 100%权益)	金属量 (按持股比例)	品味
银矿体: 矿石 (吨)	4300000.00	2322000.00	
银矿体: 银 (吨)	605.00	326.70	140.7
锌矿体: 矿石 (吨)	13790000.00	7446600.00	
锌矿体: 锌 (吨)	358764.00	193732.56	2.60%
铅矿体: 矿石 (吨)	82.00	44.28	
铅矿体: 铅 (吨)	13631.00	7360.74	1.66%
伴生银 (吨)	467.00	252.18	29.4
伴生铅 (吨)	15028.00	8115.12	0.52%
伴生锌 (吨)	22370.00	12079.80	0.98%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

2.2 对外收购矿山资源,保障资源储备

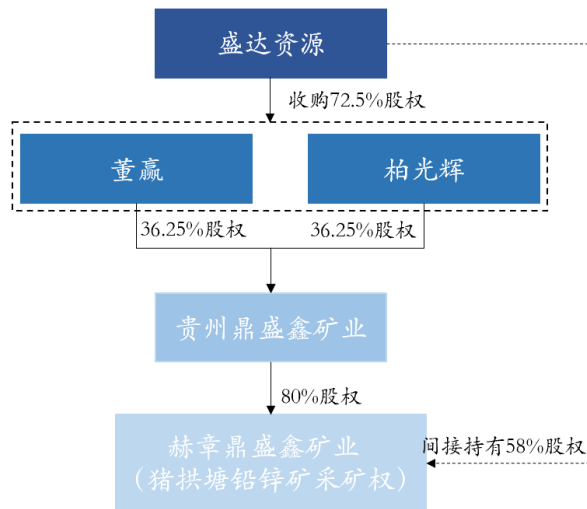
除已并购持有的 6 家矿业子公司外,公司仍在持续积极向外延伸资源储备,保

证公司行业领先地位。

2.2.1 拟收购贵州最大铅锌矿床猪拱塘，夯实矿山采选主业

揽入重量级矿山猪拱塘，铅锌储量有望实现跨越式增长。2021年3月1日，公司与董赢、柏光辉签署了《盛达金属资源股份有限公司与董赢、柏光辉关于贵州鼎盛鑫矿业发展有限公司之发行股份购买资产协议》，拟向其发行股份购买其合计持有的贵州鼎盛鑫矿业 72.50% 股权。贵州鼎盛鑫矿业核心资产为其持有的赫章鼎盛鑫矿业 80% 股权，赫章鼎盛鑫矿业核心资产为其拥有的猪拱塘铅锌矿采矿权。本次交易完成后，公司将间接享有赫章鼎盛鑫矿业 58% 的股东权益。目前，公司及相关各方正在积极有序地推进本次重组的各项工作，进行审计、评估、矿山采选手续办理等相关工作。

