

兴业银锡（000426.SZ）

立足资源禀赋，全球化布局开展新篇章

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

投资评级：优于大市（维持）

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

- ◆ **公司主营矿山采选业务，拥有优质资源。**公司是有三十余年历史的内蒙民营矿企，大股东为兴业集团，2011年在深交所借壳上市，主营锡、银、锌、铅等有色金属的采选业务。公司自成立以来陆续获取了银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业、宇邦矿业等优质矿山资源，目前下属11家具备采探矿权的矿业子公司。且公司不局限于国内，走出国门布局印尼黄金资源和非洲锡矿资源，面向全球延伸产业。截至2024年末，公司具备白银储量2.72万吨、锡储量18.57万吨；其中白银储量由于收购宇邦，同比增加了181%，占我国总储量的近40%，锡储量同比下降3%，占我国总储量的近20%；2024年公司矿产银产量229吨，矿产锡产量8902吨，矿产锌产量5.97万吨。
- ◆ **集团重整正在推进，布敦银根后续有望注入上市公司。**2019年公司大股东兴业集团因无法偿还债务，被债权人申请破产重整。2022年集团的重整计划获批，优先清偿职工债权、税收债权、有财产担保债权，普通债权按比例以现金、股票抵债及信托受益权方式清偿；原股东将100%股权无偿让渡至两家新成立的持股平台公司，再通过云南信托设立信托计划，以信托受益权份额清偿普通债权，自此集团的名义股东变为云南信托，但管理性权益仍归公司实控人所有。目前集团债务问题仍在推进，稳步扩产是最优解决路径。布敦银根是集团控股子公司，具备1.12万吨白银储量，目前已经实现探转采，由上市公司托管，待其投产并形成稳定利润后，有望注入上市公司。
- ◆ **近两年在国内外收购宇邦矿业、大西洋锡业等公司。**作为稀有的民营矿企上市公司，公司拥有优质资源，近两年内先后收购国内的宇邦矿业、澳洲的FEG和大西洋锡业公司。其中宇邦矿业下属双尖子山银铅矿是亚洲最大的银矿，曾获得2018年中国地质学会“十大地质找矿成果”，目前是在产状态，一年能产出白银100吨左右，公司计划对宇邦进行改扩建，生产规模由165万吨/年提升至825万吨/年。大西洋锡业公司下属Achmmach锡矿位于非洲摩洛哥，拥有锡资源量21.3万吨，品位0.55%，加大了公司的国际化布局。这些优质资源都为公司未来的成长性提供了保障。
- ◆ **盈利预测与估值：**预计公司2025-2027年的营收分别为54.04/62.44/73.89亿元，同比增速26.55%/15.54%/18.34%；归母净利润分别为20.49/24.44/29.67万元/吨，同比增速33.93%/19.26%/21.41%；EPS分别为1.15/1.38/1.67元，当前股价对应PE分别为11.6/9.8/8.0x。通过相对估值，预计公司合理估值区间为16.16-18.47元之间，相较目前股价有20.42%-37.62%的溢价空间，维持“优于大市”评级。
- ◆ **风险提示：**项目建设进度不及预期的风险；白银、锡、锌等商品价格大幅波动的风险；发生安全事故的风险；大股东债务风险。

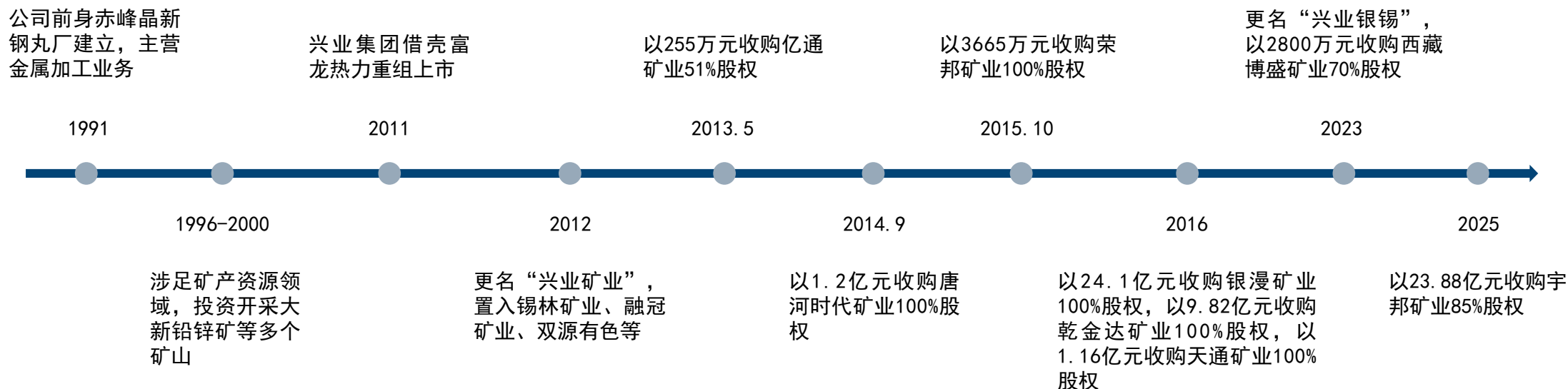
- 【 01 】 公司概况
- 【 02 】 公司核心竞争力
- 【 03 】 财务分析
- 【 04 】 盈利预测与估值

公司概况

公司主营银锡采选业务，稳步扩张矿山资源版图

- 公司历史沿革及概况。公司大股东兴业集团的前身赤峰晶新钢丸厂成立于1991年，主营金属加工业务，位于素有“中国有色金属之乡”之称的内蒙古赤峰市；2001年兴业集团正式成立，主营业务拓展为有色金属及贵金属的采选业务。2011年，富龙热电实施重大资产重组，将原有城市供热、供电的主营业务置换为有色金属及贵金属采选及冶炼，兴业矿业由此借壳上市，同时集团将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业和富生矿业等矿业资产注入上市公司。2016年，公司收购目前的主力矿山银漫矿业。2023年，考虑到未来扩产的主要矿种为银和锡，公司更名为**兴业银锡**。2025年，公司收购宇邦矿业，白银储量实现翻倍式增长。依托内蒙古资源富集的区位优势，经过近三十年的发展历程，公司已成长为旗下拥有18家子公司，主要产品涵盖银、锡、铅、锌、铜、铁、锑等有色金属、贵金属及黑色金属的大型矿业集团，构筑了集地质、采选于一体的产业链。

图：兴业银锡历史沿革



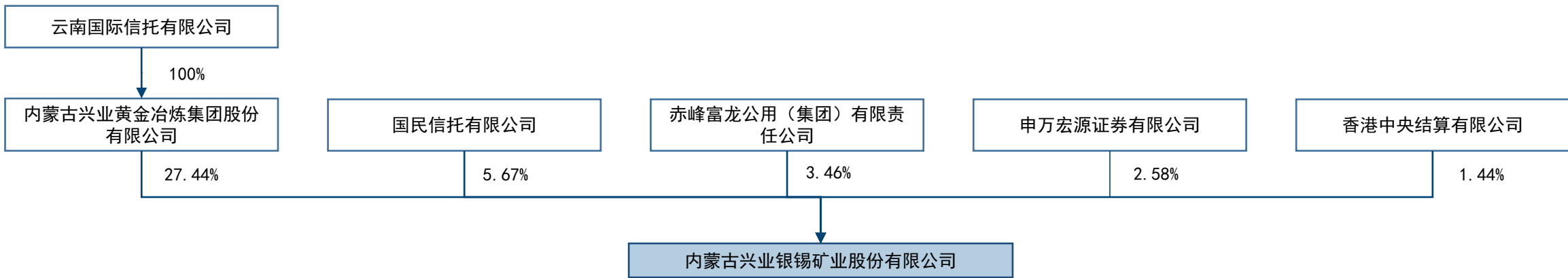
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司是内蒙民企，大股东为兴业集团



