

锡业股份（000960.SZ）——三季报点评

三季度扣非利润环比明显提升，未来锡价中枢有望稳步抬升

买入

核心观点

公司发布三季报：前三季度实现营收 336.58 亿元，同比-20.18%；实现归母净利润 10.95 亿元，同比-18.59%；实现扣非归母净利润 9.90 亿元，同比-18.59%。23Q3 实现营收 108.26 亿元，同比-4.42%，环比-7.56%；实现归母净利润 4.08 亿元，同比+333.10%，环比-2.86%；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+282.45%，环比+17.86%。

公司三季度扣非利润环比提升主要得益于锡价上涨：沪锡 23Q2/Q3 均价分别为 20.74/22.34 万元/吨，23Q3 均价环比提升约 1.6 万元/吨，按照公司单季度自产锡矿所产锡锭产量约为 6000-6200 吨来测算，大概能增加 7000 多万净利润；另外 23Q3 锡和锌冶炼加工费环比略有提升，预计对公司利润也有正向贡献。

深度聚焦上游资源的内增外拓：公司作为全球锡行业龙头企业，拥有锡全产业链布局，对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力。根据公司年报中披露，2022 年公司锡金属国内市占率为 47.78%，全球市占率为 22.54%。公司今年对发展战略进行了一定程度的调整，云锡控股成为锡材公司的控股股东，锡材公司将不再纳入公司合并报表范围，而公司将充分发挥自身优势，聚焦锡等有色金属上游发展及资源的内增外拓。

供给相对刚性而需求有弹性，锡价中枢有望抬升：过去几年全球锡精矿供给相对稳定，但是由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，未来或导致锡矿供给减少。今年全球锡矿供给干扰因素频发，其中缅甸佤邦地区锡矿自 8 月 1 日开始全面停产，根据 SMM 反馈，佤邦地区选矿厂已于 9 月 11 日开始陆续复工，采矿和探矿继续停产。另一方面，全球锡消费有望稳步增长。精锡下游应用领域主要为焊料，在精锡需求占比接近 50%，与电子产品产量相关度高，2023 年上半年全球半导体市场有望筑底，下半年有望回暖。此外光伏和新能源车用焊锡为焊料的需求增量，其中光伏焊带单位锡用量约为 72 吨/GW，新能源车单车用锡量约为 700g/辆，相较于传统燃油车能够翻倍。

风险提示：核心矿山资源品位下降的风险；有色金属价格波动的风险。

投资建议：维持“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年营收为 456.34/491.53/504.14（原预测 478.27/490.86/503.44）亿元，同比增速-12.2%/7.7%/2.6%，归母净利润为 16.28/24.91/28.58（原预测 26.56/30.36/34.39）亿元，同比增速 20.9%/53.0%/14.8%；摊薄 EPS 为 0.99/1.51/1.74 元，当前股价对应 PE 为 14/9/8X。考虑到公司是全球最大的精锡生产企业，未来将更加聚焦上游资源的内增外拓，打造世界一流有色金属关键原料供应商，另外我们看好未来锡需求在半导体和新能源领域的增长，锡价中枢有望稳步抬升，公司有望充分享受锡价上涨所带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	53,844	51,998	45,634	49,153	50,414
(+/-%)	20.2%	-3.4%	-12.2%	7.7%	2.6%
净利润(百万元)	2,817	1,346	1,628	2,491	2,858
(+/-%)	308.0%	-52.2%	20.9%	53.0%	14.8%
每股收益(元)	1.69	0.82	0.99	1.51	1.74
EBIT Margin	8.3%	6.3%	4.9%	6.8%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	18.2%	8.2%	9.3%	12.9%	13.4%
市盈率 (PE)	7.9	16.4	13.6	8.9	7.7
EV/EBITDA	8.3	9.2	9.0	7.1	6.4
市净率 (PB)	1.44	1.35	1.26	1.15	1.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

