



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.46
总股本/流通股本(亿股)	18.37 / 14.75
总市值/流通市值(亿元)	137 / 110
52周内最高/最低价	8.16 / 5.56
资产负债率(%)	40.7%
市盈率	55.59
第一大股东	内蒙古兴业集团股份有 限公司
持股比例(%)	30.3%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

兴业矿业(000426)

困境反转，王者归来

● 投资要点

重整计划落地，集团整装再出发。公司控股股东为兴业集团，持股比例为 30.27%，实控人为吉氏家族及其一致行动人。2019 年 8 月兴业集团被债权人申请重整，2020 年 7 月法院裁定集团进入实质性重整，2022 年 8 月 16 日进入重整执行阶段，根据重整公告，2023/2024/2025 年集团需偿还财产担保债权人 5.91/9.74/29.41 亿元。我们认为公司在集团重整计划落地后，将围绕主业全力发展，推动银漫二期等新项目建设和现有项目的复工复产，未来三年公司将进入黄金发展机遇期。

银漫矿业是公司主力矿山，二期项目投产后产能有望翻倍。银漫矿业是国内最大白银生产矿山，在 2017/2018 年正常年份占公司营收 49.26%/54.07%。目前银漫一期已经投产，满负荷运行情况下可年生产金属银 180 吨，锌 3 万吨，铅 1 万吨，锡 7500 吨，铜 5000 吨，银漫二期投产后矿山年采选规模将从 165 万吨/年扩至 330 万吨/年，产能有望翻倍。公司 2022 年新设研发中心研究锑的单独提炼及提高锡的提取率，锑精矿有望成为矿山新产品。

储量丰富，2023-2024 年金属产出增长迅速。根据公司公告及评估计划书，公司银/锌/铅/铜/锡/锑/镍/铁储量达 1.05/236.72/59.89/20.80/21.05/14.34/32.84/574.75 万吨。产量方面，2022 年公司各矿山受疫情等因素影响开工率不及预期，乾金达、荣邦矿业进行工程建设影响产品产量，我们预计 2023-2024 年公司各项目产能利用率逐步恢复，新项目逐步达产，公司主要产品产量将迎来快速增长，2023-2024 年主要金属银/锡/锌/铅产量年复合增速为 33.06%/19.52%/34.56%/57.42%。

● 盈利预测

我们认为公司目前处于困境反转阶段，未来三年产量及业绩处于快速增长阶段，银/锡/锑将是业绩增长主要动力，预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 2.70/13.16/20.61 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.72/1.12 元，对应 PE 为 52.25/10.73/6.85 倍。基于公司行业地位及发展阶段，给予公司 20 倍 PE 估值，对应 2023 年目标价为 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

项目发生重大安全事故；项目复产进度不及预期；金属价格波动等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2009	2771	3688	5362
增长率 (%)	113.65	37.96	33.09	45.39
EBITDA (百万元)	864.34	677.26	2141.29	2997.86
归属母公司净利润 (百万元)	246.47	270.40	1316.17	2061.36
增长率 (%)	234.05	9.71	386.76	56.62
EPS (元/股)	0.13	0.15	0.72	1.12
市盈率 (P/E)	57.32	52.25	10.73	6.85
市净率 (P/B)	2.63	2.51	2.03	1.57
EV/EBITDA	17.53	22.10	6.61	3.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司介绍	6
1.1 控股股东为兴业集团，持股 30.27%	6
1.2 集团重整方案落地，整装再起航.....	6
1.3 财务分析：盈利能力逐渐恢复，短期偿债压力较大.....	7
2 公司主要矿山：未来 3 年进入产能释放机遇期.....	10
2.1 银漫矿业：公司主力矿山，二期项目投产后产能有望翻倍.....	11
2.2 乾金达、荣邦矿业：采选/技改项目完成，23 年产量恢复，24 年再创新高.....	12
2.3 融冠、锡林矿业：长期开采导致产量下滑.....	13
2.4 储量丰富，2021 年银/锡/锑储量为 1.05 万吨/21.05/14.34 万吨.....	13
2.5 2023、2024 年主要金属产出增长迅速.....	13
3 关注银、锡、锑三大金属带来的业绩弹性.....	14
3.1 白银：美联储加息接近尾声，价格压力释放.....	14
3.2 锡：新能源需求打开增长空间.....	16
3.3 锑：光伏金属，前景广阔.....	17
4 盈利预测	19
5 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司股权结构	6
图表 2: 集团重整计划示意图	7
图表 3: 集团偿债计划测算 (万元)	7
图表 4: 2017-2022 前三季度公司营收变化	8
图表 5: 2017-2022 前三季度公司归母净利变化	8
图表 6: 2017-2021 公司主要产品产量 (吨)	8
图表 7: 2017-2021 分品种营收贡献 (亿元)	9
图表 8: 2017-2021 分品种毛利贡献 (亿元)	9
图表 9: 2017-2022 前三季度销售毛利率/净利率变化	9
图表 10: 公司主要产品毛利率变化	9
图表 11: 2017-2022 前三季度三费变化 (亿元)	10
图表 12: 2017-2022 前三季度资产负债情况 (%)	10
图表 13: 2017-2022 前三季度公司流动/速动比率下降	10
图表 14: 2017-2021 公司现金流量利息保障倍数变化	10
图表 15: 公司主要矿山状态统计	11
图表 16: 2017-2022H1 银漫矿业收入占比	12
图表 17: 2017-2022H1 银漫矿业盈利能力变化 (亿元)	12
图表 18: 2021-2022H1 乾金达盈利能力变化 (亿元)	12
图表 19: 2019-2022H1 荣邦矿业盈利能力变化 (亿元)	12
图表 20: 2017-2022H1 融冠矿业盈利能力变化 (亿元)	13
图表 21: 2017-2022H1 锡林矿业盈利能力变化 (亿元)	13
图表 22: 2021 年公司主要矿山储量统计 (万吨)	13
图表 23: 公司各矿山满产状态下产量测算 (万吨)	14
图表 24: 公司主要金属产量预测 (万吨)	14
图表 25: 2013-2022 年全球白银供给 (百万盎司)	15
图表 26: 2013-2022 年白银需求结构 (百万盎司)	15
图表 27: 历史金银比变化	16
图表 28: 伦敦现货白银价格 (美元/盎司)	16
图表 29: 全球锡矿储量自 2000 年下滑 52% (公吨)	16
图表 30: 中国锡矿产量逐年下滑 (公吨)	16
图表 31: 2021 年精锡下游占比	17
图表 32: 2021 年锡焊料下游占比	17
图表 33: 锡焊料需求测算 (万吨)	17
图表 34: 2019-2025 全球锑金属供给变化及预测 (万吨)	18
图表 35: 锑供需平衡表 (万吨)	18

