

兴业银锡(000426)

盈利能力大幅改善，贵金属产品有增量

行业：有色金属/工业金属
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：13.06元
 目标价格：15.85元

事件：

兴业银锡发布 2023 年年报，公司实现营业总收入 37.06 亿元、同比增长 77.67%，归母净利润 9.69 亿元、同比增长 457.41%，基本 EPS 0.53 元，拟每 10 股派发现金红利 0.65 元（含税）。

➤ 铅、锌、锡产量增长，银销量增长

受乾金达选矿处理量增长影响，23 年公司锌精粉产量 5.5 万吨、同比增长 33%，铅精粉产量 1.42 万吨、同比增长 204%。受银漫矿业选矿技改完成影响，23 年公司锡精粉（含低品位）产量 0.78 万吨，同比增长 155%。23 年公司银精粉（含铜+含铅）产量 122 吨、同比增长 8%，同时公司加大对于库存产品销售力度，公司银精粉（含铜+含铅）销量 153 吨、同比增长 64%。

➤ 盈利能力改善，经营性现金流好转

23 年公司毛利率 52.88%、同比增加 8.41 个百分点，期间费用率 14.55%、同比减少 8.67 个百分点，净利率 25.72%、同比增加 17.39 个百分点。随着公司盈利能力改善，公司负债率降至 40.58%、同比减少 1.69 个百分点，经营活动产生的现金净额 17.5 亿元、同比增长 125%。负债率下降及经营性现金流改善为银漫二期采选扩建提供资金支持。

➤ 锡产量国内市占率提升，贵金属产品未来有增量

23 年公司对银漫矿业选矿工艺技改，锡回收率从技改前的 44%提升至 60%，同时受锡原矿品位提升影响，锡入选品位从 22 年的 0.76%提升至 23 年 1.2%。原矿品位及回收率增长带动公司锡产量大幅增长，根据公司 23 年年报披露，公司锡精矿产量国内市占率 8.7%，国内排名提升至第二。随着乾金达采区二期投产及西藏博盛矿业复产，公司贵金属产品仍有增量。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 52.12/56.65/57.77 亿元，分别同比增长 40.62%/8.7%/1.98%；归母净利润分别为 17.13/19.49/20.51 亿元，分别同比增长 76.71%/13.81%/5.23%；EPS 分别为 0.93/1.06/1.12 元。我们给予公司 2024 年 17 倍 PE，目标价 15.85 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险；产量不及预期；矿山安全及环保风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,837.19/1,477.88
流通 A 股市值(百万元)	19,301.18
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	40.05
一年内最高/最低(元)	13.95/7.31

股价相对走势



作者

分析师：丁士涛
 执业证书编号：S0590523090001
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn
 分析师：刘依然
 执业证书编号：S0590523110010
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2086	3706	5212	5665	5777
增长率(%)	3.84%	77.67%	40.62%	8.70%	1.98%
EBITDA(百万元)	686	1709	2836	3124	3279
归母净利润(百万元)	174	969	1713	1949	2051
增长率(%)	-29.44%	457.41%	76.71%	13.81%	5.23%
EPS(元/股)	0.09	0.53	0.93	1.06	1.12
市盈率(P/E)	136.5	24.5	13.9	12.2	11.6
市净率(P/B)	4.3	3.7	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.9	10.6	8.3	7.0	6.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

相关报告

1、《兴业银锡(000426)：银锡龙头，涅槃重生》
 2024.03.04

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	294	339	1956	3318	4656
应收账款+票据	2	254	358	389	396
预付账款	7	6	8	8	9
存货	413	276	362	384	384
其他	64	48	68	74	75
流动资产合计	780	924	2751	4173	5520
长期股权投资	466	404	379	355	330
固定资产	4045	4382	4261	4367	4685
在建工程	495	426	875	1056	971
无形资产	2997	4159	3782	3406	3029
其他非流动资产	842	788	791	787	776
非流动资产合计	8844	10160	10088	9971	9791
资产总计	9624	11083	12839	14143	15311
短期借款	396	384	384	384	384
应付账款+票据	1122	903	1184	1254	1254
其他	1810	1666	2204	2343	2350
流动负债合计	3328	2953	3771	3981	3987
长期带息负债	273	1149	915	678	437
长期应付款	0	39	39	39	39
其他	467	356	356	356	356
非流动负债合计	740	1545	1311	1074	833
负债合计	4068	4498	5082	5054	4820
少数股东权益	6	110	81	49	15
股本	1837	1837	1837	1837	1837
资本公积	2247	2248	2248	2248	2248
留存收益	1466	2391	3590	4955	6391
股东权益合计	5556	6586	7757	9089	10491
负债和股东权益总计	9624	11083	12839	14143	15311

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	174	953	1685	1917	2017
折旧摊销	354	500	867	912	975
财务费用	149	137	75	56	36
存货减少(增加为“-”)	-89	137	-86	-21	0
营运资金变动	49	135	607	150	-3
其它	139	-113	95	30	9
经营活动现金流	777	1750	3243	3044	3035
资本支出	-495	-729	-820	-820	-820
长期投资	0	-280	0	0	0
其他	28	59	16	16	16
投资活动现金流	-467	-950	-804	-804	-804
债权融资	-715	864	-234	-237	-241
股权融资	0	0	0	0	0
其他	374	-1447	-589	-640	-652
筹资活动现金流	-341	-583	-823	-878	-893
现金净增加额	-31	217	1616	1363	1338

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2086	3706	5212	5665	5777
营业成本	1158	1746	2289	2424	2424
营业税金及附加	138	218	306	333	339
营业费用	2	3	5	5	5
管理费用	334	399	561	610	622
财务费用	149	137	75	56	36
资产减值损失	-85	-38	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	-8	-18	-18	-18	-18
其他	2	-6	2	2	2
营业利润	215	1138	1960	2222	2335
营业外净收益	-32	-66	-66	-66	-66
利润总额	182	1072	1894	2155	2268
所得税	8	118	209	238	251
净利润	174	953	1685	1917	2017
少数股东损益	0	-16	-28	-32	-34
归属于母公司净利润	174	969	1713	1949	2051

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.84%	77.67%	40.62%	8.70%	1.98%
EBIT	-35.41%	264.83%	62.84%	12.29%	4.23%
EBITDA	-17.35%	149.24%	65.97%	10.14%	4.99%
归属于母公司净利润	-29.44%	457.41%	76.71%	13.81%	5.23%
获利能力					
毛利率	44.47%	52.88%	56.08%	57.20%	58.04%
净利率	8.34%	25.72%	32.32%	33.84%	34.92%
ROE	3.13%	14.97%	22.32%	21.56%	19.58%
ROIC	5.22%	19.04%	22.89%	27.32%	29.31%
偿债能力					
资产负债率	42.27%	40.58%	39.58%	35.74%	31.48%
流动比率	0.2	0.3	0.7	1.0	1.4
速动比率	0.1	0.2	0.6	0.9	1.3
营运能力					
应收账款周转率	971.6	313.7	313.7	313.7	313.7
存货周转率	2.8	6.3	6.3	6.3	6.3
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	0.1	0.5	0.9	1.1	1.1
每股经营现金流	0.4	1.0	1.8	1.7	1.7
每股净资产	3.0	3.5	4.2	4.9	5.7
估值比率					
市盈率	136.5	24.5	13.9	12.2	11.6
市净率	4.3	3.7	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.9	10.6	8.3	7.0	6.2
EV/EBIT	34.9	15.0	11.9	9.9	8.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月07日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