

兴业银锡 (000426.SZ)

短期因素干扰业绩释放，银锡龙头成长可期

事件：公司发布2025年半年度报告。上半年实现营收24.73亿元，同比+12.50%，归母净利润7.96亿元，同比-9.93%，扣非归母净利润8.01亿元，同比-10.42%，Q2单季度实现营业收入13.24亿，同比-7.7%，环比+15.2%，归母净利润4.21亿，同比-35.6%，环比+12.5%，扣非归母净利润4.27亿，同比-35.9%，环比+14.0%。

矿产锡、矿产银营业收入合计占比达65.6%。上半年实现矿产锡收入7.62亿元，占比30.81%；矿产银8.61亿元，占比34.80%；矿产锌4.78亿元，占比19.32%；矿产铅1.27亿元，占比5.12%；矿产铁0.83亿元，占比3.34%；矿产锡、矿产银、矿产锌毛利占比分别为37.0%/33.4%/16.0%。

矿产锡、矿产银毛利合计占比达70.5%。上半年实现矿产锡毛利5.21亿元，同比下滑9.9%，毛利率68.4%；矿产银毛利4.70亿元，同比增长15.2%，毛利率54.7%；矿产锌毛利2.24亿元，同比增长3.0%，毛利率47.0%；矿产锡、矿产银、矿产锌毛利占比分别为37.0%/33.4%/16.0%。

上半年分产品产量情况：上半年矿产锡2025年1-6月，公司生产矿产锡3590吨，同比减少20.64%；矿产银131.3吨，同比增长4.57%；矿产锌29986吨，同比增长6.42%；矿产铅9247吨，同比减少1.09%；矿产铜961吨，同比减少44.22%；矿产锡969吨，同比增长4.72%；矿产铁14.30万吨，同比减少14.34%。矿产钼82.02吨，同比增长100.64%，矿产金0.028吨，同比增长55.56%。

主要子公司运行情况分析：

上半年银漫矿业实现净利润6.7亿元，同比减少3864万元，主要系矿山“3.9”事故，采区于3月9日停产，4月16日复产，停产期间选矿厂加工地表存储配矿原料，锡、银入选品位下降。

上半年宇邦矿业实现净利润-1182万元，一季度因春节复工晚和二期重大设计变更安全设施竣工验收工作，井下产能受限，产能未充分释放。

兴业集团与中国信达重整取得实质性进展，重点项目稳定推进。报告期内兴业集团完成与中国信达36.6亿元信托计划，集团重整获得实质性进展；2025年1月银漫二期项目获得立项批复。二期投产后采选产能将由165万吨/年提升至297万吨/年，6月宇邦矿业储量核实通过评审，银资源量扩充至2.16万吨，增储6147吨。8月大西洋锡业接受要约的股东所占股份已达96.0%，后续将对剩余股权发起强制收购。

投资建议：考虑下半年公司业绩干扰因素消除以及银、锡金属价格有望上涨，我们预计公司2025-2027年营业收入分别为58.6/66.8/83.2亿元，归母净利润分别为20.6/24.1/31.3亿元，对应PE分别为18.4/15.7/12.1倍，维持“买入”评级。

风险提示：投产不及预期，金属价格波动，成本控制风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,706	4,270	5,858	6,680	8,321
增长率 yoy (%)	77.7	15.2	37.2	14.0	24.6
归母净利润(百万元)	969	1,530	2,059	2,413	3,132
增长率 yoy (%)	457.4	57.8	34.6	17.2	29.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76
净资产收益率(%)	15.0	19.4	21.0	20.1	21.0
P/E(倍)	39.1	24.8	18.4	15.7	12.1
P/B(倍)	5.8	4.8	3.9	3.2	2.5

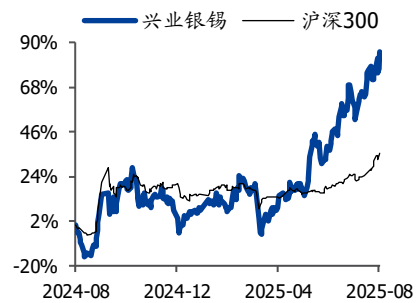
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年08月29日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
08月29日收盘价(元)	21.33
总市值(百万元)	37,874.31
总股本(百万股)	1,775.64
其中自由流通股(%)	99.98
30日日均成交量(百万股)	48.70

