

锡锭产量创新高，新兴产业拉动需求增长

——锡业股份(000960)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

● 公司锡、铟资源储量丰富，锡、铟双龙头产业地位稳固

公司形成了锡、铜、锌、铟等金属矿的勘探、开采、选矿、冶炼及锡材、锡化工有色金属深加工的产业格局，产品广泛应用于航天航空、5G通信、光伏电池、半导体芯片等领域。公司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。自2005年以来公司锡产销量位居全球第一，位列2023年十大精锡生产商中之首。同时，公司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。公司2023年实现营收423.59亿元，同比下降18.54%；实现归母净利润14.08亿元，同比增长4.61%。2024Q1营收83.99亿元，同比下降24.47%，归母净利润3.26亿元，同比增长22.09%。

● 锡材锡化工出表影响收入，锡锭产量收入再创新高

资源储量方面，公司下属矿山单位2023年共投入勘探支出8490万元，全年新增锡资源量1.4万吨、铜2.7万吨。截止2023年底，公司锡金属量64.64万吨、铜金属量116.72万吨、锌金属量376.28万吨、铟4945吨、三氧化钨量7.75万吨、铅金属量9.54万吨、银2491吨。**产能方面**，公司拥有锡冶炼产能8万吨/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，参股的新材料公司拥有锡材产能4.3万吨/年、锡化工产能2.71万吨/年。**分产品看**，2023年锡锭产量6.57万吨（同比+42.61%），收入109.79亿元，占总营收25.92%；铜产品产量12.93万吨（同比+2.74%），实现收入78.45亿元，占总营收18.52%；锌产品产量13.58万吨（同比-0.43%），实现收入25.87亿元，占总营收6.11%；其他产品实现收入25.04亿元，占总营收5.91%；**供应链业务**实现收入154.92亿元，占总营收36.57%。受新材料公司及锡化工公司出表影响，锡材、锡化工产品产量大幅减少，锡材产量1.12万吨（同比-57.84%），实现收入21.18亿元，占总营收5.00%；锡化工产量6593吨（同比-69.67%），实现收入6.88亿元，占总营收1.62%。公司2024年预算营业收入403亿元，有色金属总产量34.86万吨，其中，锡8.5万吨、铜13万吨、锌13.16万吨、铟锭77.81吨。

● 全球锡矿供给弹性低，新兴产业升级助力锡消费增长

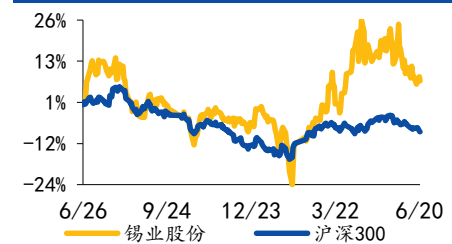
价格端，2023年锡金属价格维持震荡走势，主力合约价格较2022年宽振幅有所收束，SHFE锡期货主力合约均价21.18万元/吨，较2022年均价下跌13.51%。**供给端**，全球锡资源储量长期增长有限，锡冶炼加工费全年维持偏低位运行，叠加长期以来行业资本开支不足，全球锡矿供给弹性低，2023年全球精锡产量37.02万吨，同比减少2.7%。**需求端**，发达国家精锡消费有所下降，国内光伏和新能源汽车等新兴产业耗锡场景继续保持较高增速，2023年全球精锡消费36.04万吨，同比减少2.9%。**根据公司产销量和行业数据测算**，2023年公司锡金属国内市场占有率为47.92%，全球市场占有率为22.92%。预计随着半导体周期逐步企稳向上，焊料需求有望持续复苏，电子终端产品向更高算力和更强智能化的方向持续发展，锡金属作为“电子胶水”的作用也将持续凸显，有望创造出新的增长亮点。

当前价：15.39元

基本数据

52周最高/最低价(元):	18.32 / 11.02
A股流通股(百万股):	1645.80
A股总股本(百万股):	1645.80
流通市值(百万元):	25328.89
总市值(百万元):	25328.89

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	马捷
执业证书编号	S0020522080002
电话	021-51097188
邮箱	majie@gyzq.com.cn
联系人	王鹏
电话	021-51097188
邮箱	wangpeng@gyzq.com.cn

● **增资加速锡产业链整合，公司受益深加工产业成果**

2023年4月，锡业股份与云锡控股共同对原全资子公司云南锡业新材料有限公司（简称“新材料公司”）进行增资扩股，增资后锡业股份持有新材料公司49%股权，云锡控股成为新材料公司的控股股东。通过引入云锡控股将进一步强化资源要素的配置，特别是大额现金和研发资产的注入将加快核心关键材料技术攻关，不断提升锡深加工板块的核心竞争力和盈利能力。公司作为重要参与方，将受益于锡深加工产业未来不断发展壮大，共享发展成果。

