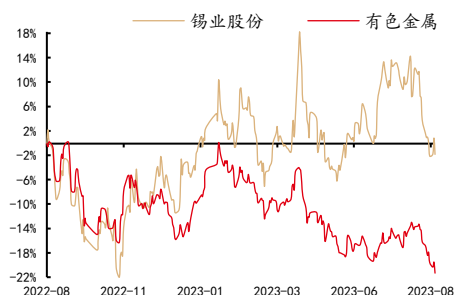


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.30
总股本/流通股本(亿股)	16.46 / 16.46
总市值/流通市值(亿元)	235 / 235
52 周内最高/最低价	17.37 / 11.41
资产负债率(%)	52.8%
市盈率	17.48
第一大股东	云南锡业集团有限责任公司

研究所

分析师:李帅华
SAC 登记编号:S1340522060001
Email:lishuaihua@cnpsec.com
研究助理:魏欣
SAC 登记编号:S1340123020001
Email:weixin@cnpsec.com

锡业股份(000960)

Q2 环比改善，看好下半年盈利修复

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年半年报，报告期内公司实现营业收入 228.32 亿元，较上年下降 25.97%；实现归母净利润 6.87 亿元，较上年下降 54.78%，实现扣非归母净利润 5.94 亿元，较上年下降 58.53%。Q2 公司实现营收 117.11 亿元，同比/环比变化-25.85%/5.31%，实现归母净利润 4.20 亿元，同比/环比增长 35.48%/57.30%。公司业绩符合预期。

锡价下跌拖累上半年业绩，深加工业务毛利率下滑。上半年，公司生产有色金属 17.53 万吨，其中：锡 4.24 万吨、铜 6.51 万吨、锌 6.58 万吨、铅 1935 吨、银 87.6 吨，铟 45.64 吨。价格上，国际市场锡供给扰动频繁，其中一季度受罢工事件影响南美原料供应短期大幅下降，二季度区缅甸佤邦两度重申暂停矿产资源开采，均带动锡价短期反弹，但由于下游半导体需求平淡，上半年沪锡价格同比下跌 31.14%，LME 锡价同比下跌 34.44%，带动公司业绩有所下滑。分业务看，公司锡锭/锡材/锡化工毛利率较去年同期下降 17.08%/9.75%/6.91 个百分点。

财务费用减少，投资收益增加，Q2 环比改善。公司二季度业绩环比改善，主要由于公司压减贷款规模，同时受益资金市场宽松，财务费用较一季度下降 48.89%至 0.69 亿元，投资受益 Q2 环比增加 1.2 亿元，主要受益于处置股权产生的收益及对联营合营企业的投资收益增加。

供需逐步改善，锡价上行可期。我们认为当前时点佤邦减产已经落地，当地政府严格执行禁令，实际停产时间或长达半年以上，超出市场预期，需求方面虽无明显改善，但社会库存/期货库存较前期高点已下降 14.01%/13.22%，库存拐点初现，未来锡价有望在需求弱复苏带动下稳步提升中枢。

投资建议：考虑到当前锡价及公司龙头地位，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 505.58/548.25/557.21 亿元，分别同比变化-2.77%/8.44%/1.64%；归母净利润分别为 15.59/22.69/24.83 亿元，分别同比增长 15.81%/45.50%/9.47%，对应 EPS 分别为 0.95/1.38/1.51 元。

以 2023 年 8 月 23 日收盘价 14.30 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 15.09/10.37/9.48 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

锡价波动风险；下游需求不及风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	51998	50558	54825	55721
增长率(%)	-3.43	-2.77	8.44	1.64
EBITDA（百万元）	3750.74	3938.94	5075.53	5465.88
归属母公司净利润（百万元）	1346.26	1559.15	2268.63	2483.38
增长率(%)	-52.21	15.81	45.50	9.47
EPS(元/股)	0.82	0.95	1.38	1.51
市盈率（P/E）	17.48	15.09	10.37	9.48
市净率（P/B）	1.44	1.31	1.16	1.03
EV/EBITDA	9.54	8.55	6.28	5.38

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	51998	50558	54825	55721	营业收入	-3.4%	-2.8%	8.4%	1.6%
营业成本	46993	46655	49834	50411	营业利润	-49.9%	14.1%	45.5%	9.5%
税金及附加	285	277	300	305	归属于母公司净利润	-52.2%	15.8%	45.5%	9.5%
销售费用	92	90	97	99	获利能力				
管理费用	1148	1116	1211	1230	毛利率	9.6%	7.7%	9.1%	9.5%
研发费用	219	213	231	235	净利率	2.6%	3.1%	4.1%	4.5%
财务费用	548	319	323	326	ROE	8.2%	8.7%	11.2%	10.9%
资产减值损失	-987	1	1	1	ROIC	6.1%	6.2%	8.0%	8.1%
营业利润	1849	2109	3069	3360	偿债能力				
营业外收入	24	0	0	0	资产负债率	52.8%	49.2%	46.4%	43.4%
营业外支出	52	0	0	0	流动比率	1.15	1.43	1.68	1.97
利润总额	1821	2109	3069	3360	营运能力				
所得税	251	291	423	463	应收账款周转率	74.03	82.19	86.73	84.03
净利润	1570	1818	2646	2896	存货周转率	7.93	8.55	8.99	8.80
归母净利润	1346	1559	2269	2483	总资产周转率	1.34	1.36	1.40	1.32
每股收益(元)	0.82	0.95	1.38	1.51	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.82	0.95	1.38	1.51
货币资金	2398	4423	6352	8825	每股净资产	9.96	10.93	12.31	13.82
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	726	706	765	778	PE	17.48	15.09	10.37	9.48
预付款项	317	315	336	340	PB	1.44	1.31	1.16	1.03
存货	5937	5895	6296	6369	现金流量表				
流动资产合计	11139	13131	15779	18511	净利润	1570	1818	2646	2896
固定资产	17563	16493	16933	17275	折旧和摊销	1461	1511	1684	1781
在建工程	1523	1493	1463	1433	营运资本变动	439	-37	-504	-182
无形资产	3473	3385	3298	3211	其他	1578	232	197	198
非流动资产合计	25531	24660	24969	25165	经营活动现金流净额	5048	3524	4023	4693
资产总计	36670	37791	40748	43676	资本开支	-1554	-311	-1994	-1993
短期借款	2487	2487	2487	2487	其他	116	-188	83	99
应付票据及应付账款	1514	1503	1606	1624	投资活动现金流净额	-1438	-500	-1911	-1895
其他流动负债	5710	5219	5288	5301	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	9711	9210	9381	9413	债务融资	-3683	-670	140	0
其他	9637	9395	9535	9535	其他	-2067	-338	-323	-326
非流动负债合计	9637	9395	9535	9535	筹资活动现金流净额	-5750	-1008	-183	-326
负债合计	19348	18605	18916	18948	现金及现金等价物净增加额	-2130	2026	1929	2472
股本	1646	1646	1646	1646					
资本公积金	8321	8321	8321	8321					
未分配利润	6077	7215	9143	11254					
少数股东权益	932	1192	1569	1982					
其他	346	813	1153	1526					
所有者权益合计	17322	19186	21832	24729					
负债和所有者权益总计	36670	37791	40748	43676					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048