

公司深度

锡业股份(000960.SZ)

有色金属 | 小金属

下游需求有望改善，锡钨龙头静待启航

2023年11月23日

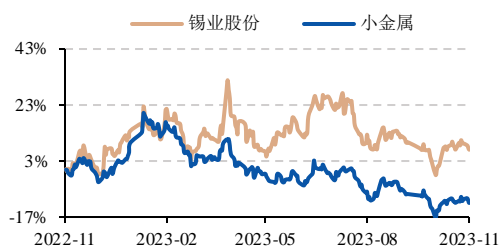
评级 买入

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	13.99
52周价格区间(元)	12.79-17.37
总市值(百万)	23024.77
流通市值(百万)	23024.77
总股本(万股)	164580.20
流通股(万股)	164580.20

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
锡业股份	5.19	-2.24	7.62
小金属	2.55	-3.83	-12.31

周策

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

分析师

相关报告

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	538.44	519.98	464.67	498.95	537.25
归母净利润(亿元)	28.17	13.46	14.79	20.82	27.16
每股收益(元)	1.71	0.82	0.90	1.27	1.65
每股净资产(元)	9.43	9.96	10.79	11.97	13.50
P/E	8.17	17.10	15.57	11.06	8.48
P/B	1.48	1.40	1.30	1.17	1.04

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **公司以锡为主，是锡、钨双龙头企业。**公司以锡为主，拥有有色金属全产业链，发展至今形成了锡、铜、锌、钨、锡材、锡化工及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局，拥有锡行业内丰富的资源、最完整的产业链以及齐全的门类，为我国最大的锡生产加工基地。公司拥有的锡、钨资源储量均位居全球第一，成就了公司锡、钨双龙头产业地位。
- **锡供给集中度高，产量增长困难。**全球锡资源储量集中度高且呈逐步下降趋势，截至2022年末，全球锡资源储量约460万吨。其中印度尼西亚锡矿储量全球第一，锡矿储量达80万吨，占全球储量约17.3%，其次中国储量72万吨，占比约15.6%。随后有缅甸、澳大利亚、俄罗斯、巴西、玻利维亚和秘鲁等国，前八位占全球锡资源储量90%以上，集中度较高。近年来，全球锡矿年产量维持在30万金属吨左右，由于现存矿山品味下降、开采难度增加等因素影响，锡矿产量增长困难。
- **传统需求领域有望复苏。**以消费电子为代表的传统需求领域有望复苏，其中，智能手机市场有望迎来拐点，平板电脑出货量环比恢复正增长，2023年全球PC出货量实现逐季度增长。此外，房地产行业整体逐步向好，锡化工需求有望趋稳。
- **光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间。**随着全球光伏装机量的快速增加，预计2023年光伏焊带可拉动锡需求2.06万吨，2025年可拉动锡需求3.00万吨。新能源汽车智能化程度明显高于传统燃油车，对于电子元器件的使用量也高于传统燃油车，单车耗锡量大幅增加。随着新能源汽车渗透率的不断提升，我们预计2023-2025年新能源汽车可拉动锡需求0.91万吨、1.12万吨和1.47万吨。
- **投资建议：**随着宏观经济的不断恢复，锡下游的景气度会随之回升，传统需求领域有望逐步恢复，叠加光伏、新能源汽车快速发展对需求的拉动，锡价中枢有望持续提升。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润为14.79亿元、20.82亿元、27.16亿元，对应EPS分别为0.90元、1.27元、1.65元，对应现价PE15.57倍、11.06倍和8.48倍。鉴于

公司为锡金属全产业链龙头企业，规模优势明显，未来将充分受益于下游消费电子等行业复苏及光伏、新能源汽车对锡需求的拉动效应，我们给予公司 2023 年 15-20 倍的 PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，下游需求复苏不及预期，锡价大幅下跌。

内容目录

1 公司简介	5
1.1 公司历史悠久，股权结构稳定	5
1.2 深耕锡产业链，产品种类丰富	7
1.2.1 公司锡产品主要为锡锭、锡材和锡化工产品	7
1.2.2 公司锡产品市占率高，品牌优势明显	9
1.2.3 公司锡资源储量全球第一	10
1.3 资源储量丰富	11
1.4 公司盈利能力稳定	12
1.4.1 供应链业务收缩，2022 年营收稍有下滑	12
1.4.2 锡、锌产品贡献公司主要利润	13
2 锡行业下游需求广泛，光伏和汽车智能化为锡带来新的增长空间	13
2.1 锡供给集中度高，产量增长困难	13
2.1.1 全球锡资源储量集中度较高，锡矿产量增长困难	14
2.1.2 海外锡矿供应不确定性强	15
2.1.3 中国锡资源丰富，储量相对集中	16
2.2 传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长	16
2.2.1 以消费电子板块为代表的传统需求领域有望复苏	17
2.2.2 锡化工领域消费有望趋稳	20
2.2.3 光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间	21
3 盈利预测	22
4 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司架构	6
图 3：公司主要产品生产流程	7
图 4：公司锡锭工艺流程	8
图 5：公司锡材工艺流程	8
图 6：公司锡化工工艺流程	9
图 7：公司锡金属市占率情况	10
图 8：公司锡锭工艺流程	11
图 9：公司营收及增速	12
图 10：公司归母净利润及增速	12
图 11：分产品营收占比	12
图 12：分产品营收增速	12
图 13：2022 年公司分产品毛利占比	13
图 14：公司分产品毛利占比变化情况	13
图 15：公司分产品毛利率情况	13
图 16：2022 年全球锡资源储量分布	14
图 17：全球锡资源储量变化情况	14
图 18：全球锡矿产量变化	14

图 19: 2022 年全球锡矿产量分布.....	14
图 20: 印尼锡矿产量.....	15
图 21: 印尼锡矿产量占全球比重.....	15
图 22: 缅甸锡矿产量.....	16
图 23: 缅甸锡矿产量占全球比重.....	16
图 24: 中国锡矿产量.....	16
图 25: 中国锡矿产量占全球比重.....	16
图 26: 2022 年全球锡消费地区结构.....	17
图 27: 2022 年全球锡消费结构.....	17
图 28: 2022 年中国锡消费结构.....	17
图 29: 申万消费电子板块营业收入情况 (亿元).....	18
图 30: 申万消费电子板块归母净利润情况 (亿元).....	18
图 31: 中国智能手机产量情况.....	18
图 32: 全球智能手机出货量情况.....	19
图 33: 中国平板电脑出货量情况.....	19
图 34: 全球平板电脑出货量情况.....	20
图 35: 全球 PC 出货量情况.....	20
图 36: 国内房地产竣工面积.....	21
图 37: 光伏焊带工作原理.....	21
表 1: 公司前十大股东.....	6
表 2: 公司主要锡材产品及应用.....	8
表 3: 公司主要锡化工产品及应用.....	9
表 4: 公司资源储量相比 2021 年变化.....	11
表 5: 光伏焊带锡需求量.....	22
表 6: 分产品盈利预测 (亿元).....	23
表 7: 可比公司估值.....	23

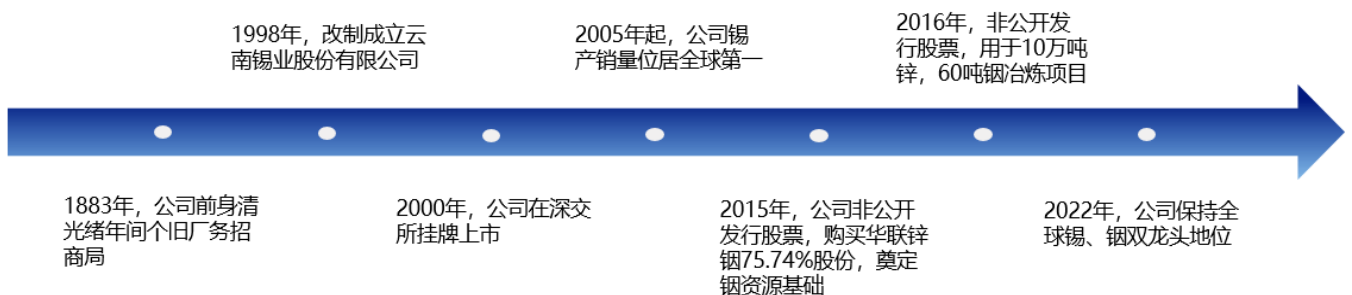
1 公司简介

云南锡业股份有限公司改制成立于 1998 年 11 月，前身可追溯至清光绪年间，至今已有 140 余年历史，是云南锡业集团（控股）有限责任公司控股、国内锡行业唯一的上市公司。公司以锡为主，拥有有色金属全产业链，发展至今形成了锡、铜、锌、铟、锡材、锡化工及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局，拥有锡行业内丰富的资源、最完整的产业链以及齐全的门类，为我国最大的锡生产加工基地。公司生产基地所在地个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，素有世界“锡都”美誉，公司拥有的锡、铟资源储量均位居全球第一，成就了公司锡、铟双龙头产业地位。

1.1 公司历史悠久，股权结构稳定

公司前身可追溯至清光绪年间 1883 年的个旧厂务招商局，至今已深耕锡行业领域 140 余年。1998 年 11 月，改制成立云南锡业股份有限公司。2000 年 2 月，公司在深交所挂牌上市。自 2005 年以来，公司锡产销量位居全球第一，占有全球最大的锡市场份额。2015 年，公司非公开发行股票，收购华联锌铟 75.74% 的股份，奠定了公司铟资源的基础。2016 年，公司非公开发行股票，用于 10 万吨锌，60 万吨铟冶炼项目，打造了世界最大的原生铟生产基地，目前公司已在全球范围内形成了锡、铟双龙头的地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，财信证券

