

兴业银锡 (000426.SZ)

三季度利润同增 305.5%，银、锡产量均超预期

买入

核心观点

公司披露 2023 年三季报：2023Q1-Q3 实现营收 24.25 亿元（同比+47.13%），实现归母净利润 5.43 亿元（同比+136.2%），实现扣非归母净利润 5.65 亿元（同比+131.50%）。单三季度公司实现营收 11.79 亿元（同比+83.56%，环比+49.76%），实现归母净利润 4.10 亿元（同比+305.50%，环比+246.13%），实现扣非归母净利润 4.07 亿元（同比+270.81%，环比+203.07%）。

三季度银锡产量均有大幅提升。公司三季度业绩增速亮眼，主要由于：1）银漫矿业选矿厂于 2023 年 6 月 9 日停产技改，于 7 月 10 日完成并投入使用，三季度以来矿石入选品位较高，且选矿回收率提升，我们预计银漫矿业三季度银金属产量 33 吨左右，环比+37.5%；锡金属及锡次金属产量 2,600 吨左右，环比+209.5%；2）三季度金属价格中枢环比有所提升，SHFE 锡三季度含税均价为 22.33 万元/吨，二季度含税均价为 20.71 万元/吨，环比提升 7.79%。

期间费用率大幅改善，单三季度净利率环比提升 19pp。前三季度，公司毛利率为 48.45%，同比+2.16pp；净利率为 22.08%，同比+9.29pp；期间费用率为 16.26%，同比-7.66pp。单三季度来看，公司毛利率为 57.12%，环比+15.34pp；净利率为 34.26%，环比+19.33pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 41.97%，较 2022 年末下降 0.3pp，较 2023 年 6 月 30 日下降 4.7pp。公司利润率环比大幅上升主要由于三季度产量超预期。

需求复苏，看好锡价上行。佤邦地区在 8 月 21 日发文宣布将继续关停探矿和采矿、复产选矿后，尚未出台新政策说明复产探采二环节。据悉选矿库存仅能支撑不到 1 个月左右，库存消耗完毕后佤邦停产对供给侧造成的影响将更为显著。同时，近期电子行业复苏较为明显，10 月 5 日公布的数据显示，今年 8 月全球半导体销售额 440.4 亿美元，同比增速-6.8%，较 7 月的同比增速-11.8%有明显好转，基本已进入复苏阶段。随着 11 月的到来，供给缺口显现叠加需求复苏，看好锡价上行。

风险提示：公司资源开发进展不达预期的风险；金属价格大幅波动的风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入 32.75/52.08/53.22 亿元（原值 32.31/52.01/53.22 亿元），同比增速 57.01%/59.02%/2.38%；归母净利润 8.57/17.53/18.29 亿元（原值 8.27/17.49/18.23 亿元），同比增速 392.59%/104.62%/4.33%；摊薄 EPS 分别为 0.47/0.95/1.00，当前股价对应 PE 分别为 19.6/9.6/9.2x。公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,009	2,086	3,275	5,208	5,332
(+/-%)	113.7%	3.8%	54.9%	61.0%	2.3%
净利润(百万元)	246	174	857	1753	1829
(+/-%)	-234.1%	-29.4%	313.5%	129.0%	4.5%
每股收益(元)	0.13	0.09	0.47	0.95	1.00
EBIT Margin	25.5%	21.8%	35.1%	45.0%	45.8%
净资产收益率 (ROE)	4.6%	3.1%	11.9%	22.8%	20.5%
市盈率 (PE)	68.2	96.7	19.6	9.6	9.2
EV/EBITDA	25.2	26.3	12.0	6.5	6.2
市净率 (PB)	3.13	3.03	2.78	2.33	2.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

