

银锡双轮驱动，未来可期

——兴业银锡点评报告



买入(首次)

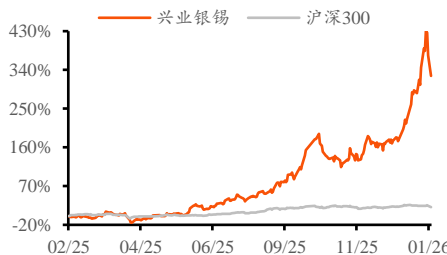
行业： 有色金属
日期： 2026年02月03日

分析师： 魏亚军
E-mail: weiyajun@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523090004

基本数据

02月02日收盘价(元)	55.37
12mthA股价格区间(元)	10.05-74.80
总股本(百万股)	1,775.64
无限售A股/总股本	99.98%
流通市值(亿元)	982.93

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

《供需延续紧平衡，看好锡价长期向上》

——2025年12月24日

核心观点

公司介绍

根据公司官网，兴业银锡专注矿业，逐步实现地质勘查-采矿-选矿-冶炼的完整矿业产业链，截至2026年，公司拥有中国内蒙古白音查干和双尖子山两个世界级银锡矿床、摩洛哥 Achmmach 超大型锡矿床以及印度尼西亚多个大型铜金矿床。

核心业务

1)、保有资源量: 根据2025年中报，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。

2)、白银&锡双轮驱动: 根据公司公告，公司子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长，为国内最大的白银生产矿山之一，同时也是我国生产锡精矿骨干企业。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，为国内排名第二锡精矿生产商。

3)、其他金属业务: 根据公司公告，公司除银锡两个主产金属外，还有包括矿产铅、矿产锌、矿产锑、矿产铜、矿产铁等产品产出，为公司进一步贡献收益。

增量项目进展

1)、银漫二期扩产: 据公司公告，公司银漫二期已取得立项批复，正在积极与当地政府沟通，推进办理开工许可手续工作。

2)、宇邦矿业825万吨扩建工程: 据公司公告，宇邦矿业年采选825万吨扩建工程，目前正在申请开工许可手续，取得后即可开工建设。宇邦矿业825万吨/年采选项目达产后，预计年可产白银450吨。

投资建议

考虑到1)、公司银漫二期与宇邦矿业建设将带来产品产能扩张；2)、银锡价格有望持续向好，公司有望受益于银锡量价齐升，我们预计公司2025-2027年将实现归母净利润19.8/23.1/28.3亿元，对应2月2日收盘价PE为49.7/42.5/34.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

锡和白银供给超预期放量、下游消费不及预期、宏观经济波动风险、项目进展不及预期风险等。

盈利预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,270	4,806	5,211	5,861
年增长率 (%)	15.2%	12.5%	8.4%	12.5%
归属于母公司的净利润	1,530	1,977	2,314	2,834
年增长率 (%)	57.8%	29.2%	17.0%	22.5%
每股收益 (元)	0.84	1.11	1.30	1.60
市盈率 (X)	13.32	49.73	42.49	34.69
净资产收益率 (%)	19.4%	20.3%	19.5%	19.6%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2026年02月02日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	924	1,705	2,503	5,416	8,819	
货币资金	339	1,139	1,877	4,764	8,137	
应收及预付	260	10	120	130	145	
存货	276	506	438	449	456	
其他流动资产	48	51	68	73	82	
非流动资产	10,160	10,460	13,925	13,214	12,503	
长期股权投资	404	219	219	219	219	
固定资产	4,382	4,326	4,529	4,232	3,935	
在建工程	426	498	748	748	748	
无形资产	4,159	4,124	7,310	6,896	6,482	
其他长期资产	788	1,294	1,120	1,120	1,120	
资产总计	11,083	12,165	16,428	18,630	21,322	
流动负债	2,953	3,033	3,920	4,007	4,110	
短期借款	384	304	704	704	704	
应付及预收	903	948	1,094	1,120	1,138	
其他流动负债	1,666	1,781	2,121	2,183	2,268	
非流动负债	1,545	1,150	2,713	2,713	2,713	
长期借款	1,149	740	1,940	1,940	1,940	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	396	410	773	773	773	
负债合计	4,498	4,183	6,633	6,720	6,823	
股本	1,837	1,776	1,776	1,776	1,776	
资本公积	2,248	2,309	2,309	2,309	2,309	
留存收益	2,306	3,717	5,531	7,657	10,261	
归属母公司股东权益	6,476	7,901	9,733	11,859	14,463	
少数股东权益	110	82	62	51	36	
负债和股东权益	11,083	12,165	16,428	18,630	21,322	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	3,706	4,270	4,806	5,211	5,861	
营业成本	1,746	1,582	1,575	1,612	1,638	
营业税金及附加	218	256	288	287	293	
销售费用	3	4	5	5	6	
管理费用	317	376	423	365	381	
研发费用	82	94	106	115	129	
财务费用	137	119	69	99	99	
资产减值损失	-38	-48	0	0	0	
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0	
投资净收益	-18	-10	0	0	0	
营业利润	1,138	1,787	2,343	2,733	3,319	
营业外收支	-66	-21	-40	-40	-40	
利润总额	1,072	1,765	2,303	2,693	3,279	
所得税	118	263	345	390	459	
净利润	953	1,502	1,958	2,302	2,820	
少数股东损益	-16	-28	-20	-12	-14	
归属母公司净利润	969	1,530	1,977	2,314	2,834	
EBITDA	1,832	2,516	3,083	3,502	4,088	
EPS (元)	0.53	0.84	1.11	1.30	1.60	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,750	1,815	3,042	3,213	3,741	
净利润	953	1,502	1,958	2,302	2,820	
折旧摊销	500	555	711	711	711	
营运资金变动	135	-402	299	62	72	
其它	162	160	74	138	138	
投资活动现金流	-950	-1,004	-4,192	-39	-39	
资本支出	-656	-662	-4,389	-39	-39	
投资变动	-280	-46	0	0	0	
其他	-14	-296	198	0	0	
筹资活动现金流	-583	-23	1,891	-287	-329	
银行借款	864	-489	1,600	0	0	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-1,447	466	291	-287	-329	
现金净增加额	217	788	739	2,887	3,372	
期初现金余额	98	315	1,103	1,842	4,728	
期末现金余额	315	1,103	1,842	4,728	8,101	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	77.7%	15.2%	12.5%	8.4%	12.5%
营业利润增长	430.0%	57.0%	31.1%	16.6%	21.4%
归母净利润增长	457.4%	57.8%	29.2%	17.0%	22.5%
获利能力					
毛利率	52.9%	63.0%	67.2%	69.1%	72.1%
净利率	25.7%	35.2%	40.7%	44.2%	48.1%
ROE	15.0%	19.4%	20.3%	19.5%	19.6%
ROIC	14.3%	17.0%	15.1%	15.4%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	34.4%	40.4%	36.1%	32.0%
净负债比率	20.9%	9.0%	17.4%	-9.9%	-31.4%
流动比率	0.31	0.56	0.64	1.35	2.15
速动比率	0.22	0.39	0.52	1.24	2.03
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.37	0.34	0.30	0.29
应收账款周转率	530.89	524.90	746.01	593.36	603.70
存货周转率	5.06	4.04	3.34	3.63	3.62
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.84	1.11	1.30	1.60
每股经营现金流	0.95	1.02	1.71	1.81	2.11
每股净资产	3.53	4.45	5.48	6.68	8.15
估值比率					
P/E	17.21	13.32	49.73	42.49	34.69
P/B	2.58	2.50	10.10	8.29	6.80
EV/EBITDA	9.85	8.14	32.45	27.73	22.93

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。