

# 兴业银锡(000426)

## 银锡龙头，涅槃重生

行业：有色金属/工业金属  
 投资评级：买入(首次)  
 当前价格：9.04元  
 目标价格：13.24元

### 投资要点：

2019年银漫矿业事故对公司生产经营产生影响，随着银漫矿业复产和技改完成，2023年公司收入和利润有望超事故前水平。未来公司产量或有增长，属于周期成长股，且我们看好锡和银价格走势，公司业绩有望重回增长。

#### 公司是国内银锡资源龙头

公司实际控制人为吉兴业先生，银漫矿业是国内最大的白银生产企业之一，乾金达矿业是不可多得的高品位矿山。银锡是公司主要收入和利润来源，2022年公司银储量国内占比14.2%、锡储量国内占比19.5%。2023年公司归母净利润中位数10.08亿元，银漫矿业事故对公司业绩影响或已结束。

#### 供需缺口扩大推升锡价中枢

2022年全球锡静态消费年限仅14.6年，因缅甸佤邦复产仍具不确定性及全球新投产项目多处于产能爬坡期，预计供给增量有限。锡的需求在半导体、光伏、新能源车等多重催化下有望提升。我们预计2024-2025年全球精炼锡供需缺口为-0.80/-0.62万吨，供需缺口扩大，锡价中枢有望抬升。

#### 白银价格具备向上弹性

2022年来，受美联储激进加息影响，白银价格表现明显弱于黄金，推动金银比上涨。随着海外主要经济体货币政策陆续进入降息周期、清洁能源特别是光伏领域用银需求上涨、行业低库存现状再加上当前金银比值处于高位，我们认为，白银价格存在补涨需求，金银比有望阶段性回落。

#### 主力矿山增产预期强

银漫一期技改及二期建设、乾金达采区二期建成投产、锡林采场充填完工、荣邦选厂扩建、锐能竣工投产、西藏黄金复工及扩建等项目将提升公司产量。与2022年产量相比，未来产量有望增加：铅2.44万吨、锌7.25万吨、铜0.23万吨、银207吨、金1吨、铁精粉14.64万吨、钼465吨。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司营业收入分别为37.52/51.01/55.02亿元，同比增长79.88%/35.97%/7.84%；归母净利润分别为9.96/16.21/18.05亿元，同比增长472.94%/62.71%/11.32%；EPS分别为0.54/0.88/0.98元。基于公司主要矿山产量未来有望增长，我们给予公司2024年15倍PE，目标价13.24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**价格波动风险；大股东资金风险；项目进度和产量不及预期；安全风险。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,837.19/1,477.88
流通A股市值(百万元)	13,360.03
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	41.97
一年内最高/最低(元)	10.48/7.31

### 股价相对走势



### 作者

分析师：丁士涛  
 执业证书编号：S0590523090001  
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn  
 分析师：刘依然  
 执业证书编号：S0590523110010  
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜  
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2009	2086	3752	5101	5502
增长率(%)	113.65%	3.84%	79.88%	35.97%	7.84%
EBITDA(百万元)	829	686	1652	2415	2673
归母净利润(百万元)	246	174	996	1621	1805
增长率(%)	234.05%	-29.44%	472.94%	62.71%	11.32%
EPS(元/股)	0.13	0.09	0.54	0.88	0.98
市盈率(P/E)	67.4	95.5	16.7	10.2	9.2
市净率(P/B)	3.1	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	17.5	16.9	9.3	5.7	4.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年03月01日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

银漫矿业事故对公司生产经营影响或已结束。未来公司产量或将增长，属于困境反转的周期成长股，且我们看好锡、银价格走势，公司业绩有望重回增长。

### 不同于市场的观点

23年Q3公司货币资金0.79亿元，市场担心公司资金短缺影响项目建设。我们认为，公司23年净利润大幅增长将改善公司现金流，为后续资本开支提供资金支持。

### 核心假设

- 价格：我们预计2023-2025年国内主要金属均价（含税）：锌21505元/21000元/22000元/吨，铁813元/850元/860元/吨，铋55980元/55000元/55000元/吨，铅15613元/15600元/15800元/吨，银5562元/5700元/5700元/公斤，锡21.27万元/22.5万元/23万元/吨
- 成本：我们预计2023-2025年公司主要产品生产成本（不含税）：锌9188元/9188元/9188元/吨，铁328元/328元/328元/吨，铋25575元/25575元/25575元/吨，铅30247元/30247元/30247元/吨，含铅银精粉2888元/2888元/2888元/公斤，含铜银精粉1968元/1968元/1968元/公斤，锡7.22万元/5.78万元/5.78万元/吨，低品位锡2.48万元/1.99万元/1.99万元/吨
- 销量：我们预计2023-2025年公司主要产品销量：锌5.4万吨/5.66万吨/5.66万吨，铁35.04万吨/35.95万吨/35.95万吨，铋135吨/260吨/260吨，铅1.54万吨/1.93万吨/1.93万吨，银（含铅精粉+含铜精粉）191吨/233吨/284吨，锡（锡+锡次）0.77万吨/1.15万吨/1.15万吨

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司营业收入分别为37.52亿元/51.01亿元/55.02亿元，同比变动79.88%/35.97%/7.84%，三年复合增速38%；归母净利润分别为9.96亿元/16.21亿元/18.05亿元，同比变动472.94%/62.71%/11.32%，三年复合增速118%；EPS分别为0.54元/0.88元/0.98元。

采用相对估值法，可比公司2024年市盈率均值为13.6倍。鉴于公司主力矿山银漫矿业一期技改完成及二期项目推进且其他矿山未来产量或有增量，我们给予公司2024年15倍PE，目标价13.24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 盈利增长：看好24年锡银价格走势，且在建项目投产，24年业绩有望继续增长
- 估值提升：公司属于周期成长股，理应给予比周期股更高的估值

## 正文目录

1. 银锡资源龙头企业，不利因素基本消除 .....	5
1.1 兴业集团为第一大股东，银锡为主要收入来源 .....	5
1.2 业务板块清晰，资源储量丰富 .....	6
1.3 事故影响基本结束，23 年经营业绩大幅改善 .....	8
2. 锡价有望上行，银价具备向上弹性 .....	10
2.1 锡：供需缺口放大，锡价有望上行 .....	10
2.2 白银：金银比存回归空间，价格具备向上弹性 .....	18
3. 主力矿山增产预期强，银漫矿业潜力大 .....	21
3.1 兴业集团重整启动，最大做强上市公司 .....	21
3.2 银漫矿业：一期技改完成，推进二期扩建 .....	23
3.3 乾金达矿业：高品位铅锌银矿山，采区二期提升产量 .....	25
3.4 锡林和融冠矿业：铁锌业务主体，盈利能力相对稳定 .....	26
3.5 荣邦和锐能矿业：选厂技改完工，矿山投产在即 .....	27
3.6 西藏黄金：与地方政府战略合作，复产和技改提升产量 .....	29
4. 盈利预测、估值与投资建议 .....	30
4.1 盈利预测 .....	30
4.2 估值与投资建议 .....	31
5. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：公司前十大股东（万股） .....	5
图表 2：18-22 年公司收入构成 .....	6
图表 3：18-22 年公司毛利润构成 .....	6
图表 4：23 年上半年主要子公司盈利情况（万元） .....	6
图表 5：公司采矿证范围内资源储量（截至 2022 年末） .....	7
图表 6：18-22 年公司主要产品产量 .....	8
图表 7：18-22 年公司主要产品销售均价 .....	8
图表 8：18-23 年前三季度公司收入情况 .....	9
图表 9：18-23 年前三季度公司利润情况 .....	9
图表 10：18-23 年前三季度公司毛利率及净利率 .....	9
图表 11：18-23 年前三季度公司负债率 .....	9
图表 12：全球锡矿产量（万金属吨） .....	10
图表 13：2022 年全球锡矿产量（万金属吨） .....	10
图表 14：全球锡矿储量（万金属吨） .....	10
图表 15：2022 年全球锡矿储量（万金属吨） .....	10
图表 16：国内锡矿月度产量/进口量（金属吨） .....	11
图表 17：国内锡矿实际供给/消费量（金属吨） .....	11
图表 18：全球精锡产量及增速 .....	11
图表 19：全国精锡月产量及增速 .....	11
图表 20：锡精矿加工费（元/吨） .....	12
图表 21：国内精锡企业开工率 .....	12
图表 22：精炼锡社会库存（吨） .....	12
图表 23：精炼锡企业库存（吨） .....	12
图表 24：全球精锡供给端测算 .....	12
图表 25：2023E 全球锡消费结构 .....	13
图表 26：2022 年全球/中国/国外锡消费结构 .....	13
图表 27：2023E 全球锡焊料消费结构 .....	13

图表 28: 2021-2022 年全球锡焊料应用领域 .....	13
图表 29: 费城半导体指数/美国 10 年国债收益率 .....	14
图表 30: 中国台湾半导体电子指数 .....	14
图表 31: 全球半导体销售额及增速 .....	14
图表 32: 全国集成电路产量及增速 .....	14
图表 33: 光伏焊带工作原理图示 .....	15
图表 34: 全球光伏领域用锡量测算表 .....	15
图表 35: 全球汽车领域用锡量测算表 (万吨) .....	15
图表 36: 全国商品房销售面积/新开工面积/竣工面积增速 .....	16
图表 37: 全球锡需求端测算 (万吨) .....	16
图表 38: 2014-2025E 全球锡供给/需求量 (万吨) .....	17
图表 39: 锡价格走势分析 .....	17
图表 40: LME/SHFE 锡库存 (吨) .....	18
图表 41: 2010-2030 年全球锡矿现金/完全成本 (美元/吨) .....	18
图表 42: 2023 年 12 月以来金银价格走势 (美元/盎司) .....	19
图表 43: 2023 年 12 月以来国内外金银比价走势 .....	19
图表 44: 2023 年白银需求结构 .....	19
图表 45: 白银工业需求占比均值超 50% .....	19
图表 46: 金银比 .....	20
图表 47: 美国联邦基金利率 (%) .....	20
图表 48: 硅太阳能电池发电原理 .....	20
图表 49: 光伏用银量及占比 .....	20
图表 50: 全球光伏装机容量预测 .....	21
图表 51: 2022 年各技术路线电池的正银耗量 (mg/片) .....	21
图表 52: COMEX 黄金/白银价格 (美元/盎司) .....	21
图表 53: COMEX/SHFE 白银库存 (吨) .....	21
图表 54: 兴业集团偿还债务计划 (亿元) .....	22
图表 55: 公司满产后的产量与 2022 年产量对比 (吨) .....	22
图表 56: 18-23 年 H1 银漫矿业净利润 (万元) .....	23
图表 57: 正常年份 (技改完成前) 银漫矿业产量 .....	24
图表 58: 技改完成后银漫矿业产量 .....	24
图表 59: 银漫矿业技改前后产量对比 (吨, 百公斤) .....	25
图表 60: 探矿权评估报告中乾金达矿业达产后产量 .....	25
图表 61: 乾金达 18 年-23 年 H1 盈利情况 .....	26
图表 62: 正常年份锡林矿业产量 .....	26
图表 63: 锡林矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况 .....	26
图表 64: 正常年份融冠矿业产量 .....	27
图表 65: 融冠矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况 .....	27
图表 66: 正常年份荣邦矿业产量 .....	28
图表 67: 正常年份锐能矿业产量 .....	28
图表 68: 荣邦矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况 .....	29
图表 69: 锐能矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况 .....	29
图表 70: 正常年份西藏黄金产量 .....	29
图表 71: 公司 23-25 年单价、单位成本、销量假设 .....	30
图表 72: 可比公司估值情况 .....	31

## 1. 银锡资源龙头企业，不利因素基本消除

### 1.1 兴业集团为第一大股东，银锡为主要收入来源

内蒙古兴业矿业股份有限公司（简称：兴业矿业）的前身为赤峰富龙热力股份有限公司，于1996年8月在深交所上市，证券简称为富龙热力。2010年1月，富龙热力的大股东富龙集团与内蒙古兴业集团股份有限公司（简称：兴业集团）签订协议，对上市公司进行重大资产重组。2011年10月，重组方案获得证监会审核通过，并于2012年2月完成工商变更，上市公司更名为兴业矿业。上市公司原主业被置出，兴业集团将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业、富生矿业、双源有色五家公司100%股权置入上市公司，公司主业从热力供应变为有色金属采选，兴业集团成为公司控股股东。截止2023年三季报，兴业集团持有上市公司5.01亿股股份、持股比例27.27%，为公司第一大股东，实际控制人为吉兴业先生。

图表 1：公司前十大股东（万股）

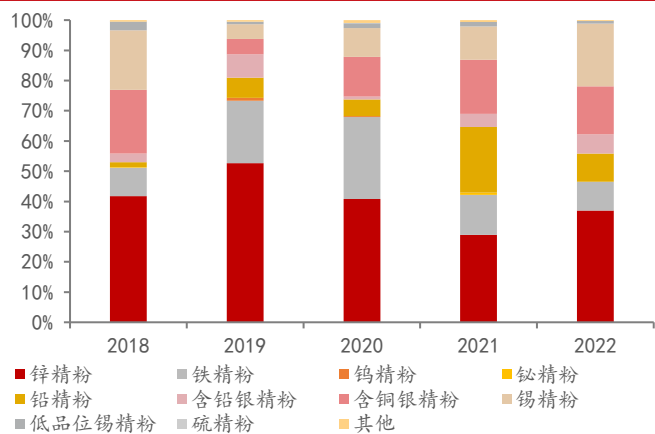
股东名称	期末持股数量	持股比例
内蒙古兴业集团股份有限公司	50109.09	27.27%
国民信托·恒盈5号事务管理类集合资金信托计划	16224.46	8.83%
赤峰富龙公用(集团)有限责任公司	12086.09	6.58%
华商新趋势优选灵活配置混合型证券投资基金	2510.66	1.37%
香港中央结算有限公司	2340.75	1.27%
招商证券股份有限公司	1994.90	1.09%
中国国际金融股份有限公司	1889.87	1.03%
辰星2号证券投资集合资金信托计划	1872.11	1.02%
绎博增强一期私募证券投资基金	1866.51	1.02%
宁波梅山保税港区东芷投资合伙企业(有限合伙)	1418.05	0.77%
合计	92312.49	50.25%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

