

# 兴业银锡 (000426.SZ)

## 技改效果显著, 2023 年利润同增四倍以上

买入

### 核心观点

**2023 年实现归母净利润 9.69 亿元, 同比增加 4.6 倍。**公司 2023 年实现营收 37.06 亿元, 同比+66.51%; 实现归母净利润 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%。2024Q1, 公司实现营收 7.64 亿元, 同比+66.51%, 环比-40.35%; 实现归母净利润 2.29 亿元, 同比+1539.37%, 环比-46.21%; 实现扣非归母净利润 2.28 亿元, 同比+885.29%, 环比-50.33%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.65 元(含税), 现金分红总额约 1.19 亿元, 占公司 2023 年归母净利润的 12.32%。

**盈利能力稳步提升, 资产负债率保持稳定。**2023 年, 公司销售毛利率为 52.88%, 同比提升 8.41pct; 销售净利率为 25.72%, 同比提升 17.39pct; 期间费用率为 14.55%, 同比下降 8.67pct, 期间费用率显著改善。2024Q1, 公司销售毛利率为 55.91%, 同比+18.31%, 环比-5.34%; 销售净利率为 29.42%, 同比+26.37%, 环比-3.21%。截至 2024 年 3 月 31 日, 公司的资产负债率为 40.05%, 较 2023 年末下降 0.53pct。

**银漫技改完成, 选矿回收率和入选品位提升。**公司子公司银漫矿业自 2023Q3 开始采选标高 710m-810m 之间的原矿, 锡的品位较高, 同时银漫选矿厂于 2023 年 6 月 9 日起进行停产技改, 选矿工艺在原有的基础上改造锡石浮选, 于 7 月 10 日完成并投入使用。本次技改后锡的选矿回收率由 50%提高至 60% (未来将逐步提高至 70%), 加之银漫选矿处理量同比增加, 使得锡精粉、含铜银精粉等矿产品的产销量同比增加, 带动业绩增长。

**公司各品种产销情况。**2021-2023 年, 公司含铅银精粉产量为 19.03/27.07/27.37 吨; 含铜银精粉产量为 46.46/85.52/94.71 吨; 锡+锡次产量为 0.15/0.30/0.78 万吨; 锌精粉产量为 4.03/4.14/5.50 万吨; 铅精粉产量为 1.14/0.47/1.42 万吨; 铁精粉产量为 32.24/35.18/35.23 万吨。

**风险提示:** 公司资源开发进展不达预期的风险; 金属价格大幅波动的风险。

**投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。**基于对公司产量和商品价格的判断, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入 52.99/55.36/56.34 亿元, 同比增速 43.00%/4.47%/1.76%; 归母净利润 15.73/16.68/17.21 亿元 (2024/2025 年前值为 17.53/18.29 亿元), 同比增速 62.25%/6.06%/3.15%; 摊薄 EPS 为 0.86/0.91/0.94 元, 当前股价对应 PE 为 15.1/14.2/13.8x。考虑到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。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,086	3,706	5,299	5,536	5,634
(+/-%)	3.8%	77.7%	43.0%	4.5%	1.8%
净利润(百万元)	174	969	1573	1668	1721
(+/-%)	-29.4%	457.4%	47.5%	6.7%	3.4%
每股收益(元)	0.09	0.53	0.86	0.91	0.94
EBIT Margin	21.8%	36.2%	34.9%	35.6%	36.1%
净资产收益率 (ROE)	3.1%	15.0%	18.8%	17.3%	15.6%
市盈率 (PE)	136.5	24.5	15.1	14.2	13.8
EV/EBITDA	35.1	15.5	11.5	10.5	10.1
市净率 (PB)	4.28	3.67	3.11	2.68	2.35

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  
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	12.92 元
总市值/流通市值	23737/19094 百万元
52 周最高价/最低价	13.95/7.31 元
近 3 个月日均成交额	467.38 百万元

#### 市场走势



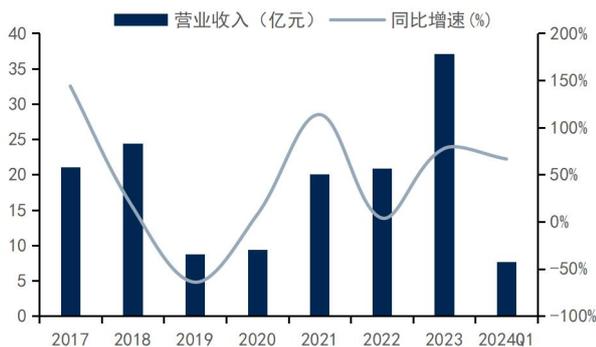
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《兴业银锡 (000426.SZ) - 三季度利润同增 305.5%, 银、锡产量均超预期》——2023-10-31
- 《兴业银锡 (000426.SZ) - 内生技改提升产量, 外延并购储备资源》——2023-08-30
- 《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

