



## 买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：13.60

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

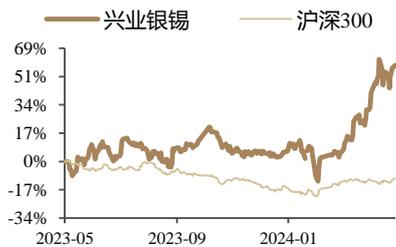
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

### 研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 20.46 | 54.37 | 53.15 |
| 相对涨幅(%) | 18.02 | 49.34 | 41.48 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《兴业银锡(000426.SZ)：银锡龙头，重新出发》，2023.11.9

# 兴业银锡(000426.SZ)：技改放量，23年归母净利大增457%

## 投资要点

- 事件：公司披露2023年报及2024年一季报。**公司全年实现营收37亿元，同比+77.67%；实现归母净利9.69亿元，同比+457.41%；实现扣非归母净利润10.24亿元，同比+410.11%，主要系子公司银漫矿业技改，锡林矿业和乾金达矿业增加矿石处理量，主要产品产量均实现大幅增长。公司2024Q1单季度实现营收7.64亿元，同比+66.51%，实现归母净利2.29亿元，同比+1539.37%，环比-46.21%。公司2023年度计划现金分红1.19亿元，股利支付率达12.32%。
- 公司主要产品产销量实现大幅增长。**销量上，2023年全年公司锌精粉销量5.55万吨，同比增长20.5%；铁精粉销量36万吨，同比增长13.59%；钼精粉销量152吨；铅精粉销量1.44万吨，同比增长158.16%；锡精粉销量6612吨，同比增长192.41%；锡次精粉销量2026吨，同比增长632.32%。价格上，2023年度锡、锌价格同比有所下降，铁、铅小幅增长。据我们测算，公司2023年锌精粉单吨售价13016元/吨，单吨成本7697元/吨，实现毛利5319元/吨（2022年7578元/吨），同比下降29.8%；铁精粉单吨售价637元/吨，单吨成本387元/吨，大幅上涨，实现毛利250元/吨（2022年297元/吨），同比下降15.9%；锡精粉单吨售价164105元/吨，单吨成本59620元/吨，实现毛利104486元/吨（2022年88390元/吨），同比上涨18.2%。
- 银漫技改顺利落地，乾金达矿石处理量增加。**银漫矿业2023年度实现净利润8.44亿元，同比增长317.57%，主要原因是：①选厂处理矿量高于2022年17.4万吨；②于2023年6月9日起进行选厂停产技改（采矿正常生产，未受影响），选矿工艺在原有的基础上增加锡石浮选，7月10日完成并投入使用，在原矿品位增加的同时（锡由2022年的0.76%提高到2023年的1.2%），锡石回收率由原来的44%提高至60%。乾金达矿业2023年度实现净利润1.76亿元，同比上涨480.64%，主要原因是2023年乾金达矿业采区二期工程投入生产后，采矿中段矿石量充足，能够实现全面采矿，生产经营状况将得到明显改善，能够为选矿作业提供充足的矿石供应，产成品产量、销售增加。
- 盈利预测。**公司银漫矿业等主力矿山的资源量丰富，未来产量增量明显持续释放利润。我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入54/56/57亿元，实现归母净利17.7/20.0/21.2亿元，同比增长82.6%/13.0%/5.9%。截至2024年4月29日，公司2024-2026年PE分别为14.12x、12.50x、11.80x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**银漫矿业技改效果不及预期；矿山安全事故风险；集团债务重整计划不及预期拖累公司经营；金属价格超预期下降。

**股票数据**

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股):     | 1,837.19   |
| 流通 A 股(百万股):  | 1,477.88   |
| 52 周内股价区间(元): | 7.57-13.91 |
| 总市值(百万元):     | 24,985.81  |
| 总资产(百万元):     | 11,349.28  |
| 每股净资产(元):     | 3.65       |

资料来源: 公司公告

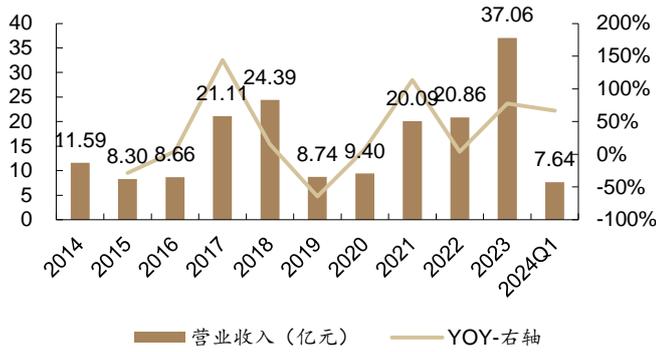
**主要财务数据及预测**

|             | 2022   | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2,086  | 3,706  | 5,364 | 5,618 | 5,742 |
| (+/-)YOY(%) | 3.8%   | 77.7%  | 44.7% | 4.7%  | 2.2%  |
| 净利润(百万元)    | 174    | 969    | 1,770 | 1,999 | 2,117 |
| (+/-)YOY(%) | -29.4% | 457.4% | 82.6% | 13.0% | 5.9%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.09   | 0.53   | 0.96  | 1.09  | 1.15  |
| 毛利率(%)      | 44.5%  | 52.9%  | 52.2% | 54.4% | 55.5% |
| 净资产收益率(%)   | 3.1%   | 15.0%  | 22.3% | 20.9% | 18.8% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