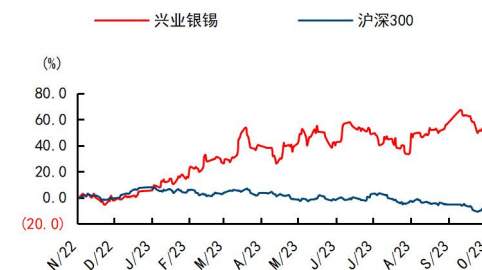
有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：马可远
010-88005312 0755-81982439
liumengluan@guosen.com.cn makeyuan@guosen.com.cn
S0980520040001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.15 元
总市值/流通市值	16810/13523 百万元
52 周最高价/最低价	10.48/5.57 元
近 3 个月日均成交额	161.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

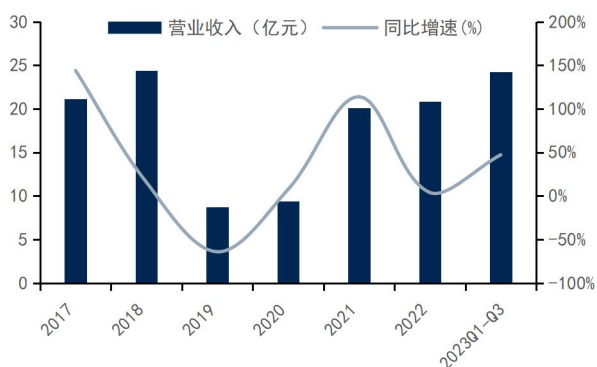
相关研究报告

《兴业银锡 (000426.SZ) - 内生技改提升产量，外延并购储备资源》——2023-08-30
《兴业银锡 (000426.SZ) - 银漫技改提升选矿回收率，银、锡产量有望连续上台阶》——2023-06-26

公司披露 2023 年三季报：2023 年前三季度实现营收 24.25 亿元（同比+47.13%），实现归母净利润 5.43 亿元（同比+136.2%），实现扣非归母净利润 5.65 亿元（同比+131.50%）。单三季度来看，公司实现营收 11.79 亿元（同比+83.56%，环比+49.76%），实现归母净利润 4.10 亿元（同比+305.50%，环比+246.13%），实现扣非归母净利润 4.07 亿元（同比+270.81%，环比+203.07%）。

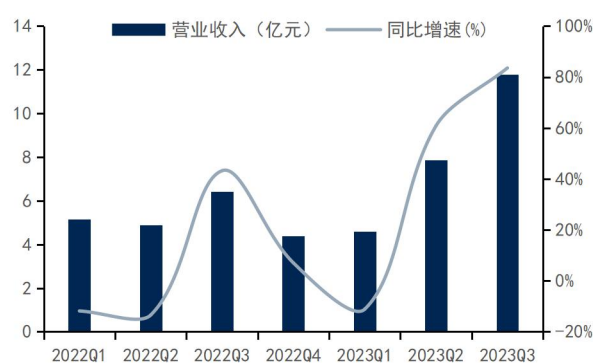
三季度银锡产量均有大幅提升。公司三季度业绩增速亮眼，主要由于：1）银漫矿业选矿厂于 2023 年 6 月 9 日停产技改，在原有工艺的基础上改造锡石浮选，于 7 月 10 日完成并投入使用，银漫矿业采区三季度以来矿石入选品位较高，且选矿回收率提升，银、锡等公司主要金属品种产量均有大幅提升；2）三季度金属价格中枢环比有所提升，SHFE 锡三季度含税均价为 22.33 万元/吨，二季度含税均价为 20.71 万元/吨，环比提升 7.79%。我们预计银漫矿业三季度银金属产量 33 吨左右，环比+37.5%；锡金属及锡次金属产量 2,600 吨左右，环比+209.5%。

