

锡业股份 (000960.SZ) / 有色金属

证券研究报告/公司深度报告

2024年8月12日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 13.87

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 安永超

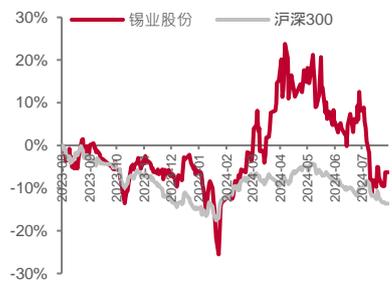
执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1,646
流通股本(百万股)	1,646
市价(元)	13.87
市值(百万元)	22,827
流通市值(百万元)	22,827

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51,998	42,359	47,496	48,319	49,141
增长率 yoy%	-3%	-19%	12%	2%	2%
归母净利润(百万元)	1,346	1,408	2,165	2,317	2,413
增长率 yoy%	-52%	5%	54%	7%	4%
每股收益(元)	0.82	0.86	1.32	1.41	1.47
每股现金流量	3.07	1.33	3.66	2.73	3.07
净资产收益率	8%	7%	10%	10%	9%
P/E	17.0	16.2	10.5	9.9	9.5
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

备注: 数据取自 2024 年 8 月 12 日

### 报告摘要

■ **公司经营历史悠久，为锡铜双龙头企业。**公司前身始于清光绪九年（1883年）朝廷拨款建办的个旧厂务招商局，历经 141 年的积淀与发展，当前具有集锡、铜、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易全产业链供应链一体化的产业格局，锡、铜资源储量均居全球第一，拥有中国最大的锡生产、加工基地，拥有世界上最长、最完整的锡产业链。截至 23 年底，公司锡资源量 64.64 万金属吨、铜资源量 116.72 万金属吨、锌金属量 376.28 万吨、铜 4945 吨、三氧化钨量 7.75 万吨、铅金属量 9.54 万吨、银 2491 吨。

■ **依托资源优势，打造锡全产业链布局，已成为全球第一大锡生产商。**1) 矿山端，公司矿山资源主要分布在大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司、华联锌铜四个公司，合计拥有锡资源量 64.64 万金属吨，原料自给率 31% 左右。2) 冶炼端，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年，为全球第一大生产商，国内锡市场占有率 47.92%，全球锡市场占有率 22.92%。

■ **铜储量全球第一。**公司具有铜资源量 4945 金属吨，其中都龙矿区拥有丰富的铜资源储量，铜资源储量全球第一，是全国最大的原生铜生产基地。2023 年公司铜产量 102 吨，精铜产量全球市占率达到 4.38%，国内市占率达到 6.92%，其中原生铜国内市占率约 15.83%，全球市占率约 9.63%。

■ **锡：趋势渐进，锡牛可期。**2024 年以来锡价强势上涨，主要受多因素影响：

- 1) 需求端，宏观预期向好，全球制造业 PMI 边际改善，库存周期进入补库阶段，消费电子增速连续两个季度同比转正，复苏预期较强；
- 2) 供给端：缅甸佤邦 23 年 8 月开始停止采矿，但中国从缅甸进口锡矿量并未明显下滑，主要系在消化佤邦库存所致，随着佤邦库存降至低位，4 月开始进口量已经大幅下降；24 年一季度由于印尼大选，导致当地 RKAB 审批较慢，印尼锡锭出口量显著低于去年同期，LME 库存持续去化至历史低位。

中长期而言，锡资源具有稀缺性，静态储采比较低，且新增项目投产时间多集中于 25 年之后，缺乏资本开支，需求端半导体逐步复苏，AIPC 等或催化开启新一轮景气周期，而光伏领域需求维持高景气。简而言之，在“供给刚性+需求边际向上”供需格局之下，锡价易涨难跌，向上弹性可期，中枢或将逐步上移。

■ **盈利预测及投资建议：**假设 2024-2026 年锡均价分别为 25、26、27 万元/吨，锡产量维持 8.0 万吨，自产矿分别为 2.40、2.45、2.50 万吨，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.65、23.17、24.13 亿元，同比增长 54%/7%/4%，按照 8 月 12 日收盘 228 亿市值计算，24-26 年对应 PE 分别为 10.5、9.9、9.5X。充分受益于锡价上行周期，业绩高弹性，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**主营产品价格波动风险、下游需求不及预期风险、需求测算偏差、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

## 投资主题

### 投资逻辑

**1) 公司层面：依托资源优势，公司成为全球第一大锡生产商。**1) 矿山端，公司矿山资源主要分布在大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司、华联锌铟四个公司，合计拥有锡资源量 64.64 万金属吨；此外还拥有锌资源量 376.28 万金属吨、铟资源量 4945 吨、三氧化钨 7.75 万吨。2) 冶炼端，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年，原料自给率 31%左右，为全球第一大生产商，国内锡市场占有率 47.92%，全球锡市场占有率 22.92%；锌冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年，23 年原料自给率为 76.04%。

**2) 行业层面：短期价格强势上行，一方面消费电子增速同比转正，需求复苏预期增强；另一方面缅甸、印尼供给冲击仍未落地，海外库存去化至历史低位，国内 Q3 去库持续兑现。中长期而言，锡资源具有稀缺性，静态储采比较低，且新增项目投产时间多集中于 25 年之后，缺乏资本开支；需求端光伏领域仍维持高景气，半导体逐步复苏，AIPC 等或催化开启新一轮景气周期。简而言之，在“供给刚性+需求边际向上”供需格局之下，锡价易涨难跌，向上弹性可期，中枢或将逐步上移。**