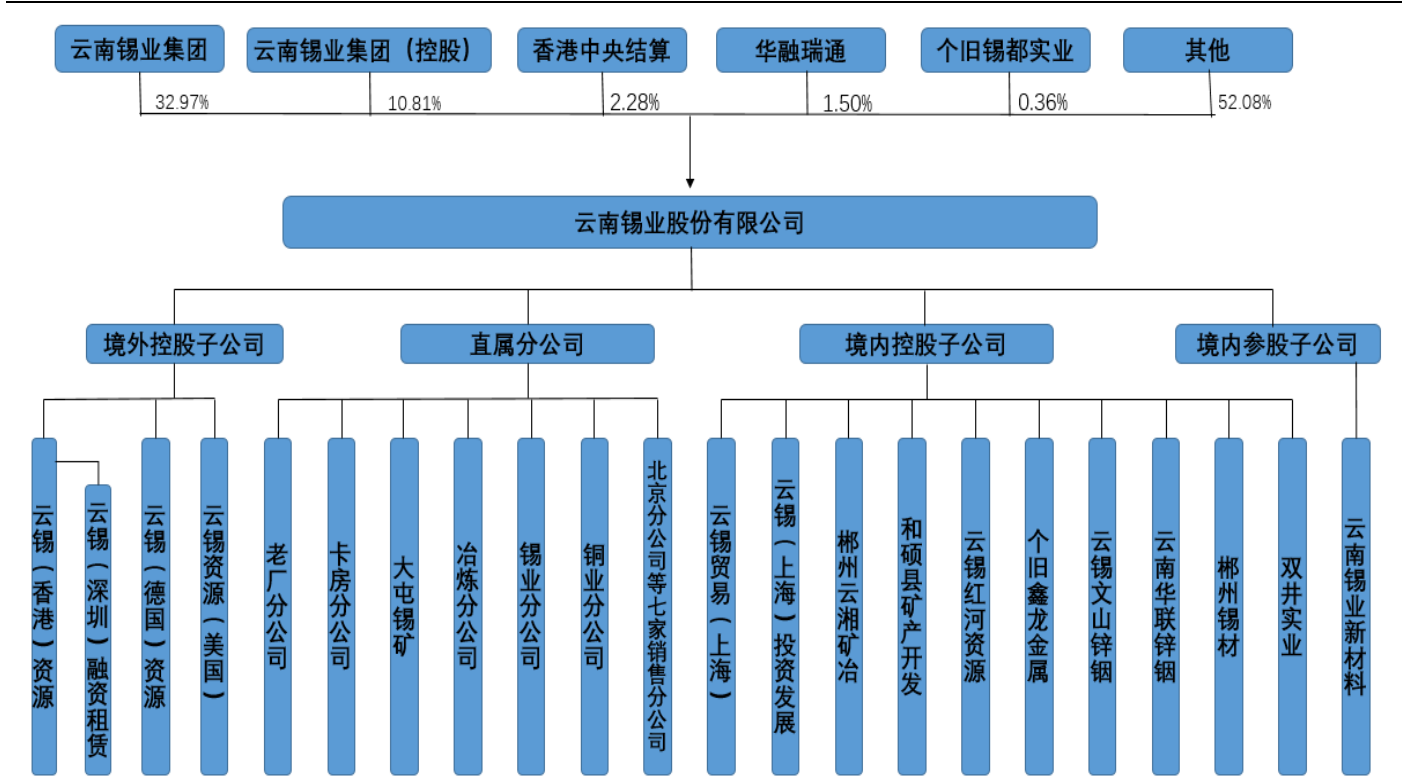
云南锡业集团为公司控股股东，云南国资委为实际控制人。截至 2023 年三季报，公司前五大股东分别为云南锡业集团有限责任公司，云南锡业集团(控股)有限责任公司，香港中央结算有限公司，中信证券-华融瑞通股权投资管理有限公司-中信证券-长风单一资产管理计划，中国工商银行股份有限公司-华商新趋势优选灵活配置混合型证券投资基金，持股比例分别为 32.97%、10.81%、2.09%、1.50%、0.55%。云南锡业集团共持有公司 43.78% 的股份，股权结构相对集中。

表 1：公司前十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例
云南锡业集团有限责任公司	542,607,311	32.97%
云南锡业集团(控股)有限责任公司	177,922,654	10.81%
香港中央结算有限公司	34,333,529	2.09%
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	24,682,006	1.50%
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基金	9,111,353	0.55%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	7,877,527	0.48%
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	7,473,393	0.45%
林泗华	6,771,100	0.41%
北京银行股份有限公司-景顺长城景颐双利债券型证券投资基金	6,517,000	0.40%
北京久阳润泉资本管理中心(有限合伙)-润泉东方 2 期私募证券投资基金	6,299,744	0.38%
合计	823,595,617	50.04%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

公司拥有 6 家直属子公司及 7 家销售直属分公司，10 家境内控股子公司，3 家境外控股子公司以及 1 家境内参股子公司，公司拥有着世界锡行业最为健全的全球销售网络，经过多年的经营发展，公司建立了覆盖国内外主要锡产品市场的营销及分销体系。在境外设立了美国、德国及香港 3 家专业营销机构，在境内设立了北京、上海、深圳等 11 个营销机构，公司产品远销全球 30 多个国家及国内 34 个省级行政区，市场营销范围涵盖公司生产经营所需有色金属原料，锡锭、锡材、锡化工及其他金属产品销售。同时公司所处市场区域中国为全球最大的锡消费地，有效保障了公司产品的生产与销售。

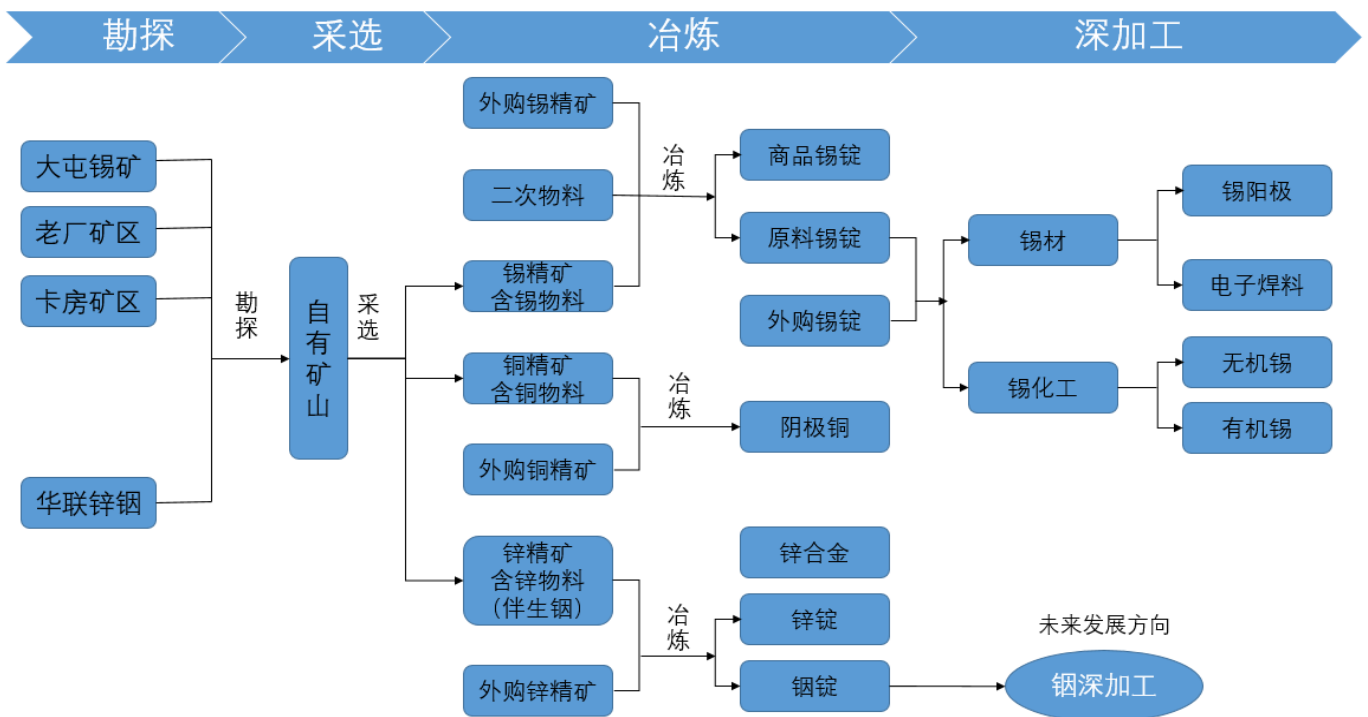
图 2：公司架构


资料来源：公司公告，财信证券

1.2 深耕锡产业链，产品种类丰富

公司的主营业务为锡、锌、铜、铟等金属矿的勘探、开采、选矿和冶炼及锡的深加工，业务主要围绕地质找矿—开采—选矿—冶炼—深加工—二次原料回收六个环节的大循环、以及采矿、选矿、冶炼、深加工各环节及产品的小循环，推动发展循环经济。主要以有色金属锡、铜、锌铟的冶炼粗产品和锡材、锡化工深加工生产为主，兼有硫酸、余热发电、铁精粉等副产品产出，公司现有主要产品为锡锭、阴极铜、锌锭、压铸锌合金、铟锭、锡材和锡化工产品等 1100 多个规格品种。目前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、压铸锌合金 3 万吨/年、铟冶炼产能 60 吨/年。

图 3：公司主要产品生产流程

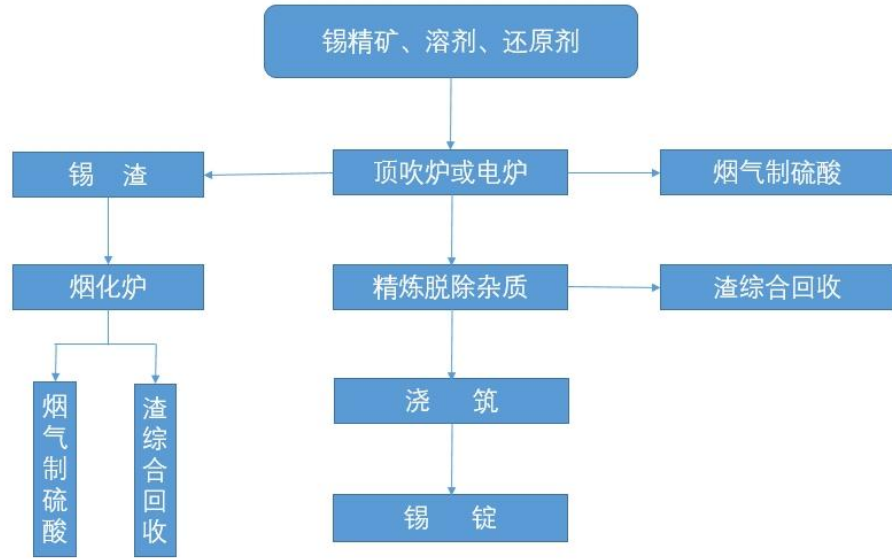


资料来源：公司公告，财信证券

1.2.1 公司锡产品主要为锡锭、锡材和锡化工产品

锡锭主要用于继续生产锡箔、锡板等深加工产品，也可以用作涂层材料，在食品、机械、电器、汽车、航天和其它工业部门中有着极广泛的用途。在浮法玻璃生产中，熔融玻璃浮在熔融的锡池表面冷却固化。未来锡有望在光伏产业、汽车智能化以及未来通讯技术中得到广泛应用。公司锡材产品主要为焊锡丝、焊锡条、焊锡膏、BGA 焊锡球、锡合金、锡阳极等，锡化工主要产品为有机锡化工产品和无机锡化工产品。

