

买入

兴业银锡 (000426.SZ)

银漫技改提升选矿回收率，银、锡产量有望连续上台阶

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 有色金属 · 工业金属

◆ 投资评级：买入(首次评级)

证券分析师：	刘孟劼	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040001
证券分析师：	杨耀洪	021-60933161	yangyaozhong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040005
联系人：	马可远	0755-81982439	makeyuan@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：

1) 公司于6月9日发布公告，全资子公司银漫矿业自2023年6月9日起进行停产技改，预计停产时间为一个月，具体复产时间视技改情况而定。此次技改的主要目的是提升银漫矿业锡的选矿回收率和矿石入选品位，从而提升银漫矿业的企业效益。

2) 公司于6月10日发布公告，公司名称由“内蒙古兴业矿业股份有限公司”变更为“内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司”，证券简称由“兴业矿业”变更为“兴业银锡”。公司主营业务为有色金属及贵金属采选，主要产品品种以银、锡等稀贵金属为主，锌铅铁铜等为辅。2021年，公司银锡业务占公司总营业收入的45.11%；2022年，公司银锡业务占公司总营业收入的43.84%。为准确的体现公司主营业务，强化品牌效应，进行上述变更。

国信金属观点：

1) 公司不断壮大有色板块业务，最差时候已经过去。2016年及以前，为公司贡献收入的采矿行业主要产品为锌精粉和铁精粉。随着以银漫矿业为代表的外部优质矿山纳入公司并陆续建成投产，公司产品体系不断丰富，目前包括锌精粉、铁精粉、铅精粉、银精粉、锡精粉等。2019年，银漫矿业发生运输安全事故，造成人员伤亡，2022年起已经完全恢复生产，公司最差时候已经过去。

2) 公司旗下共有8家矿业子公司，拥有丰富的上游矿山资源储备。公司的子公司融冠矿业为所在地的龙头企业，银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，盈利能力较强。截至2022年底，公司拥有银储量9988金属吨、锡储量19.6万金属吨，分别占国内总储量的14.1%、27.2%，具有较强的行业影响力。随着公司旗下在建矿山的陆续投产，公司的持续经营能力将进一步增强。

3) 改名+技改明确银锡主要地位，产量有望连续上台阶。公司此次技改的主要项目包括锡石浮选改造项目和原矿石智能抛废项目，目的是使银漫矿业的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。技改完成后，银漫矿业锡的回收率将由50%提高到60%，未来将逐步提高至70%。2022年公司营收结构中，锌精粉占比37.02%，银精粉占比22.24%，锡精粉占比20.77%，未来银、锡在公司所有矿产品种中的地位将逐渐提升。

4) 停产将成为今年锡行业大主题，半导体回暖有望带动锡价上行。供给侧，从今年1月开始的秘鲁圣拉斐尔锡矿因抗议停产，到此次兴业银锡因技改停产，再到8月开始的佤邦地区停产，今年锡行业或将迎来近年来供给侧最大缺口。需求侧，随着下半年半导体回暖周期临近，锡行业需求有望持续好转，同时光伏焊带用锡、新能源汽车渗透率提升等新能源领域的拉动也能够提振需求。全年来看，我们预测供需缺口或达到1.9万吨，供需缺口叠加全球锡矿品位下降带来的成本上升，有望推动锡价持续上移。

我们预计公司2023-2025年实现营业收入32.31/52.01/53.22亿元，同比增速54.87%/61.00%/2.33%；实现归母净利润8.27/17.49/18.23亿元，同比增速375.31%/111.56%/4.25%；EPS分别为0.45/0.95/0.99，当前股价对应PE分别为20.8/9.8/9.4倍。公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同

时积极通过外延并购储备优质的矿产资源。公司的全资子公司银漫矿业是国内罕见以锡、银为主，共伴生铅、锌、铜、锑的矿石，此次技改完成后锡的回收率将提高到 60%，未来将逐步提高至 70%，为公司业绩带来弹性。基于此，首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