● **2024Q1 盈利能力明显改善，研发投入稳定增加**

盈利能力方面，2023年公司毛利率为9.15%（同比-0.47pct）；净利率为3.60%（同比+0.58pct）。2024年第一季度，公司毛利率为11.20%（同比+3.53pct）；净利率为4.13%（同比+1.65pct）。**期间费用方面**，2023年公司销售费用率为0.19%（同比+0.02pct），财务费用率为1.03%（同比-0.02pct），管理费用率为2.45%（同比+0.24pct）。公司2020-2023年研发费用分别为1.40亿元、2.04亿元、2.19亿元、2.45亿元，研发费用率分别为0.31%、0.38%、0.42%、0.58%。公司研发了一大批具有自主知识产权的选矿设备和核心技术及工艺，锡选矿回收率世界领先，2023年公司获云南省科技进步奖一等奖2项，获中国有色金属工业科学技术奖一等奖2项，获专利授权60件。

● **投资建议与盈利预测**

随着全球新能源汽车、光伏发电以及人工智能行业的快速发展，焊料需求有望持续复苏，锡金属作为“电子胶水”的作用也将持续凸显，有望创造出新的增长亮点。我们预计2024-2026年，公司归母净利润分别为：20.69、23.00和26.10亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：1.26、1.40和1.59元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为12.24、11.01和9.71倍，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示**

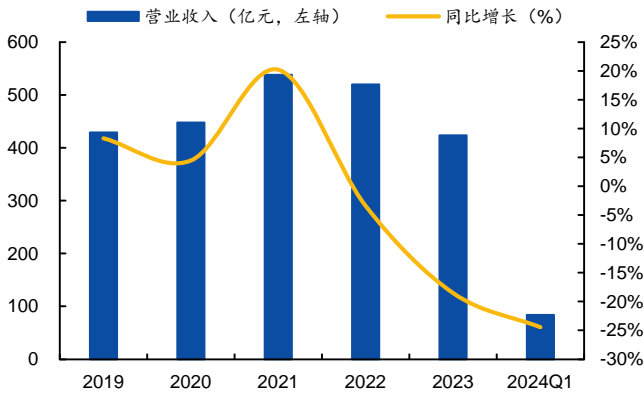
产业政策变化风险、市场价格波动风险、供应链风险、安全环保风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51997.84	42359.26	40104.35	40654.27	41303.84
收入同比(%)	-3.43	-18.54	-5.32	1.37	1.60
归母净利润(百万元)	1346.26	1408.36	2069.43	2300.38	2609.53
归母净利润同比(%)	-52.21	4.61	46.94	11.16	13.44
ROE(%)	8.21	7.92	10.71	10.85	11.20
每股收益(元)	0.82	0.86	1.26	1.40	1.59
市盈率(P/E)	18.81	17.98	12.24	11.01	9.71

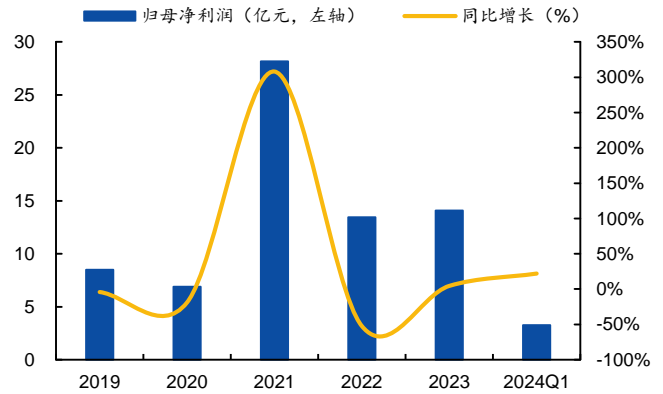
资料来源：Wind，国元证券研究所（本报告数据更新至2024年6月21日）

图 1：2019-2024Q1 公司营业收入



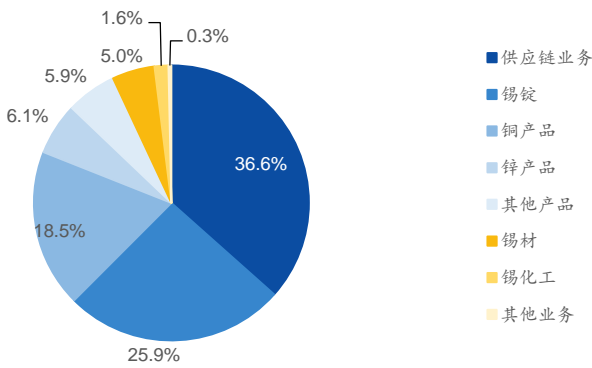
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2019-2024Q1 公司归母净利润