图 4：公司锡锭工艺流程



资料来源：公司公告，财信证券

表 2：公司主要锡材产品及应用

主要产品	主要应用
焊锡丝	插件焊接及补焊等环节
焊锡条	传统波峰焊
焊锅膏	SMT、点涂、喷射等工艺，是实现微焊接的关键材料
BGA 焊锡球	电子产品的插座，芯片的封装，返修芯片植球，电子元器件的连接定位焊接
锡合金	高速蒸汽机、涡轮机、透平压缩机、内燃机、汽车等的轴承及轴衬
锡阳极	电镀行业做阳极，如马口铁电镀、PCB 电镀、线路板电镀

资料来源：公司公告，财信证券

图 5：公司锡材工艺流程



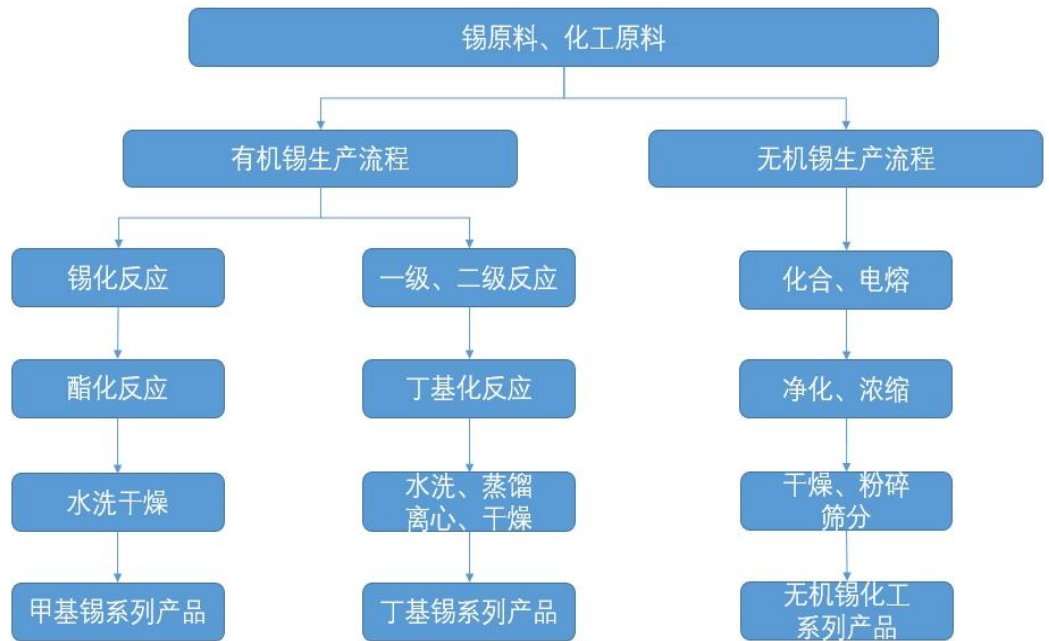
资料来源：公司公告，财信证券

表 3：公司主要锡化工产品及用途

主要产品	主要用途
有机锡化工产品	主要包括甲基锡和丁基锡两大系列产品，用于 PVC 制品、聚氨酯合成、工程物料、医药食品包装、玻璃镀膜、医药中间体、轮船涂层、低辐射玻璃、承压玻璃容器增强喷涂、汽车电泳漆催化剂。
无机锡化工产品	主要包括硫酸亚锡、氧化亚锡、二氧化锡等十三个产品，用于酸性电镀、蓄电池、电路板、液晶显示器、陶瓷卫浴、染发膏添加剂、电子元器件镀锡、高端阻燃等。

资料来源：公司公告，财信证券

图 6：公司锡化工工艺流程



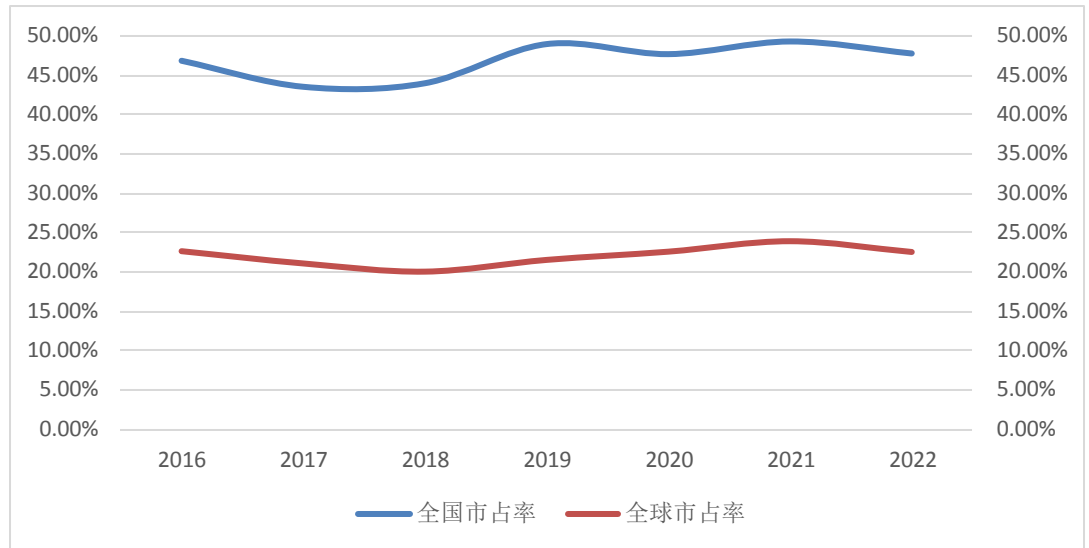
资料来源：公司公告，财信证券

1.2.2 公司锡产品市占率高，品牌优势明显

根据公司 2022 年年报，公司位列 2022 年十大精锡生产商中第一位。2022 年公司锡金属国内市场占有率为 47.78%，全球市场占有率为 22.54%。

公司主产品“YT”牌锡锭于 1992 年在伦敦金属交易所注册，是国际知名品牌，也是国家出口质量的“中国名牌”产品。“云锡”牌锡锭在 2015 年成为上海期货交易所首批交割品牌。公司于 2017 年 4 月获国家商务部批准开展锡精矿加工贸易业务，也是国内锡行业唯一具有锡精矿加工贸易资质的企业。2022 年全年，公司锡精矿加工复出口锡锭量同比增长 72%。与此同时，锡精矿加工贸易锡锭为锡深加工产品加工贸易业务提供稳定原料，带动锡材加工贸易出口量同比增加 70%，带动锡化工加工贸易出口量同比增加 62%，出口数量创历史最好水平。

图 7：公司锡金属市占率情况



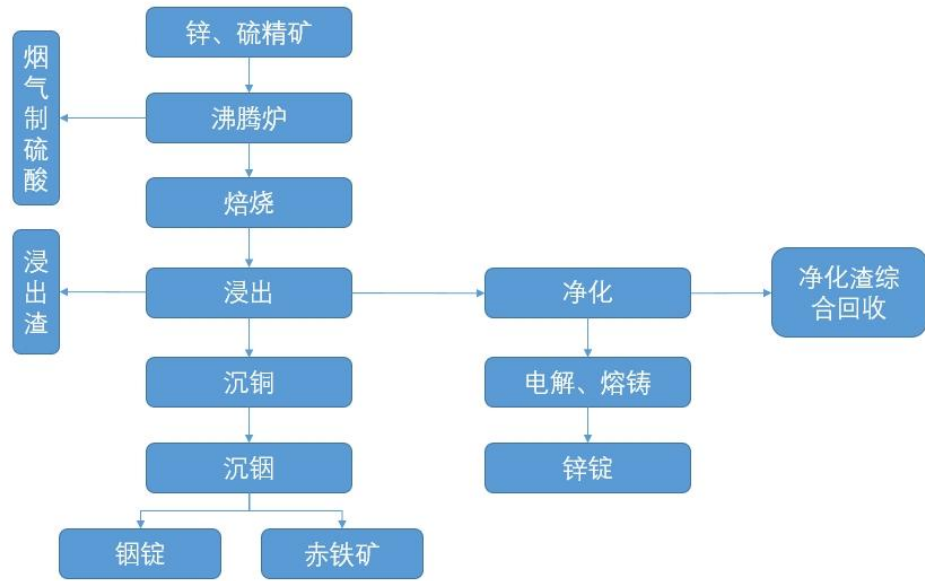
资料来源：公司公告，财信证券

1.2.3 公司铟资源储量全球第一

公司铟资源生产基地都龙矿区拥有丰富的铟资源储量，铟资源储量全球第一，是全国最大的原生铟生产基地。根据公司 2022 年年报，2022 年公司精铟产量全球市占率达到 3.63%，国内市占率达到 10.94%，其中原生铟全球市占率约 8.14%，国内市占率约 16.52%。

铟是一种稀有金属，通常仅微量伴生于锡石和闪锌矿中，在铅锌冶炼过程中作为副产品回收。供给端由于海外锌冶炼厂规模扩张难度较大以及原矿中含铟品位较低等因素，导致原生铟供给相对稳定，同时再生铟方面受限于长期较低价格及回收技术水平影响，供给弹性不大。需求方面，铟金属具有延展性好、可塑性强、熔点低、沸点高、低电阻、抗腐蚀等优良特性，主要应用于生产液晶显示器和平板屏幕的 ITO 靶材、电子半导体、焊料和合金、光伏薄膜等领域。随着数字中国建设整体布局不断实施落地，以磷化铟为代表的铟半导体产量有望迅速发展，伴随未来面部识别，探测等技术的广泛应用也有望持续扩大磷化铟、砷化镓等半导体材料的应用范围，半导体产业稳步发展将不断利好铟等小金属的相关需求。同时随着近年来光伏行业迅速发展，以 HJT 技术路线为代表的光伏电池量产规模有望不断扩大，铟金属消费有望实现快速增长。

图 8：公司铜铟工艺流程



资料来源：公司公告，财信证券

1.3 资源储量丰富

公司所在的云南省有色金属资源较为丰富，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。目前已探明的锡、铜、锌、铅、钨、银、铟等金属总量较大，其中锡和铟资源储量均位居全球第一，铜、锌资源规模较大。保有资源主要集中在个旧矿区和文山都龙矿区，工业设施齐全，生产系统完备，对于资源集中开发利用十分有利。“十四五”期间圈定的地质找矿9大重点靶区的找矿潜力和开发条件较好，现有矿区长期正常服役基础扎实，且矿区富含多种有价金属，随着开发利用技术水平的提升，资源价值还将进一步提升。2022年，公司完成对下属子公司华联锌铟少数股东权益（8.37%）收购，有效增加了公司权益资源量。

截止2022年12月31日，公司各种金属保有资源量情况：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、铟5,082吨。

表 4：公司资源储量相比 2021 年变化

	单位	2022 年末	2021 年末	变化率
矿石量	亿吨	2.65	2.69	-1.49%
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	2,548	2,558	-0.39%
铟	吨	5,082	5134	-1.01%