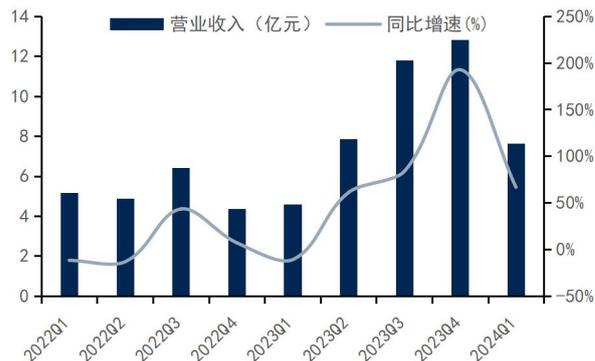
2023 年实现归母净利润 9.69 亿元,同比增加 4.6 倍。公司 2023 年实现营收 37.06 亿元,同比+66.51%;实现归母净利润 9.69 亿元,同比+457.41%;实现扣非归母净利润 10.24 亿元,同比+410.11%。2024Q1,公司实现营收 7.64 亿元,同比+66.51%,环比-40.35%;实现归母净利润 2.29 亿元,同比+1539.37%,环比-46.21%;实现扣非归母净利润 2.28 亿元,同比+885.29%,环比-50.33%。此外,公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.65 元(含税),现金分红总额约 1.19 亿元,占公司 2023 年归母净利润的 12.32%。

图1: 兴业银锡营业收入及增速(单位:亿元、%)



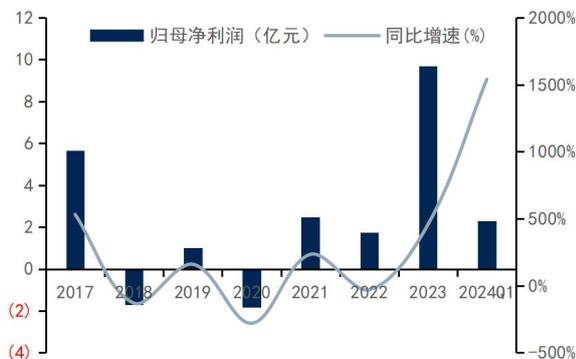
资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 兴业银锡单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



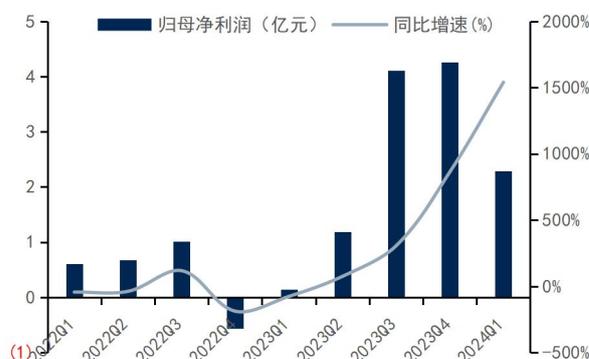
资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

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

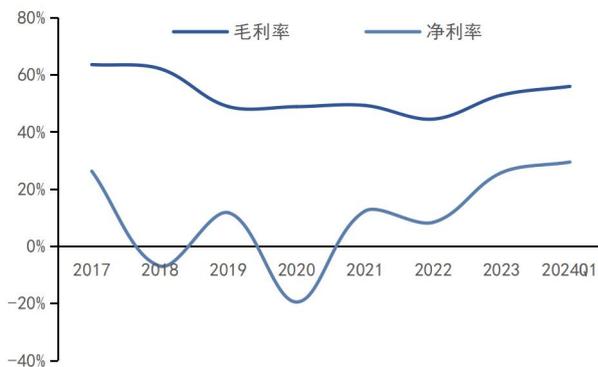
图4: 兴业银锡单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

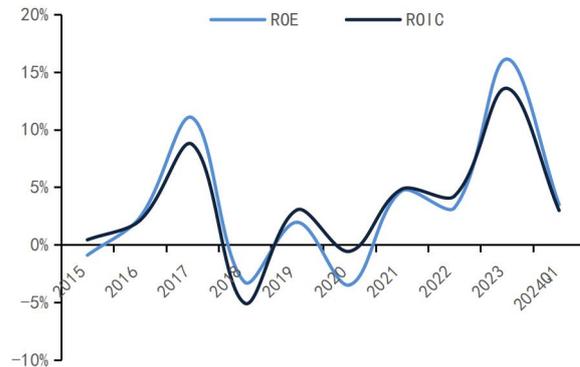
盈利能力稳步提升,资产负债率保持稳定。2023 年,公司销售毛利率为 52.88%,同比提升 8.41pct;销售净利率为 25.72%,同比提升 17.39pct;期间费用率为 14.55%,同比下降 8.67pct,期间费用率显著改善。2024Q1,公司销售毛利率为 55.91%,同比+18.31%,环比-5.34%;销售净利率为 29.42%,同比+26.37%,环比-3.21%。截至 2024 年 3 月 31 日,公司的资产负债率为 40.05%,较 2023 年末下降 0.53pct。

