



短期扰动影响业绩释放，远期成长可期

2025年9月1日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 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 8.01 亿元，同比-10.42%；单季度看，2025Q2 公司实现营收 13.24 亿元，同比-7.68%，环比+15.19%，归母净利润 4.21 亿元，同比-35.58%，环比+12.54%，扣非归母净利 4.27 亿元，同比-35.93%，环比+14.04%。

- **银漫停产影响上半年锡产量，影响公司业绩释放：**

1) 量：25H1 公司实现银、锡产量 131、3590 吨，同比+5%、-21%，实现铅、锌产量 9247、29986 吨，同比-1%、+6%。**2) 价：**25H1 白银、锡均价 8181 元/千克、26.2 万元/吨，同比+20%、+9%，铅、锌均价 1.7、2.3 万元/吨，同比-0.3%、+5%；25Q2 白银、锡均价 8355 元/千克、26.4 万元/吨，环比+4%、+1%，铅、锌均价 1.7、2.3 万元/吨，环比-1%、-6%。**3) 利：**25H1 公司矿产锡毛利 5.2 亿元/同比-10%，矿产银毛利 4.7 亿元/同比+15%，矿产锌毛利 2.2 亿元/同比+3%；矿产锡、矿产银、矿产锌毛利占比分别为 37%、33%、16%。25H1 银漫矿业实现净利润 6.7 亿元，同比-49%，主要因其发生“3.9”事故，采区于 3 月 9 日停产，4 月 16 日复产，因采区停产无法进行均衡配矿致使锡、银入选品位下降，造成主产品锡、银产量同比下降；宇邦矿业实现净利润-1182 万元，主要因春季复工时间较晚、工程施工因素，导致 2025 年上半年产能未充分释放及加工原矿品位偏低。

- **银、锡储备项目丰富，远期成长性明确：**

公司聚焦银锡主业，通过内生增储和外延并购巩固自身资源优势，2025 年 6 月，布敦银根和宇邦矿业先后实现大规模增储，2025 年 8 月，公司成功收购了大西洋锡业 96.04% 股权，后续将对剩余股权发起强制收购。公司旗下三座世界级银矿产能扩张路径清晰，远期成长性明确：**1) 银漫二期项目**于 2025 年 1 月获得立项批复，投产后采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年，银、锡现有产量有望翻倍；**2) 宇邦矿业 825 万吨/年采选扩建项目**正在申请开工许可手续，项目达产后预计年产白银 450 吨；**3) 布敦银根项目**目前已交由公司托管，本次增储完成后，公司将积极推进矿山进一步开发的相关审批手续，未来计划采选规模为年处理矿石量 297 万吨，项目投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业子公司转让给公司的工作。此外，公司正全力推进 Achmmach 锡矿扩产建设，计划于 2027 年四季度投产，达产后预计年产锡 6000 吨。

- **投资建议：**短期扰动不改公司业绩长期向好趋势，考虑到公司重点项目持续推进，投产后银、锡产量有望进一步提升，将带动公司盈利增长。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 21.4/24.7/29.7 亿元，当前股价对应 PE 各为 19.2/16.6/13.8x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**新建项目不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险；安全生产的风险。

兴业银锡 (股票代码: 000426)

推荐 首次评级

分析师

华立

☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

孙雪琪

☎: 021-20252048

✉: sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

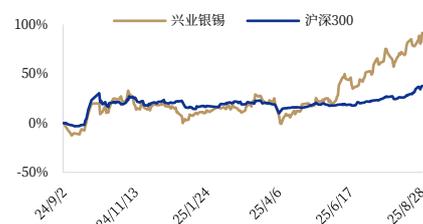
分析师登记编码: S0130525040002

市场数据

2025-9-1

股票代码	000426
A 股收盘价(元)	23.09
上证指数	3,875.53
总股本(万股)	177,564
实际流通 A 股(万股)	177,521
流通 A 股市值(亿元)	410

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4270.39	5660.69	6394.95	7424.27
收入增长率%	15.23	32.56	12.97	16.10
归母净利润(百万元)	1529.86	2138.91	2467.76	2967.19
利润增速%	57.82	39.81	15.37	20.24
毛利率%	62.95	61.39	61.71	61.93
摊薄 EPS(元)	0.86	1.20	1.39	1.67
PE	26.80	19.17	16.61	13.82
PB	5.19	4.15	3.38	2.76
PS	9.60	7.24	6.41	5.52

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、短期扰动影响业绩释放，不改长期向好趋势	4
二、重点项目储备丰富，远期产能增量可期	8
(一) 银漫矿业二期建设有序推进	8
(二) 宇邦矿业储量核实通过评审，探矿增储成效显著	9
(三) 托管公司布敦银根增储报告落地，加快推进矿山开发	11
(四) 收购大西洋锡业，拓展海外资源版图	11
三、盈利预测与估值	14
四、风险提示	15

一、短期扰动影响业绩释放，不改长期向好趋势

公司聚焦银、锡主业，矿产资源丰富。公司矿产资源品种多样、储备丰富，拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山，主要产品为银、锡、铅、锌、铜、铁、铋、钨、锑、金等有色金属、贵金属及黑色金属，旗下拥有 12 家子公司，其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，锡精矿产量国内排名第二；宇邦矿业单体银矿储量排名位列亚洲第一位，全球第五位；融冠矿业和乾金达矿业为所在地的龙头企业。截至 2025 年 6 月末，公司 9 家骨干子公司现保有资源量超 5 亿吨，其中：银金属量 3.06 万吨、锡金属量 39.9 万吨。根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据，公司在白银公司中排名位列亚洲第一位，全球第八位。

