

## 锡业股份 (000960.SZ) 锡价易涨难跌，锡业龙头乘风起

2024年04月13日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（联系人）

liyiran@kysec.cn

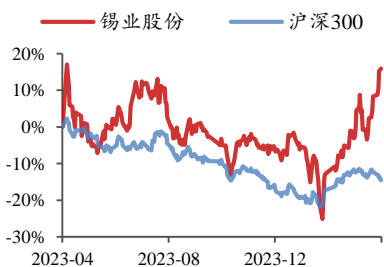
wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100047

日期	2024/4/12
当前股价(元)	17.05
一年最高最低(元)	17.96/10.73
总市值(亿元)	280.61
流通市值(亿元)	280.61
总股本(亿股)	16.46
流通股本(亿股)	16.46
近3个月换手率(%)	102.71

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《锡供需格局持续趋紧，行业龙头乘风而动——公司首次覆盖报告》  
-2024.1.4

### ● 锡价易涨难跌，锡业龙头乘风起

2023年，公司实现营业收入423.59亿元，同比减少18.54%，主要系云南锡业新材料及云南锡业锡化工自2023年5月起不再纳入锡业股份合并范围所致，实现归母净利润14.08亿元，同比增长4.61%。公司销售/管理/研发/财务费用营业收入占比分别为0.19%、2.45%、0.58%、1.03%，分别同比变动+0.01pct、+0.24pct、+0.16pct、-0.02pct。考虑到缅甸佤邦尚未复产、印尼出口量在2023年1~2月大幅下滑，全球半导体销售额同比增速不断向好，我们认为在基本面的强支撑下锡价易涨难跌，我们上调2024~2025年并新增2026年盈利预测，预计2024~2026年归母净利润分别为22.11、25.46、29.36亿元（2024~2025年此前预测值为19.91、23.86亿元），EPS分别为1.34、1.55、1.78元，当前股价对应PE分别为12.7、11.0、9.6倍。公司作为锡业龙头，有望充分收益锡价上涨，维持“买入”评级。

### ● 精锡产量稳定，全球和国内市占率继续提升

2023年公司锡产品销量合计达8.56万吨，合计同比减少13.3%。2023年公司精锡国内市占率达47.92%，同比上升0.14pct，全球市占率达22.92%，同比上升0.38pct，稳居2023年十大精锡生产商之首，且继续提升。矿端来看，2023年公司锡原矿金属产量达3.2万吨，同比下滑7.05%，整体保持稳定。展望2024年公司目标生产产品含锡8.5万吨，基本于2023年持平。

### ● 成本为盾，供需为矛，锡价易涨难跌

据ITA数据，2022年全球锡矿完全成本的90%分位线为2.56万美元/吨，预计到2027年将上升至3.38万美元/吨，较2022年提高32%，预计到2030年将上升5.4万美元/吨，较2027年提高59.7%，成本中枢不断上行托举锡价中枢上移；供需面来看，全球锡矿供给整体呈此消彼长趋势，2024年虽非洲地区有一定增量，但缅甸佤邦停产、其他存量国家矿山枯竭等因素仍在扰动供给，目前全球半导体销售额同比增速不断回暖，半导体周期复苏在即。

