

# 兴业银锡 (000426. SZ)

## 内生技改提升产量，外延并购储备资源

买入

### 核心观点

**公司 2023H1 营收同比增速 24%，归母净利润同比增速 3%。**公司 2023 年上半年实现营业收入 12.46 亿元（同比+23.88%），归母净利润 1.33 亿元（同比+3.03%），扣非归母净利润 1.58 亿元（同比持平）。其中二季度单季营收 7.87 亿元（环比+71.47%），归母净利润 1.19 亿元（环比+747.51%），扣非归母净利润 1.34 亿元（环比+480.23%）。公司二季度单季归母净利润大幅提升，主要由于今年一季度生产经营受到疫情和春节放假等因素影响，二季度产量和成本均有所恢复。

**银漫技改顺利进行，锡、银产量有望连续上台阶。**公司的全资子公司银漫矿业于 6 月 9 日停产技改，并已于 7 月 10 日正式恢复生产。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，目的是提高矿石入选品位和选矿回收率。目前，银漫矿业锡选矿回收率已经由 50% 提升至 60%，未来将逐步提高至 70%。2023 年上半年公司毛利结构中，银精粉占比 28.52%，锡精粉占比 25.73%，技改后银、锡在公司所有矿产品种中的地位将逐渐提升。

**收购博盛矿业，整合优质矿产资源。**博盛矿业拥有邦布岩金矿的一宗采矿权和一宗探矿权，是西藏地区为数不多拥有金矿采矿权证的企业之一，同时博盛矿业拥有配套选矿厂和尾矿库，具备成熟的生产条件。2023 年 5 月，公司完成了对博盛矿业 70% 股权的收购，交易对价 2.8 亿元，此次收购可为公司下一步推进该区域金矿资源的战略整合提供重要条件。

**交易所显性库存持续下降，看好长期锡价中枢抬升。**缅甸佤邦政府于今年 4 月发布文件称将于 8 月 1 日起全面停止矿山资源开采，6 月后由于需求尚未明显复苏+锡价一路走高，下游企业囤货意愿降低，交易所显性库存不断抬升，并于 8 月 4 日达到了 2019 年以来的新高。随后库存连续三周下降，表明佤邦停产造成的影响逐渐显现。8 月 21 日，佤邦政府再度发文，宣布继续关停探矿和采矿环节，且工矿局由中央经济计划委员会直管，进一步坚定态度。预计半导体在今年 Q4-明年 Q1 筑底回暖，锡价随之将迎来上行周期。

**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。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入 32.31/52.01/53.22 亿元，同比增速 54.87%/61.00%/2.33%；归母净利润 8.27/17.49/18.23 亿元，同比增速 375.31%/111.56%/4.25%；摊薄 EPS 分别为 0.45/0.95/0.99，当前股价对应 PE 分别为 18.5/8.7/8.4x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,009	2,086	3,231	5,201	5,322
(+/-%)	113.7%	3.8%	54.9%	61.0%	2.3%
净利润(百万元)	246	174	827	1749	1823
(+/-%)	-234.1%	-29.4%	315.2%	128.1%	4.5%
每股收益(元)	0.13	0.09	0.45	0.95	0.99
EBIT Margin	25.5%	21.8%	35.1%	45.0%	45.8%
净资产收益率(ROE)	4.6%	3.1%	11.9%	22.8%	20.5%
市盈率(PE)	61.9	87.8	18.5	8.7	8.4
EV/EBITDA	23.3	24.4	11.1	6.0	5.7
市净率(PB)	2.85	2.75	2.52	2.12	1.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：马可远  
010-88005312 0755-81982439  
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn  
S0980520040001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.48 元
总市值/流通市值	15579/12532 百万元
52 周最高价/最低价	10.18/5.42 元
近 3 个月日均成交额	178.09 百万元