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 王瀚晨

执业证书编号：S0680525070012

邮箱：wanghanchen@gszq.com

相关研究

- 《兴业银锡(000426.SZ)：宇邦矿业储量核实通过评审，银资源增储超预期》 2025-06-11
- 《兴业银锡(000426.SZ)：手握多座世界级矿山，银锡龙头未来可期》 2025-06-02

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	924	1705	2727	4110	6566
现金	339	1139	1894	3197	5472
应收票据及应收账款	254	4	138	208	154
其他应收款	42	47	78	80	101
预付账款	6	5	9	9	11
存货	276	506	605	614	824
其他流动资产	6	4	4	4	4
非流动资产	10160	10460	13036	14143	15172
长期投资	404	219	1819	1819	1819
固定资产	4382	4326	4498	4622	4698
无形资产	4159	4124	4631	5109	5560
其他非流动资产	1215	1792	2089	2592	3095
资产总计	11083	12165	15764	18253	21738
流动负债	2953	3033	4260	4511	5096
短期借款	384	304	304	304	304
应付票据及应付账款	903	948	1509	1470	1838
其他流动负债	1666	1781	2447	2737	2954
非流动负债	1545	1150	1607	1607	1607
长期借款	1149	740	740	740	740
其他非流动负债	396	410	867	867	867
负债合计	4498	4183	5867	6118	6703
少数股东权益	110	82	103	125	147
股本	1837	1776	1776	1776	1776
资本公积	2248	2309	2309	2309	2309
留存收益	2306	3717	5608	7824	10702
归属母公司股东权益	6476	7901	9794	12010	14888
负债和股东权益	11083	12165	15764	18253	21738

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1750	1815	3318	3121	4153
净利润	953	1502	2080	2434	3154
折旧摊销	500	555	366	443	519
财务费用	136	117	0	0	0
投资损失	18	10	9	7	8
营运资金变动	135	-402	869	171	406
其他经营现金流	7	33	-7	66	65
投资活动现金流	-950	-1004	-2947	-1621	-1623
资本支出	-656	-662	-1609	-1609	-1609
长期投资	-280	-46	-1605	-5	-5
其他投资现金流	-14	-296	267	-7	-9
筹资活动现金流	-583	-23	385	-196	-254
短期借款	-12	-80	0	0	0
长期借款	876	-409	0	0	0
普通股增加	0	-62	0	0	0
资本公积增加	1	61	0	0	0
其他筹资现金流	-1448	466	385	-196	-254
现金净增加额	217	788	755	1303	2275

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3706	4270	5858	6680	8321
营业成本	1746	1582	2172	2435	2906
营业税金及附加	218	256	351	401	499
营业费用	3	4	5	6	8
管理费用	317	376	516	588	733
研发费用	82	94	129	147	183
财务费用	137	119	166	170	213
资产减值损失	-38	-48	-26	-26	-26
其他收益	2	2	3	4	4
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资净收益	-18	-10	-9	-7	-8
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	1138	1787	2488	2905	3751
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	67	22	41	41	41
利润总额	1072	1765	2447	2864	3711
所得税	118	263	367	430	557
净利润	953	1502	2080	2434	3154
少数股东损益	-16	-28	22	22	22
归属母公司净利润	969	1530	2059	2413	3132
EBITDA	1832	2516	2980	3477	4443
EPS (元/股)	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	77.7	15.2	37.2	14.0	24.6
营业利润(%)	430.0	57.0	39.3	16.7	29.1
归属母公司净利润(%)	457.4	57.8	34.6	17.2	29.8
获利能力					
毛利率(%)	52.9	63.0	62.9	63.5	65.1
净利率(%)	26.2	35.8	35.1	36.1	37.6
ROE(%)	15.0	19.4	21.0	20.1	21.0
ROIC(%)	14.3	17.0	18.8	18.3	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	40.6	34.4	37.2	33.5	30.8
净负债比率(%)	20.9	9.0	0.6	-10.3	-23.4
流动比率	0.3	0.6	0.6	0.9	1.3
速动比率	0.2	0.4	0.5	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	530.9	524.9	795.4	566.1	625.2
应付账款周转率	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.02	1.87	1.76	2.34
每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.45	5.52	6.76	8.38
估值比率					
P/E	39.1	24.8	18.4	15.7	12.1
P/B	5.8	4.8	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA	9.9	8.1	12.7	10.5	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com