

Q2 存货跌价拖累业绩，锡钢龙头资源价值依旧

2022 年 08 月 23 日

公司公布 2022 年半年报。2022 上半年公司实现营收 308.41 亿元，同比增长 4.69%，归母净利润 15.2 亿元，同比增长 58.38%，扣非归母净利润 14.33 亿元，同比增加 50.33%。**2022 年 Q2** 公司实现归母净利润 3.10 亿元，同比降低 50.93%，环比降低 74.43%，扣非归母净利润 2.87 亿元，同比降低 54.16%，环比降低 74.96%，业绩低于预期。

点评：2022Q2 公司产品产量增长，但计提大额存货跌价损失，影响净利润：

量：公司 2022 上半年实现有色金属产量 17.67 万吨，同比增 1.20%。其中：锡锭 4 万吨、阴极铜 6.61 万吨、锌锭 6.94 万吨、钢锭 35.76 吨。2022Q2 公司生产有色金属 9.13 万吨，环比增 6.9%，其中锡锭为 2.07 万吨、阴极铜为 3.65 万吨、锌锭 3.36 万吨、钢锭 16.76 万吨。

价：2022 年 Q1，沪锡期货季度均价 330,180 元/吨，同比增长 94%，环比增长 17%。2022 年 Q2 在流动性收紧，供需格局等影响下，锡价下行，沪锡期货季度均价 286,579 元/吨，同比增长 47%，环比下跌 13%。受金属价格下跌影响，2022Q2 公司原材料、在产品及库存商品等存货，计提跌价损失 8.87 亿元。

毛利率：2022 上半年得益于 Q1 金属价格上涨，公司综合毛利率同比提升 4.37pct 至 12.85%，其中锡锭毛利率为 24.76%，同比增长 1.65%；铜产品毛利率为 4.15%，同比增长 0.2%；锌产品毛利率为 41.65%，同比增长 6.06%。2022 年 Q2，受有色金属价格下跌影响，公司综合毛利环比下降 2pct 至 11.88%，同比增长 2.48pct。

核心看点：公司是全球锡钢行业龙头企业，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势。公司计划在 2022 年实现生产商品锡锭/锡材/锡化工/铜/锌锭产品分别为 4.5/2.88/2.1/12.5/11.95 万吨，钢锭 62.5 吨。公司于 2022 年 8 月完成收购华联锌钢 8.37% 股份，总计持有 90.52% 股份，华联锌钢的铜街、曼家寨矿区采矿扩建工程及配套项目预计今年年底建成，届时采矿产能将从 210 万吨/年提升至 360 万吨/年，公司资源自给率将进一步提升。此外，公司不断地延伸产业链，围绕锡、钢，向精深加工业务布局，未来随着光伏、汽车电子、化工等领域的消费拉动需求增长，公司利润有望增厚。

投资建议：公司资源禀赋优异，资源自给率也将提高，此外随着公司全产业链竞争优势加强，市占率或将提升，公司业绩将增厚。考虑到商品价格回落和减值因素，我们下调公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 32.18/40.41/44.24 亿元，分别同比增加 14.2%/25.6%/9.5%，EPS 分别为 1.93/2.42/2.65 元/股。以 2022 年 8 月 22 日收盘价计算，公司 2022/2023/2024 的 PE 为 8/6/6 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：锡锌铜价格大幅波动风险；安全环保风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	53,844	59,006	60,053	60,857
增长率 (%)	20.2	9.6	1.8	1.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,817	3,218	4,041	4,424
增长率 (%)	308.0	14.2	25.6	9.5
每股收益 (元)	1.69	1.93	2.42	2.65
PE	9	8	6	6
PB	1.6	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
15.49 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1. 锡业股份 (000960.SZ) 2021 年报及 22Q1 业绩预告点评：锡锌闪耀，业绩绽放-2022/04/19