图5：兴业银锡毛利率、净利率变化情况（%）



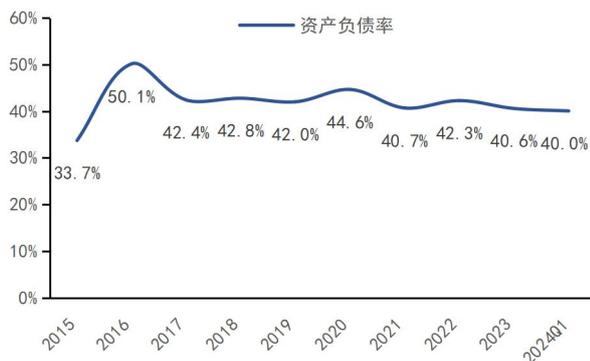
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：兴业银锡 ROE、ROIC 变化情况（%）



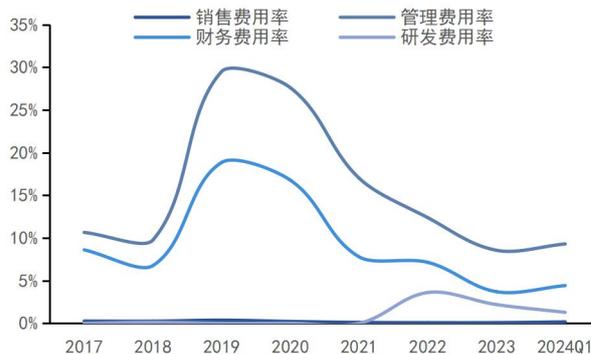
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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（%）



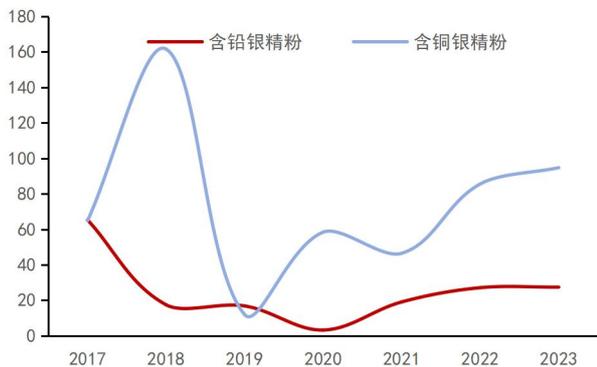
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**银漫技改完成，选矿回收率和入选品位提升。**公司子公司银漫矿业自 2023Q3 开始采选标高 710m-810m 之间的原矿，锡的品位较高，同时银漫选矿厂于 2023 年 6 月 9 日起进行停产技改，选矿工艺在原有的基础上改造锡石浮选，于 7 月 10 日完成并投入使用。本次技改后锡的选矿回收率由 50%提高至 60%（未来将逐步提高至 70%），加之银漫选矿处理量同比增加，使得锡精粉、含铜银精粉等矿产品的产销量同比增加，带动业绩增长。

**乾金达自 2023Q2 开始复产，铅锌产量增长。**公司子公司乾金达矿业 2022 年受采区二期工程建设影响，未能实现满负荷生产。2023 年 4 月，乾金达矿业选矿厂恢复生产，选矿处理量同比增加，使得锌精粉、铅精粉等矿产品的产销量同比提升。

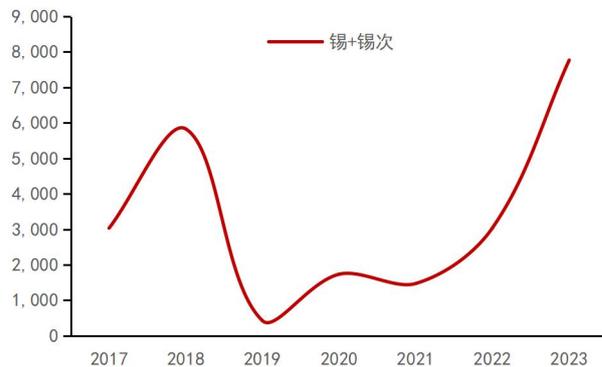
**公司各品种产销情况。**2021-2023 年，公司含铅银精粉产量为 19.03/27.07/27.37 吨；含铜银精粉产量为 46.46/85.52/94.71 吨；锡+锡次产量为 0.15/0.30/0.78 万吨；锌精粉产量为 4.03/4.14/5.50 万吨；铅精粉产量为 1.14/0.47/1.42 万吨；铁精粉产量为 32.24/35.18/35.23 万吨。