#### 市场走势



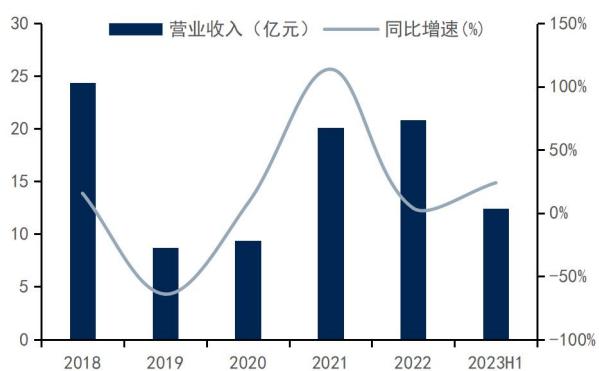
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《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》——2023-06-26

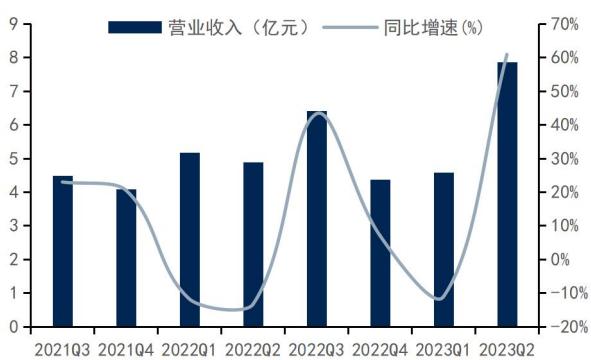
**公司 2023H1 营收同比增速 24%，归母净利润同比增速 3%。**公司披露 2023 年半年报：2023 年上半年实现营业收入 12.46 亿元（同比+23.88%），归母净利润 1.33 亿元（同比+3.03%），扣非归母净利润 1.58 亿元（同比持平）。其中二季度单季营收 7.87 亿元（环比+71.47%），归母净利润 1.19 亿元（环比+747.51%），扣非归母净利润 1.34 亿元（环比+480.23%）。公司 2023 年上半年业绩增速亮眼，其中二季度单季归母净利润大幅提升，环比增速 7.5 倍，主要由于今年一季度生产经营受到疫情和春节放假等因素影响，二季度产量和成本均有所恢复。

图1：兴业银锡营业收入及增速（单位：亿元、%）



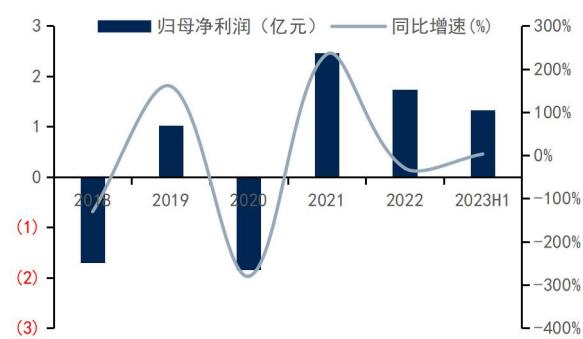
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：兴业银锡单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



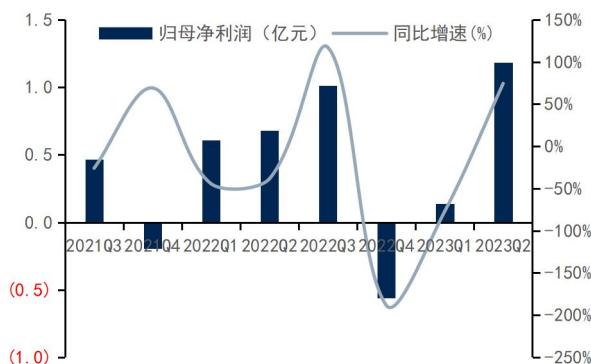
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：兴业银锡归母净利润及增速（单位：亿元、%）