图1：公司国内业务分布



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2022 年-2024 年，公司主营产品（铋、铁、金除外）产量均实现逐年递增。2024 年公司矿产锡产量 8902 吨，同比+14.58%，矿产银 229 吨，同比+14.68%；矿产锌 59741 吨，同比+8.67%；矿产铅 16959 吨，同比+8.05%；矿产铜 2906 吨，同比+4.94%；矿产锑 1352 吨，同比+32.58%；矿产铁 33.91 万吨，同比-3.74%。2025H1，公司生产矿产锡 3590 吨，同比-20.64%；矿产银 131.3 吨，同比+4.57%；矿产锌 29986 吨，同比+6.42%；矿产铅 9247 吨，同比-1.09%；矿产铜 961 吨，同比-44.22%；矿产锑 969 吨，同比+4.72%；矿产铁 14.30 万吨，同比-14.34%。矿产铋 82.02 吨，同比+100.64%，矿产金 0.028 吨，同比+55.56%。

表1: 2022-2025 年公司各矿产品产量 (吨)

产品类型	2022	2023	2024	2025H1
矿产银	148	200	229	131
矿产锡	3,042	7,769	8,902	3,590
矿产锌	41,408	54,972	59,741	29,986
矿产铅	6,025	15,695	16,959	9,247
矿产锑	860	1,020	1,352	969
矿产铜	2,147	2,770	2,906	961

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

短期业绩受银漫停产干扰, 影响消退后盈利有望修复。2016 年公司通过重大资产重组注入银漫矿业、乾金达, 2017 年公司归母净利润提升至 5.65 亿元, 同比增幅高达 531.56%; 2019-2020 年, 受银漫矿业事故停产影响, 公司业绩承压; 2021 年银漫矿业经营步入正轨, 公司业绩扭亏为盈; 2023 年银漫矿业选厂技改落地, 公司业绩显著修复, 实现归母净利润 9.69 亿元, 同比+457.41%, 2024 年增至 15.3 亿元, 同比+57.82%。2025H1 公司实现营收 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 9.93%, 2025 年上半年业绩下滑考虑为:

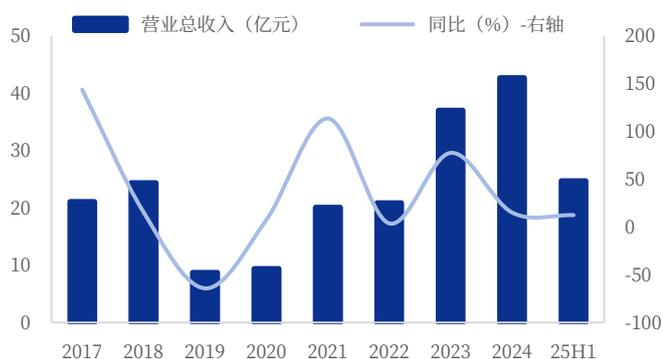
(1) 银漫矿业实现净利润 6.7 亿元, 同比-5.45%, 主要因其发生“3.9”事故, 采区于 3 月 9 日停产, 4 月 16 日复产, 因采区停产无法进行均衡配矿致使锡、银入选品位下降, 造成主产品锡、银产量同比下降;

(2) 宇邦矿业净利润亏损 0.12 亿元, 主要因春季复工时间较晚、工程施工因素, 导致上半年产能未充分释放及加工原矿品位偏低;

(3) 融冠矿业实现净利润 0.52 亿元, 同比-40.68%, 主要因其开采的矿房不可剔除夹石增加, 致使入选同等的矿量较上年需增加采矿量, 叠加铁精粉售价下降;

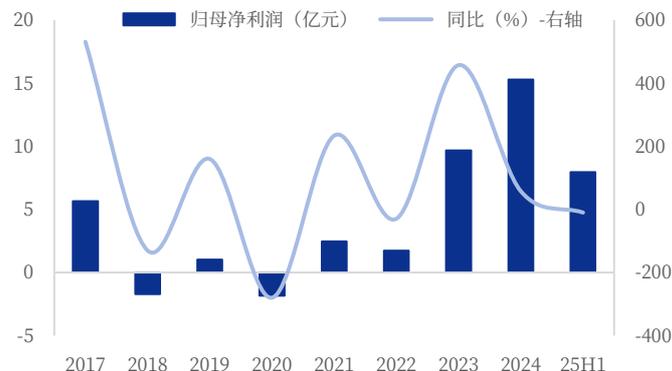
(4) 乾金达矿业实现净利润 1.24 亿元, 同比-12.18%, 主要因其选矿厂破碎设备返厂家维修, 同时为生产接续施工采矿三期准备工程, 致使掘进量同比大幅增加, 生产成本上升。

图2: 公司营业收入与增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

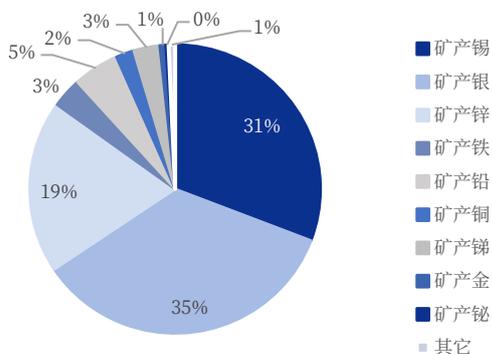
图3: 公司归母净利润与增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