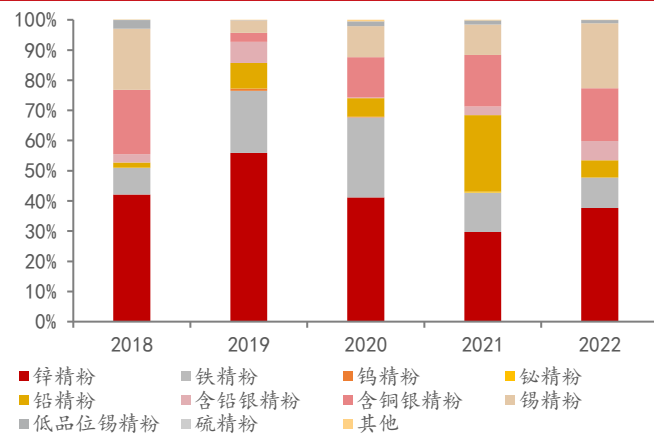
注：截至2023年9月30日

兴业集团及其下属矿业公司拥有多项金属矿探矿权，覆盖金、银、铜、铅、锌、锡、铁等。兴业集团承诺，在集团及下属子公司（除上市公司）完成探转采后，在相关采矿权或采矿业务子公司投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动资产转让给上市公司的工作。根据公司业绩说明会披露（2022-5-26），兴业集团尚有多块有色金属及稀贵金属探矿权资产，其中毗邻上市公司主力矿山银漫矿业的布敦乌拉矿权具有较大探矿前景。

兴业矿业主营业务为有色金属及贵金属采选，产品以银、锡等稀贵金属为主，锌、铅、铁、铜等为辅。2018-2022年，锌精粉是公司主要的收入和毛利润来源，2022年锌精粉收入占比37.02%、毛利润占比37.63%。随着银漫矿业复产及乾金达矿业投产，公司银和锡产品的收入和毛利润占比不断提升。2022年，银精粉（含铜及含铅银精粉）收入占比22.24%、毛利润占比23.94%，锡精粉（锡精粉及低品位锡精粉）收入占比21.67%、毛利润占比22.51%。为准确体现公司主营业务，2023年6月公司名称由“内蒙古兴业矿业股份有限公司”变更为“内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司”，证券简称由“兴业矿业”变更为“兴业银锡”。

**图表 2：18-22 年公司收入构成**


资料来源：公司年报，国联证券研究所

**图表 3：18-22 年公司毛利润构成**


资料来源：公司年报，国联证券研究所

## 1.2 业务板块清晰，资源储量丰富

兴业银锡的母公司为控股型公司，不从事采矿生产业务。截至 2023 年半年报，上市公司业务分为：采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块、研发板块，旗下拥有 8 家矿业子公司（不含亿通矿业），其中：融冠矿业为所在地的龙头企业，银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一。此外，公司还持有昆明东川铜都矿业 49% 股权、为合营企业，持有陈巴尔虎旗天通矿业 49% 股权、为联营企业。

**图表 4：23 年上半年主要子公司盈利情况（万元）**

板块	公司名称	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
采选	锡林矿业	有色金属采选	30000	41698	25723	7918.24	27.77
	融冠矿业	有色金属采选	14500	114563	57592	25843.36	5324.44
	唐河时代	有色金属采选	73380	72457	18082	0	-213.89
	荣邦矿业	有色金属采选	4050	42801	10721	9178.36	853.70
	银漫矿业	有色金属采选	134938	397045	227794	71856.75	13889
	乾金达矿业	有色金属采选	13390	75621	34390	9991.92	889.33
	锐能矿业	有色金属采选	20000	30595	15130	1915.65	-368.91
	西藏黄金	黄金矿山采选	5000	21542	-84365	0	-313.76
冶炼	双源有色	有色金属冶炼	34000	10575	-84305	56.60	-312.50
	兴业投资	股权投资管理等	500	567	564	0	1.56
投资	兴业黄金	矿业投资及贸易，技术咨询，企业并购等	1000	0	-2	0	-0.34
	海硕投资	投资	1000	1	0	0	0.47
贸易	兴业贸易	货物技术进出口	5000	4294	4168	0	-207.53
研发	兴业瑞金	技术开发、咨询、交流、推广等；工程和技术研究与试验	1000	168	35	0	-74.80
	亿通矿业	多金属矿勘探	3500	1477	1146	0	0.41

资料来源：公司 23 年半年报，国联证券研究所

注：兴业黄金注册资本单位为万港币

截至 2022 年末，公司采矿证范围内保有铜金属量 15.83 万吨、锌金属量 191.7 万吨、铅金属量 56.76 吨、锡金属量 19.56 万吨、镍金属量 32.84 万吨、金金属量 22.6 吨、银金属量 9988 吨、铋金属量 18.84 万吨、铁金属量 608 万吨、镉金属量 9390 吨、铟金属量 988 吨。根据国家统计局数据，2022 年中国银矿（金属）储量 70344 吨、锡矿（金属）储量 100.49 万吨，2022 年公司银储量国内占比 14.2%、锡储量国内占比 19.5%。

**图表 5：公司采矿证范围内资源储量（截至 2022 年末）**

	锡林矿业	融冠矿业	银漫矿业			乾金达矿业			荣邦矿业		锐能矿业	唐河时代	西藏黄金	合计
矿石类型	锌铁	锌铁	铅锌银	铜锡银	伴生矿	铅锌矿	共生矿	伴生矿	主矿	伴生矿				
保有矿石量 (万吨)	1019.47	1173.1	1598.98	4269.88		257.68			1060.71		462.68			
锌矿石量 (万吨)									871.23					
锌品位	2.20%	5.42%	3.51%	2.78%		5.42%			1.65%	0.68%	3.85%			
锌金属量 (万吨)	22.44	52.39	48.90	21.66		13.97			13.98	0.53	17.83			191.7
铁品位	28.73%	29.86%												
铁金属量 (万吨)	292.89	314.8												608
铅矿石量 (万吨)									323.65					
铅品位			1.65%	0.32%		5.63%			1.17%	0.33%	2.13%			
铅金属量 (万吨)			14.03	13.65		14.52			3.82	0.85	9.89			56.76
银矿石量 (万吨)							165.16	91.37	128.52					
银品位 (克/吨)			181.75	195.37		373.14	24.56		110.99	43.56	28.50			
银金属量 (吨)		92.32	2339	6260		616.27	22.44		147.25	379.06	131.83			9988
铜矿石量 (万吨)						76.71	90.24		128.39					
铜品位				0.52%		0.68%	0.09%		0.62%	0.22%		0.12%		
铜金属量 (万吨)				2.49		0.52	0.08		0.84	0.15		11.75		15.83
锡品位				0.74%										
锡金属量 (万吨)				19.56										19.56
金品位 (克/吨)										0.19			6.54	
金金属量 (吨)										0.17			22.43	22.60
镍品位												0.34%		
镍金属量 (万吨)												32.84		32.84
铋品位					0.32%									
铋金属量 (万吨)					18.84									18.84
镉品位					0.016%									
镉金属量 (吨)					9390									9390
铟品位					16.84									
铟金属量 (吨)		83.34			988									988

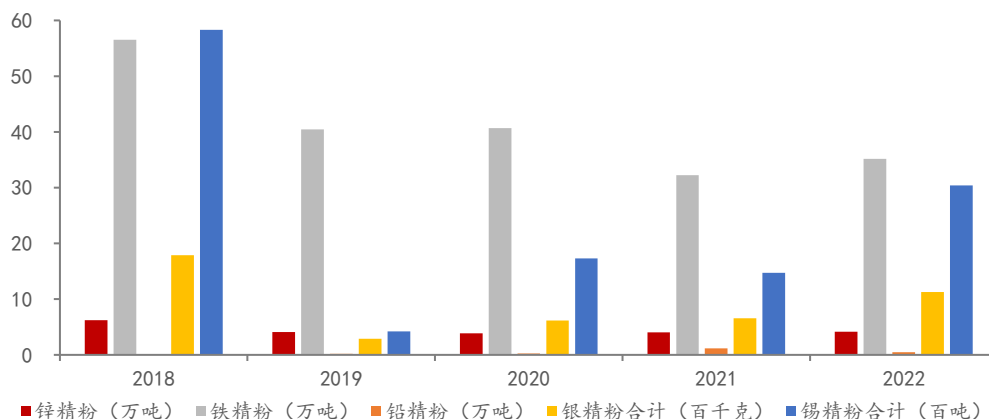
资料来源：公司 22 年年报，收购报告书，国联证券研究所整理

注：西藏黄金数据来自收购报告书

### 1.3 事故影响基本结束，23 年经营业绩大幅改善

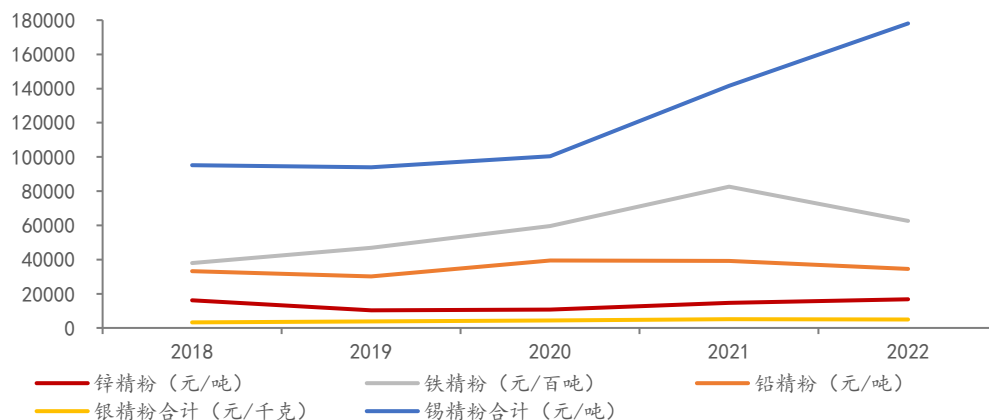
2018-2022 年，公司营业总收入从 24.39 亿元下降至 20.86 亿元。收入高点出现在 2018 年，2019 年公司营业收入大幅下滑 64.18% 至 8.74 亿元，营收下滑与 2019 年主力矿山银漫矿业 2.23 矿山事故有关。受事故影响，公司所属矿山进行安全整改，对产量产生负面影响，2019 年公司锌精粉、银精粉、锡精粉产量同比减少 34%、84%、93%。从产品销售价格看，2022 年锌精粉、铁精粉、铅精粉、银精粉、锡精粉的价格均高于 2018 年，因此产量减少是导致收入下滑的主要原因。

图表 6：18-22 年公司主要产品产量



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表 7：18-22 年公司主要产品销售均价



资料来源：公司年报，国联证券研究所

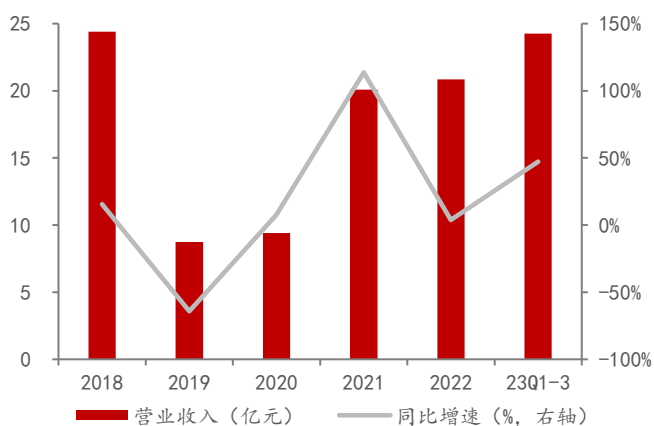
2018-2022 年，公司归母净利润从-1.71 亿元增至 1.74 亿元，实现扭亏。受 2019 年春节后银漫矿业事故影响，部分矿山及冶炼厂存在安全隐患，公司对双源有色、富生矿业、巨源矿业进行关停并计提减值损失，该减值损失在 2018 年业绩中体现。2018 年公司共计提资产减值损失为 8.06 亿元导致 2018 年出现亏损。剔除矿难导致的减值损失后，2018 年公司主力矿山盈利突出，2018 年银漫矿业净利润 6.03 亿元、净利率 46%，融冠矿业净利润 3.41 亿元、净利率 43%，锡林矿业净利润 0.45 亿元、净利率 17%。为了不被 ST，2019 年公司出售天通矿业 51%、富生矿业 100%、巨源矿业 100% 股权，资产处置产生 2.92 亿元投资收益，2019 年公司实现归母净利润 1.02 亿元。



2020 年由于主力矿山仍未复产，公司仍处于亏损中，2020 年实现归母净利润-1.84 亿元。2021 年起，随着主力矿山银漫矿业复产以及乾金达矿山投产，2021-2022 年公司产量开始恢复，2021-2022 年公司实现归母净利润 2.46 亿元和 1.74 亿元。

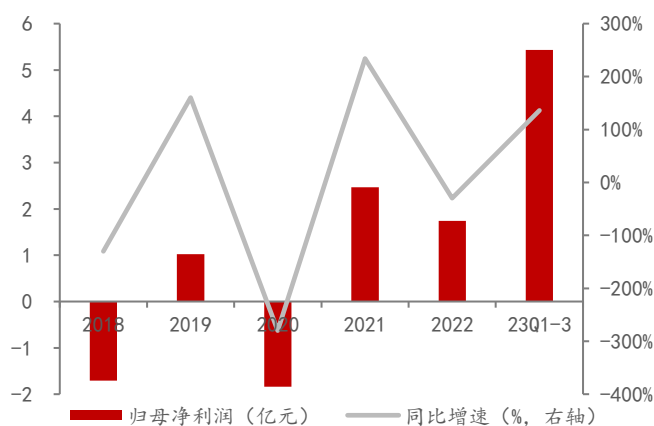
2023 年前三季度，公司实现营业总收入 24.25 亿元，超过事故前 2018 年全年水平，实现归母净利润 5.43 亿元。根据公司发布的业绩预告，2023 年公司预计实现归母净利润 9.65-10.5 亿元。按照业绩预告中位数 10.08 亿元计算，公司 2023 年 Q4 实现归母净利润 4.65 亿元，为历史单季最好水平，连续两个季度单季归母净利润超过 4 亿元。至此，我们认为银漫矿业 2.23 事故对公司利润的不利影响或已结束。