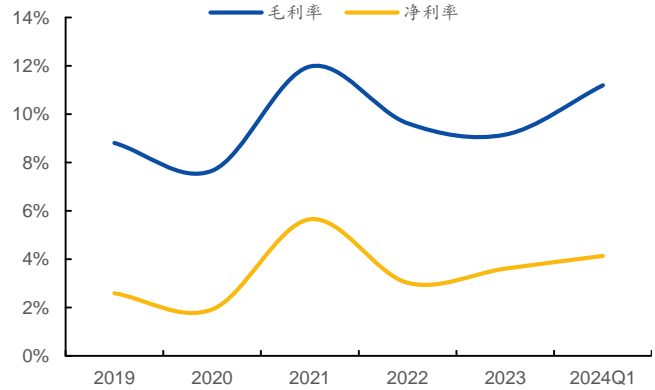
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



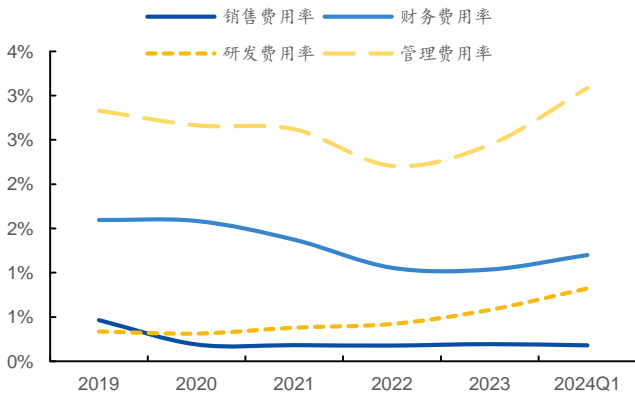
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2019-2024Q1 公司毛利率与净利率



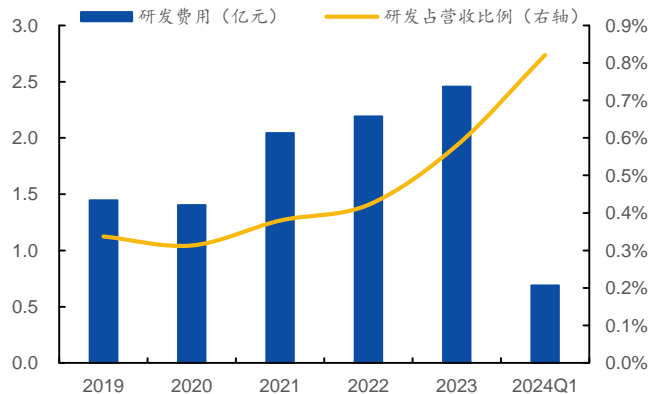
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：2019-2024Q1 公司期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2019-2024Q1 公司研发费用及占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11138.90	10849.66	15027.23	16710.73	19329.36
现金	2397.54	2084.08	7565.77	9208.70	11694.40
应收账款	623.79	502.06	499.54	495.80	505.28
其他应收款	680.28	624.07	530.96	565.55	573.99
预付账款	316.80	245.96	263.03	250.44	253.91
存货	5937.27	6468.36	5451.32	5538.84	5654.34
其他流动资产	1183.22	925.14	716.60	651.41	647.45
非流动资产	25531.32	26210.83	26053.00	26719.67	27256.07
长期投资	315.51	1166.86	751.23	817.15	853.46
固定资产	17562.60	17092.37	17128.51	17202.92	17227.07
无形资产	3472.82	3370.96	3200.37	3066.56	2925.82
其他非流动资产	4180.39	4580.65	4972.90	5633.04	6249.72
资产总计	36670.22	37060.49	41080.23	43430.41	46585.43
流动负债	9711.15	7816.33	9180.54	8686.41	8697.57
短期借款	2487.13	2106.51	3184.21	2708.80	2766.89
应付账款	1514.32	1580.71	1354.24	1373.16	1399.17
其他流动负债	5709.70	4129.11	4642.09	4604.45	4531.51
非流动负债	9637.17	10434.09	11329.76	12037.33	12824.50
长期借款	7945.38	8752.16	9503.21	10282.11	11056.37
其他非流动负债	1691.79	1681.93	1826.54	1755.23	1768.14
负债合计	19348.32	18250.42	20510.30	20723.74	21522.07
少数股东权益	932.30	1019.78	1245.08	1496.52	1770.03
股本	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80	1645.80
资本公积	8320.98	8327.72	8327.72	8327.72	8327.72
留存收益	6610.71	7821.57	9463.09	11325.42	13402.26
归属母公司股东权益	16389.60	17790.29	19324.85	21210.14	23293.32
负债和股东权益	36670.22	37060.49	41080.23	43430.41	46585.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5047.79	2193.05	4381.05	3247.69	3661.97
净利润	1570.16	1526.43	2294.73	2551.82	2883.04
折旧摊销	1369.90	1525.73	1404.74	1478.84	1552.87
财务费用	548.47	438.39	0.00	0.00	0.00
投资损失	-107.41	-121.83	-135.00	-155.00	-185.00
营运资金变动	407.49	-1596.40	861.14	-638.23	-583.35
其他经营现金流	1259.17	420.73	-44.56	10.26	-5.59
投资活动现金流	-1438.01	-613.03	-587.19	-1510.89	-1407.75
资本支出	1730.24	1024.90	1397.66	1374.82	1354.09
长期投资	0.00	0.00	-417.39	71.37	33.88
其他投资现金流	292.23	411.87	393.08	-64.70	-19.78
筹资活动现金流	-5749.59	-1933.67	1687.84	-93.87	231.47
短期借款	-5324.34	-380.63	1077.70	-475.41	58.09
长期借款	806.63	806.78	751.05	778.89	774.26
普通股增加	-22.97	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-363.94	6.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-844.96	-2366.57	-140.92	-397.34	-600.88
现金净增加额	-2130.09	-347.29	5481.70	1642.93	2485.69