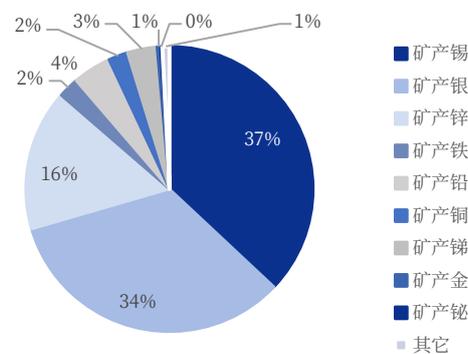
矿产银、锡为公司核心利润来源，2025H1 毛利合计占比达 70.5%。公司主要产品为银、锡、锌、铅等有色金属、贵金属及黑色金属。2025H1 公司矿产锡、银、锌营收分别为 7.62、8.61、4.78 亿元，营收占比分别为 30.81%、34.8%、19.32%。盈利方面，25H1 矿产锡、银、锌毛利贡献分别为 5.21、4.7、2.24 亿元，毛利占比分别为 37%、33.4%、16%；矿产锡、银、锌毛利率分别达 68.39%、54.66%、46.98%，同比下降 4.79、12.6、6.13pct。

图4: 公司 2025H1 分产品营业收入构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

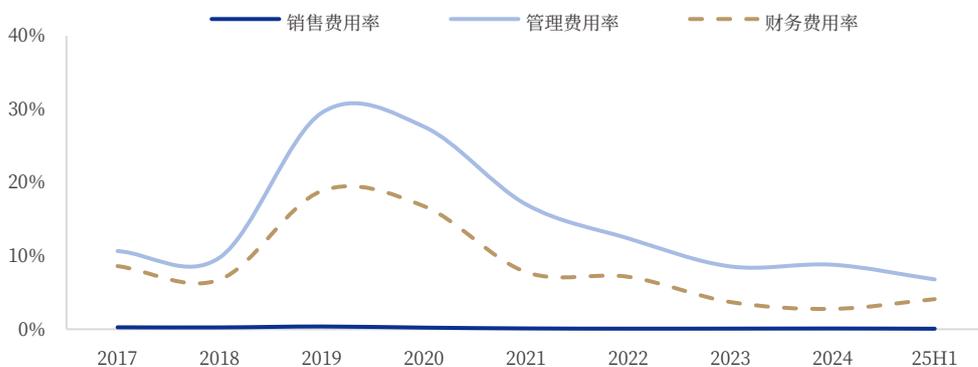
图5: 公司 2025H1 主营产品毛利贡献情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司费用管理能力良好，期间费用率稳步下降。2019 年以来，公司费用端管控优异，销售费用率、管理费用率、财务费用率均呈下降态势。2025H1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.07%、6.79%、4.1%，同比-0.02、+0.13、+1.25pct，其中财务费用率增加主要因利息支出同比增加所致。

图6: 公司 2017-2025 年期间费用率情况



资料来源: iFind, 公司公告, 中国银河证券研究院

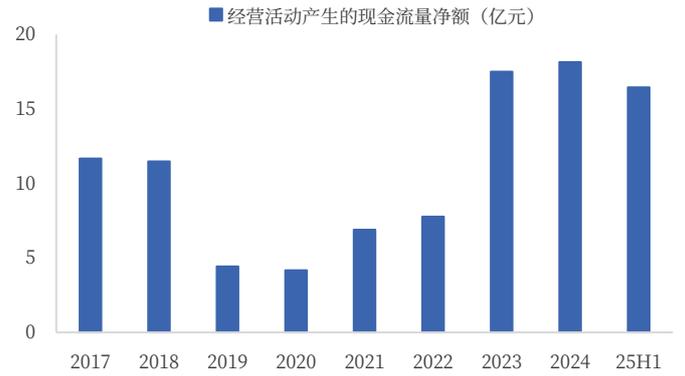
公司资产负债率呈下降态势，现金流持续向好。2021 年后，伴随公司主力矿山复产及业务步入正轨，公司经营逐步改善。资产负债率由 2020 年的 44.65% 逐步下降至 2024 年的 34.39%，2025H1 资产负债率为 40.88%，较 2024 年末+6.49pct。同时，经营性现金流净额持续增长，由 2020 年的 4.17 亿元增长至 2024 年的 18.15 亿元。2025H1 公司经营性现金流净额达 16.45 亿元，同比增长 88.11%，主要因公司主营矿产品销售收入同比增加及预收客户货款增加所致。

图7: 公司资产负债率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图8: 公司经营活动现金流情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、重点项目储备丰富，远期产能增量可期

(一) 银漫矿业二期建设有序推进

银漫矿业是国内最大的白银生产矿山之一，也是公司的主力矿山，资源量丰富。公司子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长。截至2024年底，银漫矿业保有矿石资源量5640万吨，其中主力矿产金属量：银8058吨，锡18.6万吨，锌67.3万吨。根据中国有色金属工业协会锡业分会数据，银漫矿业2024年锡金属产量8902吨，为国内排名第二大锡精矿生产商。

