

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.92
总股本/流通股本(亿股)	18.37 / 14.78
总市值/流通市值(亿元)	237 / 191
52周内最高/最低价	13.91 / 7.57
资产负债率(%)	40.6%
市盈率	24.49
第一大股东	内蒙古兴业集团股份有 限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

兴业银锡(000426)

技改如期放量，看好 24 年业绩增长

● 投资要点

**事件：**公司发布 2023 年年度报告和 2024 年一季度报告，2023 年公司实现营业收入 37.06 亿元，同比增长 77.67%，实现归母净利润 9.69 亿元，同比增长 457.41%，实现扣非归母净利润 10.24 亿元，同比增长 410.11%。2023 年 Q4 公司实现营收/归母净利 12.81/4.26 亿元，环比增长 8.65%/3.90%。2024 年 Q1 公司实现营收/归母净利润 7.64/2.29 亿元，同比增长 66.45%/1535.71%。

**锡精粉/银精粉产量同比增长 155.38%/8.44%**。2023 年公司共生产含铅银精粉/含铜银精粉/锡精粉/低品位锡精粉 27.37/94.71/5811.57/1957.68 吨，同比 +1.13%/10.75%/110.74%/588.23%；生产锌精粉/铁精粉/铅精粉 5.50/35.23/1.42 万吨，同比 +32.76%/+0.14%/203.67%，生产金精粉 48.91 千克。公司铅锌产量增长主要由于公司子公司乾金达矿业铅锌矿石选矿处理量同比增加所致，锡精粉及低品位锡精粉产量增长主要由于银漫矿业技改提高了回收率。

**银价持续上涨，锡价 24Q1 企稳回升**。2023 年全年白银均价/锡锭均价较 2022 年 +17.81%/-14.77%，2024 年 Q1 白银均价/锡锭均价同比上涨 3.94%/18.98%。

**锡、银产品带动毛利率提升**。2023 年公司实现毛利 19.60 亿元，较上年增长 111.27%，毛利率为 52.88%，较 2022 年提升 8.41pct。分业务看，公司毛利增长主要由锡、银产品带动，锡粉/含铜银精粉/锡次精粉/铅精粉/含铅银精粉毛利分别较 2022 年增加 4.91/2.49/1.60/1.59/0.24 亿元，锌金属产品毛利较 2022 年下降 0.54 亿元。我们计算公司锡精粉/低品位锡精粉单位成本为 5.96/3.76 万元/吨，含铅银精粉/含铜银精粉单位成本为 0.36/0.23 万元/千克。

**银漫、乾金达业绩较 2022 年增长 6.42/1.46 亿元**。公司 2023 年利润主要由子公司银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业贡献，归母净利润分别为 8.44/1.76/1.22 亿元，分别较 2022 年 +6.42/+1.46/-0.6 亿元，银漫矿业业绩增长主要由于选矿处理量增加 17.4 万吨，2023 年 7 月技改完成后，锡石回收率由 44%提升至 60%，原矿品位由 0.76%提高到 2023 年的 1.2%；乾金达业绩增长主要由于 2023 年乾金达矿业采区二期工程投入生产后，矿石量供给充足，对应产品产量增加。

**2024 年银锡价格有望创新高**。我们认为 2024 年银锡价格将继续保持强势，银价受益于美联储降息周期，金融属性叠加中美经济韧性，金银比持续修复。锡价持续供给偏紧，半导体需求弱复苏，此外海外低库存下锡价持续逼空，24Q2 表现强势，全年有望偏强运行。

**投资建议：**考虑到公司 2024 年技改完全放量，银锡价格有望再创新高，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入

60.12/77.12/87.84 亿元，分别同比增长 62.22%/28.28%/13.90%；归母净利润分别为 19.17/25.74/32.33 亿元，分别同比增长 97.79%/34.27%/25.60%，对应 EPS 分别为 1.04/1.40/1.76 元。

以 2024 年 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 12.38/9.22/7.34 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

价格波动风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3706	6012	7712	8784
增长率(%)	77.67	62.22	28.28	13.90
EBITDA（百万元）	1832.49	2522.48	3251.23	3982.08
归属母公司净利润（百万元）	969.34	1917.25	2574.34	3233.36
增长率(%)	457.41	97.79	34.27	25.60
EPS(元/股)	0.53	1.04	1.40	1.76
市盈率(P/E)	24.49	12.38	9.22	7.34
市净率(P/B)	3.67	2.83	2.17	1.67
EV/EBITDA	9.85	8.83	5.59	3.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3706	6012	7712	8784	营业收入	77.7%	62.2%	28.3%	13.9%
营业成本	1746	2450	3050	3158	营业利润	430.0%	92.1%	33.2%	25.0%
税金及附加	218	353	453	516	归属于母公司净利润	457.4%	97.8%	34.3%	25.6%
销售费用	3	5	7	8	<b>获利能力</b>				
管理费用	317	744	955	1088	毛利率	52.9%	59.3%	60.5%	64.1%
研发费用	82	217	279	317	净利率	26.2%	31.9%	33.4%	36.8%
财务费用	137	38	38	38	ROE	15.0%	22.9%	23.5%	22.8%
资产减值损失	-38	0	0	0	ROIC	14.3%	18.8%	20.1%	20.2%
<b>营业利润</b>	<b>1138</b>	<b>2186</b>	<b>2913</b>	<b>3641</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	40.6%	39.9%	37.2%	32.4%
营业外支出	67	67	67	67	流动比率	0.31	1.04	1.61	2.25
<b>利润总额</b>	<b>1072</b>	<b>2120</b>	<b>2846</b>	<b>3575</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	118	234	315	395	应收账款周转率	530.89	667.91	501.21	334.06
<b>净利润</b>	<b>953</b>	<b>1886</b>	<b>2532</b>	<b>3180</b>	存货周转率	10.75	10.45	11.37	17.89
<b>归母净利润</b>	<b>969</b>	<b>1917</b>	<b>2574</b>	<b>3233</b>	总资产周转率	0.36	0.48	0.49	0.46
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.53</b>	<b>1.04</b>	<b>1.40</b>	<b>1.76</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.53	1.04	1.40	1.76
货币资金	339	3239	7311	11050	每股净资产	3.53	4.56	5.97	7.73
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	254	6	25	28	PE	24.49	12.38	9.22	7.34
预付款项	6	50	63	65	PB	3.67	2.83	2.17	1.67
存货	276	874	483	500	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>924</b>	<b>4243</b>	<b>7974</b>	<b>11748</b>	净利润	953	1886	2532	3180
固定资产	4382	4063	3740	3416	折旧和摊销	500	364	366	369
在建工程	426	423	428	434	营运资本变动	135	648	1223	241
无形资产	4159	4159	4159	4159	其他	162	116	123	123
<b>非流动资产合计</b>	<b>10160</b>	<b>9846</b>	<b>9529</b>	<b>9211</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1750</b>	<b>3013</b>	<b>4245</b>	<b>3912</b>
<b>资产总计</b>	<b>11083</b>	<b>14089</b>	<b>17503</b>	<b>20959</b>	资本开支	-656	-107	-116	-116
短期借款	384	384	384	384	其他	-294	-23	-18	-18
应付票据及应付账款	903	1267	1577	1633	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-950</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>
其他流动负债	1666	2418	2989	3209	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2953</b>	<b>4068</b>	<b>4950</b>	<b>5225</b>	债务融资	-545	60	0	0
其他	1545	1557	1557	1557	其他	-38	-44	-38	-38
<b>非流动负债合计</b>	<b>1545</b>	<b>1557</b>	<b>1557</b>	<b>1557</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-583</b>	<b>16</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>
<b>负债合计</b>	<b>4498</b>	<b>5625</b>	<b>6507</b>	<b>6782</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>217</b>	<b>2899</b>	<b>4072</b>	<b>3739</b>
股本	1837	1837	1837	1837					
资本公积金	2248	2248	2248	2248					
未分配利润	2099	3729	5917	8665					
少数股东权益	110	78	35	-18					
其他	292	573	959	1444					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6586</b>	<b>8465</b>	<b>10996</b>	<b>14176</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>11083</b>	<b>14089</b>	<b>17503</b>	<b>20959</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048