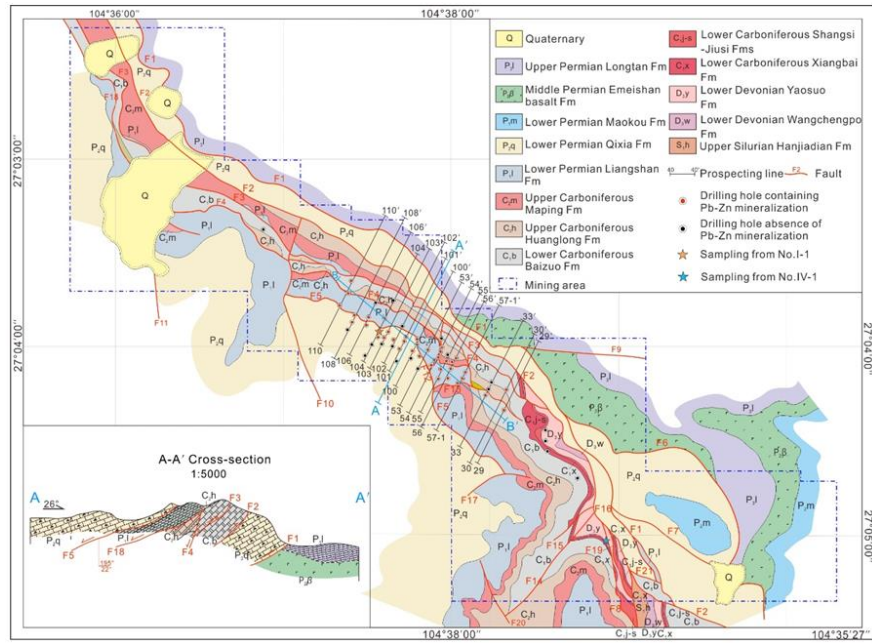
图表 16 盛达资源收购贵州猪拱塘项目



资料来源：公司公告，华安证券研究所

猪拱塘是贵州最大铅锌矿床。猪拱塘超大型铅锌矿床位于黔西北铅锌成矿区岷都-蟒碛成矿带，为 2018 年度中国地质学会“十大地质找矿成果”之一，是川滇黔铅锌矿集区内仅次于会泽和毛坪的第三大矿床、贵州规模最大的铅锌矿床。据悉，猪拱塘铅锌矿已备案铅锌金属资源量达 327.44 万吨，锌金属资源量 246.06 万吨（平均品位 6.74%）、铅金属资源量 81.38 万吨（平均品位 2.23%）。除铅锌外，该矿床还富含银、硫、金、铜、镓、锗、镉、硒及硫铁矿等多种金属资源，其中锗金属资源量 592.62 吨、银金属资源量 828.54 吨。该矿床的探明，弥补了贵州省没有超大型铅锌矿床的空白，也为公司的矿山采选业务注入新的活力。

图表 17 猪拱塘超大型铅锌矿床地质图



资料来源：中科院地球化学研究所，华安证券研究所

图表 18 贵州猪拱塘铅锌矿资源储量 (吨, %)

金属	金属量 (按 100%权益)	金属量 (按持股比例)	品味
铅锌矿 (吨)	3274400	1899152	-
锌 (吨)	2460600	1427148	6.74%
铅 (吨)	813800	472004	2.23%
锗	592.62	343.7196	-
银	828.54	480.5532	-
硫、金、铜、镓、镉、硒及硫铁矿	-	-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2.2 与希尔威签订框架协议，开发全球“新贵”金属

公司同希尔威签署框架协议，“稀贵金属”主业巩固与新能源探索并行。2022年11月14日，公司与中国最主要的白银和铅锌生产商之一希尔威（Silvercorp Metals Inc.）签订为期3年的框架协议。双方合作将聚焦于白银、黄金等贵金属，同时探索新能源金属矿种，力求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。通过在全球范围内合作开发矿产资源，公司在强化自身“稀贵金属”主业的同时，也逐步外延战略布局至新能源战略矿产资源，促进公司成为优质的“新贵”金属资源提供商。

图表 19 公司与希尔威签订框架协议

与希尔威签订框架协议 (2022.11.14)

合作目的 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。

合作领域	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。
合作方式	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。
合作地域	包括但不限于中国、加拿大、南美、北美、澳洲等国家和地区。
合作机制	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。 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。 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。
合作期限	本协议有效期限为自生效之日起3年。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 布局城市矿山业务，切入新能源金属领域

3.1 城市矿山：资源循环+新能源产业延伸

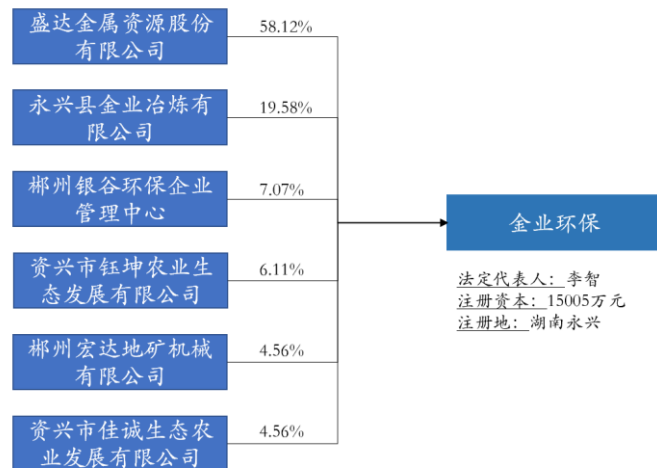
3.1.1 收购金业环保，迈入新能源赛道

以资源回收为切入点，构建城市矿山新能源产业链。公司抓住新能源产业周期中铜、镍、铬等金属缺口较大的机遇，通过控股子公司金业环保，以资源回收为切入点，拓展城市矿山业务，寻求公司在新能源产业上的利润增长点。