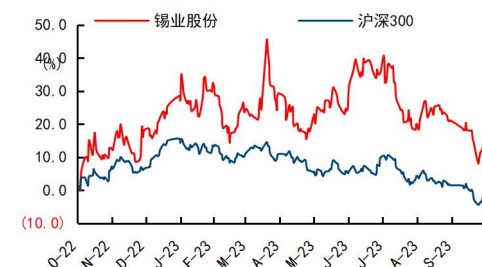
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.41 元
总市值/流通市值	22070/22070 百万元
52 周最高价/最低价	17.96/11.30 元
近 3 个月日均成交额	242.84 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《锡业股份（000960.SZ）-全球最大精锡生产企业，深度聚焦上游资源的内增外拓》——2023-04-06

◆ 23Q3 实现扣非归母净利润 3.96 亿元，环比+17.86%

公司发布三季报：前三季度实现营收 336.58 亿元，同比-20.18%；实现归母净利润 10.95 亿元，同比-18.59%；实现扣非归母净利润 9.90 亿元，同比-18.59%；实现经营活动产生的现金流量净额 19.56 亿元，同比-48.61%。23Q3 实现营收 108.26 亿元，同比-4.42%，环比-7.56%；实现归母净利润 4.08 亿元，同比+333.10%，环比-2.86%；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+282.45%，环比+17.86%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司三季度扣非利润环比提升主要得益于锡价上涨：沪锡 23Q2/Q3 均价分别为 20.74/22.34 万元/吨，23Q3 均价环比提升约 1.6 万元/吨，按照公司单季度自产锡矿所产锡锭产量约为 6000-6200 吨来测算，大概能增加 7000 多万净利润；另外 23Q3 锡和锌冶炼加工费环比略有提升，预计对公司利润也有正向贡献。公司前三季度生产有色金属 26.48 万吨，其中，产品锡 5.90 万吨、产品铜 9.97 万吨、锌锭 8.26 万吨、铸造用锌合金折锌 2.11 万吨、铜锭 66 吨。

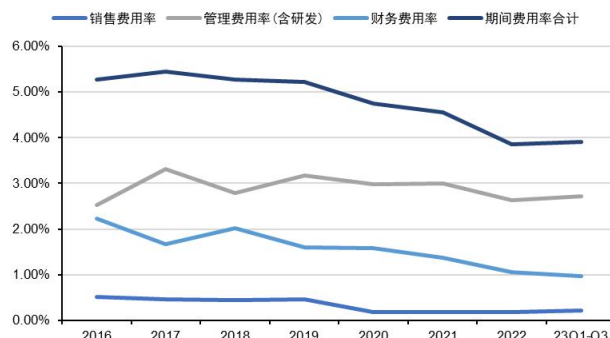
财务数据方面：截至 2023 年三季度末，公司资产负债率降至 50.48%，相比于 2022 年末下降 2.28 个百分点；在手货币资金约 26.34 亿元，同比-27.73%；在手存货约 56.52 亿元，同比-1.81%。期间费用方面，公司今年前三季度销售费用约 7256 万元，同比-39.32%；管理费用约 7.62 亿元，同比-21.06%；研发费用约 1.52 亿元，同比+2.38%；财务费用约 3.22 亿元，同比-21.87%；综上公司今年前三季度期间费用率合计为 3.90%，相比于 2022 年全年水平上升 0.04 个百分点。

