

兴业银锡（000426.SZ）

锡产量受银漫停产影响较大，静待影响消退后盈利修复

优于大市

核心观点

公司25H1实现归母净利润8.0亿元，同比-9.9%。公司2025年上半年实现营收24.73亿元，同比+12.50%；实现归母净利润7.96亿元，同比-9.93%；实现扣非归母净利润8.01亿元，同比-10.42%。25Q2，公司实现营收13.24亿元，同比-7.68%，环比+15.19%；实现归母净利润4.21亿元，同比-35.58%，环比+12.54%；实现扣非归母净利润4.27亿元，同比-35.93%，环比+14.04%。上半年业绩同比有所下滑主要由于：1）主力矿山所属子公司银漫矿业因事故于2025年3月9日至2025年4月16日之间停产，停产期间选厂只能加工地表存矿；2）宇邦矿业因年初并表后重点推进采矿工程二期重大设计变更安全设施竣工验收工作，选厂主要加工地表存矿，使得产能未充分释放，且加工原矿品位偏低。

25H1 公司销售利润率有所下滑。2025H1，公司销售毛利率为56.90%，同比-7.73pct；销售净利率为31.67%，同比-7.90pct；期间费用率为12.55%，同比+1.50pct。2025Q2，公司销售毛利率为58.05%，同比-11.23pct，环比+2.49pct；销售净利率为31.50%，同比-13.48%，环比-0.36%。截至2025年6月30日，公司的资产负债率为40.88%，较2024年末提升6.49pct。

25H1 白银产量同比+4.6%，锡产量同比-20.6%。2025年上半年，公司矿产银产量为131.32吨，同比+4.57%；矿产锡产量为3589.82吨，同比-20.64%；矿产铅产量9246.55吨，同比-1.09%；矿产锌产量29986.14吨，同比+6.42%；矿产锑产量968.69吨，同比+4.72%；矿产铜产量960.74吨，同比-44.22%；矿产铁产量143010.99吨，同比-14.34%；矿产铋产量82.02吨，同比+100.64%；矿产金产量28千克，同比+55.56%。公司核心矿种之一锡精粉的产量同比下滑幅度较大，主要由于公司所有锡产品目前均产自银漫矿业，因此受银漫停产影响较大。主要子公司中，上半年银漫矿业实现净利润6.71亿元，同比-5.45%；乾金达矿业实现净利润1.24亿元，同比-12.18%；宇邦矿业亏损0.12亿元；博盛矿业亏损0.28亿元，同比减亏0.11亿元。

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：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司2025-2027年营收54.72/60.32/71.36亿元，同比增速28.14%/10.23%/18.30%；归母净利润20.99/24.09/29.52亿元，同比增速37.21%/14.74%/22.54%；EPS为1.18/1.36/1.66；当前股价对应PE分别为17.8/15.5/12.6x。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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,706	4,270	5,472	6,032	7,136
(+/-%)	77.7%	15.2%	28.1%	10.2%	18.3%
归母净利润(百万元)	969	1530	2099	2409	2952
(+/-%)	457.4%	57.8%	37.2%	14.7%	22.5%
每股收益(元)	0.53	0.86	1.18	1.36	1.66
EBIT Margin	36.2%	45.8%	46.8%	47.7%	49.3%
净资产收益率(ROE)	15.0%	19.4%	21.9%	20.9%	21.3%
市盈率(PE)	39.8	24.4	17.8	15.5	12.6
EV/EBITDA	23.6	16.6	13.1	11.8	10.0
市净率(PB)	5.96	4.72	3.89	3.24	2.69

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

21.00元

总市值/流通市值

37288/37279百万元

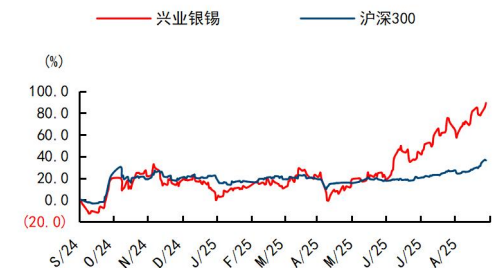
52周最高价/最低价

21.64/9.50元

近3个月日均成交额

874.84百万元

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）-立足资源禀赋，全球化布局开展新篇章》——2025-05-16