图表 36: 可比公司估值表 19

1 公司介绍

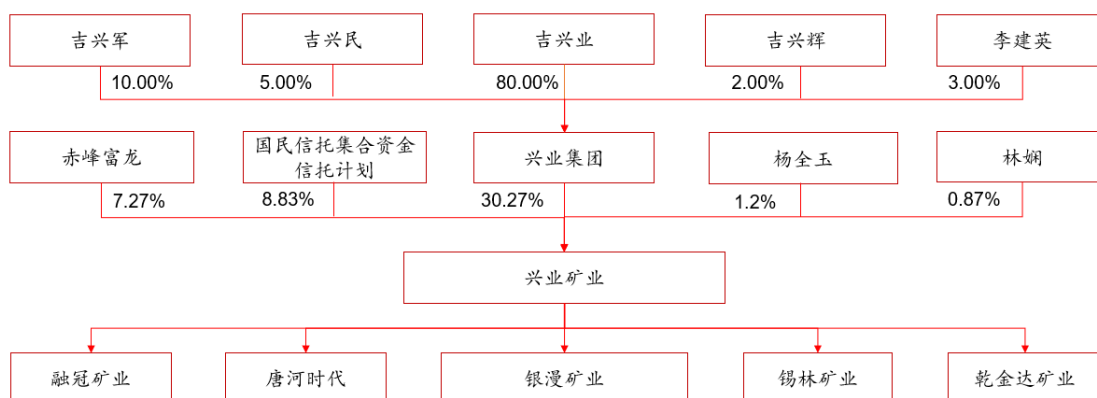
1.1 控股股东为兴业集团，持股 30.27%

公司成立于 2001 年，主营业务为有色金属及贵金属采选、冶炼、加工和销售，主要产品有铅、锌、银、锡、铜、铁等有色金属及黑金属。

2011 年公司借壳富龙热电重组上市，置入锡林矿业、融冠矿业、双源有色等五家子公司核心资产，2012 年重组完成，2014 年收购唐河时代，2016 年收购银漫矿业、乾金达矿业、荣邦矿业。

公司控股股东为兴业集团，实控人为吉氏家族及其一致行动人，持有上市公司股权 30.27%，其他主要股东为赤峰富龙和国民信托集合资金信托计划，分别持股 7.27% 和 8.83%。

图表1：公司股权结构

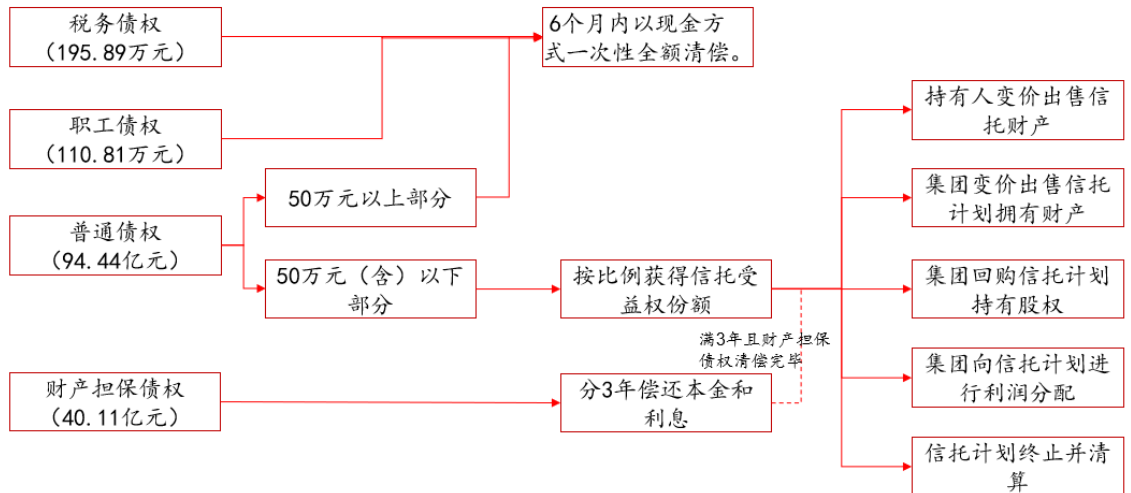


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 集团重整方案落地，整装再起航

2019 年 8 月，控股股东兴业集团由于未能清偿贷款被债权人申请进入重整流程，2020 年 7 月法院裁定赤峰玉龙、布敦银根矿业、兴业集团 3 家公司进行实质合并重整，2022 年 8 月 16 日进入执行阶段。

根据披露重整方案，集团债务主要为共有财产担保债权 40.11 亿元、普通债权 94.44 亿元、职工债权 110.81 万元、税款债权 195.89 万元。

图表2：集团重整计划示意图


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

其中税务债权、职工债权自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全额清偿。

普通债权中每家债权人 50 万元（含）以下的部分与税务债权、职工债权处理方法相同，50 万元以上的部分将按比例获得信托受益权份额进行抵偿，信托计划以兴业集团 100% 股权为信托资产，存续期 8 年，如 3 年后财产担保债权清偿完毕，普通债权人可通过出售信托资产、兴业集团回购股权等方式退出。

财产担保债权要求自重整计划获得法院批准之日（不含当日）起算 3 年内偿还本金 10%、20%、70%，偿还利息以未偿留债债权金额为计算基数，利率按一年期 LPR 上浮 30% 确定。

根据我们测算，集团 2023/2024/2025 年的 8 月 17 日应偿金额为 5.91/9.74/29.41 亿元。

图表3：集团偿债计划测算（万元）

项目	2022/8/17	2023/8/17	2024/8/17	2025/8/17
有财产担保债权	401,123.97	361011.57	280786.78	0.00
应偿本金比例		10.00%	20.00%	70.00%
应偿本金		40112.40	80224.79	280786.78
LPR		3.65%	3.65%	3.65%
利率		4.745%	4.745%	4.745%
应偿利息		19033.33	17130.00	13323.33
应偿金额合计		59145.73	97354.79	294110.11

资料来源：公司公告（LPR 为 2023/2/20 公布的 1 年期 LPR 利率），中邮证券研究所

1.3 财务分析：盈利能力逐渐恢复，短期偿债压力较大

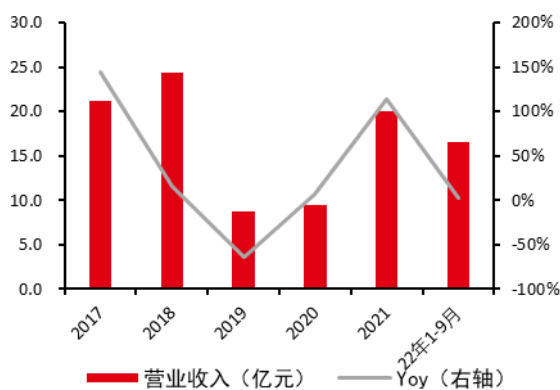
公司业绩在过去 5 年经历较大波动，主要可分为三个阶段：

发展期：收购银漫等优质矿山。2017-2018 年公司通过收购银漫矿业等优质矿山实现营收增长，分别为 21.1/24.39 亿元，归母净利润为 5.65/-1.71 亿元，2018 年净利为负由于双源有色等 3 家子公司计提了大额资产减值。

停滞期：安全事故影响生产经营。2019 年，公司主力矿山银漫矿业发生严重安全事故，剩余矿山也因此停产进行安全检查，公司为避免连续亏损出售旗下天通矿业等 3 家子公司股权，2020 年虽然实现复工复产，但产销量较正常年份大幅减少。