- 公司控股股东为兴业集团，实际控制人为吉兴业。截至2025年一季度末，兴业集团共持有公司27.44%股份；兴业集团的名义股东为云南信托，持有兴业集团100%股份；公司实控人、最终受益人为董事长吉兴业先生，在2024年的权益变动前持有兴业集团83%股份。
- 集团的持股平台公司设立信托计划，管理性权益仍归吉兴业所有。2019年，兴业集团因无法偿还债务，被债权人申请破产重整。根据《重整计划》，原股东吉兴业家族为清偿债权，成立了两家持股平台公司恒硕矿业和晋维矿业，并将其持有的100%兴业集团股权让渡至这两家持股平台公司。随后，集团由股份有限公司改制为有限责任公司，持股平台成为集团的新股东。结合公司类型变更与企业发展战略等因素，兴业集团的名称于2024年6月由“内蒙古兴业集团股份有限公司”变更为“内蒙古兴业黄金冶炼集团有限责任公司”，改制和更名后集团主营业务不发生变化。同时，恒硕矿业和晋维矿业作为委托人，以集团100%股权作为信托财产，通过云南信托设立信托计划，取得信托受益权，并以信托受益权份额清偿普通债权。信托计划存续期间，财产性权利归信托计划所有，管理性权益和股份表决权等归实控人吉兴业所有。待债权人通过信托计划获得本息全额偿付后，剩余信托财产（即兴业集团股权）归还吉兴业家族，届时恢复对集团的直接持股。

图：兴业银锡股权结构（截至2025Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

拥有多个采探矿权，银漫是盈利能力最强的子公司



- 公司共有9家矿业采选子公司，拥有多个采矿权和探矿权。兴业银锡在内蒙和西藏共有11家从事有色金属采选的子公司，其中主要开采银和锡的银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，也是公司的主力矿山，盈利能力较强；乾金达矿业和融冠矿业为所在地的龙头企业。随着公司旗下在建矿山和扩产项目的陆续投产，公司的持续经营能力将进一步增强。从子公司贡献的利润来看，2024年银漫矿业净利润12.59亿元、乾金达矿业净利润2.45亿元、融冠矿业净利润1.73亿元，为公司盈利能力最强的三家子公司；博盛矿业亏损0.85亿元，主要由于其在2024年7月23日发生一起造成1人伤亡的安全事故，事故后停产整改，已于2025年4月24日正式复产。

表：2024年公司主要矿业子公司经营情况（按净利润高低排序，单位：亿元）

子公司简称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
银漫矿业（银、锡）	有色金属采选	46.05	31.41	25.58	14.83	12.59
乾金达矿业（铅、锌、银）	有色金属采选	8.31	4.56	5.45	2.85	2.45
融冠矿业（铁、锌）	有色金属采选	12.01	7.10	6.14	2.06	1.73
锡林矿业	有色金属采选	3.28	2.87	2.81	0.63	0.46
锐能矿业	有色金属采选	4.67	1.18	1.26	0.39	0.29
荣邦矿业	有色金属采选	4.18	3.10	2.72	0.18	0.16
唐河时代	有色金属采选	7.23	4.66	0.00	-0.16	-0.12
博盛矿业	金矿采选	2.39	-9.70	0.04	-0.89	-0.85

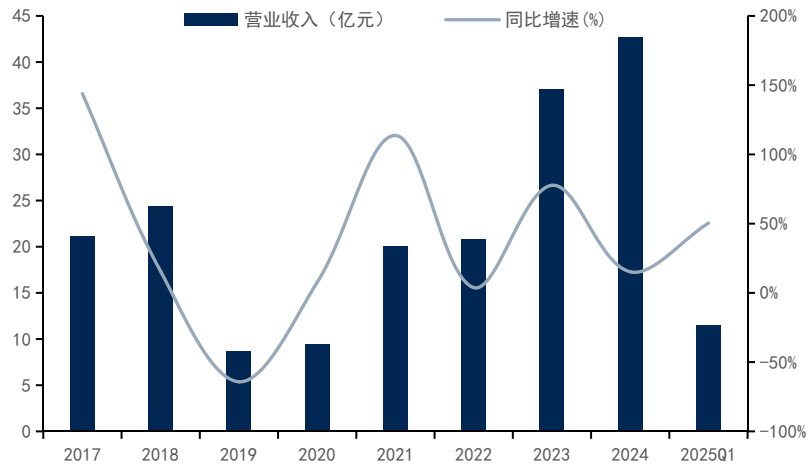
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

最差时候已经过去，生产经营步入正规



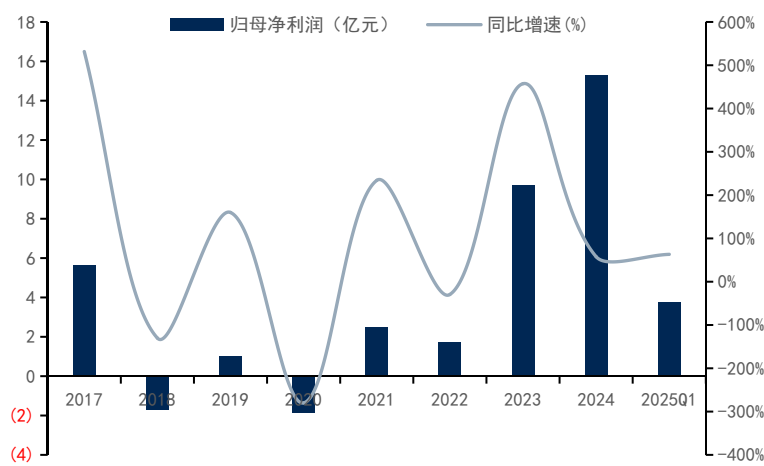
- 最差时候已经过去，经营步入正轨。2019年2月23日，公司全资子公司银漫矿业采矿承包方的通勤车由辅助斜坡向井下运送其采矿工人时，车辆失控，撞向辅助斜坡巷道，造成重大运输安全事故，导致22人死亡，28人受伤。矿难发生后，银漫矿业于2019年2月24日进行停产停业整顿，《安全生产许可证》被自治区应急厅暂扣；2020年7月27日，银漫矿业领回《安全生产许可证》，随后开始逐步恢复生产。2021年2月3日，银漫矿业收到西乌旗应急局下发的《关于西乌珠穆沁旗银漫矿业有限责任公司从速开展自查的通知》后自行停产，选矿厂于2021年5月2日恢复生产，采区于2021年8月21日恢复生产，采区的复产标志着银漫矿业实现了全面复工复产。2022年是公司全面复产的第一个完整年。2025年3月9日，银漫矿业再次发生一起安全事故，造成1人死亡、0人受伤，随后采区停产，选厂正常生产；采区已经于2025年4月16日复产，采区生产受影响一个月左右。

