

兴业银锡(000426)

报告日期: 2023年06月12日

白银老兵，量价齐增

——兴业银锡深度报告

投资要点

□ 集团重整计划获批，困境突破再出发

公司控股股东兴业集团的负债分类情况主要如下：职工债权 110.81 万元、税款债权 195.89 万元、有财产担保债权合计约 40.11 亿元、普通债权合计约 94.44 亿元。2022 年 8 月，经法院裁定批准，兴业集团等三家公司的实质合并重整计划正式进入执行阶段，对于普通债权 50 万以上的部分，债权人将按重整计划规定获得信托受益权份额进行抵偿。

□ 美联储降息预期下，看好银价上行

一方面，美联储存在降息预期，利好银价上行。一季度硅谷银行破产加剧市场的抗风险意愿，美联储在年内存在降息预期。根据 CME Fed Watch Tools，预测美联储有望在年内进入降息周期，利好银价上行。

另一方面，金银比处于历史高位，未来存在下行的可能性，白银价格相对于金价或将更具弹性。

□ 资源储量丰富，主力矿山复产+技改+产能规划提供增长空间

公司坐拥国内最大的白银生产矿山之一，白银资源储量近 1 万吨；其他资源量还包括锌 191.7 万吨、铅 56.7 万吨、铁 607.7 万吨、锡 19.6 万吨。

2021 年，公司主力矿山银漫矿业复产、乾金达矿业投产；2023 年，乾金达二期投产，银漫技改提升锡的回收率。往后看，根据公司产能规划，待主要项目全部建成投产后，公司远期年产能有望达：白银 613 吨、锌 13 万吨、铅 4 万吨、铁 49 万吨、锡 1.7 万吨、铜 1.1 万吨。较产能规划相比，公司产量有较大提升空间。

□ 盈利预测与估值

内部经营回归正轨，外部美联储降息预期或为白银价格提供上涨动力。

综上，公司有望突破此前的经营困境，踏上量价齐升的业绩增长快车道。我们预计 2023/2024/2025 年公司 will 分别实现归母净利润 10.01/17.92/24.68 亿元，增幅达到 475.51%、79.03%、37.77%；分别对应 EPS 为 0.54 /0.98/1.34 元，分别对应 PE 为 17.40/9.72/7.06。

公司当前市值对应 2023-2025 年 PE 低于可比公司均值。基于公司优秀的资源禀赋及增长前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

美联储加息超预期；矿山复产进度不及预期；兴业集团重整计划推行不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：施毅

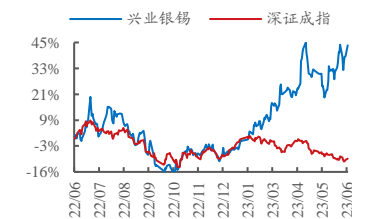
执业证书号：S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.48
总市值(百万元)	17,416.58
总股本(百万股)	1,837.19

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,086	3,735	5,258	6,713
(+/-) (%)	3.84%	79.05%	40.79%	27.66%
归母净利润	174	1,001	1,792	2,468
(+/-) (%)	-29.44%	475.51%	79.03%	37.77%
每股收益(元)	0.09	0.54	0.98	1.34
P/E	100.15	17.40	9.72	7.06

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 核心逻辑：白银老兵，量价齐增

集团重整计划获批后经营不确定性降低，叠加美联储降息预期利好白银价格，生产推进下公司有望实现量价齐增。

● 超预期逻辑：集团重整获批，不确定性降低

市场认为：公司由于集团债务重组，矿产放量尚存不确定性。

我们认为：2022年8月，集团重整计划正式执行，经营不确定性降低。公司凭借优质的资源、技改推进及生产经营经验，有望实现银、锡等矿产的快速放量。

● 股价上涨的催化因素

FED 降息预期开启，利好银价上升。

弹性测算：中期视角下暂不考虑银漫二期投产，参考公司已有产能规划，假设按照满产后约440吨/年白银计算，以白银5元/克基准，若价格上涨10%，对应盈利增长 $\approx 5 \text{元/克} \times 10\% \div 1.13 \text{增值税} \times 440 \text{吨产量} \times (1 - \text{所得税率}) \approx 1.5 \text{亿元}$ 。中长期来看，若按20倍PE计算，对应30亿市值，按照2023年6月9日公司近170亿的市值基准计算，市值弹性约为18%。

● 检验与跟踪指标

可供检验与跟踪的指标主要为公司白银等矿产的产量及FED基准利率预期。

白银产量方面：公司坐拥国内最大的白银生产矿山之一银漫矿业，白银资源储量近1万吨。2022年，公司旗下矿山持续推进生产，银精粉产量回升至112.6吨（含铅+含铜银精粉）。往后看，根据公司各矿山项目产能规划，待主要项目建成投产后，公司远期的白银年产能有望超600吨，较2022年有较大提升空间。

FED 基准利率预期方面：根据CME FedWatch Tools在6月11日的最新数据，目前市场预测美联储将于2023年底进行降息，首次降息幅度为25BP。降息预期下，利好银价的上行

● 盈利预测、估值与目标价、评级

内部来看，伴随控股股东兴业集团的重整计划获批、主力矿山复工复产等有利因素，公司经营有望整装出发、回归正轨。公司持续推进各矿山&项目的技改工作，同时拥有较为清晰的产能规划，有望凭借优质的资源禀赋实现产量的快速释放。

外部来看，恰逢美联储加息末期叠加降息预期，为白银提供价格的上行动力。同时，伴随新能源汽车的持续放量，叠加我国对于机械、航天等高端制造业的大力支持，锡、铅、锌等重要的工业金属也将拥有较为夯实的价格中枢。

关键假设：（1）在美联储降息预期的背景下，假设2023-2025年白银价格分别为5.50元/克、5.60元/克、5.55元/克。（2）考虑到公司主力矿山的复产及技改进度，假设2023-2025年公司的银精粉产量分别为161吨、205吨、343吨。

综上，公司有望突破此前的经营困境，踏上量价齐升的业绩增长快车道。我们预计2023/2024/2025年公司分别实现归母净利润10.01/17.92/24.68亿元，增幅达到475.51%、79.03%、37.77%；分别对应EPS为0.54/0.98/1.34元，分别对应PE为17.40/9.72/7.06。

公司当前市值对应2023-2025年PE低于可比公司均值。基于公司优秀的资源禀赋及增长前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

美联储加息超预期；矿山生产进度不及预期；兴业集团重整计划推行不及预期。

正文目录

1 矿产种类丰富，业绩有所修复	5
1.1 资产重组置换主业，矿产资源品种多样.....	5
1.2 兴业集团控股，五大板块 13 家子公司构建核心架构.....	6
1.3 财务表现：归母净利润转正，毛利率维持高位.....	8
1.3.1 营收与利润分析：三个阶段.....	8
1.3.2 费用率与利润率分析.....	9
1.3.3 重要矿山财务情况.....	10
2 集团重整计划获批，困境突破再出发	12
3 白银行业：美联储降息预期下，看好银价上行	14
4 资源储量丰富，主力矿山复产+技改+产能规划提供增长空间	18
4.1 坐拥 8 家矿山子公司，银锡资源量丰富.....	18
4.2 主力矿山复产+技改，助力银、锡等产量增长.....	19
4.3 产能规划打开未来成长空间.....	20
5 盈利预测	21
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 兴业银锡发展历程.....	5
图 2: 公司主要产品.....	6
图 3: 公司控股股东为兴业集团.....	7
图 4: 5 大板块、13 家子公司形成了公司的核心架构.....	7
图 5: 2021 年公司营业收入水平开始恢复.....	8
图 6: 2021 年后公司归母净利润转正.....	8
图 7: 2019 年后公司费用率整体改善.....	9
图 8: 公司毛利率维持较高水平.....	9
图 9: 公司营业收入按产品拆分.....	10
图 10: 公司毛利按产品拆分.....	10
图 11: 公司主要产量毛利率情况.....	10
图 12: 银漫矿业与融冠矿业的营收占比较高.....	11
图 13: 银漫矿业与融冠矿业的净利润情况.....	11
图 14: 兴业集团重整计划示意图.....	13
图 15: 2013 年白银下游需求结构.....	14
图 16: 2022 年白银下游需求结构.....	14
图 17: 2013-2022 年全球白银需求情况 (百万盎司).....	14
图 18: 2013-2022 年全球白银供给情况 (百万盎司).....	15
图 19: 2021 年白银前十大生产企业 (百万盎司).....	15
图 20: 2022 年白银主要生产国.....	15
图 21: 美国十年期 TIPS 收益率与白银价格整体呈反向变动.....	16
图 22: 预计美联储在年内有降息可能.....	16
图 23: 目前金银比处于历史高位.....	17
图 24: 公司各矿山资源储量情况.....	18
图 25: 公司主要矿山的产能规划.....	20
表 1: 银漫矿业停产技改的细节.....	19
表 2: 银漫矿业技改后 2023 年规划产量.....	20
表 3: 公司 2021-2022 年主要产品产量情况.....	20
表 4: 公司各产品分拆及预测.....	21
表 5: 可比公司估值情况.....	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