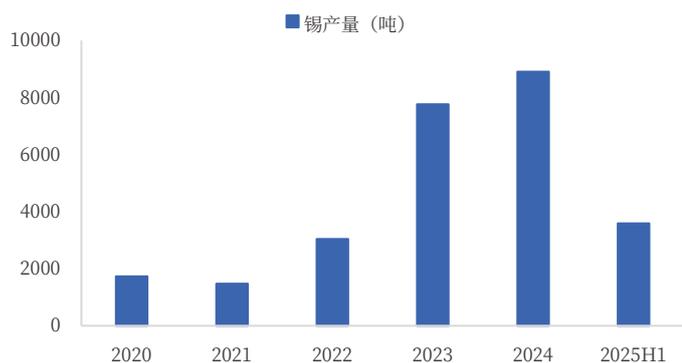
表2：银漫矿业资源储量情况（2024年12月31日）

矿石量（万吨）	资源种类	金属量（万吨）	品位	备注
1518.8	锌	46.68	3.55%	铅锌银矿
	铅	13.5	1.67%	
	银	0.22	183.83克/吨	
4121.3	锌	20.64	2.92%	铜锡银锌矿
	银	0.58	184.99克/吨	
	铜	2.29	0.57%	
	锡	18.57	0.73%	
	钼	0.1	16.84克/吨	伴生矿
	镉	0.91	0.02%	
	铋	18.27	0.32%	
	铅	12.69	0.32%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

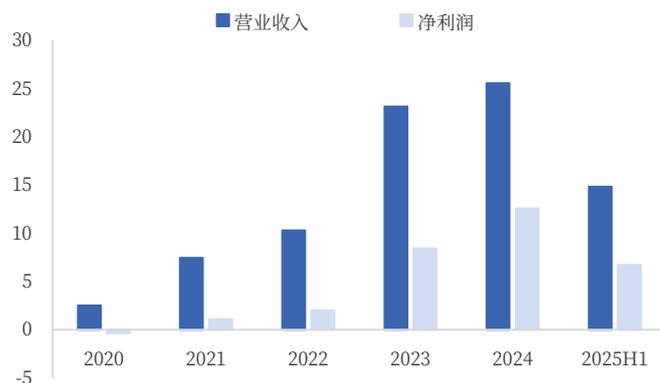
2023年技改完成后，银漫矿业锡回收率和产量得到大幅提升。2019年2月，银漫矿业因安全事故导致停产整顿，于2020年7月通过验收并取得《安全生产许可证》后恢复生产；2023年6月，公司推动锡石浮选改造项目、原矿石抛废项目以及全流程优化调试方面实施技改，提高银漫矿业选厂入选品位，降低选矿成本，锡的回收率由原本的50%提高到60%，未来将逐步提高至70%，为公司创造更大的经济效益。2023年银漫矿业选厂处理矿量高于2022年17.4万吨，在原矿品位增加的同时，通过技改将锡的选矿回收率由原来的44%提高至60%，产品产销量同比增加，推动全年净利润大幅增长至8.44亿元，同比增长317%。2025年上半年银漫矿业实现净利润6.7亿元，同比下降5.45%，主要原因为：银漫矿业发生“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原矿，此部分原矿正常生产期间用来配矿，因采区停产，无法均衡配矿致使锡、银入选品位下降，造成主产品锡、银产量同比下降。

图9: 银漫矿业技改带动公司锡产量提升



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图10: 银漫矿业营收及净利润变化 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二期项目建成投产后,公司产能将跃升一个新的台阶。银漫矿业目前生产规模为 165 万吨/年。2025 年 1 月, 银漫二期 297 万吨/年扩建项目已取得内蒙古发改委项目核准的批复, 达产后银漫矿业的银、锡产量将有望翻倍。项目开采方式为地下开采, 主要工程为选矿厂和两口竖井的建设, 预计工期为 1-2 年左右, 目前, 银漫矿业正在积极推进 297 万吨/年扩建工程开工建设前的土地使用、环境保护、节能审查、安全生产、水土保持等相关手续。

(二) 宇邦矿业储量核实通过评审, 探矿增储成效显著

收购亚洲第一单体银矿宇邦矿业 85% 股权。2025 年 1 月, 公司成功收购宇邦矿业 85% 股权。宇邦矿业拥有一宗采矿权和三宗探矿权, 核心资产为双尖子山银铅矿采矿权, 采矿面积 10.9456 平方公里, 证载规模 825 万吨/年。根据世界白银协会统计的截至 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。本次收购进一步强化了公司的资源优势, 为公司的可持续发展奠定了资源基础。

宇邦矿业储量核实通过评审, 探矿增储成效显著。6 月 12 日, 公司发布《关于子公司宇邦矿业资源储量核实报告通过评审备案的公告》, 赤峰市自然资源局评定宇邦矿业矿产资源储量评审备案的有关材料符合相关规定, 予以通过评审备案。经本次资源储量核实, 截至 2025 年 3 月 31 日, 双尖子山矿区银多金属矿累计查明资源量 (TM+KZ+TD): Ag 金属量 2.2 万吨; Pb 金属量 79 万吨; Zn 金属量 236.5 万吨, 平均品位: Ag73.29g/t、Pb0.48%、Zn0.85%。本次资源储量核实与 2017 年 7 月最近一次报告比较, Ag 金属量增加 0.6 万吨; Pb 金属量增加 39.7 万吨; Zn 金属量增加 84.2 万吨。

表3: 宇邦矿业资源储量情况 (2025 年 3 月 31 日)