图：公司营收及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及同比（单位：亿元）

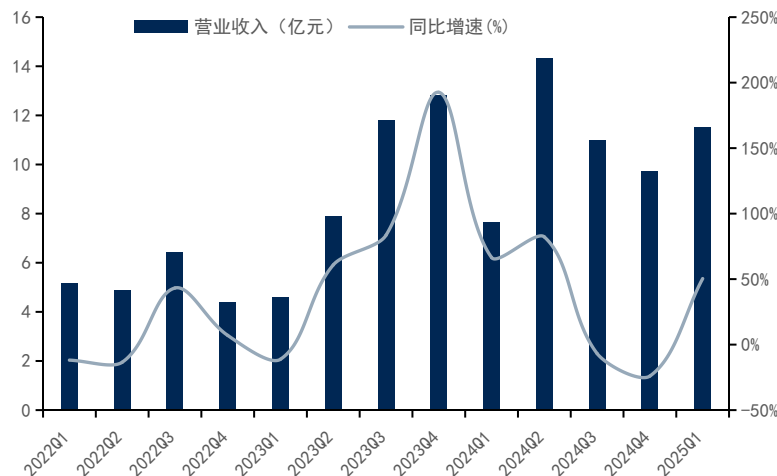


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司2024年归母净利润同比增长58%

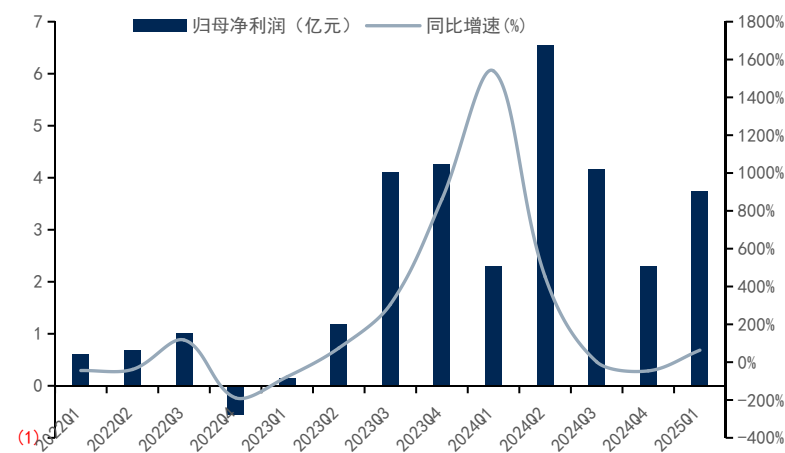
- 2023年以来业绩迎来大幅提升。公司2024年实现营收42.70亿元，同比+15.23%；实现归母净利润15.30亿元，同比+57.82%；实现扣非归母净利润15.39亿元，同比+50.23%。2024Q4，公司实现营收9.74亿元，同比-23.99%，环比-11.31%；实现归母净利润2.30亿元，同比-46.05%，环比-44.76%；实现扣非归母净利润2.34亿元，同比-49.02%，环比-42.85%。2025Q1，公司实现营收11.49亿元，同比+50.37%，环比+18.00%；实现归母净利润3.74亿元，同比+63.22%，环比+62.75%；实现扣非归母净利润3.74亿元，同比+64.08%，环比+59.86%。公司2024年利润同比增长近60%，主要由于商品价格上涨和产量同比提升所致，2024年锡价为24.83万元/吨，+16.92%，公司矿产锡产量为0.89万吨，同比+14.58%；银价为7,239元/kg，+29.94%，公司矿产银产量为229吨，同比+14.68%。

图：公司单季度营收及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

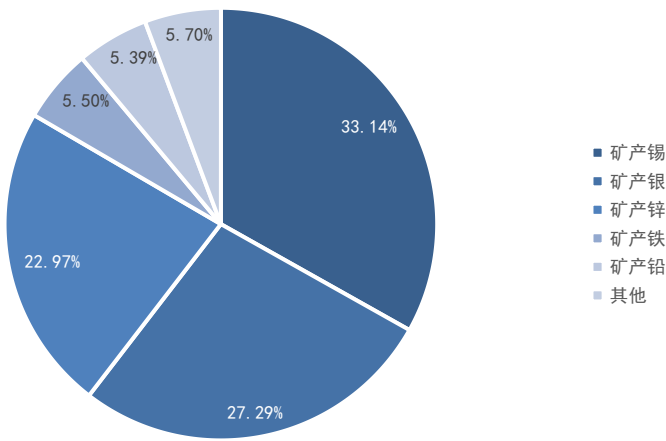
图：公司单季度归母净利润及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

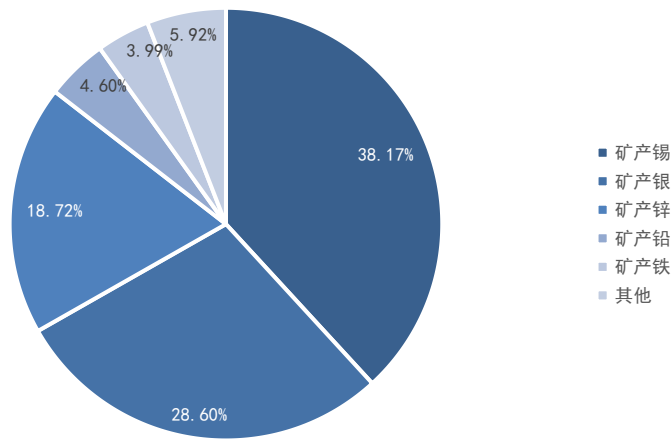
- 公司下属矿山多为多金属矿，因此矿种较多，外售产品包括矿产银、锡、铅、锌、锑、铜、铁、铋、金等，其中在营收和毛利中占比最大的为锡、银、锌三种金属。2024年，锡/银/锌在营收中的占比分别为35.9%/26.9%/19.2%；在毛利中的占比分别为43.9%/26.6%/14.8%。

图：2024年公司营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年公司毛利构成

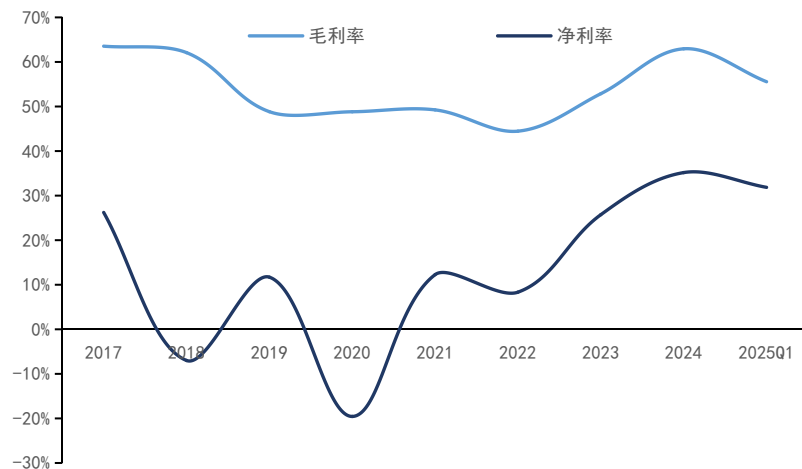


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力提升，资产负债率下降

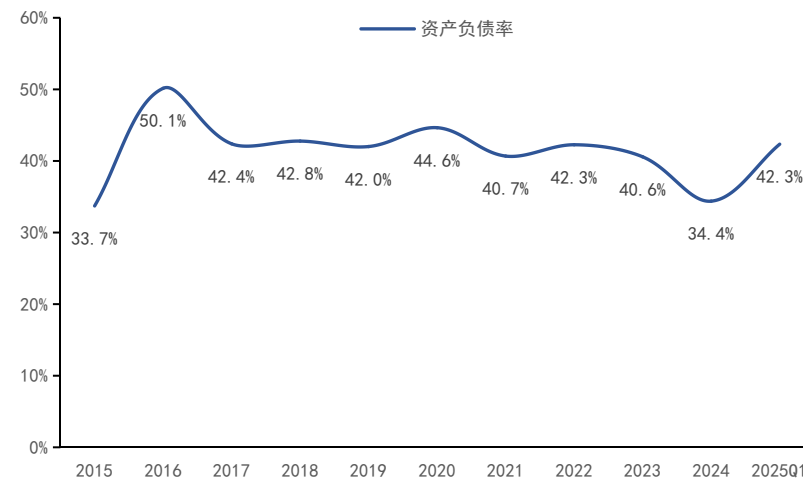
- 盈利能力持续提升，资产负债率下降。2024年，公司销售毛利率为62.95%，同比提升10.88pct；销售净利率为35.17%，同比提升9.45pct；期间费用率为13.88%，同比下降0.67pct。2025Q1，公司销售毛利率为55.57%，同比-0.34pct，环比-2.80pct；销售净利率为31.86%，同比+2.44pct，环比+9.09pct。截至2024年末，公司的资产负债率为34.39%，较2023年末下降6.19pct。

