

锡业股份(000960)

全球精锡龙头，有望受益于锡价上涨

► 集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全球精锡龙头

公司锡行业全产业链布局，从资源到下游各环节互为支撑；同时，公司具备与锡产业链相匹配、稳定通畅的供应链。根据公司公告，截至2023/06/30，公司（含参股公司）拥有锡冶炼产能8万吨/年、锡材产能4.1万吨/年、锡化工产能2.69万吨/年、阴极铜产能12.5万吨/年、锌冶炼产能10万吨/年，压铸锌合金3万吨/年，铜冶炼产能60吨/年。

► 23年前三季度产量稳中有增，锡价走弱影响公司业绩

23年前三季度，公司生产有色金属26.48万吨，同比增加0.36万吨；其中产品锡/铜产量5.90/9.97万吨，同比+0.3/-0.17万吨，锌锭8.26万吨，铸造用锌合金折锌2.11万吨，铜锭66吨。23年前三季度，公司实现营业收入336.58亿元，同比下降20.18%；归母净利润10.95亿元，同比下降18.59%。23年锡价走弱影响公司盈利，23年前三季度，公司销售毛利率/净利率分别为8.27%/3.48%，同比下降2.42/0.01pct。

► 24年锡价中枢抬升可期，公司有望充分受益

23年SHFE锡均价21.24万元/吨，同比下降13.18%；截至2024/2/22，SHFE锡均价21.33万元/吨，同比提高0.44%。24年锡需求端在半导体、光伏、新能源汽车等多重催化下有望提升，而供给端因缅甸佤邦锡矿出口征税政策变化，锡矿复产不确定性仍存以及全球新投产项目多处于产能爬坡期，供给增量有限；供需缺口扩大，锡价中枢有望抬升。

► 盈利预测与投资建议

公司是全球精炼锡生产龙头，2022年全国/全球锡市占率分别达到47.78%/22.54%；有望充分受益于行业景气度回暖所带来的业绩弹性。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.78/19.40/23.26亿元，EPS分别为1.02/1.18/1.41元，3年CAGR为19.99%。参考可比公司估值，我们给予锡业股份2024年15倍PE，目标价17.68元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险；海外政治与安全风险；汇率波动风险；产量不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	53844	51998	48605	47531	48572
增长率（%）	20.20%	-3.43%	-6.53%	-2.21%	2.19%
EBITDA（百万元）	5700	3830	6070	6457	6235
归母净利润（百万元）	2817	1346	1678	1940	2326
增长率（%）	308.03%	-52.21%	24.64%	15.59%	19.91%
EPS（元/股）	1.71	0.82	1.02	1.18	1.41
市盈率（P/E）	7.9	16.6	13.3	11.5	9.6
市净率（P/B）	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	9.0	5.0	4.1	3.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年02月23日收盘价

行业：有色金属/小金属
投资评级：买入（维持）
当前价格：13.57元
目标价格：17.68元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,645.80/1,645.80
流通A股市值（百万元）	22,333.53
每股净资产（元）	10.64
资产负债率（%）	50.48
一年内最高/最低（元）	17.96/10.73

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

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4597	2398	2430	3230	4958
应收账款+票据	1576	1090	1019	996	1018
预付账款	529	317	296	290	296
存货	7184	5937	5595	5447	5525
其他	1521	1397	1310	1283	1310
流动资产合计	15407	11139	10651	11246	13107
长期股权投资	376	316	367	418	469
固定资产	16735	17800	16543	15494	14638
在建工程	2493	1523	2102	2932	3511
无形资产	3560	3473	2599	1724	850
其他非流动资产	2410	2420	1874	1177	1169
非流动资产合计	25575	25531	23485	21746	20638
资产总计	40981	36670	34135	32991	33745
短期借款	7811	2487	911	0	0
应付账款+票据	1797	1514	1427	1389	1409
其他	4565	5710	5397	5257	5332
流动负债合计	14173	9711	7735	6647	6741
长期带息负债	7766	7952	5682	3649	1936
长期应付款	866	666	666	666	666
其他	1053	1020	1020	1020	1020
非流动负债合计	9685	9637	7368	5334	3621
负债合计	23859	19348	15103	11981	10363
少数股东权益	1604	932	1211	1534	1921
股本	1669	1646	1646	1646	1646
资本公积	8685	8321	8321	8321	8321
留存收益	5165	6423	7855	9510	11495
股东权益合计	17123	17322	19033	21011	23382
负债和股东权益总计	40981	36670	34135	32991	33745

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3038	1570	1957	2262	2713
折旧摊销	1448	1461	3398	3590	2959
财务费用	739	548	396	236	121
存货减少(增加为“-”)	-2774	1246	342	148	-78
营运资金变动	-2657	407	121	27	-39
其它	3121	-186	-425	-228	1
经营活动现金流	2915	5048	5789	6035	5677
资本支出	-1460	-1964	-1300	-1800	-1800
长期投资	-101	0	0	0	0
其他	-428	526	32	29	26
投资活动现金流	-1989	-1438	-1268	-1771	-1774
债权融资	-89	-5139	-3846	-2944	-1713
股权融资	0	-23	0	0	0
其他	-908	-588	-642	-521	-462
筹资活动现金流	-997	-5750	-4488	-3465	-2175
现金净增加额	-99	-2130	33	799	1728

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	53844	51998	48605	47531	48572
营业成本	47398	46993	44285	43113	43732
营业税金及附加	288	285	266	260	266
营业费用	98	92	92	88	90
管理费用	1615	1367	1356	1293	1316
财务费用	739	548	396	236	121
资产减值损失	-28	-987	-24	-24	-24
公允价值变动收益	7	-11	0	0	0
投资净收益	-72	107	107	107	107
其他	75	27	-26	-4	14
营业利润	3688	1849	2266	2621	3144
营业外净收益	-175	-27	10	10	10
利润总额	3513	1821	2276	2631	3154
所得税	474	251	319	368	442
净利润	3038	1570	1957	2262	2713
少数股东损益	221	224	279	323	387
归属于母公司净利润	2817	1346	1678	1940	2326

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	20.20%	-3.43%	-6.53%	-2.21%	2.19%
EBIT	147.82%	-44.27%	12.75%	7.30%	14.26%
EBITDA	102.49%	-32.80%	58.46%	6.38%	-3.44%
归属于母公司净利润	308.03%	-52.21%	24.64%	15.59%	19.91%
获利能力					
毛利率	11.97%	9.63%	8.89%	9.30%	9.97%
净利率	5.64%	3.02%	4.03%	4.76%	5.58%
ROE	18.15%	8.21%	9.42%	9.96%	10.84%
ROIC	13.42%	6.38%	8.25%	9.59%	11.80%
偿债能力					
资产负债率	58.22%	52.76%	44.24%	36.32%	30.71%
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.7	1.9
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	1.0
营运能力					
应收账款周转率	41.0	52.6	52.6	52.6	52.6
存货周转率	6.6	7.9	7.9	7.9	7.9
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益	1.7	0.8	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流	1.8	3.1	3.5	3.7	3.4
每股净资产	9.4	10.0	10.8	11.8	13.0
估值比率					
市盈率	7.9	16.6	13.3	11.5	9.6
市净率	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	9.0	5.0	4.1	3.8
EV/EBIT	11.2	14.6	11.3	9.3	7.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年02月23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