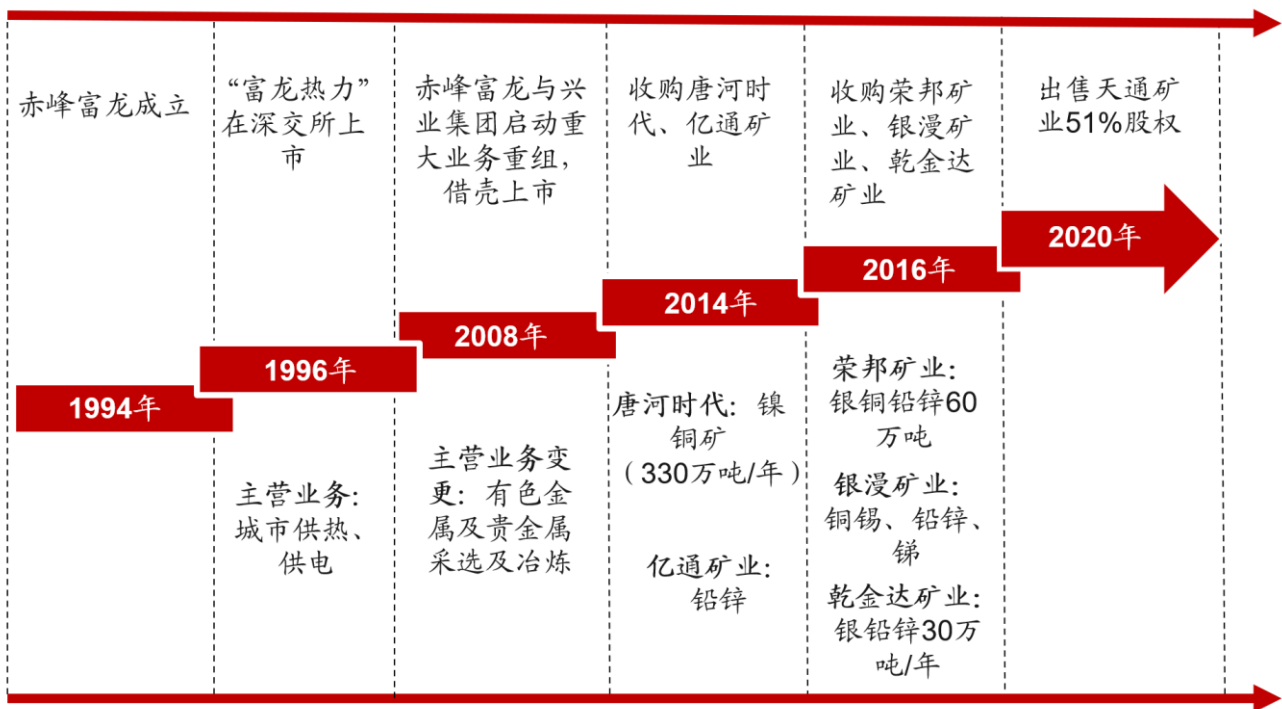
1 矿产种类丰富，业绩有所修复

1.1 资产重组置换主业，矿产资源品种多样

公司历史沿革悠久、底蕴深厚，通过重大资产重组置换主业为有色金属采选、冶炼、加工、销售。

- 1994年，由赤峰富龙公用（集团）有限责任公司（原名赤峰市煤气热力经营总公司）独家发起，以定向募集方式设立赤峰富龙热力股份有限公司。
- 1996年8月28日，经深圳证券交易所批准，“富龙热力”股票在深交所挂牌交易。
- 2008年3月14日，内蒙古兴业集团股份有限公司启动重大资产重组，公司借壳富龙热力重组上市。重组完成后，上市公司的主营业务由原来的城市供热、供电转化为有色金属资源的采选和冶炼。
- 2011年，公司名称及证券简称正式变更为“内蒙古兴业矿业股份有限公司”和“兴业矿业”，并相继置入锡林矿业、融冠矿业、双源有色等子公司，扩充有色金属的资产。
- 2014年，亿通矿业、唐河时代纳入公司旗下；2015-2016年，荣邦矿业、银漫矿业、乾金达矿业、天通矿业纳入公司旗下。
- 2020年，公司出售陈巴尔虎旗天通矿业有限责任公司51%股权、赤峰富生矿业有限责任公司100%股权、巴林右旗巨源矿业有限责任公司100%股权。
- 2023年，公司名称及证券简称正式变更为“内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司”和“兴业银锡”。

图1：兴业银锡发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

公司矿产资源品种多样、储备丰富，拥有国内以银、锡为主的大储量多金属矿山，主要产品为铅、锌、铜、铁、锡、铋、钨、锑、银等。

目前，公司产品主要以精粉或混合精粉的形式进行销售，主要用途如下：

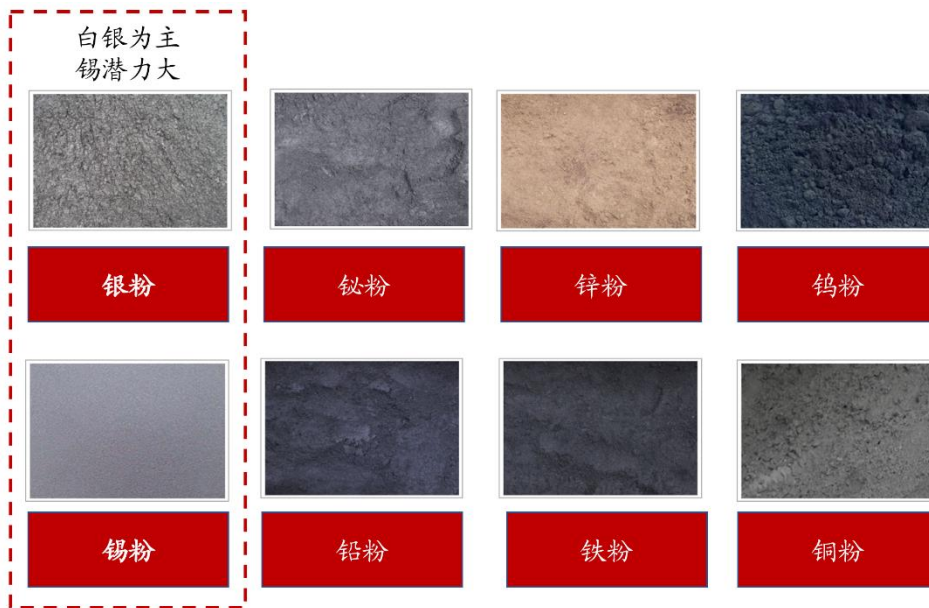
(1) 银精矿和银金属——白银作为催化剂、导电触材料以及抗微生物剂等，被广泛应用在电子、可再生能源以及医疗卫生等工业主要增长领域。

(2) 锡精矿和锡金属——基于上述特性，锡广泛应用于冶金、电子、包装、电器、化工、建材、机械、汽车、航天、军工等行业，其中主要应用于焊料（主要是电子焊料）、镀锡板（即“马口铁”）和锡化工，其中焊料的使用量占全部锡消费量的50%以上。

(3) 铅精矿和铅金属——用于制造铅蓄电池，铅合金可用于铸铅字，做焊锡；铅还用来制造放射性辐射、X射线的防护设备。

(4) 锌精矿和锌金属——通过在熔融金属槽中热浸镀需要保护的材料和制品，可用于防蚀、压铸，用于汽车、建筑、部分电气设备、家用电器、玩具等的零部件生产，也常和铝制成合金，以获得强度高、延展性好的铸件。

图2：公司主要产品

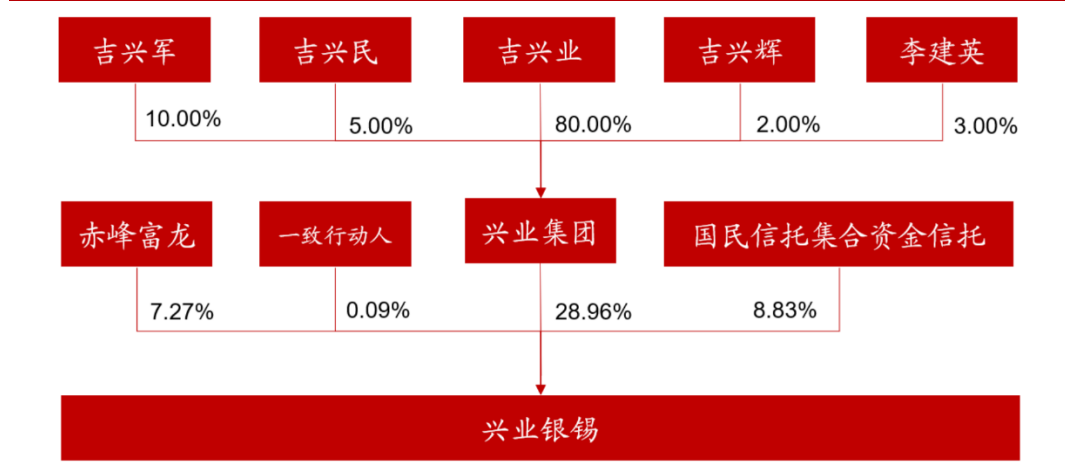


资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2 兴业集团控股，五大板块 13 家子公司构建核心架构

公司的控股股东为兴业集团，实际控制人为吉氏家族及其一致行动人。截至 2023 年 4 月 18 日，经历一轮减持以履行重整计划的还款义务后，公司控股股东及其一致行动人合计持有公司股权 29.05%；其他主要股东为赤峰富龙和国民信托集合资金信托计划，分别持股 7.27%和 8.83%。