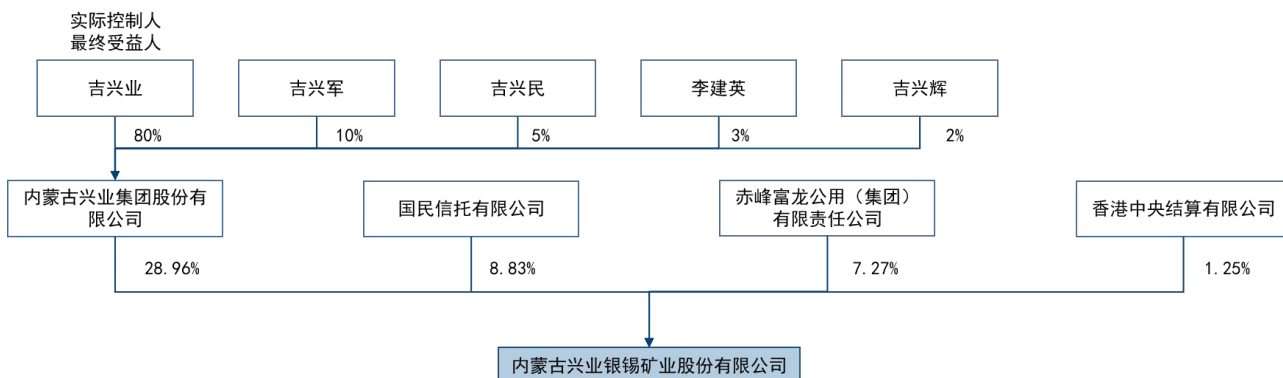
◆ 资产重组助力公司实现业务转型

公司前身为赤峰富龙热力股份有限公司（1996 年于深交所上市，2007 年 9 月更名后简称“富龙热电”）。2011 年，经证监会批准，富龙热电实施重大资产重组，将原有城市供热、供电的主营业务置换为有色金属及贵金属采选及冶炼，兴业集团由此成功借壳并将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业和富生矿业等矿业资产注入上市公司，公司更名为兴业矿业。2023 年，考虑到目前的主营业务，公司再度更名为兴业银锡。

公司主营有色金属及贵金属的采选与冶炼业务，注册地位于素有“中国有色金属之乡”之称的内蒙古赤峰市，依托当地资源富集的区位优势，经过多年的发展，公司已成长为旗下拥有 13 家子公司，矿山遍布内蒙古、河南等地，主要产品涵盖银、锡、铅、锌、铜、铁、锑等有色金属、贵金属及黑色金属的大型矿业集团，构筑了集地质、采选、冶炼于一体的产业链。

股权结构方面，公司控股股东为兴业集团，截至 2023 年一季度末，兴业集团共持有公司 28.96% 股份；公司实控人、最终受益人为董事长吉兴业先生，通过持有兴业集团 80% 股份，间接持有上市公司 23.17% 股份。公司深耕有色金属采选及冶炼行业多年，培养了一支经验丰富的核心管理团队及工程技术人员团队，核心管理层拥有十年以上的行业经验，对矿山建设和运营有深入的了解，工程技术人员在地质勘查、矿山建设、矿山开采、选矿等方面拥有丰富的经验，人才对公司的战略发展形成支撑。

图 1：兴业银锡股权结构

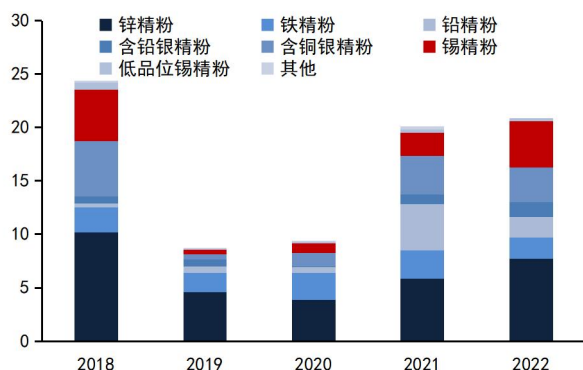


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 不断壮大有色板块业务，最差时候已经过去

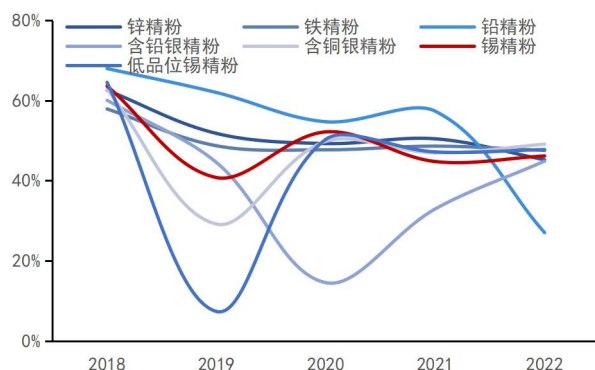
产品体系更加多元。2016 年及以前，为公司贡献收入的采矿行业主要产品为锌精粉和铁精粉。随着以银漫矿业为代表的外部优质矿山纳入公司体系并陆续建成投产，公司产品体系不断丰富，据 2022 年报，公司对外销售的矿产品种包括锌精粉、铁精粉、铅精粉、银精粉、锡精粉等。2022 年公司实现营收 20.86 亿元，其中 7.72 亿元来自锌精粉销售，占比 37.02%；4.64 亿元来自银精粉销售，占比 22.24%；4.33 亿元来自锡精粉销售，占比 20.77%。由于公司自有矿山，主要产品毛利率较高，2022 年除铅精粉外毛利率均在 45%-50% 区间。