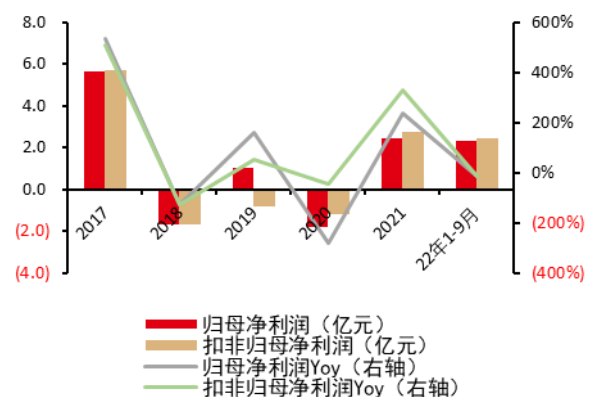
复苏期：业绩逐步回暖，重新步入正轨。2021 年营收/归母净利润为 20.09/2.46 亿元，主要由于公司经营恢复正常，子公司银漫矿业恢复生产，但期间由于员工意外猝死导致公司尚未满负荷生产，另一方面乾金达矿业投产，总体上产销量同比增长，金属价格走高，公司业绩回暖。2022 年前三季度公司营收/归母净利润为 16.48/2.3 亿元，仅前三季度归母净利润接近去年全年水平。

图表4：2017-2022 前三季度公司营收变化



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表5：2017-2022 前三季度公司归母净利润变化



资料来源：wind，中邮证券研究所

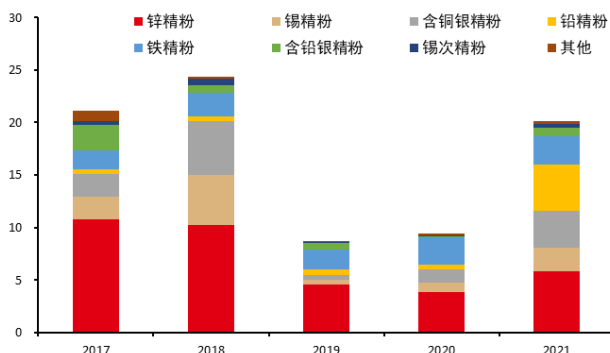
产量恢复，但距 17/18 年仍有差距。分品种来看，锌精粉/锡精粉/含铜银精粉/铅精粉/铁精粉是公司主力产品，2021 年产量达到 4.03/0.12/0.0046/1.14/32.24 万吨，较 2020 年有所增长，但未恢复至 2017、2018 年水准。营收占比 28.97%/11.05%/17.87%/21.75%/13.24%，毛利贡献分别为 29.73%/10.11%/16.99%/25.38%/13.04%。

图表6：2017-2021 公司主要产品产量 (吨)

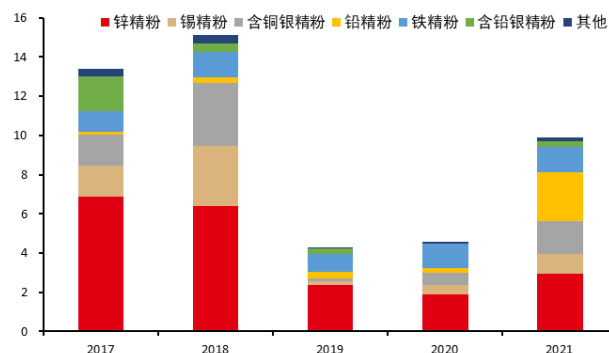
产量	2017	2018	2019	2020	2021
锌精粉	77554.11	62354.07	40898.58	38867.26	40290.70
铁精粉	477304.67	565176.73	404739.54	406585.29	322352.37
含铜银精粉(kg)	64868.60	161566.83	11901.38	58360.99	46463.73
含铅银精粉(kg)	65266.56	17418.72	16791.11	3183.58	19034.72
锡精粉	2178.40	4480.34	393.30	1294.21	1160.75
铅精粉	597.25	1206.95	1877.61	2225.72	11448.41
钽精粉	104.03	104.03	123.23	193.16	21.84
钨精粉	15.67	62.87	44.89	4.61	
低品位锡精粉	854.22	1348.39	30.01	439.04	311.22
硫	3877.61	22216.38			

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：2017-2021 分品种营收贡献(亿元)



图表8：2017-2021 分品种毛利贡献(亿元)



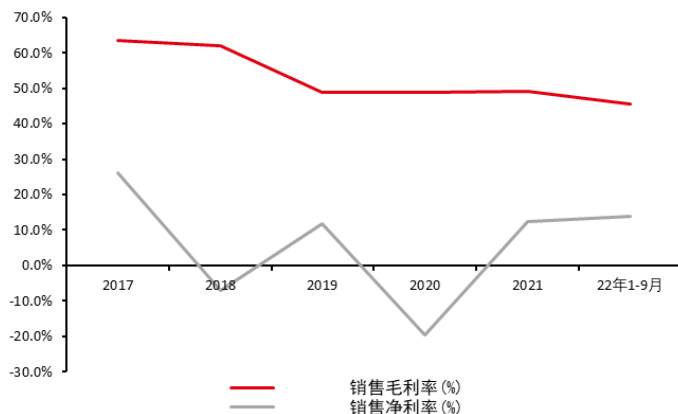
资料来源：wind，中邮证券研究所

资料来源：wind，中邮证券研究所

毛利率方面，公司矿山优质，销售毛利率较为稳定，2017年毛利率达63.54%，后续由于项目停复产毛利率有所降低，但也保持在45%以上。

图表9：2017-2022 前三季度销售毛利率/净利率变化

图表10：公司主要产品毛利率变化



	2017	2018	2019	2020	2021
锌精粉	63.64%	62.55%	51.77%	49.24%	50.42%
锡精粉	74.41%	63.58%	40.75%	52.16%	44.75%
含铜银精粉	73.53%	62.75%	29.14%	49.79%	46.92%
铅精粉	31.37%	67.96%	61.98%	54.68%	57.32%
铁精粉	59.05%	57.88%	48.69%	47.68%	48.59%
含铅银精粉	74.29%	60.04%	44.51%	14.51%	32.92%

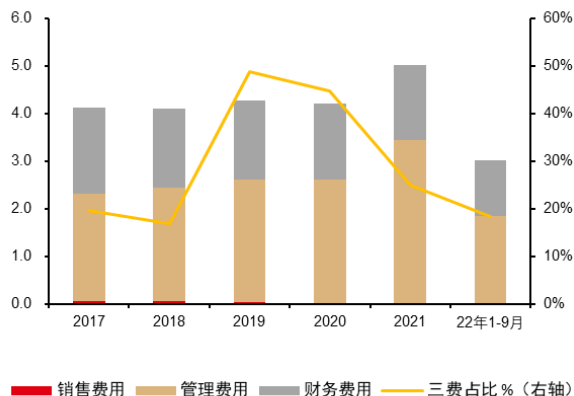
资料来源：wind，中邮证券研究所

资料来源：wind，中邮证券研究所

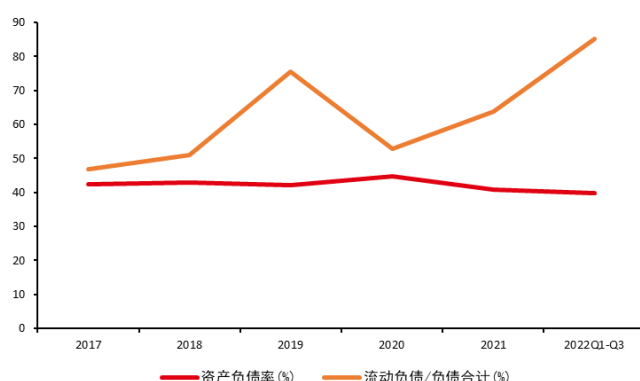
三费总体保持稳定，占比成下降趋势。2019/2020年公司三费占比分别达到48.74%/44.68%，2022年前三季度下降至18.26%，与2017-2018年水平相近，主要是收入恢复增长摊薄占比。