金业环保位于中国银都——湖南省郴州市永兴县，资源禀赋优异。2019年12月31日，公司对金业环保进行增资，持有其49%的股权，成为第一大股东。2020年12月25日，公司收购金业环保9.12%的股权。至此，公司持有金业环保58.12%的股权。

公司创始人兼董事长李智先生曾在中南大学、清华大学进修，2008年创建公司前身永兴金业冶炼有限公司，带领公司技术团队专注于“工业危险固体废物处置”、“资源综合回收利用”及“废物材料化”三大核心领域的钻研及实践，自主研发14项创新型危废处置技术。丰富的实战经验以及过硬的专业能力为公司的未来发展保驾护航。

图表 20 金业环保股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

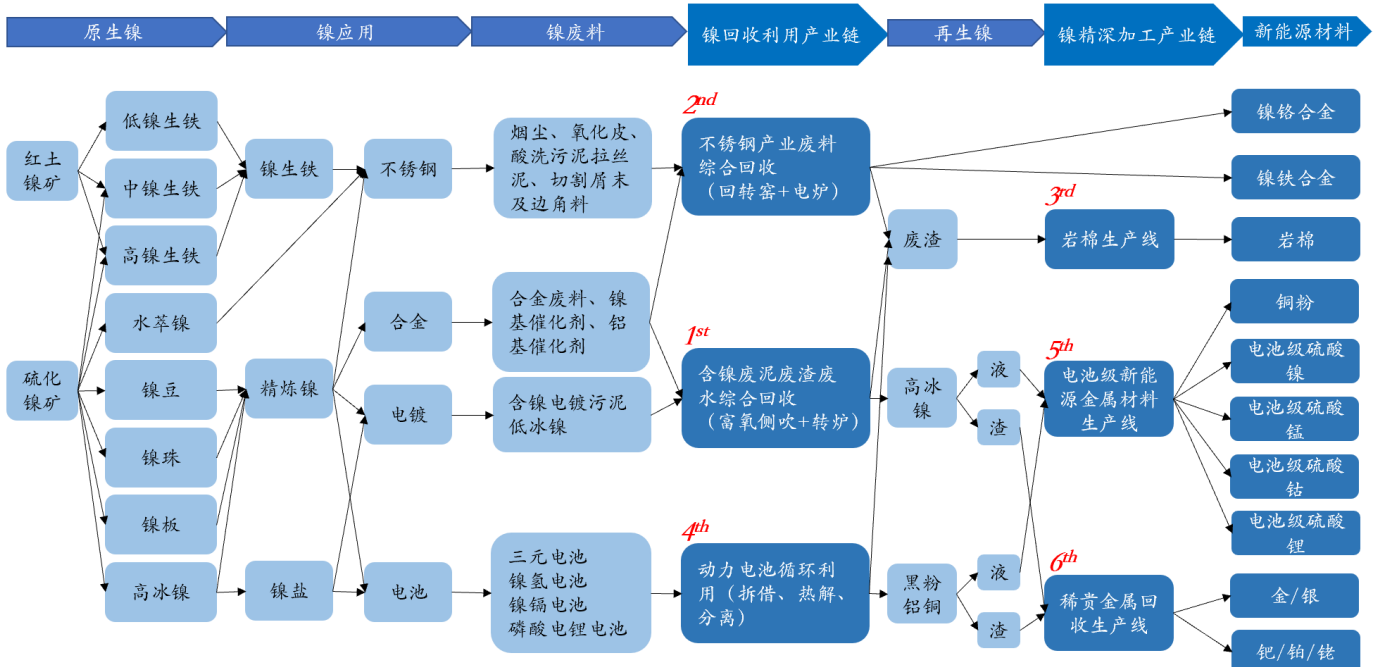
3.1.2 环保+资源+能源，打造无废闭环生态模式

聚焦资源循环利用，提升危废处理能力。金业环保专注于固体危废资源化综合利用，通过镍资源回收利用、镍资源精深加工、新能源材料加工打造二次新能源金属循环利用的完整闭环产业链，以“无废企业”的身份参与到“无废城市”的建设当中去，为我国的“无废城市”战略助力。自2005年开始布局含铜、镍废物资源综合利用，历经十余年的发展，金业环保目前具备完整的火法及湿法生产装置，已形成20万吨/年固体危废资源化能力，可处置并资源化产品高达六大类31小类，包括HW17表面处理废物、HW21含铬废物、HW22含铜废物、HW46含镍废物、HW48有色金属冶炼废物、HW50废催化剂等。最终产品涵盖生电解镍、铜粉、镍铬合金、铬铁合金等，以及金，银，钯，铂，铑等稀贵金属产品，并可利用危废处置产生的

废渣生产岩棉等材料。企业环保通过回收固体危废并进行循环利用，在环保的基础上积极拓展资源来源，打造二次新能源金属循环利用的完整产业链。无废闭环的生态模式将成为母公司三元高镍前驱体生产线建设和新能源赛道拓展的坚实基础。