图3: 公司控股股东为兴业集团



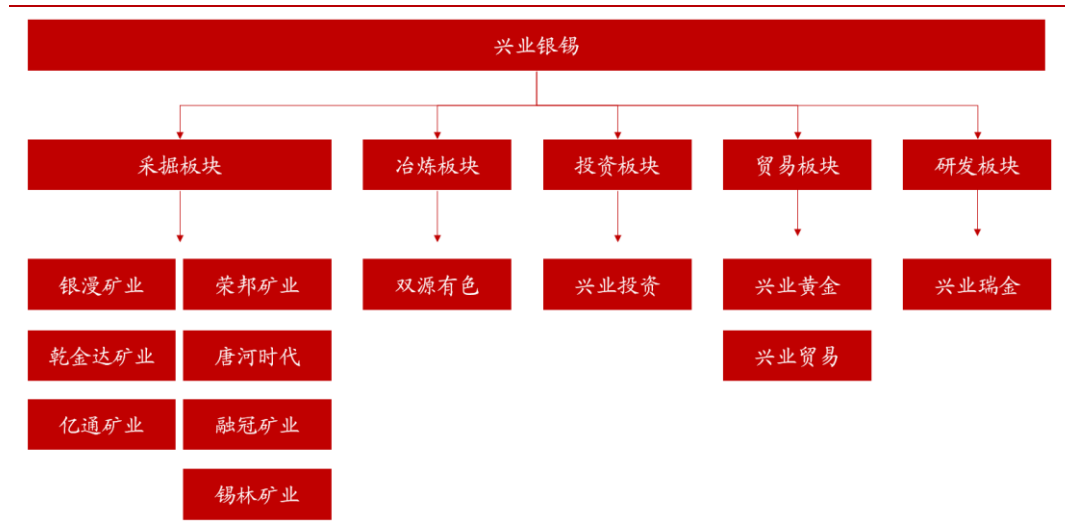
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

注: 截至 2023 年 4 月 18 日数据 (赤峰富龙存在减持计划, 但减持进度目前尚未公告)

5 大板块、13 家子公司形成了公司的核心架构, 其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一, 融冠矿业为所在地的龙头企业, 均具有较强的盈利能力。截止 2022 年末, 公司下属 13 家子公司, 可分为五大板块, 分别为采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块、研发板块。

- 子公司兴业投资主要从事股权投资管理业务。
- 子公司兴业黄金主要从事金属及矿业贸易和企业并购 (并购海外优质矿产资源) 等业务。
- 子公司兴业贸易主要从事有色金属矿产品销售及采购部分原材料业务。
- 子公司兴业瑞金主要开展探矿、采选、尾矿综合回收利用等工艺的研究、技术研发和改造等业务。
- 子公司双源有色主营业务为铅冶炼、贵金属回收和销售 (双源有色目前处于关停状态)。
- 其他子公司的主营业务均为有色金属采选和销售。

图4: 5 大板块、13 家子公司形成了公司的核心架构



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.3 财务表现：归母净利润转正，毛利率维持高位

1.3.1 营收与利润分析：三个阶段

【1】2016-2018年，矿山收购助力经营规模的增长。

2016-2018年，公司收购银漫矿业和乾金达矿业等子公司，营收收入快速增长。2017年营业收入及归母净利润分别同比增长144%和532%；2018年归母净利润主要受子公司相关资产计提减值准备影响，由正转负。

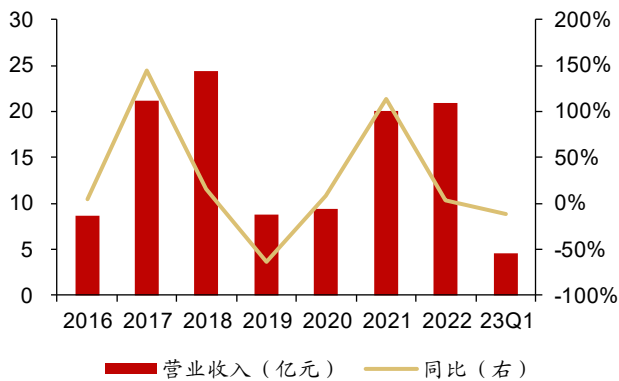
【2】2019-2020年，矿山停产影响业绩。

2019年2月，受银漫矿业事故影响，银漫矿业、融冠矿业、锡林矿业等子公司停工停产停建。期间，公司收入和利润水平受到较大影响，未实现此前的业绩承诺。

【3】2020年后矿山复产带动经营改善，归母净利润转正；2023年有望实现进一步发展。

(1) 2020年下半年，伴随银漫矿业复产、乾金达矿业投产，公司营业收入逐渐恢复、提升，业绩有所改善。2021年，公司实现营业收入20.09亿元，同比增长113.65%；实现归母净利润2.46亿元，同比增长234.05%。

图5：2021年公司营业收入水平开始恢复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：2021年后公司归母净利润转正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(2) 2022年，公司营业收入20.86亿元，同比增长3.84%；实现归母净利润1.74亿元，同比下降-29.44%。公司2022年收入增速有所放缓，业绩下滑，主要原因如下：

- 子公司乾金达矿业开展采区二期工程，建设期间涉及多项施工交叉作业，采出矿石储备不足，进而影响了选矿作业，未能实现满负荷生产。
- 子公司荣邦矿业采区二期工程建设期间产出的部分副产矿石品位较低，影响了2022年原矿品位；采区一期工程在2022年以前已开采至主矿体端部，所以2022年矿体品位逐渐降低，最终使得业绩承压。
- 公司2022年计提坏账准备、资产减值准备合计8441.60万元，主要涉及与子公司唐河时代采矿权相关的长期资产，对利润造成了较大的一次性冲击。

(3) 2023年一季度，公司实现营业收入4.59亿元，同比下降-11.15%；实现归母净利润0.14亿元，同比下降76.96%。业绩下滑的主要因素为：

- 乾金达矿业受采区二期建设、春节放假及复工延迟等多重因素影响，采出矿石储备不足，导致选厂在一季度处于停产状态，对公司业绩造成负面影响；
- 研发费用同比+0.12亿，主要系银漫矿业、融冠矿业、荣邦矿业等子公司的研发

投入同比增加所致；

(4) 往后看，公司有望摆脱负面因素，于年内实现业绩改善。

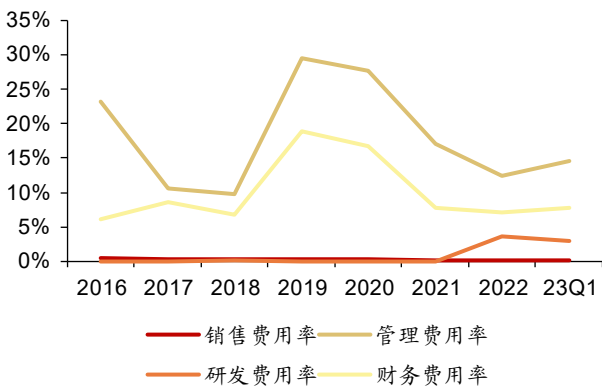
- 乾金达矿业采区已于 2023 年 3 月 20 日恢复生产，选厂已于 2023 年 4 月 1 日恢复生产，预计在本年度后续时间内实现正常生产，贡献增量业绩。
- 随着荣邦矿业采区二期工程投入生产，2022 年面临的矿石品位低等不利因素有望在 2023 年得到改善。
- 2022 年对唐河时代计提较大数额的减值准备，预计不会对 2023 年公司业绩继续产生负面影响。
- 公司研发费用走高短期内削弱利润增长，但有利于公司的长远经营。以银漫矿业提高锡石回收率的选矿工艺研究为例，通过工业调试及各种优化技改，锡回收率将分阶段提高，最终由目前的 50%提高至 70%，**有利于银漫矿业锡产量的快速增长，最终增厚公司收入和利润。**

1.3.2 费用率与利润率分析

公司销售费用率水平较低，管理费用率及财务费用率整体改善，体现了良好的内部经营效率。2019 年后公司费用率水平整体下降，2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.08%/12.38%/3.61%/7.15%，其中研发费用率增长较多，主要涉及各矿山子公司的生产工艺研究，体现了公司对未来长远发展的前瞻布局。2023 年一季度，公司费用率水平依旧保持低位。

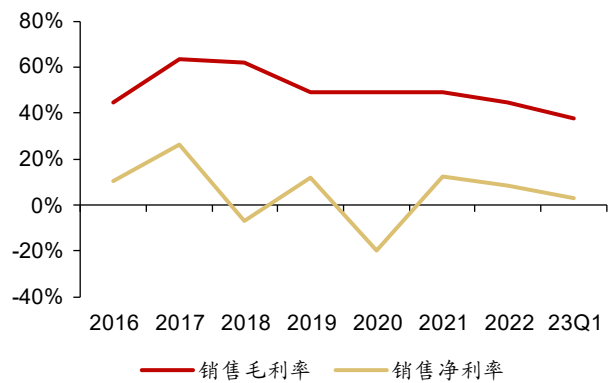
公司毛利率水平较高，净利率存在波动。公司覆盖金属品类较多，毛利水平持续维持在较高水平，而净利率受公司业务情况、计提减值等多因素影响存在一定波动。2022 年，在美联储进入加息周期、对白银价格产生压制的背景下，公司销售毛利率依旧保持 44.47% 的水平，销售净利率为 8.34%。

图7：2019 年后公司费用率整体改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：公司毛利率维持较高水平



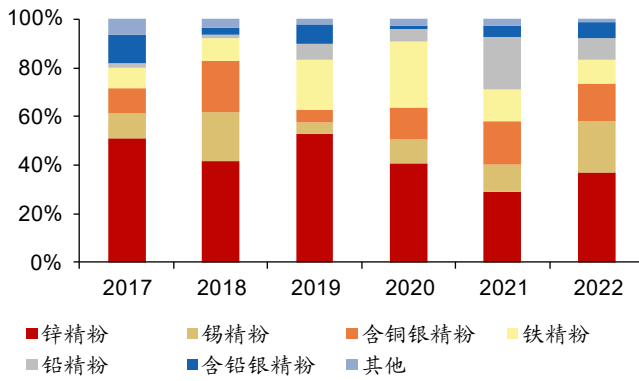
资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司业务以矿业为主，**锌精粉、锡精粉、含铜银精粉在营业收入中占比前三**。公司产品包括锌精粉、锡精粉、含铜银精粉、铁精粉、铅精粉、含铅银精粉等，2022 年的营收占比分别为 37%、21%、16%、10%、9%、6%。