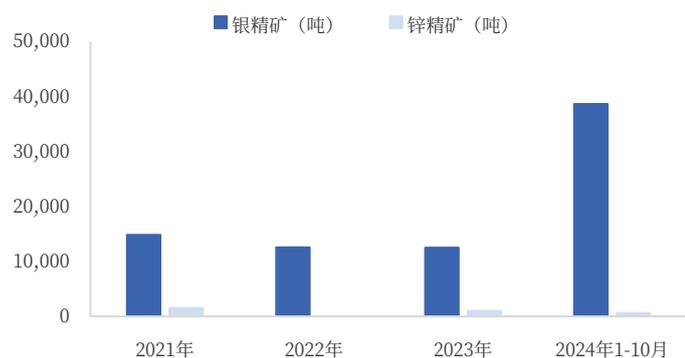
资源类别	矿石量 (万吨)	资源种类	金属量 (万吨)	品位
探明	2,990.5	银	0.22	74.42 克/吨
	1,197.9	铅	4.88	0.41%
	2,536.1	锌	18.86	0.74%
控制	12,076.2	银	0.82	67.84 克/吨
	6,309.2	铅	27.98	0.44%
	12,007.8	锌	94.09	0.78%

推断	14,423.0	银	1.12	77.61 克/吨
	8,851.7	铅	46.10	0.52%
	13,430.8	锌	123.59	0.92%
合计	29,489.7	银	2.16	73.29 克/吨
	16,358.8	铅	78.96	0.48%
	27,974.7	锌	236.53	0.85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

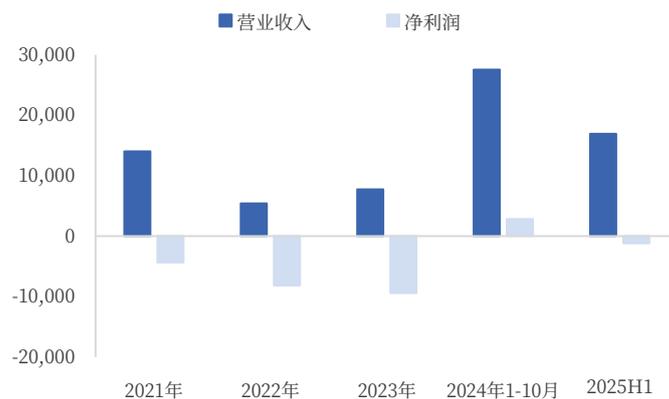
2025 上半年业绩出现亏损，后续产能释放后经营有望改善。宇邦矿业 2021-2023 年期间发生安全事故，长期未能正常生产运营，矿山开采工作经常停滞，亏损较为严重。2024 年以来，矿山逐步恢复正常生产，宇邦矿业经营状况也逐步好转，2024 年 1-10 月生产精矿含银 49 吨，实现净利润 2,837.23 万元。宇邦矿业 2025H1 亏损 1,182 万元，主要原因为：1) 宇邦矿业春季复工时间较晚，复工后积极推进采矿工程二期重大设计变更安全设施竣工验收工作，井下产能受限，在此期间，选矿厂加工地表存储原矿，入选品位偏低；2) 宇邦矿业加快实施采准、切割等为回采做准备的工程施工进度，为后续产能及高品位原矿产量提升做准备，高品位原矿产量偏低；上半年产能未充分释放及加工原矿品位偏低是造成本期亏损的主要原因。随着生产量的扩大，矿山规模效应逐步显现，在正常生产经营下，宇邦矿业后续盈利水平有望恢复。

图11: 宇邦矿业金属产量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12: 宇邦矿业营收及净利润变化 (万元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

积极推进扩建项目，建成后宇邦矿业年采选生产能力将从 60 万吨提升至 825 万吨，成为国内稀有金属井工开采规模最大的矿山。公司正在积极推进宇邦矿业 825 万吨/年采选扩建项目，项目总投资 28.98 亿元，分为采矿项目和选矿项目两部分，采矿项目将在现有 60 万吨/年银铅采矿基础上扩建到 825 万吨/年；选矿项目将在现有 5000 吨/日选矿厂的基础上，新建 20000 吨/日选矿厂。项目建设期 3 年，预计 2027 年建成投产。项目达产后，预计年产白银 450 吨。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。

（三）托管公司布敦银根增储报告落地，加快推进矿山开发

托管布敦银根，投产后将注入上市公司。布敦银根矿业核心资产为布敦乌拉银多金属矿。兴业集团持有布敦银根矿业 54.31% 股权，系布敦银根矿业控股股东。2024 年 12 月 31 日，兴业集团拟将其子公司布敦银根矿业委托公司进行经营、管理，托管期限为自协议生效之日起 3 年，托管费为 10 万元/年。兴业集团承诺：在项目投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给上市公司工作。

布敦银根矿业增储完成，规划未来采选规模为年处理矿石量 297 万吨。6 月 3 日，公司发布《关于托管公司布敦银根矿业资源储量核实报告通过评审备案的公告》，锡林郭勒盟自然资源局评定布敦银根矿业矿产资源储量评审备案的有关材料符合相关规定，予以通过评审备案。经本次资源储量核实，截至 2025 年 1 月 31 日，累计查明银金属量 1.1 万吨，平均品位 Ag158.07g/t，本次资源储量核实较上述最近一次报告 2024 年 3 月银金属量增加 1 万吨。布敦银根矿业增储完成后，公司将积极推进矿山进一步开发的相关审批手续，未来计划采选规模为年处理矿石量 297 万吨。