图3：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率

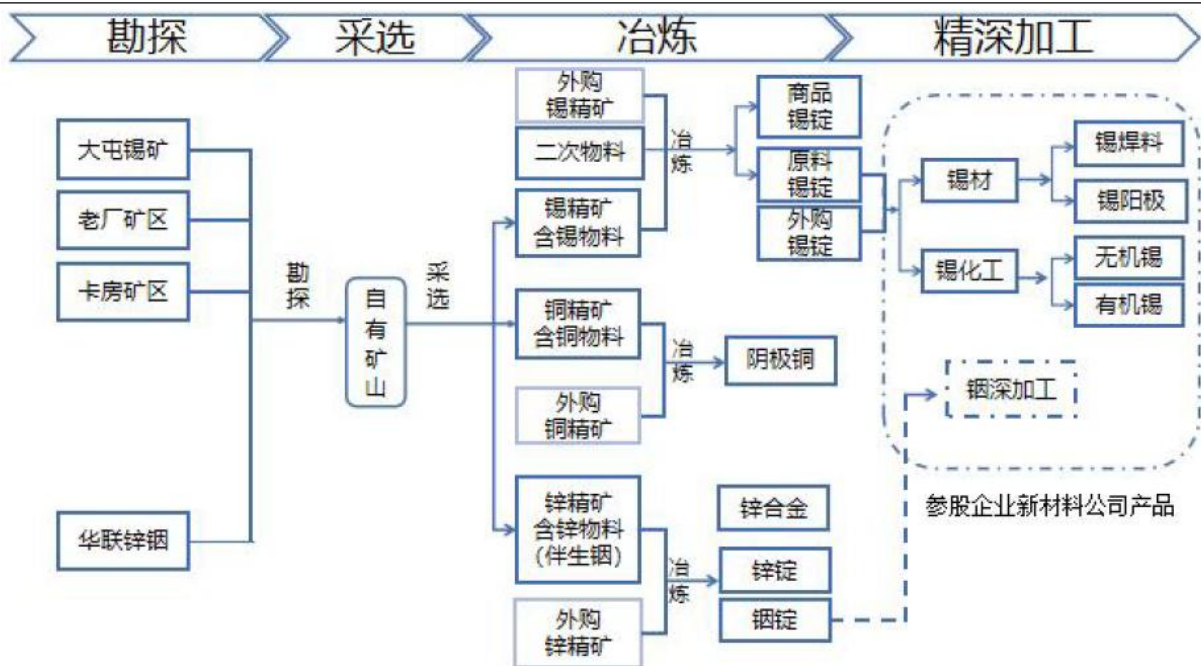


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 全球最大精锡生产企业，深度聚焦上游资源的内增外拓

公司目前拥有全球最完整的锡产业链，是中国最大的锡生产、加工、出口基地。公司自 2005 年以来锡产销量位居全球第一，根据国际锡业协会统计，公司位列 2022 年十大精锡生产商中第一位。根据公司自身产销量和行业组织公布相关数据测算，2022 年公司锡金属国内市占率为 47.78%，全球市占率为 22.54%。截至目前，公司(含参股公司)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 2.69 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年、铜冶炼产能 60 吨/年。

图5：公司产业链价值图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司作为全球锡行业龙头企业，拥有锡全产业链布局，对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力。公司核心竞争力：1）具有独特资源优势，公司在云南四大矿区中的红河个旧、文山都龙两大矿区有较强的整合及控制能力，锡和铜资源储量均位居全球第一，截至 2022 年末公司保有资源量：矿石量 2.65 亿吨，锡金属量 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、银 2,548 吨、铜 5,082 吨；2）具有独特锡全产业链综合优势，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；3）独特的关键技术优势，公司深耕锡行业 140 年，拥有着一批采选冶及深加工行业领军人才，设备和技术处于世界领先水平；4）独特的市场和品牌，公司拥有锡行业最为健全的全球销售网络，且主产品“YT”牌锡锭是国际知名品牌；5）具有政策优势，公司是国内锡行业唯一具有锡精矿加工贸易资质的企业，2022 年公司利用政策优势和全球锡行业调整契机，进一步扩大锡精矿加工贸易，全年锡精矿加工复出口锡锭量同比增长 72%。另外，公司于今年 3 月成功入选国务院国资委创建世界一流专精特新示范企业。

