

兴业银锡 (000426.SZ)

主产品量价齐增，国际化布局迎突破

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报：

2024 年实现营业收入 42.7 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%。24Q4 实现营业收入 9.74 亿元，同比-23.99%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比/环比分别-46.05%/-44.76%，实现扣非归母净利润 2.34 亿元，同比/环比分别-49.02%/-42.85%。

25Q1 实现营业收入 11.49 亿元，同比/环比分别+50.37%/+18.00%，实现归母净利润 3.74 亿元，同比/环比分别+63.22%/+62.75%，实现扣非归母净利润 3.74 亿元，同比/环比分别+64.08%/+59.86%。

□ 主要矿产品量价齐增。2022-2024 年公司矿产银产量分别为 145/200/229 吨，矿产锡产量分别为 3042/7769/8902 吨，矿山锌产量分别为 4.14/5.50/5.97 万吨。2024 年锡/银/锌单位收入分别为 18.6 万元/吨、5554 元/千克、1.7 万元/吨，分别同比+20.7%/+29.3%/+29.0%；2024 年锡/银/锌营业收入占比分别为 33.1%/27.3%/23.0%，毛利润占比分别为 38.2%/28.6%/18.7%。

□ 收购宇邦矿业，未来成长空间进一步打开。2025 年初公司成功收购宇邦矿业，以 23.88 亿元收购其 85%股权，宇邦矿业白银资源量达 1.79 万吨，根据世界白银协会统计，截至 2023 年底的数据，宇邦矿业单体银矿排名位列亚洲第一位，全球第五位，收购宇邦矿业后，公司白银保有储量增至 2.45 万吨，占国内总储量的 34.56%，占全球白银储量的 4.46%。宇邦矿业年采选 825 万吨扩建工程，目前正在国家应急管理部申请开工许可手续，取得开工许可后即可开工建设。

□ 要约收购大西洋锡业，加大锡矿国际化布局。2025 年 4 月 30 日公司与 Atlantic Tin Limited (大西洋锡业有限公司) 签署《要约实施协议》，拟以每股 0.24 澳元的价格，通过场外要约收购方式向持有目标公司全部已发行股份的股东发出场外附条件要约收购。核心资产为 Achmmach 锡矿项目 75%股权，矿石资源量 3910 万吨，锡金属量 21.33 万吨，平均品位 0.55%，回收率预计 70%左右，吨矿石采选成本预计 200 元人民币左右，目前设计产能为年采选 90 万吨矿石量，公司接手后计划全力推进该矿扩产至年采选 150 万吨。目前已经取得开工前的所有手续，包括采矿权许可证、环评、征地等；按照当地政府要求，满足以上条件即可开工建设，该项目预计于 2027 年四季度实现投产，项目达产后，预计年生产锡金属 6000 吨左右。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 20.7/23.9/27.5 亿元，对应市盈率分别为 11.7/10.1/8.8 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：金属价格下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期等。

强烈推荐 (维持)

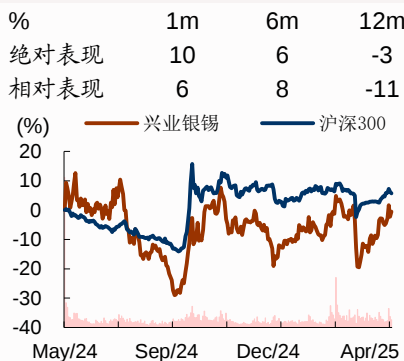
周期/金属及材料

当前股价：13.66 元

基础数据

总股本 (百万股)	1776
已上市流通股 (百万股)	1775
总市值 (十亿元)	24.3
流通市值 (十亿元)	24.2
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	20.2
资产负债率	42.3%
主要股东	内蒙古兴业黄金冶炼集团有
主要股东持股比例	27.44%

股价表现



相关报告

1、《兴业银锡 (000426)：涅槃启新篇，银锡龙头再出发》2024-11-04

刘伟洁 S1090519040002

✉ liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

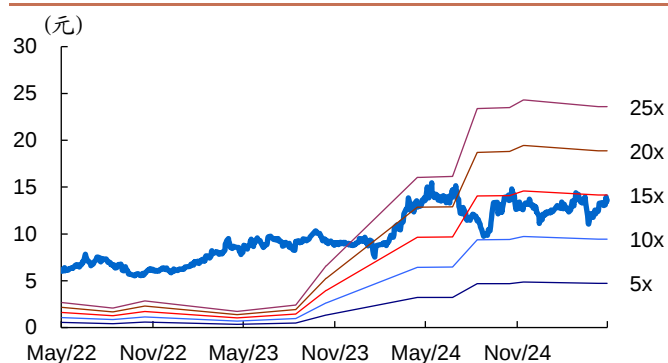
✉ lairuchuan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3706	4270	5459	6071	6812
同比增长	78%	15%	28%	11%	12%
营业利润(百万元)	1138	1787	2457	2832	3247
同比增长	430%	57%	38%	15%	15%
归母净利润(百万元)	969	1530	2073	2393	2745
同比增长	457%	58%	35%	15%	15%
每股收益(元)	0.55	0.86	1.17	1.35	1.55
PE	25.0	15.9	11.7	10.1	8.8
PB	3.7	3.1	2.5	2.0	1.7