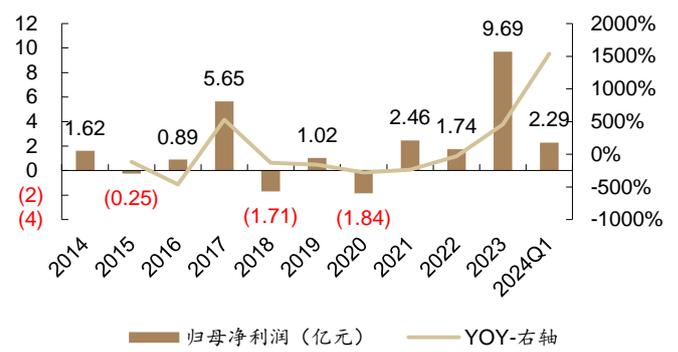
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



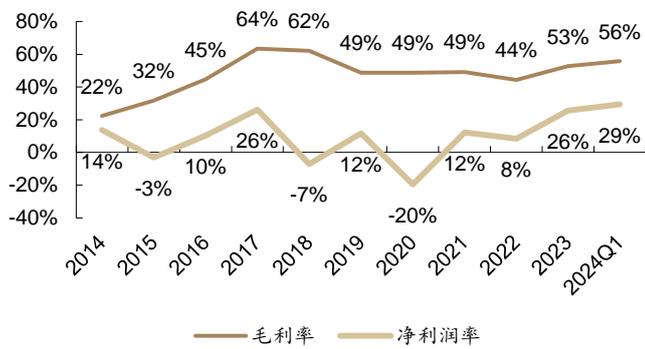
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



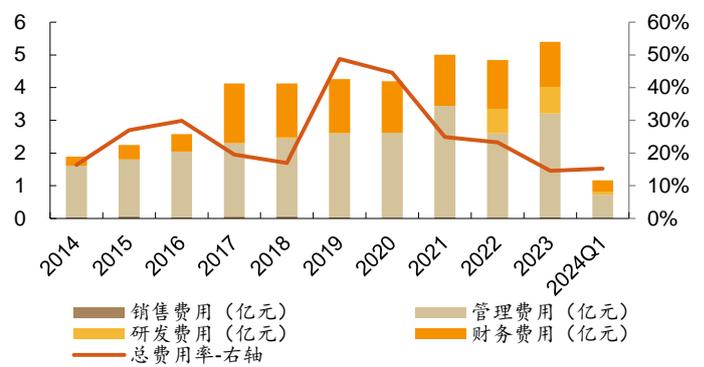
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司期间费用 (单位: 亿元) 及期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

注: 由于会计准则的变化, 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |       |       |       |
| 每股收益      | 0.53   | 0.96  | 1.09  | 1.15  |
| 每股净资产     | 3.53   | 4.33  | 5.22  | 6.12  |
| 每股经营现金流   | 0.95   | 0.95  | 1.27  | 1.17  |
| 每股股利      | 0.07   | 0.15  | 0.20  | 0.25  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 17.21  | 14.12 | 12.50 | 11.80 |
| P/B       | 2.58   | 3.14  | 2.61  | 2.22  |
| P/S       | 6.74   | 4.66  | 4.45  | 4.35  |
| EV/EBITDA | 9.85   | 11.54 | 9.70  | 8.60  |
| 股息率%      | 0.7%   | 1.1%  | 1.5%  | 1.8%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 52.9%  | 52.2% | 54.4% | 55.5% |
| 净利润率      | 25.7%  | 33.3% | 36.0% | 37.2% |
| 净资产收益率    | 15.0%  | 22.3% | 20.9% | 18.8% |
| 资产回报率     | 8.7%   | 14.3% | 14.3% | 13.5% |
| 投资回报率     | 14.3%  | 19.5% | 18.9% | 17.1% |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 77.7%  | 44.7% | 4.7%  | 2.2%  |
| EBIT 增长率  | 192.4% | 61.4% | 10.6% | 4.8%  |
| 净利润增长率    | 457.4% | 82.6% | 13.0% | 5.9%  |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 40.6%  | 34.5% | 30.3% | 27.1% |
| 流动比率      | 0.3    | 0.8   | 1.5   | 2.2   |
| 速动比率      | 0.2    | 0.7   | 1.4   | 2.0   |
| 现金比率      | 0.1    | 0.6   | 1.3   | 1.9   |
| 经营效率指标    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 0.7    | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转天数    | 71.1   | 40.0  | 40.0  | 40.0  |
| 总资产周转率    | 0.3    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 固定资产周转率   | 0.8    | 1.2   | 1.2   | 1.3   |