图9: 兴业银锡银精粉产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 兴业银锡锡精粉+低品位锡精粉产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。**基于对公司产量和商品价格的判断, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入 52.99/55.36/56.34 亿元, 同比增速 43.00%/4.47%/1.76%; 归母净利润 15.73/16.68/17.21 亿元 (2024/2025 年前值为 17.53/18.29 亿元), 同比增速 62.25%/6.06%/3.15%; 摊薄 EPS 为 0.86/0.91/0.94 元, 当前股价对应 PE 为 15.1/14.2/13.8x。考虑到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。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	294	339	1951	2628	3975	营业收入	2086	3706	5299	5536	5634
应收款项	39	296	423	141	143	营业成本	1158	1746	2146	2213	2225
存货净额	413	276	325	485	482	营业税金及附加	138	218	311	325	331
其他流动资产	34	12	17	33	33	销售费用	2	3	5	5	5
<b>流动资产合计</b>	<b>780</b>	<b>924</b>	<b>2717</b>	<b>3286</b>	<b>4634</b>	管理费用	258	317	636	664	676
固定资产	4526	4808	4740	4635	4505	研发费用	75	82	185	194	197
无形资产及其他	2997	4159	3993	3826	3660	财务费用	149	137	196	205	209
投资性房地产	856	788	788	788	788	投资收益	(8)	(18)	0	0	0
长期股权投资	466	404	344	314	284	资产减值及公允价值变动	(85)	(40)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9624</b>	<b>11083</b>	<b>12581</b>	<b>12850</b>	<b>13871</b>	其他收入	(73)	(88)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1648	568	1121	1112	934	营业利润	215	1138	1820	1930	1991
应付款项	1122	903	1062	150	149	营业外净收支	(32)	(66)	0	0	0
其他流动负债	558	1482	1184	1216	1217	<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>1072</b>	<b>1820</b>	<b>1930</b>	<b>1991</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3328</b>	<b>2953</b>	<b>3367</b>	<b>2478</b>	<b>2300</b>	所得税费用	8	118	273	290	299
长期借款及应付债券	273	1149	1149	1149	1149	少数股东损益	(0)	(16)	(25)	(26)	(27)
其他长期负债	467	396	356	316	276	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>174</b>	<b>969</b>	<b>1573</b>	<b>1668</b>	<b>1721</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>740</b>	<b>1545</b>	<b>1505</b>	<b>1465</b>	<b>1425</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4068</b>	<b>4498</b>	<b>4872</b>	<b>3943</b>	<b>3724</b>	净利润	174	969	1573	1668	1721
少数股东权益	6	110	89	66	43	资产减值准备	120	(46)	2	(1)	(1)
股东权益	5551	6476	7620	8841	10103	折旧摊销	338	484	633	671	698
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9624</b>	<b>11083</b>	<b>12581</b>	<b>12850</b>	<b>13871</b>	公允价值变动损失	85	40	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	149	137	196	205	209
每股收益	0.09	0.53	0.53	0.86	0.91	营运资本变动	535	557	(358)	(814)	(42)
每股红利	0.08	0.08	0.16	0.17	0.17	其它	(120)	33	(166)	(164)	(165)
每股净资产	3.02	3.53	4.15	4.81	5.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>1132</b>	<b>2036</b>	<b>1684</b>	<b>1360</b>	<b>2212</b>
ROIC	6.16%	16.88%	20%	20%	20%	资本开支	0	(468)	(400)	(400)	(400)
ROE	3.13%	14.97%	19%	17%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	44%	53%	60%	60%	61%	<b>投资活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>(407)</b>	<b>(340)</b>	<b>(370)</b>	<b>(370)</b>
EBIT Margin	22%	36%	35%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	49%	47%	48%	48%	负债净变化	273	876	0	0	0
收入增长	4%	78%	43%	4%	2%	支付股利、利息	(140)	(150)	(286)	(305)	(316)
净利润增长率	-29%	457%	48%	7%	3%	其它融资现金流	(1256)	(3036)	553	(9)	(179)
资产负债率	42%	42%	39%	31%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(991)</b>	<b>(1584)</b>	<b>267</b>	<b>(314)</b>	<b>(494)</b>
股息率	0.6%	0.6%	1.2%	1.3%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>158</b>	<b>46</b>	<b>1612</b>	<b>677</b>	<b>1348</b>
P/E	136.5	24.5	15.1	14.2	13.8	货币资金的期初余额	136	294	339	1951	2628
P/B	4.3	3.7	3.1	2.7	2.3	货币资金的期末余额	294	339	1951	2628	3975
EV/EBITDA	35.1	15.5	11.5	10.5	10.1	企业自由现金流	0	1764	1448	1131	1985
						权益自由现金流	0	(396)	1941	1076	1786

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