图表 8：18-23 年前三季度公司收入情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

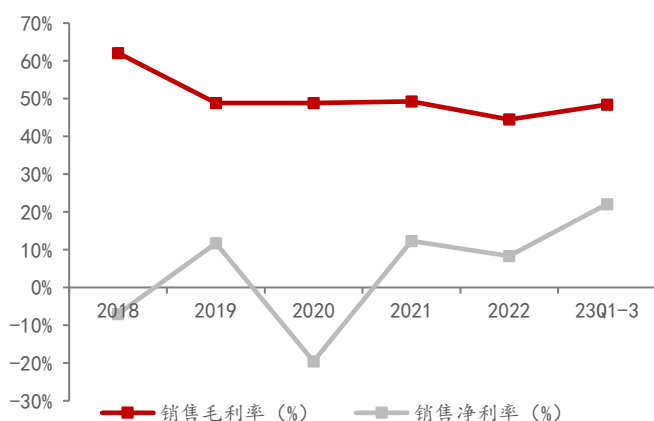
图表 9：18-23 年前三季度公司利润情况



资料来源：iFinD，国联证券研究所

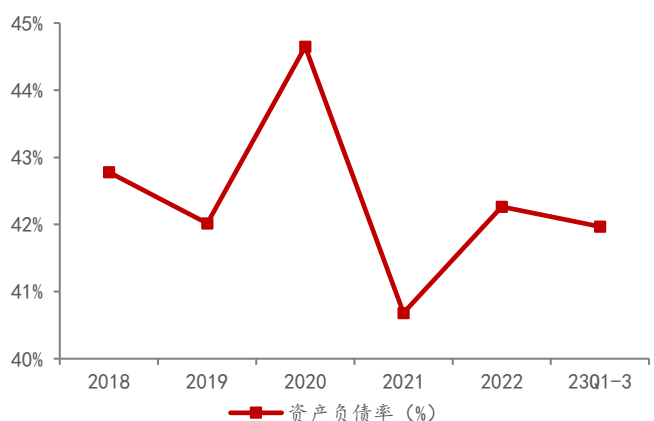
由于公司仅涉足矿山采选，因此公司毛利率一直比较高。2018 年公司毛利率 62.09%，2019 年公司毛利率下滑到 48.84%后基本稳定，2023 年前三季度公司毛利率 48.45%。受计提资产减值损失影响，2018 年公司净利率-7%。随着矿山生产的恢复，2023 年前三季度公司净利率 22.08%。从负债率看，公司负债率相对稳定，2023 年前三季度公司负债率 41.97%，与 2018 年相比下降 0.81 个百分点。

图表 10：18-23 年前三季度公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 11：18-23 年前三季度公司负债率



资料来源：iFinD，国联证券研究所

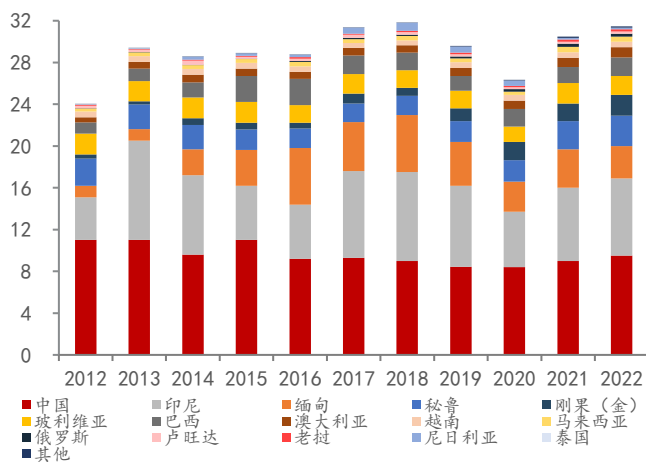
## 2. 锡价有望上行，银价具备向上弹性

### 2.1 锡：供需缺口放大，锡价有望上行

#### 2.1.1 供给端：矿端供给仍受扰动，24 年增量或有限

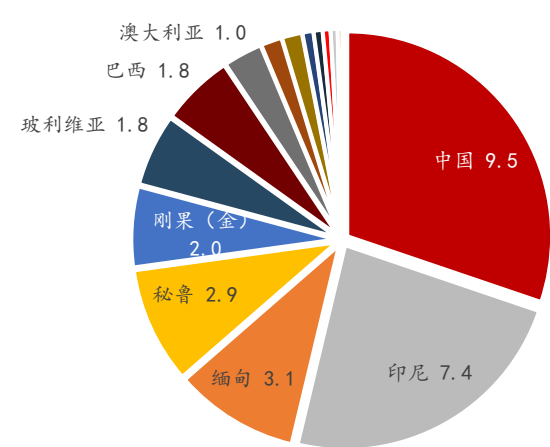
锡矿资源分布和供应较为集中，近年来受宏观经济及区域冲突的影响，行业资本开支不足导致供应增量有限。根据 USGS，2022 年全球锡矿产量为 31.5 万吨，同比增加 0.98 万吨；其中，中国/印尼/缅甸/秘鲁/刚果金锡矿产量分别为 9.5/7.4/3.1/2.9/2.0 万吨，占比分别为 30.2%/23.5%/9.9%/9.2%/6.4%。从资源储量上来看，锡作为稀有金属，地壳含量低；2022 年全球储量为 460 万吨，同比减少 30 万吨，资源稀缺性逐渐显现。按 2022 年储量和产量计算，全球锡静态消费年限为 14.6 年。

图表 12：全球锡矿产量（万金属吨）



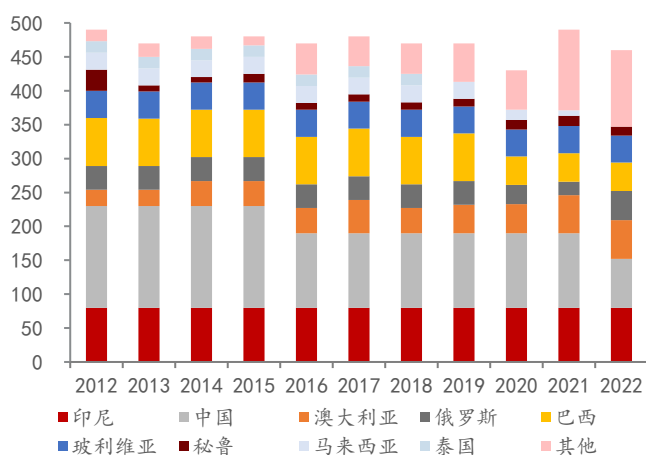
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 13：2022 年全球锡矿产量（万金属吨）



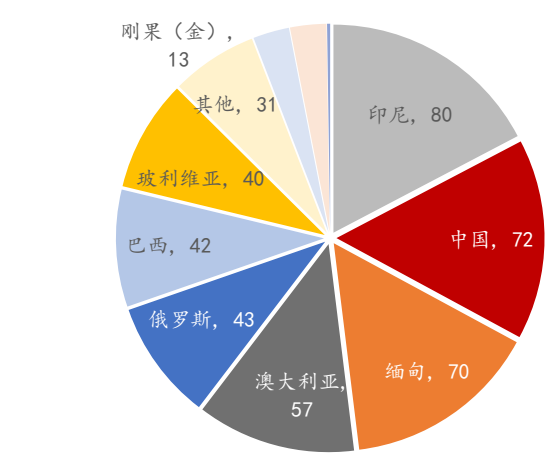
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 14：全球锡矿储量（万金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所

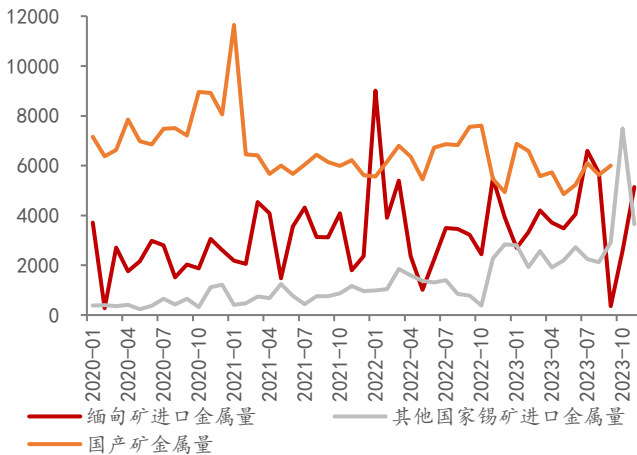
图表 15：2022 年全球锡矿储量（万金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所

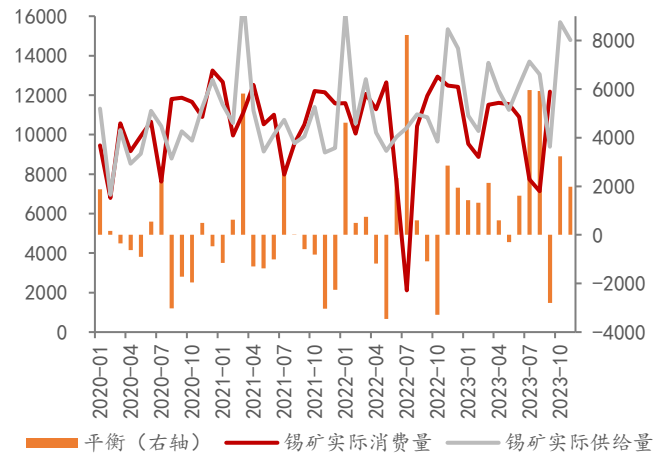
2023 年初受罢工事件影响，南美原料供应短期大幅下降，而 4 月以来主要产锡地区缅甸佤邦发布通知将于 8 月起暂停矿产资源开采，进一步加剧全球锡矿供应紧张格局。国内供给方面，短期内由于佤邦选矿厂释放库存及泰国等其他国家进口量增加，国内供给量有所增加。

图表 16: 国内锡矿月度产量/进口量 (金属吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

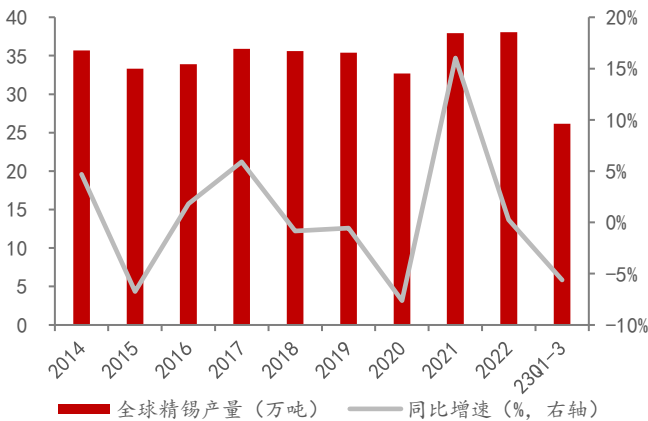
图表 17: 国内锡矿实际供给/消费量 (金属吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

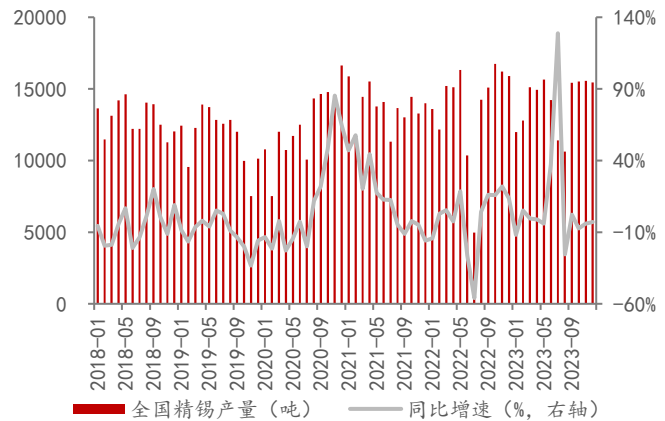
2023 年前三季度, 全国锡矿供给量为 10.69 万金属吨, 同比增长 5.83%; 其中, 国产锡矿供给量为 5.14 万金属吨, 同比下降 7.87%; 进口锡矿量为 5.55 万金属吨, 同比增长 22.71%。受缅甸佤邦停产影响, 缅甸锡矿进口量占比下降。2023 年前三季度, 中国从缅甸进口锡矿为 3.41 万金属吨, 同比增长 0.16%, 从其他国家锡矿进口量为 2.14 万吨, 同比增长 91.45%。缅甸锡矿进口量占比为 61.46%, 同比下降 13.84 pct。后续来看, 缅甸佤邦矿山复工暂无预期, 选矿厂库存持续下降, 我们预计远期从缅甸进口锡矿量或难再度大幅增量; 同时, 海外其他国家锡矿进口存在矿山品位低等因素, 进口量的增加后续能否维持仍有待观察。

图表 18: 全球精锡产量及增速



资料来源: ITA, 国联证券研究所

图表 19: 全国精锡月产量及增速

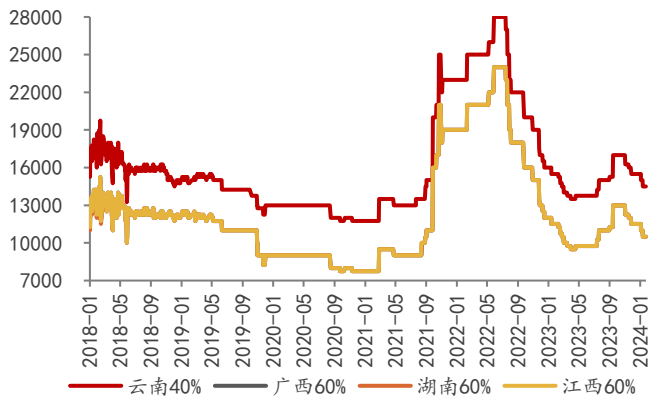


资料来源: SMM, 国联证券研究所

冶炼端来看, 受矿端供应趋紧及部分冶炼厂集中检修影响, 全球精炼锡产量小幅下降。2023 年前三季度, 全球精锡产量为 26.16 万吨, 同比下降 5.63%。2023 年 1-11 月, 全国精锡产量为 15.33 万吨, 同比增长 2.16%。根据 SMM, 当前锡矿加工费仍能保证冶炼企业小幅盈利, 但鉴于后续锡矿供应形势仍有趋紧可能, 预计后续加工费用难以再度上行。

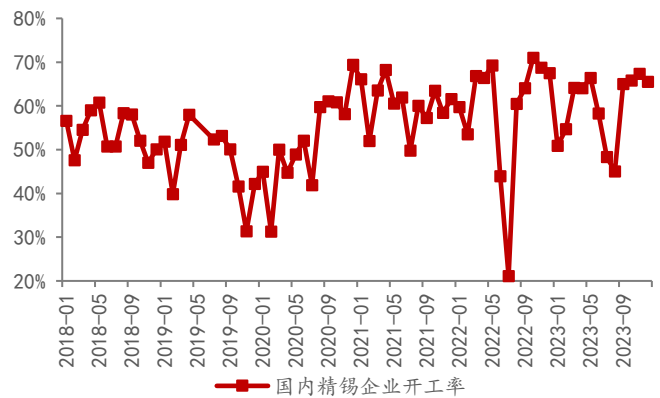
库存方面, 精锡社会库存自 2023 年 7 月达到高点 1.18 万吨以来, 呈现持续去库趋势, 截至 2023 年 11 月, 精锡社会库存降至 7712 吨, 为近 5 年精锡社会库存平均水平。

图表 20: 锡精矿加工费 (元/吨)



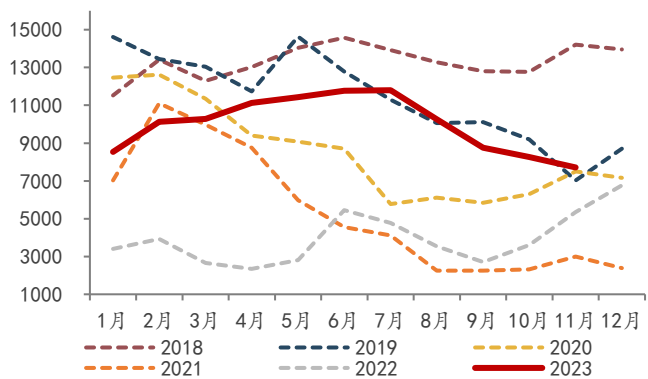
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 21: 国内精锡企业开工率