资料来源：公司公告，财信证券

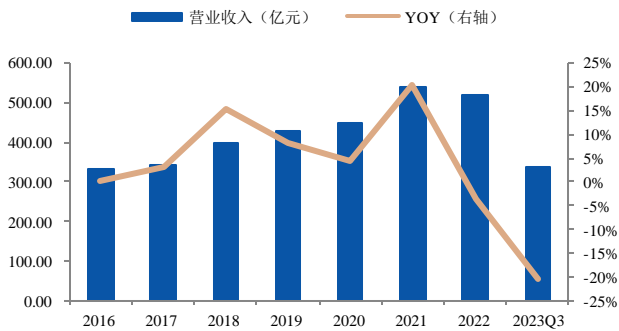
公司立足现有矿山区域，通过不断加强地质找矿，探获新增资源储量，坚持对存量资源的合理开发、有序利用，不断提升现有矿山的服役年限。不断提升公司权益资源量，系统谋划优质标的资源勘察，积极拓展远期资源项目。2022年公司下属矿山单位共投入勘探支出1.67亿元。全年新增有色金属资源量4.8万吨(经具有专业资质的第三方中介机构审查确认，尚未经自然资源部门评审备案)，其中：锡1.8万吨、铜3.0万吨。公司结合市场及生产实际情况，科学配置自产资源和外购资源的比例，在满足生产的前提下，实现了当期资源消耗与地质找矿新增资源储量的相对动态平衡，保障公司的可持续发展。

1.4 公司盈利能力稳定

1.4.1 供应链业务收缩，2022年营收稍有下滑

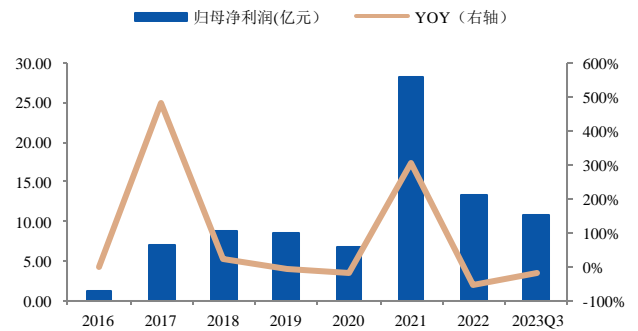
2022年，公司实现营业收入519.98亿元，较上年同期下降3.43%；实现归属于上市公司股东净利润13.46亿元，较上年同期下降52.21%。分行业看，公司有色金属行业营业收入占公司总营收的99.57%，其他行业营收占0.43%。分产品来看，2022年，营收占比排名前五的业务为供应链业务-铜产品、锡锭、铜产品、锡材、锌产品，分别占据公司总营收的31.35%、19.08%、15.09%、11.00%、5.71%。2022年公司供应链业务-铜产品营收同比下降4.75%，供应链业务-其他产品营收同比下降71.18%，其他业务营收下降4.84%，带动公司总营收略有下降，除此以外，公司其他业务营收均有所增长。

图 9：公司营收及增速



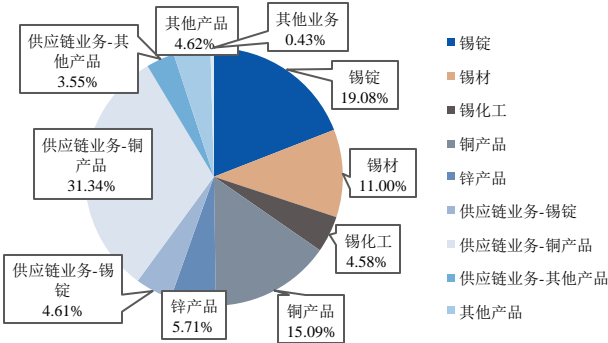
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 10：公司归母净利润及增速



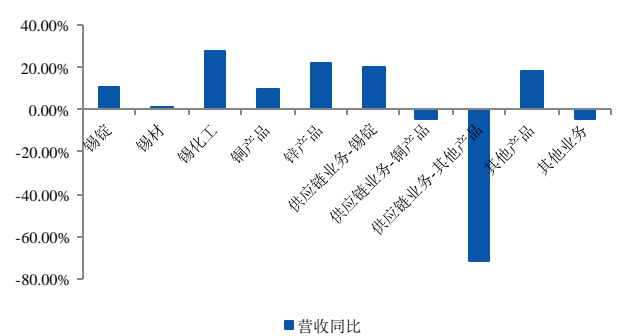
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 11：分产品营收占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 12：分产品营收增速

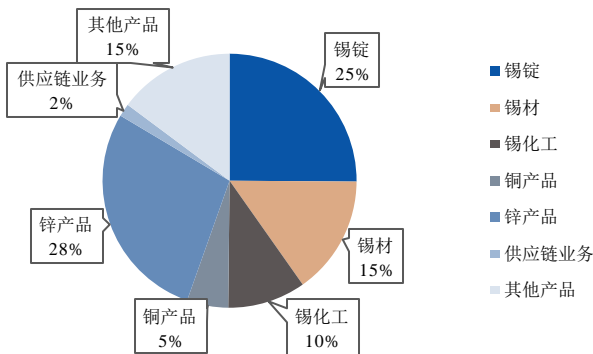


资料来源：公司公告，财信证券

1.4.2 锡、锌产品贡献公司主要利润

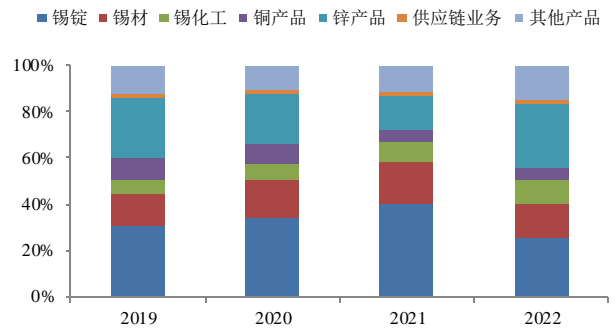
从产品结构来看，公司锡产品、新产品是公司的主要毛利来源。锡产品毛利长期占据公司毛利的一半左右，并于2021年达到最高的66.99%。2022年，公司锡产品毛利合计占公司毛利的50.16%，其中锡锭、锡材、锡化工在公司毛利中占比分别为25.11%、15.12%、9.94%。公司毛利中排名第二的是锌产品，锌产品毛利占比波动较大，2022年，公司锌产品占据公司毛利的比例为28.14%。2022年，公司毛利率最高的产品为锌产品，毛利率达46.75%，其次为其他产品和锡化工产品，毛利率分别为30.4%和20.55%。

图 13：2022 年公司分产品毛利占比



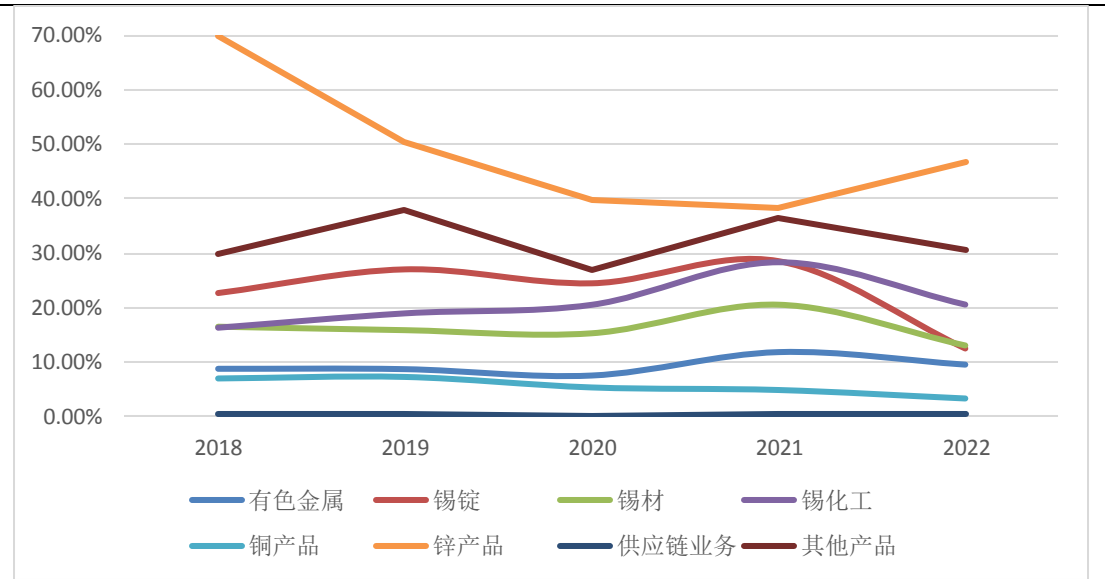
资料来源：公司公告，财信证券

图 14：公司分产品毛利占比变化情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 15：公司分产品毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2 锡行业下游需求广泛，光伏和汽车智能化为锡带来新的增长空间

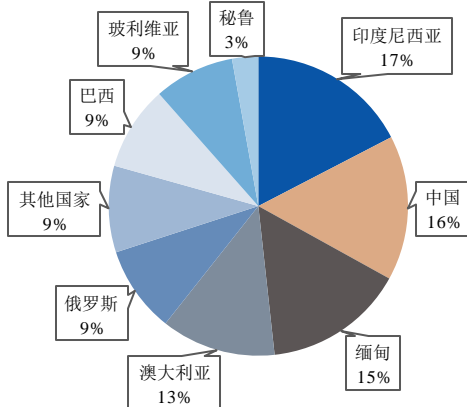
2.1 锡供给集中度高，产量增长困难

锡是一种重要的金属材料，具有无毒、熔点低、导电性能良好、延性好等特征，应用领域广泛。目前全球精锡消费主要用于锡焊料、锡化工、马口铁、铅酸电池、锡铜合金及其他领域。金属锡产业链主要包括矿石采选、冶炼、加工及回收环节。

2.1.1 全球锡资源储量集中度较高，锡矿产量增长困难

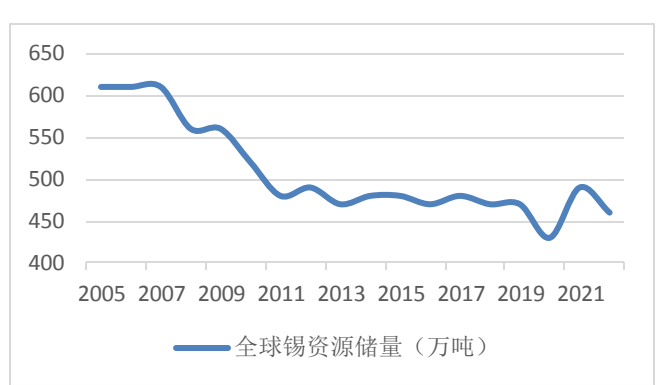
根据 USGS 数据，全球锡资源储量集中度高且呈逐步下降趋势。截至 2022 年末，全球锡资源储量约 460 万吨。其中印度尼西亚锡矿储量全球第一，锡矿储量达 80 万吨，占全球储量约 17.3%，其次中国储量 72 万吨，占比约 15.6%。随后有缅甸、澳大利亚、俄罗斯、巴西、玻利维亚和秘鲁锡矿资源储量分别为 70 万吨、57 万吨、43 万吨、42 万吨、40 万吨和 13 万吨，前八占全球锡资源储量 90% 以上，全球锡矿储量集中度较高。