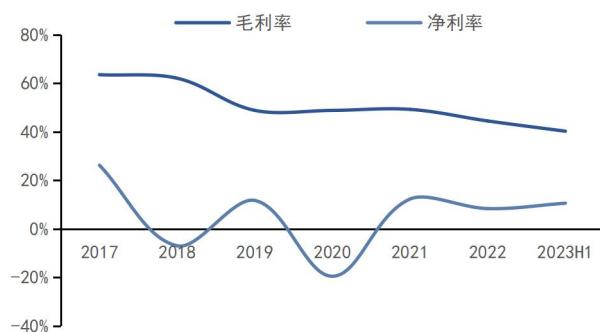


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

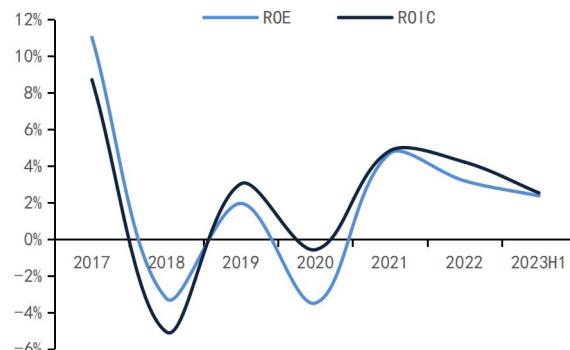
图4：兴业银锡单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图5：兴业银锡毛利率、净利率变化情况（%）**


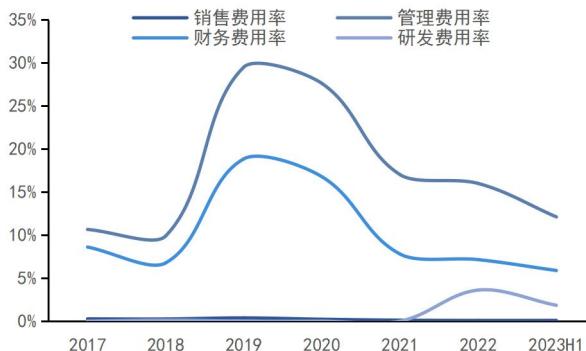
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：兴业银锡 ROE、ROIC 变化情况（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图7：兴业银锡资产负债率（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**图8：兴业银锡期间费用率（%）**


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**银漫技改顺利进行，产量有望连续上台阶。**公司的全资子公司银漫矿业于6月9日起停产技改，并于7月10日正式恢复生产。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。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，进一步提高选矿回收率和矿石入选品位。目前，银漫矿业锡选矿回收率已经由50%提升至60%，未来将逐步提高至70%。2023年上半年公司营收结构中，锌精粉占比26.15%，银精粉占比27.97%，锡精粉占比22.05%；毛利结构中，锌精粉占比23.66%，银精粉占比28.52%，锡精粉占比25.73%。未来银、锡在公司所有矿产品种中的地位将逐渐提升。

**收购博盛矿业，整合优质矿产资源。**博盛矿业拥有邦布岩金矿的一宗采矿权和一宗探矿权，是西藏地区为数不多拥有金矿采矿权证的企业之一，同时博盛矿业拥有配套选矿厂和尾矿库，具备成熟的生产条件。2023年5月，公司完成了对博盛矿业70%股权的收购，交易对价2.8亿元，此次收购可为公司下一步推进该区域金矿资源的战略整合提供重要条件。

**交易所显性库存持续下降，看好长期锡价中枢抬升。**缅甸佤邦政府于今年4月15日发布红头文件《关于暂停一切矿产资源开采的通知》，称将于8月1日起全面停止矿山资源开采。6月后，由于半导体需求尚未明显复苏，加之锡价一路走高，产业链下游企业囤货意愿降低，隐性库存逐渐显性化，交易所显性库存(LME+SHFE)不断抬升，并于8月4日达到了2019年以来的最高值，高价+高库存的异常走势已然成为常态。随后，库存连续三周下降，表明佤邦停产造成的影响逐渐显现。8月21日，佤邦政府再度出台文件，宣布恢复选矿，但探矿和采矿继续关停，并由执行中央经济计划委员会决定的负责人带队实地检查，以确认是否关停；且工矿局不再隶属财政部，由中央经济计划委员会直管，进一步坚定了态度。由于锡独特的可焊接性，全球来看50%左右的需求结构是用作焊料，因此其需求和半导体需求的相关性非常高，预计半导体在今年Q4-明年Q1开始筑底回暖，锡价随之将迎来上行周期。