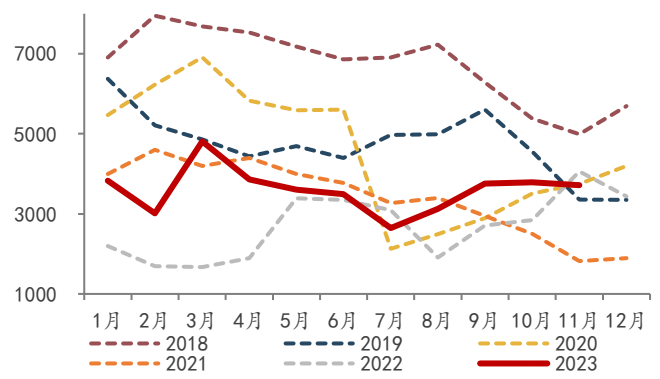
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 22: 精炼锡社会库存 (吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 23: 精炼锡企业库存 (吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 24: 全球精锡供给端测算

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球产量 (万吨)	32.70	37.94	38.03	36.74	37.96	39.46
产量增量 (万吨)	-2.70	5.24	0.09	-1.29	1.23	1.50
地区	公司	项目				
巴西	Auxico resources	Massangana		0.09	0.22	0.05
刚果金	Alphamin Resources	Bisie Mpama South		0.12	0.5	0.1
刚果金	AVZ	Manono			0.04	
中国	兴业银锡	银漫矿业		0.34	0.3	
秘鲁	Minsur	-		-0.49		
纳米比亚	AFRITIN	UIS		0.05	0.07	
缅甸	佶邦			-0.4	-0.4	0.8
摩洛哥	Kasbah Resources	Achmmach			0.2	0.25
哈萨克斯坦	TIN ONE	Syrymbet			0.3	0.3
印尼	-	-		-1		

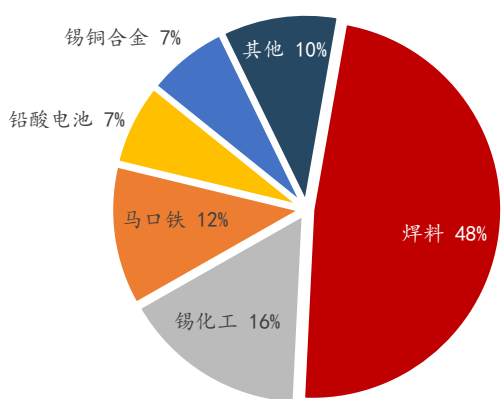
资料来源: ITA, SMM, Mysteel, 公司公告, 国联证券研究所

根据 ITA 及公司公告等,2023-2024 年全球锡矿新投产项目主要包括 Massangana 尾矿、Mpama South、UIS、Achmmach、Syrymbet 及银漫矿业技改项目等,同时考虑到新投产项目多处于产能爬坡期,所带来的供给增量有限。我们预计 2023-2025 年全球锡供给量分别为 36.74/37.96/39.46 万吨,分别同比-1.30/+1.23/+1.50 万吨。

### 2.1.2 需求端: 半导体筑底回暖, 光伏、新能源车高景气

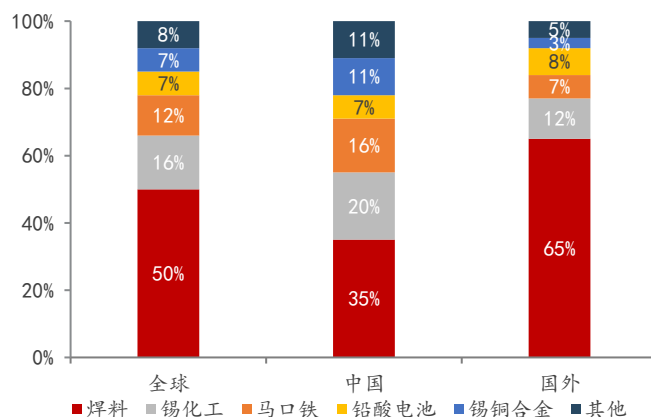
锡具有绿色、无毒、熔点低、导电性好等独特金属性质,应用领域和需求前景广阔。锡终端应用领域主要包括家电、消费电子、汽车电子、芯片、化工、马口铁等领域。根据 ITA, 2022 年全球锡消费结构中,锡焊料/锡化工/马口铁/铅酸电池/锡铜合金占比分别为 50%/16%/12%/7%/7%;锡焊料消费结构中,智能设备/家电/汽车电子/光伏焊带占比分别为 33%/27%/20%/11%。

图表 25: 2023E 全球锡消费结构



资料来源: SMM, 国联证券研究所

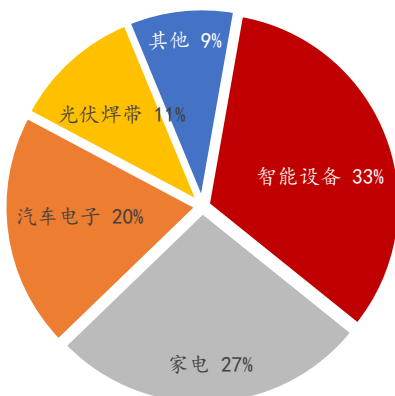
图表 26: 2022 年全球/中国/国外锡消费结构



资料来源: ITA, 国联证券研究所

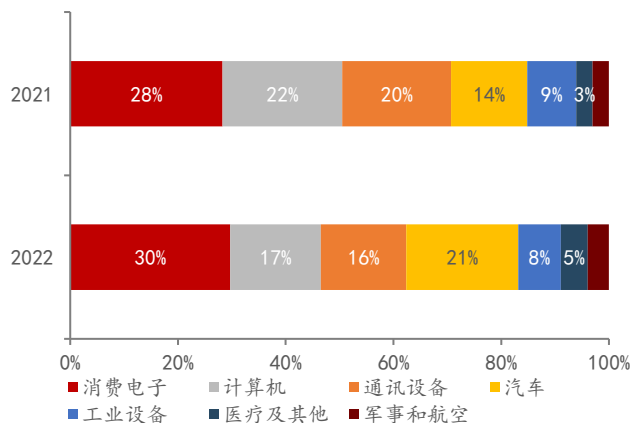
2023 年以来,传统消费电子焊料用锡需求受制于 3C 电子等消费板块去库周期,总体呈现弱复苏。但随着近年来全球物联网建设发展以及能源结构调整,新能源领域中如光伏焊带用锡、新能源车用锡等需求仍保持较高增速。此外,在 AI 算力提升等相关领域发展带动下,需要大量的硬件设备给予算力支持,算力用锡需求也有望被激发,锡需求有望边际改善。

图表 27: 2023E 全球锡焊料消费结构



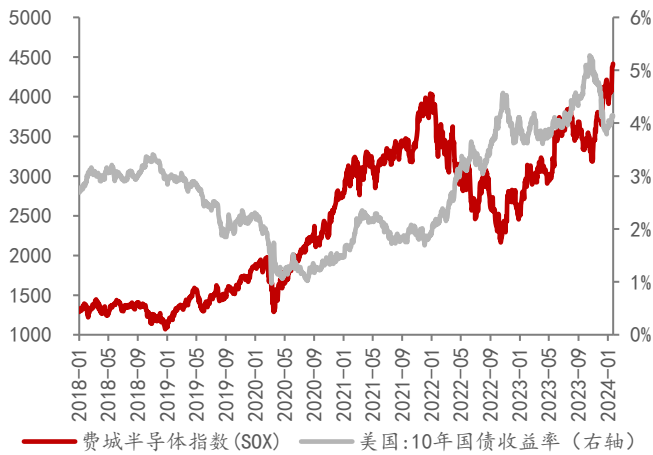
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 28: 2021-2022 年全球锡焊料应用领域



资料来源: ITA, 国联证券研究所

图表 29: 费城半导体指数/美国 10 年国债收益率



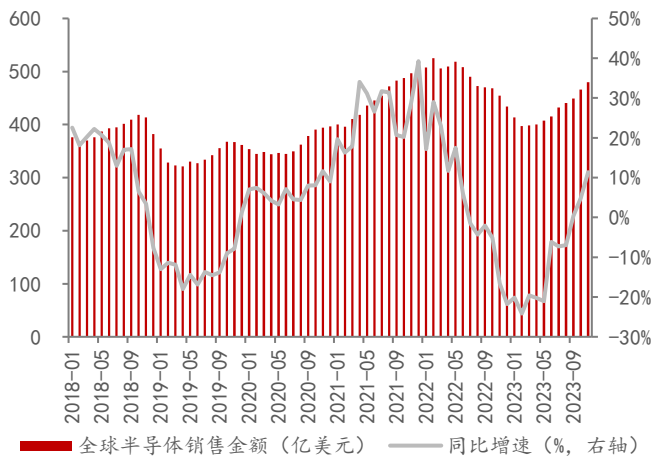
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 30: 中国台湾半导体电子指数



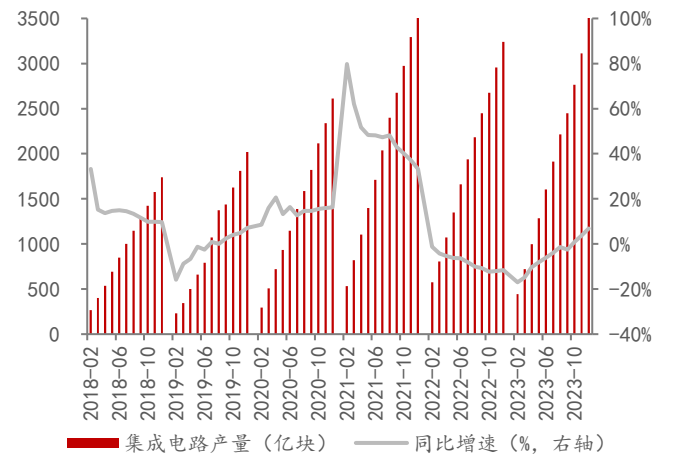
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 31: 全球半导体销售额及增速



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 32: 全国集成电路产量及增速



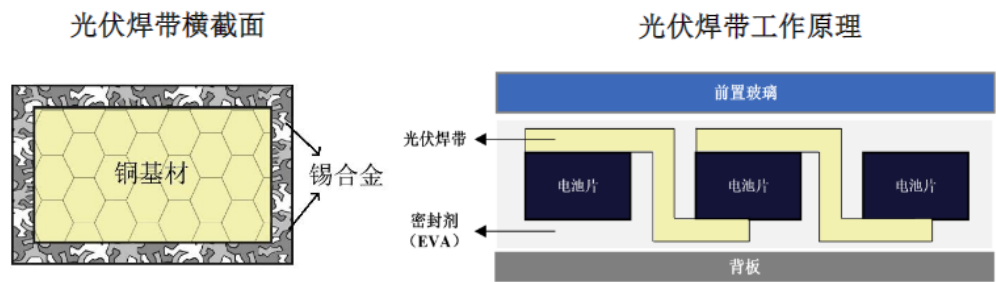
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

**全球半导体市场有望迎来复苏。**2023 年 10 月, 全球半导体市场实现销售金额 466.2 亿美元, 同比下降 0.7%, 降幅连续 5 个月收窄。根据 WSTS 预测, 2023 年全球半导体市场营收将同比下降 9.4%; 同时, 基于 2023 年 Q2、Q3 半导体行业整体好于原预期, 2024 年全球半导体市场将有望实现复苏, 预计 2024 年全球半导体市场营收规模将增长 13.1%。

**全球新增光伏装机量快速增长推动光伏焊带用锡量增加。**在能源转型的大背景下, 创建绿色低碳的发展模式已成为全球的普遍共识。根据 TrendForce 预测, 2023 年全球光伏新增装机量将达到 414 (中性)/464 (乐观) GW, 同比增长 60.1%/72.4%。

光伏焊带是光伏组件的重要组成部分, 应用于光伏电池片的串联或并联, 发挥导电聚电的重要作用, 以提升光伏组件的输出电压和功率。光伏焊带的基材为铜材, 表面涂层为锡合金。锡合金层的主要作用是让光伏焊带满足可焊性, 并且将光伏焊带牢固地焊接在电池片的主栅线上, 以起到电流导流作用。

图表 33：光伏焊带工作原理图示



资料来源：宇邦新材招股说明书，国联证券研究所

以 1GW 光伏组件对应 550 吨光伏焊带、1 吨光伏焊带耗用锡合金 0.17 吨，且锡合金含锡量为 63%为测算依据，我们预计 2023-2025 年光伏焊带用锡量分别为 2.95/3.31/3.68 万吨，分别同比增加 1.25/0.37/0.37 万吨。

图表 34：全球光伏领域用锡量测算表

单位：GW，万吨	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
新增光伏装机量	115	130	170	230	400	450	500
容配比				1.25:1			
光伏组件产量	143.8	162.5	212.5	287.5	500.0	562.5	625.0
光伏焊带需求量	7.91	8.94	11.69	15.81	27.50	30.94	34.38
光伏焊带用锡量	0.85	0.96	1.25	1.69	2.95	3.31	3.68

资料来源：TrendForce，宇邦新材招股说明书，一种光伏焊带用锡铅基低熔点钎料合金及其制备方法（张敏，慕二龙，许桓瑞，等.），国联证券研究所

**新能源汽车渗透率提升，拉动汽车领域用锡量增长。**锡主要用于新能源汽车电器元件中的 PCB 电路板制作，新能源汽车用锡量高于传统燃油汽车。根据 ITA，纯电动汽车单车用锡量约为 1 kg，而传统燃油汽车用锡量约为 0.5 kg，同时，我们假设插混电动汽车单车用锡量为 0.75 kg，介于纯电动与燃油汽车用锡量之间。我们预计 2023-2025 年全球汽车领域用锡量分别为 5.26/5.55/5.90 万吨，分别同比增加 0.57/0.30/0.34 万吨。