《兴业银锡（000426.SZ）-收购宇邦矿业，白银储量再上台阶》——2025-04-30

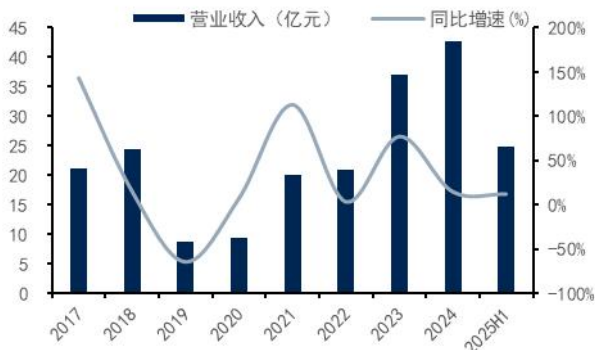
《兴业银锡（000426.SZ）-收购澳洲上市公司FEG股权，执行“走出去”战略》——2024-11-03

《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

公司 25H1 实现归母净利润 8.0 亿元，同比-9.9%。公司 2025 年上半年实现营收 24.73 亿元，同比+12.50%；实现归母净利润 7.96 亿元，同比-9.93%；实现扣非归母净利润 8.01 亿元，同比-10.42%。25Q2，公司实现营收 13.24 亿元，同比-7.68%，环比+15.19%；实现归母净利润 4.21 亿元，同比-35.58%，环比+12.54%；实现扣非归母净利润 4.27 亿元，同比-35.93%，环比+14.04%。上半年业绩同比有所下滑主要由于：1) 主力矿山所属子公司银漫矿业因事故于 2025 年 3 月 9 日至 2025 年 4 月 16 日之间停产，停产期间选厂只能加工地表存矿；2) 宇邦矿业因年初并表后重点推进采矿工程二期重大设计变更安全设施竣工验收工作，选厂主要加工地表存矿，使得产能未充分释放，且加工原矿品位偏低；3) 子公司博盛矿业因事故于 2024 年 7 月 23 日停产，其选厂于 2025 年 4 月 24 日复产，上半年受停产影响业绩亏损 2780 万元。

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

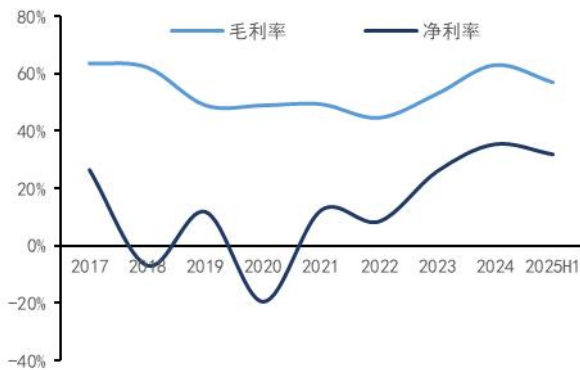
图4：兴业银锡单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

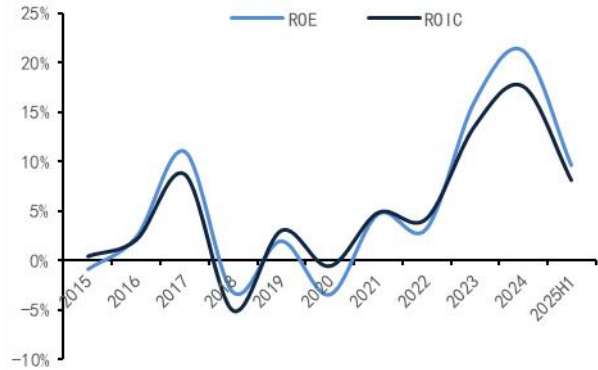
25H1 公司销售利润率有所下滑。2025H1，公司销售毛利率为 56.90%，同比-7.73pct；销售净利率为 31.67%，同比-7.90pct；期间费用率为 12.55%，同比+1.50pct。2025Q2，公司销售毛利率为 58.05%，同比-11.23pct，环比+2.49pct；销售净利率为 31.50%，同比-13.48%，环比-0.36%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的资产负债率为 40.88%，较 2024 年末提升 6.49pct。

