

锡业股份(000960)

报告日期: 2023年07月26日

锡业股份: 锡行业龙头, A股锡板块优质标的

——锡业股份深度报告

投资要点

- 公司是国内锡行业龙头, 产储量均处于世界一流水平**
 公司锡、铜资源储量均居全球第一, 拥有中国最大的锡生产、加工基地, 拥有世界上最长、最完整的锡产业链, 已形成锡冶炼8万吨/年、锡材4.1万吨/年、锡化工2.4万吨/年、阴极铜12.5万吨/年、锌冶炼10万吨/年、铜冶炼60万吨/年的产能规模。锡产品销量约占国内市场的半壁江山、全球市场的四分之一, 连续17年位居全球第一。
- 锡价下跌拖累营收增长, 经营能力优秀**
 公司归母净资产由2020年的126.21亿元上升至2022年的163.89亿元。经营活动现金净流量由2020年的20.38亿元上升至2022年的50.48亿元。显示公司经营能力优秀, 在锡行情下行周期下财务指标仍维持上升。
- 产储稳定, 行稳致远**
 产量方面, 2022年, 公司全年生产有色金属34.19万吨, 其中: 锡7.67万吨、铜12.58万吨、锌13.64万吨、铅3,029吨, 银180吨, 铟73吨。自产矿石金属量锡原矿金属3.43万吨, 铜原矿金属3.16万吨, 锌10.62万吨。
 储量方面, 公司储量稳定, 在2022年努力增储探索, 维持各金属储量基本不变。根据公司2022年度报告, 公司锡储量66.7万吨, 铜金属量119.36万吨, 铅金属量9.69万吨, 锌金属量383.71万吨。
- 锡: 与电子行业景气度强相关, 缅甸进口锡趋势性下降**
 2020年后, 锡价与费城半导体指数高度相关, 呈同步上升趋势。而2020年之前相关趋势则不明显, 显示锡价目前仍然与半导体、电子等下游需求呈现长相关关系。我国锡矿主要进口来源于缅甸。因此缅甸锡矿进口决定了短期内我国上游锡矿石的部分供给情况。2020年至今, 缅甸精矿进口占比呈趋势性下跌的态势。
- 盈利预测与估值**
 我们预计2023~2025年公司营业收入分别为476.18/524.11/559.20亿元, 同比分别-8.42%/+10.07%/+6.70%, 2023~2025年归母净利润分别为18.04/27.71/28.82亿元, 同比分别+34.02%/+53.59%/+4.02%, EPS分别为1.10/1.68/1.75元。基于公司行业地位、业务未来增长情况及可比公司估值, 我们给予公司2023年15倍PE, 对应公司股价为16.5元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示**
 下游需求不及预期: 锡行业价格与电子行业景气度高度相关, 下游需求不及预期将导致锡价下行, 影响公司盈利能力。
 部分地区锡供给扰动风险: 部分地区因能源等原因带来锡供给扰动, 给产业链上下游带来风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅
执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥16.15
总市值(百万元)	26,579.70
总股本(百万股)	1,645.80

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	51,998	47,618	52,411	55,920
(+/-) (%)	-3.43%	-8.42%	10.07%	6.70%
归母净利润	1,346	1,804	2,771	2,882
(+/-) (%)	-52.21%	34.02%	53.59%	4.02%
每股收益(元)	0.82	1.10	1.68	1.75
P/E	19.73	14.72	9.59	9.22

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计 2023~2025 年公司营业收入分别为 476.18/524.11/559.20 亿元，同比分别-8.42%/+10.07%/+6.70%，2023~2025 年归母净利润分别为 18.04/27.71/28.82 亿元，同比分别+34.02%/+53.59%/+4.02%，EPS 分别为 1.10/1.68/1.75 元。基于公司行业地位、业务未来增长情况及可比公司估值，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应公司股价为 16.5 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 关键假设

内部来看，伴随公司关注降本控费、攻关选矿回收率、技术进步稳步推进、积极推动国内锡资源的开发、继续积极寻求公司内部上下产业链整合等多重因素，公司经营有望尽快走出 2023 年的承压状态，凭借优质的资源禀赋和丰富的锡行业企业经验，打开未来的成长空间。

外部来看，锡价 2023 年下跌幅度较大，难以持续，锡价格在 2024 年、2025 年有望回暖，助力公司业绩修复。

锡板块业务为公司核心业务，在 2023 年锡价下行幅度较大背景下，我们认为随着消费电子需求复苏与宏观经济向好，锡价在未来将有望反弹修复，我们预计 2023-2025 年锡锭价格为 24.15/25.36/27 万元/吨。

考虑到未来锡价，公司现有产能水平与销量维持稳定等因素我们预计 2023~2025 年间，锡业股份各板块收入为：

2023 年，受锡价格下跌影响，公司锡相关业务主营收入较 2022 年相对减少，我们预计公司锡化工产品营业收入为 20.26 亿元，锡材产品营业收入为 48.60 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 84.32 亿元。

2024 年我们预计锡价回暖，公司锡相关业务收入较 2023 年相比增加，我们预计公司锡化工产品营业收入为 22.00 亿元，锡材产品营业收入为 53.46 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 92.75 亿元。

2025 年我们预计随着通货膨胀、能源价格上涨、下游相关需求回暖等因素，公司锡化工产品营业收入为 24.00 亿元，锡材产品营业收入为 58.80 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 102.03 亿元。