### 关键假设、估值与盈利预测

**盈利预测：**假设 2024-2026 年锡均价分别为 25、26、27 万元/吨，锡产量维持 8.0 万吨，自产矿分别为 2.40、2.45、2.50 万吨，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.65、23.17、24.13 亿元，同比增长 54%/7%/4%。

**估值：**按照 8 月 12 日收盘 228 亿市值计算，24-26 年对应 PE 分别为 10.5、9.9、9.5X。当前锡业股份的估值低于可比公司，且当前市值并未计入未来锡价中枢进一步向上的弹性，维持公司“买入”评级。

## 内容目录

锡铟双龙头企业.....	- 6 -
经营历史悠久.....	- 6 -
依托资源优势，形成锡全产业链布局.....	- 7 -
公司利润主要来自“锡+锌”业务.....	- 9 -
<b>锡：趋势渐进，锡牛可期</b> .....	<b>- 10 -</b>
锡价中枢或将逐步上移.....	- 10 -
供给端：短期供给不确定性增大，中长期缺乏资本开支.....	- 11 -
需求端：半导体边际复苏，新能源高景气.....	- 17 -
<b>全球第一大锡、铟资源企业</b> .....	<b>- 21 -</b>
资源储备丰厚，锡自给率 31%左右.....	- 21 -
锡冶炼产能居于全球首位.....	- 24 -
铟资源储量全球第一.....	- 25 -
<b>投资建议：锡价中枢逐步上移，业绩高弹性，给予“买入”评级</b> .....	<b>- 26 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 28 -</b>
图表 1：公司发展历程.....	- 6 -
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月末）.....	- 6 -
图表 3：公司产业布局.....	- 7 -
图表 4：公司主要产品及用途.....	- 8 -
图表 5：公司主要产品历史产量及自给率.....	- 9 -
图表 6：公司历年收入变化.....	- 9 -
图表 7：公司历年净利润变化.....	- 9 -
图表 8：公司收入结构.....	- 9 -
图表 9：公司毛利结构.....	- 9 -
图表 10：公司期间费用率走势.....	- 10 -
图表 11：公司毛利率&净利率走势.....	- 10 -
图表 12：产业链及应用领域.....	- 10 -
图表 13：锡价走势.....	- 11 -
图表 14：全球锡储量（2018-2023 年）.....	- 12 -
图表 15：全球锡储量分布（2023 年）.....	- 12 -
图表 16：不同金属静态储采比对比（2023 年）.....	- 12 -
图表 17：不同金属地壳丰度对比.....	- 12 -
图表 18：全球锡精矿产量（2018-2023 年）.....	- 12 -
图表 19：全球锡精矿产量分布（2023 年）.....	- 12 -
图表 20：缅甸锡精矿月度进口数据（单位：吨）.....	- 13 -

图表 21: 缅甸禁矿时间线梳理 .....	- 13 -
图表 22: 印尼锡锭出口月度数据 (吨) .....	- 14 -
图表 23: LME 锡库存 (吨) .....	- 14 -
图表 24: Timah 锡储量 (万吨) .....	- 14 -
图表 25: Timah 锡产量 (万吨) .....	- 14 -
图表 26: 银漫矿业产量 (单位: 吨) .....	- 14 -
图表 27: Alphamin 扩产规划 .....	- 15 -
图表 28: Alphamin 锡产量 (吨) .....	- 15 -
图表 29: Alphamin 锡售价&成本 (美元/吨) .....	- 15 -
图表 30: UIS 矿山扩产规划 .....	- 16 -
图表 31: UIS 锡产量 (吨) .....	- 16 -
图表 32: UIS 锡成本 (美元/吨) .....	- 16 -
图表 33: 主要新增项目投产规划 .....	- 17 -
图表 34: 锡历年消费情况 .....	- 17 -
图表 35: 全球锡下游消费结构 (按应用领域) .....	- 17 -
图表 36: 2022 年全球锡消费结构 (按地区) .....	- 18 -
图表 37: 2022 年中国锡下游消费结构 .....	- 18 -
图表 38: 2019 年锡焊料产品结构 .....	- 18 -
图表 39: 锡焊料下游消费结构 (2022 年) .....	- 18 -
图表 40: 半导体销售金额同比增速触底 (十亿美元) .....	- 19 -
图表 41: 全球 PC 季度产量及增速 .....	- 20 -
图表 42: 全球智能手机季度产量及增速 .....	- 20 -
图表 43: AI PC 市场展望 .....	- 20 -
图表 44: 光伏焊带横截面示意图 .....	- 20 -
图表 45: 光伏焊带工作原理示意图 .....	- 20 -
图表 46: 光伏锡需求量预测 .....	- 21 -
图表 47: 锡供需平衡表 (单位: 万吨) .....	- 21 -
图表 48: 公司锡资源量变化 (单位: 万吨) .....	- 22 -
图表 49: 公司锡矿资源分布 .....	- 22 -
图表 50: 华联锌铟股权结构 (截至 24 年 7 月) .....	- 22 -
图表 51: 华联锌铟历年收入 .....	- 23 -
图表 52: 华联锌铟历年净利润 (单位: 亿元) .....	- 23 -
图表 53: 华联锌铟资源概况 .....	- 23 -
图表 54: 锡市场占有率 .....	- 24 -
图表 55: 锡产量及自有率 .....	- 24 -

