

兴业银锡 (000426.SZ)

收购澳洲上市公司 FEG 股权，执行“走出去”战略

优于大市

核心观点

公司 2024 年前三季度营收同比+35.96%，归母净利润同比+139.40%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 32.96 亿元，同比+35.96%；归母净利润 13.00 亿元，同比+139.40%；扣非归母净利润 13.05 亿元，同比+130.96%。单三季度来看，公司实现营收 10.98 亿元，同比-6.83%，环比-23.42%；归母净利润 4.16 亿元，同比+1.47%，环比-36.33%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比+0.63%，环比-38.50%。公司前三季度利润同比提升幅度较大，主要由于银漫一期的技改的成果是从 2023 年三季度开始体现的，技改完成后产量明显提升，另外公司核心商品锡精矿和银精粉的价格也均有提升。单三季度公司利润环比有所下滑，主要由于银漫二期的推进一定程度上影响了一期产量，且三季度商品价格环比也略有下滑。

布敦银根采矿证顺利获取。布敦银根是兴业黄金冶炼集团的控股子公司，据我国自然资源部官网公开信息，布敦银根已于 2024 年 9 月获得采矿权，开采主矿种为银矿，开采方式为地下开采，设计生产规模为 67.5 万吨/年，面积为 5.21 平方公里，有效期为 2024 年 9 月至 2032 年 9 月。拿到采矿证后，布敦银根或有望注入上市公司体内。

收购澳大利亚上市公司 FEG20%股权。2024 年 9 月 4 日，公司通过全资子公司兴业黄金（香港）与澳大利亚上市公司 FEG 签订《股权认购协议》，兴业黄金（香港）以每股 0.2 澳元的价格分三批认购 FEG 在澳大利亚证券交易所（ASX）向兴业黄金（香港）定向增发的普通股，认购股份总数占认购完成日其已发行股份的 19.99%，合计交易金额约 1424.73 万澳元，折人民币约 6656.79 万元。FEG 是一家勘探公司，在印尼的巽他岩浆弧上有三个矿业项目，在澳大利亚昆士兰州中部的德拉蒙德盆地和康纳斯弧地区有三个矿业项目，目前均处于勘探阶段，这些项目的矿产资源均以铜金矿为主。此次收购是公司实现“面向全球，布局产业延伸”战略目标的重要一步。

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“优于大市”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 52.07/61.03/63.90 亿元，同比增速 40.50%/17.21%/4.70%；归母净利润 16.68/20.35/21.69 亿元，同比增速 72.05%/22.01%/6.60%；摊薄 EPS 为 0.91/1.11/1.18 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.2/11.5x。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“优于大市”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 | 5,207 | 6,103 | 6,390 |
| (+/-%) | 3.8% | 77.7% | 40.5% | 17.2% | 4.7% |
| 净利润(百万元) | 174 | 969 | 1668 | 2035 | 2169 |
| (+/-%) | -29.4% | 457.4% | 57.3% | 24.1% | 7.1% |
| 每股收益(元) | 0.09 | 0.53 | 0.91 | 1.11 | 1.18 |
| EBIT Margin | 21.8% | 36.2% | 37.6% | 39.6% | 40.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 3.1% | 15.0% | 19.8% | 20.5% | 18.7% |
| 市盈率 (PE) | 143.3 | 25.7 | 14.9 | 12.2 | 11.5 |
| EV/EBITDA | 36.5 | 16.1 | 11.4 | 9.4 | 8.8 |
| 市净率 (PB) | 4.49 | 3.85 | 3.24 | 2.70 | 2.30 |

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

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

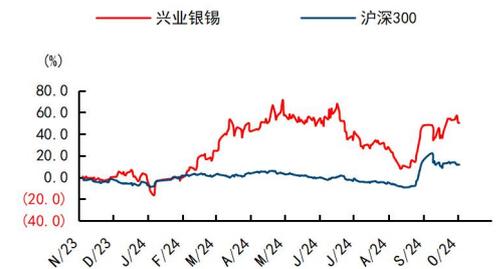
makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 13.56 元 |
| 总市值/流通市值 | 24912/22707 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 15.89/7.31 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 410.44 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) - 上半年归母净利润同增 566%，银漫矿业量价齐升》——2024-09-05
- 《兴业银锡 (000426.SZ) - 技改效果显著，2023 年利润同增四倍以上》——2024-05-04
- 《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