图表 35：全球汽车领域用锡量测算表（万吨）

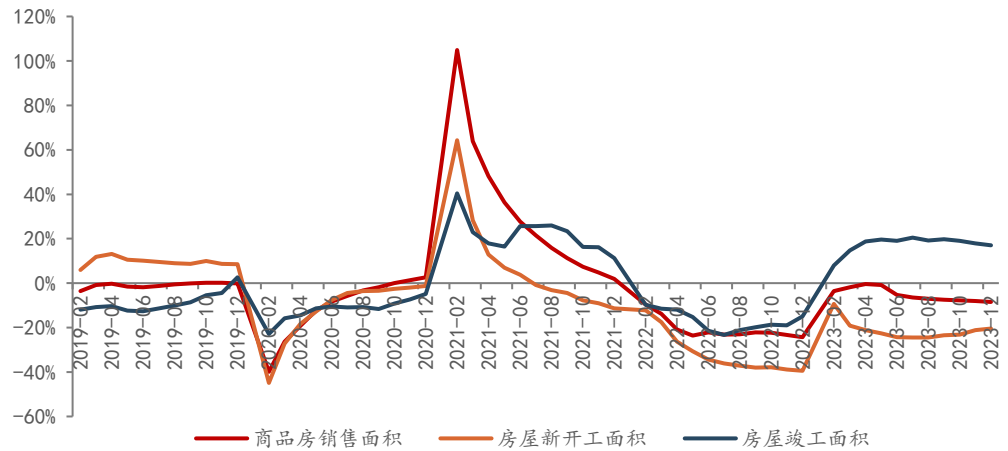
单位：万辆、万吨	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
插混电动汽车	58	97	190	290	336	389	450
用锡量	0.04	0.07	0.14	0.22	0.25	0.29	0.34
纯电动汽车	150	200	460	730	948	1232	1600
用锡量	0.15	0.20	0.46	0.73	0.95	1.23	1.60
燃油汽车	8971	7465	7365	7482	8116	8062	7922
用锡量	4.49	3.73	3.68	3.74	4.06	4.03	3.96
汽车用锡量合计	4.68	4.01	4.28	4.69	5.26	5.55	5.90

资料来源：IEA，marklines，ITA，iFinD，国联证券研究所

锡在化工领域的应用主要分为有机锡和无机锡，有机锡主要应用于 PVC，无机锡主要应用于电镀、玻璃喷涂等领域；锡化工需求与下游房地产行业关系较为密切。

2023 年以来，房地产政策端持续放松，房地产基本面筑底回暖可期，有望促进锡化工领域需求修复。

图表 36：全国商品房销售面积/新开工面积/竣工面积增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 37：全球锡需求端测算（万吨）

单位：万吨	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>焊料</b>	19.09	18.85	19.26	21.22	22.54
消费电子/计算机/通讯设备用锡	13.36	11.87	10.76	12.15	12.76
光伏焊带用锡	1.25	1.69	2.95	3.31	3.68
汽车用锡	4.28	4.69	5.26	5.55	5.90
其他焊料	0.19	0.59	0.30	0.20	0.20
<b>锡化工</b>	6.62	6.03	5.92	5.92	5.92
马口铁	4.67	4.52	4.44	4.44	4.44
铅酸电池	2.73	2.64	2.59	2.59	2.59
锡铜合金	2.73	2.64	2.59	2.59	2.59
其他	3.12	3.02	2.20	2.00	2.00
<b>合计</b>	38.95	37.69	37.00	38.76	40.08

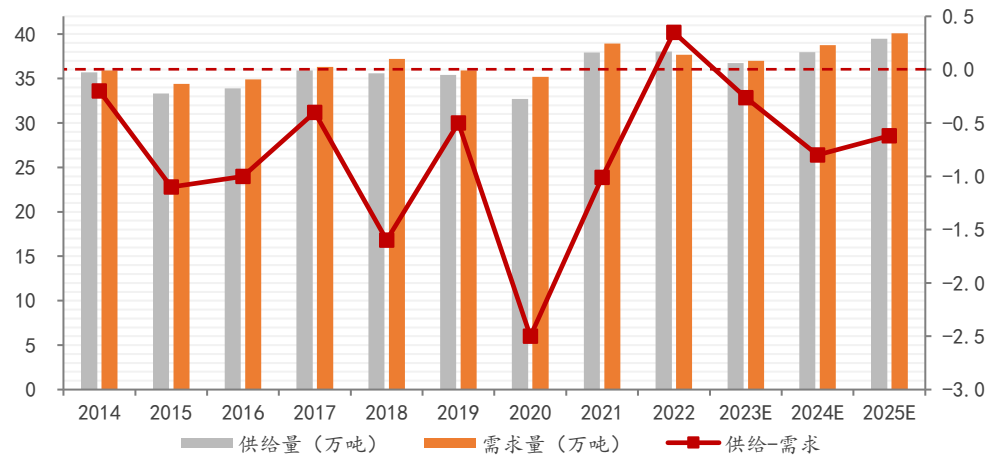
资料来源：IEA, marklines, ITA, TrendForce, 宇邦新材招股说明书, SMM, WSTS, iFinD, 国联证券研究所

### 2.1.3 供不应求或将延续，锡价重心上移可期

我们预计 2023-2025 年全球锡供给量分别为 36.74/37.96/39.46 万吨，同比-1.30/+1.23/+1.50 万吨；全球锡需求量分别为 37.00/38.76/40.08 万吨，同比-0.69/+1.76/+1.32 万吨；供需缺口分别为-0.26/-0.80/-0.62 万吨。2024 年，需求在半导体、光伏、新能源车等多重催化下有望提升，而供给因缅甸佤邦复产仍具不确定性及全球新投产项目多处于产能爬坡期，预计供给增量有限，供需缺口扩大。



图表 38：2014-2025E 全球锡供给/需求量（万吨）



资料来源：IEA, marklines, ITA, TrendForce, 宇邦新材招股说明书, SMM, WSTS, Mysteel, iFinD, 国联证券研究所

2023年初,美联储加息虽有所缓和,但全球经济恢复度较弱甚至衰退风险增加,国内消费修复不及预期,导致锡价冲高回落至上半年低点。进入2023年Q2,在美元指数回落及流动性收紧放缓预期背景下,4月主要产锡国公布限产计划,并于5月进一步确认禁矿政策,使得锡矿供应产生较大的收缩预期,锡价从底部震荡回升,沪锡价格突破20万元/吨并逐步企稳。2023年8月中旬以来,缅甸佤邦出口至中国锡矿大幅减少,我们预期国内锡矿供应在年底将逐渐偏紧,且下游消费需求在8月后温和复苏,两者对锡价提供部分支撑作用;而同期沪伦比值大幅提升,国内锡锭进口盈利窗口持续开启,进口锡锭补充至国内锡市供应,也限制锡价大幅上行空间,锡价总体横盘震荡。

图表 39：锡价格走势分析



资料来源：iFinD, SMM, 国联证券研究所

图表 40: LME/SHFE 锡库存 (吨)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

传统主产区矿山品位下降叠加能源成本上升,锡矿开采成本中枢逐步上移。根据 ITA, 2022 年全球锡矿完全成本的 90%/75%/50%分位分别为 2.56/2.26/1.56 万美元/吨; ITA 预计 2027 年锡矿完全成本的 90%分位将上升至 3.38 万美元/吨, 2030 年进一步上升至 6.85 万美元/吨。我们认为 2024 年在需求端多点开花而供给端增量有限,供给缺口扩大的格局下,锡价中枢有望抬升。

图表 41: 2010-2030 年全球锡矿现金/完全成本 (美元/吨)

		2010	2020	2022	2030
现金成本	50 分位	7201	10728	11418	16625
	75 分位	13353	16761	18534	23964
	90 分位	19805	19539	23171	36290
完全成本	50 分位	10189	14338	15562	22158
	75 分位	17305	19783	22634	31408
	90 分位	23165	23500	25581	53974
现金成本 (2022 年实际)	50 分位	5329	9334	11418	21114
	75 分位	9881	14582	18534	30434
	90 分位	14655	16999	23171	46089
完全成本 (2022 年实际)	50 分位	7540	12474	15562	28141
	75 分位	12806	17211	22634	39888
	90 分位	17142	20445	25581	68547
美国通货膨胀指数		0.74	0.87	1.00	1.27

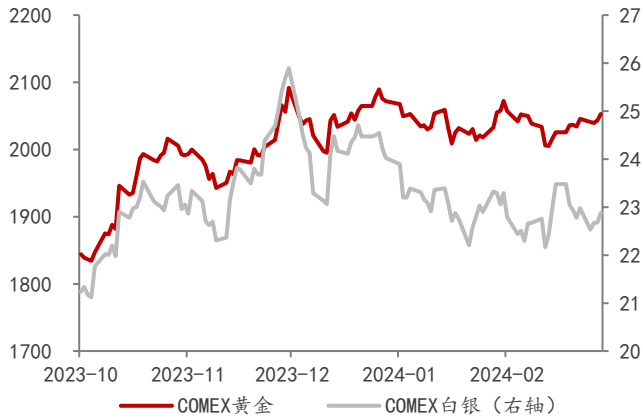
资料来源: ITA, Alphamin Resources, 国联证券研究所

## 2.2 白银: 金银比存回归空间, 价格具备向上弹性

金银表现疲弱, 白银跌幅更大。受强劲美国经济数据特别是 1 月 CPI 超预期的影响, 市场预期美联储首次降息的时点可能推迟至 6 月, 美元指数与美债收益率齐反弹, 压制金银价格。白银与黄金同属贵金属, 一方面跟随金价下跌, 另一方面由于美联储紧缩货币政策可能持续更长时间, 加大经济放缓压力, 从而抑制白银需求。

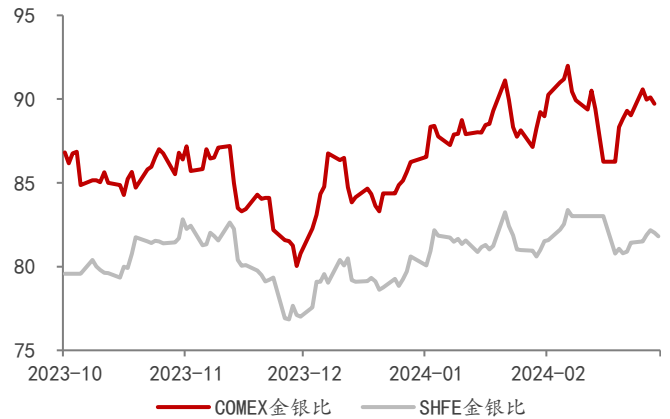
白银相对更弱，驱动金银比持续走高。2023年12月以来，金银双双下跌。白银跌幅大于黄金，从而驱动金银比持续走高。COMEX黄金/白银期货主力合约自80.8最高上行至92.0，上海期货交易所SHFE黄金/白银期货主力合约自77.0最高上行至83.4（2024/2/7）。截至2024/3/1收盘，两者分别为89.7/81.8，仍持续高位运行。

图表 42：2023 年 12 月以来金银价格走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，国联证券研究所

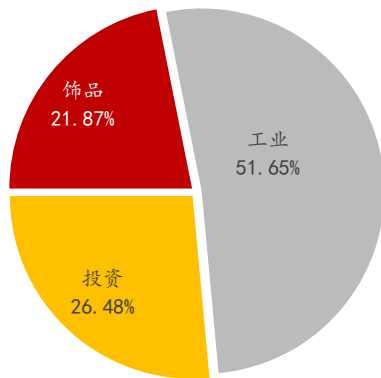
图表 43：2023 年 12 月以来国内外金银比价走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

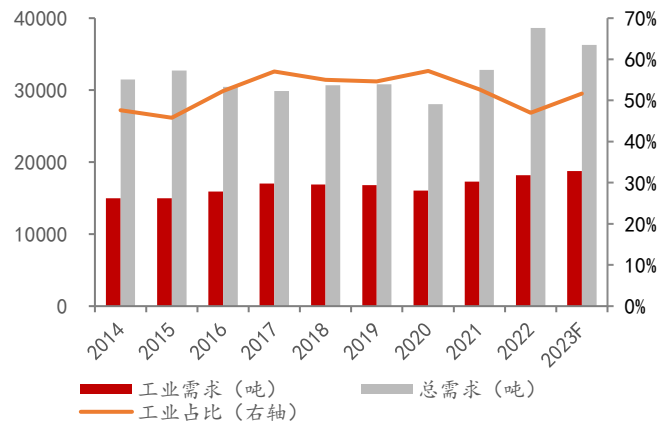
白银具有良好的导电导热性能、良好的柔韧性、延展性和反射性等，主要应用于电子电气、摄影、太阳能、医学等领域以及首饰、银器和银币的制作。白银的多功能性使得它在大多数行业中的应用不可替代，特别是需要高可靠性、更高精度和安全性的高技术行业。白银在电子行业中得到广泛应用，尤其在导体、开关、触点和保险丝上。白银还可用于厚膜浆料，网孔状和结晶状的白银可以作为化学反应的催化剂。白银需求由饰品需求、工业需求与投资需求三大类构成。2023年，全球白银工业需求占比52%，投资用银需求26%，饰品需求22%。

图表 44：2023 年白银需求结构



资料来源：世界白银协会，国联证券研究所

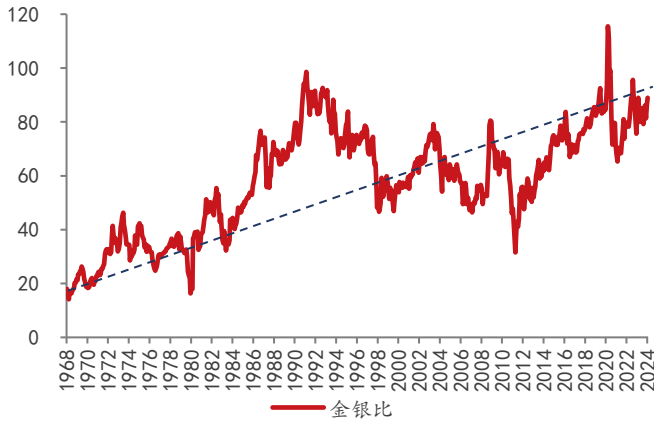
图表 45：白银工业需求占比均值超 50%



资料来源：世界白银协会，国联证券研究所

**金银比值中枢震荡上移。**复盘金银比值历史走势，基本可分为三个阶段。第一阶段：1968-1990年，金银比值上涨，主要驱动因素是中东地区战争引发的避险以及美联储为应对通胀采取的激进加息政策，使得白银表现弱于黄金；第二阶段：1991-2010年，金银比值下跌，主要驱动因素是全球经济增长以及国际金融危机之后美联储降息以及量化宽松等，白银表现强于黄金；第三阶段：2011-至今，金银比值上涨。主要驱动因素包括欧债危机、英国脱欧、中美贸易摩擦、新冠疫情等事件冲击，以及疫后美联储为应对通胀激进加息等，使得白银表现弱于黄金。

图表 46: 金银比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

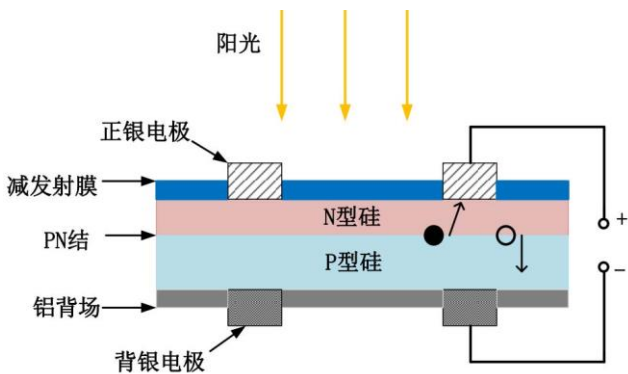
图表 47: 美国联邦基金利率 (%)