资产负债率改善，流动负债占比85.25%。偿债能力方面，公司资产负债率较2020年有所改善，从44.65%下降至2022年前三季度的39.65%，但流动负债占总负债比例自2020大幅上涨，2022年前三季度已达到85.25%，公司短期偿债压力较大。

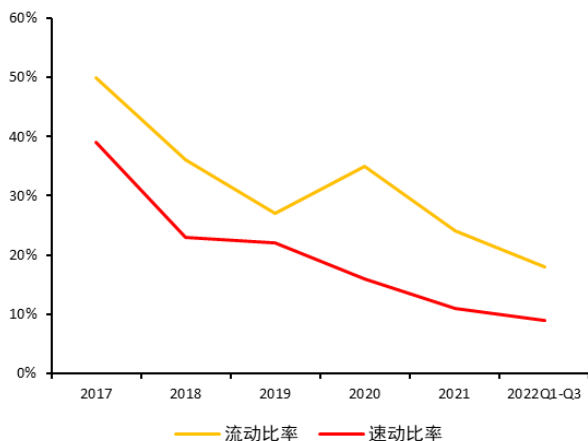
偿债能力方面，公司流动比率/速动比率成下降趋势，2021年现金流量利息保障倍数为4.41，较2019/2020有所增长，但仍未恢复至正常年份水准。

图表11：2017-2022 前三季度三费变化（亿元）


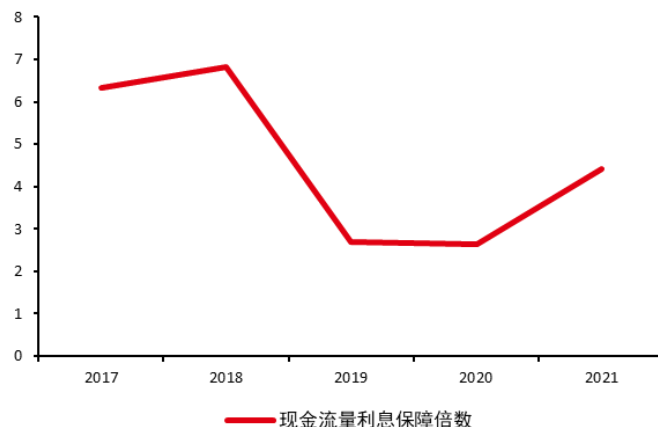
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表12：2017-2022 前三季度资产负债情况 (%)


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表13：2017-2022 前三季度公司流动/速动比率下降


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表14：2017-2021 公司现金流量利息保障倍数变化


资料来源：wind，中邮证券研究所

2 公司主要矿山：未来 3 年进入产能释放机遇期

公司下辖 7 座主要矿山，包括银漫矿业、乾金达矿业、荣邦矿业、融冠矿业、锡林矿业、锐能矿业、唐河时代。其中在产矿山为银漫矿业、乾金达矿业、荣邦矿业、融冠矿业、锡林矿业 5 座矿山，锐能矿业采矿系统已通过竣工验收，待取得安全生产许可证即可投产；唐河时代恢复建设工作仍在推进中，2023 年难以投产。

2022 年各在产矿山由于疫情、冬奥会、复产复工、工程建设等因素产能利用率较低，未来 3 年有望迎来产量大幅增长的黄金机遇期。

图表15：公司主要矿山状态统计

矿山	状态	备注
银漫矿业	在产	一期165吨/年采选项目已投产，二期项目正在办理审批手续
乾金达	在产	2022年底采区二期工程已投产
荣邦矿业	在产	技改项目已完成，选矿规模从30万吨/年扩至45万吨/年
融冠矿业	在产	正常生产
锡林矿业	在产	充填采场阶段，不满足大规模作业条件，产能利用率较低
锐能矿业	待投产	完成竣工验收，待取得安全许可证即可投产
唐河时代	待建	取得环评批复，2023年难以投产

资料来源：公司公告，投资者问答，中邮证券研究所

2.1 银漫矿业：公司主力矿山，二期项目投产后产能有望翻倍

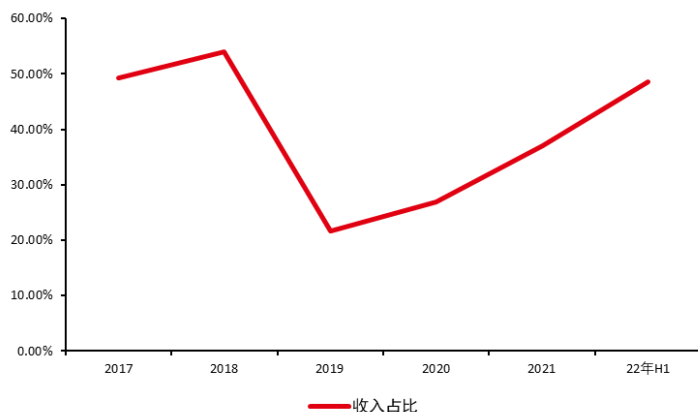
银漫矿业是国内最大白银生产矿山，包含银、锡、锑、锌、铅多种金属，储量丰富，品位较高，可开采年限超过30年。矿山共有储量金属银9508.80万吨，金属锡21.05万吨，金属锑14.34万吨，金属锌105.83万吨，金属铅30.44万吨。银漫一期满负荷运行情况下可年生产金属银180吨，锌3万吨，铅1万吨，锡7500吨，铜5000吨

银漫二期建成后有望实现产能翻倍。矿山选矿厂项目共有2期，一期矿石采选规模165万吨/年，目前已经投产，二期完成后采选规模将达到330万吨/年，目前正在办理相关审批手续，二期项目投产后产能有望翻倍。

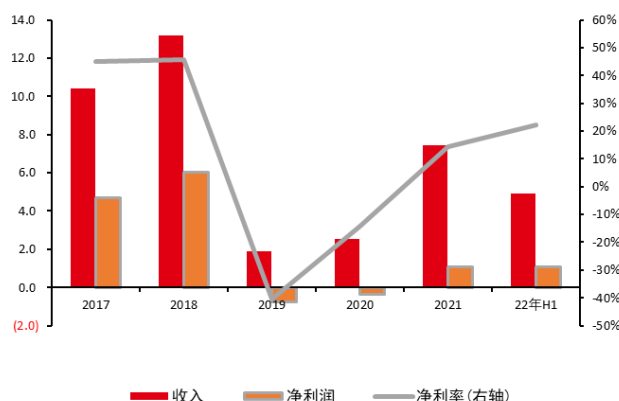
含锑精矿将成为矿山新产品。银漫矿业2022年新设研发中心，主要研发项目是锑的单独提炼及提高锡的提取率，目前研发工作仍在推进中，项目完成后锑的销售形式将从混合精矿转变为以含锑精矿为主，产品附加值进一步提升。

银漫矿业正常年份为公司主力矿山。银漫矿业2017、2018年分别实现营收10.4/13.19亿元，占总营收比例为49.26%/54.07%，净利润4.67/6.03亿元，净利率为44.92%/45.73%。

2019-2022H1产能释放不及预期，复产以来综合成本有所提升。2019-2022年H1受安全事故、疫情等因素影响，产销量不及正常年份，分别实现营收7.45/4.89亿元。成本方面，矿山现采取综合回采、贫富兼采的方式开采矿石，矿石品位有所下降，且复工以来安全投入等费用增加，导致净利率未能恢复至正常年份水准，2021/2022年H1净利率为14.55%/22.25%。

图表16：2017-2022H1 银漫矿业收入占比


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表17：2017-2022H1 银漫矿业盈利能力变化（亿元）


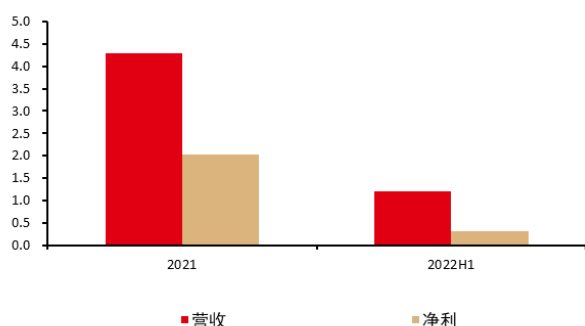
资料来源：wind，中邮证券研究所

2.2 乾金达、荣邦矿业：采选/技改项目完成，23 年产量恢复，24 年再创新高

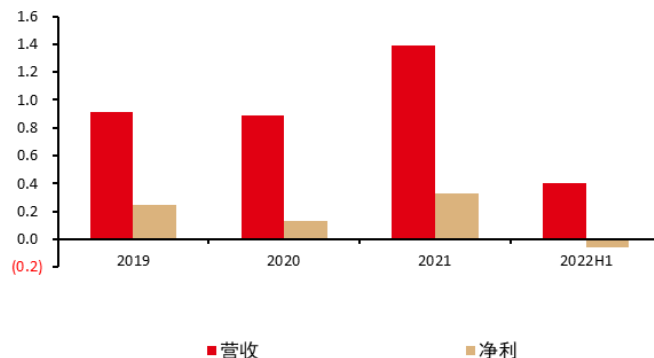
乾金达矿业主要产品为银、铜、铅、锌，下属矿山年采选规模为 30 万吨，服务年限 10 年，目前共有两期采选工程。2021 年一期采选工程投产，根据公司公告，一期采选工程可年生产白银 120 吨，锌金属 1.2 万吨、铜金属 1000 吨，铅金属 1.32 万吨。根据公司在投资者问答披露，乾金达二期现已投产，且采掘能力大于一期。

荣邦矿业主要产品与乾金达类似，2019 年 2 月开始试生产，原年采选规模为 30 万吨，后 2022 年经技改项目扩至 45 万吨，根据公司项目评估书，我们测算技改后公司可年产白银 22.19 吨，锌金属 0.9 万吨，铜金属 330 吨，铅金属 0.31 万吨。

盈利方面，两座矿山在 2022 年 H1 均出现大幅下滑。乾金达矿业主要是一期项目加强生产探矿工作，二期项目加快基建进度，两项工程产生部分副产矿石影响产量。荣邦矿业选矿厂在 2022 年 5 月 1 日停车技改，2022 年 6 月 16 日技改完成生产转车，期间停工造成产量下滑。2023 年两大项目阶段性建设完成，产量将出现恢复性增长，2024 年产销量或突破历史新高点。

图表18：2021-2022H1 乾金达盈利能力变化（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表19：2019-2022H1 荣邦矿业盈利能力变化（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

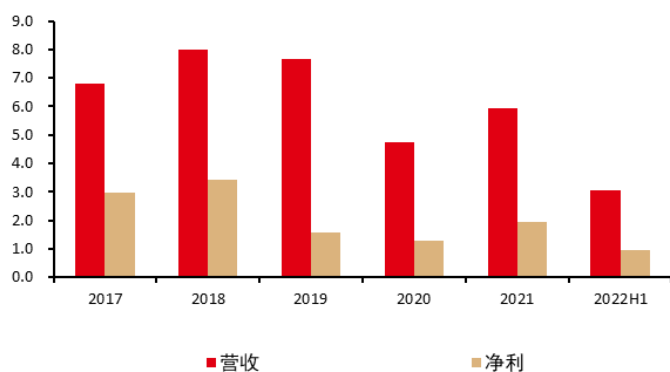
2.3 融冠、锡林矿业：长期开采导致产量下滑

融冠矿业和锡林矿业是公司上市初期注入资产，主要产品为锌精矿和铁精粉，锡林矿业也生产钼精粉。

从历史表现看，融冠矿业盈利能力稳定，2017/2018 年分别为公司贡献 2.97/3.41 亿元净利润，净利率为 43.55%/42.69%，2021/2022H1 产销量及盈利能力有所下降，实现营收 5.95/3.05 亿元，净利率为 32.46%/31.28%，或由于长期开采造成矿石品位下降。

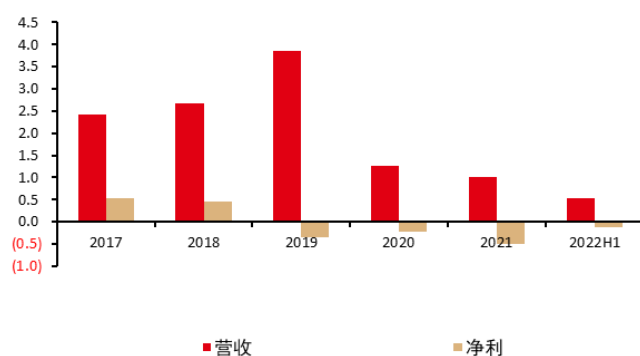
锡林矿业目前处于充填采场阶段，难以满足大规模生产要求，产能利用率较低，充填投入高、单位成本高，因此处于亏损状态。

图表20：2017-2022H1 融冠矿业盈利能力变化（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表21：2017-2022H1 锡林矿业盈利能力变化（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

2.4 储量丰富，2021 年银/锡/锑储量为 1.05 万吨/21.05/14.34 万吨

储量端，根据公司 2021 年年报披露，银/锌/铅/铜/锡/锑/镍/铁储量为 1.05/236.72/59.89/20.80/21.05/14.34/32.84/574.75 万吨。

图表22：2021 年公司主要矿山储量统计（万吨）

	银（吨）	锌	铅	铜	锡	锑	钽	铀	镍	铁	钴
锡林矿业		24.76					0.44	0.48		214.53	
融冠矿业		59.34								360.22	
银漫矿业	9508.80	105.83	30.44	7.60	21.05	14.34					
乾金达	682.49	14.53	15.58	0.64							
荣邦矿业	161.34	14.43	3.98	0.84							
锐能矿业	131.83	17.83	9.89								
唐河时代				11.73					32.84		1.31
合计	10484.46	236.72	59.89	20.80	21.05	14.34	0.44	0.48	32.84	574.75	1.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.5 2023、2024 年主要金属产出增长迅速

产量端，根据公司公布的投资者交流纪要及项目评估书，我们测算公司各子公司满产情况下，金属银产量 328.28 吨，金属锌产量 12.65 万吨，铅 3.66 万吨，铜 0.90 万吨，锡 0.75 万吨，铁精矿 49.82 万吨。

考虑到 2022 年公司各矿山受疫情等因素影响开工率不及预期，乾金达、荣邦矿业进行工程建设影响产品产量，我们预计 2023-2024 年公司各项目产能利用率逐步恢复，新项目逐步达产，公司主要产品产量将迎来快速增长。2023 年主要金属银/锡/锌/铅产量达到 253.37/0.69/8.23/2.16 万吨，2024 年产量达到 326.47/0.75/12.08/3.35 万吨，年复合增速为 33.06%/19.52%/34.56%/57.42%。

图表23：公司各矿山满产状态下产量测算（万吨）

单位：万吨	矿石量	银（吨）	锌	铅	铜	锡	锑	钛	钨	镍	铁	钴
锡林矿业	72		1.56					0.05			19.45	
融冠矿业	135		4.08								30.37	
银漫矿业	165	180.00	3.00	1.00	0.50	0.75						
乾金达	30	120.00	1.20	1.32	0.10							
荣邦矿业	45	26.02	0.90	0.31	0.03							
锐能矿业（未投产）	30	0.65	1.92	1.03								
唐河时代（未投产）	330	1.61			0.27					0.66		0.01
合计	807	328.28	12.65	3.66	0.90	0.75		0.05		0.66	49.82	0.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：公司主要金属产量预测（万吨）

	2021A	2022E	2023E	2024E
银（吨）	152.82	184.41	253.37	326.47
锌	5.19	6.67	8.23	12.08
铅	1.50	1.35	2.16	3.35
铜	0.21	0.40	0.54	0.63
锡	0.15	0.53	0.69	0.75
钛	0.05	0.05	0.05	0.05
铁	24.06	30.13	30.13	49.82

资料来源：中邮证券研究所测算

3 关注银、锡、锑三大金属带来的业绩弹性

3.1 白银：美联储加息接近尾声，价格压力释放

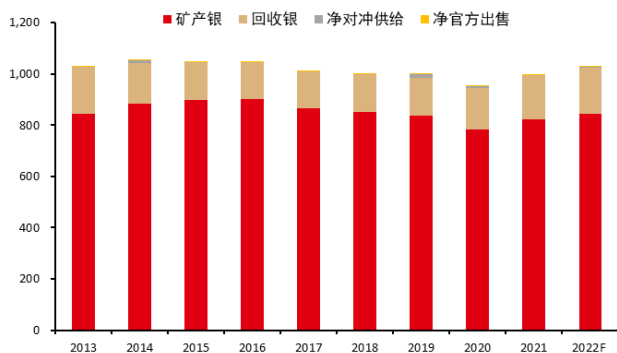
白银兼具工业和金融属性。工业属性上，由于白银质地柔软，延展性好，且是导电性和导热性最好的金属，在电子、化工、医药行业中广泛应用。金融属性方面，银是世界上最古老的货币之一，虽然目前不在作为货币使用，但仍具有较高的收藏价值和保值功能。

矿产银供给稳定，回收银稳步增长。供给端，全球白银供给整体相对稳定，除 2020 年因疫情影响矿山开工率，供给下降 4.68%，后经过两年恢复，2022 年预计恢复至 1000 百万盎司以上水平。结构上，白银供给主要分为矿产银和回收银，2021 年占比 82.5%和 17.35%。矿产银由于主要以铜、锌等金属的伴生矿形式产出，产能相对受限，回收银方面，近三年成稳步增长趋势，其中 2020 年增长 9.82%，2021 年增速有所下滑，但依然保持 6.66%的增速。

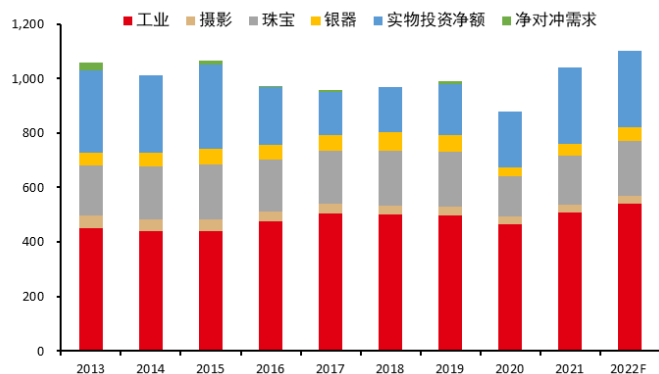
光伏用银是工业需求的主要推动力。需求方面，工业领域是白银主要应用，2021 年占比 48.44%，其次为银器、摄影、珠宝等需求。工业需求中光伏领域应用增长较快，占工业领域应用比例从 11.23%增长至 2021 年的 22.57%。

银粉是光伏银浆的主要原材料，光伏银浆通过丝网印刷工艺附着在光伏电池片，烘干烧结后形成光伏电池的金属电极，可收集和传导光伏电池表面电流。光伏导电银浆是光伏电池最重要辅料，直接影响电池光电转换效率。目前 PERC、TOPCon、HJT 电池均需使用光伏银浆，虽然单位用量随着技术进步有所降低，但光伏市场总体装机量的提升仍推动银粉需求增加。根据 CPIA，2021 年全球银浆总耗量达 3478 吨，我国光伏银浆总耗量达到 3074 吨。

图表25：2013-2022 年全球白银供给（百万盎司）



图表26：2013-2022 年白银需求结构（百万盎司）



资料来源：世界白银协会，中邮证券研究所

资料来源：世界白银协会，中邮证券研究所

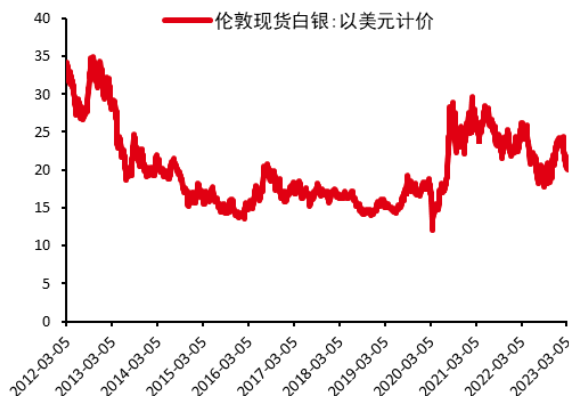
金银比处于历史较高区间，银价压力逐步释放。从历史经验来看，金银比已处于较高区间，通常在经济处于上升时期时，工业用银将带动白银价格迅速上涨，金银比相对收窄，目前 3 月 10 日金银比已达到 92，处于历史较高区间，随着美联储货币政策接近尾声，经济衰退将会逐步兑现，白银价格压力逐渐释放，2023 年白银价格或呈现先抑后扬走势。