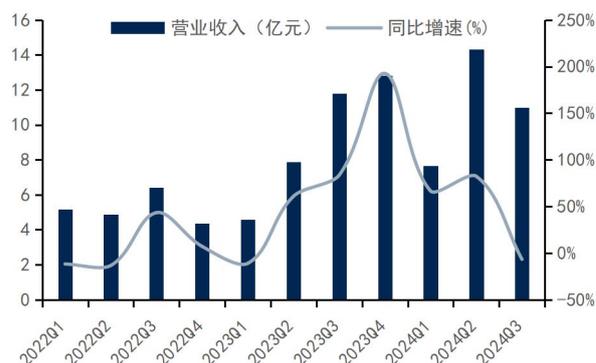
公司 2024 年前三季度营收同比+35.96%，归母净利润同比+139.40%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 32.96 亿元，同比+35.96%；归母净利润 13.00 亿元，同比+139.40%；扣非归母净利润 13.05 亿元，同比+130.96%。单三季度来看，公司实现营收 10.98 亿元，同比-6.83%，环比-23.42%；归母净利润 4.16 亿元，同比+1.47%，环比-36.33%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比+0.63%，环比-38.50%。公司前三季度利润同比提升幅度较大，主要由于银漫一期的技改的成果是从 2023 年三季度开始体现的，技改完成后产量明显提升，另外公司核心商品锡精矿和银精粉的价格也均有提升。单三季度公司利润环比有所下滑，主要由于银漫二期的推进一定程度上影响了一期产量，且三季度商品价格环比也略有下滑。

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、%）



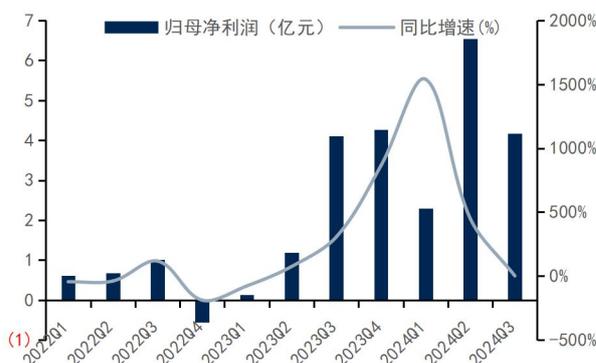
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

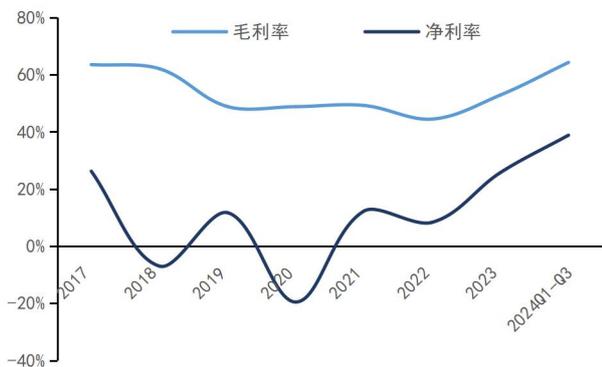
图4：兴业银锡单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

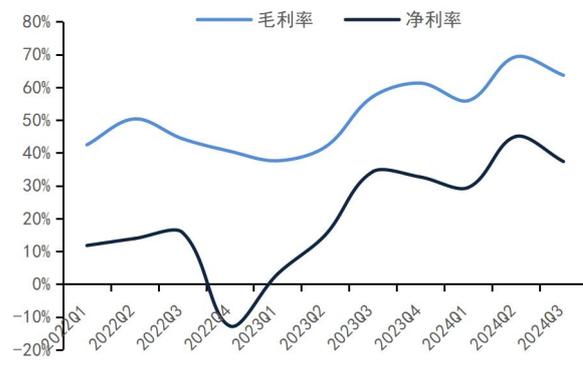
公司 2024 年前三季度盈利能力大幅提升，资产负债率进一步下降。2024 年 Q1-Q3，公司毛利率为 64.32%，同比提升 15.86pct；净利率为 38.83%，同比提升 16.76pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.09%/7.05%/1.85%/2.74%，期间费用率为 11.72%，同比下降 2.63pct，管理费用率和财务费用率管控良好。单三季度来看，公司毛利率为 63.66%，同比+6.53%，环比-5.62%；净利率为 37.36%，同比+3.10%，环比-7.62%。截至 2024Q3 末，公司资产负债率为 31.88%，较 2023 年末下降 8.70pct。