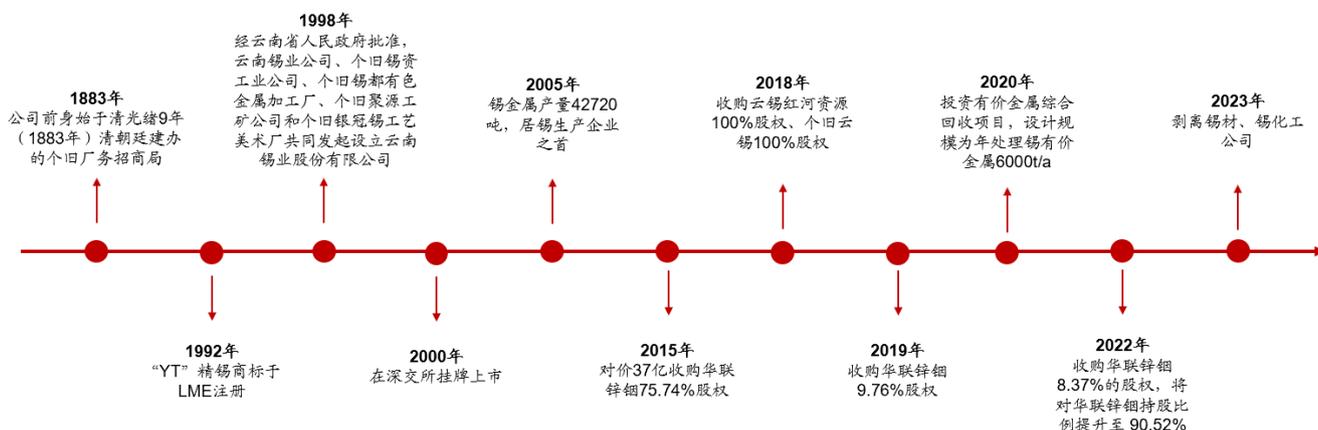
图表 56: 全球 Top10 锡生产商.....	- 24 -
图表 57: 锡精矿加工费.....	- 24 -
图表 58: 锡锭加工工艺.....	- 24 -
图表 59: 锡化工加工工艺.....	- 24 -
图表 60: 公司锡资源量 (单位: 吨).....	- 25 -
图表 61: 公司锡历史产销量.....	- 25 -
图表 62: 锡产业链结构.....	- 25 -
图表 63: 业务拆分表.....	- 27 -
图表 64: 公司 2024 年业绩弹性测算 (亿元).....	- 27 -
图表 65: 可比公司对比.....	- 28 -
图表 66: 盈利预测表.....	- 29 -

## 锡钨双龙头企业

### 经营历史悠久

- 公司前身始于清光绪九年(1883年)朝廷拨官款建办的个旧厂务招商局; 1998年经云南省人民政府批准, 云南锡业公司、个旧锡资工业公司、个旧锡都有色金属加工厂、个旧聚源工矿公司和个旧银冠锡工艺美术厂共同发起设立云南锡业股份有限公司; 2000年在深交所挂牌上市。历经141年的积淀与发展, 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, 拥有行业内完整的锡产业链, 为我国最大的锡生产加工基地。截至23年底, 公司锡资源量64.64万金属吨、铜资源量116.72万金属吨、锌金属量376.28万吨、钨4945吨、三氧化钨量7.75万吨、铅金属量9.54万吨、银2491吨。