毛利方面，**锌精粉、锡精粉、含铜银精粉依旧为占比前三的产品**。2022 年，锌精粉、锡精粉、含铜银精粉、铁精粉、铅精粉、含铅银精粉的毛利占比分别为 38%、22%、17%、10%、6%、6%。

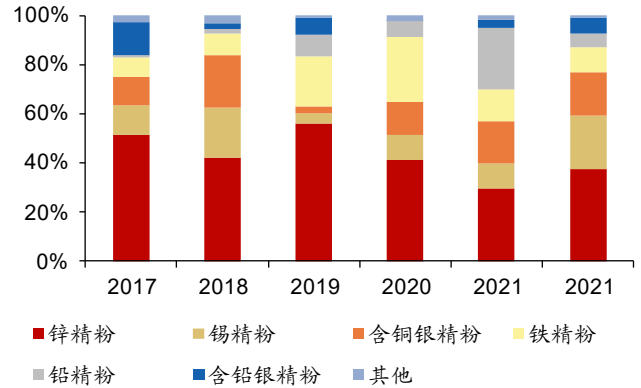
毛利率方面：2022年，锌精粉、锡精粉、含铜银精粉、铁精粉、铅精粉、含铅银精粉的毛利率分别为45%、46%、49%、48%、27%、45%，整体均保持较高水平；其中铅精粉毛利率下降较为明显，重要原因在于2022年乾金达矿业受采区二期工程影响，铅锌矿石选矿处理量显著降低。

图9：公司营业收入按产品拆分



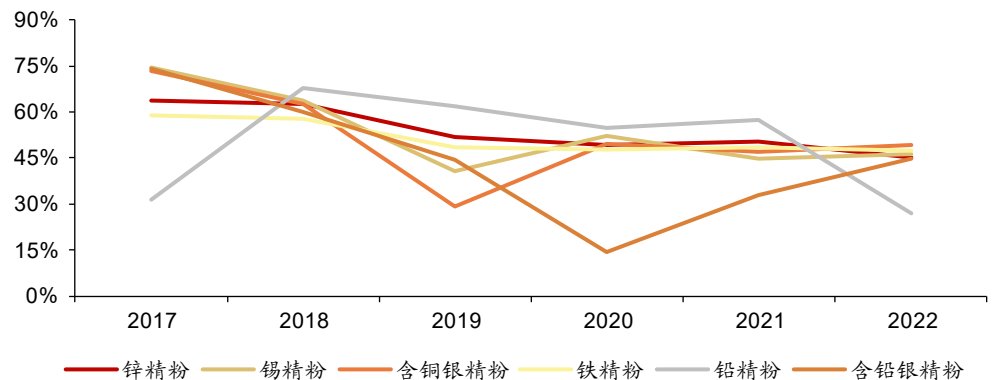
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：公司毛利按产品拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：公司主要产量毛利率情况



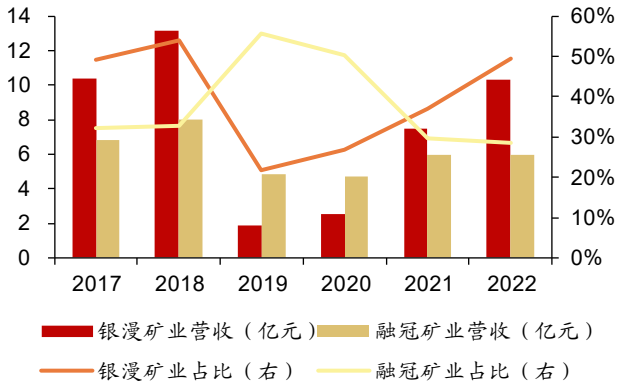
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3.3 重要矿山财务情况

银漫矿业与融冠矿业两大子公司营业收入占比较高，盈利能力优秀。2022年，银漫矿业和融冠矿业的营业收入分别为10.29和5.98亿元，在营业收入中占比分别为49%和29%，两大子公司营业收入占比合计达78%。

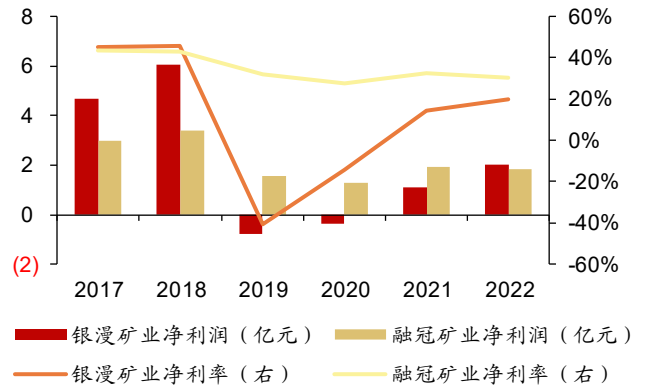
银漫矿业与融冠矿业的盈利能力较为优秀。2017-2022年，融冠矿业净利率水平整体维持在30%-44%的水平；2019-2020年，银漫矿业受停产影响，净利率为负，2021年和2022年，银漫矿业逐步推进复工复产，净利润分别为1.08、2.02亿元，净利率分别为15%和20%，呈稳步回升态势。

图12: 银漫矿业与融冠矿业的营收占比较高



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图13: 银漫矿业与融冠矿业的净利润情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2 集团重整计划获批，困境突破再出发

2019年8月，公司控股股东兴业集团收到赤峰市中级人民法院的《赤峰市中级人民法院通知书》，其债权人赤峰宇邦矿业有限公司以兴业集团不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对兴业集团进行重整。

2019年10月，赤峰市中级人民法院裁定，受理赤峰宇邦矿业有限公司对兴业集团的重整申请。

2020年7月，赤峰市中级人民法院裁定，赤峰玉龙国宾馆有限公司、西乌珠穆沁旗布敦银根矿业有限责任公司、兴业集团适用实质合并重整方式进行审理。

2021年8月，《内蒙古兴业集团股份有限公司、赤峰玉龙国宾馆有限公司、西乌珠穆沁旗布敦银根矿业有限责任公司三家公司实质合并重整计划（草案）》（以下简称“重整草案”）提请债权人会议表决，兴业集团重整流程获得清晰规划。

根据《重整草案》披露的内容，兴业集团等三家公司的负债分类情况主要如下：职工债权 110.81 万元、税款债权 195.89 万元、有财产担保债权合计约 40.11 亿元、普通债权合计约 94.44 亿元。其中：

（1）职工债权、税款债权：由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起，6 个月内以现金方式全额清偿。

（2）有财产担保债权：1）本金。以有财产担保债权的留债债权金额为本金，兴业集团第 1 年偿还 10%，第 2 年偿还 20%，第 3 年偿还 70%。2）利息。留债期间，利息以未偿留债债权金额为计算基数，自重整计划获得法院裁定批准之日起算（不含当日），留债利率按重整计划草案提交法院及债权人会议前最近一期 LPR 上浮 30% 确定（日利率按留债利率/360 计算）。

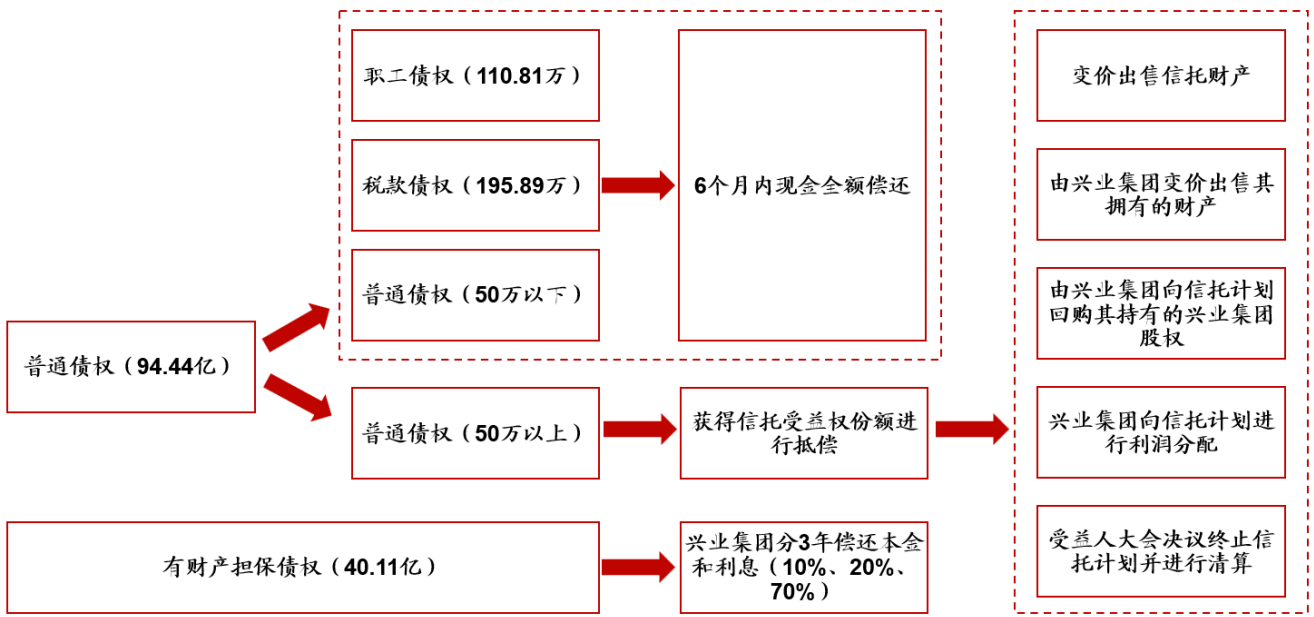
（3）普通债权（每家债权人 50 万元以下部分）：按照 100% 比例由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式一次性全额现金清偿。