图5：兴业银锡毛利率、净利率变化情况（%）



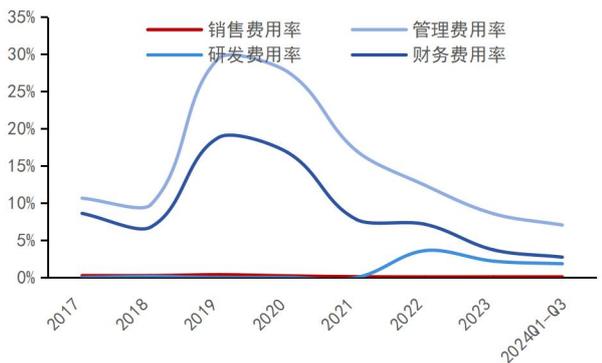
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：兴业银锡单季度毛利率、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7：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

图8：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

布敦银根采矿证顺利获取。布敦银根是兴业黄金冶炼集团的控股子公司，据我国自然资源部官网公开信息，布敦银根已于2024年9月获得采矿权，开采主矿种为银矿，开采方式为地下开采，设计生产规模为67.5万吨/年，面积为5.21平方公里，有效期为2024年9月至2032年9月。拿到采矿证后，布敦银根或有望注入上市公司体内。

收购澳大利亚上市公司FEG20%股权。2024年9月4日，公司通过全资子公司兴业黄金（香港）与澳大利亚上市公司FEG签订《股权认购协议》，兴业黄金（香港）以每股0.2澳元的价格分三批认购FEG在澳大利亚证券交易所（ASX）向兴业黄金（香港）定向增发的普通股，认购股份总数占认购完成日其已发行股份的19.99%，合计交易金额约1424.73万澳元，折人民币约6656.79万元。FEG是一家勘探公司，在印尼的巽他岩浆弧上有三个矿业项目，在澳大利亚昆士兰州中部的德拉蒙德盆地和康纳斯弧地区有三个矿业项目，目前均处于勘探阶段，这些项目的矿产资源均以铜金矿为主。此次收购是公司实现“根植内蒙，专注资源主业；面向全球，布局产业延伸”战略目标的重要一步。

表1：兴业银锡 2024 年上半年主要子公司业绩情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 主要业务 | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 |
|-------|--------|-------|-------|-------|
| 银漫矿业 | 有色金属采选 | 13.94 | 8.35 | 7.09 |
| 乾金达矿业 | 有色金属采选 | 2.86 | 1.65 | 1.42 |
| 融冠矿业 | 有色金属采选 | 3.04 | 1.05 | 0.88 |
| 锐能矿业 | 有色金属采选 | 0.57 | 0.19 | 0.14 |
| 荣邦矿业 | 有色金属采选 | 1.33 | 0.12 | 0.11 |
| 锡林矿业 | 有色金属采选 | 0.78 | 0.05 | 0.04 |
| 亿通矿业 | 多金属矿勘探 | - | -0.00 | -0.00 |
| 唐河时代 | 有色金属采选 | - | -0.08 | -0.06 |
| 博盛矿业 | 金矿采选 | 0.04 | -0.40 | -0.38 |