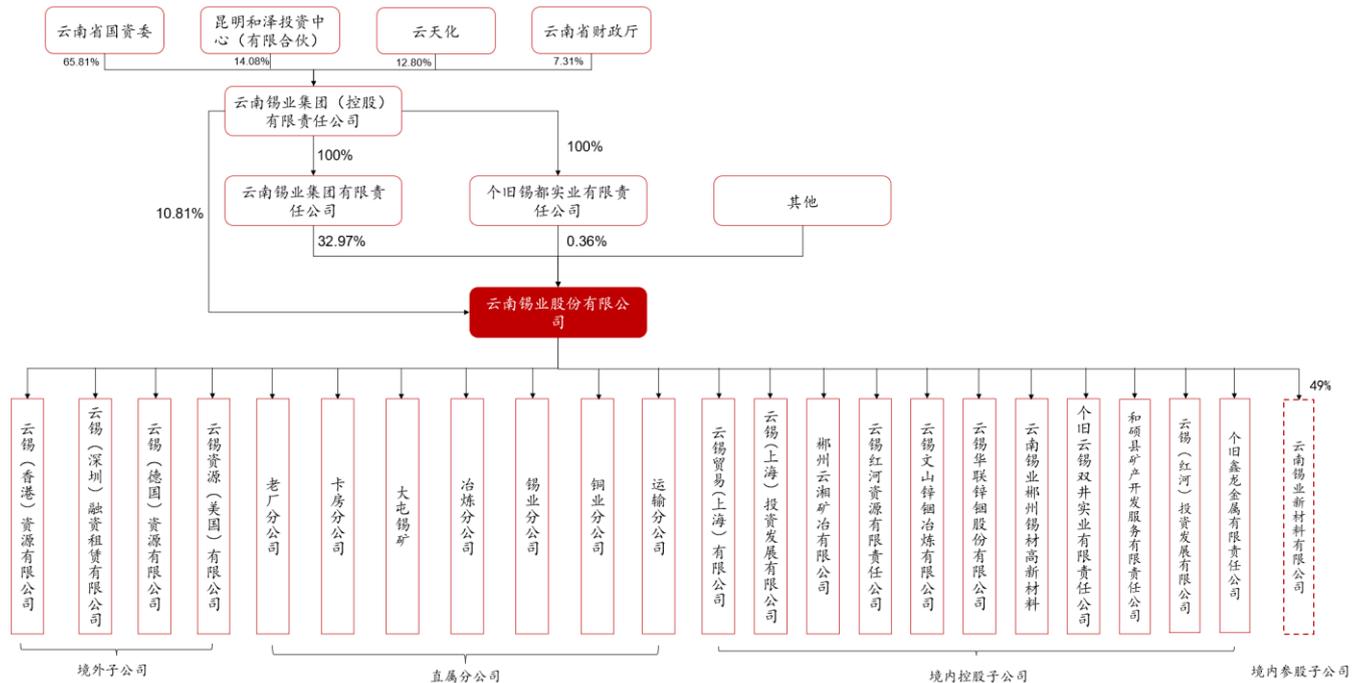
图表 1: 公司发展历程



来源: 公司官网、Wind等、中泰证券研究所

- **股权结构:** 公司实际控制人为云南国资委, 控股股东为云南锡业集团(控股)有限公司, 直接持有公司10.81%股权, 通过云南锡业集团有限责任公司持股32.97%, 合计持股43.78%。

图表 2: 公司股权结构(截至2024年3月末)

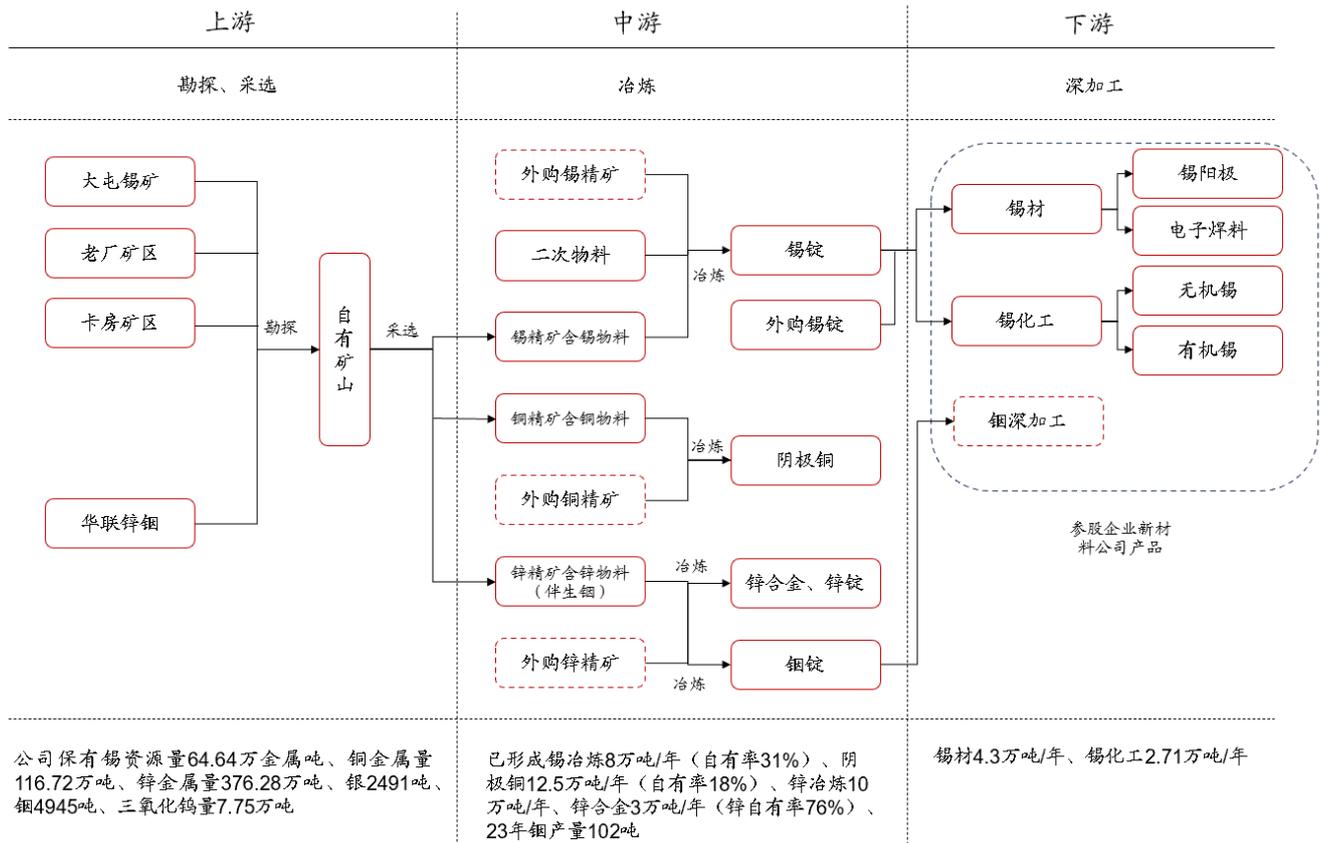


来源: Wind、中泰证券研究所

### 依托资源优势，形成锡全产业链布局

- 公司具有集锡、铟、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易全产业链供应链一体化的产业格局，锡、铟资源储量均居全球第一，拥有中国最大的锡生产、加工基地，拥有世界上最长、最完整的锡产业链。公司主要产品包括锡锭、锡材、锡化工、锌锭、锌合金、阴极铜、铟锭等产品。
  - **锡**: 具有锡资源量 64.64 万吨，拥有锡冶炼产能 8 万吨/年（23 年原料自给率 31%），参股子公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年；
  - **铜**: 具有铜资源量 116.72 万金属吨，阴极铜产能 12.5 万吨/年，23 年原料自给率为 18.32%；
  - **锌**: 具有锌资源量 376.28 万金属吨，锌冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年，23 年原料自给率为 76.04%，同比提升 7.04pcts；
  - **铟**: 具有铟资源量 4945 吨，作为国内最大的原生铟生产基地，2023 年实现铟锭产量 102 吨，销售量 137 吨。