图1：兴业银锡营业收入及增速（单位：亿元、%）



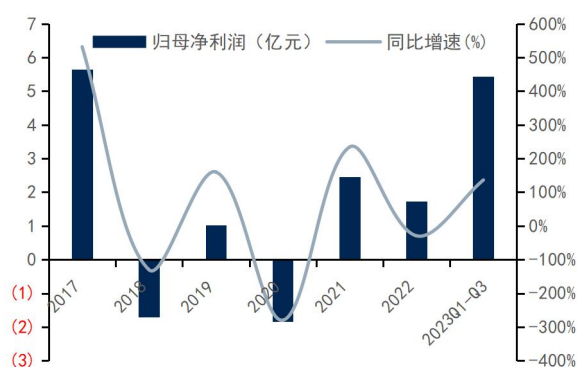
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：兴业银锡单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



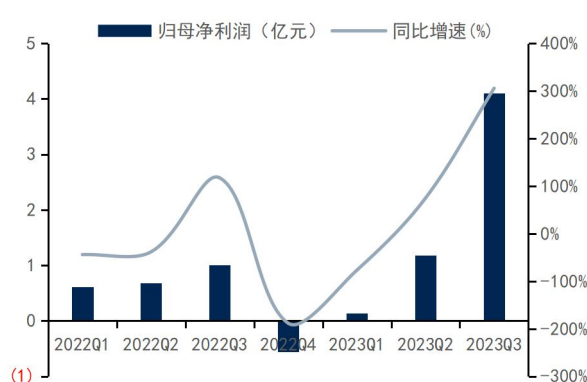
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：兴业银锡归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：兴业银锡单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

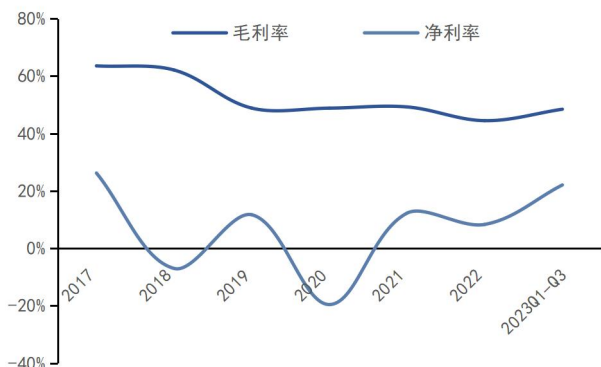


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用率大幅改善，单三季度净利率环比提升 19pp。前三季度，公司毛利率为 48.45%，同比提升 2.16pp；净利率为 22.08%，同比提升 9.29pp；期间费用率为 16.26%，同比下降 7.66pp，主要系管理费用率和财务费用率大幅下降所致。单三季度来看，公司毛利率为 57.12%，环比提升 15.34pp；净利率为 34.26%，环比提升 19.33pp。截至 2023 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 41.97%，较 2022 年末下

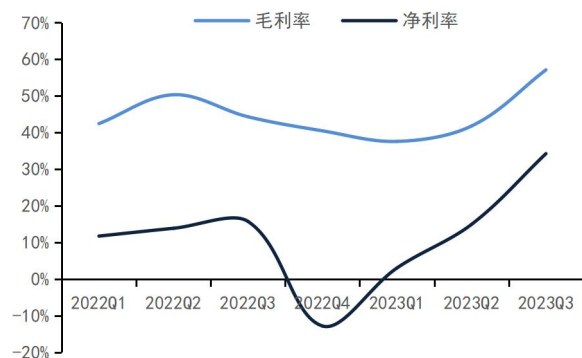
降 0.3pp, 较 2023 年 6 月 30 日下降 4.7pp。公司利润率环比大幅上升主要由于二季度受技改影响, 银漫矿业停产 1 个月左右, 三季度技改完成, 且产量超预期。

图5: 兴业银锡毛利率、净利率变化情况 (%)



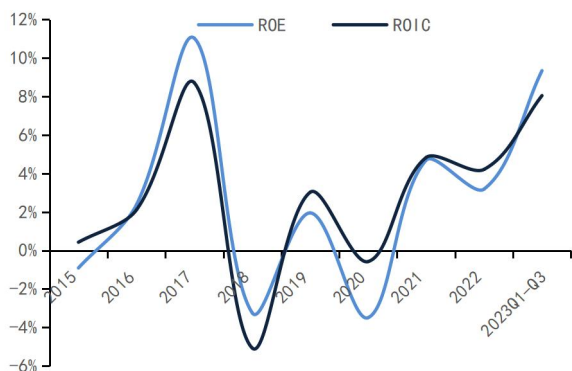
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 兴业银锡单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