图 16：2022 年全球锡资源储量分布



资料来源：USGS, 财信证券

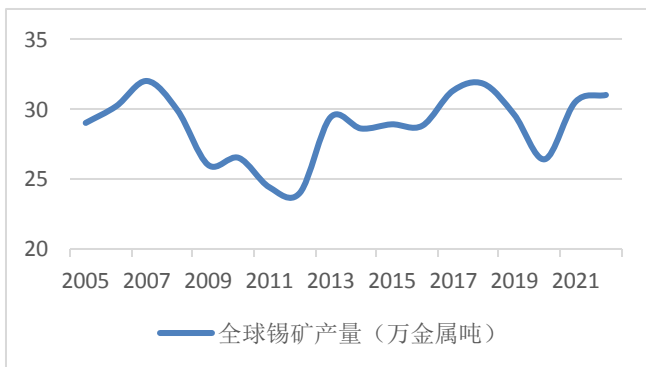
图 17：全球锡资源储量变化情况



资料来源：USGS, 财信证券

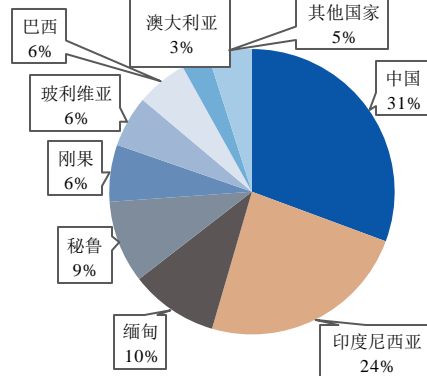
全球锡矿产量增长困难。近年来，全球锡矿产量维持在 30 万金属吨左右，近年来由于现存矿山品味下降、开采难度增加等因素影响，锡矿产量增长困难。USGS 数据显示，2022 年，全球锡矿产量 31 万金属吨，产量主要集中在锡资源比较丰富的国家。其中产量最高的是中国，2022 年中国锡矿产量为 9.5 万金属吨，占全球锡矿总产量的 30.65%。其次是印尼、缅甸和秘鲁，2022 年的锡矿产量分别为 7.4、3.1 和 2.9 万金属吨，占当年全球锡矿总产量的比例分别为 23.87%、10.00% 和 9.35%。产量排名前四的国家合计占全球锡矿总产量的比例为 73.87%。

图 18：全球锡矿产量变化



资料来源：USGS, 财信证券

图 19：2022 年全球锡矿产量分布



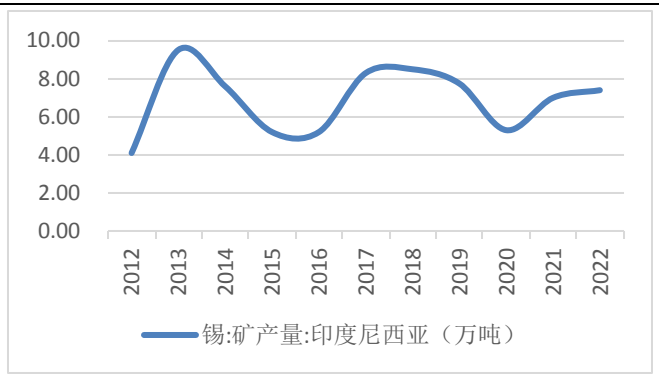
资料来源：USGS, 财信证券

2.1.2 海外锡矿供应不确定性强

印尼：锡矿资源品味下降且限制出口

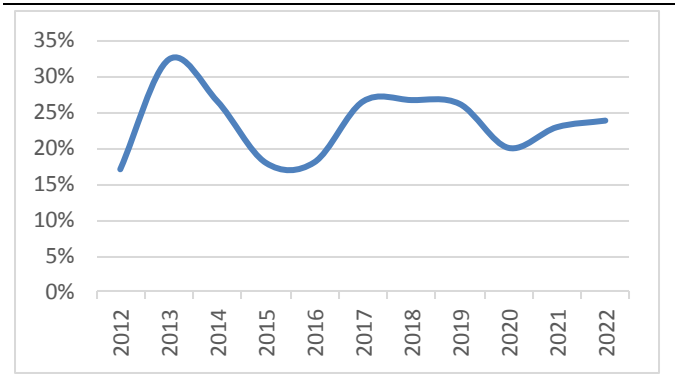
印尼是全球最主要的锡矿供应市场之一。根据美国地质调查局 USGS 统计并发布的的数据显示,2022 年,印尼锡矿资源储量达到 80 万吨,占据着全球锡矿资源总储量的 17.3%,稳居第一。目前印尼本土的锡矿开采深度已达到地下 100-150 米,开采难度逐渐加大,再加上当地锡矿品位不断下降,开采成本逐步上升,这使得印尼锡矿产量增长困难。2013 年,印尼锡矿产量达到最高的 9.52 万吨,占全球锡矿总产量的 32%,之后开始呈现下滑趋势。

图 20：印尼锡矿产量



资料来源：USGS, 财信证券

图 21：印尼锡矿产量占全球比重



资料来源：USGS, 财信证券

印尼锡出口政策逐步收紧。2014 年,为提升其锡产业的附加及锡资源的定价话语权,印尼贸易部颁布贸易法规 44 号文,禁止粗锡出口,印尼锡矿产量缩减。2022 年 10 月,印尼能源和矿产资源部矿产与煤炭司司长里德万·贾马鲁丁(Ridwan Djamaluddin)表示,印尼当局正准备数据以评估当前的行业状况,为可能禁止锡出口做准备。印尼总统佐科·维多多已将锡列入希望停止出口的金属清单,目标鼓励投资发展下游产业。印尼是锡的主要出口国,一直在出口纯度超过 90%的锡锭。印尼仅消费其锡金属产量的 5%,将发展有能力进一步加工锡的下游产业。作为全球重要的锡矿供应国,印尼禁止锡出口将给全球锡市场带来重大影响。

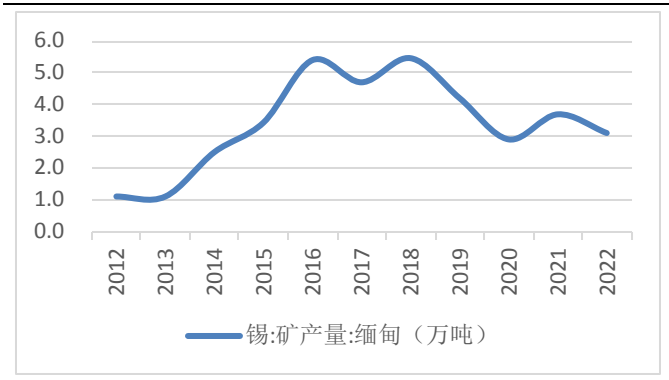
缅甸：政策性停产扰动锡矿供应

缅甸是我国主要的锡矿进口国,据海关数据,2022 年中国从缅甸进口锡矿总量约为 18.73 万吨,约占国内锡矿进口总量的 76.82%,据 SMM 估算,2022 年从缅甸进口锡矿的金属量约占国内供应总量的 1/3。2012 年到 2015 年,缅甸锡矿以露天开采为主,矿石多为 5%以上的富矿,缅甸锡矿产量呈上升趋势。2017 年起,缅甸矿石品味开始下降至 1.5%-2%,开采方式也转为地采,开采难度加大,缅甸锡矿产量开始进入下行区间。

2023 年 4 月 15 日缅甸佤邦中央经济计划委员会文件显示,“为及时保护佤邦剩余锡矿资源,在不具备成熟的开采条件之前,暂停一切矿产资源的开采和挖掘,8 月 1 日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业”。佤邦所有矿山及选厂,不论规模大小,已于 2023

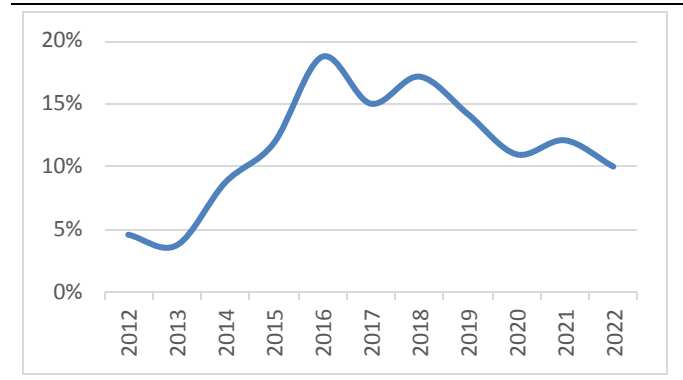
年8月1日全部停产。缅甸锡矿停产给全球锡市场尤其是我国锡矿供应带来较大扰动。

图 22：缅甸锡矿产量



资料来源：UGSG, 财信证券

图 23：缅甸锡矿产量占全球比重

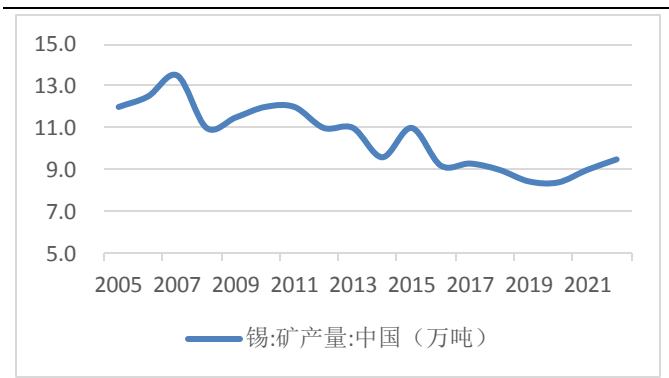


资料来源：UGSG, 财信证券

2.1.3 中国锡资源丰富，储量相对集中

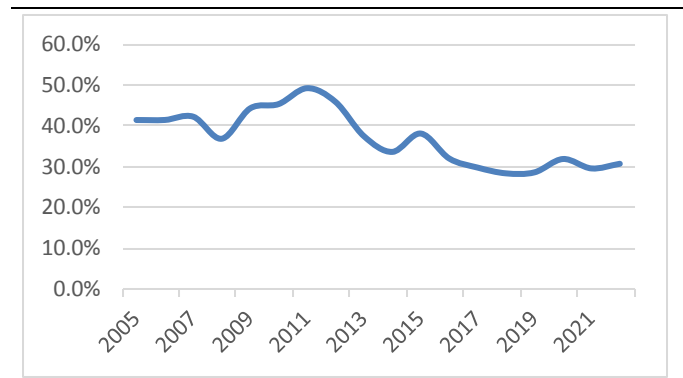
我国锡资源量相对较丰富，仅次于印度尼西亚，排名全球第二，锡资源储量约为 72 万吨，主要分布在云南、广西、湖南、内蒙古、广东和江西等省区。在锡矿山资源逐渐减少、环保措施趋严的背景下，我国锡矿产量逐年下降，2022 年，我国锡矿产量 9.5 万吨，占全球总产量的 30.6%。根据国际锡业协会的数据，2022 年全球 TOP10 锡生产企业中，中国有 4 家企业上榜，分别是云南锡业股份、云南乘风有色、江西新南山和广西华锡集团。