图：公司毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司资产负债率（%）

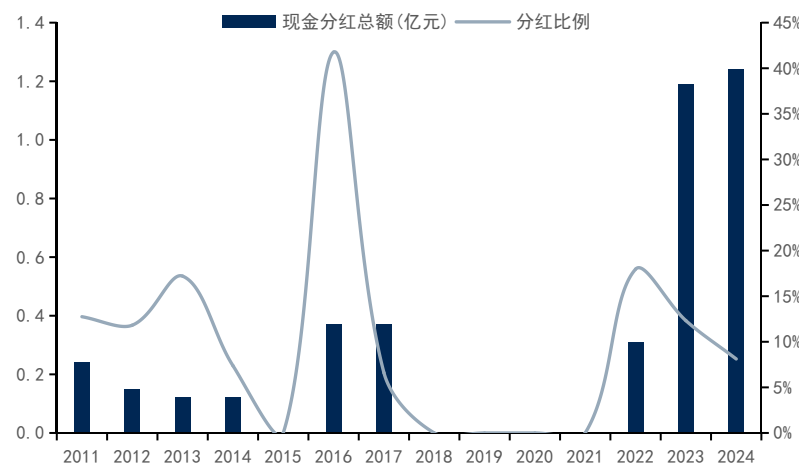


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024年现金分红总额1.24亿元，分红比例为8%

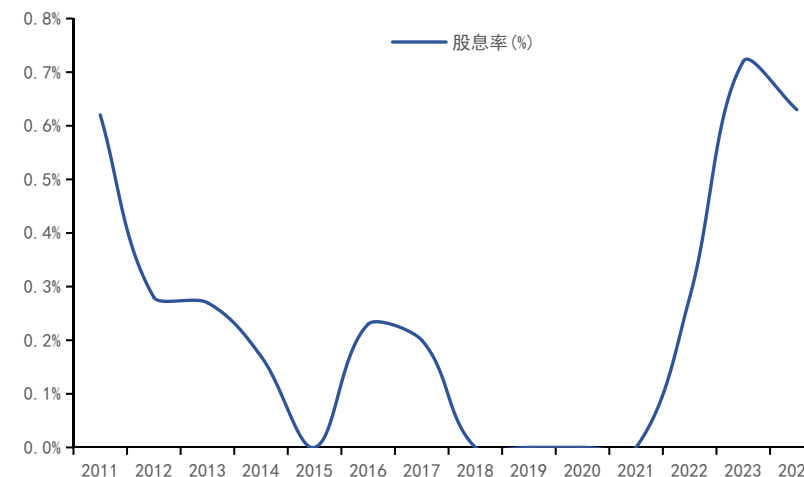
- 公司自2022年生产经营正常后开始分红，2022-2024年分红比例分别为17.96%/12.32%/8.12%，股息率分别为0.28%/0.72%/0.63%。2024年公司向全体股东每10股派发现金红利0.7元，现金分红总额1.24亿元。

图：分红总额（亿元）及分红比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：股息率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心竞争力：获取优质资源

- 拥有优质且充足的矿产资源，收购宇邦后白银储量增加180%。多年以来，公司通过整合矿山资源成为了国内具有重要影响力的银锡锌矿产公司。截至2024年末，公司拥有银储量2.72万吨（同比+181%）、锡储量18.57万吨（同比-3%）、锌储量389.26万吨（同比+80%）、铅储量132.92万吨（同比+54%）。据USGS数据，截至2024年末中国白银基础储量7万吨、锡金属资源储量100万吨，公司保有的银、锡资源量分别占国内总储量的38.86%、18.57%，在国内上市公司中分别排名第一、第二（锡资源储量仅次于锡业股份）；白银储量在收购宇邦后排名亚洲第一位，全球第八位。

表：公司矿山资源情况（截至2024年底）

		单位	锡林矿业	融冠矿业		银漫矿业			乾金达矿业		荣邦矿业		锐能矿业		唐河时代	博盛矿业	宇邦矿业		合计	
				主产	伴生	铅锌系统	铜锡系统	伴生	主产	共生	主产	伴生	主产	伴生			主产	伴生		
矿石量		万吨	906.1	1892.6	854.0	1518.8	4121.3		201.6	176.6	1011.4		574.3		9754.9	312.2	15657.7	15649.8	52,631.3	
银	储量	金属吨			209.9	2242.2	5816.2			378.1	122.6	361.4	90.7	145.3			14765.4	3105.3	27,237.0	
	品位	g/t			13.8	183.8	185.0			325.4	114.5	42.6	77.1	33.5			137.9	63.1	-	
锡	储量	万金属吨						18.6												18.6
	品位	%						0.7%												-
铅	储量	万金属吨				13.5		12.7	10.4		3.3	0.8	8.1	0.3			38.4	45.4	132.9	
	品位	%				1.7%		0.3%	5.2%		1.2%	0.3%	2.1%	0.3%			1.0%	0.4%	-	
锌	储量	万金属吨	20.3	75.4		46.7	20.6		11.1		13.1	0.5	14.8	0.5			147.8	38.4	389.3	
	品位	%	2.2%	4.0%		3.6%	2.9%		5.5%		1.6%	0.7%	3.4%	0.5%			1.5%	0.8%	-	
铁	储量	万金属吨	270.8	533.6															804.4	
	品位	%	29.9%	30.2%															-	
铜	储量	万金属吨						2.3						0.4	0.8	0.1	1.2	0.2	11.8	16.8
	品位	%						0.6%						0.6%	0.7%	0.3%	0.7%	0.3%	0.1%	-
镍	储量	万金属吨													32.8				32.8	
	品位	%													0.3%				-	
金	储量	金属吨												0.1					20.5	20.6
	品位	g/t												0.1					6.6	-
锑	储量	万金属吨						18.3											18.3	
	品位	%						0.3%											-	
铟	储量	金属吨	173.2					957.5									1,130.7			
	品位	g/t	-					16.8									-			
镉	储量	吨						9104.6											9,104.6	
	品位	%						0.02%											-	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