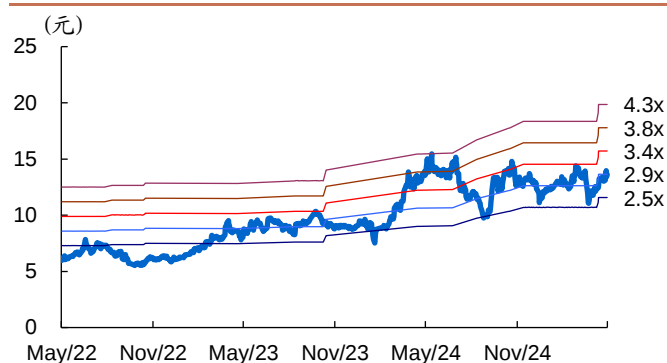
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：兴业银锡历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：兴业银锡历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	924	1705	2902	5032	7502
现金	339	1139	2213	4278	6668
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	243	0	0	0	0
应收款项	12	4	6	6	7
其它应收款	42	47	60	67	75
存货	276	506	612	669	739
其他	12	9	11	12	13
非流动资产	10160	10460	10615	10780	10953
长期股权投资	404	219	219	219	219
固定资产	4382	4326	4919	5477	6003
无形资产商誉	4352	4317	3885	3497	3147
其他	1021	1598	1592	1587	1584
资产总计	11083	12165	13518	15813	18455
流动负债	2953	3033	2437	2547	2683
短期借款	384	304	300	300	300
应付账款	903	948	1147	1252	1383
预收账款	181	35	42	46	51
其他	1486	1747	948	949	949
长期负债	1545	1150	1150	1150	1150
长期借款	1149	740	740	740	740
其他	396	410	410	410	410
负债合计	4498	4183	3587	3697	3833
股本	1837	1776	1776	1776	1776
资本公积金	2248	2309	2309	2309	2309
留存收益	2391	3816	5765	7950	10456
少数股东权益	110	82	82	82	82
归属于母公司所有者权益	6476	7901	9849	12034	14540
负债及权益合计	11083	12165	13518	15813	18455

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1750	1815	3110	3336	3675
净利润	953	1502	2073	2393	2745
折旧摊销	486	541	736	733	731
财务费用	136	117	102	57	39
投资收益	18	10	6	6	6
营运资金变动	(564)	(327)	84	45	56
其它	719	(29)	109	102	96
投资活动现金流	(950)	(1004)	(1006)	(1006)	(1006)
资本支出	(658)	(663)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(292)	(341)	(6)	(6)	(6)
筹资活动现金流	(583)	(23)	(1030)	(265)	(279)
借款变动	(487)	177	(803)	0	0
普通股增加	0	(62)	0	0	0
资本公积增加	1	61	0	0	0
股利分配	(31)	(119)	(124)	(207)	(239)
其他	(66)	(80)	(102)	(57)	(39)
现金净增加额	217	789	1074	2065	2390

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3706	4270	5459	6071	6812
营业成本	1746	1582	1914	2091	2309
营业税金及附加	218	256	328	365	409
营业费用	3	4	6	6	7
管理费用	317	376	480	534	599
研发费用	82	94	120	134	150
财务费用	137	119	102	57	39
资产减值损失	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
公允价值变动收益	(2)	2	2	2	2
其他收益	2	2	2	2	2
投资收益	(18)	(10)	(10)	(10)	(10)
营业利润	1138	1787	2457	2832	3247
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	67	22	22	22	22
利润总额	1072	1765	2436	2811	3225
所得税	118	263	363	418	480
少数股东损益	(16)	(28)	0	0	0
归属于母公司净利润	969	1530	2073	2393	2745

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	78%	15%	28%	11%	12%
营业利润	430%	57%	38%	15%	15%
归母净利润	457%	58%	35%	15%	15%
获利能力					
毛利率	52.9%	63.0%	64.9%	65.6%	66.1%
净利率	26.2%	35.8%	38.0%	39.4%	40.3%
ROE	16.1%	21.3%	23.4%	21.9%	20.7%
ROIC	14.4%	17.9%	21.0%	20.4%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	34.4%	26.5%	23.4%	20.8%
净负债比率	15.5%	15.2%	7.7%	6.6%	5.6%
流动比率	0.3	0.6	1.2	2.0	2.8
速动比率	0.2	0.4	0.9	1.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	5.1	4.0	3.4	3.3	3.3
应收账款周转率	28.9	33.0	1075.0	1009.0	1013.0
应付账款周转率	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.55	0.86	1.17	1.35	1.55
每股经营净现金	0.99	1.02	1.75	1.88	2.07
每股净资产	3.65	4.45	5.55	6.78	8.19
每股股利	0.07	0.07	0.12	0.13	0.15
估值比率					
PE	25.0	15.9	11.7	10.1	8.8
PB	3.7	3.1	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.6	11.6	7.8	7.1	6.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。