图表27：历史金银比变化



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表28：伦敦现货白银价格（美元/盎司）

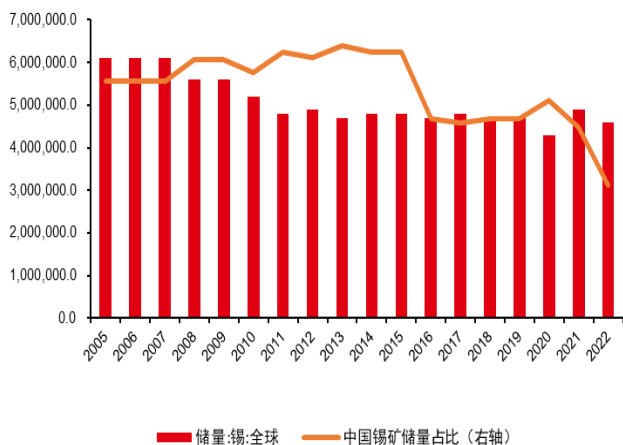


资料来源：wind，中邮证券研究所

3.2 锡：新能源需求打开增长空间

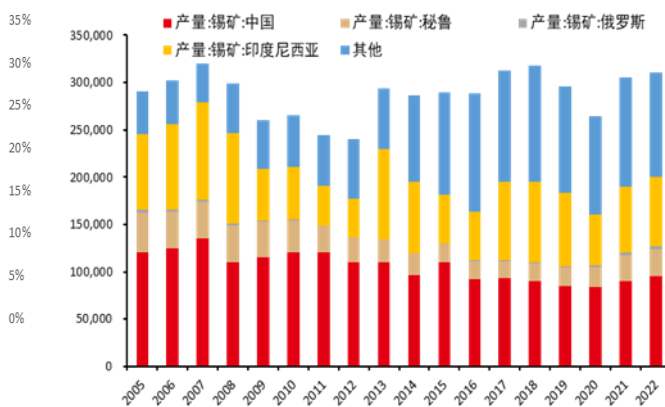
储量逐年下降，新增矿山较少。据 USGS，截至 2022 年末，全球锡储量为 460 万吨，较 2000 年的 960 万吨储量已下滑 52.08%，主要由于经过长期开采，传统产锡区面临着品位下降、人力短缺和开采成本上升等因素的影响。目前锡矿资源的储采比仅为 14.84，中国是世界上锡矿储量最多的国家，但储量占比也在逐年下滑，从 2013 年的 31% 降至 16%。

图表29：全球锡矿储量自 2000 年下滑 52%（公吨）



资料来源：wind，USGS，中邮证券研究所

图表30：中国锡矿产量逐年下滑（公吨）



资料来源：wind，USGS，中邮证券研究所

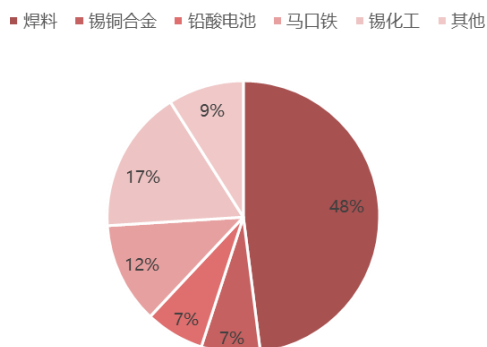
需求方面，精锡应用广泛，主要应用于锡焊料、锡化工、马口铁、铅酸电池、锡铜合金及其他领域，其中锡焊料占比最高，达到 48%。

新能源用锡打开增长空间。锡焊料作为锡的主要下游应用，可以用于 3C、白色家电，汽车电子、智能设备、5G 通信等产业，除此之外，在新能源汽车电动化、智能化中的电子焊料以及光伏组件的光伏焊带中，锡都是不可或缺且难以替代的。

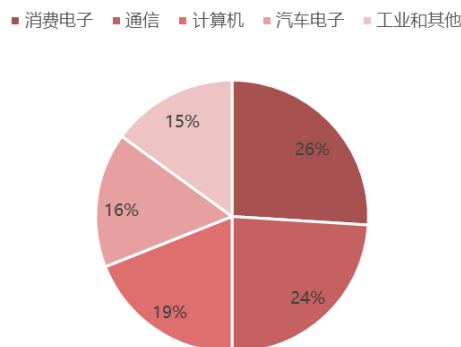
锡在新能源汽车中主要用于 PCB 电路板制作中的喷锡、沉锡等环节，随着新能源汽车沿着电动化、智能化的方向不断深化，新能源汽车所需电子焊料较传统汽车有较大增长。

锡主要作为焊剂用于光伏焊带。光伏焊带又称镀锡铜带，主要原材料是铜和锡合金，其中锡合金占主营业务成本的比重约 42%。根据宇邦新材公开披露的投资者调研纪要，光伏焊带在 HJT/TOPCON 等技术路线中均有使用，未来朝着超细、超软、超薄、超窄的光伏焊带和特殊结构光伏焊带的方向发展。

图表31：2021 年精锡下游占比



图表32：2021 年锡焊料下游占比



资料来源：ITA，智研咨询，中邮证券研究所

资料来源：ITA，中商产业研究院，中邮证券研究所

根据行业经验，我们假设单 GW 用锡约 72 吨，新能源汽车单车用锡 0.7 千克，测算 2025 年光伏、新能源汽车等新需求占比将从 2021 年的占比 9.58% 增至 22.76%。

图表33：锡焊料需求测算（万吨）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机 (GW)	183	271	382	466	559
增速	27.08%	47.98%	41.00%	22.00%	20.00%
单GW用锡 (吨/GW)	72	72	70	70	70
锡金属需求量(万吨)	1.32	1.95	2.67	3.26	3.91
占比	7.12%	10.21%	12.70%	14.55%	16.40%
新能源汽车全球销量(万辆)	650	1082.4	1420	1789	2170
单车用锡 (千克)	0.70	0.70	0.70	0.70	0.7
锡金属需求量	0.46	0.76	0.99	1.25	1.52
占比	2.46%	3.97%	4.72%	5.59%	6.37%
传统需求用量	16.7	16.4	17.4	17.9	18.4
需求合计	18.50	19.10	21.04	22.41	23.86

资料来源：ITA，中国有色金属工业协会，EV tank，《全球锡矿资源现状及供需分析》，Navigant，中邮证券研究所预测

3.3 铟：光伏金属，前景广阔

锑作为重要的战略性金属，未来供需格局向好，具备较大的上涨潜力。

供给方面，全球锑产量下滑，我国是主要驱动力。全球锑矿产量自 2011 年起进入下降趋势，下降幅度达 38.20%，其中 2020 年下降了 31.48%，2021 年未见明显恢复，主要由中国产量下滑引起。