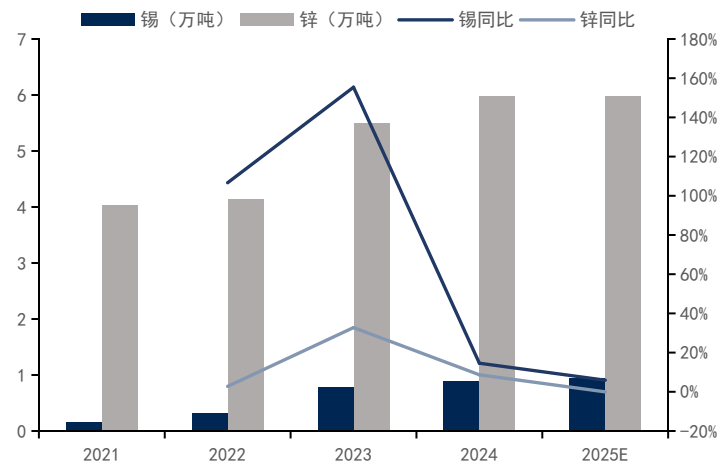
看点二：银漫技改后产量连续上台阶

- 技改时间：2023年6月9日-2023年7月10日。
- 技改背景：
 - 银漫矿业拥有两个采选系统，即铅锌系统和铜锡系统；拥有I、III、IV三个区的开采主矿体，其中I、IV区开采主矿体供应铅锌系统；III区开采主矿体供应铜锡系统。技改主要针对供应铜锡系统的III区主要矿体。2021年以来，银漫矿业在矿山地质勘察方面投入了大量心血，重点查明III区开采主矿体800m-690m标高和690m标高以下范围地质特征及变化规律，取得了阶段性勘查成果。
 - 基于这些成果，为进一步明晰主要矿体在空间上的地质变化特征，银漫矿业与北矿院、广州院合作，针对III区主要矿体开展了矿石矿物学研究工作，包括：光谱分析、主要化学成分分析、矿石中锡、银、铜、铅、锌元素物相分析、矿石结构构造研究、矿石主要矿物组成及相对含量研究等。通过这些矿物学工作，查清了矿区深部（800m标高以下）主要矿体的矿物组成、含量及矿石结构构造等典型地质特征。
- 技改目的：
 - 银漫矿业是国内罕见以锡、银为主，共伴生铅、锌、铜、锑的复杂难选矿石。此前银漫矿业主要开采的是800米标高以上的低锡高硫型难选矿石，锡的入选品位为0.6-0.7%。自2023年起，银漫矿业拟开采800m-690m标高、矿石性质为富锡低硫型的原矿，锡的入选品位为1.2-1.4%，与以往所采浅部矿石的选矿方式存在差异，若仍采用以往的选矿技术，会造成选矿回收率低的问题。
 - 为使银漫矿业的选矿工艺与未来拟采矿石性质更加匹配，进一步提高锡的选矿回收率和矿石入选品位，银漫矿业与北矿院、中国矿业大学（北京）、广州院等科研院所组建专项科研团队，提出“智能抛废-强化分级-优先选硫-分级重选-高效脱泥-微细粒机柱联合”工艺及设备创新集成优化方案。目前，此次技改的前期科研技术储备及初步试验研究工作已完成，因接下来的技改施工项目与生产系统相互制约，故需要进行停产技改。此次技改项目包括锡石浮选改造项目以及原矿石智能抛废项目。技改完成后，银漫矿业锡的回收率由50%提高到70%左右。

看点二：银漫技改后产量连续上台阶

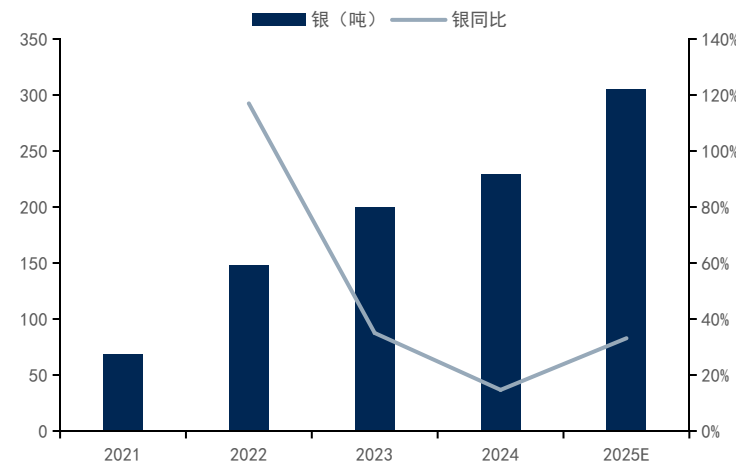
- 银漫二期投产后产量还能有大幅提升。银漫矿业的主要矿种是银和锡，目前公司全部矿产锡和大部分矿产银产自银漫。银漫目前在产的是一期，二期的地下工程井巷开拓自2023Q3开始开工，截至2024年底井巷开拓工作已经完成了总工程量的50%，由于二期工程会影响一期的生产，因此2024年银漫产量没有达到满产状态，这也是2024年三、四季度公司业绩环比下滑的原因之一。根据目前的矿石处理能力和品位测算，银漫一期满产情况下的白银产量是160吨/年左右，锡是1.2万吨/年左右；银漫二期的采选工艺和产品同一期一致，因此二期的产量和一期也一致。公司于2025年1月10日发布公告，银漫二期已经取得内蒙发改委核准批复，项目规模由目前的165万吨/年扩建为297万吨/年。目前银漫二期在推进征地工作。

图：公司锡、锌产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司白银产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

看点三：收购宇邦矿业

- 收购宇邦矿业85%股权。在被公司收购以前，宇邦矿业的大股东是国城矿业，持股65%；二、三股东为一对自然人父子，合计持股35%。2024年12月21日公司公告称计划以23.88亿元收购大股东全部65%+剩余股东20%股权，2025年1月14日已经完成交割，正式并表。宇邦矿业在白银协会统计中，是亚洲最大、全球第七大的银矿，资源情况方面，主产+伴生矿石具备资源储量包括白银1.79万吨，平均品位115g/t；铅83.87万吨，平均品位0.54%；锌186.04万吨，平均品位1.19%。宇邦矿业下属矿山为在产矿山，2022/2023/2024年1-10月净利润分别为-8182/-9425/2837万元，按入选矿石量和品位测算银金属产量分别为20.4/20.8/65.2吨，按目前的产能满产情况下一年白银产量约80-100吨左右。在原生产系统不停产的前提下，公司计划对宇邦进行改扩建，生产规模将由现在的165万吨/年提升到825万吨/年。

表：宇邦矿业基本情况

核心资产	内蒙古自治区巴林左旗双尖子山矿区银铅矿采矿权（还有3宗探矿权）		
股权结构(收购前)	国城矿业65%、李振水30%、李纳洋5%（二李为父子关系）		
净利润	2023年-0.9亿元，2024年1-10月0.3亿元		
储量	15,620.28 万吨		
铅资源量	83.87 万吨	0.54%	
锌资源量	186.04 万吨	1.19%	
银资源量	1.79 万吨	114.58g/t	
生产规模	拟改扩建矿山（扩建期原生产系统不停产），扩建一期66万吨/年、扩建二期330万吨/年、扩建后生产期825万吨/年、减产后325万吨/年		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：近3年宇邦矿业矿石开采、精矿产量

年份	原矿				精矿产量		
	入选矿石量	品位			银精矿	锌精矿	铅精矿
	(万吨)	Ag(g/t)	Zn(%)	Pb(%)	吨	吨	吨
2024年1-10月	95.45	68.31	0.57	0.24	38,592.94	621.54	
2023年	34.66	59.95	0.65	0.19	12,519.47	986.43	
2022年	64.78	31.52	0.32	0.11	12,550.11		
2021年	44.93	79.01	0.67	0.27	14,829.38	1,527.73	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

看点四：布敦银根已经托管，后续注入有望

- 布敦银根采矿证顺利获取。布敦银根是兴业集团的控股子公司，目前兴业集团对其持股54.31%，嘉兴锦悦星材持股45.69%。据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。布敦银根是兴业集团的优质矿山，由于存在同业竞争问题，在布敦银根投产且形成稳定利润一年后，集团将启动注入工作。目前先由上市公司托管布敦银根，托管费为10万元/年，开始建设后托管费另算。布敦银根的体量非常大，主矿产资源储量包括银金属量1.12万吨，平均品位148.12g/t；伴生矿产包括锌储量18.12万吨，品位0.31%，铅储量11.34万吨，品位0.24%。