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	51997.84	42359.26	40104.35	40654.27	41303.84
营业成本	46993.02	38482.08	36017.66	36266.81	36521.72
营业税金及附加	284.81	373.22	285.63	301.28	311.76
营业费用	92.35	82.04	74.76	76.17	77.69
管理费用	1148.18	1036.12	960.82	968.08	990.01
研发费用	219.12	245.48	197.90	207.39	213.19
财务费用	548.47	438.39	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-986.52	16.81	16.81	16.81	16.81
公允价值变动收益	-11.30	6.30	0.43	2.39	1.74
投资净收益	107.41	121.83	135.00	155.00	185.00
营业利润	1848.61	1852.42	2733.06	3020.54	3404.65
营业外收入	24.47	16.95	19.06	19.26	18.81
营业外支出	51.85	124.17	111.04	105.55	110.48
利润总额	1821.23	1745.20	2641.08	2934.25	3312.97
所得税	251.07	218.77	346.35	382.43	429.93
净利润	1570.16	1526.43	2294.73	2551.82	2883.04
少数股东损益	223.90	118.07	225.30	251.44	273.51
归属母公司净利润	1346.26	1408.36	2069.43	2300.38	2609.53
EBITDA	3766.98	3816.54	4137.80	4499.38	4957.51
EPS (元)	0.82	0.86	1.26	1.40	1.59

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.43	-18.54	-5.32	1.37	1.60
营业利润(%)	-49.88	0.21	47.54	10.52	12.72
归属母公司净利润(%)	-52.21	4.61	46.94	11.16	13.44
获利能力					
毛利率(%)	9.63	9.15	10.19	10.79	11.58
净利率(%)	2.59	3.32	5.16	5.66	6.32
ROE(%)	8.21	7.92	10.71	10.85	11.20
ROIC(%)	6.84	6.52	7.80	8.30	9.06
偿债能力					
资产负债率(%)	52.76	49.24	49.93	47.72	46.20
净负债比率(%)	77.41	76.59	78.93	79.81	80.31
流动比率	1.15	1.39	1.64	1.92	2.22
速动比率	0.54	0.56	1.04	1.29	1.57
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.15	1.03	0.96	0.92
应收账款周转率	64.49	54.01	57.43	60.76	60.32
应付账款周转率	28.38	24.87	24.54	26.59	26.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.86	1.26	1.40	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	1.33	2.66	1.97	2.23
每股净资产(最新摊薄)	9.96	10.81	11.74	12.89	14.15
估值比率					
P/E	18.81	17.98	12.24	11.01	9.71
P/B	1.55	1.42	1.31	1.19	1.09
EV/EBITDA	9.76	9.63	8.88	8.17	7.42

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027