资料来源: 圣路易斯联储, 国联证券研究所

**光伏用银需求异军突起。**由于传统化石能源的不可再生性、易引发的环境污染以及气候变化等因素，可再生能源愈发受到各个国家的高度重视，太阳能光伏发电以其分布广泛、资源丰富为世界各国重点关注。光伏银浆是制备太阳能电池金属电极的核心材料。由硅片、钝化膜和金属电极组成，两端电极是通过丝网印刷工艺将光伏银浆分别印刷在硅片的两面，烘干后经过烧结而形成。目前电池银浆分为高温银浆和低温银浆两种。P型电池和 TOPCon 电池使用高温银浆，HJT 电池使用低温银浆。根据世界白银协会数据，2014-2023 年，全球光伏用银量 CAGR 达 14.3%，占白银总需求的比例也从 5% 上涨至 14%。根据集邦咨询预计，2024 年全球光伏新增装机量的中性预期为 474GW，同比增长 16%。

图表 48: 硅太阳能电池发电原理



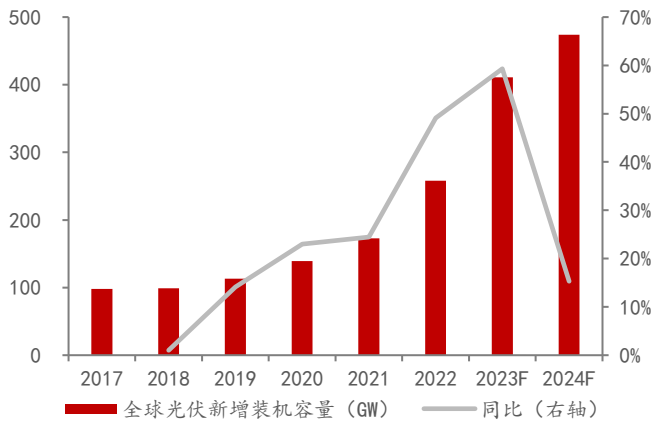
资料来源: 帝科股份招股书, 国联证券研究所

图表 49: 光伏用银量及占比



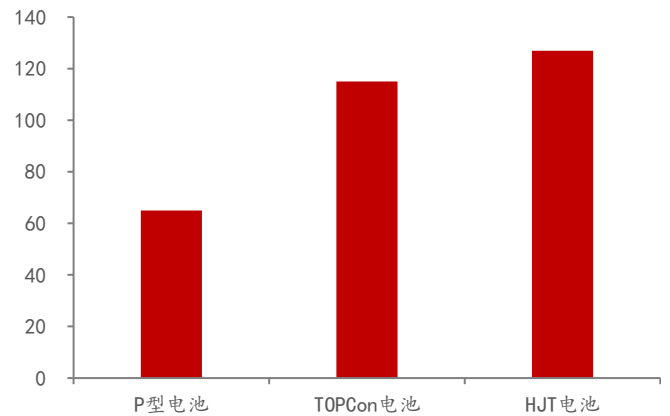
资料来源: 世界白银协会, 国联证券研究所

图表 50: 全球光伏装机容量预测



资料来源: 集邦咨询, 国联证券研究所

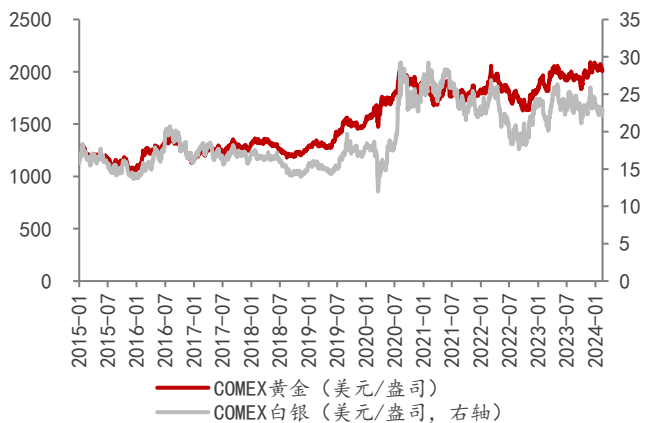
图表 51: 2022 年各技术路线电池的正银耗量 (mg/片)



资料来源: 中国光伏行业协会, 国联证券研究所

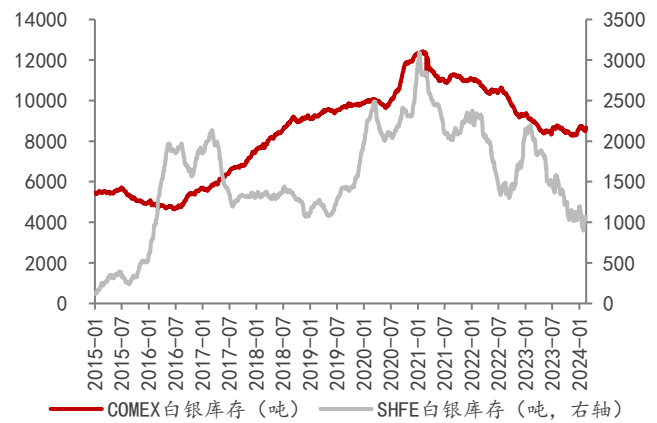
美联储降息周期银价具备更大向上弹性。白银由于其市场规模较小, 趋势上跟随黄金, 但价格波动更大。且自 2021 年来, 由于清洁能源行业的蓬勃发展, 拉动白银需求。国内外交易所白银库存持续下降, 从而为价格上涨提供弹性。

图表 52: COMEX 黄金/白银价格 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: COMEX/SHFE 白银库存 (吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2022 年来, 受美联储激进加息影响, 白银价格表现明显弱于黄金, 推动金银比上涨。随着海外主要经济体货币政策陆续进入降息周期, 清洁能源特别是光伏领域用银需求上涨, 行业低库存现状再加上当前金银比值处于高位, 我们认为, 白银价格存在补涨需求, 从而带动金银比阶段性回落。

### 3. 主力矿山增产预期强, 银漫矿业潜力大

#### 3.1 兴业集团重整启动, 最大做强上市公司

兴业银锡的大股东为兴业集团, 2019 年受银漫矿业事故和外部市场波动等因素影响, 兴业集团陷入流动性危机。2019 年 10 月, 赤峰中院裁定受理兴业集团破产重整。2020 年 7 月, 赤峰中院裁定兴业集团与其他两家公司以实质合并重整方式重整。2022 年 8 月, 赤峰中院批准了重整计划。至此, 兴业集团重整计划进入执行阶段。

根据重整方案, 兴业集团等三家公司负债包括: 职工债权 110.81 万元、税款债

权 195.89 万元、有财产担保债权 40.11 亿元、普通债权 94.44 亿元，偿还方式如下：

- 职工债权、税款债权由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式全额清偿
- 普通债权按如下方式清偿：(1) 50 万元及以下的部分按照 100% 比例由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式一次性清偿；(2) 超过 50 万元以上的债权部分通过取得信托计划的信托受益权份额获得清偿
- 有财产担保债权在担保财产评估价值范围内留债延期清偿：(1) 留债期限为 3 年，自重整计划获得法院批准之日（不含当日）起算；(2) 以有财产担保债权留债债权金额为本金，每年按比例偿还，第 1 年偿还 10%、第 2 年偿还 20%、第 3 年偿还 70%；(3) 留债期间利息以未偿留债债权金额为基数，留债利率按重整计划草案提交法院及债权人会议前最近一期 LPR+30% 确定

根据测算，2024-2025 年兴业集团需要偿还 9.76 亿元和 29.43 亿元。为了偿还债务，兴业集团在重整计划中表示，未来集团在做经营上需要做到：内部挖潜增效，盘活兴业集团存量资产，推进上市公司兴业银锡下属优质矿山达产达标，增加盈利能力；外部开拓新的利润增长点，积极实施海外并购，拓展海外业务，增加铜、金业务。兴业银锡作为兴业集团主要盈利资产，未来将受益于核心矿山盈利能力提升。

**图表 54：兴业集团偿还债务计划（亿元）**

	2022 年 8 月	2023 年 8 月	2024 年 8 月	2025 年 8 月
有财产担保债权余额	40.11	36.10	28.08	0.00
偿还比例		10%	20%	70%
偿还本金		4.01	8.02	28.08
LPR		3.70%	3.70%	3.70%
利率		4.81%	4.81%	4.81%
偿还利息		1.93	1.74	1.35
偿还本金和利息		5.94	9.76	29.43

资料来源：国联证券研究所预测

**图表 55：公司满产后的产量与 2022 年产量对比（吨）**

产品	2022 年产量	理论产量							
		合计	银漫矿业	融冠矿业	乾金达矿业	锡林矿业	荣邦矿业	锐能矿业	西藏黄金
铅	4667	29068	8900		13000		2068	5100	
锌	41408	113900	29800	40800	12000	15600	6000	9700	
锑									
铜		2320	1100		1000		220		
银	113	320	195		120			5.17	
金		1.4							1.4
锡	2758	1784	1784						
锡次	284								
铁	351795	498200		303700		194500			
铋		465				465			

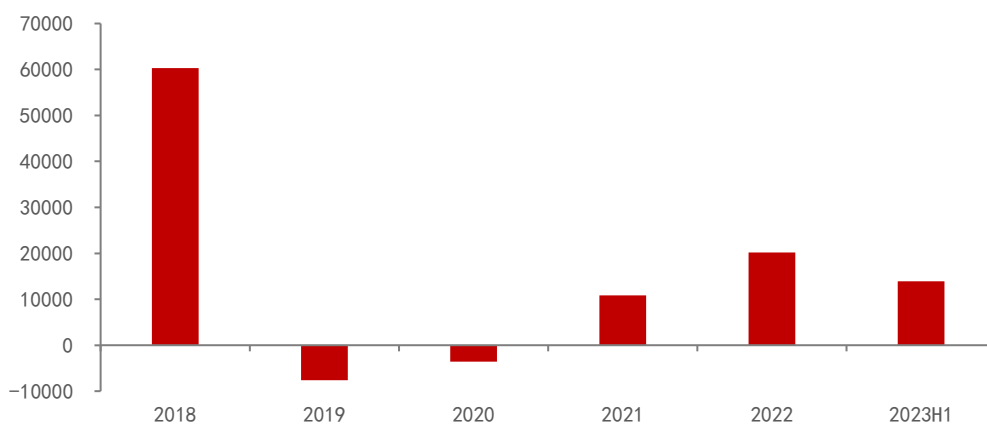
资料来源：公司公告，国联证券研究所

我们将公司各主力矿山评估报告中产量进行汇总，项目投产后，公司各金属产品理论产量：铅 2.91 万吨，锌 11.39 万吨，铜 0.23 万吨，银 320 吨，金 1.4 吨，锡 0.18 万吨，铁精粉 49.82 万吨，钼 465 吨。与公司各金属产品 2022 年实际产量相比，各金属产品理论增量：铅 2.44 万吨，锌 7.25 万吨，铜 0.23 万吨，银 207 吨，金 1 吨，铁精粉 14.64 万吨，钼 465 吨。

### 3.2 银漫矿业：一期技改完成，推进二期扩建

银漫矿业为公司主力矿山，一期矿石采选规模 165 万吨/年。2019 年受安全生产事故影响，盈利能力大幅下降。随着银漫矿业复产及技改完成，盈利能力出现改善，2023 年上半年银漫矿业实现净利润 1.39 亿元。

图表 56：18-23 年 H1 银漫矿业净利润（万元）



资料来源：公司年报及半年报，国联证券研究所

银漫矿业拥有白音查干东山锌铜铅锡银锌矿采矿权。截止 2022 年末，银漫矿业采矿许可证范围内保有资源量 (111b+122b+333)：矿石量 5868.86 万吨，其中：铅锌银矿石量 1598.98 万吨，锌金属量 48.90 万吨、平均品位 3.51%，铅金属量 14.03 万吨、平均品位 1.65%，银金属量 2339.19 吨、平均品位 181.75 克/吨；铜锡银锌矿石量 4269.88 万吨，锌金属量 21.66 万吨、平均品位 2.78%，银金属量 6259.66 吨、平均品位 195.37 克/吨，铜金属量 2.49 万吨、平均品位 0.52%，锡金属量 19.56 万吨、平均品位 0.74%。保有矿床伴生矿：铟金属量 988.32 吨、平均品位 16.84 克/吨，镉金属量 9390.17 吨、平均品位 0.016%，锑金属量 18.84 万吨、平均品位 0.321%，铅金属量 13.65 万吨、平均品位 0.319%。

根据《可研报告》，白音查干东山锌铜铅锡银锌矿分 I、III、IV 三个区共圈定 214 条矿体，一期主要由 III 区供矿，二期主要由 I、IV 区供矿。一期选矿分为铅锌系统和铜锡系统，铅锌系统的产品为铅精矿、锌精矿，银富集于铅精矿和锌精矿中，铜锡系统的产品为铜精矿、铅精矿、锌精矿、锡精矿，银富集于铜精矿、铅精矿、锌精矿中。根据采矿权评估报告，正常年份两个系统年产量分别为：铜金属 0.11 万吨，铅金属 0.89 万吨，锌金属 2.98 万吨，银金属 194.62 吨，锡金属 0.18 万吨。

**图表 57：正常年份（技改完成前）银漫矿业产量**

生产系统	采矿证规模	产品	产量	单位
铅锌	165 万吨/年	铅金属	0.75	万吨
		银金属	95.2	吨
		锌金属	2.2	万吨
铜锡		铜金属	0.11	万吨
		银金属	99.42	吨
		铅金属	0.14	万吨
		锌金属	0.78	万吨
	锡金属	0.1784	万吨	

资料来源：银漫矿业采矿权评估报告，国联证券研究所

2023 年 6 月，银漫矿业停产技改，技改的原因一方面与拟采矿山性质变化有关，另一方面是为了解决锡矿石回收率偏低的问题。银漫矿业自 2023 年起拟采矿石性质为富锡低硫型原矿，与以往所采浅部低锡高硫型难选矿石存在差异性，主要品种锡的品位将由 0.6%-0.7% 提升至 1%-1.2%，并通过“智能抛废-强化分级-优先选硫-分级重选-高效脱泥-微细粒机柱联合”工艺提升选矿回收率。技改完成后，银漫矿业锡的回收率将由 50% 提高到 60%，未来将逐步提高至 70%。通过技改，可以提高银漫矿业锡的入选品位和回收率，提高锡金属产量。

**图表 58：技改完成后银漫矿业产量**

产品	单位	2021 年	2022 年	2023 年分季度各金属预计产量（本次技改后）				
				Q1	Q2	Q3	Q4	小计
锌金属	吨	4,912	6,814	2,307	2,558	2,482	3,319	10,666
银金属	吨	68	118	30	32	28	42	132
铅金属	吨	1,068	1,358	559	542	630	469	2,200
铜金属	吨	946	1,869	404	274	309	970	1,957
锑金属	吨	248	860	341	426	503	352	1,622
锡金属	吨	1,161	2,758	555	738	1,276	3,583	6,152
锡次金属	吨	311	284	61	81	264	237	643

