


**公司评级**      增持（维持）

报告日期      2025 年 08 月 26 日

**基础数据**

08 月 25 日收盘价（元）	20.56
总市值（亿元）	365.07
总股本（亿股）	17.76

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证金属】兴业银锡：银、锡矿业巨舰内延外购，扬帆起航-2025.07.24

【兴证金属】兴业银锡半年报点评：银锡价格上行推动业绩增长-2024.08.31

**分析师：李怡然**

 S0190525040001  
liyiran@xyzq.com.cn

**分析师：汤璐阳**

 S0190525070012  
tangluyang@xyzq.com.cn

**研究助理：陈权**

chenquan1@xyzq.com.cn

**兴业银锡(000426.SZ)**

# 受停产拖累业绩同比下滑，看好公司中长期成长潜力

**投资要点：**

- **业绩概要：** 公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 24.73 亿元，同比增长 12.5%；实现归母净利润 7.96 亿元，同比下滑 9.9%，对应基本每股收益 0.45 元。
- **受银漫矿业停产以及宇邦矿业亏损影响，公司业绩同比有所下滑。**（1）**产量：** 2025 年上半年公司矿产银/锡/锌产量分别为 131/3590/29986 吨，同比+4.6%/-20.6%/+6.4%，公司锡产量同比有所下滑，主要受银漫矿业停产影响。（2）**价格：** 2025 年上半年上海黄金交易所白银 Ag(T+D)含税均价为 8171 元/千克，同比+20.3%，SMM1#锡含税均价为 262382 元/吨，同比+9.2%；SMM1#锌含税均价为 23258 元/吨，同比+5.2%。（3）**利润：** 2025 年上半年公司矿产银/锡/锌毛利率分别为 54.7%/68.4%/47.0%，同比-12.6/-4.8/-6.1pct，主营产品毛利率有所下滑，主要由于入选品位下降。整体来看，公司业绩同比有所下滑，主要由于品位下降带来的产量不及预期以及成本提升。其中银漫停产导致锡、银入选品位下降，造成主产品锡、银产量同比下降；宇邦矿业上半年产能未充分释放及加工原矿品位偏低，导致业绩出现亏损。
- **受益于银、锡价格上行，公司 25Q2 业绩环比实现提升。** 从季度来看，24Q2-25Q2 公司归母净利润分别为 6.54/4.16/2.30/3.74/4.21 亿元，25Q2 环比+12.5%/同比-35.6%。从价格来看，25Q2 上海黄金交易所白银 Ag(T+D)含税均价为 8341 元/千克，环比+4.4%/同比+8.2%；SMM1#锡含税均价为 263957 元/吨，环比+1.2%/同比+0.3%；SMM1#锌含税均价为 22572 元/吨，环比-5.9%/同比-3.0%。因此整体来看，公司业绩符合行业波动，25Q2 受益于银、锡价格上行，公司业绩环比实现提升。
- **在产矿山生产平稳，新增项目稳步推进，银锡等金属产量增量可观。**（1）**银漫矿业：** 公司银漫矿业二期工程正在推进，投产后与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模，预计银、锡现有产量有望翻倍。（2）**宇邦矿业：** 宇邦矿业扩建工程正在申请开工许可手续，扩建后可达 825 万吨/年采选规模，预计年产白银 450 吨。（3）**大西洋锡业：** 公司要约收购大西洋锡业 100%股份，其主要资产为 Achmmach 锡矿，计划于 2027 年四季度投产，投产后预计年产锡 6000 吨。此外，集团资产布顿银根存在注入预期，目前已进入托管程序，其银资源储量丰富，开采规模与银漫一期、二期合计相当。
- **银价长期中枢抬升，工业属性放大弹性。** 美元周期定方向，金银长期中枢上移的趋势不变；工业属性扩弹性，当经济周期上行或者宽财政、宽流动性时，金银比的阶段性修复行情会彰显白银价格的弹性。当前，外国投资者持有美国国债占比持续下降，根据特里芬悖论，美元无法保持长期的稳定性，货币属性的回摆将持续抬升金银的价格中枢。从经济周期角度看，当前位于美联储降息周期，美联储缩表也已结束并很有可能开启扩表周期，宽货币流动性阶段逐步确立，虽然当前美国经济在关税扰动下边际走弱，但是在宽财政、宽货币的政策调节下，中长期经济有望逐渐回暖，金银比或将下修，白银价格弹性空间或将打开。
- **供给扰动解除但增量有限，锡价中枢长期上移。** 供给端，目前刚果（金）及佤邦均逐步推动复产，但刚果（金）Alphamin 公司受停产影响，年内生产指引由 2 万吨下降至 1.75 万吨，同比 2024 年持平；同时缅甸佤邦复产进度缓慢，同时受成本提升、矿山品位下降以及备库等影响，年内增量或将有限。因此整体看，虽然供给紧张有所缓解但增量有限，长期看锡矿储采比下滑，资本开支不足导致新增矿山增量有限，供应约束瓶颈长期