图：布敦银根采矿证情况

申请人	矿山名称	设计生产规模	审批机关	取得方式	开采主矿种	受理时间
威信县向家沟煤业有限公司	威信县向家沟煤业有限公司向家沟煤矿	30万吨/年	云南省自然资源厅	协议出让	煤	2024-08-28
郴州盈丰矿业有限责任公司	湖南省汝城县新田辽矿区盈洞矿段铜多金属矿	12万吨/年	湖南省自然资源厅	探矿权转采矿权	铜矿	2024-08-27
龙陵县恒源矿业有限公司	云南省龙陵县平达乡死人垭口硅石矿	13万吨/年	保山市自然资源和规划局	探矿权转采矿权	冶金用脉石英	2024-08-26
辽宁新宁矿业发展有限公司	辽宁新宁矿业发展有限公司赵家堡子金矿	3万吨/年	辽宁省自然资源厅	探矿权转采矿权	金矿	2024-08-23
三门峡市恒昌矿物材料有限公司	三门峡市恒昌矿物材料有限公司河南省卢氏县漂池脉石英(花岗伟晶岩型高纯石英原料)		三门峡市自然资源和规划局	探矿权转采矿权	脉石英	2024-08-21
和田地区昆冈矿业发展投资有限责任公司	皮山县杜瓦镇水泥配料用石英砂岩矿	24.10万立方米/年	和田地区自然资源局	探矿权转采矿权	天然石英砂	2024-08-20
阿鲁科尔沁旗双龙矿业有限责任公司	内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗九井子矿区钙镁磷肥用蛇纹岩矿	50万吨/年	赤峰市自然资源局	探矿权转采矿权	化肥用蛇纹岩	2024-08-16
天津地成地热工程有限公司	宝坻区周良庄商业广场旁地热井BD-11、BD-11B号	25.04万立方米/年	天津市规划和自然资源局	探矿权转采矿权	地热	2024-08-13
西乌珠穆沁旗布敦银根矿业有限公司	西乌珠穆沁旗布敦银根矿业有限公司布敦乌拉矿区银矿	67.50万吨/年	锡林郭勒盟自然资源局	探矿权转采矿权	银矿	2024-08-09

资料来源：中国自然资源部，国信证券经济研究所整理

看点五：收购澳洲上市公司FEG 20%股权

- 收购澳大利亚上市公司FEG股权，布局印尼黄金资源。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Far East Gold Limited（简称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：FEG主要资源情况

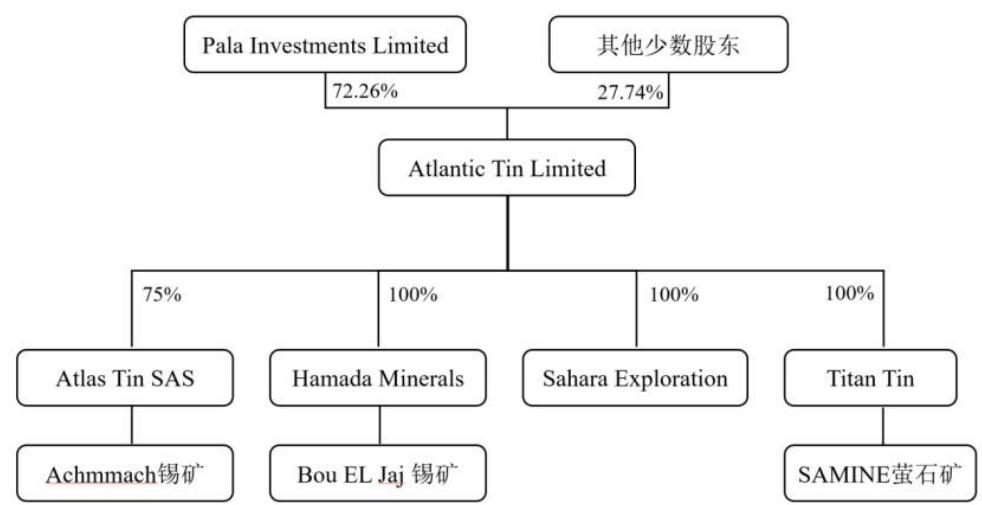
项目名称	地理位置	占地面积	目前进度	资源情况
Woyla 铜金矿	印尼北苏门答腊岛亚齐地区	24,260公顷		
Trenggalek 铜金矿	印尼东爪哇	12,813公顷	已完成超过17,700米的钻探	
Wonogiri 铜金矿	印尼西爪哇	3,928公顷	已完成钻探21,771米	53.3-99.65万盎司黄金、 3.36-8.62万吨铜
Idenburg 黄金项目	印度尼西亚巴布亚省	95,280公顷	收购中	76.5万盎司黄金，平均品位 4.4g/t

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

看点六：收购大西洋锡业公司100%股权

- 要约收购大西洋锡业，布局非洲锡矿资源。2025年4月30日，公司与大西洋锡业公司签署《要约实施协议》，拟指定全资子公司兴业黄金以每股0.24澳元的价格，要约收购非上市公司大西洋锡业全部已发行股份，要约期为一个月，公司可延长至2025年10月31日。若大西洋锡业所有股东均接受要约且要约成功，本次交易总投资额约0.98亿澳元，约合人民币4.54亿元。大西洋锡业成立于2005年，总部位于澳大利亚，主要业务活动是开发非洲摩洛哥Achmmach锡矿项目。大西洋锡业对Achmmach锡矿持股75%，根据2024年最新的测算报告，该矿山资源量为矿石量3910万吨，锡品位0.55%，锡金属量21.33万吨，资源量较2021年增长了33%。这次对大西洋锡业的收购是公司“走出去”战略的第二步，根据《矿产资源储量规模划分标准》，金属储量大于等于4万吨的锡矿即为大型矿山，Achmmach锡矿相当于5个大型矿床，这次收购加大了公司的锡矿国际化布局，为公司积累了海外市场投资运营经验。若收购顺利实施，预计Achmmach锡矿将于2027年四季度投产，投产后全年可产出锡金属6000吨左右。

图：大西洋锡业目前股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Achmmach锡矿资源情况

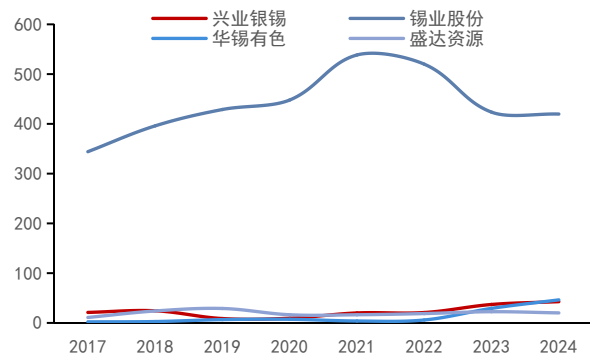
资源类别(Classification)	Achmmach(边界品位 0.26%)		
	矿石量(百万吨)	品位 Sn%	金属量(千吨)
探明资源量(Measured)	2.1	0.85	18.1
控制资源量 (Indicated)	25.8	0.61	157.7
推断资源量 (Inferred)	11.2	0.33	37.5
合计(Total)	39.1	0.55	213.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析

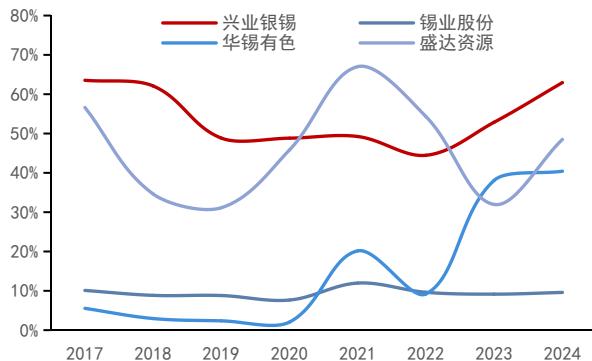
- 我们选取锡业股份、华锡有色、盛达资源作为可比公司。从收入体量上来看，兴业银锡可比公司2024年的平均收入规模在132亿左右，公司的收入体量与除锡业股份外的可比公司类似，但净利润排名靠前。盈利能力方面，2024年公司的毛利率和净利率分别为62.95%和35.17%，ROE和ROA分别为21.28%和12.92%。

图：行业内公司营业收入对比（单位：亿元）



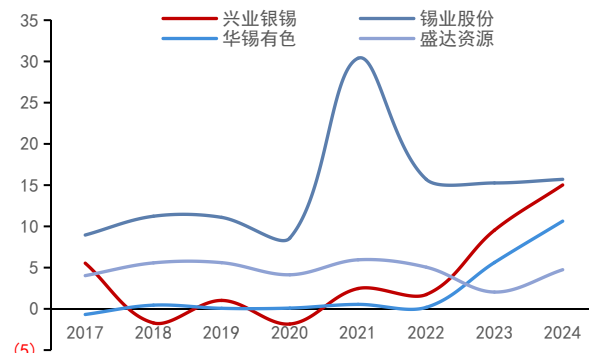
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司毛利率对比