● 股价上涨的催化因素

锡金属价格超预期，电子行业景气度超预期导致锡价上行，锡行业突发供给扰动事件。

● 风险提示

下游需求不及预期：锡行业价格与电子行业景气度高度相关，下游需求不及预期将导致锡价下行，影响公司盈利能力。

部分地区锡供给扰动风险：部分地区因能源等原因带来锡供给扰动，给产业链上下游带来风险。

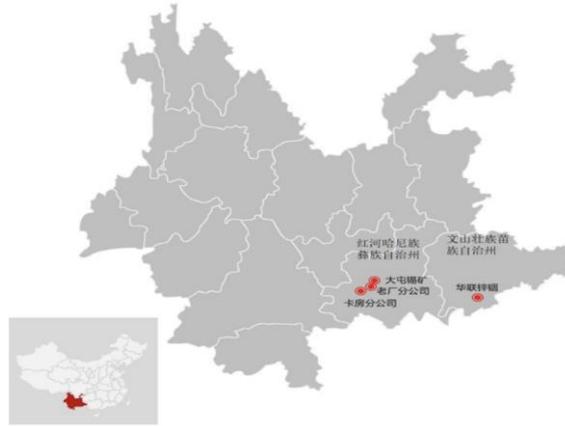
正文目录

1 锡业股份：全球锡行业龙头	5
2 财务分析：锡价下跌拖累营收增长，经营能力优秀	8
3 锡行业.....	10
3.1 锡金属简介：电子行业必需金属	10
3.2 锡价：历经波动后趋稳，价格中枢逐步上升	11
3.3 锡供给：产量受限，强者恒强	11
3.4 锡需求：锡焊料仍占大头.....	14
4 盈利预测.....	16
5 风险提示.....	17

图表目录

图 1: 锡业股份主营业务.....	5
图 2: 锡业股份公司组织架构.....	5
图 3: 锡业股份主要资源集中地.....	6
图 4: 锡业股份产业链布局.....	6
图 5: 锡业股份能源管理目标.....	7
图 6: 锡业股份能源使用关键指标.....	7
图 7: 2020 年-2022 年锡业股份营收.....	8
图 8: 2020-2022 年锡业股份归母净利润 (亿元).....	8
图 9: 2020 年-2022 年锡业股份归母净资产.....	8
图 10: 2020-2022 年锡业股份经营现金净流量.....	8
图 11: 2022 年锡业股份各业务营收占比.....	9
图 12: 2021 年锡业股份各业务营收占比.....	9
图 13: 锡锭.....	10
图 14: 锡冶炼流程.....	10
图 15: 低品位锡精矿冶炼流程.....	10
图 16: 高品位锡精矿冶炼流程.....	10
图 17: 2007-2023 年锡价格 (元/吨).....	11
图 18: 1999-2022 年锡矿产量 (吨).....	12
图 19: 2022 年全球分国别锡产量占比.....	12
图 20: 2022 年全球分国别锡储量占比.....	12
图 21: 2020-2021 年前十大锡企业与其企业锡产量占比.....	12
图 22: 2020-2022 年我国锡矿进口情况.....	13
图 23: 缅甸锡矿进口占总进口比例.....	13
图 24: 2020 年-2023 年 3 月国内锡企业平均开工率 (%).....	13
图 25: 2020 年-2023 年 3 月国内锡企业平均开工率.....	14
图 26: 锡金属下游需求结构.....	14
图 27: 锡价与费城半导体指数.....	15
图 28: 智能手机出货量同比下降.....	15
图 29: 锡矿实际消费量 (金属吨).....	15
表 1: 锡业股份前十大股东名单 (截止至 2023 年一季报).....	6
表 2: 锡业股份储量.....	9
表 3: 锡业股份产品产量.....	9
表 4: 全球前十大锡生产公司.....	14
表 5: 公司分板块主营业务收入.....	16
表 6: 可比公司估值情况.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

图3: 锡业股份主要资源集中地



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司、集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全产业链公司, 从资源到下游各环节能够形成较好衔接, 互为支撑, 一定程度上能够平滑产业周期波动带来的影响。与锡产业链相匹配的供应链也较为完整, 经过多年经营与持续优化, 保持供应链稳定且渠道畅通。

从上游大屯锡矿到下游锡化工、锡材公司精深加工公司, 公司全力拓展产业链, 提升产品附加价值。

图4: 锡业股份产业链布局



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司前十大股东持股比例差距较大, 其中云南锡业集团有限责任公司与云南锡业集团(控股)有限责任公司合计占比 43.78%, 其余为机构投资者等。

表1: 锡业股份前十大股东名单 (截止至 2023 年一季度)

股东名称	持股比例
云南锡业集团有限责任公司	32.97%
云南锡业集团(控股)有限责任公司	10.81%
香港中央结算有限公司	2.28%
中信证券-华融瑞通股权投资管理有限公司-中信证券-长风单一资产管理计划	1.50%
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	0.71%
大家人寿保险股份有限公司-传统产品	0.53%
中国工商银行股份有限公司-华商新趋势优选灵活配置混合型证券投资积极 2	0.49%
全国社保基金四一八组	0.40%
北京久阳润泉资本管理中信(有限合伙)-润泉东方 2 期私募证券投资基金	0.38%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

积极顺应 ESG 大势，主动作为：公司在 ESG 方面设立系列目标，主要是在产品冶炼综合能耗方面提出了一系列要求，锡深加工产品综合能耗下降 0.5%，公司综合电耗小于 1194kWh/t 等要求，在实现 ESG 的同时降低产品相关成本，实现更大价值。

图5：锡业股份能源管理目标



资料来源：锡业股份 2022 年 ESG 报告、浙商证券研究所

锡业股份积极减少相关能源运用，尤其是汽油柴油等化石能源消耗量。在总体产量不变的情况下，汽油柴油消耗量减少，而使用清洁度更高的天然气来替代。

图6：锡业股份能源使用关键指标

2020-2022 年公司能源使用关键绩效指标

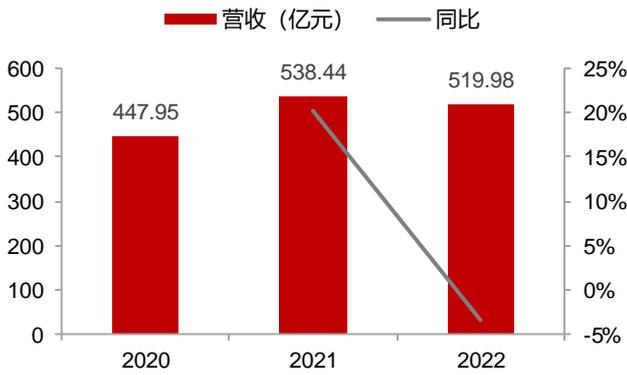
指标	单位	2022 年	2021 年	2020 年
汽油消耗量	吨	315	356	348
柴油消耗量	吨	24,421	26,608	26,402
天然气使用量	立方米	11,541,421	11,222,654	5,415,708
煤炭消耗量	吨	129,362	131,198	121,912
用电量	千瓦时	1,904,467,539	1,882,161,671	1,779,734,286

资料来源：锡业股份 2022 年 ESG 报告、浙商证券研究所

2 财务分析：锡价下跌拖累营收增长，经营能力优秀

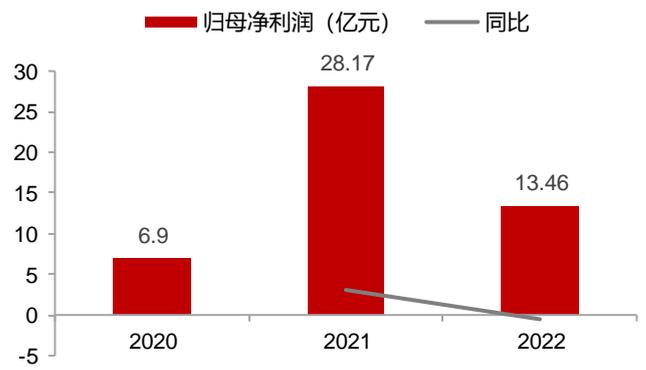
锡价下跌拖累营收与归母净利，营收与归母净利润同比下降。2022 年锡价下行幅度较大，受锡价下跌影响，公司营收与归母净利润出现了一定幅度的下滑，但未来表现仍可期。

图7：2020年-2022年锡业股份营收



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

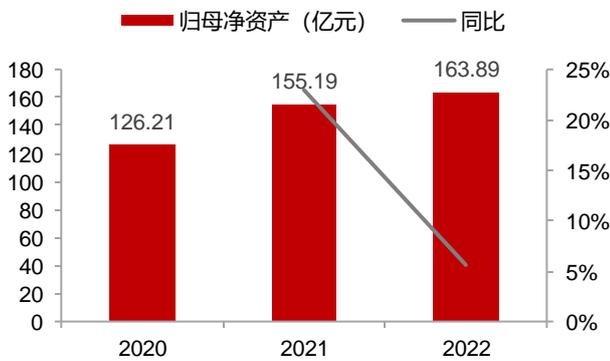
图8：2020-2022年锡业股份归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

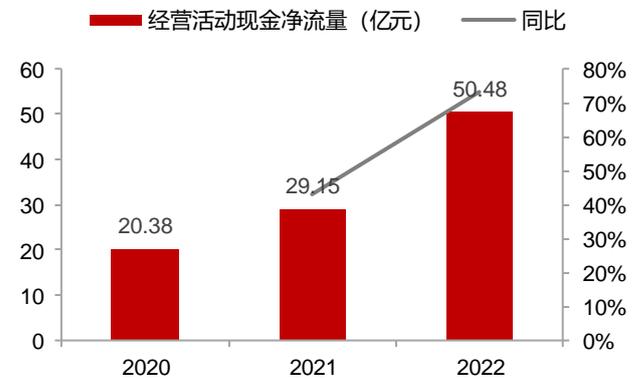
业绩压力下多项财务指标上行，公司归母净资产由2020年的126.21亿上升至2022年的163.89亿元。经营活动现金净流量由2020年的20.38亿元上升至2022年的50.48亿元，在锡行情下行周期下仍维持上升。

图9：2020年-2022年锡业股份归母净资产



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

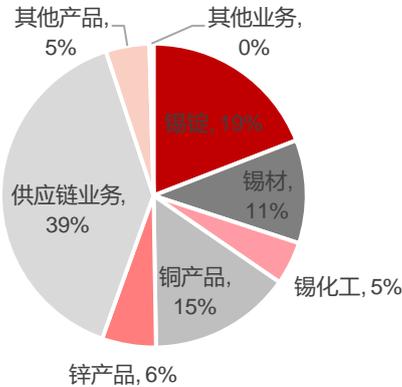
图10：2020-2022年锡业股份经营现金净流量



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

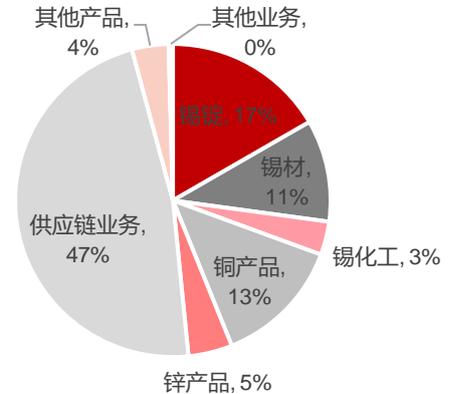
关注公司营收结构：锡锭，铜业务占比略微上升，分别由17%，13%，上升至19%，15%。供应链业务占比下降较为明显，由当时的47%下降至39%，显示公司聚焦主营业务。

图11：2022年锡业股份各业务营收占比



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

图12：2021年锡业股份各业务营收占比



资料来源：公司公告,浙商证券研究所

公司储量稳定，在2022年努力增储探索，维持各金属储量基本不变。公司锡储量66.7万吨，铜金属量119.36万吨，铅金属量9.69万吨，锌金属量383.71万吨。

表2：锡业股份储量

	单位	2022年末	2021年末	同比增减
锡金属量	万吨	66.7	68.02	-1.94%
铜金属量	万吨	119.36	121.37	-1.66%
铅金属量	万吨	9.69	9.84	-1.52%
锌金属量	万吨	383.71	389.99	-1.61%
银	吨	2548	2558	-0.39%
铟	吨	5082	5134	-1.01%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司各产品生产量维持稳定，2022年，公司全年生产有色金属34.19万吨，其中：锡锡锭4.61万吨、锡材2.66万吨、铜12.58万吨、锌13.64万吨、铅3,029吨，银180吨，铟73吨。自产矿石金属量锡原矿金属3.44万吨，铜原矿金属3.16万吨，锌10.52万吨。

表3：锡业股份产品产量

	2022年生产量	2022年自产量
锡锭(万吨)	4.61	
锡材(万吨)	2.66	3.44
锡化工(万吨)	2.17	
阴极铜(万吨)	12.58	3.16
锌锭(万吨)	13.64	10.52
铟锭(吨)	73	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2023年公司经营计划：全年预算营业收入470亿元（综合考虑供应链业务压缩和公司深加工产业板块调整等因素）。有色金属总产量：33.35万吨，其中：产品含锡7.9万吨、产品铜12.6万吨、产品锌12.46万吨、铟71吨。各产品产量平稳发展。

3 锡行业

3.1 锡金属简介：电子行业必需金属

锡是一种有银白色金属光泽的低熔点金属，纯锡质柔软，常温下展性好，化学性质稳定，不易被氧化，常保持银闪闪的光泽。锡在地壳中的含量为 0.004%，几乎都以锡石(氧化锡)的形式存在，此外还有极少量的锡的硫化物矿。

锡金属主要用于制造焊锡、镀锡板、合金、化工制品等。被广泛应用于电子、信息、电器、化工、冶金、建材、机械、食品包装，原子能及航天工业等。随着新能源各项技术的发展，其应用领域将不断扩大。

图13： 锡锭



资料来源：锡业股份官网、浙商证券研究所

根据锡品位、矿物成分的不同，锡冶炼工序也有所不同。但大体流程一致，主要分为炼前处理、还原熔炼、炼渣和粗锡精炼。

图14： 锡冶炼流程

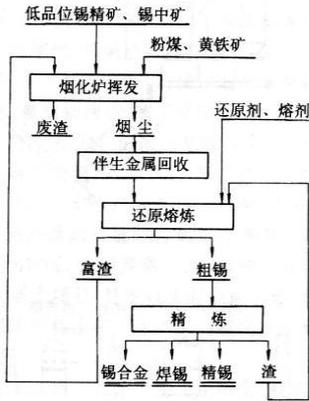


资料来源：亚洲金属网、浙商证券研究所

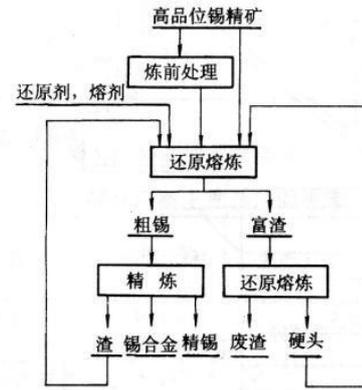
高低品位锡精矿冶炼流程不同，低品位锡精矿主要通过烟化炉挥发后进一步进行熔炼，高品位锡精矿主要在进行简单炼前处理后直接进行还原熔炼。

图15： 低品位锡精矿冶炼流程

图16： 高品位锡精矿冶炼流程



资料来源：亚洲金属网,浙商证券研究所

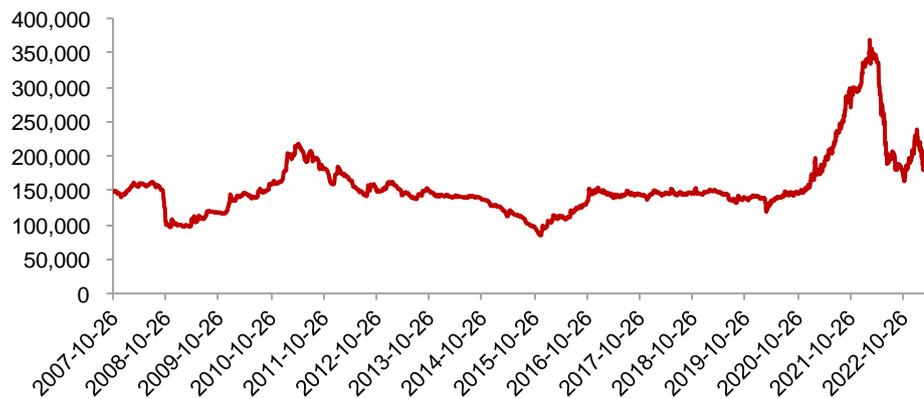


资料来源：亚洲金属网,浙商证券研究所

3.2 锡价：历经波动后趋稳，价格中枢逐步上升

锡价和宏观经济预期密切相关。复盘 07 年以来锡价，2020 至 2021 年间锡价波动最大，主要原因是 2020 年上半年宏观主动释放流动性，宏观经济转暖锡价逐步上升。二季度之后，供需矛盾再度加剧（云南限电使得大部分冶炼厂停产，缅甸锡进口受阻等）。

图17： 2007-2023 年锡价格（元/吨）



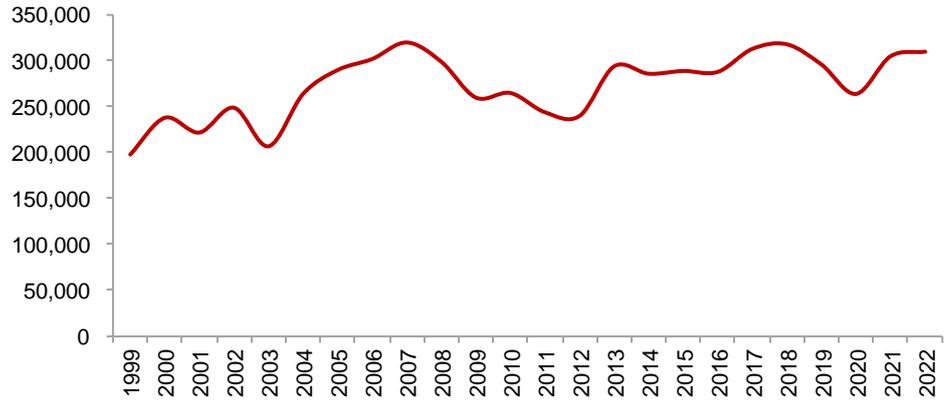
资料来源：锡业股份官网、浙商证券研究所

3.3 锡供给：产量受限，强者恒强

锡供给方面:锡矿产量受主要受锡矿品位，新增矿产较少等因素影响，供给放量受限，维持 30 万吨/年左右的供给水平浮动。

我们预计随着部分锡矿品位逐渐下降，锡金属未来产量放量较为困难。供给端不会出现较大的增量。

图18: 1999-2022年锡矿产量(吨)

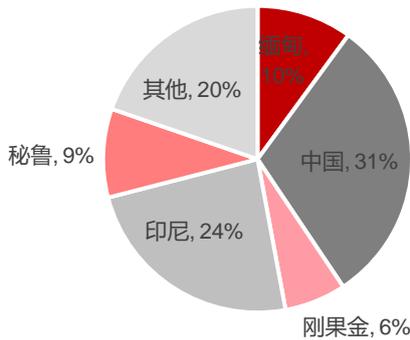


资料来源: Wind、浙商证券研究所

锡产地较为集中,中国占比最大,达31%,其次为印尼,占比达24%。二者产量合计占比超50%,其余较大的出产国为缅甸10%、秘鲁9%、刚果金6%。

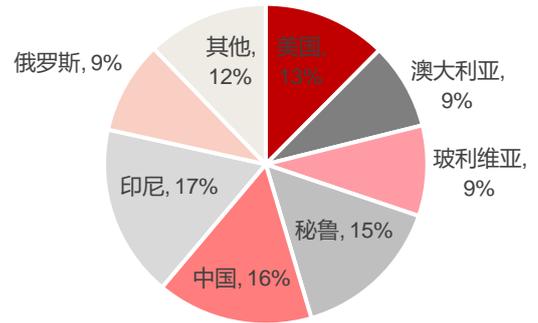
储量分布与产量相比较为分散,印尼、中国、秘鲁、美国占比较大。

图19: 2022年全球分国别锡产量占比



资料来源: SMM,浙商证券研究所

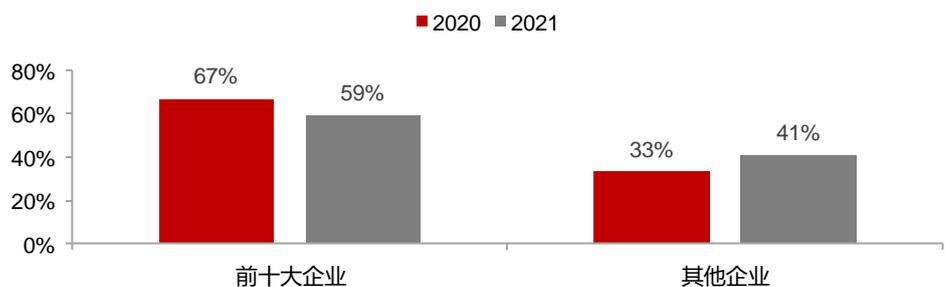
图20: 2022年全球分国别锡储量占比



资料来源: SMM,浙商证券研究所

2020-2021年间,前十大锡企业占比略微下滑,从2020年的67%下降至2021年的59%。前十大外其他企业份额逐渐从33%上涨至41%。

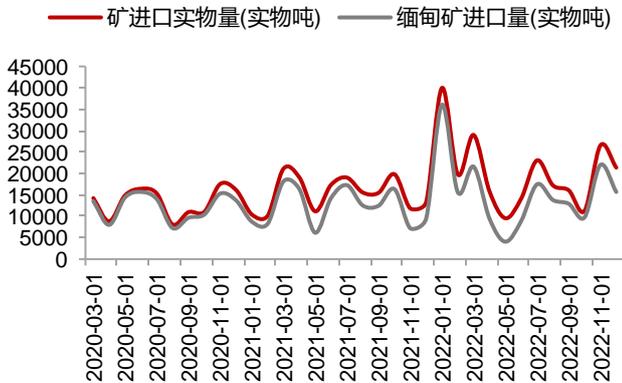
图21: 2020-2021年前十大锡企业与其他企业锡产量占比



资料来源: Wind、浙商证券研究所

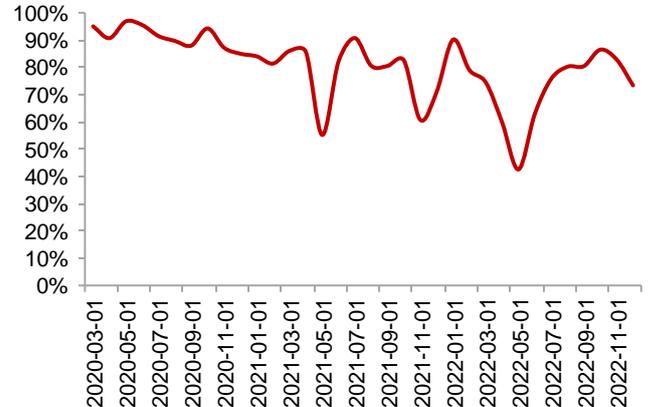
我国国内锡矿进口主要来自于缅甸：缅甸作为锡原料生产的主要国家之一，我国锡矿主要进口来源于缅甸。因此缅甸锡矿进口决定了短期内我国上游锡矿石的部分供给情况。2020年至今，缅甸精矿进口占比呈趋势性下跌的态势。

图22: 2020-2022年我国锡矿进口情况



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

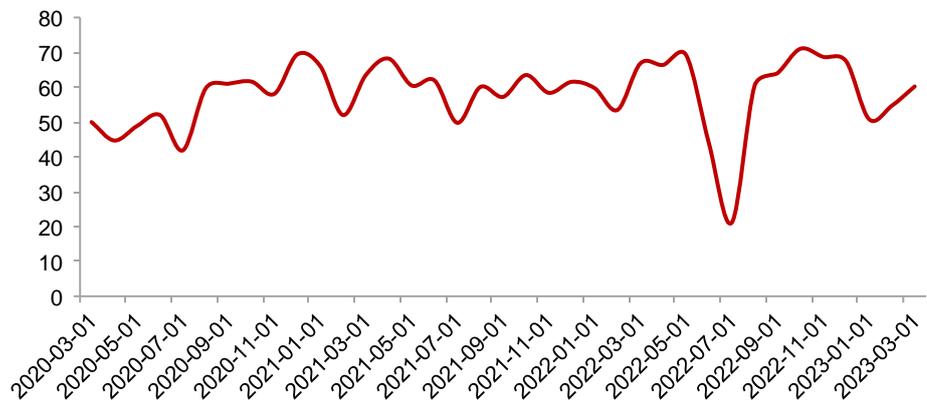
图23: 缅甸锡矿进口占总进口比例



资料来源: SMM, 浙商证券研究所

开工率仍有上升空间，2023年3月，国内锡企业平均开工率为60%，显示国内供给仍有扩张空间。

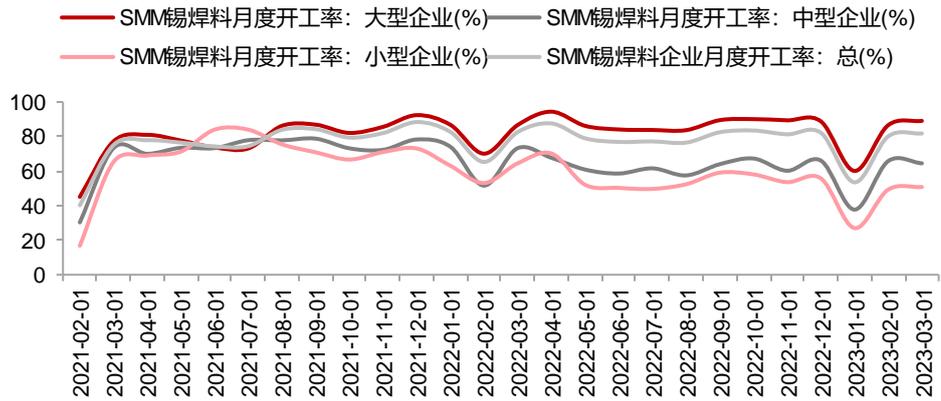
图24: 2020年-2023年3月国内锡企业平均开工率(%)



资料来源: SMM、浙商证券研究所

大中小型企业开工率拉开差距：国内大中小型锡企业开工率逐渐拉开差距，显示强者恒强的趋势。总企业分类看，大型企业阅读开工率显著高于中小型企业。主要原因是因为环保等因素的要求，大型企业在锡生产方面更有优势，因此，锡行业强者恒强趋势明显。

图25: 2020年-2023年3月国内锡企业平均开工率



资料来源: SMM、浙商证券研究所

锡业股份产量位居全球第一, 2020年产量约为7.48万吨。且产量远高于其他企业, 龙头优势显著。

表4: 全球前十大锡生产公司

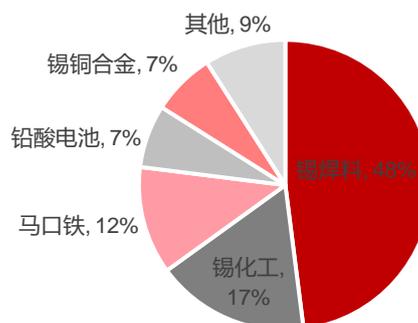
排名	公司	所在国	2020年产量(千吨)	2021年产量(千吨)
1	锡业股份	中国	74.8	82
2	明苏尔	秘鲁	25.1	31.84
3	天马公司	印度尼西亚	45.7	26.5
4	云南乘风	中国	16.5	17
5	马来西亚冶炼公司	马来西亚	22.4	16.4
6	泰萨科	泰国	11.3	12.1
7	本托矿业	玻利维亚	7.1	12.1
8	江西新南山	中国	10.1	11.6
9	奥鲁比斯贝尔斯	比利时	9	9.8
10	广西华锡集团	中国	10.1	9.2

资料来源: ITA, 浙商证券研究所

3.4 锡需求: 锡焊料仍占大头

锡焊料主要用于消费电子电路之间的焊接, 占比48%, 为锡金属最大的下游需求。其次是锡化工占比17%, 马口铁占比12%。随着光伏以及电动车等下游新能源产业链需求量逐渐变大, 我们认为新能源在锡下游需求占比中变大。

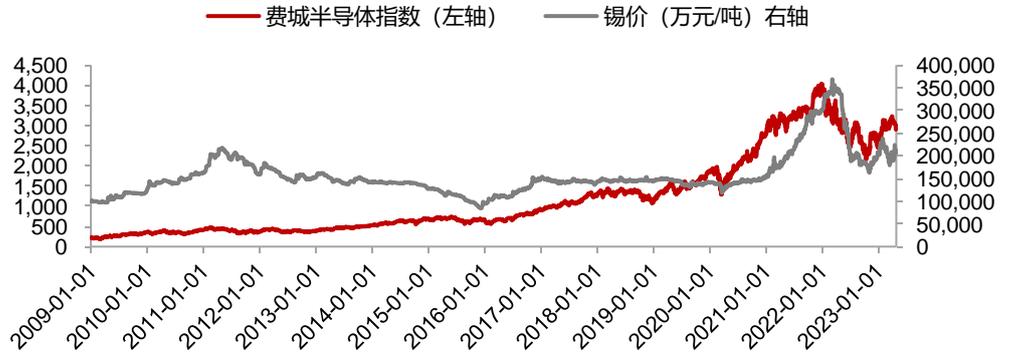
图26: 锡金属下游需求结构



资料来源: SMM、浙商证券研究所

2020年后，锡价与费城半导体指数高度相关，呈同步上升趋势。而2020年之前相关趋势则不明显，显示锡价目前仍然与半导体、电子等下游需求呈现正相关关系。

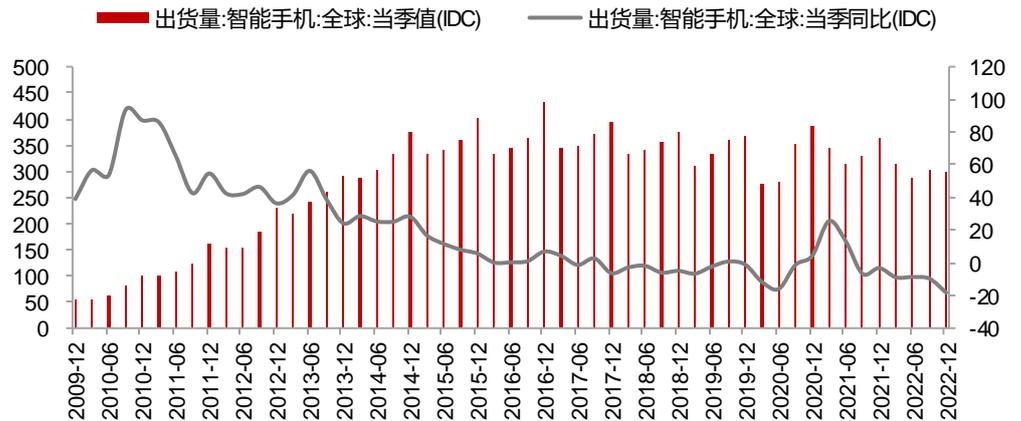
图27: 锡价与费城半导体指数



资料来源: Wind、浙商证券研究所

锡焊料作为锡行业最大的下游需求，与以智能手机为代表的消费电子出货量息息相关。智能手机出货量同比下降，导致锡焊料需求不乐观。

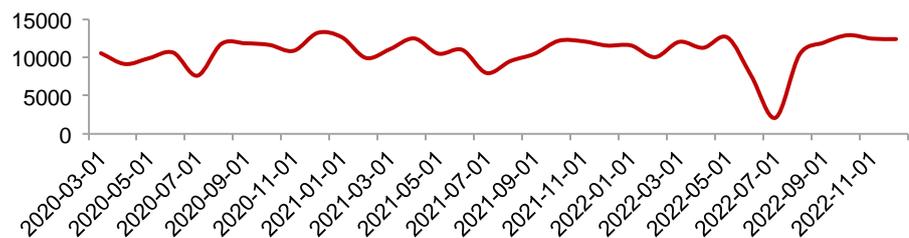
图28: 智能手机出货量同比下降



资料来源: Wind、浙商证券研究所

至于矿端，锡矿消费量总体维持平稳，维持稳定。我们将锡消费分为两部分：一部分是以智能手机电子电路相关的传统需求，见底逐渐可期，或将助力锡消费量回暖。

图29: 锡矿实际消费量(金属吨)



资料来源: SMM、浙商证券研究所

4 盈利预测

内部来看，伴随公司关注降本控费、攻关选矿回收率、技术进步稳步推进、积极推动国内锡资源的开发、继续积极寻求公司内部上下产业链整合等多重因素，公司经营有望尽快走出 2023 年的承压状态，凭借优质的资源禀赋和丰富的锡行业企业经验，打开未来的成长空间。

外部来看，锡价 2023 年下跌幅度较大，难以持续，锡价格在 2024 年、2025 年有望回暖，助力公司业绩修复。

关键假设

锡板块业务为公司核心业务，在 2023 年锡价下行幅度较大背景下，我们认为随着消费电子需求复苏与宏观经济向好，锡价在未来将有望反弹修复，我们预计 2023-2025 年锡锭价格为 24.15/25.36/27 万元/吨。

考虑到未来锡价，公司现有产能水平与销量维持稳定等因素我们预计 2023~2025 年间，锡业股份各板块收入为：

2023 年，受锡价格下跌影响，公司锡相关业务主营收入较 2022 年相对减少，我们预计公司锡化工产品营业收入为 20.26 亿元，锡材产品营业收入为 48.60 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 84.32 亿元。

2024 年我们预计锡价回暖，公司锡相关业务收入较 2023 年相比增加，我们预计公司锡化工产品营业收入为 22.00 亿元，锡材产品营业收入为 53.46 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 92.75 亿元。

2025 年我们预计随着通货膨胀、能源价格上涨、下游相关需求回暖等因素，公司锡化工产品营业收入为 24.00 亿元，锡材产品营业收入为 58.80 亿元，锡锭（不含贸易）营业收入为 102.03 亿元。

表5：公司分板块主营业务收入

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
锡锭(贸易)	2395	2400	2420	2450
铜产品(贸易)	16299	15000	16800	17000
锡化工产品	2383	2026	2200	2400
锡材产品	5717	4860	5346	5880
锡锭	9920	8432	9275	10203
锌产品	2967	2800	3080	3388
铜产品	7846	7700	8470	9317
贸易-其他产品	1845	1800	1980	2178
其他主营业务	2401	2400	2640	2904
其他业务	223	200	200	200
合计	51998	47618	52411	55920

资料来源：公司公告,浙商证券研究所

我们预计 2023~2025 年公司营业收入分别为 476.18/524.11/559.20 亿元，同比分别 -8.42%/+10.07%/+6.70%，2023~2025 年归母净利润分别为 18.04/27.71/28.82 亿元，同比分别 +34.02%/+53.59%/+4.02%，EPS 分别为 1.10/1.68/1.75 元。基于公司行业地位、业务未来增长情况及可比公司估值，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应公司股价为 16.5 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表6: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000960.SZ	锡业股份	262.83	0.82	1.10	1.68	1.75	19.73	14.72	9.59	9.22
	均值	-	0.33	0.58	0.77	0.94	32.15	14.44	11.11	9.42
000426.SZ	兴业银锡	175.64	0.09	0.58	1.03	1.33	64.34	16.50	9.27	7.22
600497.SH	驰宏锌锗	280.53	0.13	0.41	0.47	0.50	38.47	13.57	11.83	11.05
000060.SZ	中金岭南	210.80	0.32	0.42	0.49	0.58	12.64	13.50	11.61	9.69
601899.SH	紫金矿业	3440.88	0.76	0.92	1.12	1.34	13.14	14.18	11.72	9.73

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 市值参考日期为 2023 年 7 月 26 日

5 风险提示

下游需求不及预期: 锡行业价格与电子行业景气度高度相关, 下游需求不及预期将导致锡价下行, 影响公司盈利能力。

部分地区锡供给扰动风险: 部分地区因能源等原因带来锡供给扰动, 给产业链上下游带来风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,139	14,147	16,845	19,718
现金	2,398	6,002	7,762	9,912
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	726	1,056	1,162	1,240
其它应收款	680	544	552	544
预付账款	317	349	620	682
存货	5,937	5,517	6,046	6,616
其他	1,081	680	703	724
非流动资产	25,531	27,067	28,043	29,230
金额资产类	144	137	149	161
长期投资	316	301	269	209
固定资产	17,563	18,540	18,852	19,470
无形资产	3,473	3,520	3,602	3,688
在建工程	1,523	1,785	2,044	2,301
其他	2,513	2,785	3,127	3,400
资产总计	36,670	41,215	44,888	48,948
流动负债	9,711	11,605	11,196	11,004
短期借款	2,487	3,687	3,117	2,747
应付款项	1,514	1,570	1,647	1,723
预收账款	1	5	5	6
其他	5,709	6,343	6,427	6,529
非流动负债	9,637	10,252	11,112	12,013
长期借款	7,945	8,736	9,596	10,497
其他	1,692	1,516	1,516	1,516
负债合计	19,348	21,856	22,308	23,017
少数股东权益	932	1,219	1,670	2,138
归属母公司股东权益	16,390	18,139	20,911	23,793
负债和股东权益	36,670	41,215	44,888	48,948

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,048	4,881	4,156	4,557
净利润	1,570	2,091	3,222	3,351
折旧摊销	1,461	1,299	1,287	1,366
财务费用	626	442	486	505
投资损失	(107)	(71)	(79)	(84)
营运资金变动	439	1,055	(823)	(592)
其它	1,059	66	63	11
投资活动现金流	(1,438)	(2,781)	(2,259)	(2,489)
资本支出	(1,554)	(2,762)	(2,111)	(2,467)
长期投资	60	(56)	(124)	(1)
其他	56	37	(23)	(21)
筹资活动现金流	(5,750)	1,508	(138)	83
短期借款	(5,324)	1,200	(570)	(370)
长期借款	807	790	861	900
其他	(1,232)	(482)	(429)	(447)
现金净增加额	(2,130)	3,605	1,760	2,150

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	51,998	47,618	52,411	55,920
营业成本	46,993	43,047	46,309	49,619
营业税金及附加	285	262	288	308
营业费用	92	86	157	168
管理费用	1,148	1,333	1,520	1,622
研发费用	219	200	220	235
财务费用	548	370	306	272
资产减值损失	(987)	0	0	49
公允价值变动损益	(11)	0	0	0
投资净收益	107	71	79	84
其他经营收益	109	100	110	117
营业利润	1,849	2,501	3,810	3,958
营业外收支	(27)	(75)	(73)	(71)
利润总额	1,821	2,426	3,737	3,887
所得税	251	334	515	536
净利润	1,570	2,091	3,222	3,351
少数股东损益	224	287	451	469
归属母公司净利润	1,346	1,804	2,771	2,882
EBITDA	3,751	4,095	5,330	5,525
EPS (最新摊薄)	0.82	1.10	1.68	1.75

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.43%	-8.42%	10.07%	6.70%
营业利润	-49.88%	35.27%	52.38%	3.88%
归属母公司净利润	-52.21%	34.02%	53.59%	4.02%
获利能力				
毛利率	9.63%	9.60%	11.64%	11.27%
净利率	2.59%	3.79%	5.29%	5.15%
ROE	8.21%	9.95%	13.25%	12.11%
ROIC	6.11%	6.61%	8.72%	8.18%
偿债能力				
资产负债率	52.76%	53.03%	49.70%	47.02%
净负债比率	111.70%	112.90%	98.79%	88.76%
流动比率	1.15	1.22	1.50	1.79
速动比率	0.44	0.66	0.85	1.07
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.22	1.22	1.19
应收账款周转率	74.03	78.13	83.83	82.59
应付账款周转率	28.38	27.91	28.79	29.45
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.10	1.68	1.75
每股经营现金	3.07	2.97	2.53	2.77
每股净资产	9.96	11.02	12.71	14.46
估值比率				
P/E	19.73	14.72	9.59	9.22
P/B	1.62	1.46	1.27	1.12
EV/EBITDA	9.54	9.20	6.79	6.26

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>