存在。需求端，消费电子温和复苏，同时 AI 算力驱动有望带动锡需求持续增长。综合供需，锡供需或将延续紧平衡格局，支撑锡价中枢长期上移。

- **盈利预测与投资建议：**2025 年以来银锡价格上行，其中锡供需紧格局有望延续，银在供需格局偏紧的同时有望受益流动性宽松，未来银锡价中枢有望维持高位。同时随着银漫二期、宇邦矿业以及大西洋锡业等项目持续推进，公司银锡等金属产量增量可期。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.26、23.95、29.66 亿元，EPS 分别为 1.20、1.35、1.67 元，8 月 25 日收盘价对应 PE 分别为 17.2、15.2、12.3 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**银锡等商品价格大幅走弱、项目建设不及预期、原材料与能源成本大幅波动等

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4270	5741	6385	7764
同比增长	15.2%	34.4%	11.2%	21.6%
归母净利润（百万元）	1530	2126	2395	2966
同比增长	57.8%	38.9%	12.7%	23.8%
毛利率	63.0%	65.4%	65.6%	66.5%
ROE	19.4%	21.6%	19.9%	20.1%
每股收益（元）	0.86	1.20	1.35	1.67
市盈率	23.9	17.2	15.2	12.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1705</b>	<b>2310</b>	<b>3733</b>	<b>5872</b>
货币资金	1139	1569	2947	5035
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4	135	150	154
预付款项	5	7	8	9
存货	506	524	549	579
其他	51	74	78	95
<b>非流动资产</b>	<b>10460</b>	<b>12805</b>	<b>13841</b>	<b>14702</b>
长期股权投资	219	219	219	219
固定资产	4326	5325	6594	7662
在建工程	498	398	352	327
无形资产	4124	5760	5587	5404
商誉	193	193	193	193
其他	1100	909	896	896
<b>资产总计</b>	<b>12165</b>	<b>15115</b>	<b>17574</b>	<b>20573</b>
<b>流动负债</b>	<b>3033</b>	<b>3637</b>	<b>3923</b>	<b>4226</b>
短期借款	304	504	534	564
应付票据及应付账款	948	1019	1061	1116
其他	1781	2114	2329	2546
<b>非流动负债</b>	<b>1150</b>	<b>1533</b>	<b>1503</b>	<b>1473</b>
长期借款	740	710	680	650
其他	410	823	823	823
<b>负债合计</b>	<b>4183</b>	<b>5170</b>	<b>5426</b>	<b>5699</b>
股本	1776	1776	1776	1776
未分配利润	3364	5000	6844	9126
少数股东权益	82	82	82	82
<b>股东权益合计</b>	<b>7982</b>	<b>9945</b>	<b>12148</b>	<b>14875</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>12165</b>	<b>15115</b>	<b>17574</b>	<b>20573</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1530	2126	2395	2966
折旧和摊销	555	827	1016	1191
营运资金的变动	-402	-20	211	221
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1815</b>	<b>3021</b>	<b>3775</b>	<b>4528</b>
资本支出	-662	-3438	-2137	-2134
长期投资	-46	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1004</b>	<b>-3216</b>	<b>-2150</b>	<b>-2147</b>
债权融资	259	805	0	0
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-23</b>	<b>626</b>	<b>-248</b>	<b>-294</b>
现金净变动	788	431	1378	2088

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>4270</b>	<b>5741</b>	<b>6385</b>	<b>7764</b>
营业成本	1582	1985	2197	2605
税金及附加	256	356	396	481
销售费用	4	6	6	8
管理费用	376	459	511	637
研发费用	94	115	128	155
财务费用	119	218	232	294
投资收益	-10	-13	-13	-12
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	1	-2	-2	-2
资产减值损失	-48	-51	-48	-49
<b>营业利润</b>	<b>1787</b>	<b>2539</b>	<b>2855</b>	<b>3524</b>
营业外收支	-21	-38	-37	-35
<b>利润总额</b>	<b>1765</b>	<b>2501</b>	<b>2818</b>	<b>3489</b>
所得税	263	375	423	523
净利润	1502	2126	2395	2966
少数股东损益	-28	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1530</b>	<b>2126</b>	<b>2395</b>	<b>2966</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.86</b>	<b>1.20</b>	<b>1.35</b>	<b>1.67</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	15.2%	34.4%	11.2%	21.6%
营业利润增长率	57.0%	42.1%	12.5%	23.4%
归母净利润增长率	57.8%	38.9%	12.7%	23.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	63.0%	65.4%	65.6%	66.5%
归母净利率	35.8%	37.0%	37.5%	38.2%
ROE	19.4%	21.6%	19.9%	20.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.4%	34.2%	30.9%	27.7%
流动比率	0.56	0.64	0.95	1.39
速动比率	0.39	0.49	0.81	1.25
<b>营运能力</b>				
资产周转率	36.7%	42.1%	39.1%	40.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.86	1.20	1.35	1.67
每股经营现金	1.02	1.70	2.13	2.55
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.9	17.2	15.2	12.3
PB	4.6	3.7	3.0	2.5

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>