图表 3: 公司产业布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 4：公司主要产品及用途**

类别	主要产品	用途
锡锭	精锡	用于生产锡箔、锡板、锡球等压延加工产品等
锡材	无铅锡焊料	主要用于电子行业的软钎焊、散热器及五金等各行业波峰焊、浸焊等精密焊接、特殊焊接工艺以及喷涂、电镀等
	锡阳极	主要用于电镀行业做阳极，如马口铁电镀、PCB 电镀、线路板电镀
	锡铅焊料	主要用于机械焊接，电子电器产品电路板生产、民用产品的部件焊接等
	锡合金	用于高速蒸汽机、涡轮机、透平压缩机、内燃机、汽车等的轴承及轴衬
	焊锡膏	应用于 SMT、点涂、喷射等工艺，是实现微焊接的关键材料
锡化工	BGA 焊锡球	用于电子产品的插座、芯片的封装，返修芯片植球，电子元器件的连接定位焊接
	有机锡化工产品	主要包括甲基锡和丁基锡两大类，用于 PVC 制品、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、聚氨酯催化剂、承压玻璃容器增强喷涂、汽车电脉漆催化剂
	无机锡化工产品	主要包括硫酸亚锡、氧化亚锡、二氧化锡等七大类产品，用于酸性电镀、蓄电池、电路板、液晶显示器、化学反应还原剂、染发膏添加剂、电子元器件电镀、高端阻燃等方面
铜	铜锭	用于 ITO 靶材（生产液晶显示器和平板屏幕），在电子半导体、焊料和合金、高温真空缝隙填充材料、医学扫描剂
锌	锌锭	用于镀锌板，生产锌合金，做锌锰电池以及锌空气蓄电池
铜	阴极铜	广泛应用于电子、电器、造船、建筑、汽车工业、国防工业等

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 公司主要产品历史产量及自给率

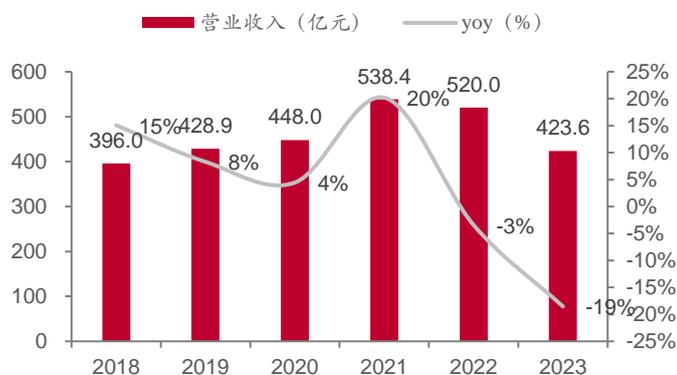
		2019	2020	2021	2022	2023
锡 (万吨)	锡锭	7.26	7.48	8.22	7.67	8.00
	自给率	40%	40%	30%	31%	31%
铜 (万吨)	冶炼	11	12.22	12.49	12.58	12.93
	自给率	30%	25%	21%	19%	18%
锌 (万吨)	冶炼	11.42	11.82	12.46	13.64	13.47
	自给率	100%	80%	70%	69%	76%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 公司利润主要来自“锡+锌”业务

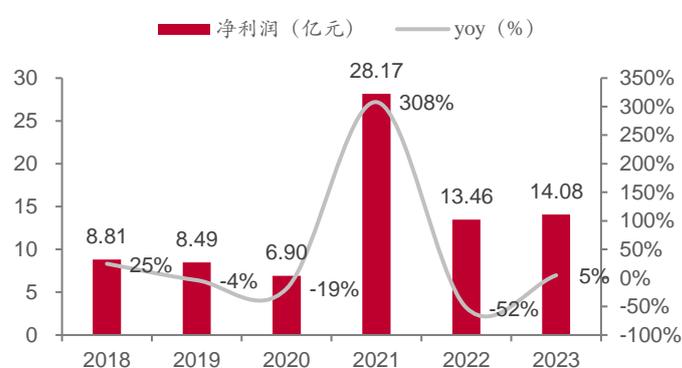
- 从收入结构来看,2023 年公司实现营业收入 423.6 亿元,同比下滑 19%,其中锡板块实现营业收入 137.85 亿元,占比约 32.5%; 锌产品实现营业收入 25.87 亿元,占比约 6.1%; 铜产品实现营业收入 78.45 亿元,占比 18.5%; 贸易及其他产品实现营业收入 181.42 亿元,占比 42.8%。
- 从毛利来看,2023 年实现毛利 38.77 亿元,其中锡业务实现毛利 16.12 亿元,占比 42%; 锌产品实现毛利 9.17 亿元,占比 24%; 铜产品实现毛利 2.84 亿元,占比 7%; 贸易及其他业务实现毛利 10.64 亿元,占比 27%。