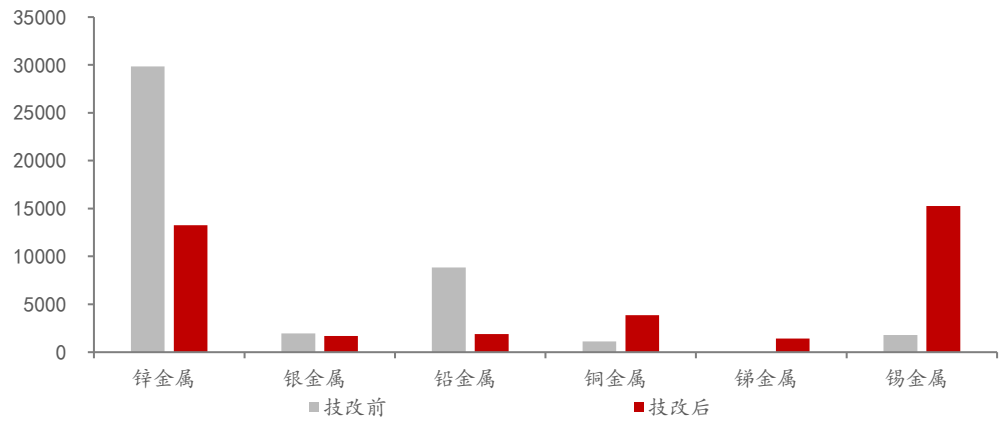
资料来源：公司公告，国联证券研究所

根据公司投资者纪要披露（2023-7-14），银漫矿业 2023 年 Q4 金属产量是未来几年常态化产量。我们将 2023 年 Q4 银漫矿业单季度产量进行年化，并与技改前产量对比后发现，锡金属产量大幅提升。

根据公司投资者纪要披露（2023-6-14），银漫二期可行性研究已经专家评审通过，预计投入资金 18 亿左右，目前正在办理自治区立项手续。银漫一期选厂规模 5000t/d，铜锡系统和铅锌系统可以调换使用，也可以全部处理铜锡矿石；银漫二期选厂计划主要处理铅锌矿石。因此，银漫二期投产后可以进一步提升金属产量。



图表 59：银漫矿业技改前后产量对比（吨，百公斤）



资料来源：公司公告，国联证券研究所  
注：银单位为百公斤，其他为吨

### 3.3 乾金达矿业：高品位铅锌银矿山，采区二期提升产量

乾金达矿业拥有正镶白旗东胡银多金属矿采矿权，生产规模为 30 万吨/年。截止 2022 年末，乾金达矿业采矿许可证范围内保有资源量（111b+122b+333）：主矿产铅锌矿石量 257.68 万吨，铅金属量 14.52 万吨、铅平均品位 5.63%，锌金属量 13.97 万吨、锌平均品位 5.42%。共生矿产银矿石量 165.16 万吨，银金属量 616.27 吨、银平均品位 373.14 克/吨；共生矿产铜矿石量 76.71 万吨，铜金属量 5178.45 吨、铜平均品位 0.68%；伴生矿产银矿石量 91.37 万吨，银金属量 22.44 吨、银平均品位 24.56 克/吨；伴生矿产铜矿石量 90.24 万吨，铜金属量 807.34 吨、铜平均品位 0.09%。根据探矿权评估报告，正常年份年产量：银 92 吨，锌金属 1.36 万吨，铜金属 535 吨，铅金属 1.74 万吨。由于该评估报告为探矿权评估报告，与实际产量略有差异。根据公司投资者平台回复（2021-5-18），乾金达矿业达产后年产量：银 120 吨，锌金属 1.2 万吨，铜金属 1000 吨，铅金属 1.3 万吨。

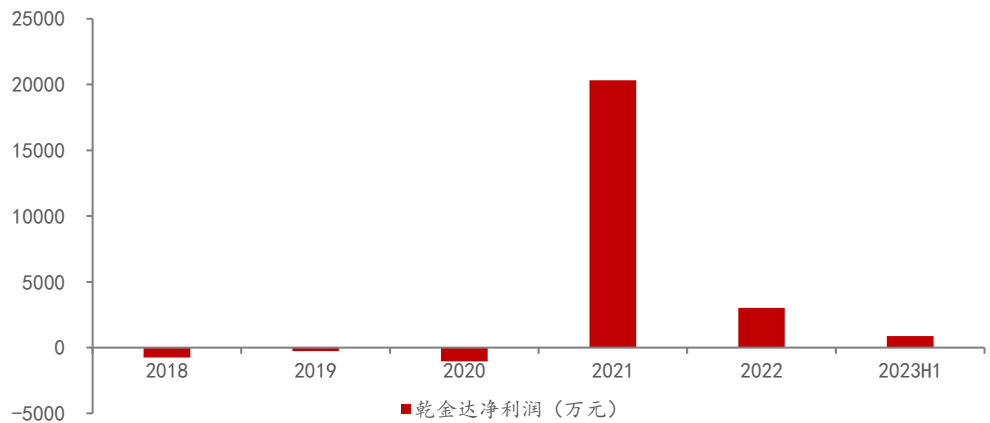
图表 60：探矿权评估报告中乾金达矿业达产后产量

采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
30 万吨/年	铜金属	0.05346	万吨	12%	66%	13.49%
	银金属	7.26	吨		7.19%	1625 g/t
	铅金属	1.74	万吨		91%	56.50%
	银金属	77.08	吨		76.35%	2210 g/t
	锌金属	1.36	万吨		88%	53%
	银金属	7.68	吨		7.61%	218.54 g/t

资料来源：乾金达矿业探矿权评估报告，国联证券研究所

乾金达矿山的特点是资源禀赋好，矿石平均品位高，主矿产铅+锌品位 11.05%、共生矿银品位 373.14 克/吨，为国内不可多得的高品位矿山。2021 年乾金达实现营业收入 4.29 亿元，净利润 2.03 亿元、净利率 47.3%。2022-2023 年受采区二期建设影响，矿石采储量不足，对产量和利润产生影响。根据公司投资者调研纪要（2023-6-14），乾金达已于 2023 年 Q2 达产，2024 年有望满产运行。我们预计，随着采区二期项目建设的完成，产量和盈利能力都会恢复。

图表 61：乾金达 18 年-23 年 H1 盈利情况



资料来源：公司年报及半年报，国联证券研究所

### 3.4 锡林和融冠矿业：铁锌业务主体，盈利能力相对稳定

锡林矿业拥有内蒙古自治区东乌旗朝不楞矿区多金属矿，生产规模为 72 万吨/年，产品为铁精粉、锌精粉和铋精粉。截止 2022 年末，锡林矿业采矿许可证范围内保有资源量 (122b+333)：矿石量 1019.47 万吨，锌金属量 22.44 万吨，锌平均品位 2.20%；铁金属量 292.89 万吨，铁平均品位 28.73%。根据采矿权评估报告，正常年份产量：铁精粉 19.45 万吨、锌金属 1.56 万吨、铋金属 465 吨。

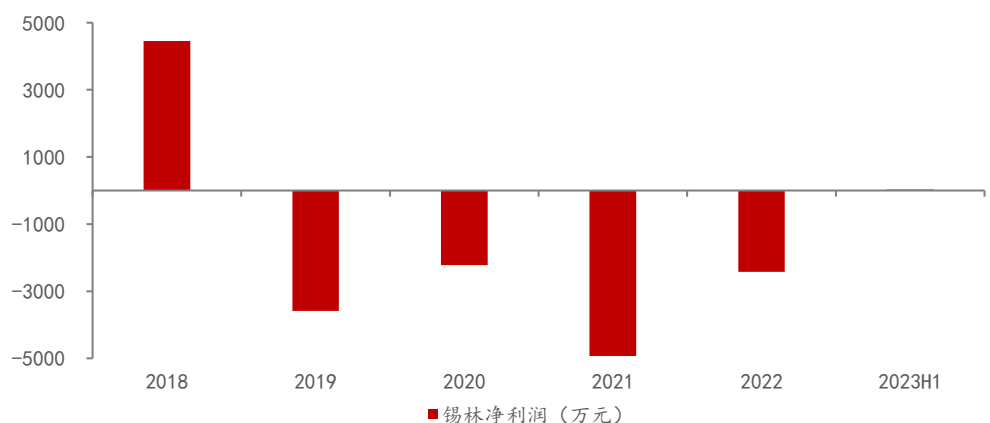
图表 62：正常年份锡林矿业产量

采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
72 万吨/年	铁精粉	19.45	万吨	8%	61%	65%
	锌金属	1.56	万吨	8%	88%	49%
	铋金属	465	吨	8%	58%	15%

资料来源：锡林矿业采矿权评估报告，国联证券研究所

自 2019 年以来，锡林矿业一直处于亏损中，亏损的原因与采矿充填有关。随着部分采场充填工程的完成，公司开始对已达到可开采状态的高品位矿石进行开采。2023 年上半年，公司净利润同比增加 0.13 亿元并实现盈利。

图表 63：锡林矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况



资料来源：公司年报及半年报，国联证券研究所

融冠矿业拥有内蒙古自治区东乌珠穆沁旗查干敖包矿区铁锌矿，生产规模为 135 万吨/年，产品为铁精粉和锌精矿。截止 2022 年末，融冠矿业采矿许可证范围内保有资源量(122b+333): 矿石量 1173.10 万吨，锌金属量 52.39 万吨、锌平均品位 5.42%，铁金属量 314.8 万吨、铁平均品位 29.86%。保有伴生银金属量 92.32 吨，伴生铜金属量 83.34 吨。根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铁精粉 30.37 万吨、锌金属 4.08 万吨。

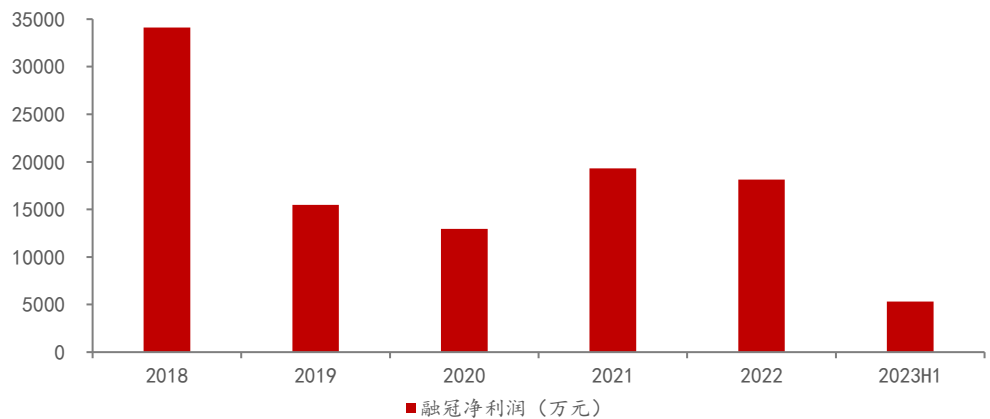
图表 64：正常年份融冠矿业产量

采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
135 万吨/年	铁精粉	30.37	万吨	10%	53%	64%
	锌金属	4.08	万吨	10%	77%	53%

资料来源：融冠矿业采矿权评估报告，国联证券研究所

融冠矿业是公司主力矿山，尤其在银漫矿业事故后，融冠矿业一直是公司主要的利润来源之一。受矿体向深部开采导致的成本增加影响，2023 年上半年融冠矿业净利润同比减少 0.42 亿元。

图表 65：融冠矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况



资料来源：公司年报及半年报，国联证券研究所

### 3.5 荣邦和锐能矿业：选厂技改完工，矿山投产在即

荣邦矿业拥有克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿采矿权，生产规模 30 万吨/年，主要产品为锌、铅、铜、银。截止 2022 年末，荣邦矿业采矿许可证范围内保有资源量 (111b 或 121b+122b+332+333): 矿石量 1060.71 万吨，其中银矿石量 128.52 万吨，银金属量 147.25 吨，银品位 110.99 克/吨；铅矿石量 323.65 万吨，铅金属量 3.82 万吨，铅品位 1.17%；锌矿石量 871.23 万吨，锌金属量 13.98 万吨，锌品位 1.65%；铜矿石量 128.39 万吨，铜金属量 8382.63 吨，铜品位 0.62%；保有伴生推断矿石量 (伴) 金属量：铅 8442.48 吨、锌 5333.43 吨、银 379.06 吨、铜 1502.08 吨、金 166.07 吨，平均品位铅 0.33%、锌 0.68%、银 43.56 克/吨、铜 0.22%、金 0.19 克/吨。根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铜金属 0.02 万吨、铅金属 0.21 万吨、锌金属 0.6 万吨。

**图表 66：正常年份荣邦矿业产量**

生产系统	采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
铅锌	30 万吨/年	铅金属	0.16	万吨	10%	71%	55%
		锌金属	0.33	万吨		79%	48%
铜金属		0.022	万吨	49%		24%	
铅金属		0.0468	万吨	65%		40%	
锌金属		0.27	万吨	78.50%		45%	

资料来源：荣邦矿业采矿权评估报告，国联证券研究所

根据《荣邦矿业克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌 60 万吨选尾扩建项目社会稳定风险评估公示公告》，荣邦矿业选厂建设规模将由原立项年处理矿量 30 万吨/年扩建为 60 万吨/年，矿石来源为荣邦矿业自有 30 万吨矿石、外购锐能矿业 30 万吨矿石，项目建设周期为 2022 年 4 月-2025 年 12 月。根据公司投资者平台回复(2022-9-2)，2022 年荣邦矿业选厂技改后规模已从 30 万吨增至 45 万吨。

荣邦矿业 2023 年上半年度净利润同比增加 0.14 亿元，主要原因：1、选矿处理量由 30 万吨/年增加至 45 万吨/年，产量同比增加；2、荣邦矿业于 2023 年 1 月取得深部中段安全生产许可证，深部中段矿石金属品位较高，矿石入选品位同比提高。我们认为，荣邦矿业技改完成及深部矿石入选品位提升有助于提升产量和盈利能力。

锐能矿业持有的翁牛特旗大座子山铅锌矿采矿权，生产规模 30 万吨/年，主要产品包括锌、铅、银。该矿权临近荣邦矿业旗下克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿，有利于公司对该地区进行整装勘查与开采。截止 2022 年末，锐能矿业采矿许可证范围内保有资源量(122b+333)保有资源量 462.58 万吨，铅金属量 9.89 万吨、铅平均品位 2.13%，锌金属量 17.83 万吨、锌平均品位 3.85%，伴生银金属量 131.83 吨、银平均品位 28.50 克/吨。根据采矿权评估报告，正常年份年产量：铅金属量 0.51 万吨、锌金属量 0.97 万吨、银金属量 5.17 吨。