图2：公司营收构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

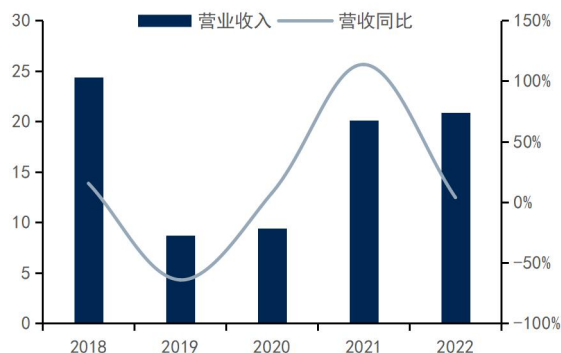
图3：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

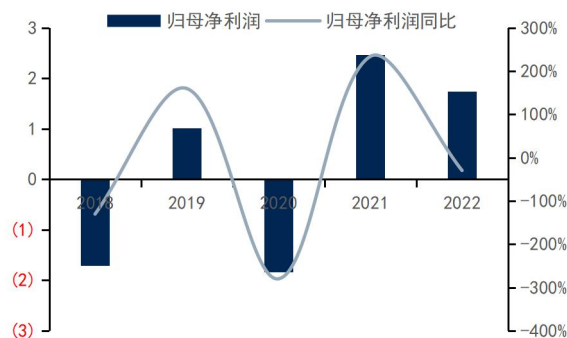
最差时候已经过去，经营步入正轨。2019年2月23日，公司全资子公司银漫矿业采矿承包方的通勤车由辅助斜坡向井下运送其采矿工人时，车辆失控，撞向辅助斜坡巷道，造成重大运输安全事故，导致22人死亡，28人受伤。矿难发生后，银漫矿业于2019年2月24日进行停产停业整顿，《安全生产许可证》被自治区应急厅暂扣；2020年7月27日，银漫矿业领回《安全生产许可证》，随后开始逐步恢复生产。2021年2月3日，银漫矿业收到西乌旗应急局下发的《关于西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司从速开展自查的通知》后自行停产，选矿厂于2021年5月2日恢复生产，采区于2021年8月21日恢复生产，采区的复产标志着银漫矿业实现了全面复工复产。2022年是公司全面复产的第一个完整年，全年共实现营收20.86亿元，同比增加3.84%；实现归母净利润1.74亿元，同比减少29.44%。归母净利润的下降主要由于计提坏账准备和资产减值准备合计8441.6万元。

图4：公司营收及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司拥有丰富的上游矿山资源储备

公司旗下共有8家矿业子公司，拥有多个采矿权和探矿权。子公司中，融冠矿业为所在地的龙头企业，银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，盈利能力较强。随着公司旗下在建矿山的陆续投产，公司的持续经营能力将进一步增强。从子公司贡献的利润来看，2022年银漫矿业净利润2.02亿元、融冠矿业净利润1.82亿元、乾金达矿业利润0.30亿元，为公司盈利能力最强的三家子公司。

表1：2022 年公司主要矿业子公司经营情况（按净利润排序，单位：百万元）

子公司简称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
银漫矿业	有色金属采选	4,042.52	2,439.04	1,029.43	242.25	202.05
融冠矿业	有色金属采选	1,111.41	512.73	597.86	234.54	181.52
乾金达矿业	有色金属采选	796.08	335.00	191.57	42.20	30.32
荣邦矿业	有色金属采选	430.36	98.42	119.58	2.10	5.00
亿通矿业	多金属矿勘探	14.67	11.45		-0.03	-0.03
锐能矿业	有色金属采选	355.79	154.87	0.00	-11.97	-9.11
锡林矿业	有色金属采选	430.27	256.96	143.02	-30.69	-24.24
唐河时代	有色金属采选	724.37	182.96		-84.74	-63.88

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司拥有优质且充足的矿产资源储备。多年来，公司通过整合矿山资源一跃成为国内具有重要影响力的银锌锡矿产公司。截至 2022 年底，公司拥有银储量 9988 金属吨、锡储量 19.6 万金属吨、锌储量 191.7 万金属吨。据 USGS、国土资源部等方面公开发布的数据，2022 年中国白银基础储量 7.1 万吨、锡金属资源储量 72 万吨，公司保有的银、锡资源量分别占国内总储量的 14.1%、27.2%，在国内公司中分别排名第一、第二（锡资源储量少于锡业股份），具有较强的行业影响力。