表4：布敦银根资源储量情况（2025 年 1 月 31 日）

资源类别	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（吨）	品位
探明	1,424.3	银	3,456	248.95g/t
控制	2,251.2		3,573	158.74g/t
推断	3,357.0		3,995	119.05g/t
合计	7,032.5		11,114	158.07g/t
伴生矿	3,957.1	铅	95,643	0.24%
	5,956.5	锌	180,818	0.30%
	7,027.1	镓	3,603	0.01%
	1,091.3	镉	1,092	0.01%

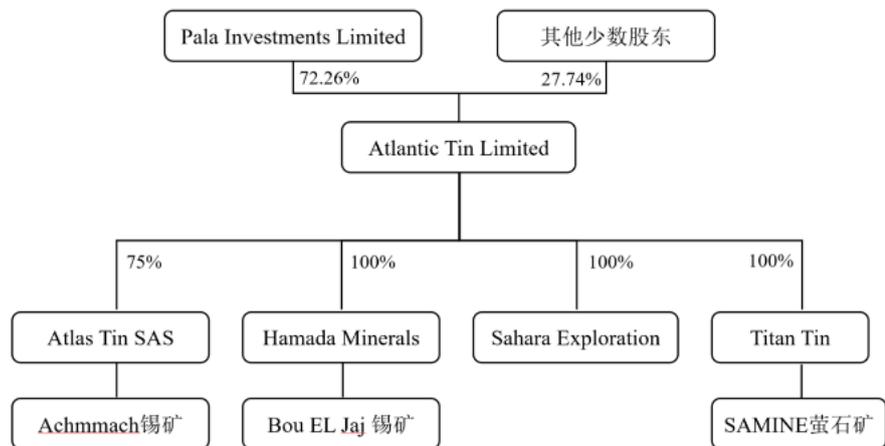
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）收购大西洋锡业，拓展海外资源版图

收购大西洋锡业整合境外锡矿资源，为公司发展储备战略资源。公司与大西洋锡业于 2025 年 4 月 30 日签署《要约实施协议》，公司拟指定全资子公司兴业黄金（香港）以现金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。若所有目标公司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。2025 年 8 月，公司利用子公司兴业黄金（香港）作为投资主体，加大对境外矿产资源的投资力度，成功收购了大西洋锡业 96.04% 股权（后续兴业黄金（香港）将对大西洋锡业剩余股权发起强制收购，最终达到 100% 持股大西洋锡业）。

大西洋锡业拥有四宗矿业项目，分别是控股子公司 Atlas Tin SAS 下属的 Achmmach 锡矿和 Tamlalt 黄金矿、全资子公司 Titan Tin SARLAU 下属的 SAMINE 萤石矿、全资子公司 Hamada Minerals SARLAU 下属的 Bou EI Jaj 锡矿。

图13: 截至 2025 年 5 月 6 日, Pala Investments Limited 持有目标公司 72.26%的股份



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

Achmmach 锡矿: 为大西洋锡业核心矿业项目, Achmmach 锡矿项目位于摩洛哥中北部 Meknès 市西南约 40 公里处, 采矿权面积范围为 11.9 平方公里。2022 年 1 月, 公司运营许可证成功续期十年, 至 2032 年 1 月 17 日届满。该项目已完成了主要的勘探工作, 并由澳大利亚专业咨询公司编制了 JORC 报告, 为项目后续开发设计奠定了了的基础。报告采用 0.26% 锡的边界品位对 Achmmach 矿区范围内的资源量进行估算, 提交的资源量矿石量合计 3910 万吨, Sn 平均品位 0.55%, Sn 金属量 21.3 万吨。根据《矿产资源储量规模划分标准》(DZ/T 0400-2022), 锡矿大型矿山的划分标准为金属储量 ≥ 4 万吨。大西洋锡业拥有的 Achmmach 锡矿目前已相当于 5 个大型矿床。

表5: Achmmach 锡矿资源情况 (2024 年 8 月 12 日)

资源类别	Achmmach(边界品位 0.26%)		
	矿石量(百万吨)	品位 Sn%	金属量(千吨)
探明	2.1	0.85	18.1
控制	25.8	0.61	157.7
推断	11.2	0.33	37.5
合计	39.1	0.55	213.3

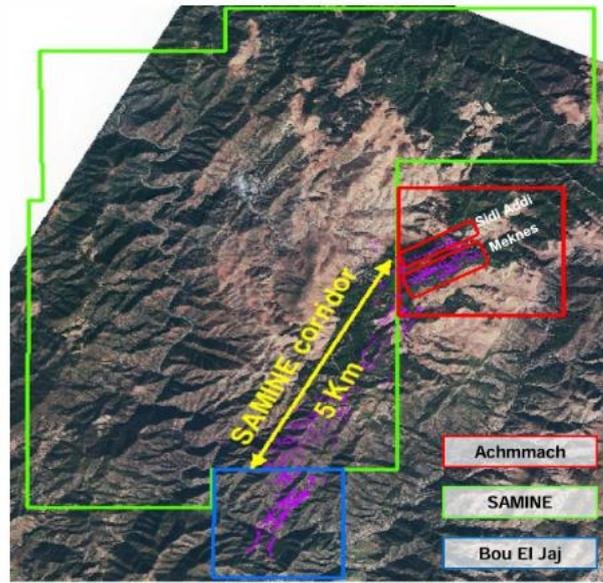
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