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 ROE、ROIC 变化情况（%）



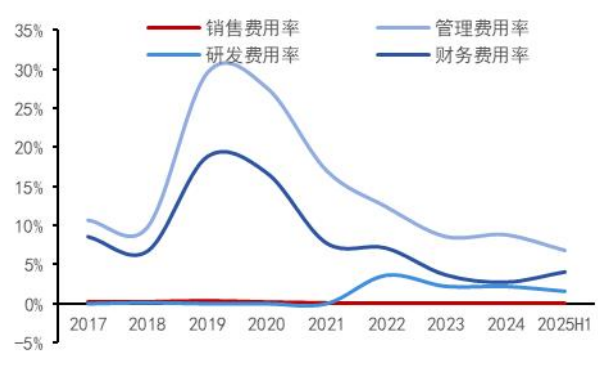
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

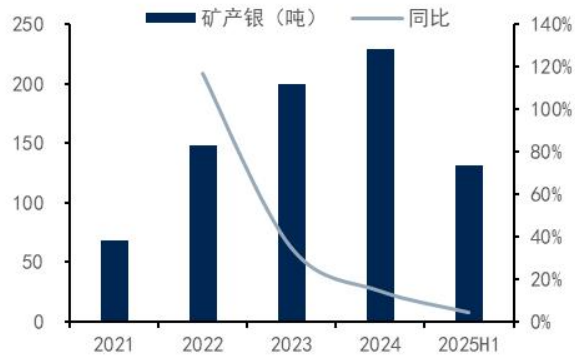
图8：兴业银锡期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

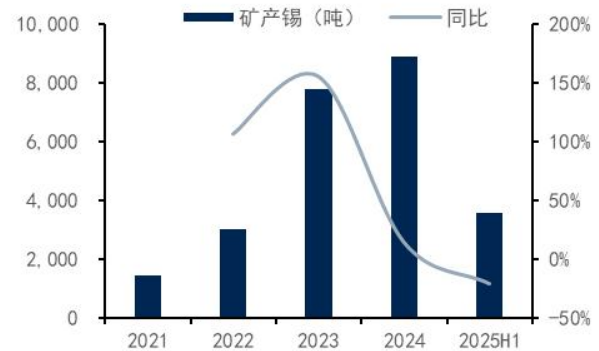
25H1 白银产量同比+4.6%，锡产量同比-20.6%。2025 年上半年，公司矿产银产量为 131.32 吨，同比+4.57%；矿产锡产量为 3589.82 吨，同比-20.64%；矿产铅产量 9246.55 吨，同比-1.09%；矿产锌产量 29986.14 吨，同比+6.42%；矿产锑产量 968.69 吨，同比+4.72%；矿产铜产量 960.74 吨，同比-44.22%；矿产铁产量 143010.99 吨，同比-14.34%；矿产铋产量 82.02 吨，同比+100.64%；矿产金产量 28 千克，同比+55.56%。公司核心矿种之一锡精粉的产量同比下滑幅度较大，主要由于公司所有锡产品目前均产自银漫矿业，因此受银漫停产影响较大。主要子公司中，上半年银漫矿业实现净利润 6.71 亿元，同比-5.45%；乾金达矿业实现净利润 1.24 亿元，同比-12.18%；融冠矿业实现净利润 0.52 亿元，同比-40.69%；宇邦矿业亏损 0.12 亿元；博盛矿业亏损 0.28 亿元，同比减亏 0.11 亿元。

图9：兴业银锡矿产银产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：兴业银锡矿产锡产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：2025H1 兴业银锡主要控股参股公司盈利情况（亿元）

公司名称	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	有色金属采选	44.99	24.42	14.84	7.88	6.71
乾金达矿业	有色金属采选	7.71	3.80	3.08	1.47	1.24
融冠矿业	有色金属采选	8.91	3.67	2.70	0.62	0.52
锡林矿业	有色金属采选	4.32	3.27	1.15	0.23	0.17
荣邦矿业	有色金属采选	4.67	1.28	1.23	0.12	0.10
锐能矿业	有色金属采选	3.32	2.92	0.50	0.07	0.05
唐河时代	有色金属采选	7.23	4.64	0.00	-0.03	-0.02
宇邦矿业	银矿采选	15.75	-1.83	1.70	-0.10	-0.12
博盛矿业	金矿采选	2.47	-9.98	0.06	-0.32	-0.28