表2：公司矿山资源情况（截至 2022 年底）

	单位	锡林矿业	融冠矿业	银漫矿业			乾金达矿业	荣邦矿业		锐能矿业	唐河时代	合计
				铅锌系统	铜锡系统	伴生		主产	伴生			
矿石量	万吨	1,019.5	1,173.1	1,599.0	4,269.9		257.7	1,060.7		462.6	9,754.9	19,597.3
银	储量	金属吨	92.3	2,339.2	6,259.7		638.7	147.3	379.1	131.8		9,988.0
	品位	g/t		181.8	195.4			111.0	43.6	28.5		-
	品位	g/t										-
锡	储量	万金属吨			19.6							19.6
	品位	%			0.74%							-
铅	储量	万金属吨		14.0		13.6	14.5	3.8	0.8	9.9		56.7
	品位	%		1.65%		0.32%	5.63%	1.17%	0.33%	2.13%		-
锌	储量	万金属吨	22.4	52.4	48.9	21.7	14.0	14.0	0.5	17.8		191.7
	品位	%	2.20%	5.42%	3.51%	2.78%	5.42%	1.65%	0.68%	3.85%		-
铁	储量	万金属吨	292.9	314.8								
	品位	%	28.73%	29.86%								
铜	储量	万金属吨			2.5		0.6	0.8	0.2		11.8	15.8
	品位	%			0.52%			0.62%	0.22%		0.12%	-
镍	储量	万金属吨									32.8	32.8
	品位	%									0.34%	-
金	储量	金属吨							166.1			166.1
	品位	g/t							0.19			-
锑	储量	万金属吨				18.8						18.8
	品位	%				0.32%						-
钨	储量	金属吨	83.3			988.3						1,071.7
	品位	g/t				16.84						-
钼	储量	吨				9,390.2						9,390.2
	品位	g/t				0.02%						-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 银漫技改后产量将连续上台阶，为公司业绩带来弹性

➤ 技改背景

银漫矿业拥有两个采选系统，即铅锌系统和铜锡系统；拥有 I、III、IV 三个区的开采主矿体，其中 I、IV 区开采主矿体供应铅锌系统；III 区开采主矿体供应铜锡系统。本次技改主要针对供应铜锡系统的 III 区主要矿体。2021 年以来，银漫矿业在矿山地质勘察方面投入了大量心血，重点查明 III 区开采主矿体 800m-690m 标高和 690m 标高以下范围地质特征及变化规律，取得了阶段性勘查成果。

基于这些成果，为进一步明晰主要矿体在空间上的地质变化特征，银漫矿业与北矿院、广州院合作，针对III区主要矿体开展了矿石矿物学研究工作，包括：光谱分析、主要化学成分分析、矿石中锡、银、铜、铅、锌元素物相分析、矿石结构构造研究、矿石主要矿物组成及相对含量研究等。通过这些矿物学工作，查清了矿区深部（800m标高以下）主要矿体的矿物组成、含量及矿石结构构造等典型地质特征。

➤ 技改目的

银漫矿业是国内罕见以锡、银为主，共伴生铅、锌、铜、锑的复杂难选矿石。此前银漫矿业主要开采的是800米标高以上的低锡高硫型难选矿石，锡的入选品位为0.6-0.7%。自2023年起，银漫矿业拟开采800m-690m标高、矿石性质为富锡低硫型的原矿，锡的入选品位为1.2-1.4%，与以往所采浅部矿石的选矿方式存在差异，若仍采用以往的选矿技术，会造成选矿回收率低的问题。

为使银漫矿业的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，银漫矿业与北矿院、中国矿业大学（北京）、广州院等科研院所组建专项科研团队，提出“智能抛废-强化分级-优先选硫-分级重选-高效脱泥-微细粒机柱联合”工艺及设备创新集成优化方案。目前，此次技改的前期科研技术储备及初步试验研究工作已完成，因接下来的技改施工项目与生产系统相互制约，故需要进行停产技改。此次技改项目包括锡石浮选改造项目以及原矿石智能抛废项目。技改完成后，银漫矿业锡的回收率将由50%提高到60%，未来将逐步提高至70%。