Tamlalt 黄金矿: 采矿权面积 7.57 平方公里, 位于 Bouarfa 市西南偏西方向 100 公里处, 距离 Bouanane 村东北方向约 20 公里。矿区距 N10 国道最近点约 3 公里, 矿区内部有若干土路贯穿, 东侧 5 公里处建有水库, 无其他重要基础设施。该采矿权已完成部分勘探工作, 但尚未完成可置信度较高的勘探报告。

SAMINE 萤石矿: 项目位于 Meknes 西南的 Achmmach 锡项目附近, 采矿权面积 111.39 平方公里。SAMINE 萤石矿已经开采完毕, 2021 年以来处于停产状态, 其加工厂等基础设施运行时间较长, 利用价值不大。SAMINE 项目将 Achmmach 锡项目和 Bou El Jaj 锡项目连接成为整体的锡矿走廊, 该区域具有较高的锡矿勘探前景。

Bou El Jaj 锡矿: 项目有两个采矿权, 面积 7.91 平方公里, 位于 Achmmach 项目采矿权南西 8 公里处, 该采矿权已完成部分勘探工作, 但尚未完成可置信度较高的勘探报告。

图14: SAMINE 将 Achmmach 与 Bou El Jaj 连接起来



资料来源: 大西洋锡业官网, 中国银河证券研究院

扩产项目预计于 2027 年四季度实现投产, 达产后预计年生产锡金属 6000 吨左右。按照可研及设计, 大西洋锡业项目锡的平均品位是 0.55%, 回收率在 70%左右, 吨矿石采选成本预计在 200 元左右; 该矿目前设计产能是年采选 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。项目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, 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。

图15: Achmmach 锡矿项目开采计划



资料来源: 大西洋锡业官网, 中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

公司聚焦银锡主业，通过内生增储和外延并购巩固资源优势，2025 年布敦银根和宇邦矿业先后实现大规模增储，并收购大西洋锡业布局海外资源版图。公司旗下三座世界级银矿产能扩张路径清晰，远期成长性明确：1) 银漫二期项目于 2025 年 1 月获得立项批复，投产后采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年，银、锡现有产量有望翻倍；2) 宇邦矿业 825 万吨/年采选扩建项目正在申请开工许可手续，项目达产后预计年产白银 450 吨；3) 布敦银根目前已交由公司托管，本次增储完成后，公司将积极推进矿山进一步开发的相关审批手续，未来计划采选规模为年处理矿石量 297 万吨，项目投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给公司的工作。此外，公司全力推进 Achmmach 锡矿扩产建设，计划于 2027 年四季度投产，达产后预计年产锡 6000 吨。

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 56.6/63.9/74.2 亿元，预计实现归母净利润 21.4/24.7/29.7 亿元，当前股价对应 PE 各为 19.2/16.6/13.8x。我们选取主业为锡的锡业股份、华锡有色以及主业为银的盛达资源作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PE 的算术均值分别为 20.4/16.0/13.5x。考虑到公司重点项目持续推进，投产后银、锡产量有望进一步提升，将带动公司盈利增长。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表6: 可比公司估值 (2025 年 9 月 1 日)

可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				市盈率 PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
锡业股份	380	0.85	1.42	1.62	1.77	27.0	16.2	14.2	13.0
华锡有色	212	1.04	1.52	1.86	2.24	32.2	22.0	18.0	15.0
盛达资源	132	0.57	0.83	1.21	1.55	33.6	23.0	15.8	12.4
平均值		0.82	1.26	1.56	1.85	30.9	20.4	16.0	13.5
兴业银锡	410	0.86	1.20	1.39	1.67	26.8	19.2	16.6	13.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

1) **新建项目不及预期的风险**：公司重点在建项目众多，未来业绩增量来自重点在建项目的产能扩张，若在建项目进度低于预期，将影响公司整体盈利水平；

2) **有色金属价格大幅下跌的风险**：公司属于有色金属行业的上游行业，有色金属属于大宗商品，其价格受国际有色金属价格波动以及国家宏观经济的影响程度较大。有色金属属于周期性较强的行业，如果市场未来发生较大变化而导致产品价格出现较大波动，特别是大幅下跌的情况，将对公司的盈利能力造成重大不利影响；

3) **安全生产的风险**：自然灾害、设备故障、人为失误都会造成安全隐患。由于采矿活动会对矿体及周围岩层地质结构造成不同程度的破坏，采矿过程中可能存在片帮、冒顶、塌陷等情况，存在安全生产风险。

图表目录

图 1: 公司国内业务分布.....	4
图 2: 公司营业收入与增速	5
图 3: 公司归母净利润与增速	5
图 4: 公司 2025H1 分产品营业收入构成.....	6
图 5: 公司 2025H1 主营产品毛利贡献情况.....	6
图 6: 公司 2017-2025 年期间费用率情况	6
图 7: 公司资产负债率情况	7
图 8: 公司经营活动现金流情况	7
图 9: 银漫矿业技改带动公司锡产量提升	9
图 10: 银漫矿业营收及净利润变化 (亿元)	9
图 11: 宇邦矿业金属产量.....	10
图 12: 宇邦矿业营收及净利润变化 (万元)	10
图 13: 截至 2025 年 5 月 6 日, Pala Investments Limited 持有目标公司 72.26% 的股份.....	12
图 14: SAMINE 将 Achmmach 与 Bou El Jaj 连接起来	13
图 15: Achmmach 锡矿项目开采计划	13
表 1: 2022-2025 年公司各矿产品产量 (吨)	5
表 2: 银漫矿业资源储量情况 (2024 年 12 月 31 日)	8
表 3: 宇邦矿业资源储量情况 (2025 年 3 月 31 日)	9
表 4: 布敦银根资源储量情况 (2025 年 1 月 31 日)	11
表 5: Achmmach 锡矿资源情况 (2024 年 8 月 12 日)	12
表 6: 可比公司估值 (2025 年 9 月 1 日)	14

