



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)	12.90
总股本/流通股本(亿股)	17.76 / 17.75
总市值/流通市值(亿元)	229 / 229
52周内最高/最低价	15.53 / 7.57
资产负债率(%)	40.6%
市盈率	24.45
第一大股东	内蒙古兴业集团股份有 限公司

研究所

分析师:魏欣  
SAC 登记编号:S1340524070001  
Email:weixin@cnpsec.com  
分析师:李帅华  
SAC 登记编号:S1340522060001  
Email:lishuaihua@cnpsec.com

兴业银锡(000426)

拟收购宇邦矿业 85%股权，跻身全球白银巨头

● 投资要点

**事件：**公司发布公告，拟以自有资金及自筹资金人民币 23.88 亿元收购国城矿业股份有限公司、李振水、李沛洋持有的赤峰宇邦矿业有限公司 85%股权，其中公司以 16 亿元收购国城矿业持有的宇邦矿业 65%股权、以 7.88 亿元收购李振水和李沛洋持有的宇邦矿业 20%股权。本次交易完成后，公司将成为宇邦矿业的控股股东。

**主营银铅锌采选，国城矿业于 2020 年入主。**宇邦矿业成立于 2009 年，位于内蒙古自治区赤峰市巴林左旗富河镇兴隆山村，主营业务为自有银铅锌矿开采及选矿业务，主要产品为银精矿、铅精矿和锌精矿，2011 年取得采矿权证，2020 年 1 月，国城矿业以 9.80 亿元收购其 65% 股权，同年办理采矿权证延续，证载规模扩至 825 万吨矿石量/年。

**宇邦矿业为亚洲第一大银矿。**目前宇邦矿业拥有一宗采矿权和三宗探矿权，核心资产为位于内蒙古自治区巴林左旗的双尖子山矿区银铅矿采矿权。根据美国地质勘探局发布截止 2023 年 5 月的数据，宇邦矿业双尖子山矿区银铅锌矿白银保有储量占国内总储量的 20.93%，占全球白银储量的 2.70%；根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据，单体银矿排名位列亚洲第一位，全球第五位。

**银/铅/锌储量 1.82/85.1/188.82 万吨。**根据公司公告，宇邦矿业已备案的主、共生矿产保有资源储量为 1.59 亿吨矿石量，其中银金属量 1.51 万吨，平均品位 138g/t，铅金属量 38.91 万吨，平均品位 1.03%，锌金属量 150 万吨，平均品位 1.46%，另有伴生银/铅/锌 0.31/46.19/38.82 万吨。

**产能：**宇邦矿业目前具备采矿 2000t/d+选矿 5000t/d 的生产能力，矿区主要有兴隆山和双尖山两个矿段，其中东采区兴隆山矿区进入开采阶段，西采区双尖子山矿段处于探矿阶段。

**产量：**由于宇邦矿业 2021-2023 年发生多次安全事故，矿山开采工作经常停滞，对企业生产造成较大影响，2021-2023 年公司银精矿产量为 1.48/1.26/1.25 万吨。2024 年公司经营恢复正常，1-10 月实现净利润 0.28 亿元，同比实现扭亏，银精矿产量为 3.86 万吨，按入选品位 68.31g/t，回收率 68%测算，约合 44 吨白银。

**扩建项目达产后，预计贡献归母净利润 6.14 亿元。**2023 年 10 月 16 日，内蒙古自治区发改委批准宇邦矿业 25000t/d 银铅采矿扩建项目：

(1) 项目总投资 30.28 亿元，其中新增固定资产投资在扣除前期已有改扩建固定资产投资后，需追加 16.06 亿元。

(2) 建设期 4 年，共分两期，建设期各两年，其中一期 66 万吨/年，26 年建成；二期 330.00 万吨/年，预计 2027 年建成，2030 年达产，扩建完成后公司产能达 850 万吨/年。

(3) 根据公司公告，预计达产后可年产金属银/铅/锌约 481 吨/1.95 万吨/4.29 万吨，按银价 7492 元/千克、铅锌价格 1.74/2.55 万元/吨测算，营收为 32.69 亿元，归母净利润为 6.14 亿元。

(4) 目前项目已申请到立项核准，还未进行安全设施设计审批。

并表后公司白银储量扩至 2.45 万吨，跻身全球白银巨头。本次收购完成后，公司白银保有储量将增至 2.45 万吨，占国内总储量的 34.56%，占全球白银储量的 4.46%；根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据，公司在白银公司中排名位列亚洲第一位，全球第八位，公司核心竞争力和可持续发展能力得到极大增强。