（4）普通债权（每家债权人 50 万元以上部分）：按重整计划规定获得信托受益权份额进行抵偿。信托计划以兴业集团 100% 股权为信托财产，存续期 8 年；若 3 年后有财产担保债权留债债权已得到全额清偿，则普通债权人可通过变价出售信托财产、由兴业集团变价出售其拥有的财产等方式获得信托财产收益。

2022 年 8 月，公司收到兴业集团的通知，内蒙古自治区赤峰市中级人民法院裁定，批准内蒙古兴业集团股份有限公司、赤峰玉龙国宾馆有限公司、西乌珠穆沁旗布敦银根矿业有限责任公司的实质合并重整计划（草案）。

兴业集团等三家公司的实质合并重整计划正式进入执行阶段，预期落地有望实现困境突破，公司整装再出发。

图14: 兴业集团重整计划示意图



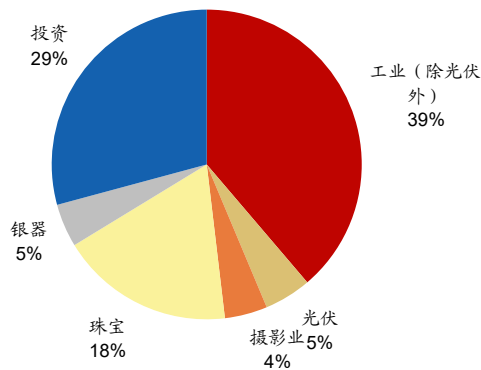
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 白银行业：美联储降息预期下，看好银价上行

银是自古以来就被广泛应用的一种重要贵金属，在自然界中有单质存在，但绝大部分是以化合态的形式存在于银矿石中。银的理化性质均较为稳定，导热、导电性能很好，质软，富延展性，其反光率极高，可达 99% 以上，有许多重要用途。

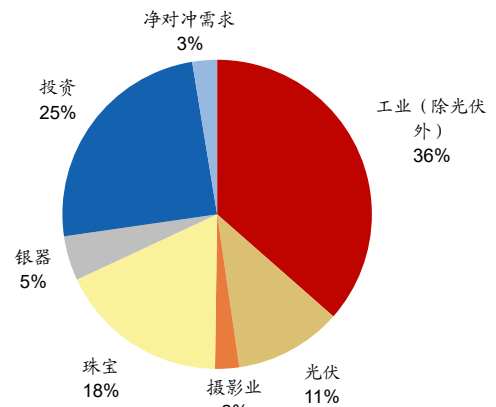
从需求结构看，白银最大需求变化在光伏。随着近年来对于清洁能源的需求逐渐高涨，光伏装机量接连创新高，白银需求中的光伏占比从 2013 年的 5% 上升至 2022 年的 11%，成为白银需求最大的增量。

图 15：2013 年白银下游需求结构



资料来源：世界白银协会，浙商证券研究所

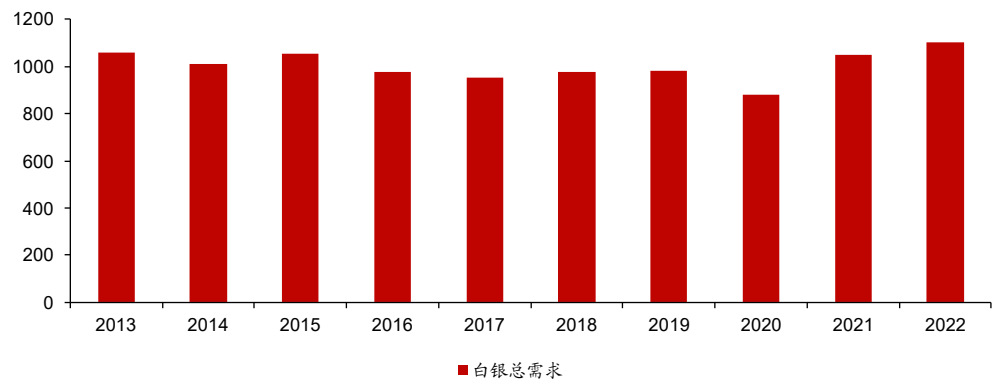
图 16：2022 年白银下游需求结构



资料来源：世界白银协会，浙商证券研究所
注：2022 年需求结构为预计值

从需求总量看，白银近年来需求稳中向好，每年需求维持在 10 亿盎司上下，总体维持相对平稳。

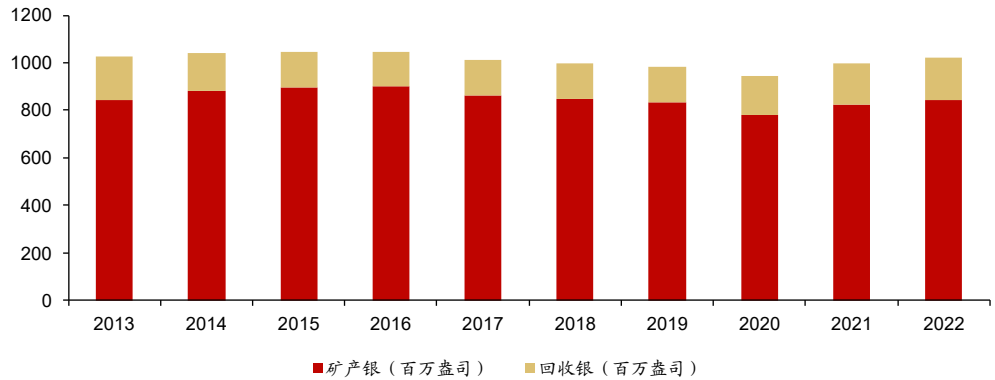
图 17：2013-2022 年全球白银需求情况（百万盎司）



资料来源：世界白银协会，浙商证券研究所

从供给侧看，白银供给端以矿产银为主，回收银占比较少，且受制于多种因素影响，白银供给受限。根据世界白银协会对白银产量的预测，2022 年全球白银供给 10.3 亿盎司，仍低于 2014 年的 10.55 亿盎司，多年未创新高。我们认为，供给放量较少有利于白银价格上行。

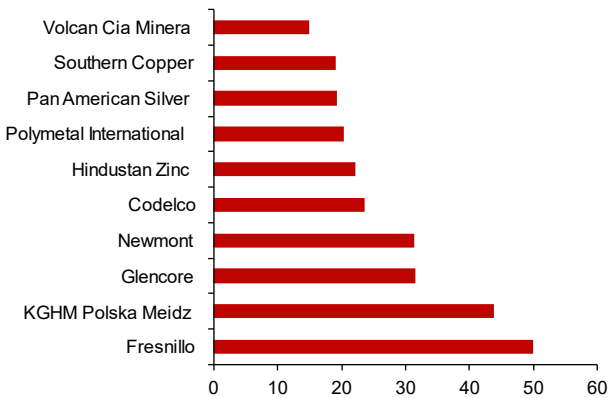
图18: 2013-2022 年全球白银供给情况 (百万盎司)



资料来源: 世界白银协会, 浙商证券研究所

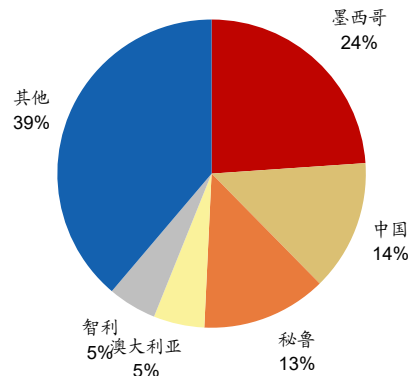
全球最大的白银生产企业是位于墨西哥的 Fresnillo, 产量超 5 千万盎司; 第二位的 KGHM Polska Meidz 产量超 4 千万盎司, 与其他企业拉开差距。从各个国家的资源禀赋看, 墨西哥占比最大, 达 24%; 其次为中国, 占 14%; 秘鲁占比 13%; 前五国家的产量加总超 50%, 可见白银的供给较为集中。

图19: 2021 年白银前十大生产企业 (百万盎司)



资料来源: 世界白银协会, 浙商证券研究所

图20: 2022 年白银主要生产国



资料来源: 世界白银协会, 浙商证券研究所

价格方面: 美国十年期 TIPS 债券收益率与白银价格呈反向关系。我们分析 2005 年以来, 白银价格与美国 10 年期 TIPS 债券 (通胀指数国债) 收益率往往呈反向关系。即, 每当十年期 TIPS 收益率上行时, 白银价格往往相对弱势; 而每当十年期 TIPS 收益率下行时, 白银价格往往相对强势; 但偶尔也存在同步变动的情况。