**风险提示：**缅甸复产进度超预期、国内环保政策松动、半导体需求复苏不及预期、锡价大幅波动、公司产能利用率不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51,998	42,359	43,735	46,274	48,864
YOY(%)	-3.4	-18.5	3.2	5.8	5.6
归母净利润(百万元)	1,346	1,408	2,211	2,546	2,936
YOY(%)	-52.2	4.6	57.0	15.2	15.3
毛利率(%)	9.6	9.2	10.2	10.8	11.3
净利率(%)	2.6	3.3	5.1	5.5	6.0
ROE(%)	9.1	8.1	11.4	11.6	11.8
EPS(摊薄/元)	0.82	0.86	1.34	1.55	1.78
P/E(倍)	20.8	19.9	12.7	11.0	9.6
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11139	10850	12669	14163	14956
现金	2398	2084	5440	3841	6898
应收票据及应收账款	726	568	814	656	868
其他应收款	680	624	351	749	479
预付账款	317	246	395	282	410
存货	5937	6468	4466	7588	5263
其他流动资产	1081	859	1204	1048	1037
<b>非流动资产</b>	25531	26211	25684	25975	26349
长期投资	316	1167	1487	1899	2446
固定资产	17563	17092	16807	16904	16949
无形资产	3473	3371	3101	2820	2479
其他非流动资产	4180	4581	4290	4352	4475
<b>资产总计</b>	36670	37060	38354	40138	41305
<b>流动负债</b>	9711	7816	8487	9467	9384
短期借款	2487	2107	4135	4549	5003
应付票据及应付账款	1514	1581	1329	1758	1551
其他流动负债	5710	4129	3023	3160	2829
<b>非流动负债</b>	9637	10434	8627	6775	4941
长期借款	7945	8752	6860	5062	3221
其他非流动负债	1692	1682	1767	1714	1721
<b>负债合计</b>	19348	18250	17114	16242	14325
少数股东权益	932	1020	1238	1475	1730
股本	1646	1646	1646	1646	1646
资本公积	8321	8328	8328	8328	8328
留存收益	6611	7822	10080	12661	15700
<b>归属母公司股东权益</b>	16390	17790	20001	22421	25250
<b>负债和股东权益</b>	36670	37060	38354	40138	41305

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5048	2193	5416	1893	6670
净利润	1570	1526	2430	2783	3192
折旧摊销	1370	1526	1293	1361	1446
财务费用	548	438	380	423	395
投资损失	-107	-122	-115	-118	-116
营运资金变动	407	-1596	1490	-2461	1834
其他经营现金流	1259	421	-62	-95	-82
<b>投资活动现金流</b>	-1438	-613	-752	-1516	-1682
资本支出	1730	1025	1069	1177	1107
长期投资	0	0	-320	-412	-547
其他投资现金流	292	412	637	72	-28
<b>筹资活动现金流</b>	-5750	-1934	-1309	-1976	-1930
短期借款	-5324	-381	2029	414	455
长期借款	187	807	-1892	-1798	-1841
普通股增加	-23	0	0	0	0
资本公积增加	-364	7	0	0	0
其他筹资现金流	-226	-2367	-1445	-591	-544
<b>现金净增加额</b>	-2130	-347	3356	-1599	3057

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	51998	42359	43735	46274	48864
营业成本	46993	38482	39260	41281	43342
营业税金及附加	285	373	241	255	269
营业费用	92	82	81	88	92
管理费用	1148	1036	962	1018	1075
研发费用	219	245	219	222	225
财务费用	548	438	380	423	396
资产减值损失	-987	17	87	93	98
其他收益	109	79	94	86	90
公允价值变动收益	-11	6	-3	2	-0
投资净收益	107	122	115	118	116
资产处置收益	11	0	1	0	0
<b>营业利润</b>	1849	1852	2789	3183	3660
营业外收入	24	17	19	20	19
营业外支出	52	124	10	10	10
<b>利润总额</b>	1821	1745	2798	3193	3668
所得税	251	219	368	410	477
<b>净利润</b>	1570	1526	2430	2783	3191
少数股东损益	224	118	219	237	255
<b>归属母公司净利润</b>	1346	1408	2211	2546	2936
EBITDA	3651	3750	4384	4880	5403
EPS(元)	0.82	0.86	1.34	1.55	1.78

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.4	-18.5	3.2	5.8	5.6
营业利润(%)	-49.9	0.2	50.6	14.1	15.0
归属于母公司净利润(%)	-52.2	4.6	57.0	15.2	15.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.6	9.2	10.2	10.8	11.3
净利率(%)	2.6	3.3	5.1	5.5	6.0
ROE(%)	9.1	8.1	11.4	11.6	11.8
ROIC(%)	6.0	6.0	7.9	8.7	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.8	49.2	44.6	40.5	34.7
净负债比率(%)	80.4	68.1	40.9	36.8	16.0
流动比率	1.1	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.4	0.5	0.8	0.6	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	74.0	75.2	77.3	75.5	76.0
应付账款周转率	28.4	24.9	27.0	26.7	26.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.86	1.34	1.55	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	1.33	3.29	1.15	4.05
每股净资产(最新摊薄)	9.96	10.81	12.15	13.62	15.34
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	19.9	12.7	11.0	9.6
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.8	11.2	8.7	7.9	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn