



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 11.58

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

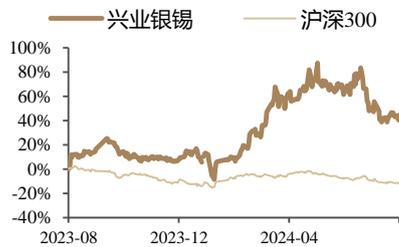
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

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(%)	-5.62	-16.15	-18.10
相对涨幅(%)	-2.57	-11.12	-9.88

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《兴业银锡(000426.SZ): 技改放量, 23年归母净利润大增457%》, 2024.4.30
- 《兴业银锡(000426.SZ): 银锡龙头, 重新出发》, 2023.11.9

兴业银锡 (000426.SZ): 银漫技改放量, 24H1 归母增 566%

投资要点

- 事件: 公司披露 2024 年半年报。**公司 2024H1 实现营收 22.0 亿元, 同比+76.42%; 实现归母净利 8.83 亿元, 同比+566.43%; 实现扣非归母净利 8.95 亿元, 同比+467.87%, 主要系银漫矿业自选矿技改完成后, 主营矿产品产销量同比增加及产品销售价格同比上涨所致。公司 2024Q2 单季度实现营收 14.3 亿元, 同比+82.2%, 环比+87.6%; 实现归母净利 6.54 亿元, 同比+451.6%, 环比+185.2%。
- 公司主要产品价格同比均上涨, 带动毛利率上行。**公司主要产品为锡精粉、锌精粉、含铜银精粉、含铅银精粉和铅精粉等, 2024H1 占营业收入比重分别为 26.89%、19.00%、16.99%、7.36%和 13.99%, 2024H1 锡、锌、铅、银、铜价格同比均上涨。根据上海期货交易所, 2024H1 锡活跃合约收盘均价为 24.1 万元/吨, 同比+15.7%; 2024H1 长江有色市场铅、锌、铜均价分别为 1.71 万元/吨、2.22 万元/吨、7.46 万元/吨, 同比分别+11.8%、+0.3%、+9.6%; 根据上海黄金交易所, 2024H1 白银现货收盘均价为 6.79 元/克, 同比+28.2%。公司核心产品价格均实现上涨, 带动毛利上行。2024H1 锡精粉、锌精粉、含铜银精粉和铅精粉毛利率分别上涨至 73.06%、53.33%、74.42%、56.69%。
- 银漫技改顺利落地, 乾金达矿石处理量增加。**银漫矿业 2024H1 实现净利 7.1 亿元, 同比增长 410.64%, 主要原因是: ①采、掘工作有序开展, 矿石储备充足, 选矿处理量同比增加; ②选矿厂技改完成后 (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 2023 年 7 月 10 日完成并投入使用), 锡精粉、银精粉等矿产品产销量同比增加; ③主营的锡精粉、银精粉等矿产品销售价格同比上涨。**乾金达矿业 2024H1 实现净利润 1.42 亿元, 同比上涨 1491.88%**, 主要原因是: ①2024 年矿石供应稳定, 选矿产能释放, 选矿处理量同比增加, 2023H1 受复工延迟及年初库存矿石储备不足 (2022 年采区二期工程建设影响) 等因素影响, 未能实现满负荷生产; ②主营的锌精粉、铅精粉 (含银) 等矿产品销售价格同比上涨。
- 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, 有望持续释放利润。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 52/59/61 亿元, 实现归母净利 17.2/21.7/22.7 亿元, 同比增长 77.4%/26.1%/4.5%。截至 2024 年 8 月 27 日, 公司 2024-2026 年 PE 分别为 12.37x、9.81x、9.39x, 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):	1,674.55
52 周内股价区间(元):	7.53-15.46
总市值(百万元):	21,274.69
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	5,188	5,943	6,065
(+/-)YOY(%)	3.8%	77.7%	40.0%	14.5%	2.1%
净利润(百万元)	174	969	1,719	2,168	2,265
(+/-)YOY(%)	-29.4%	457.4%	77.4%	26.1%	4.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.09	0.53	0.94	1.18	1.23
毛利率(%)	44.5%	52.9%	53.6%	56.5%	56.9%
净资产收益率(%)	3.1%	15.0%	21.8%	22.3%	19.7%

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



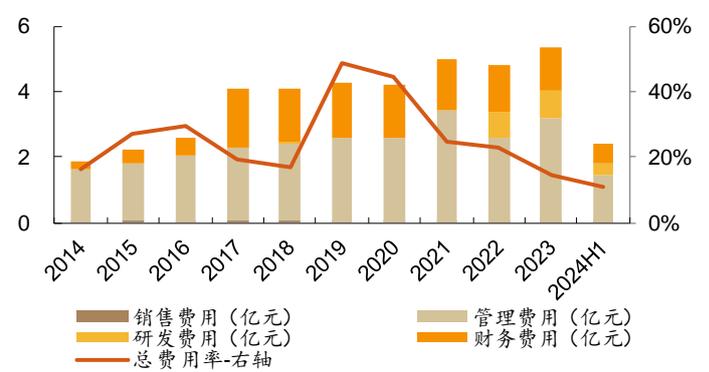
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

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: 公司期间费用及总期间费用率



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	0.94	1.18	1.23
每股净资产	3.53	4.30	5.28	6.26
每股经营现金流	0.95	1.12	1.49	1.46
每股股利	0.07	0.15	0.20	0.25
价值评估(倍)				
P/E	17.21	12.37	9.81	9.39
P/B	2.58	2.69	2.19	1.85
P/S	5.74	4.10	3.58	3.51
EV/EBITDA	9.85	8.98	6.76	6.02
股息率%	0.7%	1.3%	1.7%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	52.9%	53.6%	56.5%	56.9%
净利润率	25.7%	33.5%	36.8%	37.7%
净资产收益率	15.0%	21.8%	22.3%	19.7%
资产回报率	8.7%	14.3%	16.4%	15.1%
投资回报率	14.3%	19.6%	21.8%	19.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	77.7%	40.0%	14.5%	2.1%
EBIT 增长率	192.4%	58.0%	22.6%	3.0%
净利润增长率	457.4%	77.4%	26.1%	4.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.6%	33.2%	25.3%	22.1%
流动比率	0.3	0.6	0.9	1.6
速动比率	0.2	0.5	0.8	1.5
现金比率	0.1	0.4	0.7	1.4
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	0.5	0.4
固定资产周转率	0.8	1.1	1.2	1.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	969	1,719	2,168	2,265
少数股东损益	-16	17	22	23
非现金支出	546	280	336	328
非经营收益	115	113	77	48
营运资金变动	135	-78	128	22
经营活动现金流	1,750	2,052	2,731	2,686
资产	-656	-448	-642	-445
投资	-280	30	33	19
其他	-14	-22	-28	-27
投资活动现金流	-950	-440	-636	-453
债权募资	-545	-385	-900	10
股权募资	0	0	0	0
其他	-38	-363	-413	-476
融资活动现金流	-583	-748	-1,313	-466
现金净流量	217	864	782	1,766

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 27 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	5,188	5,943	6,065
营业成本	1,746	2,405	2,586	2,616
毛利率%	52.9%	53.6%	56.5%	56.9%
营业税金及附加	218	259	297	303
营业税金率%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
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	311	357	364
管理费用率%	8.6%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	82	104	119	121
研发费用率%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	1,333	2,106	2,582	2,658
财务费用	137	84	34	-3
财务费用率%	3.7%	1.6%	0.6%	-0.0%
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	-18	-23	-28	-27
营业利润	1,138	2,000	2,521	2,634
营业外收支	-66	-4	-4	-4
利润总额	1,072	1,996	2,517	2,630
EBITDA	1,832	2,386	2,918	2,986
所得税	118	260	327	342
有效所得税率%	11.1%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-16	17	22	23
归属母公司所有者净利润	969	1,719	2,168	2,265

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	339	1,185	1,967	3,732
应收账款及应收票据	254	200	266	237
存货	276	258	316	265
其它流动资产	54	87	70	92
流动资产合计	924	1,730	2,619	4,326
长期股权投资	404	399	366	346
固定资产	4,382	4,695	5,113	5,311
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	10,293	10,562	10,657
资产总计	11,083	12,023	13,181	14,983
短期借款	384	284	84	94
应付票据及应付账款	903	714	744	723
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,666	1,738	1,943	1,928
流动负债合计	2,953	2,736	2,771	2,744
长期借款	1,149	849	149	149
其它长期负债	396	411	411	411
非流动负债合计	1,545	1,260	560	560
负债总计	4,498	3,995	3,331	3,304
实收资本	1,837	1,837	1,837	1,837
普通股股东权益	6,476	7,901	9,702	11,508
少数股东权益	110	127	149	172
负债和所有者权益合计	11,083	12,023	13,181	14,983

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

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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： 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经营范围包括证券投资咨询业务。