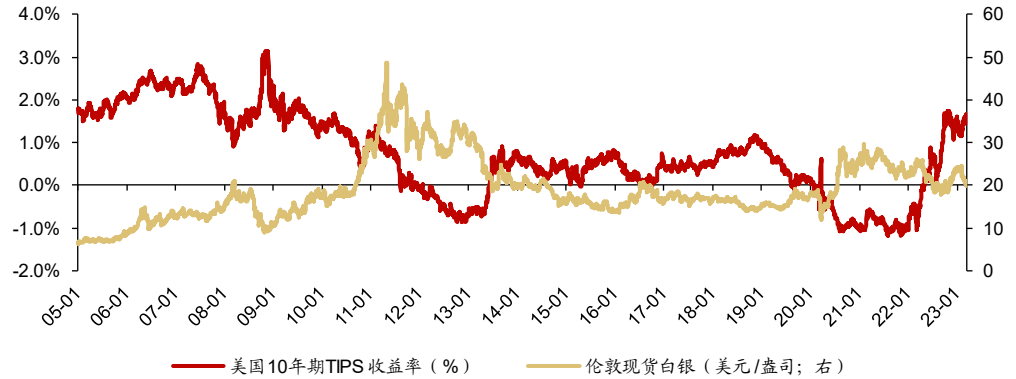
探其原因:

(1) 美国 10 年期 TIPS 债券又称通胀保值债券, 为美国财政部发行的与 CPI 挂钩的债券, 其收益率一般作为美国实际利率的代理指标。

(2) 作为贵金属和工业用品, 白银兼具金融与商品属性。从贵金属的金融属性来看, 其价格变动的整体趋势应与黄金相同。黄金属于无息资产, 但其作为足值货币具备抗通胀的属性, 因此可将实际利率看作持有黄金的实际成本, 易知黄金价格将与实际利率整体呈反向变动, 进而拥有相似走势的白银价格或也将与实际利率呈反向变动。

(3) 相比于黄金，白银还拥有相对明显的工业属性，因此价格的波动性更高，受供需影响的程度也更大。在明显的供需冲击下，白银价格可能出现与实际利率同向变动的情况——而这也是金银比波动的重要原因之一。

图21: 美国十年期 TIPS 收益率与白银价格整体呈反向变动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

往后看: 美联储降息预期叠加金银比处于历史高位, 白银价格或迎来上行通道。

一方面, 美联储存在降息预期, 利好银价上行。此前美联储持续加息, 通胀边际改善, 但同时带来了经济衰退的压力。今年一季度硅谷银行破产也加剧了市场的抗风险意愿。在此背景下, 根据 CME FedWatch Tools, 年底或迎来首次降息。美联储降息预期有望压制实际利率, 进而为白银价格带来上行动力。

图22: 预计美联储在年内有降息可能

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	52.8%	17.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.9%	50.0%	15.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.0%	39.0%	36.5%	9.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.1%	25.7%	37.8%	23.9%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.9%	32.7%	29.8%	13.0%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.0%	30.7%	18.4%	5.6%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.7%	30.7%	18.5%	5.8%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.5%	23.5%	11.0%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	19.6%	28.1%	24.6%	13.2%	4.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	6.3%	16.8%	26.1%	25.4%	15.9%	6.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	5.1%	14.4%	23.9%	25.6%	18.1%	8.6%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME FedWatch Tools, 浙商证券研究所

注: 2023年6月11日数据

另一方面, 金银比历史高位, 看好未来白银价格更具弹性。

金银比是指一盎司黄金与一盎司白银价格之间的比率。虽然黄金和白银均被视为贵金属, 但黄金被视为全球通货, 往往在市场走向不明时期充当通胀对冲和避险资产。而白银的工业应用更为广泛, 因此白银价格对经济周期比较敏感。

在经济或地缘政治不明朗的时期, 黄金的价格涨幅比白银大, 金银比率扩宽; 而当提振经济、工业需求复苏的时期, 白银的价格则涨幅更大, 金银比率缩窄。目前金银比价格位于历史高位, 未来存在下行的可能性, 白银价格相对于金价或将更具弹性。

图23: 目前金银比处于历史高位



资料来源: Wind、浙商证券研究所

4 资源储量丰富，主力矿山复产+技改+产能规划提供增长空间

4.1 坐拥 8 家矿山子公司，银锡资源量丰富

公司坐拥国内最大的白银生产矿山之一，白银资源储量近 1 万吨、锡资源量近 20 万吨。兴业银锡旗下共有 8 家矿业子公司，金属种类丰富；其中，银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，融冠矿业为所在地的龙头企业。公司合计拥有金属资源储量：锌 191.7 万吨、铅 56.7 万吨、白银 9988 吨、铁 607.7 万吨、锡 19.6 万吨、金 197 吨（权益量 187.7 吨）；此外，公司还拥有铜、镍、镉、铋等其他金属资源。

收购博盛矿业 70% 股权，布局黄金资源。2023 年 5 月，公司收购西藏博盛矿业 70% 股权，正式布局黄金资源。博盛矿业行政区隶属西藏自治区山南市加查县洛林乡管辖，拥有一宗采矿权和一宗探矿权，现有选厂规模为 480t/d，拥有黄金资源量近 31 吨。目前，博盛矿业正在进行改扩建设计及办证工作——拟将生产规模增加为 1000t/d，处于停产状态。

图24：公司各矿山资源储量情况

矿业子公司	持股比例	资源种类	矿石资源量(万吨)	金属量	品位	备注	
锡林矿业	100%	锌	1019.47	22.44	2.20%		
		铁		292.89	28.73%		
融冠矿业	100%	锌	1173.10	52.39	5.42%		
		铁		314.80	29.86%		
		银		92.32	-	伴生矿	
		铜		83.34	-		
		锌		48.90	3.51%		
银漫矿业	100%	铅	1598.98	14.03	1.65%		
		银		2339.19	181.75克/吨		
		锌	4269.88	21.66	2.78%		
		银		6259.66	195.37克/吨		
		铜		2.49	0.52%		
		锡		19.56	0.74%		
		铜		988.32	16.84克/吨		
		镉		0.94	0.02%	伴生矿	
		铋		18.84	0.32%		
		铅		13.65	0.32%		
铅	257.68	14.52	5.63%				
锌		13.97	5.42%				
乾金达矿业	100%	银	165.16	616.27	373.1克/吨	共生矿	
		铜	76.71	0.52	0.68%		
		银	91.37	22.44	24.56克/吨	伴生矿	
		铜	90.24	0.08	0.09%		
		银	128.52	147.25	110.99克/吨		
		铅	323.65	3.82	1.17%		
荣邦矿业	100%	锌	128.39	871.23	13.98	1.65%	
		铜		128.39	0.84	0.62%	
		铅		0.84	0.33%		
		锌		0.53	0.68%		
		银		379.06	43.56克/吨	伴生推断矿石	
		铜		0.15	0.22%		
		金		166.07	0.19克/吨		
锐能矿业	100%	铅	462.58	9.89	2.13%		
		锌		17.83	3.85%		
		银		131.83	28.50克/吨	伴生矿	
唐河时代矿业	100%	镍	9754.90	32.84	0.34%		
		铜		11.75	0.12%		
博盛矿业	70%	金	459.48	30.97	6.74克/吨		
合计：锌191.7万吨、铅56.7万吨、白银9988吨、铁607.7万吨、锡19.6万吨、金197吨（权益量187.7吨）；此外，公司还拥有铜、镍、镉、铋等其他金属资源。							

资料来源：公司年报，公司公告，浙商证券研究所

注：除博盛矿业外，其余矿山资源量数据截至 2022 年 12 月 31 日

注：金属量一列，银、铜、金的单位为吨，其余金属的单位为万吨

4.2 主力矿山复产+技改，助力银、锡等产量增长

2021年，公司子公司银漫矿业复产（银漫矿业自2021年2月3日停产，选矿厂于2021年5月2日恢复生产，采区于2021年8月21日恢复生产），乾金达矿业投产，公司主营矿产品产销量同比增长。

2022年，乾金达矿业开展采区二期工程，未能实现满负荷生产；此外，荣邦矿业采区二期工程建设期间产出的部分副产矿石品位较低，且采区一期工程在2022年以前已开采至主矿体端部，所以2022年矿体品位逐渐降低；两个重要矿山子公司对2022年公司的产量增长产生了一定负面影响。

进入2023年：

【1】2023年3月20日，乾金达采区恢复生产；2023年4月1日，乾金达选厂恢复生产。预计在本年度后续时间内一、二期均实现正常生产，贡献增量业绩。

【2】随着荣邦矿业采区二期工程投入生产，2022年面临的矿石品位低等不利因素有望在2023年得到改善。

【3】银漫矿业停产技改，有望通过放量锡金属打开未来增长空间。

2023年6月8日，公司发布公告，宣布银漫矿业2023年6月9日起进行停产技改，预计停产时间为1个月，具体复产时间视技改情况而定。

表1：银漫矿业停产技改的细节

技改关注点	详情
技改时间	2023年6月9日起进行停产技改，预计停产时间为1个月，具体复产时间视技改情况而定。
技改原因	银漫矿业自2023年起拟采矿石性质为富锡低硫型原矿，与以往所采浅部低锡高硫型难选矿石存在差异性。
技改目的	解决锡石粒度细、易碎、回收率偏低等关键问题，使选矿工艺与未来拟采矿石性质更加匹配，进一步提高锡的选矿回收率和矿石入选品位，从而提升企业效益。
技改合作方	银漫矿业携手北矿院、中国矿业大学、广州院等组建专项科研团队，取得突破性进展。
技改影响	短期影响银漫矿业的正常正产； 长期推动银漫矿业选矿技术进步，提高选厂入选品位、降低选矿成本，提高锡的回收率。
技改项目及预计效果	
1) 锡石浮选改造项目	预计2023年7月初完成并投入使用；技改完成后，银漫矿业锡回收率将由原本的50%提高到60%，未来将逐步提高至70%。
2) 原矿石抛废项目	预计2023年9月底前完成并投入使用，本次停产期间无法完成全部工作，但复产后无需再次停产技改；预期对原矿抛废率可以达到20%-25%，每年可节约选矿成本2500-3200万元，原矿品位富集提升20%，抛出废石可做为砂石骨料销售。
3) 全流程优化调试	预计2023年7月初完成。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

银漫矿业停产技改1个月，加之前期的研究与准备工作，或对公司上半年的产量增长和业绩释放产生一定影响。

但长期来看，技改完成后，或将明显提高银漫矿业的锡金属产量，叠加公司其他矿山复产、投产等因素，有望实现银、锡等重要金属的产量增长，进而增厚公司业绩。

根据**公司规划**，银漫矿业在完成技改后，2023年各类金属产量同比均有所增长，锡金属增幅靠前。具体来说：锡金属规划产量6152.26吨，同比+123%；锡次金属643.22吨，同比+126%；铋金属1622.36吨，同比+89%；铅金属2200.09吨，同比+62%；锌金属10665.83吨，同比+57%；银金属131.75吨，同比+12%；铜金属1957.32吨，同比+5%。

表2: 银漫矿业技改后 2023 年规划产量

产品	单位	2021 年 各金属产量	2022 年 各金属产量	2023 年分季度各金属预计产量(本次技改后)					
				合计	同比增速	一季度	二季度	三季度	四季度
锌金属	吨	4911.59	6813.96	10665.83	56.53%	2306.83	2558.00	2482.00	3319.00
银金属	吨	68.15	117.74	131.75	11.90%	29.75	32.00	28.00	42.00
铅金属	吨	1068.15	1358.02	2200.09	62.01%	559.09	542.00	630.00	469.00
铜金属	吨	945.78	1869.27	1957.32	4.71%	404.32	274.00	309.00	970.00
镉金属	吨	248.11	859.68	1622.36	88.72%	341.36	426.00	503.00	352.00
锡金属	吨	1160.75	2757.74	6152.26	123.09%	555.26	738.00	1276.00	3583.00
锡次金属	吨	311.22	284.45	643.22	126.13%	61.22	81.00	264.00	237.00

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.3 产能规划打开未来成长空间

中短期看, 不考虑银漫二期, 现有规划达成后公司白银产能有望达到 443 吨; 考虑中远期银漫二期的建设与投产, 规划达成后白银产能有望超 600 吨/年。

相比于产能规划, 公司产量仍有较大提升空间。根据公司主要矿山的现有产能规划, 待项目建成且满产后, 公司产能可达: 白银 613 吨(2022 年银精粉产量约为 112.6 吨)、锌 13 万吨、铅 4 万吨、铁 49 万吨、锡 1.7 万吨、铜 1.1 万吨。

图25: 公司主要矿山的产能规划

矿业子公司	年处理量(万吨)	产品	产能(万吨)	矿业子公司	年处理量(万吨)	产品	产能(万吨)
锡林矿业	72	锌	1.6	融冠矿业	135	铁	30.0
		铁	19.0			锌	4.1
		白银	180.0			白银	23.0
银漫矿业一期	165	锡	1.7	荣邦矿业	45	锌	0.9
		锌	3.0			铅	0.4
		铜	0.5			白银	120.0
		铅	1.0			铜	0.1
乾金达矿业一期	30	白银	120.0	乾金达矿业二期 (23年1月投产; 各产品产量为估计值)	30万吨以上	锌	1.2
		铜	0.1			铜	1.2
		锌	1.2			铅	1.3
唐河时代矿业	330	铅	1.3	银漫矿业二期 (项目尚在推进中)	165万吨	锌	1.0
		铜	0.4			白银	170.0
		镍	1.1			镉	0.2
总计							白银613吨、锌13万吨、铅4万吨、铁49万吨、锡1.7万吨、铜1.1万吨。

资料来源: 公司公告, 各子公司官网, 浙商证券研究所

注: 产能一列, 银的单位为吨, 其余金属的单位为万吨

注: 产能数据为金属产能, 而非公司直接产品——精粉的产能; 二者之间因精粉的金属比例不同存在数值差异;

注: 仅统计主要金属的产能数据, 且金属产能数据或与公司实际产品产量存在差异, 供参考使用

注: 银漫一期的锡产能, 为考虑本次技改后的估算产能; 由于技改效果及矿石品位存在波动, 估算产能或与实际产量存在差异

注: 唐河时代的金属产能, 采用年处理矿石量×金属品位计算得出

注: 乾金达二期于 2023 年投产, 采掘能力大于一期, 保守估计其各产品产量与一期相同

注: 荣邦矿业各产品产量为选矿能力由 30 万吨/年扩至 45 万吨/年后的估计值

表3: 公司 2021-2022 年主要产品产量情况

	2021	2022	2022 同比
锌精粉(万吨)	4.03	4.14	2.77%
铁精粉(万吨)	32.24	35.18	9.13%
铅精粉(万吨)	1.14	0.47	-59.23%
含铅银精粉(吨)	19.03	27.07	42.19%
含铜银精粉(吨)	46.46	85.52	84.06%
锡精粉(万吨)	0.12	0.28	137.58%
低品位锡精粉(万吨)	0.03	0.03	-8.60%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 盈利预测

内部来看，伴随控股股东的重整计划获批、主力矿山复工+技改等有利因素，公司经营有望整装出发、回归正轨。公司持续推进各项目的技改工作，同时拥有较为清晰的产能规划，有望凭借优质的资源禀赋实现产量的快速释放。

外部来看，美联储降息预期背景下，为白银提供价格的上行动力。同时，伴随新能源汽车的持续放量，叠加我国对于机械、航天等高端制造业的大力支持，铅、锌、锡等重要的工业金属也将拥有较为夯实的价格中枢。

内部不利因素出清利于产能释放，进而摊销成本；外部利好因素抬升产品需求和价格。因此，我们看好公司主要矿山的盈利能力上行，并预计：

1、针对白银业务：

(1) 在美联储降息预期的背景下，假设 2023-2025 年白银价格分别为 5.50 元/克、5.60 元/克、5.55 元/克，并以此为基础，参考往年公司产品价格与实际金属均价的差异比例，预测 2023-2025 年公司产品的价格。

(2) 考虑到公司主力矿山的复产进度，假设 2023-2025 年公司的银精粉产量分别为 161 吨、205 吨、343 吨。

2、针对其他业务：

伴随公司主力矿山复产进程的持续推进，并考虑到主力矿山均产出多品种金属矿石，且银漫矿山针对锡的生产做出技改，预计公司锡、铅、锌等重要产品也将迎来产量的快速增长。

表4：公司各产品分拆及预测

各产品详细分拆	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
含铜银精粉（吨）	64.87	161.57	11.90	58.36	46.46	85.52	99.22	133.53	259.88
含铅银精粉（吨）	65.27	17.42	16.79	3.18	19.03	27.07	62.14	71.48	83.42
锡精粉（万吨）	0.22	0.45	0.04	0.13	0.12	0.28	0.68	1.20	1.35
产销量									
锡次精粉（万吨）	0.09	0.13	0.00	0.04	0.03	0.03	0.18	0.33	0.37
锌精粉（万吨）	7.76	6.24	4.09	3.89	4.03	4.14	5.14	5.80	7.30
铅精粉（万吨）	0.06	0.12	0.19	0.22	1.14	0.47	1.28	1.45	1.64
铁精粉（万吨）	47.73	56.52	40.47	40.66	32.24	35.18	36.94	40.00	42.00
含税价格									
含铜银精粉（元/克）	3.75	3.61	3.85	5.06	5.69	5.52	6.03	6.19	6.17
含铅银精粉（元/克）	4.22	4.31	4.80	4.73	6.25	5.92	6.51	6.64	6.60
锡精粉（万元/吨）	11.50	12.10	12.20	12.93	18.70	21.65	19.39	19.85	20.26
锡次精粉（万元/吨）	5.09	5.98	6.09	6.52	7.59	7.67	8.29	8.32	8.36
锌精粉（万元/吨）	1.68	1.83	1.16	1.21	1.65	1.89	1.77	1.78	1.81
铅精粉（万元/吨）	4.02	3.76	3.41	4.46	4.44	3.91	4.06	4.21	4.29
铁精粉（万元/吨）	0.05	0.04	0.05	0.07	0.09	0.07	0.08	0.08	0.08
单位成本									
含铜银精粉（元/克）	0.88	1.19	2.42	2.25	2.67	2.49	2.20	1.80	1.70
含铅银精粉（元/克）	0.96	1.53	2.36	3.58	3.71	2.89	2.60	2.40	2.25
锡精粉（万元/吨）	2.60	3.90	6.40	5.47	9.14	10.32	8.25	7.50	7.00
锡次精粉（万元/吨）	1.42	1.88	4.99	2.87	3.55	3.55	3.20	3.00	2.80