图表 6: 公司历年收入变化



来源: Wind、中泰证券研究所

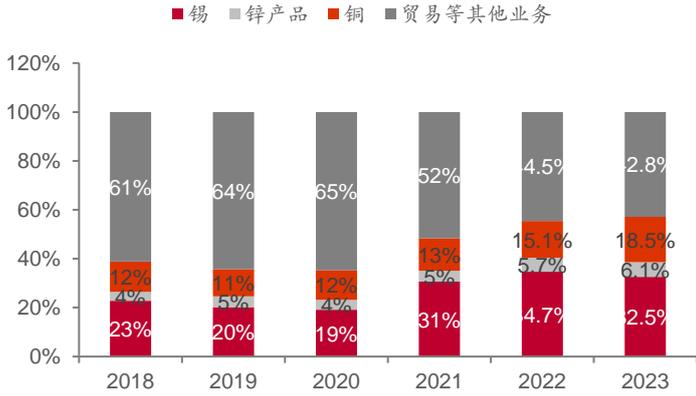
图表 7: 公司历年净利润变化



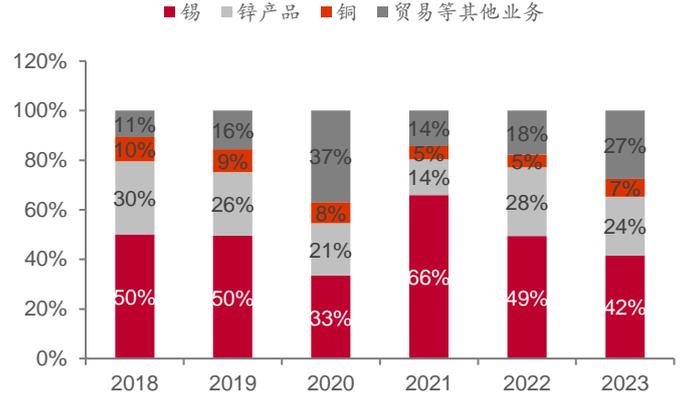
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 公司收入结构

图表 9: 公司毛利结构

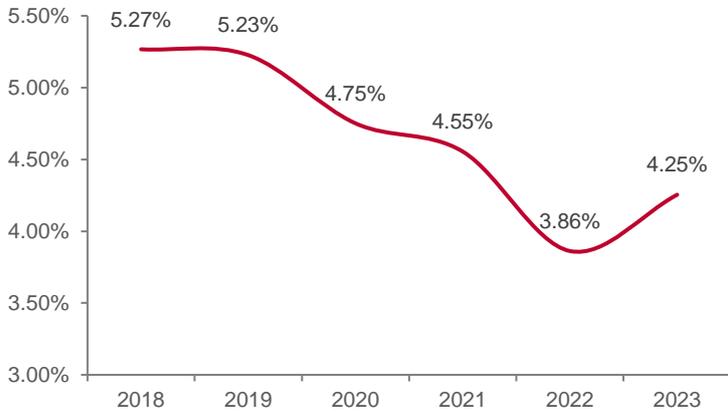


来源：Wind、中泰证券研究所



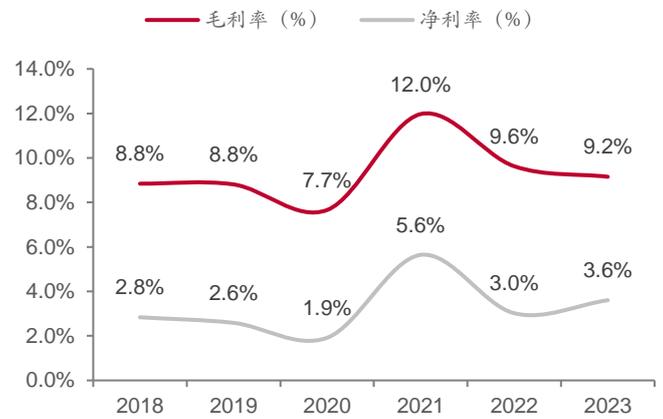
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 10: 公司期间费用率走势