图 24：中国锡矿产量



资料来源：同花顺 iFinD, 财信证券

图 25：中国锡矿产量占全球比重

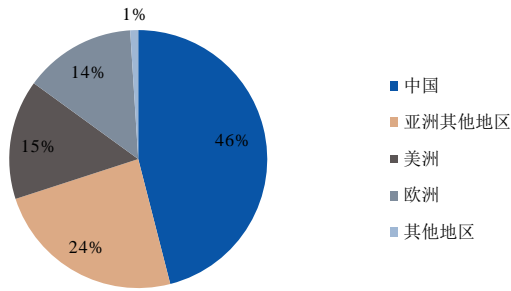


资料来源：同花顺 iFinD, 财信证券

2.2 传统需求领域有望复苏，新兴应用领域需求快速增长

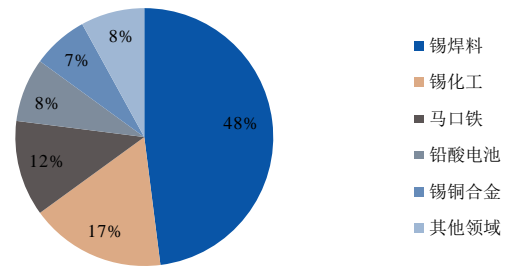
锡具有无毒、熔点低、延展性好的特性，应用领域广泛且可替代性弱。从地区结构来看，全球锡消费主要集中在我国，占全球精锡消费的比重为 46%，其次是亚洲其他地区，占比为 24%，美洲占比为 15%，欧洲占比为 14%。从下游消费领域来看，全球精锡消费主要应用于锡焊料、锡化工、马口铁、铅酸电池、锡铜合金及其他领域。2022 年全球锡下游消费中，锡焊料占比 48%，锡化工占比 17%，马口铁占比 12%，铅酸电池占比 8%，锡铜合金占比 7%，其他领域占比 8%。中国锡消费结构与全球结构差别不大，排名前三的分别是焊料占比 64%，锡化工占比 13%，铅酸电池占比 8%。

图 26：2022 年全球锡消费地区结构



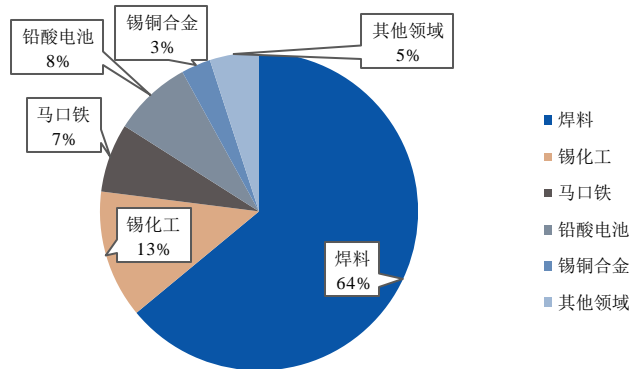
资料来源：ITA，财信证券

图 27：2022 年全球锡消费结构



资料来源：ITA，财信证券

图 28：2022 年中国锡消费结构



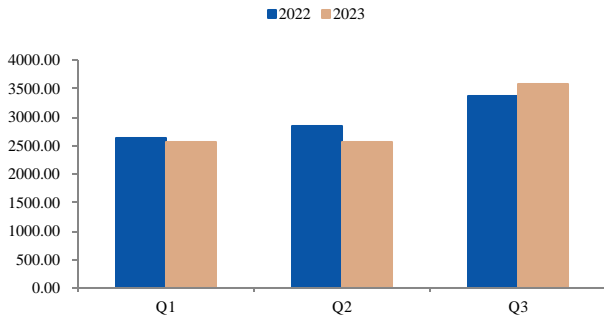
资料来源：锡业股份年报，财信证券

锡焊料是锡的主要消费领域，锡焊料是用于金属间连接的锡合金，通过加热融化以连接电子元器件使其形成稳定的机械和电气连接，主要起连接、导电、导热的作用，是家用电器、个人通讯、汽车电子、光伏等电子产品功能输入输出的桥梁和纽带，具有不可替代的作用。锡焊料按照形态分类可分为锡粉、锡丝、锡条、锡膏、锡球等，电子焊料在焊料中占比达 85%。

2.2.1 以消费电子板块为代表的传统需求领域有望复苏

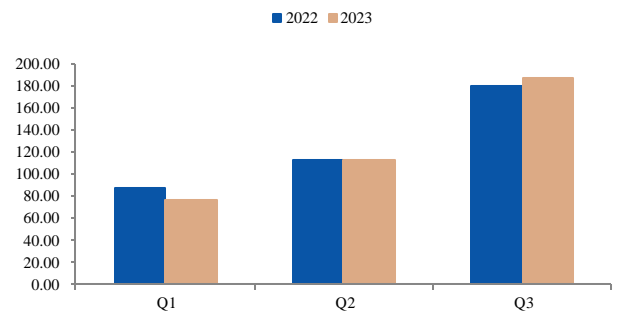
2023Q3，消费电子板块业绩环比改善，市场呈现回暖迹象。申万电子行业下二级行业消费电子板块 2023 年第三季度实现 3585.99 亿元，环比增长 39.03%；实现归母净利润 186.91 亿元，环比增长 66.03%，板块整体盈利能力有所提升。

图 29：申万消费电子板块营业收入情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 30：申万消费电子板块归母净利润情况（亿元）

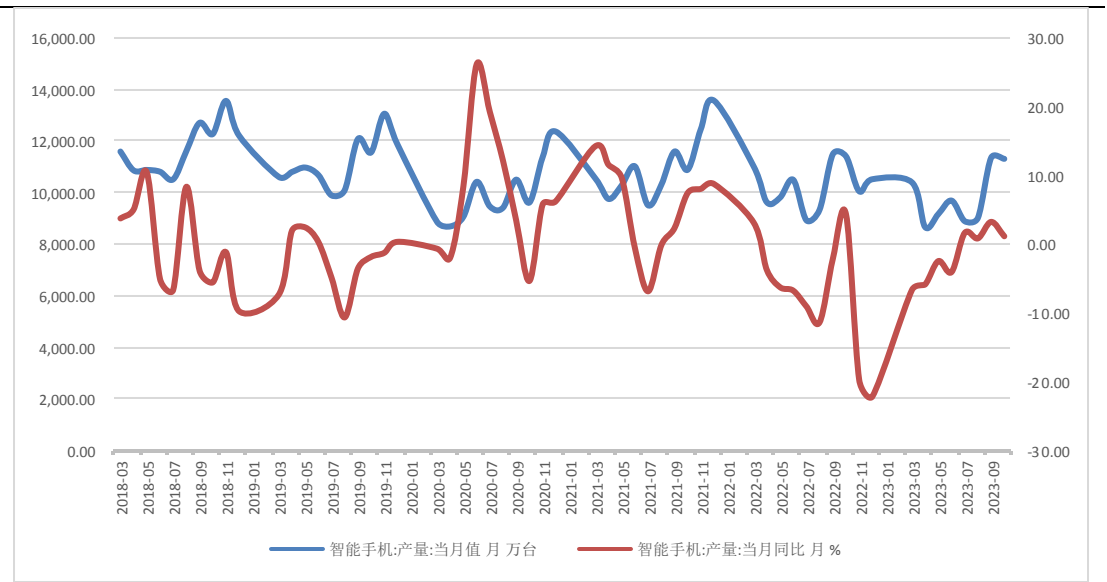


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

根据 IDC 报告显示，2023 年 10 月 23 日至 11 月 3 日期间，整体 PC 市场销量同比增加 1.4%，手机市场同比增长 10.2%，平板电脑销量同比增长 13.5%，显示器市场增长 5.3%，智能手表市场销量增长 23.6%，智能手环市场增长 15.2%。

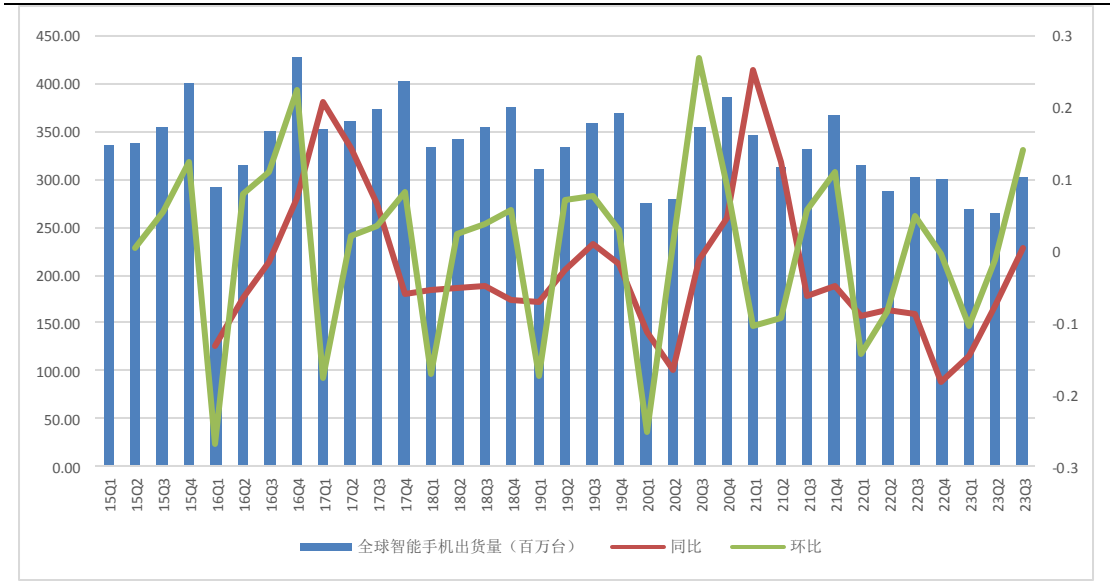
智能手机市场有望迎来拐点。2023 年 10 月以来，以华为高端机型 mate60 为代表的一系列新机型陆续发布，高端手机收到消费者的持续热捧，华为芯片的突破，带动了整条华为产业链的复苏，包括小米 14 在内的一众高端机型销售火热，一度出现缺货严重的情形，带动中国智能手机市场热度回暖，消费者需求出现明显好转，安卓系手机整体销售好转，持续拉动整条产业链改善。此外，随着存量机型的日益老化，人们被压制的换机需求逐渐释放，中国智能手机市场有望迎来拐点。

