

2025 年 09 月 07 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

短期事件影响业绩，银锡巨头后势可期

—兴业银锡（000426.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

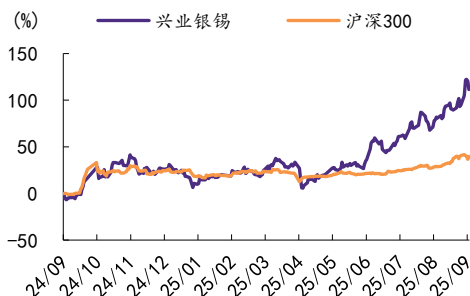
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-05

当前股价（元）	23.32
总市值（亿元）	414
总股本（百万股）	1776
流通股本（百万股）	1775
52 周价格范围（元）	9.75-23.32
日均成交额（百万元）	635.89

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《兴业银锡（000426）：银锡量价齐升，内部扩产外部并购护航远期增长》2025-05-06
- 2、《兴业银锡（000426）：锡景气周期或开启，高增量银锡巨头浴火重生》2024-09-20
- 3、《兴业银锡（000426）：主力银漫矿山技改增量兑现，2024H1 利润大幅增长》2024-09-01

兴业银锡发布 2025 年半年报：2025 年 H1 公司营业总收入为 24.73 亿元，同比+12.50%；归母净利润为 7.96 亿元，同比-9.93%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 8.01 亿元，同比-10.42%；经营活动产生的现金流量净额为 16.45 亿元，同比+88.11%。

2025 年 Q2 公司实现营业收入 13.24 亿元，同比-7.68%；归母净利润为 4.21 亿元，同比-35.58%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 4.27 亿元，同比-35.93%；经营活动产生的现金流量净额为 4.47 亿元，同比-39.49%。

投资要点

■ 营收同比增长，受益于矿产银量价齐升

主要矿产产量来看，2025H1 公司生产矿产锡 3589.82 吨，同比-20.64%；矿产银 131.32 吨，同比+4.57%；矿产锌 3.00 万吨，同比+6.42%；矿产铅 9246.55 吨，同比-1.09%；矿产铜 960.74 吨，同比-44.22%；矿产锑 968.69 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%。

分产品营收分析来看，2025H1 公司主营营收 24.55 亿元，同比+11.92%，环比+19.67%，总营收增长主要原因为报告期公司收购宇邦矿业 85%股权并纳入合并报表范围，矿产银产销量同比增长，同时受益于银、锡等主营矿产品市场价格同比上涨。其中，矿产锡、银、锌、铁、铅、铜、锑、金、铋，九个矿产产品业务板块营收分别占比 31.03%/35.05%/19.46%/3.37%/5.15%/2.03%/2.93%/0.66%/0.32%；公司主营业务毛利 13.96 亿元，同比-1.66%，环比+11.27%，其中矿产锡、银、锌、铁、铅、铜、锑、金、铋，九个矿产产品业务板块毛利分别占比 37.33%/33.70%/16.08%/2.34%/4.37%/2.21%/3.37%/0.39%/0.21%。矿产锡、银、锌仍为公司主要业绩驱动产品。矿产锡板块营收 7.62 亿元，同比-3.61%，环比+21.94%，毛利 5.21 亿元，同比-9.91%，环比+16.40%，毛利率 68.39%，2024 年 H1 与 H2 毛利率分别为 73.18%和 71.65%，毛利率略有下降，主因子公司银漫矿业受采区停产等因素影响，成本增加。矿产银板块营收 8.61 亿元，同比+41.73%，环比+54.21%，毛利

4.70 亿元，同比+15.18%，环比+30.50%，毛利率 54.66%，毛利率也略有下降，主因与矿产锡相同，2024H1 与 2024H2 毛利率分别为 67.26%和 64.59%。矿产锌营收 4.78 亿元，同比+16.42%，环比-16.30%，毛利 2.24 亿元，同比+2.99%，环比-21.32%，毛利率 46.98%，2024 年 H1 与 H2 毛利率分别为 53.11%和 49.98%。

价格方面，2025 年 H1 国内白银、锡、锌均价分别为 8161.1 元/千克、26.2 万元/吨、2.3 万元/吨；同比分别上涨 20.23%、9.13%、5.43%。2025 年 Q2 国内白银、锡、锌均价分别为 8342.3 元/千克、26.4 万元/吨、2.3 万元/吨；同比分别为 10.31%、0.21%、-3.01%；环比分别为 4.54%、1.35%、-5.83%。

■ 净利润受子公司部分事件影响，2025H1 略有下降

银漫矿业 2025 年 H1 实现净利润 6.71 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。

宇邦矿业 2025 年 H1 亏损 1182.32 万元，主要原因为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，并且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。

融冠矿业 2025 年 H1 实现净利润 0.52 亿元，同比下降 40.69%，主要原因为上半年开采的矿房不可剔除夹石增加，为确保入选品位，采取的地表抛废的工艺，致使入选同等的矿量较上年需增加采矿量，同时铁精粉产品平均售价同比下降 10.69%。

乾金达矿业 2025 年 H1 实现净利润 1.24 亿元，同比下降 12.18%，主要原因为上半年选矿厂破碎设备返厂家维修，影响了一个月的生产，并且为生产接续，施工了采矿三期准备工程、加大井下坑道探矿工程、实施通风系统优化工程等，致使掘进量同比大幅增加，生产成本上升，净利润同比减少。