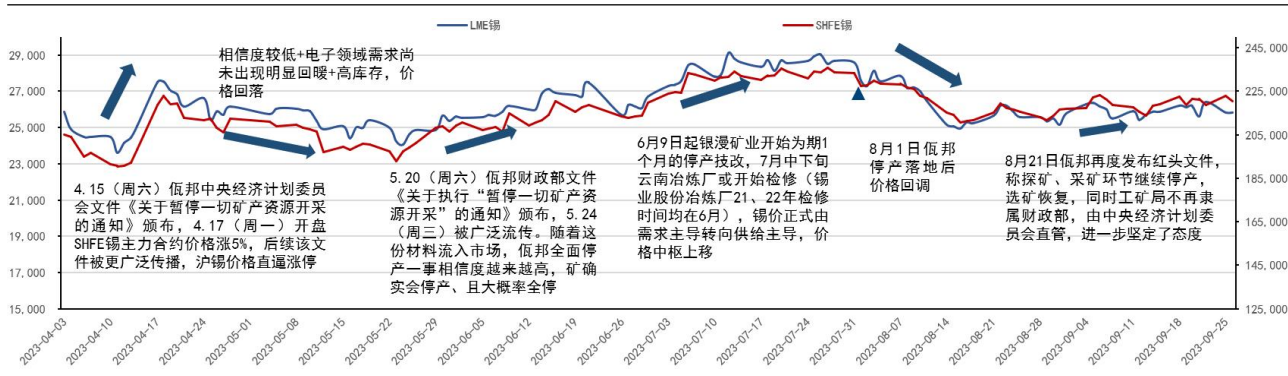
◆ 锡供给相对刚性而需求有弹性，锡价中枢有望抬升

全球锡精矿供给相对刚性。过去几年全球锡精矿供给稳定在 30 万吨上下的水平，但是由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，未来或导致锡矿供给减少。其中，中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、

大中型矿为主，在国内环保趋严的大背景下，2015年之后国内锡矿产量呈现下降趋势；印尼近年来由于锡矿资源品位下降，叠加矿山企业被迫转入水下开采，采矿难度加大，开采成本提升，锡矿产量大幅度降低；缅甸矿山品位系统性下降不可避免，预计之后受到开采品位下降及人工成本上升等因素影响，锡矿供应仍会有所收缩；而全球其他地区锡矿产量或维持稳定。

今年全球锡矿供给干扰因素频发，按时间顺序梳理今年年初至年末已经发生/即将发生的矿山停产：1) 2023.1.12-2023.3.15，秘鲁全国唯一的锡矿——明苏公司旗下的圣拉斐尔锡矿，因当地爆发反政府抗议活动而停止矿山开采，为期2个月，影响3000吨左右的供应量。2) 2023.6.9-2023.7.10，兴业银锡下属子公司银漫矿业因技改原因而停产，为期1个月，根据公司产量指引，预计影响393吨左右锡供给。3) 2023.8.1-？，缅甸佤邦地区停产，继4月15日《关于暂停一切矿产资源开采的通知》的文件后，佤邦在8月21日再次发布红头文件《关于收回矿权及后续事项的决定》，宣布恢复选矿，但探矿和采矿继续关停，并由执行中央经济计划委员会决定的负责人带队实地检查，以确认是否关停；且工矿局不再隶属财政部，由中央经济计划委员会直管，进一步坚定了态度。根据SMM反馈，佤邦地区选矿厂已于9月11日开始陆续复工，采矿和探矿继续停产，最快也将在5个月后复产。

图6：今年4月以来沪锡收盘价走势复盘



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全球锡消费有望稳步增长。精锡的下游应用领域主要为焊料、锡化工以及镀锡板。

1) 焊料，在精锡需求占比接近50%，与电子产品产量相关度很高，2022年受全球半导体市场影响需求较差，2023年上半年有望筑底，下半年有望回暖。此外光伏和新能源车用焊锡为焊料的需求增量，其中光伏焊带单位锡用量约为72吨/GW，新能源车单车用锡量约为700g/辆，相较于传统燃油车能够翻倍；2) 锡化工，在精锡需求占比17%，主要应用产品为PVC热稳定剂，2023年有望受益国内房地产竣工面积同比增长而增长。