图 31：中国智能手机产量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

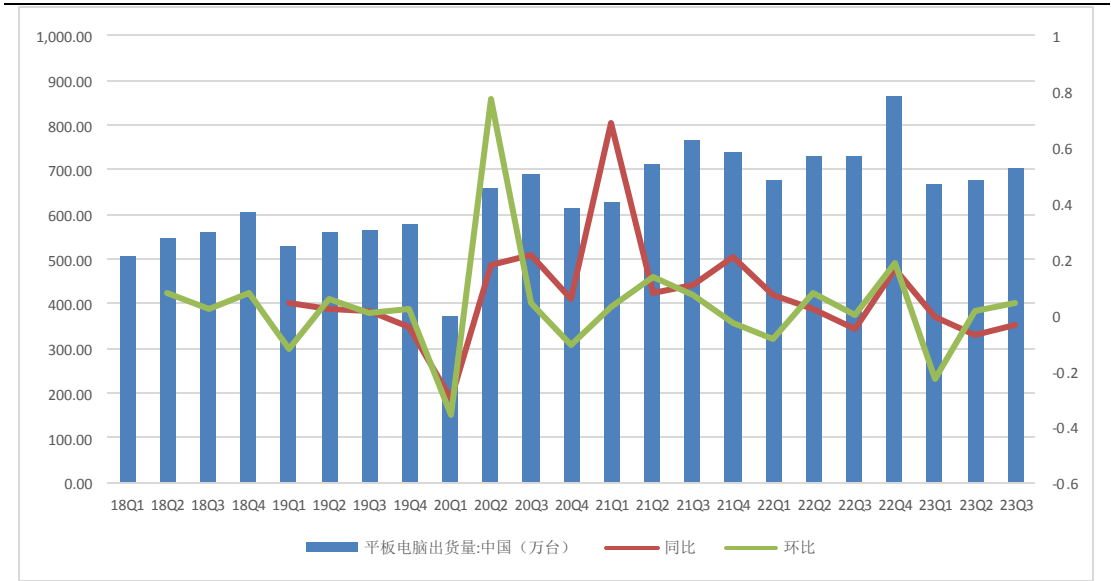
图 32：全球智能手机出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

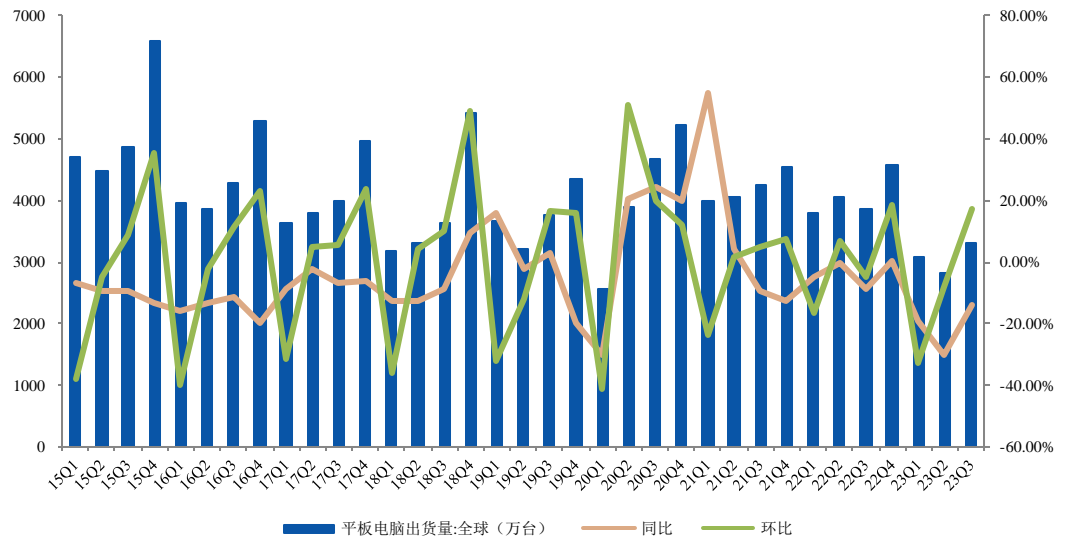
平板电脑出货量环比恢复正增长。2023Q3，中国平板电脑出货量同比减少 3.29%，环比增加 4.14%，环比增幅比二季度+2.94pct，全球平板电脑出货量同比减少 13.99%，环比增加 17.31%，环比恢复正增长。

图 33：中国平板电脑出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

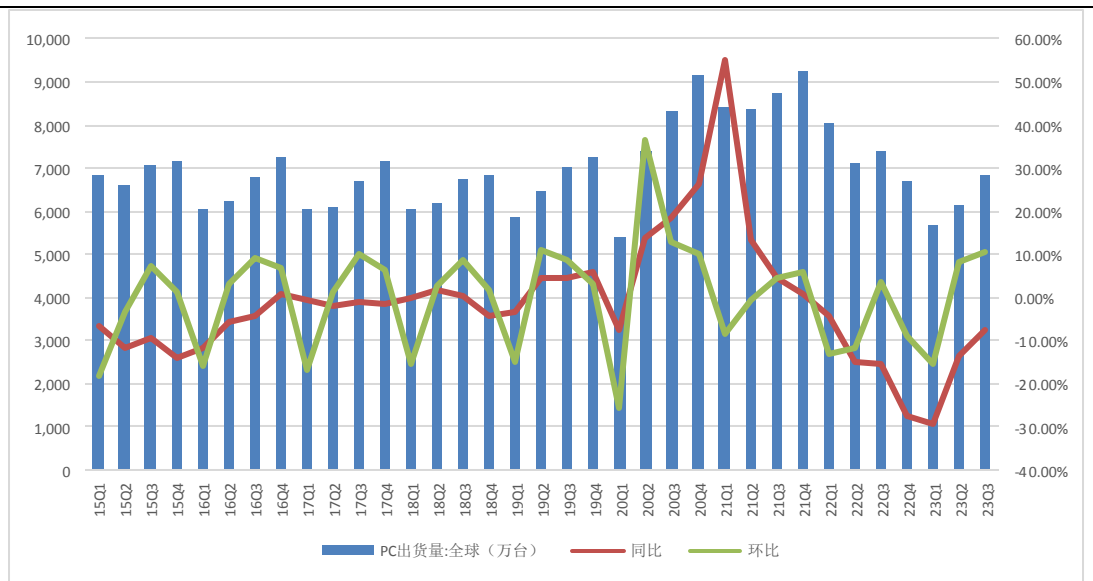
图 34：全球平板电脑出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2023 年全球 PC 出货量逐季度增长。2023Q3，全球 PC 出货量 6820 万台，同比下降 7.59%，环比增加 10.71%，2023 年以来，全球 PC 出货量呈现逐季增长态势，且环比涨幅逐渐扩大，四季度为传统销售旺季，PC 出货量有望保持环比增长。

图 35：全球 PC 出货量情况



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

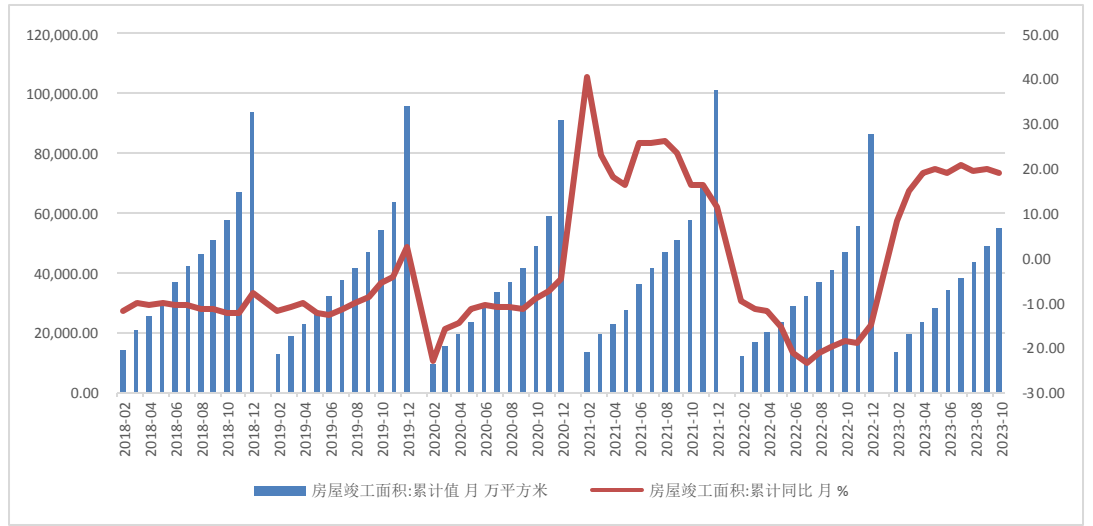
2.2.2 锡化工领域消费有望趋稳

锡化工是锡的第二大消费领域，可分为有机锡和无机锡两大类。根据行业统计数据，国内锡化工的下游应用非常广泛，但需求量相对集中，PVC 热稳定剂占七成左右，是锡化工的最主要消费去向。

PVC 是重要的建材，主要应用于房产、基建等行业，其需求量与地产竣工周期密切

相关。2022 年以来，中国房地产行业大幅下行，PVC 需求面临较大下行压力，随着国内针对房地产政策的不断加码，地产行业的困境得到逐步缓解，2023 年一季度末开始，房屋竣工面积逐渐回暖，尤其是 2023 年 11 月金融机构座谈会要求金融机构坚持“两个毫不动摇”，一视同仁地满足不同所有制房地产企业合理融资需求，支持民营企业发债融资以及合理股权融资，加大保交楼金融支持，积极服务“三大工程”建设等措施的出台，将推动房地产行业整体逐步向好，锡化工需求有望趋稳。

图 36：国内房地产竣工面积

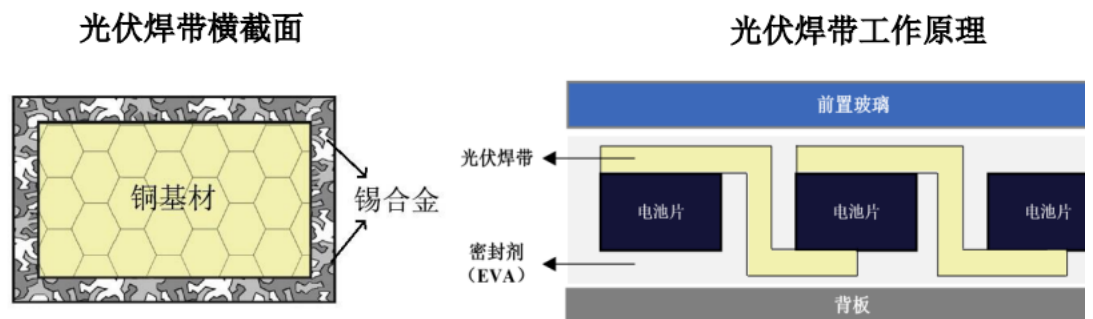


资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

2.2.3 光伏焊带、汽车智能化为锡的应用带来快速增长空间

光伏焊带是在电池片封装成组件的过程中，使用串焊机将焊带与电池片主栅线连接的重要光伏辅材，主要功能为连接光伏电池片及接线盒并传输电流。光伏焊带由基材和表面涂层构成，基材主要是铜，起导电作用，表面涂层一般为锡合金，满足光伏焊带可焊性。

图 37：光伏焊带工作原理



资料来源：宇邦新材公司公告，财信证券

根据 CPIA 报告，2023 年全球光伏装机预测 305-350GW，其中中国国内装机量为

120-140GW，其中每 GW 组件所需焊带为 550 吨，在光伏焊带中，锡合金质量占比约为 17%，锡合金中锡金属量占比为 60%或 63%，由此可以推算 2023 年光伏焊带可拉动锡需求 2.06 万吨，2025 年可拉动锡需求 3.00 万吨。

表 5：光伏焊带锡需求量

	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机量 (GW)	350	420	510
1GW 组件所需光伏焊带 (吨)	550	550	550
光伏焊带市场需求 (吨)	192500	231000	280500
锡合金质量占比	17%	17%	17%
锡金属质量占比	63%	63%	63%
光伏焊带锡需求量 (万吨)	2.06	2.47	3.00

资料来源：CPIA，宇邦新材公司公告，财信证券

新能源汽车智能化程度明显高于传统燃油车，对于电子元器件的使用量也高于传统燃油车，相应地，对锡金属的耗用也明显增加。随着新能源汽车渗透率的不断提升，对锡的需求将持续增加。根据行业经验，新能源汽车单车用锡量约为 0.7kg，我们预计 2023-2025 年全球新能源汽车产量分别为 1300 万辆、1600 万辆和 2100 万辆，可以推算 2023-2025 年新能源汽车可拉动锡需求 0.91 万吨、1.12 万吨和 1.47 万吨。

3 盈利预测

预计公司 2023-2025 年锡产品、铜产品、锌产品产量维持稳定，随着锡下游需求的不断恢复，预计未来锡价将获得较强支撑，我们预计 2023 年-2025 年锡价格分别为 21.3/23/25 万元/吨。

表 6：分产品盈利预测（亿元）

		2023E	2024E	2025E
锡锭	销售收入	103.80	112.11	121.08
	成本	87.20	93.05	99.28
	毛利率	16.00%	17.00%	18.00%
锡材	销售收入	35.63	38.48	41.55
	成本	31.00	33.09	35.32
	毛利率	13.00%	14.00%	15.00%
锡化工	销售收入	14.11	15.24	16.46
	成本	11.36	12.19	13.17
	毛利率	19.50%	20.00%	20.00%
铜产品	销售收入	76.77	80.61	84.64
	成本	74.96	78.20	81.68
	毛利率	2.36%	3.00%	3.50%
锌产品	销售收入	25.76	33.49	43.54
	成本	17.07	21.77	28.30
	毛利率	33.76%	35.00%	35.00%
供应链业务	销售收入	181.93	191.03	200.58
	成本	181.22	190.26	199.78
	毛利率	0.39%	0.40%	0.40%
其他产品	销售收入	24.10	25.30	26.57
	成本	16.25	16.95	17.80
	毛利率	32.55%	33.00%	33.00%
其他业务	销售收入	2.56	2.69	2.82
	成本	1.47	1.56	1.64
	毛利率	42.61%	42.00%	42.00%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

我们选取两家与锡业股份业务相近的两家公司华锡有色、兴业银锡作为对比公司，2023-2025 年平均 PE 对应现价为 17.54 倍、11.95 倍、10.39 倍。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600301.SH	华锡有色	84	0.73	0.91	1.04	18.23	14.51	12.79
000426.SZ	兴业银锡	164	0.53	0.96	1.12	16.85	9.39	7.99
	可比公司平均 PE					17.54	11.95	10.39
000960.SZ	锡业股份	229	0.9	1.27	1.65	15.57	11.06	8.48

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 14.79 亿元、20.82 亿元、27.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.90 元、1.27 元、1.65 元，对应现价 PE15.57 倍、11.06 倍和 8.48 倍。鉴于公司为锡金属全产业链龙头企业，规模优势明显，未来将充分受益于下游消费电子等行业复苏及光伏、新能源汽车对锡需求的拉动效应，我们给予公司 2023 年 15-20 倍的 PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4 风险提示

宏观经济恢复不及预期，下游需求复苏不及预期，锡价大幅下跌。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	538.44	519.98	464.67	498.95	537.25	营业收入	538.44	519.98	464.67	498.95	537.25
减: 营业成本	473.98	469.93	420.52	447.07	476.97	增长率(%)	20.20	-3.43	-10.64	7.38	7.68
营业税金及附加	2.88	2.85	2.23	2.40	2.58	归属母公司股东净利润	28.17	13.46	14.79	20.82	27.16
营业费用	0.98	0.92	0.85	0.91	0.98	增长率(%)	308.03	-52.21	9.86	40.79	30.42
管理费用	14.11	11.48	11.60	12.46	13.42	每股收益(EPS)	1.71	0.82	0.90	1.27	1.65
研发费用	2.04	2.19	1.73	1.85	1.99	每股股利(DPS)	0.11	0.12	0.06	0.09	0.12
财务费用	7.39	5.48	4.17	2.24	0.39	每股经营现金流	1.68	3.01	3.26	3.99	3.91
减值损失	-1.25	-10.79	-4.41	-4.73	-5.10	销售毛利率	0.12	0.10	0.10	0.10	0.11
加: 投资收益	-0.72	1.07	0.37	0.37	0.37	销售净利率	0.06	0.03	0.04	0.05	0.06
公允价值变动损益	0.07	-0.11	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.18	0.08	0.08	0.11	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.13	0.06	0.08	0.10	0.14
营业利润	36.88	18.49	20.79	28.92	37.45	市盈率(P/E)	8.17	17.10	15.57	11.06	8.48
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	1.48	1.40	1.30	1.17	1.04
利润总额	35.13	18.21	19.92	28.05	36.59	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
减: 所得税	4.74	2.51	2.78	3.92	5.11	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	30.38	15.70	17.14	24.13	31.47	收益率					
减: 少数股东损益	2.21	2.24	2.35	3.31	4.32	毛利率	11.97%	9.63%	9.50%	10.40%	11.22%
归属母公司股东净利润	28.17	13.46	14.79	20.82	27.16	三费/销售收入	4.18%	3.44%	3.58%	3.13%	2.75%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	7.90%	4.56%	5.19%	6.07%	6.88%
货币资金	45.97	23.98	46.47	54.78	95.46	EBITDA/销售收入	10.32%	7.19%	14.04%	14.40%	13.41%
交易性金融资产	0.23	0.67	0.67	0.67	0.67	销售净利率	5.64%	3.02%	3.69%	4.84%	5.86%
应收和预付款项	21.05	14.07	16.40	17.61	18.97	资产获利率					
其他应收款(合计)	3.83	6.80	5.31	5.70	6.14	ROE	18.15%	8.21%	8.33%	10.57%	12.22%
存货	71.84	59.37	53.90	57.30	61.13	ROA	6.87%	3.67%	4.27%	6.53%	8.21%
其他流动资产	11.15	6.49	8.17	8.77	9.45	ROIC	12.57%	6.36%	7.69%	9.98%	14.02%
长期股权投资	3.76	3.16	3.40	3.65	3.90	资本结构					
金融资产投资	1.59	1.44	1.44	1.44	1.44	资产负债率	58.22%	52.76%	45.30%	33.49%	27.00%
投资性房地产	0.42	1.49	1.29	1.09	0.90	投资资本/总资产	79.40%	75.65%	77.24%	72.55%	61.13%
固定资产和在建工程	192.28	193.23	164.94	136.26	107.18	带息债务/总负债	65.29%	53.95%	49.89%	22.82%	2.97%
无形资产和开发支出	35.60	34.73	28.94	23.15	17.36	流动比率	1.09	1.15	1.47	2.21	2.75
其他非流动资产	22.10	21.27	15.17	8.29	8.29	速动比率	0.46	0.44	0.73	1.15	1.68
资产总计	409.81	366.70	346.12	318.74	330.90	股利支付率	6.43%	14.67%	7.03%	7.03%	7.03%
短期借款	78.11	24.87	27.52	0.00	0.00	收益留存率	93.57%	85.33%	92.97%	92.97%	92.97%
交易性金融负债	0.21	1.91	1.91	1.91	1.91	资产管理效率					
应付和预收款项	33.76	22.96	26.05	27.69	29.55	总资产周转率	1.31	1.42	1.34	1.57	1.62
长期借款	77.66	79.52	50.71	24.36	2.66	固定资产周转率	3.22	2.92	3.05	3.96	5.40
其他负债	48.84	64.23	50.61	52.78	55.23	应收账款周转率	40.96	52.62	40.64	40.64	40.64
负债合计	238.59	193.48	156.80	106.75	89.34	存货周转率	6.60	7.91	7.80	7.80	7.80
股本	16.69	16.46	16.46	16.46	16.46	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	86.85	83.21	83.21	83.21	83.21	EBIT	42.52	23.70	24.10	30.29	36.98
留存收益	51.65	64.23	77.98	97.34	122.58	EBITDA	55.54	37.40	65.25	71.85	72.04
归属母公司股东权益	155.19	163.90	177.65	197.00	222.25	NOPLAT	37.79	20.71	21.34	26.67	32.42
少数股东权益	16.04	9.32	11.67	14.98	19.30	归母净利润	28.17	13.46	14.79	20.82	27.16
股东权益合计	171.23	173.22	189.32	211.99	241.55	EPS	1.71	0.82	0.90	1.27	1.65
负债和股东权益合计	409.81	366.70	346.12	318.74	330.90	BPS	9.43	9.96	10.79	11.97	13.50
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	8.17	17.10	15.57	11.06	8.48
经营性现金净流量	27.70	49.57	53.60	65.62	64.41	PEG	0.03	-0.33	1.58	0.27	0.28
投资性现金净流量	-19.89	-14.38	0.27	0.27	0.27	PB	1.48	1.40	1.30	1.17	1.04
筹资性现金净流量	-9.97	-57.50	-31.37	-57.57	-24.00	PS	0.43	0.44	0.50	0.46	0.43
现金流量净额	-2.44	-22.21	22.49	8.32	40.68	PCF	8.31	4.64	4.30	3.51	3.57

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438