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11: 公司毛利率&净利率走势



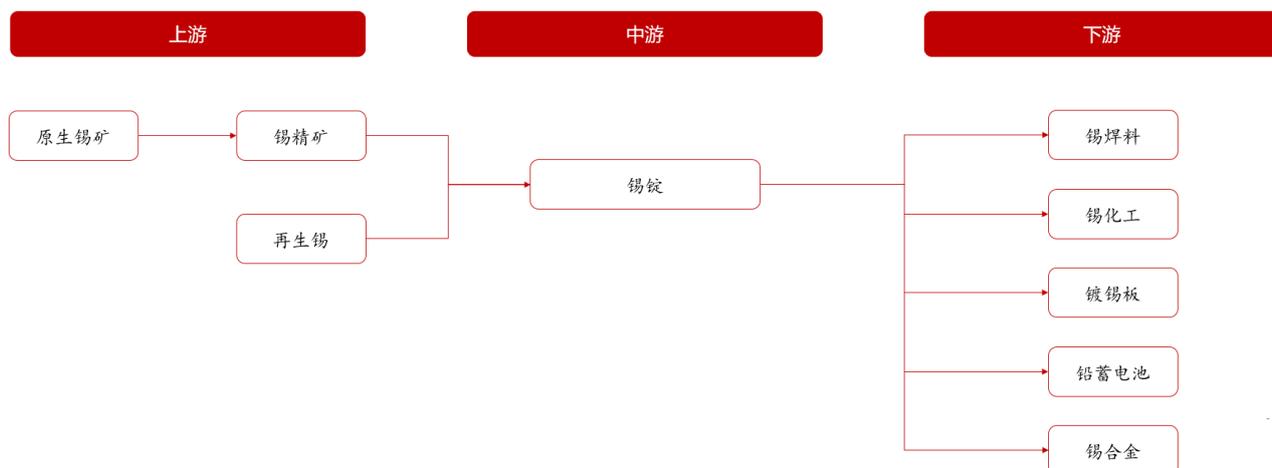
来源：Wind、中泰证券研究所

## 锡：趋势渐进，锡牛可期

### 锡价中枢或将逐步上移

- 锡是一种有银白色光泽的金属元素，在工业和生活应用广泛，现已成为我国的战略资源，是不可或缺的关键稀有金属。锡产业链主要包括锡矿采选、精锡冶炼加工到终端消费等环节。资源端主要包括原生锡矿和砂锡矿，经过采选、冶炼以及深加工后得到精锡产品、锡铅焊料锭、锡基铸造合金锭等，最终形成锡焊料、各种锡材、锡化合物等产品，应用于电子、电镀、食品、玻璃、医药、汽车、光伏等领域。

图表 12: 产业链及应用领域

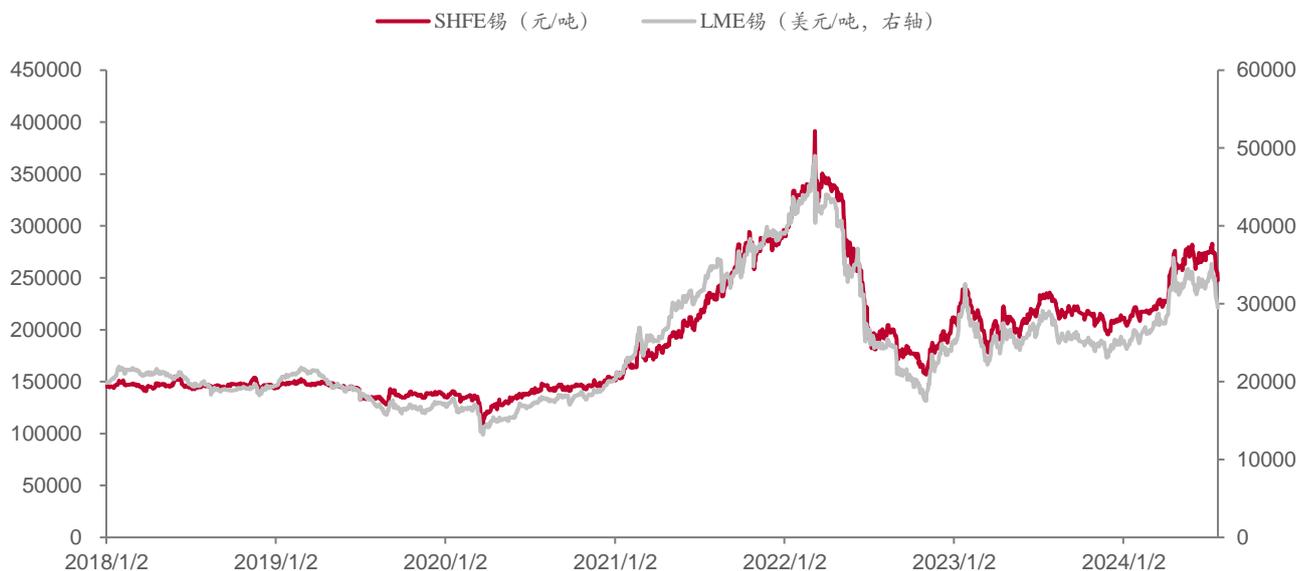


来源：百川、SMM，中泰证券研究所

■ **2024 年以来锡价强势上涨，主要受多因素影响：**

- 1) 宏观预期向好，全球制造业 PMI 边际改善，库存周期有望进入补库阶段，消费电子连续两个季度同比转正，复苏预期较强；
- 2) 缅甸佤邦 23 年 8 月开始停止采矿，但 23Q4 至 24Q1 中国从缅甸进口锡矿量并未明显下滑，主要系在消化佤邦库存所致，随着佤邦库存降至低位，4 月开始从缅甸进口锡精矿数量已经大幅收缩；
- 3) 24 年一季度由于印尼 RKAB 审批较慢，印尼锡锭出口量显著低于同期，LME 库存持续去化至历史低位。