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“优于大市”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 52.07/61.03/63.90 亿元，同比增速 40.50%/17.21%/4.70%；归母净利润 16.68/20.35/21.69 亿元，同比增速 72.05%/22.01%/6.60%；摊薄 EPS 为 0.91/1.11/1.18 元，当前股价对应 PE 为 14.9/12.2/11.5x。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“优于大市”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 | 1877 | 3013 | 4734 | 营业收入 | 2086 | 3706 | 5207 | 6103 | 6390 |
| 应收款项 | 39 | 296 | 416 | 155 | 163 | 营业成本 | 1158 | 1746 | 1967 | 2213 | 2272 |
| 存货净额 | 413 | 276 | 295 | 493 | 504 | 营业税金及附加 | 138 | 218 | 306 | 358 | 375 |
| 其他流动资产 | 34 | 12 | 17 | 36 | 38 | 销售费用 | 2 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| 流动资产合计 | 780 | 924 | 2605 | 3697 | 5439 | 管理费用 | 258 | 317 | 625 | 732 | 767 |
| 固定资产 | 4526 | 4808 | 4740 | 4635 | 4505 | 研发费用 | 75 | 82 | 182 | 214 | 224 |
| 无形资产及其他 | 2997 | 4159 | 3993 | 3826 | 3660 | 财务费用 | 149 | 137 | 193 | 226 | 237 |
| 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 |
| 资产总计 | 9624 | 11083 | 12469 | 13261 | 14676 | 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 | 1930 | 2354 | 2510 |
| 应付款项 | 1122 | 903 | 964 | 152 | 156 | 营业外净收支 | (32) | (66) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 558 | 1482 | 1096 | 1262 | 1299 | 利润总额 | 182 | 1072 | 1930 | 2354 | 2510 |
| 流动负债合计 | 3328 | 2953 | 3181 | 2526 | 2389 | 所得税费用 | 8 | 118 | 289 | 353 | 376 |
| 长期借款及应付债券 | 273 | 1149 | 1149 | 1149 | 1149 | 少数股东损益 | (0) | (16) | (26) | (33) | (35) |
| 其他长期负债 | 467 | 396 | 356 | 316 | 276 | 归属于母公司净利润 | 174 | 969 | 1668 | 2035 | 2169 |
| 长期负债合计 | 740 | 1545 | 1505 | 1465 | 1425 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 4068 | 4498 | 4685 | 3991 | 3814 | 净利润 | 174 | 969 | 1668 | 2035 | 2169 |
| 少数股东权益 | 6 | 110 | 87 | 60 | 30 | 资产减值准备 | 120 | (46) | 2 | (1) | (1) |
| 股东权益 | 5551 | 6476 | 7696 | 9210 | 10832 | 折旧摊销 | 338 | 484 | 633 | 671 | 698 |
| 负债和股东权益总计 | 9624 | 11083 | 12469 | 13261 | 14676 | 公允价值变动损失 | 85 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 149 | 137 | 193 | 226 | 237 |
| 每股收益 | 0.09 | 0.53 | 0.53 | 0.91 | 1.11 | 营运资本变动 | 535 | 557 | (506) | (643) | (21) |
| 每股红利 | 0.08 | 0.08 | 0.17 | 0.21 | 0.22 | 其它 | (120) | 33 | (167) | (169) | (171) |
| 每股净资产 | 3.02 | 3.53 | 4.19 | 5.01 | 5.90 | 经营活动现金流 | 1132 | 2036 | 1629 | 1893 | 2675 |
| ROIC | 6.16% | 16.88% | 20% | 24% | 26% | 资本开支 | 0 | (468) | (400) | (400) | (400) |
| ROE | 3.13% | 14.97% | 20% | 21% | 19% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 44% | 53% | 62% | 64% | 64% | 投资活动现金流 | 16 | (407) | (340) | (370) | (370) |
| EBIT Margin | 22% | 36% | 38% | 40% | 40% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 38% | 49% | 50% | 51% | 51% | 负债净变化 | 273 | 876 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 4% | 78% | 40% | 17% | 5% | 支付股利、利息 | (140) | (150) | (305) | (379) | (405) |
| 净利润增长率 | -29% | 457% | 57% | 24% | 7% | 其它融资现金流 | (1256) | (3036) | 553 | (9) | (179) |
| 资产负债率 | 42% | 42% | 38% | 31% | 26% | 融资活动现金流 | (991) | (1584) | 248 | (387) | (584) |
| 股息率 | 0.6% | 0.6% | 1.2% | 1.5% | 1.6% | 现金净变动 | 158 | 46 | 1537 | 1136 | 1721 |
| P/E | 143.3 | 25.7 | 14.9 | 12.2 | 11.5 | 货币资金的期初余额 | 136 | 294 | 339 | 1877 | 3013 |
| P/B | 4.5 | 3.8 | 3.2 | 2.7 | 2.3 | 货币资金的期末余额 | 294 | 339 | 1877 | 3013 | 4734 |
| EV/EBITDA | 36.5 | 16.1 | 11.4 | 9.4 | 8.8 | 企业自由现金流 | 0 | 1764 | 1389 | 1681 | 2471 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (396) | 1882 | 1629 | 2284 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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