表3：银漫矿业产量及本次技改后产量预测

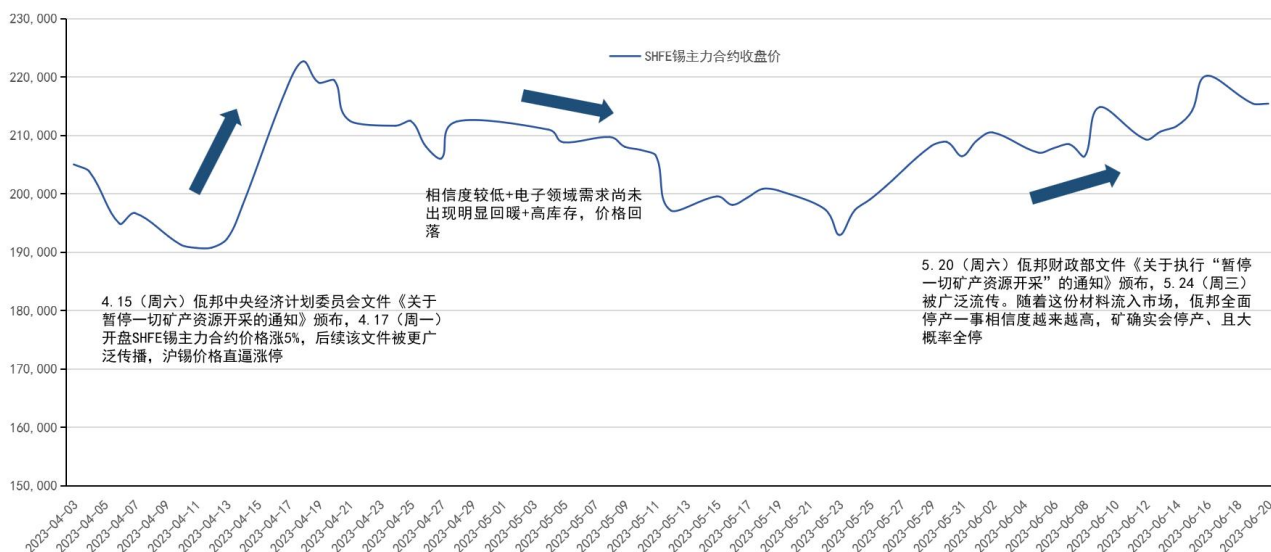
产品	单位	2021年度各金属产量	2022年度各金属产量	2023年度分季度各金属预计产量（本次技改后）				
				一季度	二季度	三季度	四季度	2023年合计
锌金属	吨	4,912	6,814	2,307	2,558	2,482	3,319	10,666
银金属	吨	68	118	30	32	28	42	132
铅金属	吨	1,068	1,358	559	542	630	469	2,200
铜金属	吨	946	1,869	404	274	309	970	1,957
锑金属	吨	248	860	341	426	503	352	1,622
锡金属	吨	1,161	2,758	555	738	1,276	3,583	6,152
锡次金属	吨	311	284	61	81	264	237	643

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 锡行业供给侧逻辑：停产将成为今年锡行业供给侧贯穿全年的主题

按时间顺序梳理今年年初至年末已经发生/即将发生的停产：1）2023.1.12-2023.3.15，秘鲁全国唯一的锡矿——明苏公司旗下的圣拉斐尔锡矿，因当地爆发反政府抗议活动而停止矿山开采，为期2个月，影响3000吨左右的供应量。2）2023.6.9-2023.7.10，我国兴业银锡旗下银漫矿业因技改原因停产，为期1个月，根据公司产量指引，影响393吨左右的锡供给（测算方法：二季度819吨+三季度1540吨，平均到6个月）。3）2023.8.1-？，缅甸佤邦地区停产，由于佤邦占缅甸锡供应的95%，因此佤邦停产可理解为缅甸停产。按照2022年数据测算，佤邦地区产量3.1万吨，占全球锡供应的8%、矿端（不考虑二次资源）供应的10%，此次停产缺口巨大，假设今年8月-12月全部停产，停100%，则单缅甸一国就会产生1.3万吨供给缺口。

图6：今年4月以来沪锡收盘价走势复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

矿山品位下降，开采成本上升。除停产外，全球来看，锡的供应还存在着普遍的品位下降、成本上升的问题，且这一趋势是不可逆的。国际锡业协会 ITA 数据统计，2022 年全球锡矿现金成本曲线 90 分位线成本为 23171 美金/吨，相比 2020 年增长 36.31%，全球锡矿完全成本曲线 90 分位线成本为 25581 美金/吨，相比 2020 年增长 25.12%，目前 LME 锡价在 26000-27000 美金/吨之间，所以有较强的成本支撑。另外 ITA 预计，全球锡矿完全成本曲线 90 分位线成本 2027 年将进一步提升至 33800 美金/吨，相比 2022 年增长 32.13%，2030 年将进一步提升至 68547 美金/吨，相比 2022 年增长 1.5 倍以上。