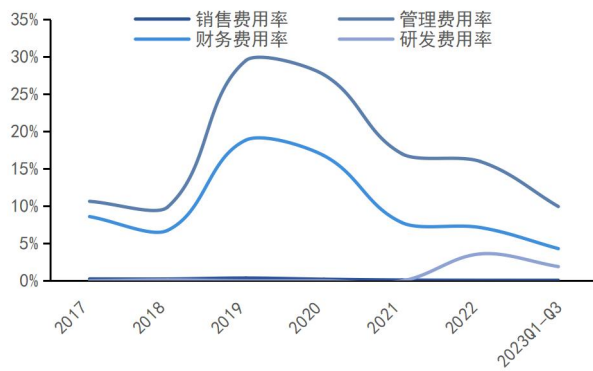
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 兴业银锡 ROE、ROIC 变化情况 (%)



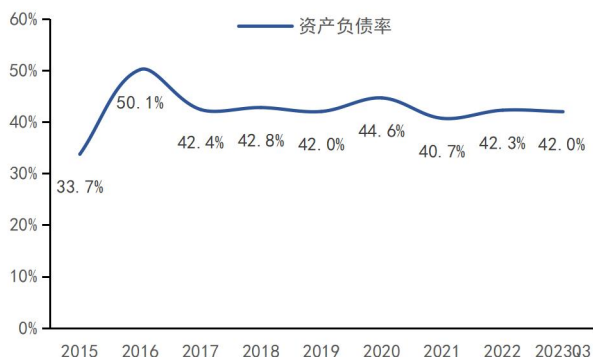
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 兴业银锡期间费用率 (%)



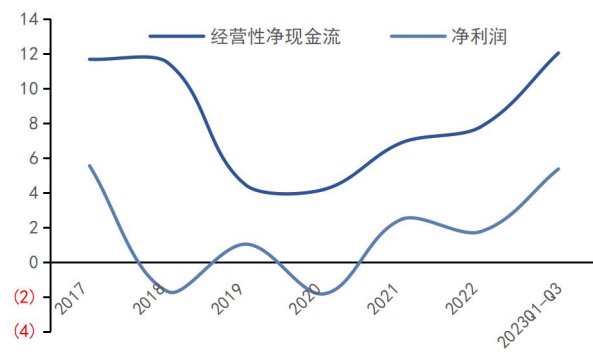
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 兴业银锡资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 兴业银锡经营性现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

需求复苏, 看好锡价上行。佤邦地区在 8 月 21 日发文宣布将继续关停探矿和采矿、

复产选矿后，尚未出台新政策说明复产探采二环节。据悉选厂库存仅能支撑不到1个月左右，库存消耗完后低邦停产对供给侧造成的影响将更为显著。同时，近期电子行业复苏较为明显，10月5日公布的数据显示，今年8月全球半导体销售额440.4亿美元，同比增速-6.8%，较7月的同比增速-11.8%有明显好转，基本已进入复苏阶段。随着11月的到来，供给缺口显现叠加需求复苏，看好锡价上行。

图11：全球半导体销售额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：LME 锡与费半走势对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。预计公司2023-2025年营业收入32.75/52.08/53.22亿元（原值32.31/52.01/53.22亿元），同比增速57.01%/59.02%/2.38%；归母净利润8.57/17.53/18.29亿元（原值8.27/17.49/18.23亿元），同比增速392.59%/104.62%/4.33%；摊薄EPS分别为0.47/0.95/1.00，当前股价对应PE分别为19.6/9.6/9.2x。公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	EPS				PE				PB	总市值 亿元
		2023/10/30	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
000426.SZ	兴业银锡	9.15	0.09	0.47	0.95	1.00	96.6	19.6	9.6	9.2	2.8	168
可比公司：												
000960.SZ	锡业股份	14.06	0.30	0.99	1.51	1.74	46.9	14.2	9.3	8.1	1.3	231
600301.SH	华锡有色	14.09	0.08	0.86	1.12	1.27	176.1	16.4	12.6	11.1	3.5	89