项目分两期实施，逐步打造新能源金属循环产业链。公司增资报告显示，金业环保“固体废物无害化资源化综合利用项目”分两期建设，一期为 20 万吨/年重金属污泥处置（四套富氧侧吹熔炼炉）及岩棉生产系统（四条生产线），二期为镍冰铜精炼及阳极泥处理系统。项目将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。项目建成后，公司将具备 20 万吨/年重金属污泥（固体危废）处置能力及 17 万吨/年岩棉生产能力。目前一期 20 万吨危废处理能力已形成，二期已完成规划及工艺设计。

图表 21 金业环保六大二次镍产业链



1st 2nd 3th 产业链：一期项目，大部分产能已建成投产
4th 5th 6th 产业链：二期项目，已完成建设规划

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1.3 20 万吨固体危废处理能力已完成，二期新能源建设布局加码

一期 20 万吨固体危废处理能力已完成，资源循环利用水平提高。金业环保一期项目共计 8 条产线，包括 20 万吨/年重金属污泥处置（四套富氧侧吹熔炼炉）及岩棉生产系统。目前熔炼一线至四线已正式投产，已形成 20 万吨/年含镍、铜固危废物料处置能力，熔炼五线开始试生产，熔炼六线正在进行设备安装，预计年底完成建设并开始试生产。

图表 22 金业环保一期项目基本建成并投入生产

生产工艺	产能	生产原料	产成品	建设状态	
熔炼一线	富氧侧吹系统	6 万吨/年	低含量镍、铜物料	低冰镍、冰镍、镍冰铜	已建成并稳定生产
熔炼二线	富氧侧吹系统	6 万吨/年	低含量镍、铜物料	低冰镍、冰镍、镍冰铜	已建成并完成试生产，具备稳定生产条件
熔炼三四线	富氧侧吹系统	合计处理能力 8 万吨/年	含铜量较高物料	粗铜	已建成并稳定生产
熔炼五线	转炉系统	1.5 万吨/年	熔炼一、二线的产品低冰镍、冰铜	高冰镍、粗铜	试生产
熔炼六线	RKEF 系统 (回转窑和电炉系统)	3 万吨/年	含镍、铬物料	镍铬、铬铁合金	预计年底完成建设并开始试生产
岩棉一线	-	4 万吨/年	废渣	岩棉	已投产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