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1705.40	6007.11	9063.46	12742.25
现金	1138.78	5248.24	8262.59	11852.39
应收账款	4.46	9.94	11.24	12.16
其它应收款	47.30	69.40	74.84	87.49
预付账款	5.25	8.13	8.56	10.01
存货	506.08	547.14	563.55	644.47
其他	3.54	124.26	142.67	135.72
非流动资产	10459.85	9755.43	9203.68	8673.47
长期投资	219.03	219.03	219.03	219.03
固定资产	4325.70	4051.31	3773.43	3492.23
无形资产	4123.60	3889.60	3655.61	3421.61
其他	1791.52	1595.48	1555.61	1540.59
资产总计	12165.25	15762.54	18267.14	21415.72
流动负债	3033.12	4321.53	4643.84	5158.91
短期借款	304.04	314.04	324.04	334.04
应付账款	929.72	1354.65	1449.56	1697.59
其他	1799.37	2652.85	2870.23	3127.27
非流动负债	1149.95	1517.90	1472.90	1427.90
长期借款	739.95	689.95	639.95	589.95
其他	410.00	827.95	832.95	837.95
负债合计	4183.07	5839.43	6116.74	6586.81
少数股东权益	81.64	50.20	10.23	-37.38
归属母公司股东权益	7900.54	9872.90	12140.17	14866.29
负债和股东权益	12165.25	15762.54	18267.14	21415.72

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1815.20	3572.83	3385.71	4002.82
净利润	1501.90	2107.47	2427.79	2919.58
折旧摊销	554.63	546.79	549.03	537.93
财务费用	117.40	123.55	116.80	110.05
投资损失	10.20	5.66	3.20	0.74
营运资金变动	-401.55	788.52	222.65	368.42
其它	32.63	0.84	66.24	66.10
投资活动现金流	-1003.75	190.01	-19.07	-26.90
资本支出	-662.16	-18.71	-18.58	-18.44
长期投资	-45.84	-19.48	2.71	-7.71
其他	-295.75	228.21	-3.20	-0.74
筹资活动现金流	-22.93	346.99	-352.29	-386.12
短期借款	-79.54	10.00	10.00	10.00
长期借款	-409.02	-50.00	-50.00	-50.00
其他	465.63	386.99	-312.29	-346.12
现金净增加额	788.28	4109.46	3014.35	3589.80

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4270.39	5660.69	6394.95	7424.27
营业成本	1582.10	2185.47	2448.61	2826.72
营业税金及附加	256.39	342.92	384.27	447.27
营业费用	4.33	4.53	4.48	5.20
管理费用	375.64	430.21	466.83	482.58
财务费用	118.75	131.27	126.30	123.52
资产减值损失	-47.66	-47.66	-47.66	-47.66
公允价值变动收益	1.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.20	-5.66	-3.20	-0.74
营业利润	1786.70	2412.05	2802.78	3369.38
营业外收入	0.32	0.54	0.53	0.50
营业外支出	21.79	20.00	20.00	20.00
利润总额	1765.23	2392.59	2783.31	3349.87
所得税	263.32	285.12	355.51	430.29
净利润	1501.90	2107.47	2427.79	2919.58
少数股东损益	-27.95	-31.44	-39.97	-47.61
归属母公司净利润	1529.86	2138.91	2467.76	2967.19
EBITDA	2515.54	3070.64	3458.64	4011.32
EPS (元)	0.86	1.20	1.39	1.67

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.23%	32.56%	12.97%	16.10%
营业利润	56.98%	35.00%	16.20%	20.22%
归属母公司净利润	57.82%	39.81%	15.37%	20.24%
毛利率	62.95%	61.39%	61.71%	61.93%
净利率	35.82%	37.79%	38.59%	39.97%
ROE	19.36%	21.66%	20.33%	19.96%
ROIC	16.96%	18.53%	17.89%	17.99%
资产负债率	34.39%	37.05%	33.48%	30.76%
净负债比率	9.01%	-32.00%	-51.23%	-66.42%
流动比率	0.56	1.39	1.95	2.47
速动比率	0.39	1.26	1.83	2.34
总资产周转率	0.37	0.41	0.38	0.37
应收账款周转率	524.90	786.40	603.95	634.64
应付账款周转率	1.73	1.91	1.75	1.80
每股收益	0.86	1.20	1.39	1.67
每股经营现金	1.02	2.01	1.91	2.25
每股净资产	4.45	5.56	6.84	8.37
P/E	26.80	19.17	16.61	13.82
P/B	5.19	4.15	3.38	2.76
EV/EBITDA	8.14	12.32	10.05	7.77
P/S	9.60	7.24	6.41	5.52

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业首席分析师；孙雪琪，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn