

锡铜锌产品价格齐涨，2021 年业绩超预期

2022 年 01 月 24 日

➤ **事件：**2022 年 1 月 23 日，公司发布 2021 年年度业绩预增公告。预计公司 2021 年度实现归母净利润 27 亿元至 29 亿元，同比增长 291.08% 至 320.05%；扣非归母净利润 27.5 亿元至 30 亿元，同比增加 351.93% 至 393.01%。单季度看，Q4 实现归母净利润 9.04 亿元至 11.04 亿元，同比增长 287% 至 373%，环比增长 8% 至 32%。**业绩超过 Wind 一致预期。**

➤ **点评：**公司主要产品量稳定，但价齐升，驱动业绩大幅增长。

- ① **量方面**，公司前三季度实现有色金属产量 25.22 万吨，完成年计划的 81.61%，锡锭/阴极铜/锌锭/铟锭产量分别为 6.06/8.74/10.15 万吨和 53.26 吨。2021 年 Q4 公司锡、铜、锌等主要产品产量预计保持平稳。
- ② **价方面**，2021 年 Q4 公司主要金属品种价格同比、环比均上涨。锡锭平均价格为 29.13 万元/吨，同比增长 97.47%，环比增长 19.54%；阴极铜平均价格为 7.05 万元/吨，同比增长 29.24%，环比增长 1.55%；锌锭平均价格为 2.37 万元，同比增长 14.73%，环比增长 4.75%。
- ③ **成本费用方面**，公司致力于成本费用的管控，克服了区域性限电、原材辅料价格上涨和供给剧烈变动等多重挑战。
- ④ **竞争优势**：公司通过改革创新，提升生产技术，深加工板块业务创效大幅增长。在锡全产业链供应链协同联动下，公司市场影响力提升，市场份额进一步扩大（2020 年公司锡金属国内市占率为 47.70%，全球市占率为 22.58%）。
- ⑤ **处置低效资产**：全资子公司郴州矿冶长期处于亏损（2020-2021 上半年分别亏损 1.28 亿和 161 万元），预计将形成部分资产减值，但降低了未来“出血点”，有利于公司未来发展。

➤ **未来核心看点：**公司为锡行业龙头、拥有国际领先的锡采、选、冶、深加工成套技术及完整的产业链，同时拥有丰富的锡铜锌铟资源，资源禀赋优异。

- ① 截止 2021 年上半年，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 2.4 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年，铟冶炼产能 60 吨/年，具备将资源优势转化为产量优势的能力。
- ② 同时，公司主要金属的行业供需格局均向好，价格有望维持平稳上行，公司将充分受益于各金属价格上涨，利润有望持续走高。

➤ **投资建议：**公司是锡行业龙头企业，资源禀赋优异，具有产业链一体化优势，在锡价未来上行的预期下，公司业绩将增厚。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润依次为 27.47/38.45/40.29 亿元，对应 2022 年 1 月 21 日收盘价 22.25 元，2021-2023 年 PE 依次为 14/10/9 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锡、锌、铜价格大幅波动风险；财务风险；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	44,795	55,503	60,813	62,950
增长率（%）	4.4	23.9	9.6	3.5
归属母公司股东净利润（百万元）	690	2,747	3,845	4,029
增长率（%）	-18.7	297.8	40.0	4.8
每股收益（元）	0.42	1.65	2.30	2.41
PE	53	14	10	9
PB	1.4	2.4	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 01 月 21 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

22.25 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

- 1.【民生有色】锡业股份(000960)三季报点评：业绩略超预期，估值修复可期
- 2.【民生有色】锡业股份(000960)动态报告：缅甸锡矿供应拐点将至，全球精锡供需出现缺口
- 3.【民生有色】锡业股份(000960)年报点评：公司构建优质产品组合，业绩释放符合预期
- 4.【民生有色】锡业股份(000960)：锡价步入上行周期，公司构建优质产品组合
- 5.锡业股份(000960)调研跟踪报告：锡价利润传导将加快 锡业股份最受益

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	44,795	55,503	60,813	62,950
营业成本	41,364	48,958	52,434	54,274
营业税金及附加	161	200	223	228
销售费用	85	94	109	120
管理费用	1,193	1,304	1,460	1,528
研发费用	140	155	176	183
EBIT	1,938	4,790	6,411	6,617
财务费用	710	709	690	652
资产减值损失	-238	-126	-145	-154
投资收益	75	73	77	85
营业利润	1,064	4,127	5,764	6,014
营业外收支	-58	-52	-55	-54
利润总额	1,006	4,075	5,709	5,960
所得税	147	590	840	871
净利润	859	3,485	4,869	5,090
归属于母公司净利润	690	2,747	3,845	4,029
EBITDA	3,038	6,147	7,893	8,245

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,591	4,546	7,450	11,012
应收账款及票据	677	1,097	1,102	1,144
预付款项	264	313	315	337
存货	4,409	5,212	5,575	5,775
其他流动资产	2,360	2,354	2,610	2,689
流动资产合计	12,302	13,522	17,052	20,957
长期股权投资	379	385	391	399
固定资产	16,739	18,176	19,582	20,987
无形资产	4,103	4,188	4,268	4,362
非流动资产合计	25,158	25,922	26,518	27,045
资产合计	37,459	39,444	43,570	48,002
短期借款	8,381	8,381	8,381	8,381
应付账款及票据	1,625	1,721	1,856	1,952
其他流动负债	4,165	3,620	3,741	3,808
流动负债合计	14,171	13,722	13,978	14,140
长期借款	6,666	5,874	5,074	4,274
其他长期负债	1,937	1,678	1,478	1,459
非流动负债合计	8,603	7,552	6,552	5,733
负债合计	22,773	21,273	20,530	19,873
股本	1,669	1,669	1,669	1,669
少数股东权益	1,750	2,488	3,512	4,573
股东权益合计	14,686	18,171	23,040	28,129
负债和股东权益合计	37,459	39,444	43,570	48,002

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.45	23.90	9.57	3.51
EBIT 增长率	-6.81	147.13	33.82	3.23
净利润增长率	-18.72	297.84	39.99	4.78
盈利能力 (%)				
毛利率	7.66	11.79	13.78	13.78
净利润率	1.92	6.28	8.01	8.09
总资产收益率 ROA	1.84	6.96	8.82	8.39
净资产收益率 ROE	5.34	17.51	19.69	17.10
偿债能力				
流动比率	0.87	0.99	1.22	1.48
速动比率	0.51	0.55	0.77	1.02
现金比率	0.32	0.33	0.53	0.78
资产负债率 (%)	60.79	53.93	47.12	41.40
经营效率				
应收账款周转天数	4.26	4.78	4.72	4.66
存货周转天数	38.91	38.86	38.81	38.84
总资产周转率	1.20	1.41	1.40	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	1.65	2.30	2.41
每股净资产	7.75	9.40	11.70	14.12
每股经营现金流	1.22	2.11	3.72	4.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	53	14	10	9
PB	1.4	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.50	8.03	5.76	4.98
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	859	3,485	4,869	5,090
折旧和摊销	1,099	1,357	1,483	1,627
营运资金变动	-780	-1,529	-369	-181
经营活动现金流	2,038	3,513	6,200	6,754
资本开支	-1,959	-2,432	-2,429	-2,469
投资	0	-27	97	54
投资活动现金流	-1,958	-2,326	-2,196	-2,272
股权募资	1	0	0	0
债务募资	659	-1,131	-1,000	-819
筹资活动现金流	-79	-1,231	-1,101	-920
现金净流量	-40	-44	2,904	3,562

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001