**投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**预计公司2023-2025年营业收入32.31/52.01/53.22亿元，同比增速54.87%/61.00%/2.33%；归母净利润8.27/17.49/18.23亿元，同比增速375.31%/111.56%/4.25%；摊薄EPS分别为0.45/0.95/0.99，当前股价对应PE分别为18.5/8.7/8.4x。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，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS			PE			PB	总市值 亿元
		2023/8/28	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E		
000426.SZ	兴业银锡	8.3	0.1	0.4	1.0	1.0	88.1	18.5	8.8	8.4	2.8
可比公司：											153.2
000960.SZ	锡业股份	14.1	0.8	1.6	1.8	2.1	17.2	8.8	7.7	6.8	1.4
600301.SH	华锡有色	15.2	0.1	1.1	1.3	1.5	190.0	13.5	11.6	10.2	3.9
											231.4
											96.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	136	294	434	644	2086	<b>营业收入</b>	<b>2009</b>	<b>2086</b>	<b>3231</b>	<b>5201</b>	<b>5322</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>574</b>	<b>780</b>	<b>905</b>	<b>1060</b>	<b>2498</b>	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
长期股权投资	482	466	449	444	438	资产减值及公允价值变动	(0)	(85)	(3)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9054</b>	<b>9624</b>	<b>9564</b>	<b>9517</b>	<b>10726</b>	其他收入	36	(73)	1	0	0
短期借款及交易性金融负债	1147	1648	1171	1322	1380	营业利润	388	215	983	2057	2145
应付款项	673	1122	971	78	76	营业外净收支	(31)	(32)	(38)	0	0
其他流动负债	528	558	660	253	252	<b>利润总额</b>	<b>357</b>	<b>182</b>	<b>945</b>	<b>2057</b>	<b>2145</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2348</b>	<b>3328</b>	<b>2802</b>	<b>1653</b>	<b>1708</b>	所得税费用	110	8	118	309	322
长期借款及应付债券	828	273	273	273	273	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	507	467	427	376	325	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>246</b>	<b>174</b>	<b>827</b>	<b>1749</b>	<b>1823</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1335</b>	<b>740</b>	<b>700</b>	<b>649</b>	<b>598</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3683</b>	<b>4068</b>	<b>3502</b>	<b>2302</b>	<b>2306</b>	<b>净利润</b>	<b>246</b>	<b>174</b>	<b>827</b>	<b>1749</b>	<b>1823</b>
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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9054</b>	<b>9624</b>	<b>9564</b>	<b>9517</b>	<b>10726</b>	公允价值变动损失	0	85	3	0	0
						财务费用	157	149	250	403	413
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>407</b>	<b>1132</b>	<b>1217</b>	<b>948</b>	<b>2294</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>5</b>	<b>(732)</b>	<b>(384)</b>	<b>(394)</b>	<b>(394)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(410)</b>	<b>(242)</b>	<b>(693)</b>	<b>(343)</b>	<b>(458)</b>
资产负债率	41%	42%	37%	24%	22%	<b>现金净变动</b>	<b>2</b>	<b>158</b>	<b>140</b>	<b>211</b>	<b>1442</b>
股息率	1.0%	0.9%	1.4%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	134	136	294	434	644
P/E	61.9	87.8	18.5	8.7	8.4	货币资金的期末余额	136	294	434	644	2086
P/B	2.8	2.8	2.5	2.1	1.8	企业自由现金流	0	558	1085	891	2245
EV/EBITDA	23.3	24.4	11.1	6.0	5.7	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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