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司2025-2027年营收54.72/60.32/71.36亿元，同比增速28.14%/10.23%/18.30%；归母净利润20.99/24.09/29.52亿元，同比增速37.21%/14.74%/22.54%；EPS为1.18/1.36/1.66；当前股价对应PE分别为17.4/15.2/12.4x。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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	339	1139	2798	5009	7859	营业收入	3706	4270	5472	6032	7136
应收款项	296	52	450	496	587	营业成本	1746	1582	1921	2034	2324
存货净额	276	506	586	609	702	营业税金及附加	218	256	329	332	357
其他流动资产	12	9	39	43	51	销售费用	3	4	6	6	7
流动资产合计	924	1705	3873	6157	9199	管理费用	317	376	492	603	714
固定资产	4808	4824	4852	4840	4794	研发费用	82	94	164	181	214
无形资产及其他	4159	4124	3959	3794	3629	财务费用	137	119	40	(9)	(72)
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	14166	16243	19044	其他收入	(88)	(90)	(164)	(181)	(214)
短期借款及交易性金融负债	568	1103	1106	1106	1106	营业利润	1138	1787	2521	2885	3592
应付款项	903	948	977	1015	1169	营业外净收支	(66)	(21)	0	0	0
其他流动负债	1482	982	1269	1378	1614	利润总额	1072	1765	2521	2885	3592
流动负债合计	2953	3033	3352	3500	3890	所得税费用	118	263	378	433	539
长期借款及应付债券	1149	740	740	740	740	少数股东损益	(16)	(28)	44	44	102
其他长期负债	396	410	378	345	313	归属于母公司净利润	969	1530	2099	2409	2952
长期负债合计	1545	1150	1118	1085	1053	现金流量表（百万元）					
负债合计	4498	4183	4470	4585	4943	净利润	969	1530	2099	2409	2952
少数股东权益	110	82	117	151	233	资产减值准备	(46)	10	5	(0)	(0)
股东权益	6476	7901	9580	11507	13868	折旧摊销	484	539	632	678	711
负债和股东权益总计	11083	12165	14166	16243	19044	公允价值变动损失	40	46	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	137	119	40	(9)	(72)
每股收益	0.53	0.86	1.18	1.36	1.66	营运资本变动	557	(919)	(220)	42	166
每股红利	0.08	0.13	0.24	0.27	0.33	其它	33	(33)	30	35	82
每股净资产	3.53	4.45	5.40	6.48	7.81	经营活动现金流	2036	1172	2546	3163	3911
ROIC	16.88%	20.18%	24%	29%	37%	资本开支	0	(281)	(500)	(500)	(500)
ROE	14.97%	19.36%	22%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	63%	65%	66%	67%	投资活动现金流	62	(96)	(470)	(470)	(470)
EBIT Margin	36%	46%	47%	48%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	58%	58%	59%	59%	负债净变化	876	(409)	0	0	0
收入增长	78%	15%	28%	10%	18%	支付股利、利息	(150)	(237)	(420)	(482)	(590)
净利润增长率	457%	58%	37%	15%	23%	其它融资现金流	(3505)	1014	3	0	0
资产负债率	42%	35%	32%	29%	27%	融资活动现金流	(2052)	(277)	(417)	(482)	(590)
股息率	0.4%	0.6%	1.1%	1.3%	1.6%	现金净变动	46	799	1659	2211	2850
P/E	39.8	24.4	17.8	15.5	12.6	货币资金的期初余额	294	339	1139	2798	5009
P/B	6.0	4.7	3.9	3.2	2.7	货币资金的期末余额	339	1139	2798	5009	7859
EV/EBITDA	23.6	16.6	13.1	11.8	10.0	企业自由现金流	0	1005	2088	2664	3370
						权益自由现金流	0	1611	2058	2672	3431

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

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