2.【民生金属-公司点评】锡业股份 (000960)：锡铜锌产品价格齐涨，2021 年业绩超预期-2022/01/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	53,844	59,006	60,053	60,857
营业成本	47,398	51,161	52,078	52,470
营业税金及附加	288	313	318	323
销售费用	98	112	114	116
管理费用	1,411	1,534	1,561	1,582
研发费用	204	224	228	231
EBIT	4,442	5,862	5,959	6,341
财务费用	739	599	468	379
资产减值损失	-28	-880	-80	-80
投资收益	-72	-77	-78	-79
营业利润	3,688	4,185	5,208	5,684
营业外收支	-175	-187	-186	-186
利润总额	3,513	3,998	5,022	5,498
所得税	474	520	653	715
净利润	3,038	3,478	4,369	4,783
归属于母公司净利润	2,817	3,218	4,041	4,424
EBITDA	5,890	7,472	7,648	8,102

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,597	6,951	9,380	13,366
应收账款及票据	1,042	1,654	1,169	1,694
预付款项	529	767	781	787
存货	7,184	6,716	8,526	8,804
其他流动资产	2,054	2,447	2,426	2,546
流动资产合计	15,407	18,536	22,282	27,196
长期股权投资	376	374	372	370
固定资产	16,592	16,885	17,112	17,273
无形资产	3,560	2,800	2,040	1,280
非流动资产合计	25,575	24,033	22,426	20,793
资产合计	40,981	42,569	44,707	47,989
短期借款	7,811	6,000	5,000	4,000
应付账款及票据	1,797	2,136	1,868	2,167
其他流动负债	4,565	4,727	4,765	4,784
流动负债合计	14,173	12,863	11,633	10,950
长期借款	7,139	7,139	6,339	5,539
其他长期负债	2,546	2,146	1,946	1,927
非流动负债合计	9,685	9,285	8,285	7,466
负债合计	23,859	22,149	19,918	18,417
股本	1,669	1,669	1,669	1,669
少数股东权益	1,604	1,865	2,193	2,551
股东权益合计	17,123	20,420	24,789	29,572
负债和股东权益合计	40,981	42,569	44,707	47,989

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.20	9.59	1.78	1.34
EBIT 增长率	129.54	31.95	1.66	6.42
净利润增长率	308.03	14.22	25.60	9.48
盈利能力 (%)				
毛利率	11.97	13.29	13.28	13.78
净利润率	5.23	5.45	6.73	7.27
总资产收益率 ROA	6.87	7.56	9.04	9.22
净资产收益率 ROE	18.15	17.34	17.88	16.37
偿债能力				
流动比率	1.09	1.44	1.92	2.48
速动比率	0.46	0.77	1.02	1.51
现金比率	0.32	0.54	0.81	1.22
资产负债率 (%)	58.22	52.03	44.55	38.38
经营效率				
应收账款周转天数	4.36	6.50	6.50	6.50
存货周转天数	44.03	52.00	56.00	60.00
总资产周转率	1.37	1.41	1.38	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	1.93	2.42	2.65
每股净资产	9.30	11.12	13.54	16.19
每股经营现金流	1.75	3.06	2.87	3.71
每股股利	0.11	0.11	0.11	0.11
估值分析				
PE	9	8	6	6
PB	1.6	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.59	4.58	3.90	2.96
股息收益率 (%)	0.73	0.73	0.73	0.73

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,038	3,478	4,369	4,783
折旧和摊销	1,448	1,610	1,689	1,761
营运资金变动	-2,658	-1,243	-1,718	-782
经营活动现金流	2,915	5,102	4,785	6,191
资本开支	-1,990	-299	-315	-315
投资	-10	103	103	61
投资活动现金流	-1,989	-273	-290	-333
股权募资	0	0	0	0
债务募资	388	-2,211	-2,000	-1,819
筹资活动现金流	-997	-2,475	-2,066	-1,873
现金净流量	-99	2,354	2,429	3,985

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026