二期项目稳步推进中，新能源建设布局加码。金业环保二期项目包括动力电池综合回收、电池级金属材料生产线和稀贵金属回收生产线，目前已完成规划及工艺设计，后续项目建成将实现 20 万吨动力电池回收产能，并利用一期项目的产成品及外购原料提炼金、银、铂等稀贵金属和生产电池级硫酸镍、硫酸锰等金属材料。金业环保将聚焦二次镍的资源化利用，在新能源布局上持续发力，扩充企业利润增长来源。

图表 23 金业环保二期项目推进中

生产工艺及原料	产能	产成品	建设状态	
动力电池综合回收	回收黑粉、铜、铝等，并利用已有火法装置及规划中的湿法精炼装置处理黑粉	规划 20 万吨动力电池回收产能	电池级金属材料	已完成规划及工艺设计
电池级金属材料	湿法精炼装置，利用一期火法装置的高冰镍、电池拆解回收的黑粉等	-	电池级硫酸镍、碳酸钴、硫酸锰、碳酸锂金属材料	已完成规划及工艺设计
稀贵金属回收	电解及湿法精炼装置，利用高冰镍和黑粉处理后的渣料及外购原料	-	提炼金、银、铂、钯、铑等稀贵金属	已完成规划及工艺设计

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 一水硫酸锰投产，高纯硫酸锰制备在路上

原生矿产带来发展新方向，新能源电池业务拓展有望。在公司众多原生矿产资源中，金山矿业因其生产过程中产生的锰银混合精矿而给公司业务提供了新的指引方向。该精矿是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，可用于畜牧业和饲料业中作饲料添加剂。目前金山矿业已建成 3.5 万吨的一水硫酸锰生产线并投产，完成对银、锰、金的有效提取和利用，形成了动力电池上游的锰

资源。公司也在此基础上进一步试验并论证生产高纯一水硫酸锰，加速拓展新能源电池业务。

“碳达峰碳中和”目标的提出促进了新能源行业的飞速发展，三元材料作为其中一环也将持续显著增长。公司通过金业环保推进二次镍资源化、通过金山矿业开展一水硫酸锰项目，目前已形成动力电池上游镍资源和锰资源布局。未来公司筹划将金山矿业的硫酸锰项目和金业环保的电解镍项目整合为新能源产业链，论证并建设三元高镍前驱体生产线、高纯硫酸锰生产线，整合新能源电池三元正极材料，形成公司的亮点和新增长点。

3.3 框架协议签订+子公司设立，发掘内蒙“新贵”能源机会

与内蒙地矿签署框架协议并设立子公司，合作探寻内蒙新能源之路。2022年9月9日，公司宣布与内蒙古地质矿产（集团）有限责任公司签署《战略合作框架协议》。双方在矿产资源上展开合作，并就新能源产业链的布局达成协议，未来将不断发挥协同效应，提升公司竞争力。与此同时，公司在内蒙设立内蒙古盛达新能源产业有限公司，从事传统金属及新能源、新材料技术的研发等业务，加快整合新能源产业链布局。

图表 24 与内蒙地矿签署框架协议

与内蒙地矿签署框架协议 (2022.09.09)	
合作内容	<p>深化双方在矿业权合作、矿产勘查、矿业开发等领域开展全方位战略合作。甲方在自治区持有的矿业权和形成的一系列成果，在同等条件下优先选择与乙方合作；乙方所持有矿业权在地质勘查、地质研究、矿山环境治理过程中与甲方建立合作机制，并在相关项目的承担中同等条件下优先选择甲方，予以甲方优先合作权。</p> <p>共同发力新能源产业链。甲乙双方将发挥在新能源业务领域积累的产业和技术优势，以市场原则为导向，共同致力于向新能源产业链发展，实现产业协作、领域共赢。</p> <p>共同绿色发展。双方将在绿色发展领域强强合作，共同为“双碳”战略实施及自治区能源事业高质量发展贡献力量。</p> <p>创新合作方式、探讨产业基金落地。在符合国家产业政策的前提下，本着互惠、双赢的原则，充分发挥各自优势，成立新型合作平台，探讨产业基金的设立，对符合双方产业战略的优选矿业权和资源利用基金平台进行优先锁定并合理开发。</p>
合作期限	有效期 5 年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 投资建议