盈利预测：维持“买入”评级。预计公司2023-2025年营收为456.34/491.53/504.14（原预测478.27/490.86/503.44）亿元，同比增速-12.2%/7.7%/2.6%，归母净利润为16.28/24.91/28.58（原预测26.56/30.36/34.39）亿元，同比增速20.9%/53.0%/14.8%；摊薄EPS为0.99/1.51/1.74元，当前股价对应PE为14/9/8X。考虑到公司是全球最大的精锡生产企业，未来将更加聚焦上游资源的内增外拓，打造世界一流有色金属关键原料供应商，另外我们看好未来锡需求在半导体和新能源领域的增长，锡价中枢有望稳步抬升，公司有望充分享受锡价上涨所带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4597	2398	2841	4783	7809	营业收入	53844	51998	45634	49153	50414
应收款项	1425	1406	1258	1328	1372	营业成本	47398	46993	41711	44132	44905
存货净额	7184	5937	5230	5839	5698	营业税金及附加	288	285	387	418	429
其他流动资产	1638	1085	953	1026	1052	销售费用	98	92	97	98	101
流动资产合计	15407	11139	10594	13289	16244	管理费用	1411	1148	1141	1122	1147
固定资产	19085	19086	18613	18053	17400	研发费用	204	219	200	197	202
无形资产及其他	3560	3473	3334	3195	3056	财务费用	739	548	442	492	504
投资性房地产	2553	2657	2657	2657	2657	投资收益	(72)	107	179	200	200
长期股权投资	376	316	316	316	316	资产减值及公允价值变动	36	975	14	0	0
资产总计	40981	36670	35514	37511	39672	其他收入	(186)	(2165)	11	42	37
短期借款及交易性金融负债	10374	7032	5000	5000	5000	营业利润	3688	1849	2060	3134	3566
应付款项	1797	1514	1315	1391	1413	营业外净收支	(175)	(27)	8	0	0
其他流动负债	2002	1165	1016	1072	1090	利润总额	3513	1821	2069	3134	3566
流动负债合计	14173	9711	7331	7463	7503	所得税费用	474	251	321	470	535
长期借款及应付债券	7758	7945	7945	7945	7945	少数股东损益	221	224	120	173	173
其他长期负债	1927	1692	1692	1692	1692	归属于母公司净利润	2817	1346	1628	2491	2858
长期负债合计	9685	9637	9637	9637	9637	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23859	19348	16969	17101	17140	净利润	2817	1346	1628	2491	2858
少数股东权益	1604	932	1016	1138	1259	资产减值准备	(210)	958	41	(28)	(36)
股东权益	15519	16390	17529	19272	21273	折旧摊销	1149	1233	2084	2226	2329
负债和股东权益总计	40981	36670	35514	37511	39672	公允价值变动损失	(36)	(975)	(14)	0	0
						财务费用	739	548	442	492	504
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3531)	1316	682	(649)	75
每股收益	1.69	0.82	0.99	1.51	1.74	其它	366	(870)	43	149	157
每股红利	0.50	0.49	0.30	0.45	0.52	经营活动现金流	555	3008	4464	4190	5383
每股净资产	9.30	9.96	10.65	11.71	12.93	资本开支	0	(2986)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	10%	8%	5%	8%	9%	其它投资现金流	(133)	250	0	0	0
ROE	18%	8%	9%	13%	13%	投资活动现金流	(130)	(2676)	(1500)	(1500)	(1500)
毛利率	12%	10%	9%	10%	11%	权益性融资	(28)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	5%	7%	7%	负债净变化	473	807	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	9%	11%	12%	支付股利、利息	(837)	(815)	(488)	(747)	(857)
收入增长	20%	-3%	-12%	8%	3%	其它融资现金流	338	(2517)	(2032)	0	0
净利润增长率	308%	-52%	21%	53%	15%	融资活动现金流	(418)	(2533)	(2521)	(747)	(857)
资产负债率	62%	55%	51%	49%	46%	现金净变动	7	(2200)	443	1942	3026
股息率	3.8%	3.7%	2.2%	3.4%	3.9%	货币资金的期初余额	4591	4597	2398	2841	4783
P/E	7.9	16.4	13.6	8.9	7.7	货币资金的期末余额	4597	2398	2841	4783	7809
P/B	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0	企业自由现金流	513	2374	3155	2904	4109
EV/EBITDA	8.3	9.2	9.0	7.1	6.4	权益自由现金流	2245	664	594	2436	3693

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032