

锡业股份(000960)

产量稳中有增，有望受益于锡价上涨

行业：有色金属/小金属
投资评级：买入(维持)
当前价格：17.05元
目标价格：21.09元

事件：

公司发布2023年年度报告，公司2023年实现营业收入423.59亿元，同比下降18.54%；归母净利润14.08亿元，同比增长4.61%；扣非归母净利润13.83亿元，同比增长11.18%。

2023年有色金属产量稳中有增，锡市占率进一步提升

2023年，公司生产有色金属总量34.71万吨，同比增加0.52万吨，其中，锡8万吨，同比增加0.33万吨；铜12.93万吨，同比增加0.35万吨；锌13.47万吨，同比减少0.17万吨；镭102吨，同比增加29吨；铅3158吨，同比增加129吨；银166吨以及金1002千克。2023年，公司锡全国/全球市占率分别为47.92%/22.92%，分别同比提高0.14/0.38pct。

2023年锡、锌价格下降，公司毛利率小幅下降

2023年公司销售毛利率为9.15%，同比下降0.47pct；其中，锡锭/锌产品毛利率分别为11.73%/35.43%，分别同比下降0.75/11.32pct。2023年沪锡/锌期货均价分别为21.24/2.15万元/吨，分别同比下降13.18%/13.78%，金属价格下降导致公司毛利率下滑。2023年公司锡、铜选矿回收率提升，锡精矿/铜精矿/锌精矿自给率分别为30.94%/18.32%/76.04%。

24年锡价中枢抬升可期，公司有望充分受益

截至2024/4/12，沪锡期货收盘价为25.44万元/吨，较年初上涨20.75%。2024年，锡需求端受光伏、新能源汽车产业链高景气延续、半导体市场边际修复等多重催化下有望提升，而缅甸佤邦锡矿复产不确定性仍存导致供给端趋于偏紧；锡供需缺口或将扩大，锡价中枢有望继续抬升。

盈利预测、估值与评级

公司是全球精炼锡生产龙头，有望充分受益于锡价上行所带来的业绩弹性。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为21.10/24.76/27.88亿元，EPS分别为1.28/1.50/1.69元，3年CAGR为25.56%。参考可比公司估值，我们给予公司2024年16.4倍PE，目标价21.09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。

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)	28,060.92
每股净资产(元)	10.81
资产负债率(%)	49.24
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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51998	42359	41690	42533	43607
增长率(%)	-3.43%	-18.54%	-1.58%	2.02%	2.53%
EBITDA(百万元)	3830	3934	6788	7251	6590
归母净利润(百万元)	1346	1408	2110	2476	2788
增长率(%)	-52.21%	4.61%	49.83%	17.33%	12.60%
EPS(元/股)	0.82	0.86	1.28	1.50	1.69
市盈率(P/E)	20.8	19.9	13.3	11.3	10.1
市净率(P/B)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.0	9.0	5.3	4.3	4.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年04月12日收盘价

相关报告

1、《锡业股份(000960)：全球精锡龙头，有望受益于锡价上涨》2024.02.23

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2398	2084	2085	3805	5554
应收账款+票据	1090	791	778	794	814
预付账款	317	246	242	247	253
存货	5937	6468	6239	6337	6470
其他	1397	1261	1241	1266	1297
流动资产合计	11139	10850	10585	12449	14388
长期股权投资	316	1167	1224	1282	1339
固定资产	17800	17619	16204	15007	14010
在建工程	1523	695	1412	2380	3097
无形资产	3473	3371	2481	1592	702
其他非流动资产	2420	3359	2505	1502	1477
非流动资产合计	25531	26211	23828	21762	20626
资产总计	36670	37060	34413	34210	35014
短期借款	2487	2107	302	0	0
应付账款+票据	1514	1581	1525	1548	1581
其他	5710	4129	3982	4042	4126
流动负债合计	9711	7816	5809	5590	5707
长期带息负债	7952	9023	6313	3902	1998
长期应付款	666	271	271	271	271
其他	1020	1140	1140	1140	1140
非流动负债合计	9637	10434	7724	5313	3409
负债合计	19348	18250	13532	10903	9116
少数股东权益	932	1020	1191	1389	1610
股本	1646	1646	1646	1646	1646
资本公积	8321	8328	8328	8328	8328
留存收益	6423	7817	9716	11944	14314
股东权益合计	17322	18810	20880	23307	25898
负债和股东权益总计	36670	37060	34413	34210	35014

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1570	1526	2281	2674	3009
折旧摊销	1461	1751	3740	3924	2994
财务费用	548	438	417	244	127
存货减少(增加为“-”)	1246	-531	230	-98	-133
营运资金变动	407	-1596	62	-59	-74
其它	-186	605	-331	0	38
经营活动现金流	5048	2193	6399	6685	5960
资本支出	-1964	-1299	-1300	-1800	-1800
长期投资	0	0	0	0	0
其他	526	686	44	41	38
投资活动现金流	-1438	-613	-1256	-1759	-1762
债权融资	-5139	691	-4514	-2713	-1904
股权融资	-23	0	0	0	0
其他	-588	-2625	-628	-492	-545
筹资活动现金流	-5750	-1934	-5142	-3204	-2449
现金净增加额	-2130	-347	0	1721	1749

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	51998	42359	41690	42533	43607
营业成本	46993	38482	37116	37698	38491
营业税金及附加	285	373	273	278	285
营业费用	92	82	79	79	81
管理费用	1367	1282	1188	1182	1204
财务费用	548	438	417	244	127
资产减值损失	-987	17	-21	-21	-22
公允价值变动收益	-11	6	0	0	0
投资净收益	107	122	115	115	115
其他	27	6	-12	6	24
营业利润	1849	1852	2698	3152	3538
营业外净收益	-27	-107	-68	-68	-68
利润总额	1821	1745	2630	3083	3470
所得税	251	219	349	409	461
净利润	1570	1526	2281	2674	3009
少数股东损益	224	118	171	198	221
归属于母公司净利润	1346	1408	2110	2476	2788

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.43%	-18.54%	-1.58%	2.02%	2.53%
EBIT	-44.27%	-7.85%	39.56%	9.19%	8.08%
EBITDA	-32.80%	2.71%	72.53%	6.83%	-9.12%
归属于母公司净利润	-52.21%	4.61%	49.83%	17.33%	12.60%
获利能力					
毛利率	9.63%	9.15%	10.97%	11.37%	11.73%
净利率	3.02%	3.60%	5.47%	6.29%	6.90%
ROE	8.21%	7.92%	10.72%	11.30%	11.48%
ROIC	6.38%	6.80%	9.09%	10.79%	12.55%
偿债能力					
资产负债率	52.76%	49.24%	39.32%	31.87%	26.04%
流动比率	1.1	1.4	1.8	2.2	2.5
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.9	1.2
营运能力					
应收账款周转率	52.6	58.5	58.5	58.5	58.5
存货周转率	7.9	5.9	5.9	5.9	5.9
总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益	0.8	0.9	1.3	1.5	1.7
每股经营现金流	3.1	1.3	3.9	4.1	3.6
每股净资产	10.0	10.8	12.0	13.3	14.8
估值比率					
市盈率	20.8	19.9	13.3	11.3	10.1
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.0	9.0	5.3	4.3	4.3
EV/EBIT	14.6	16.3	11.7	9.5	7.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月12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