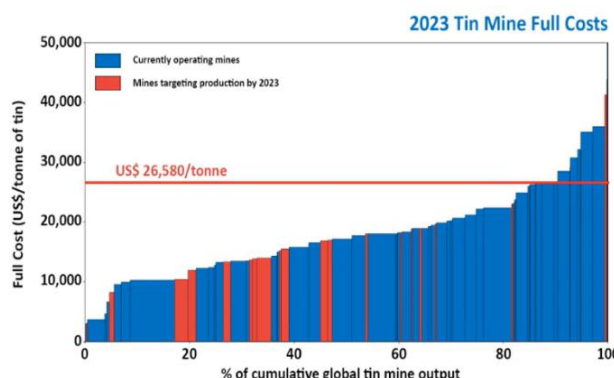
图7：全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升

Points on cost distribution					
	2010		2020		2030
NBP Cash Costs					
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625	
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964	
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290	
NBP Full Costs					
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158	
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408	
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974	
NBP Cash Costs (Real 2022)					
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114	
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434	
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089	
NBP Full Costs (Real 2022)					
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141	
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888	
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547	
US Inflation Index	0,74	0,87	1,00	1,27	

Data: ITA Tin Production Cost Model. Costs per tonne of contained tin, net of by-product revenue (NBP). Assumes projects proceed as scheduled.

资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图8：2023 年全球锡矿开采完全成本曲线



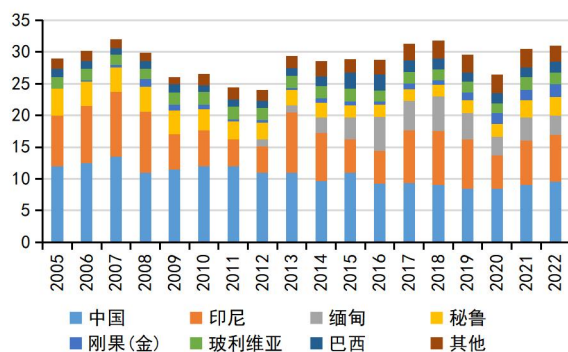
资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

全球锡的主要供应国中，中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主；东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以砂锡矿、中小型矿为主；南美洲地区过去是全球主要的产锡地区，但由于以往过度开采导致该区目前开采锡资源的品位不断下降；非洲地区（刚果（金）、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加；俄罗斯

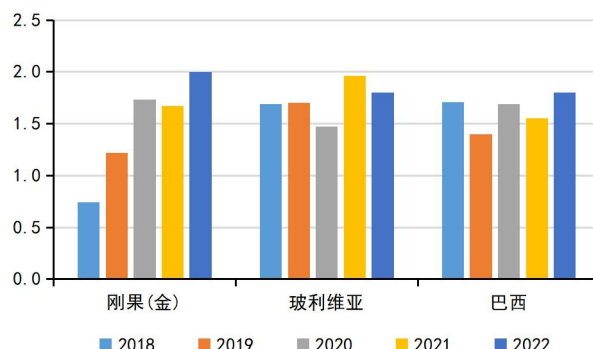
锡资源储量较丰富但投资建设条件相对较差；澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力，但大部分锡矿项目都要到 2025 年之后才能投产；而北美洲地区（美国、加拿大等）锡资源相对贫乏，但也在积极开展勘查研究工作。USGS 数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在 30 万吨上下的水平，但由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，或导致锡矿供给减少。

图9：全球锡矿产量（吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图10：刚果(金)、玻利维亚、巴西近五年锡矿产量（万吨）

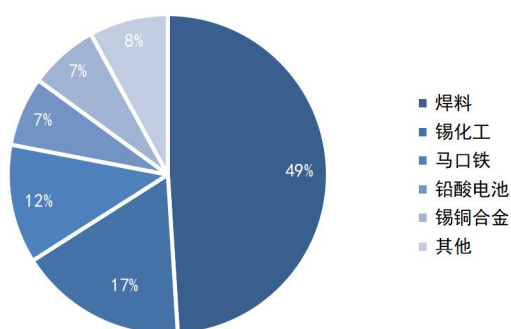


资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

◆ 锡行业需求侧逻辑：半导体回暖有望带动锡价上行

从历史经验来看，锡价是以需求为主导的。锡焊料是最主要的消费领域，2021 年在全球锡消费中的占比高达 49%；锡化工为第二大的锡消费领域，占比 17%；马口铁、铅酸电池、锡铜合金的占比分别为 12%、7%、7%。分地区来看，亚洲是最主要的消费地区，2021 年消费占比为 71%；其中，中国是最主要的锡消费国家，2021 年占比为 47%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。