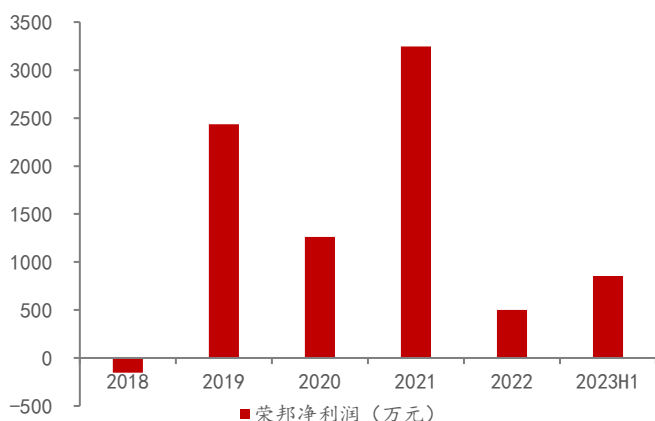
**图表 67：正常年份锐能矿业产量**

采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
30 万吨/年	铅金属	0.51	万吨	8%	87%	63%
	银金属	5.17	吨		65%	627.86 g/t
	锌金属	0.97	万吨		91%	50%

资料来源：锐能矿业采矿权评估报告，国联证券研究所

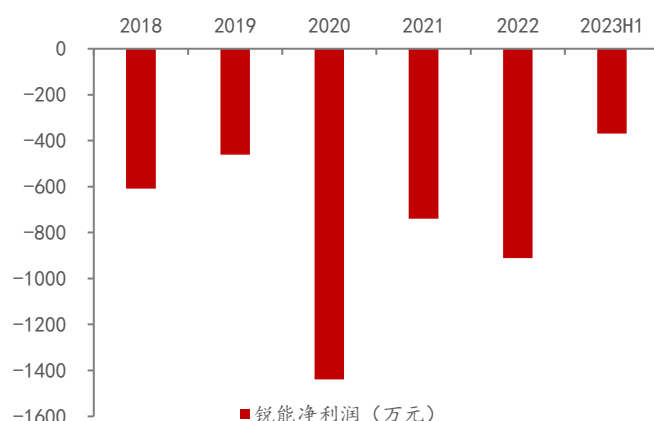
根据公司 2023 年半年报，锐能矿业已于 2023 年 3 月 10 日取得安全生产许可证，目前正在积极推进环境保护竣工验收工作。我们认为，未来锐能矿业的投产有利于增加金属产量，提升盈利能力。

图表 68: 荣邦矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况



资料来源: 公司年报及半年报, 国联证券研究所

图表 69: 锐能矿业 18 年-23 年 H1 盈利情况



资料来源: 公司年报及半年报, 国联证券研究所

### 3.6 西藏黄金: 与地方政府战略合作, 复产和技改提升产量

2023 年 4 月 29 日, 公司以 2.8 亿元收购西藏博盛矿业 70% 股权, 并于 2023 年 10 月 19 日更名为西藏兴业黄金 (简称: 西藏黄金)。西藏黄金是当地为数不多的拥有金矿采矿权证的企业之一, 同时拥有配套选厂和尾矿库, 具备成熟的生产条件。收购时西藏黄金处于停产中, 根据加查县应急管理局下发的《加查县应急管理局关于西藏兴业黄金复工复产的批复》, 同意西藏黄金自 2023 年 11 月 24 日开始复工。

2023 年 11 月 27 日公司与西藏山南市人民政府签订战略合作协议, 山南市人民政府将支持西藏黄金对山南市相关金矿资源进行整合, 并积极协调公司在当地矿山建设和开发过程中的行政许可及证照办理。

西藏黄金拥有西藏加查县邦布矿区岩金矿采矿权, 生产规模 15 万吨/年。根据西藏自治区国土资源厅 2017 年 6 月出具的储量备案证明, 采矿许可证范围内保有资源储量 (122b+332+333) 342.96 万吨, Au 金属总量 22.43 吨, 平均品位 6.54 克/吨。西藏黄金于 2014 年 6 月 8 日向西藏自治区国土资源厅申请扩大矿区范围及增加生产规模, 矿山生产规模由 15 万吨/年变更为 30 万吨/年。根据采矿权评估报告, 正常年份年产量 (按年处理矿石 30 万吨计算) 为黄金 1.53 吨, 单位总成本费用 557.52 元/吨原矿, 投产后每年可以实现利润总额 2.32 亿元 (金价选取 2015 年 1 月-2022 年 12 月国标 2#99.95 金价 314.36 元/克)。

图表 70: 正常年份西藏黄金产量

生产系统	采矿证规模	产品	产量	单位	贫化率	选矿回收率	精矿品位
重选	30 万吨/年	金金属	0.76253	吨	20%	47%	6227.5 g/t
浮选		金金属	0.77064	吨			

资料来源: 西藏黄金采矿权及探矿权评估报告, 国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

1) 价格: 我们预计 2023-2025 年国内主要金属均价 (含税): 锌 21505 元/21000 元/22000 元/吨, 铁 813 元/850 元/860 元/吨, 铋 55980 元/55000 元/55000 元/吨, 铅 15613 元/15600 元/15800 元/吨, 银 5562 元/5700 元/5700 元/公斤, 锡 21.27 万元/22.5 万元/23 万元/吨

2) 成本: 我们预计 2023-2025 年公司主要产品生产成本 (不含税): 锌 9188 元/9188 元/9188 元/吨, 铁 328 元/328 元/328 元/吨, 铋 25575 元/25575 元/25575 元/吨, 铅 30247 元/30247 元/30247 元/吨, 含铅银精粉 2888 元/2888 元/2888 元/公斤, 含铜银精粉 1968 元/1968 元/1968 元/公斤, 锡 7.22 万元/5.78 万元/5.78 万元/吨, 低品位锡 2.48 万元/1.99 万元/1.99 万元/吨

3) 销量: 我们预计 2023-2025 年公司主要产品销量: 锌 5.4 万吨/5.66 万吨/5.66 万吨, 铁 35.04 万吨/35.95 万吨/35.95 万吨, 铋 135 吨/260 吨/260 吨, 铅 1.54 万吨/1.93 万吨/1.93 万吨, 银 (含铅精粉+含铜精粉) 191 吨/233 吨/284 吨, 锡 (锡+低品位锡) 0.77 万吨/1.15 万吨/1.15 万吨

图表 71: 公司 23-25 年单价、单位成本、销量假设

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
金属价格 (元/吨, 元/公斤)						
锌精粉	18,299	22,426	24,772	21,505	21,000	22,000
铁精粉	710	1,028	824	813	850	860
铋精粉	36,758	45,825	46,139	55,980	55,000	55,000
铅精粉	14,857	15,358	15,222	15,613	15,600	15,800
银精粉	4,670	5,208	4,717	5,562	5,700	5,700
锡精粉	141,017	226,309	249,882	212,688	225,000	230,000
单位生产成本 (元/吨, 元/公斤)						
锌精粉	5,443	7,261	9,188	9,188	9,188	9,188
铁精粉	312	425	328	328	328	328
铋精粉		25,575		25,575	25,575	25,575
铅精粉	10,524	16,305	30,247	30,247	30,247	30,247
含铅银精粉	3,578	3,708	2,888	2,888	2,888	2,888
含铜银精粉	1,060	4,098	1,968	1,968	1,968	1,968
锡精粉	54,744	91,412	103,177	72,224	57,779	57,779
低品位锡精粉	28,674	35,481	35,467	24,827	19,861	19,861
销量 (吨, 公斤)						
锌精粉	35,812	39,746	46,061	54,034	56,604	56,604
铁精粉	427,127	321,456	316,977	350,430	359,538	359,538
铋精粉		396		135	260	260
铅精粉	1,310	11,139	5,596	15,369	19,296	19,296
含铅银精粉	2,288	15,745	25,495	51,532	62,840	76,610
含铜银精粉	27,497	71,193	67,694	139,328	169,900	207,130
锡精粉	787	1,344	2,261	5,923	11,286	11,286
低品位锡精粉	259	432	277	1,818	243	243

资料来源: 公司年报, 国联证券研究所预测

基于以上假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 37.52 亿元/51.01 亿元/55.02 亿元，同比变动 79.88%/35.97%/7.84%，三年复合增速 38%；归母净利润分别为 9.96 亿元/16.21 亿元/18.05 亿元，同比变动 472.94%/62.71%/11.32%，三年复合增速 118%；EPS 分别为 0.54 元/0.88 元/0.98 元。

## 4.2 估值与投资建议

### ■ 相对估值法

由于公司主要产品为锡、银、铅、锌等，我们选取锡业股份、华锡有色、盛达资源作为可比公司。采用相对估值法，可比公司 2024 年市盈率均值为 13.6 倍。鉴于公司主力矿山银漫矿业一期技改完成及二期项目推进且其他矿山未来产量或有增量，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，目标价 13.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 72：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益（元）			市盈率（倍）		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
锡业股份	13.97	1.01	1.29	1.51	13.8	10.8	9.3
华锡有色	11.82	0.55	0.79	0.85	21.5	15.0	13.9
盛达资源	9.34	0.59	0.63	0.86	15.7	14.9	10.8
平均值					17.0	13.6	11.3
兴业银锡	9.04	0.54	0.88	0.98	16.7	10.2	9.2

资料来源：iFinD，国联证券研究所  
 注：可比公司盈利预测为 2024 年 3 月 1 日市场预期，股价为 2024 年 3 月 1 日收盘价

注：可比公司盈利预测为 2024 年 3 月 1 日市场预期

## 5. 风险提示

**产品价格波动风险：**公司主要产品的价格受宏观经济形势影响较大，如果美联储继续加息或者全球经济衰退，可能导致价格大幅波动，影响公司业绩

**大股东资金风险：**公司大股东兴业集团在 2024-2025 年有大量债务需要偿还，如果大股东资金出现风险，可能会导致上市公司股权变动

**在建项目和产量不及预期：**公司主要矿山产量增长来自于技改或新项目投产，项目进度可能低于预期。公司产量受安全生产、环保政策、矿石处理量、入选品位、回收率等多重因素影响，产量存在不及预期的可能性

**安全生产风险：**矿山安全生产存在不确定性，存在因为安全生产事故或者安全生产政策变化导致的停产可能性

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	136	294	2042	3732	4981	营业收入	2009	2086	3752	5101	5502
应收账款+票据	8	2	4	5	6	营业成本	1020	1158	1957	2379	2511
预付账款	5	7	13	17	18	营业税金及附加	133	138	233	316	341
存货	324	413	698	849	896	营业费用	2	2	3	4	4
其他	101	64	115	156	169	管理费用	342	334	319	434	468
<b>流动资产合计</b>	<b>574</b>	<b>780</b>	<b>2871</b>	<b>4759</b>	<b>6070</b>	财务费用	157	149	29	23	16
长期股权投资	482	466	455	444	434	资产减值损失	0	-85	0	0	0
固定资产	3499	4045	4212	4684	5448	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	537	495	1062	1297	1198	投资净收益	-4	-8	-8	-8	-8
无形资产	3110	2997	2826	2655	2484	其他	36	2	2	2	2
其他非流动资产	852	842	838	837	829	<b>营业利润</b>	<b>388</b>	<b>215</b>	<b>1204</b>	<b>1939</b>	<b>2155</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8480</b>	<b>8844</b>	<b>9393</b>	<b>9916</b>	<b>10392</b>	营业外净收益	-31	-32	-32	-32	-32
<b>资产总计</b>	<b>9054</b>	<b>9624</b>	<b>12264</b>	<b>14676</b>	<b>16462</b>	<b>利润总额</b>	<b>357</b>	<b>182</b>	<b>1172</b>	<b>1907</b>	<b>2123</b>
短期借款	541	396	396	396	396	所得税	110	8	176	286	318
应付账款+票据	673	1122	1895	2304	2432	<b>净利润</b>	<b>246</b>	<b>174</b>	<b>996</b>	<b>1621</b>	<b>1805</b>
其他	1134	1810	2866	3560	3774	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2348</b>	<b>3328</b>	<b>5157</b>	<b>6259</b>	<b>6601</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>246</b>	<b>174</b>	<b>996</b>	<b>1621</b>	<b>1805</b>
长期带息负债	843	273	267	246	210	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	492	467	467	467	467	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1335</b>	<b>740</b>	<b>734</b>	<b>713</b>	<b>677</b>	营业收入	113.65%	3.84%	79.88%	35.97%	7.84%
<b>负债合计</b>	<b>3683</b>	<b>4068</b>	<b>5891</b>	<b>6972</b>	<b>7278</b>	EBIT	1,310.20%	-35.41%	262.53%	60.60%	10.83%
少数股东权益	6	6	6	5	5	EBITDA	210.72%	-17.35%	140.94%	46.23%	10.64%
股本	1837	1837	1837	1837	1837	归属于母公司净利润	234.05%	-29.44%	472.94%	62.71%	11.32%
资本公积	2246	2247	2247	2247	2247	<b>获利能力</b>					
留存收益	1282	1466	2284	3614	5094	毛利率	49.24%	44.47%	47.84%	53.37%	54.36%
<b>股东权益合计</b>	<b>5370</b>	<b>5556</b>	<b>6374</b>	<b>7704</b>	<b>9184</b>	净利率	12.27%	8.34%	26.55%	31.78%	32.80%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9054</b>	<b>9624</b>	<b>12264</b>	<b>14676</b>	<b>16462</b>	ROE	4.59%	3.13%	15.65%	21.06%	19.66%
<b>现金流量表</b>						ROIC	5.60%	5.22%	17.74%	32.36%	37.59%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	246	174	996	1621	1805	资产负债率	40.68%	42.27%	48.03%	47.51%	44.21%
折旧摊销	316	354	450	486	534	流动比率	0.2	0.2	0.6	0.8	0.9
财务费用	157	149	29	23	16	速动比率	0.1	0.1	0.4	0.6	0.8
存货减少(增加为“-”)	85	-89	-285	-151	-47	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	16	49	1486	905	281	应收账款周转率	262.2	971.6	971.6	971.6	971.6
其它	-133	139	287	152	49	存货周转率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>688</b>	<b>777</b>	<b>2964</b>	<b>3036</b>	<b>2637</b>	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出	-406	-495	-1010	-1020	-1020	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.1	0.1	0.5	0.9	1.0
其他	77	28	9	9	9	每股经营现金流	0.4	0.4	1.6	1.7	1.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-329</b>	<b>-467</b>	<b>-1001</b>	<b>-1011</b>	<b>-1011</b>	每股净资产	2.9	3.0	3.5	4.2	5.0
债权融资	-588	-715	-6	-21	-36	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	67.4	95.5	16.7	10.2	9.2
其他	239	374	-208	-314	-340	市净率	3.1	3.0	2.6	2.2	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-350</b>	<b>-341</b>	<b>-215</b>	<b>-334</b>	<b>-376</b>	EV/EBITDA	17.5	16.9	9.3	5.7	4.7
<b>现金净增加额</b>	<b>10</b>	<b>-31</b>	<b>1748</b>	<b>1690</b>	<b>1249</b>	EV/EBIT	28.3	34.9	12.8	7.2	5.9

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年03月01日收盘价



## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，国联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。

国联证券的销售人员、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和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，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。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