**投资建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 56.12/70.92/79.84 亿元，分别同比增长 51.43%/26.38%/12.58%；归母净利润分别为 16.35/21.37/26.68 亿元，分别同比增长 68.66%/30.70%/24.90%，对应 EPS 分别为 0.92/1.20/1.50 元。

以 2024 年 12 月 24 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 14.01/10.72/8.58 倍。维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示：

金属价格波动风险；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	5612	7092	7984
增长率(%)	77.67	51.43	26.38	12.58
EBITDA(百万元)	1832.49	2210.27	2769.37	3361.73
归属母公司净利润(百万元)	969.34	1634.89	2136.72	2668.69
增长率(%)	457.41	68.66	30.70	24.90
EPS(元/股)	0.55	0.92	1.20	1.50
市盈率(P/E)	23.63	14.01	10.72	8.58
市净率(P/B)	3.54	2.90	2.34	1.89
EV/EBITDA	9.85	9.96	6.74	4.71

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	5612	7092	7984	营业收入	77.7%	51.4%	26.4%	12.6%
营业成本	1746	2450	3050	3158	营业利润	430.0%	64.7%	29.6%	24.2%
税金及附加	218	330	416	469	归属于母公司净利润	457.4%	68.7%	30.7%	24.9%
销售费用	3	5	6	7	<b>获利能力</b>				
管理费用	317	695	878	989	毛利率	52.9%	56.4%	57.0%	60.5%
研发费用	82	203	256	288	净利率	26.2%	29.1%	30.1%	33.4%
财务费用	137	38	38	38	ROE	15.0%	20.7%	21.9%	22.0%
资产减值损失	-38	0	0	0	ROIC	14.3%	16.2%	17.8%	18.6%
<b>营业利润</b>	<b>1138</b>	<b>1874</b>	<b>2429</b>	<b>3017</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	40.6%	42.5%	40.8%	36.6%
营业外支出	67	67	67	67	流动比率	0.31	0.92	1.34	1.80
<b>利润总额</b>	<b>1072</b>	<b>1808</b>	<b>2363</b>	<b>2951</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	118	200	261	326	应收账款周转率	530.89	638.06	499.70	332.24
<b>净利润</b>	<b>953</b>	<b>1608</b>	<b>2101</b>	<b>2625</b>	存货周转率	5.06	4.26	4.50	6.43
<b>归母净利润</b>	<b>969</b>	<b>1635</b>	<b>2137</b>	<b>2669</b>	总资产周转率	0.36	0.45	0.47	0.45
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.92</b>	<b>1.20</b>	<b>1.50</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.55	0.92	1.20	1.50
货币资金	339	3052	6402	9236	每股净资产	3.65	4.45	5.51	6.82
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	23	25	PE	23.63	14.01	10.72	8.58
预付款项	6	50	63	65	PB	3.54	2.90	2.34	1.89
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>4051</b>	<b>7056</b>	<b>9922</b>	净利润	953	1608	2101	2625
固定资产	4382	4063	3738	3410	折旧和摊销	500	364	368	373
在建工程	426	423	428	434	营运资本变动	135	591	1193	216
无形资产	4159	4159	4159	4159	其他	162	118	123	123
<b>非流动资产合计</b>	<b>10160</b>	<b>9850</b>	<b>9532</b>	<b>9209</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1750</b>	<b>2682</b>	<b>3786</b>	<b>3336</b>
<b>资产总计</b>	<b>11083</b>	<b>13902</b>	<b>16587</b>	<b>19131</b>	资本开支	-656	-107	-116	-116
短期借款	384	384	384	384	其他	-294	-41	-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>-148</b>	<b>-135</b>	<b>-135</b>
其他流动负债	1666	2754	3292	3484	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2953</b>	<b>4405</b>	<b>5252</b>	<b>5500</b>	债务融资	-545	419	0	0
其他	1545	1510	1510	1510	其他	-38	-240	-302	-367
<b>非流动负债合计</b>	<b>1545</b>	<b>1510</b>	<b>1510</b>	<b>1510</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-583</b>	<b>178</b>	<b>-302</b>	<b>-367</b>
<b>负债合计</b>	<b>4498</b>	<b>5914</b>	<b>6762</b>	<b>7010</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>217</b>	<b>2712</b>	<b>3350</b>	<b>2834</b>
股本	1837	1837	1837	1837					
资本公积金	2248	2248	2248	2248					
未分配利润	2099	3287	4840	6780					
少数股东权益	110	83	47	3					
其他	292	533	853	1254					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6586</b>	<b>7987</b>	<b>9826</b>	<b>12121</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>11083</b>	<b>13902</b>	<b>16587</b>	<b>19131</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