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	136	294	432	642	2083	营业收入	2009	2086	3275	5208	5332
应收款项	43	39	61	132	135	营业成本	1020	1158	1211	1256	1245
存货净额	324	413	358	253	245	营业税金及附加	133	138	178	282	289
其他流动资产	70	34	52	31	32	销售费用	2	2	3	4	4
流动资产合计	574	780	903	1058	2495	管理费用	342	258	491	1042	1066
固定资产	4008	4526	4477	4400	4297	研发费用	0	75	99	158	162
无形资产及其他	3110	2997	2877	2757	2637	财务费用	157	149	254	404	413
投资性房地产	880	856	856	856	856	投资收益	(4)	(8)	(19)	0	0
长期股权投资	482	466	449	444	438	资产减值及公允价值变动	(0)	(85)	(3)	0	0
资产总计	9054	9624	9562	9514	10723	其他收入	36	(73)	1	0	0
短期借款及交易性金融负债	1147	1648	1171	1322	1380	营业利润	388	215	1017	2062	2152
应付款项	673	1122	971	78	76	营业外净收支	(31)	(32)	(38)	0	0
其他流动负债	528	558	660	253	252	利润总额	357	182	979	2062	2152
流动负债合计	2348	3328	2802	1653	1708	所得税费用	110	8	122	309	323
长期借款及应付债券	828	273	273	273	273	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	507	467	427	376	325	归属于母公司净利润	246	174	857	1753	1829
长期负债合计	1335	740	700	649	598	现金流量表（百万元）					
负债合计	3683	4068	3502	2302	2306	净利润	246	174	857	1753	1829
少数股东权益	6	6	6	6	5	资产减值准备	(35)	120	7	(1)	(2)
股东权益	5365	5551	6054	7207	8411	折旧摊销	301	338	558	598	626
负债和股东权益总计	9054	9624	9562	9514	10723	公允价值变动损失	0	85	3	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	157	149	254	404	413
每股收益	0.13	0.09	0.47	0.95	1.00	营运资本变动	(141)	535	(66)	(1297)	(52)
每股红利	0.08	0.08	0.12	0.27	0.28	其它	35	(120)	(145)	(105)	(106)
每股净资产	2.92	3.02	3.30	3.92	4.58	经营活动现金流	407	1132	1214	948	2294
ROIC	4.86%	6.16%	13%	24%	23%	资本开支	0	(748)	(400)	(400)	(400)
ROE	4.59%	3.13%	12%	23%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	49%	44%	62%	76%	77%	投资活动现金流	5	(732)	(384)	(394)	(394)
EBIT Margin	25%	22%	35%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	38%	52%	57%	58%	负债净变化	(337)	273	0	0	0
收入增长	114%	4%	55%	61%	2%	支付股利、利息	(147)	(140)	(216)	(494)	(516)
净利润增长率	-234%	-29%	313%	129%	5%	其它融资现金流	557	(508)	(477)	151	58
资产负债率	41%	42%	37%	24%	22%	融资活动现金流	(410)	(242)	(693)	(343)	(458)
股息率	0.9%	0.8%	1.3%	2.9%	3.1%	现金净变动	2	158	138	210	1441
P/E	68.2	96.7	19.6	9.6	9.2	货币资金的期初余额	134	136	294	432	642
P/B	3.1	3.0	2.8	2.3	2.0	货币资金的期末余额	136	294	432	642	2083
EV/EBITDA	25.2	26.3	12.0	6.5	6.2	企业自由现金流	0	558	1085	891	2245
						权益自由现金流	0	323	548	993	2268

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032