图11：全球锡消费产品分布



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图12：全球半导体销售额与 LME 锡收盘价对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新能源领域用锡也能够拉动锡消费。新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1）光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为 72 吨/GW，预计 2023 年光伏用锡 2.5 万吨，占锡消费 6%，2025 年或达 4.2 万吨，占锡消费 10%；2）新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约 700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

◆ 供需平衡表

假设今年佤邦停产时间持续 3 个月，在此期间完全停止矿山开采，我们预计 2023 年全球精锡供需约有 1.9

万吨左右的缺口，锡价中枢有望稳步抬升。

表4：全球精锡供需平衡测算（单位：万吨）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
需求合计	38.9	38.2	39.7	41.4	42.8
YOY	7.3%	-2.0%	4.1%	4.2%	3.5%
锡焊料	19.1	18.8	20.3	21.6	22.9
锡化工	6.6	6.3	6.6	6.8	6.9
镀锡板	4.7	4.6	4.5	4.6	4.6
铅酸电池	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
锡铜合金	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
其他	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
供给合计	38.1	38.1	38.1	38.8	39.9
YOY	12.1%	0.0%	0.0%	1.7%	2.8%
增量：					
中国			0.3	0.3	0.3
印尼			0	0	0
缅甸			-0.8	0.8	0
秘鲁			-0.3	0.3	0
刚果(金)			0	0.4	0.4
玻利维亚			0	0	0
巴西			0.1	0.3	0
其他国家			0.2	0.2	0.2
回收			0.2	0.2	0.2
全球平衡（供给-需求）	-0.8	-0.1	-1.9	-1.1	-1.5

资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理与预测

◆ 盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

表5：公司核心产品销量和营收假设

	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售量										
锌精粉	吨	72,373	62,980	44,697	35,812	39,746	46,061	52,000	55,000	55,000
铁精粉	吨	442,495	605,990	385,688	427,127	321,456	316,977	410,000	410,000	410,000
铅精粉	吨	1,296	1,174	1,930	1,310	11,139	5,596	14,000	14,000	14,000
锡精粉	吨	2,142	4,503	400	787	1,344	2,261	6,152	14,332	14,332
低品位锡精粉	吨	803	1,277	140	259	432	277	643	1,056	1,056
银精粉	吨							195	300	300
铜精粉	吨							2,100	3,700	3,700
锑精粉	吨							1,622	2,000	2,000
单位价格										
锌精粉	元/吨	14,898	16,189	10,299	10,723	14,646	16,767	12,579	13,563	13,794
铁精粉	元/吨	402	379	468	597	826	625	683	711	673
铅精粉	元/吨	35,569	33,265	30,141	39,441	39,261	34,558	10,535	10,568	10,558
锡精粉	元/吨	101,789	107,089	107,953	114,423	165,455	191,567	169,628	165,487	174,690
低品位锡精粉	元/吨	45,038	52,956	53,879	57,682	67,137	67,862	110,177	116,814	116,814
银精粉	元/kg							4,218	4,047	4,011
铜精粉	元/吨							51,217	51,212	51,069
锑精粉	元/吨							58,598	53,737	56,136
单位毛利										
锌精粉	元/吨	9,481	10,127	5,332	5,280	7,385	7,578	7,848	8,831	9,063
铁精粉	元/吨	237	220	228	285	401	297	426	455	416
铅精粉	元/吨	11,158	22,606	18,681	21,566	22,503	9,333	6,572	6,606	6,596
锡精粉	元/吨	75,746	68,091	43,992	59,679	74,043	88,390	69,492	79,255	86,948
低品位锡精粉	元/吨	30,790	34,164	3,952	29,008	31,656	32,395	32,029	36,160	39,416

银精粉	元/kg							2,631	3,070	3,072
铜精粉	元/吨							31,952	38,841	39,112
锑精粉	元/吨							36,557	40,756	42,993
营业收入										
锌精粉	百万元	1,078	1,020	460	384	582	772	654	746	759
铁精粉	百万元	178	230	181	255	266	198	280	292	276
铅精粉	百万元	46	39	58	52	437	193	147	148	148
锡精粉	百万元	218	482	43	90	222	433	1,044	2,372	2,504
低品位锡精粉	百万元	36	68	8	15	29	19	71	123	123
银精粉	百万元							822	1,214	1,203
铜精粉	百万元							108	189	189
锑精粉	百万元							95	107	112
其他	百万元	79	12	4	9	13	6	9	9	8
合计	百万元	2,111	2,439	874	940	2,009	2,086	3,231	5,201	5,322