■ 收购后，宇邦矿业资源储量取得阶段性成果

2025 年 6 月，宇邦矿业收到赤峰市自然资源局出具的《关于〈内蒙古自治区巴林左旗双尖子山矿区银多金属矿资源储量核实报告〉矿产资源储量评审备案的复函》（赤自储评备字（2025）12 号），赤峰市自然资源局对宇邦矿业矿产资源储

量评审备案予以通过。经本次资源储量核实，截至 2025 年 3 月 31 日，累计查明资源量（TM+KZ+TD）矿石量 2.95 亿吨，银金属量 2.16 万吨；铅矿石量 1.64 亿吨，金属量 78.96 吨；锌矿石量 2.80 亿吨，金属量 236.53 万吨，平均品位：银 73.29g/t、铅 0.48%、锌 0.85%。本次资源储量核实与最近一次报告比较，累计查明矿石量增加了 1.33 亿吨，银矿石量增加了 1.84 亿吨、金属量增加了 6146.58 吨；铅矿石量增加了 1.26 亿吨、金属量增加了 39.74 万吨；锌矿石量增加了 1.75 亿吨、金属量增加了 84.23 万吨。

■ 海外要约收购锡矿，首度出海，扩大国际化布局

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），本次收购是落实公司“走出去”战略的重要举措。根据《矿产资源储量规模划分标准》（DZ/T0400-2022），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，公司通过本次整合境外锡矿资源，加大了锡矿的国际化布局，亦为公司发展储备了战略资源。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 52.43、57.00、57.00 亿元，归母净利润分别为 21.13、24.13、24.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.6、17.2、16.8 倍。

2025 年以来，银价锡价维持高位走势且公司有两项并购，远期产能增长可期，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 下游需求不及预期；2) 金属价格下跌风险；3) 公司扩产产能释放不及预期；4) 公司收购进度不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	4,270	5,243	5,700	5,700
增长率（%）	15.2%	22.8%	8.7%	0.0%
归母净利润（百万元）	1,530	2,113	2,413	2,470
增长率（%）	57.8%	38.1%	14.2%	2.4%
摊薄每股收益（元）	0.86	1.19	1.36	1.39
ROE（%）	19.2%	21.7%	20.6%	17.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	4,270	5,243	5,700	5,700
现金及现金等价物	1,139	3,976	6,880	9,696	营业成本	1,582	1,873	1,969	1,969
应收款	52	351	381	381	营业税金及附加	256	315	342	342
存货	506	700	739	739	销售费用	4	5	6	6
其他流动资产	9	11	12	12	管理费用	376	461	502	502
流动资产合计	1,705	5,037	8,012	10,828	财务费用	119	-39	-103	-169
非流动资产：					研发费用	94	115	125	125
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	593	543	530	464
固定资产	4,326	4,332	4,161	3,931	资产减值损失	-48	-48	-48	-48
在建工程	491	197	79	31	公允价值变动	2	2	2	2
无形资产	4,124	3,917	3,711	3,515	投资收益	-10	-10	-10	-10
长期股权投资	219	219	219	219	营业利润	1,787	2,459	2,806	2,872
其他非流动资产	1,300	1,300	1,300	1,300	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	10,460	9,965	9,470	8,997	减：营业外支出	22	22	22	22
资产总计	12,165	15,003	17,483	19,825	利润总额	1,765	2,438	2,784	2,850
流动负债：					所得税费用	263	364	415	425
短期借款	304	404	504	604	净利润	1,502	2,074	2,369	2,425
应付账款、票据	948	1,430	1,511	1,511	少数股东损益	-28	-39	-44	-45
其他流动负债	1,747	1,747	1,747	1,747	归母净利润	1,530	2,113	2,413	2,470
流动负债合计	3,033	3,623	3,808	3,908					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	740	1,240	1,540	1,740	成长性				
其他非流动负债	410	410	410	410	营业收入增长率	15.2%	22.8%	8.7%	0.0%
非流动负债合计	1,150	1,650	1,950	2,150	归母净利润增长率	57.8%	38.1%	14.2%	2.4%
负债合计	4,183	5,273	5,758	6,058	盈利能力				
所有者权益					毛利率	63.0%	64.3%	65.5%	65.5%
股本	1,776	1,776	1,776	1,776	四项费用/营收	13.9%	10.4%	9.3%	8.1%
股东权益	7,982	9,729	11,725	13,767	净利率	35.2%	39.6%	41.6%	42.5%
负债和所有者权益	12,165	15,003	17,483	19,825	ROE	19.2%	21.7%	20.6%	17.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	34.4%	35.1%	32.9%	30.6%
净利润	1502	2074	2369	2425	营运能力				
少数股东权益	-28	-39	-44	-45	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3
折旧摊销	539	495	485	463	应收账款周转率	82.5	14.9	14.9	14.9
公允价值变动	2	2	2	2	存货周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
营运资金变动	-199	-4	14	0	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1815	2527	2825	2844	EPS	0.86	1.19	1.36	1.39
投资活动现金净流量	-1004	288	289	277	P/E	27.1	19.6	17.2	16.8
筹资活动现金净流量	2026	273	26	-82	P/S	9.7	7.9	7.3	7.3
现金流量净额	2,837	3,089	3,140	3,039	P/B	5.2	4.3	3.5	3.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。