| 现金流量表(百万元) | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 969   | 1,770 | 1,999 | 2,117 |
| 少数股东损益     | -16   | 18    | 20    | 21    |
| 非现金支出      | 546   | 9     | -13   | -21   |
| 非经营收益      | 115   | 123   | 114   | 107   |
| 营运资金变动     | 135   | -168  | 208   | -69   |
| 经营活动现金流    | 1,750 | 1,751 | 2,329 | 2,154 |
| 资产         | -656  | 52    | 58    | 55    |
| 投资         | -280  | 49    | 50    | 45    |
| 其他         | -14   | -23   | -26   | -26   |
| 投资活动现金流    | -950  | 78    | 82    | 74    |
| 债权募资       | -545  | -85   | -200  | 10    |
| 股权募资       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -38   | -372  | -452  | -536  |
| 融资活动现金流    | -583  | -457  | -652  | -526  |
| 现金净流量      | 217   | 1,373 | 1,759 | 1,702 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 3,706 | 5,364 | 5,618 | 5,742 |
| 营业成本        | 1,746 | 2,566 | 2,561 | 2,555 |
| 毛利率%        | 52.9% | 52.2% | 54.4% | 55.5% |
| 营业税金及附加     | 218   | 215   | 225   | 230   |
| 营业税金率%      | 5.9%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  |
| 营业费用        | 3     | 5     | 6     | 6     |
| 营业费用率%      | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 管理费用        | 317   | 322   | 337   | 344   |
| 管理费用率%      | 8.6%  | 6.0%  | 6.0%  | 6.0%  |
| 研发费用        | 82    | 107   | 112   | 115   |
| 研发费用率%      | 2.2%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| EBIT        | 1,333 | 2,151 | 2,380 | 2,495 |
| 财务费用        | 137   | 93    | 68    | 43    |
| 财务费用率%      | 3.7%  | 1.7%  | 1.2%  | 0.7%  |
| 资产减值损失      | -38   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | -18   | -24   | -26   | -26   |
| 营业利润        | 1,138 | 2,035 | 2,287 | 2,427 |
| 营业外收支       | -66   | -4    | -4    | -4    |
| 利润总额        | 1,072 | 2,031 | 2,283 | 2,423 |
| EBITDA      | 1,832 | 2,160 | 2,367 | 2,474 |
| 所得税         | 118   | 244   | 263   | 285   |
| 有效所得税率%     | 11.1% | 12.0% | 11.5% | 11.8% |
| 少数股东损益      | -16   | 18    | 20    | 21    |
| 归属母公司所有者净利润 | 969   | 1,770 | 1,999 | 2,117 |

| 资产负债表(百万元) | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 339    | 1,694  | 3,453  | 5,154  |
| 应收账款及应收票据  | 254    | 215    | 225    | 251    |
| 存货         | 276    | 294    | 275    | 293    |
| 其它流动资产     | 54     | 91     | 59     | 95     |
| 流动资产合计     | 924    | 2,294  | 4,012  | 5,794  |
| 长期股权投资     | 404    | 365    | 315    | 270    |
| 固定资产       | 4,382  | 4,466  | 4,533  | 4,580  |
| 在建工程       | 426    | 278    | 163    | 78     |
| 无形资产       | 4,159  | 4,159  | 4,159  | 4,159  |
| 非流动资产合计    | 10,160 | 10,046 | 9,947  | 9,865  |
| 资产总计       | 11,083 | 12,340 | 13,958 | 15,659 |
| 短期借款       | 384    | 284    | 84     | 94     |
| 应付票据及应付账款  | 903    | 537    | 623    | 669    |
| 预收账款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其它流动负债     | 1,666  | 1,881  | 1,961  | 1,926  |
| 流动负债合计     | 2,953  | 2,701  | 2,668  | 2,689  |
| 长期借款       | 1,149  | 1,149  | 1,149  | 1,149  |
| 其它长期负债     | 396    | 411    | 411    | 411    |
| 非流动负债合计    | 1,545  | 1,560  | 1,560  | 1,560  |
| 负债总计       | 4,498  | 4,261  | 4,227  | 4,249  |
| 实收资本       | 1,837  | 1,837  | 1,837  | 1,837  |
| 普通股股东权益    | 6,476  | 7,952  | 9,584  | 11,241 |
| 少数股东权益     | 110    | 127    | 148    | 169    |
| 负债和所有者权益合计 | 11,083 | 12,340 | 13,958 | 15,659 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；           | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。