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测（注：铋、钨、硫产品 2022 年不进行销售，因此未在表中体现）

根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 32.31/52.01/53.22 亿元，同比增速 54.87%/61.00%/2.33%；实现归母净利润 8.27/17.49/18.23 亿元，同比增速 375.31%/111.56%/4.25%；EPS 分别为 0.45/0.95/0.99，当前股价对应 PE 分别为 20.8/9.8/9.4 倍。

◆ 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源。公司的全资子公司银漫矿业是国内罕见以锡、银为主，共伴生铅、锌、铜、锑的矿石，此次技改完成后锡的回收率将由 50% 提高到 60%，未来将逐步提高至 70%，产量将连续上台阶，为公司业绩带来弹性。基于此，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

公司资源开发进展不达预期的风险；全球资源端供给增加超预期的风险；缅甸停产低于预期的风险；金属价格大幅波动的风险；国外货币政策边际放缓幅度不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	136	294	434	644	2086	营业收入	2009	2086	3231	5201	5322
应收款项	43	39	61	132	135	营业成本	1020	1158	1215	1256	1246
存货净额	324	413	358	253	245	营业税金及附加	133	138	175	282	289
其他流动资产	70	34	52	31	32	销售费用	2	2	3	4	4
流动资产合计	574	780	905	1060	2498	管理费用	342	258	485	1040	1064
固定资产	4008	4526	4477	4400	4297	研发费用	0	75	98	158	162
无形资产及其他	3110	2997	2877	2757	2637	财务费用	157	149	250	403	413
投资性房地产	880	856	856	856	856	投资收益	(4)	(8)	(19)	0	0
						资产减值及公允价值变动	(0)	(85)	(3)	0	0
长期股权投资	482	466	449	444	438	其他收入	36	(73)	1	0	0
资产总计	9054	9624	9564	9517	10726	营业利润	388	215	983	2057	2145
短期借款及交易性金融负债	1147	1648	1171	1322	1380	营业外净收支	(31)	(32)	(38)	0	0
应付款项	673	1122	971	78	76	利润总额	357	182	945	2057	2145
其他流动负债	528	558	660	253	252	所得税费用	110	8	118	309	322
流动负债合计	2348	3328	2802	1653	1708	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	828	273	273	273	273	归属于母公司净利润	246	174	827	1749	1823
其他长期负债	507	467	427	376	325	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	1335	740	700	649	598		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3683	4068	3502	2302	2306	净利润	246	174	827	1749	1823
少数股东权益	6	6	6	6	5	资产减值准备	(35)	120	7	(1)	(2)
股东权益	5365	5551	6056	7209	8414	折旧摊销	301	338	558	598	626
负债和股东权益总计	9054	9624	9564	9517	10726	公允价值变动损失	0	85	3	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	157	149	250	403	413
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(141)	535	(66)	(1297)	(52)
每股收益	0.13	0.09	0.45	0.95	0.99	其它	35	(120)	(112)	(101)	(100)
每股红利	0.08	0.08	0.12	0.27	0.28	经营活动现金流	407	1132	1217	948	2294
每股净资产	2.92	3.02	3.30	3.92	4.58	资本开支	0	(748)	(400)	(400)	(400)
ROIC	4.86%	6.16%	13%	24%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.59%	3.13%	12%	23%	20%	投资活动现金流	5	(732)	(384)	(394)	(394)
毛利率	49%	44%	62%	76%	77%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	22%	35%	45%	46%	负债净变化	(337)	273	0	0	0
EBITDA Margin	40%	38%	52%	57%	58%	支付股利、利息	(147)	(140)	(217)	(494)	(516)
收入增长	114%	4%	55%	61%	2%	其它融资现金流	557	(508)	(477)	151	58
净利润增长率	-234%	-29%	315%	128%	5%	融资活动现金流	(410)	(242)	(693)	(343)	(458)
资产负债率	41%	42%	37%	24%	22%	现金净变动	2	158	140	211	1442
股息率	0.9%	0.8%	1.3%	3.0%	3.1%	货币资金的期初余额	134	136	294	434	644
P/E	67.9	96.2	20.2	9.6	9.2	货币资金的期末余额	136	294	434	644	2086
P/B	3.1	3.0	2.8	2.3	2.0	企业自由现金流	0	558	1085	891	2245
EV/EBITDA	25.1	26.2	12.0	6.5	6.2	权益自由现金流	0	323	548	993	2268

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032