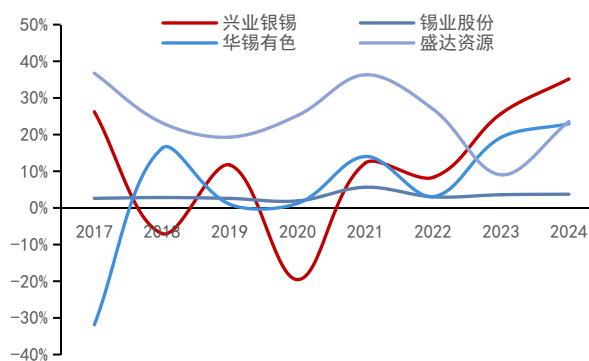
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司净利润对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

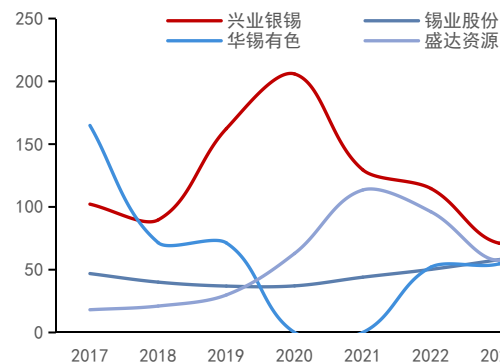
图：行业内公司净利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

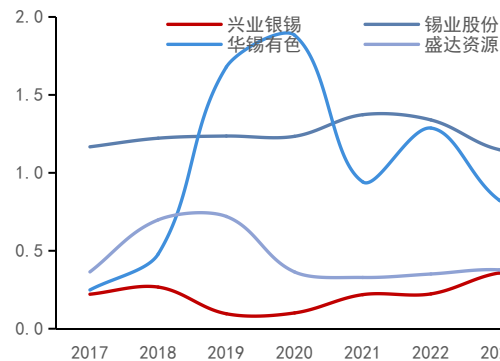
- 公司的营运能力在行业中处于中等水平。2024年公司存货周转天数为89天，应收账款周转天数为1天，近年来保持稳定。同时，公司的总资产周转率在可比公司中排名第三位，2024年公司总资产周转率为0.37。

图：行业内公司存货周转天数对比



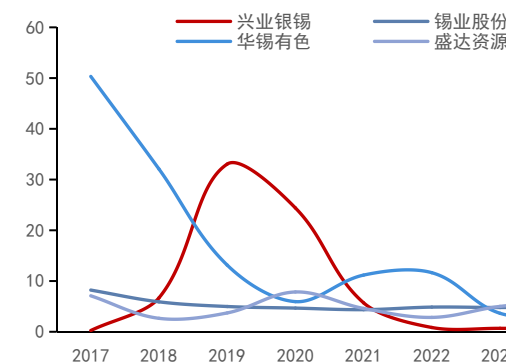
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司总资产周转率对比



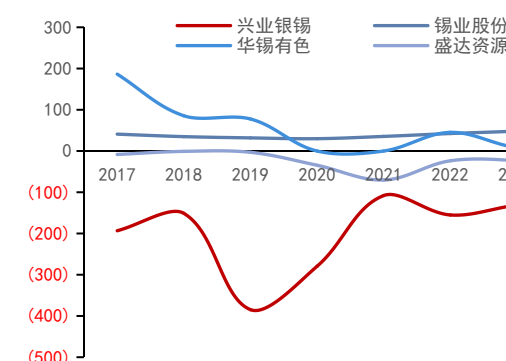
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

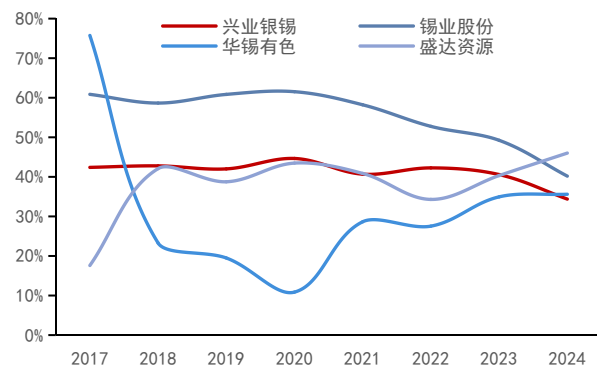
图：行业内公司净营业周期对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

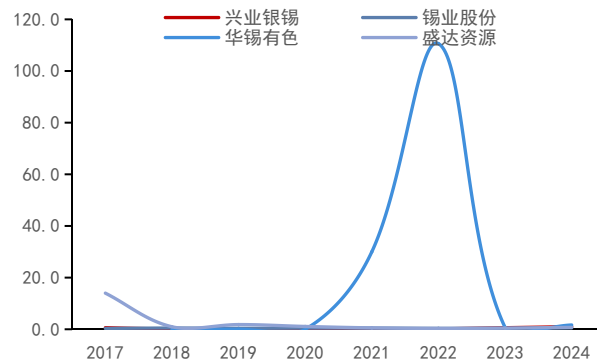
- 截至2024年末，公司的资产负债率为34.39%，近年来稳步下降，目前在可比公司中处于较低水平。

图：行业内公司资产负债率对比



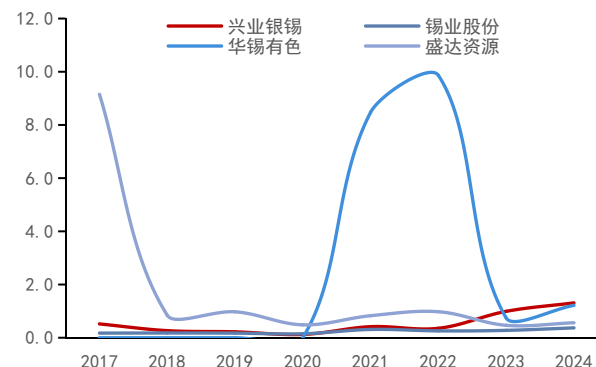
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司货币资金/短期债务对比



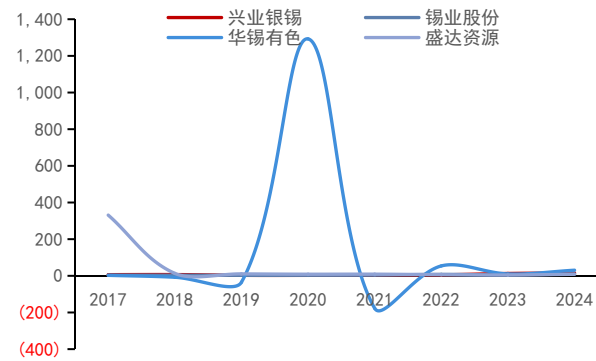
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司EBITDA/带息债务对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业内公司现金流量利息保障倍数对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

➤ 矿产锡

- 公司2022-2024年矿产锡生产量分别为3042/7769/8902吨，2023/2024年单位售价分别为15.4/18.6万元/吨，单位成本分别为5.4/5.1万元/吨（2022年未披露）。假设2025-2027年公司矿产锡产量分别为0.9/1.25/1.8万吨，2026年和2027年的产量提升来自银漫二期；锡价分别为含税26/26.6/27.2万元/吨，锡精粉冶炼加工费1.3万元/吨，低品位锡精粉折价系数0.6；单位成本为5.3万元/吨。

➤ 矿产银

- 公司2022-2024年矿产银生产量分别为148/200/229吨，单位售价分别为3642/4296/5554元/kg，2023/2024年单位成本为2053/1890元/kg（2022年未披露）。我们假设2025-2027年公司矿产银产量分别为305/325/325吨，2025年产量提升来自宇邦矿业并表；银价为含税8000元/kg，由于公司销售产品以精粉形式，因此存在折价系数，假设折价系数为0.9；单位成本为1972元/kg。

➤ 矿产锌

- 公司2022-2024年矿产锌生产量分别为4.1/5.5/6.0万吨，单位售价分别为1.7/1.3/1.7万元/吨，单位成本分别为0.9/0.8/0.8万元/吨。假设2025-2027年公司矿产锌产量均为6.0万吨，锌价为含税2.4万元/吨，单位成本为0.8万元/吨。

- 根据上述假设条件，我们测算得到公司2025-2027年的营收分别为54.04/62.44/73.89亿元，同比增速26.55%/15.54%/18.34%；归母净利润分别为20.49/24.44/29.67万元/吨，同比增速33.93%/19.26%/21.41%；EPS分别为1.15/1.38/1.67元，当前股价对应PE分别为12.1/10.1/8.4x。

表：公司2025年归母净利润的敏感性分析（百万元）

		银价（元/kg）					
		7,500	7,700	7,900	8,100	8,300	8,500
锡价（元/吨）	240,000	1,866	1,899	1,931	1,963	1,995	2,028
	250,000	1,918	1,950	1,982	2,015	2,047	2,079
	260,000	1,970	2,002	2,034	2,066	2,099	2,131
	270,000	2,021	2,053	2,086	2,118	2,150	2,183
	280,000	2,073	2,105	2,137	2,170	2,202	2,234
	290,000	2,124	2,157	2,189	2,221	2,254	2,286

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

- 我们选取锡业股份、华锡有色和盛达资源3家公司作为可比公司进行比较，采用PE法进行估值。按照5月15日最新收盘价，可比公司2025年PE倍数的算术平均值为11.6x。由于公司资源储量好，在建项目多和未来潜在增量多，我们认为给予公司2025年14-16倍PE是合理的，对应股价区间在16.16-18.47元之间，相较目前股价有20.42%-37.62%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值情况

代码	简称	股价		EPS（元）			PE				PB	总市值 （亿元）
		2025/5/15	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E		
000426.SZ	兴业银锡	13.42	0.84	1.15	1.38	1.67	16.07	11.63	9.74	8.02	2.88	238.3
可比公司：												
000960.SZ	锡业股份	14.23	0.88	1.45	1.58	1.71	16.17	9.81	9.01	8.32	1.24	234.2
600301.SH	华锡有色	19.45	1.04	1.86	2.03	2.21	18.70	10.46	9.58	8.80	2.97	123.0
000603.SZ	盛达资源	13.13	0.57	0.90	1.23	1.59	23.04	14.58	10.68	8.24	2.99	90.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

- **相对估值的风险：**根据公司业务板块，我们选取了锡业股份、华锡有色和盛达资源作为可比公司，选取其2025年平均PE作为相对估值的参考，最终给予公司2025年整体14-16倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。
- **盈利预测的风险：**1) 我们假设公司未来3年收入增长26.55%/15.54%/18.34%，可能存在对公司产品销量及商品价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。2) 我们预计公司未来3年毛利率分别为64.46%/66.01%/67.35%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- **经营的风险**
 - **项目不及预期的风险：**公司目前在建项目包括银漫二期和宇邦矿业等，若如期投产均可为公司带来较大的白银、锡增量，但存在项目进度不及预期，导致产销量增加不及预期的风险。
 - **要约收购失败的风险：**公司计划要约收购大西洋锡业公司，从而布局非洲锡矿资源，但此次要约收购设置有约束条件，且存在其他外部条件制约，要约能否顺利完成存在一定的不确定性。
 - **发生事故的风险：**公司的子公司银漫矿业曾在2019年和2025年分别发生一起造成人员伤亡的安全事故，虽目前为止均已复产，但存在未来发生安全事故导致银漫矿业或其他子公司停产、生产经营受到影响的风险。
- **商品价格波动的风险：**白银、锡、锌等商品价格受宏观和供需影响，存在商品价格大幅波动，影响公司利润的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	339	1139	2754	5066	7933	营业收入	3706	4270	5404	6244	7389
应收款项	296	52	444	513	607	营业成本	1746	1582	1921	2122	2413
存货净额	276	506	585	652	759	营业税金及附加	218	256	324	375	444
其他流动资产	12	9	39	45	53	销售费用	3	4	5	6	7
流动资产合计	924	1705	3822	6277	9353	管理费用	317	376	540	687	887
固定资产	4808	4824	4852	4840	4794	研发费用	82	94	162	187	222
无形资产及其他	4159	4124	3959	3794	3629	财务费用	137	119	40	(9)	(73)
投资性房地产	788	1294	1294	1294	1294	投资收益	(18)	(10)	0	0	0
长期股权投资	404	219	189	159	129	资产减值及公允价值变动	(40)	(46)	0	0	0
资产总计	11083	12165	14115	16363	19198	其他收入	(88)	(90)	(162)	(187)	(222)
短期借款及交易性金融负债	568	1103	1106	1106	1106	营业利润	1138	1787	2411	2875	3490
应付款项	903	948	975	1087	1266	营业外净收支	(66)	(21)	0	0	0
其他流动负债	1482	982	1296	1507	1824	利润总额	1072	1765	2411	2875	3490
流动负债合计	2953	3033	3376	3701	4195	所得税费用	118	263	362	431	524
长期借款及应付债券	1149	740	740	740	740	少数股东损益	(16)	(28)	0	0	0
其他长期负债	396	410	378	345	313	归属于母公司净利润	969	1530	2049	2444	2967
长期负债合计	1545	1150	1118	1085	1053	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4498	4183	4494	4786	5248	净利润	969	1530	2049	2444	2967
少数股东权益	110	82	82	82	82	资产减值准备	(46)	10	5	(0)	(0)
股东权益	6476	7901	9540	11495	13868	折旧摊销	484	539	632	678	711
负债和股东权益总计	11083	12165	14115	16363	19198	公允价值变动损失	40	46	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	137	119	40	(9)	(73)
每股收益	0.53	0.86	1.15	1.38	1.67	营运资本变动	557	(919)	(188)	149	252
每股红利	0.08	0.13	0.23	0.28	0.33	其它	33	(33)	(5)	0	0
每股净资产	3.53	4.45	5.37	6.47	7.81	经营活动现金流	2036	1172	2492	3271	3930
ROIC	16.88%	20.18%	23%	29%	36%	资本开支	0	(281)	(500)	(500)	(500)
ROE	14.97%	19.36%	21%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	63%	64%	66%	67%	投资活动现金流	62	(96)	(470)	(470)	(470)
EBIT Margin	36%	46%	45%	46%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	58%	57%	57%	56%	负债净变化	876	(409)	0	0	0
收入增长	78%	15%	27%	16%	18%	支付股利、利息	(150)	(237)	(410)	(489)	(593)
净利润增长率	457%	58%	34%	19%	21%	其它融资现金流	(3505)	1014	3	0	0
资产负债率	42%	35%	32%	30%	28%	融资活动现金流	(2052)	(277)	(407)	(489)	(593)
股息率	0.7%	1.1%	1.9%	2.2%	2.7%	现金净变动	46	799	1615	2312	2867
P/E	23.5	14.4	10.8	9.0	7.4	货币资金的期初余额	294	339	1139	2754	5066
P/B	3.5	2.8	2.3	1.9	1.6	货币资金的期末余额	339	1139	2754	5066	7933
EV/EBITDA	15.0	10.5	8.6	7.6	6.6	企业自由现金流	0	1005	2026	2763	3368
						权益自由现金流	0	1611	1995	2771	3430

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

免责声明

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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