目前我国虽是锑的主要生产国，但占比已从 2011 年的 84% 下降至 2021 年的 55%。国内由于矿山品位下降、政府政策限制、环保政策影响等原因，锑矿产量未来难有增长，国外近三年主要增量来自华钰矿业参股的康桥奇锑金矿，增量相对有限，2022-2025 年全球供给年复合增长率为 4.75%。

图表34：2019-2025 全球锑金属供给变化及预测（万吨）

单位：万吨	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供给							
中国	8.9	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
俄罗斯	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7
玻利维亚	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
塔吉克斯坦	2.8	1.3	1.3	1.3	1.7	2.5	2.9
其他国家	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
再生锑	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
库存、散矿等	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
合计	18.0	12.9	12.8	12.9	13.3	14.3	14.9
增速		-28.33%	-0.78%	0.96%	2.63%	7.45%	4.23%

资料来源：wind, USGS, 《美国再生锑发展之于我国启示》，周艳晶，李建武等，中邮证券研究所

需求方面，传统需求如阻燃剂经历疫情带来的需求冲击后，2023 年有望迎来修复，我们预计阻燃剂市场需求将保持平稳增长态势；新需求如光伏玻璃用量巨大，我们预计锑行业 2025 年供需缺口将扩至 3.2 万吨，光伏领域下游需求占比预计将从 11.5% 增至 28.9%，是需求增加的主导力量。

图表35：锑供需平衡表（万吨）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供给	12.8	12.9	13.3	14.3	14.9
需求	13.6	14.2	15.6	16.8	18.1
阻燃剂	8.1	7.9	8.1	8.3	8.6
占比	59.7%	55.2%	51.9%	49.8%	47.6%
光伏玻璃	1.6	2.4	3.4	4.3	5.2
占比	11.5%	16.8%	22.1%	25.5%	28.9%
铅酸电池	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
聚酯催化剂	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
玻璃陶瓷	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
其他	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
供需缺口	-0.8	-1.3	-2.3	-2.5	-3.2

资料来源：BNEF, SolarPower Europe, 协鑫行业研究中心, CPIA, 金晶科技公告, 亚玛顿公告, 中邮证券研究所预测

4 盈利预测

产量上，我们预计 2023、2024 年公司将迎来产量增长的爆发期，一方面各项目技改、建设工程已经完成或即将投产，另一方面疫情等影响因素消失，各项目产能利用率将逐步提升至较高水平。

价格方面，公司主要产品铜、银伴随美联储加息接近尾声及国内政策刺激下有望温和上涨，金属锡在光伏焊料需求强劲，电子用锡需求复苏带动下上涨空间较大，公司研发项目完成后锑精矿有望成为公司新产品，开辟新的增长极。我们预计 2023 年铜/银/锡价格为 6.8/450/20 万元/吨，2024 年价格为 7.2/550/24 万元/吨。

我们认为公司目前处于困境反转阶段，未来三年产量及业绩处于快速增长阶段，银/锡/锑将是业绩增长主要动力，预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 2.70/13.16/20.61 亿元，对应 EPS 为 0.15/0.72/1.12 元，对应 PE 为 52.25/10.73/6.85 倍。基于公司行业地位及发展阶段，给予公司 20 倍 PE 估值，对应 2023 年目标价为 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值表

	可比公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	2022E	2023E	2024E	PEG	PB
000603.SZ	盛达资源	95.97	23.84	22.56	18.93	15.54	24.95	3.3821
600497.SH	驰宏锌锗	273.40	30.49	14.25	11.62	10.46	0.06	1.7489
000960.SZ	锡业股份	233.21	9.85	13.90	7.60	6.94	-	1.4720
600547.SH	山东黄金	809.72	49.62	72.33	38.74	28.45	-	3.8679
002155.SZ	湖南黄金	196.77	45.98	25.71	16.73	0.00	0.00	3.3763
601020.SH	华钰矿业	84.69	60.88	0.00	0.00	10.84	0.00	2.8984

资料来源：wind（以 3 月 10 日收盘价为基准），中邮证券研究所

5 风险提示

项目发生重大安全事故；项目复产进度不及预期；金属价格波动等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2009	2771	3688	5362	营业收入	113.7%	38.0%	33.1%	45.4%
营业成本	1020	1742	1379	2052	营业利润	374.3%	-12.8%	433.2%	47.5%
税金及附加	133	0	0	0	归属于母公司净利润	234.1%	9.7%	386.8%	56.6%
销售费用	2	0	0	0	获利能力				
管理费用	342	429	318	462	毛利率	49.2%	37.2%	62.6%	61.7%
研发费用	0	73	0	0	净利率	12.3%	9.8%	35.7%	38.4%
财务费用	157	189	189	189	ROE	4.6%	4.8%	18.9%	22.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	5.1%	5.5%	17.8%	20.7%
营业利润	388	338	1802	2659	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	40.7%	47.0%	32.8%	40.5%
营业外支出	31	0	157	82	流动比率	0.24	0.63	1.05	1.48
利润总额	357	338	1645	2577	营运能力				
所得税	110	68	329	515	应收账款周转率	63.10	63.10	63.10	63.10
净利润	246	270	1316	2061	存货周转率	5.47	4.42	7.43	7.26
归母净利润	246	270	1316	2061	总资产周转率	0.22	0.28	0.35	0.42
每股收益(元)	0.13	0.15	0.72	1.12	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.13	0.15	0.72	1.12
货币资金	136	1150	1964	5371	每股净资产	2.92	3.07	3.78	4.91
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	8	80	37	133	PE	57.32	52.25	10.73	6.85
预付款项	5	8	7	10	PB	2.63	2.51	2.03	1.57
存货	324	929	64	1414	现金流量表				
流动资产合计	574	2309	2165	7126	净利润	246	270	1316	2061
固定资产	3471	3321	3171	3022	折旧和摊销	316	150	150	150
在建工程	537	575	613	652	营运资本变动	16	598	-647	1199
无形资产	3110	3110	3110	3110	其他	109	189	346	271
非流动资产合计	8480	8334	8188	8043	经营活动现金流净额	688	1208	1165	3682
资产总计	9054	10643	10353	15168	资本开支	-369	-38	-195	-120
短期借款	541	541	541	541	其他	41	34	34	34
应付票据及应付账款	673	1680	184	2590	投资活动现金流净额	-329	-4	-161	-86
其他流动负债	1134	1446	1337	1684	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2348	3667	2061	4815	债务融资	-187	0	0	0
其他	1335	1335	1335	1335	其他	-163	-189	-189	-189
非流动负债合计	1335	1335	1335	1335	筹资活动现金流净额	-350	-189	-189	-189
负债合计	3683	5002	3396	6150	现金及现金等价物净增加额	10	1014	814	3406
股本	1837	1837	1837	1837					
资本公积金	2246	2246	2246	2246					
未分配利润	1007	1237	2355	4108					
少数股东权益	6	6	6	6					
其他	275	316	513	822					
所有者权益合计	5370	5641	6957	9018					
负债和所有者权益总计	9054	10643	10353	15168					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048