盛达资源是国内白银龙头企业，坚定“原生矿产资源+城市矿山资源”的发展战略。一方面，公司加强现有矿山管理并推进以白银为代表的贵金属及资源禀赋好的铅、锌等优质原生矿产资源的拓展。目前公司采选能力 198 万吨，随着金山矿业改扩建至 90 万吨项目完成，东晟矿业 25 万吨矿山建设项目落地以及德运矿业 60 万吨探转采产能释放，公司远期采选规模有望达到 325 万吨，具备较好的成长性。另一方面，公司聚焦金属资源产业链，以资源回收为切入点，布局城市矿山业务。公司通过控股子公司金业环保拥有 20 万吨危废处理能力以及通过金山矿业建设 3.5 万

吨一水硫酸锰生产线，形成新的利润增长点。

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 16.99 亿元、19.96 亿元、23.71 亿元，同比分别增加 3.7%、17.5%、18.8%；预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 4.86 亿元、5.44 亿元、6.75 亿元，同比分别增加 15.3%、12.0%、24.0%。对应当前市值的 PE 分别为 17X、15X、12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

铅锌价格大幅波动、银价大幅波动、原生矿山开发和建设项目不及预期、新增项目进展不及预期等

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1686	1506	2348	2560	营业收入	1638	1699	1996	2371
现金	373	1337	795	2198	营业成本	540	540	685	749
应收账款	17	36	26	45	营业税金及附加	97	85	105	125
其他应收款	610	-276	727	-154	销售费用	2	2	2	3
预付账款	14	16	18	20	管理费用	199	212	236	301
存货	214	34	307	73	财务费用	90	24	25	26
其他流动资产	458	359	475	378	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	3635	4156	4683	5197	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	647	876	1122	1372	投资净收益	19	18	22	26
固定资产	1704	1964	2230	2484	营业利润	714	841	952	1178
无形资产	539	604	661	724	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	745	712	670	617	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	5321	5662	7031	7757	利润总额	714	841	952	1178
流动负债	1625	1292	1899	1683	所得税	119	168	190	236
短期借款	422	494	554	584	净利润	595	673	762	942
应付账款	304	102	461	166	少数股东损益	173	187	217	267
其他流动负债	899	695	884	934	归属母公司净利润	422	486	544	675
非流动负债	550	550	550	550	EBITDA	936	1072	1218	1479
长期借款	486	486	486	486	EPS (元)	0.61	0.70	0.79	0.98
其他非流动负债	64	64	64	64					
负债合计	2175	1842	2449	2233					
少数股东权益	534	721	939	1206	主要财务比率				
股本	129	129	129	129	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	452	452	452	452	成长能力				
留存收益	2032	2518	3062	3737	营业收入	0.0%	3.7%	17.5%	18.8%
归属母公司股东权益	2613	3099	3643	4318	营业利润	45.3%	17.8%	13.2%	23.7%
负债和股东权益	5321	5662	7031	7757	归属于母公司净利	45.1%	15.3%	12.0%	24.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	67.0%	68.2%	65.7%	68.4%
					净利率 (%)	25.7%	28.6%	27.3%	28.5%
					ROE (%)	16.1%	15.7%	14.9%	15.6%
					ROIC (%)	15.2%	13.4%	13.0%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	40.9%	32.5%	34.8%	28.8%
					净负债比率 (%)	69.1%	48.2%	53.5%	40.4%
					流动比率	1.04	1.17	1.24	1.52
					速动比率	0.88	1.11	1.05	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.31	0.31	0.32
					应收账款周转率	78.26	65.04	64.19	66.47
					应付账款周转率	1.91	2.66	2.43	2.39
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.61	0.70	0.79	0.98
					每股经营现金流薄)	1.20	2.38	0.28	3.17
					每股净资产	3.79	4.49	5.28	6.26
					估值比率				
					P/E	20.62	16.72	14.93	12.04
					P/B	3.32	2.62	2.23	1.88
					EV/EBITDA	10.10	7.48	7.08	4.90

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。