	锌精粉 (万元/吨)	0.54	0.61	0.50	0.54	0.73	0.92	0.78	0.55	0.55
	铅精粉 (万元/吨)	2.44	1.07	1.15	1.79	1.68	2.52	2.00	1.50	1.50
	铁精粉 (万元/吨)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
	含铜银精粉 (亿元)	2.13	5.14	0.44	1.23	3.59	3.30	5.29	7.32	14.20
	含铅银精粉 (亿元)	2.41	0.68	0.68	0.10	0.87	1.33	3.58	4.20	4.87
	锡精粉 (亿元)	2.18	4.82	0.43	0.90	2.22	4.33	11.66	21.07	24.20
	锡次精粉 (亿元)	0.36	0.68	0.08	0.15	0.29	0.19	1.35	2.40	2.71
收入	锌精粉 (亿元)	10.78	10.20	4.60	3.84	5.82	7.72	8.06	9.13	11.72
	铅精粉 (亿元)	0.46	0.39	0.58	0.52	4.37	1.93	4.61	5.42	6.21
	铁精粉 (亿元)	1.78	2.30	1.81	2.55	2.66	1.98	2.59	2.82	2.97
	其他 (亿元)	1.01	0.18	0.13	0.12	0.27	0.06	0.20	0.22	0.24
	合计 (亿元)	21.11	24.39	8.74	9.40	20.09	20.86	37.35	52.58	67.13
	含铜银精粉	73.53%	62.75%	29.14%	49.79%	46.92%	49.07%	58.76%	67.15%	68.88%
	含铅银精粉	74.29%	60.04%	44.51%	14.51%	32.92%	44.85%	54.88%	59.15%	61.46%
	锡精粉	74.41%	63.58%	40.75%	52.16%	44.75%	46.14%	51.93%	57.29%	60.95%
	锡次精粉	68.36%	64.51%	7.34%	50.29%	47.15%	47.74%	56.38%	59.26%	62.15%
毛利率	锌精粉	63.64%	62.55%	51.77%	49.24%	50.42%	45.20%	50.27%	65.05%	65.76%
	铅精粉	31.37%	67.96%	61.98%	54.68%	57.32%	27.01%	44.40%	59.77%	60.51%
	铁精粉	59.05%	57.88%	48.69%	47.68%	48.59%	47.53%	57.16%	57.52%	57.60%
	其他	13.14%	16.18%	26.92%	24.95%	21.76%	19.20%	23.00%	23.00%	23.00%
	合计	63.54%	62.09%	48.84%	48.82%	49.24%	44.47%	52.26%	60.37%	63.23%
	含铜银精粉 (亿元)	1.57	3.23	0.13	0.61	1.68	1.62	3.11	4.91	9.78
	含铅银精粉 (亿元)	1.79	0.41	0.30	0.01	0.29	0.60	1.96	2.48	2.99
	锡精粉 (亿元)	1.62	3.07	0.18	0.47	1.00	2.00	6.06	12.07	14.75
	锡次精粉 (亿元)	0.25	0.44	0.01	0.08	0.14	0.09	0.76	1.42	1.69
毛利	锌精粉 (亿元)	6.86	6.38	2.38	1.89	2.94	3.49	4.05	5.94	7.71
	铅精粉 (亿元)	0.14	0.27	0.36	0.28	2.51	0.52	2.05	3.24	3.76
	铁精粉 (亿元)	1.05	1.33	0.88	1.22	1.29	0.94	1.48	1.62	1.71
	其他 (亿元)	0.13	0.03	0.03	0.03	0.06	0.01	0.05	0.05	0.06
	合计	13.42	15.14	4.27	4.59	9.89	9.28	19.52	31.75	42.44

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

注：2023-2025 年为预测数据

注：表中部分数据为根据公司公告估算得出，可能与实际值存在一定差异，仅供预测参考，具体情况如下：

- 1) 考虑数据计算及预测的一致性，假设增值税率保持 13% 不变；
- 2) 历史含税价格 = (收入 × 1.13) / 销量；
- 3) 预测含税价格 = 预测金属价格 × 5 年加权平均比例；其中，比例 = 历史产品含税价格 / 历史金属价格；
- 4) 单位成本 = 销售成本 / 销量，2023-2025 年为预测值；
- 5) 参考历史数据，假设 2023-2025 年销量 = 产量，收入 = 销量 × 含税价格 / 1.13，毛利 = 收入 - 销量 × 单位成本，毛利率 = 毛利 / 收入

基于上述背景，公司有望突破此前的经营困境，踏上量价齐升的业绩增长快车道。我们预计 2023/2024/2025 年公司将分别实现归母净利润 10.01/17.92/24.68 亿元，增幅达到 475.51%、79.03%、37.77%；分别对应 EPS 为 0.54 / 0.98/1.34 元，分别对应 PE 为 17.40/9.72/7.06。

选取 A 股市场 4 家以金或银等贵金属为重要产品的上市公司作为兴业银锡的可比公司，以作为估值参考。公司拥有优秀的资源禀赋，银漫矿业等主力矿山的资源量丰富、品位较高，盈利能力始终保持较高水平；同时伴随不利因素出清，公司白银产量具有较大弹性，

未来增长前景良好。基于此，公司当前市值对应 2023-2025 年 PE 低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表5: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	总市值(亿元)	每股收益(元/股)				市盈率 PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000426.SZ	兴业银锡	174.17	0.09	0.54	0.98	1.34	100.15	17.40	9.72	7.06
均值	-	-	0.38	0.56	0.67	0.78	27.06	18.25	15.40	13.36
000603.SZ	盛达资源	94.53	0.53	0.66	0.79	1.02	23.77	20.86	17.31	13.49
600497.SH	驰宏锌锗	265.77	0.13	0.41	0.47	0.50	38.47	12.86	11.21	10.47
000975.SZ	银泰黄金	346.26	0.40	0.59	0.73	0.86	27.26	20.99	17.16	14.50
600489.SH	中金黄金	532.23	0.44	0.60	0.69	0.73	18.75	18.29	15.95	15.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注1: 可比公司每股收益及市盈率 PE 采用 Wind 一致预期, 兴业银锡预测数据来自浙商证券研究所

注2: 市值参考日期为 2023 年 6 月 12 日

6 风险提示

美联储加息超预期。若美联储在通胀中枢仍处高位的压力下选择延长加息周期或加大加息幅度，可能会导致白银价格受到压制，进而影响公司的业绩增长。

矿山生产进度不及预期。目前公司主力矿山基本复产，但以银精粉为例，2022 年产量为 112.59 吨，距产能上限仍有较大增长空间。若后续公司矿山复产及技改效果不及预期，可能会降低公司的产量增长，进而放缓收入增长，致使业绩增速不及预期。

兴业集团重整计划推行不及预期。2022 年 8 月，兴业集团重整计划获批。后续若兴业集团的重整计划推行不及预期，可能会导致公司再度受到控股股东的债务拖累，经营风险增加背景下致使业绩释放不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	780	7,043	14,310	28,220
现金	294	6,252	13,509	27,153
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	8	15	22
其它应收款	37	77	108	117
预付账款	7	13	13	16
存货	413	676	653	899
其他	27	17	12	12
非流动资产	8,844	9,022	9,181	9,346
金额资产类	202	212	217	220
长期投资	466	455	443	430
固定资产	4,031	4,335	4,629	4,936
无形资产	2,997	2,878	2,761	2,645
在建工程	495	486	474	458
其他	654	656	657	657
资产总计	9,624	16,064	23,492	37,565
流动负债	3,328	6,717	9,303	15,828
短期借款	396	2,396	5,396	10,396
应付款项	1,122	1,937	1,396	2,612
预收账款	0	0	0	0
其他	1,810	2,385	2,511	2,821
非流动负债	740	2,790	5,840	10,920
长期借款	273	2,273	5,273	10,273
其他	467	517	567	647
负债合计	4,068	9,507	15,143	26,748
少数股东权益	6	6	6	5
归属母公司股东权益	5,551	6,552	8,343	10,812
负债和股东权益	9,624	16,064	23,492	37,565

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	777	2,527	2,142	4,888
净利润	174	1,001	1,792	2,468
折旧摊销	354	367	381	398
财务费用	146	121	350	714
投资损失	8	0	0	0
营运资金变动	49	1,085	(424)	1,259
其它	45	(47)	45	48
投资活动现金流	(467)	(498)	(585)	(611)
资本支出	(469)	(499)	(592)	(620)
长期投资	16	1	7	9
其他	(15)	0	0	(0)
筹资活动现金流	(341)	3,929	5,700	9,366
短期借款	(145)	2,000	3,000	5,000
长期借款	273	2,000	3,000	5,000
其他	(469)	(71)	(300)	(634)
现金净增加额	(31)	5,958	7,258	13,643

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2086	3735	5258	6713
营业成本	1158	1783	2084	2469
营业税金及附加	138	224	316	403
营业费用	2	3	4	5
管理费用	258	411	500	604
研发费用	75	92	79	67
财务费用	149	112	162	309
资产减值损失	(85)	(39)	(45)	(48)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(8)	0	0	0
其他经营收益	1	6	5	5
营业利润	215	1163	2076	2813
营业外收支	(32)	0	0	0
利润总额	182	1163	2076	2813
所得税	8	162	284	345
净利润	174	1001	1792	2468
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	174	1001	1792	2468
EBITDA	810	1595	2663	3569
EPS (最新摊薄)	0.09	0.54	0.98	1.34

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	3.84%	79.05%	40.79%	27.66%
营业利润	-44.59%	441.68%	78.43%	35.55%
归属母公司净利润	-29.44%	475.51%	79.03%	37.77%
获利能力				
毛利率	44.47%	52.26%	60.37%	63.23%
净利率	8.34%	26.80%	34.08%	36.77%
ROE	3.13%	15.28%	21.48%	22.83%
ROIC	5.81%	8.44%	9.67%	8.45%
偿债能力				
资产负债率	42.27%	59.18%	64.46%	71.20%
净负债比率	73.21%	144.99%	181.38%	247.27%
流动比率	0.23	1.05	1.54	1.78
速动比率	0.10	0.94	1.47	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.29	0.27	0.22
应收账款周转率	425.35	720.00	450.00	360.00
应付账款周转率	1.33	1.19	1.28	1.26
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.54	0.98	1.34
每股经营现金	0.42	1.38	1.17	2.66
每股净资产	3.02	3.57	4.54	5.88
估值比率				
P/E	100.15	17.40	9.72	7.06
P/B	3.14	2.66	2.09	1.61
EV/EBITDA	15.82	9.86	5.46	3.07

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

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

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

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>