

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)	12.53
总股本/流通股本(亿股)	17.76 / 17.75
总市值/流通市值(亿元)	222 / 222
52周内最高/最低价	15.53 / 9.75
资产负债率(%)	34.4%
市盈率	15.01
第一大股东	国民信托有限公司-国民信托·恒盈5号事务管理类集合资金信托计划

研究所

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

兴业银锡(000426)

银锡产量延续增长，资源优势进一步加强

● 投资要点

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 42.70 亿元，同比增长 15.23%；实现归母净利润/扣非归母净利润 15.30/15.39 亿元，同比增长 57.82%/50.23%。Q4 公司实现营收/归母净利润 9.74/2.30 亿元，同比下滑 23.97%/46.01%，Q1 公司实现营收/归母净利润 11.49/3.74 亿元，同比增长 50.37%/63.22%。

公司业绩增长主要受益于银锡等金属价格提升，产量与效益实现双增长。具体看：

价：2024 年银/锡价格同比上涨 29.91%/16.90%，铅/锌/锑/铜/铁矿石价格同比+10.28%/+8.21%/+57.80%/+9.69%/-7.02%。

量：2024 年公司银/锡产量为 229/8901 吨，同比增长 14.68%/14.58%，销量为 210/7611 吨，同比减少 9.58%/11.88%。

铅/锌/锑/铜/铁精粉产量为 1.70/5.97/0.14/0.29/339 万吨，同比 +8.05%/8.67%/+32.58%/+4.94%/-3.75%，销量为 1.64/5.93/0.13/0.27/365.23 万吨，同比+0.39%/+6.77%/+2.70%/-15.18%/+1.44%。

本：2024 年公司银/锡产品成本为 188.96/5.11 万元/吨，铅/锌/锑/铜/铁精粉成本为 0.65/0.81/1.61/1.38/0.03 万元/吨。

利：2024 年公司整体毛利润为 26.88 亿元，同比增长 37.18%，毛利率较 2023 年提升 10.08pct 至 62.95%。

其中，银锡产品毛利率为 65.98%/72.50%，贡献毛利 7.69/10.26 亿元，占比 28.60%/38.17%，单位毛利为 366.47/13.48 万元/吨。

铅/锌/锑/铜/铁精粉毛利贡献为 1.24/5.03/0.43/0.93/1.07 亿元，占比分别为 4.60%/18.72%/1.58%/3.45%/3.99%。

银漫矿业仍为公司主要利润贡献点。分公司看，银漫矿业/乾金达矿业/融冠矿业净利润为 12.59/2.45/1.73 亿元，较 2023 年增长 49.14%/39.20%/41.80%，博盛矿业由于安全事故等造成选矿处理量减少，亏损 0.85 亿元。

收购宇邦矿业，加强与山金合作。公司于 2025 年初成功收购宇邦矿业，根据公司披露，宇邦矿业拥有白银储量 1.79 万吨，为亚洲第一大单体银矿，全球第五位，公司资源优势进一步加强。

此外公司与山东黄金旗下赤峰山金瑞鹏贸易有限公司加强合作，占年度销售总额 68.38%，山金依托山东黄金品牌优势及强大的资金优势，在全球广泛布局，具备丰富的行业经验和运作水平，在资金支付、合作态度等方面相较其他客户具有绝对的优势，对公司产品有极强价格提升作用。

投资建议：我们预计公司未来三年将通过宇邦矿业、银漫二期

扩产等项目实现产量快速增长，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 50.92/61.84/71.40 亿元，分别同比变化 19.24%/21.45%/15.46%；归母净利润分别为 19.50/23.03/27.82 亿元，分别同比增长 27.44%/18.12%/20.78%，对应 EPS 分别为 1.10/1.30/1.57 元。

以 2025 年 4 月 25 日收盘价为基准，2025-2027 年对应 PE 分别为 11.41/9.66/8.00 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险；项目进度不及预期风险；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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4270	5092	6184	7140
增长率(%)	15.23	19.24	21.45	15.46
EBITDA（百万元）	2515.54	3085.74	3521.75	4134.24
归属母公司净利润（百万元）	1529.86	1949.71	2303.08	2781.69
增长率(%)	57.82	27.44	18.12	20.78
EPS(元/股)	0.86	1.10	1.30	1.57
市盈率（P/E）	14.54	11.41	9.66	8.00
市净率（P/B）	2.82	2.30	1.88	1.55
EV/EBITDA	8.14	6.50	4.90	3.43

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	4270	5092	6184	7140	营业收入	15.2%	19.2%	21.4%	15.5%
营业成本	1582	1788	2288	2498	营业利润	57.0%	34.8%	16.8%	20.6%
税金及附加	256	306	371	429	归属于母公司净利润	57.8%	27.4%	18.1%	20.8%
销售费用	4	5	6	7	获利能力				
管理费用	376	448	544	628	毛利率	63.0%	64.9%	63.0%	65.0%
研发费用	94	112	136	157	净利率	35.8%	38.3%	37.2%	39.0%
财务费用	119	21	21	21	ROE	19.4%	20.1%	19.5%	19.4%
资产减值损失	-48	5	5	5	ROIC	17.0%	17.4%	17.1%	17.3%
营业利润	1787	2409	2812	3392	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	34.4%	33.6%	31.7%	28.5%
营业外支出	22	22	22	22	流动比率	0.56	1.41	1.95	2.57
利润总额	1765	2387	2791	3371	营运能力				
所得税	263	356	416	503	应收账款周转率	524.90	964.92	875.96	801.14
净利润	1502	2031	2374	2868	存货周转率	4.04	3.30	3.47	3.21
归母净利润	1530	1950	2303	2782	总资产周转率	0.37	0.38	0.38	0.37
每股收益(元)	0.86	1.10	1.30	1.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.86	1.10	1.30	1.57
货币资金	1139	4127	6947	10021	每股净资产	4.45	5.46	6.65	8.09
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	4	6	8	10	PE	14.54	11.41	9.66	8.00
预付款项	5	6	8	8	PB	2.82	2.30	1.88	1.55
存货	506	577	742	814	现金流量表				
流动资产合计	1705	4776	7776	10936	净利润	1502	2031	2374	2868
固定资产	4326	4018	3690	3340	折旧和摊销	555	678	710	743
在建工程	498	558	617	674	营运资本变动	-402	184	424	191
无形资产	4124	4197	4261	4315	其他	160	-24	52	54
非流动资产合计	10460	10072	9857	9610	经营活动现金流净额	1815	2869	3560	3856
资产总计	12165	14848	17633	20546	资本开支	-662	-517	-517	-517
短期借款	304	304	304	304	其他	-342	264	-15	-17
应付票据及应付账款	948	1071	1370	1497	投资活动现金流净额	-1004	-253	-532	-534
其他流动负债	1781	2009	2309	2453	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3033	3384	3983	4254	债务融资	259	518	0	0
其他	1150	1607	1607	1607	其他	-282	-146	-208	-247
非流动负债合计	1150	1607	1607	1607	筹资活动现金流净额	-23	372	-208	-247
负债合计	4183	4991	5590	5861	现金及现金等价物净增加额	788	2988	2820	3074
股本	1776	1776	1776	1776					
资本公积金	2309	2309	2309	2309					
未分配利润	3364	4863	6633	8771					
少数股东权益	82	163	234	320					
其他	452	747	1092	1510					
所有者权益合计	7982	9856	12044	14685					
负债和所有者权益总计	12165	14848	17633	20546					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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