图表 13：锡价走势



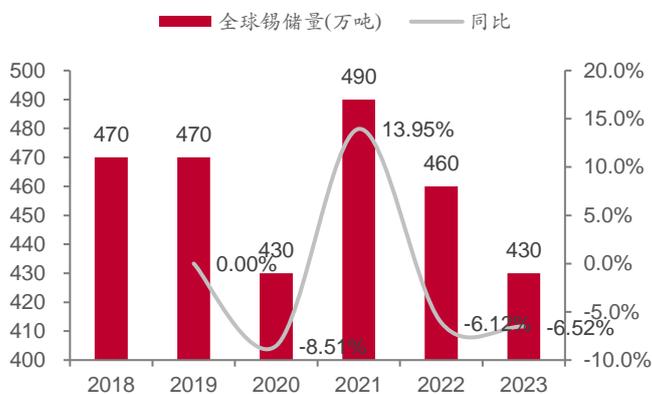
来源：Wind、中泰证券研究所

供给端：短期供给不确定性增大，中长期缺乏资本开支

- **资源端极具稀缺性。**锡在地壳中含量较少，根据美国地质调查局(USGS)，

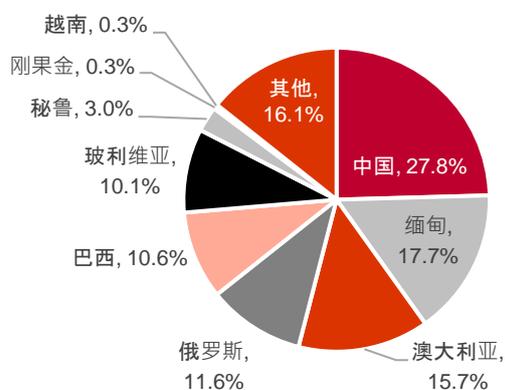
2023 年全球锡储量为 430 万吨，其中：中国锡储量 110 万吨，占全球总储量的 27.8%；缅甸锡储量为 70 万吨，全球占比 17.7%；澳大利亚锡储量 62 万吨，占比 15.7%。

图表 14：全球锡储量（2018-2023 年）



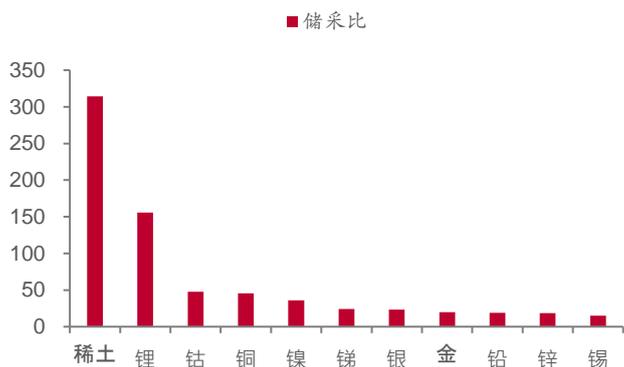
来源：USGS、中泰证券研究所

图表 15：全球锡储量分布（2023 年）



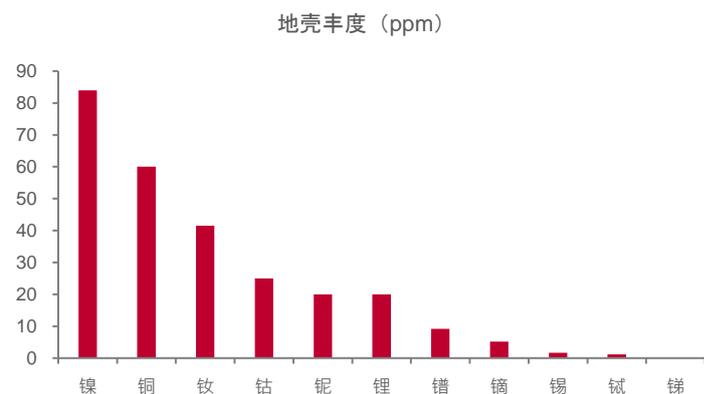
来源：USGS、中泰证券研究所

图表 16：不同金属静态储采比对比（2023 年）



来源：USGS、中泰证券研究所

图表 17：不同金属地壳丰度对比

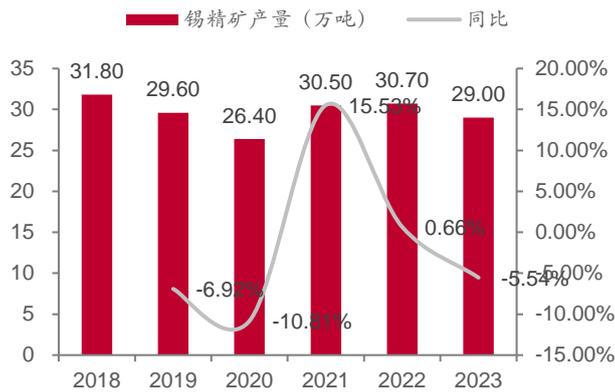


来源：产业前沿、《锡的地球化学性质与华南晚白垩世锡矿成因》等、中泰证券研究所

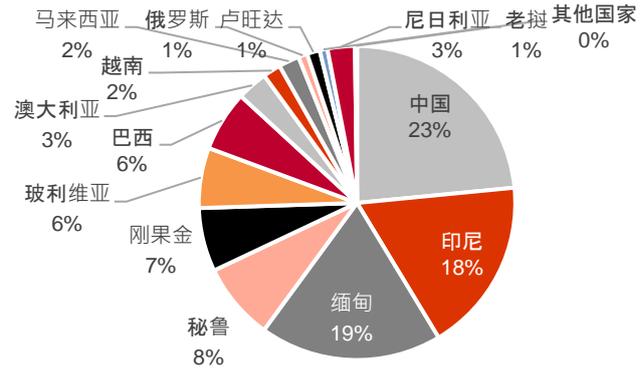
- 全球锡精矿产量稳定，分布高度集中。近年来，全球锡精矿产量稳定在 30 万吨左右，根据 USGS 2023 年统计数据，中国是锡精矿的主要生产国，产量占比 23.45%；其次是印尼占比 17.93%；缅甸占比 18.62%。

图表 18：全球锡精矿产量（2018-2023 年）

图表 19：全球锡精矿产量分布（2023 年）



来源: USGS、中泰证券研究所

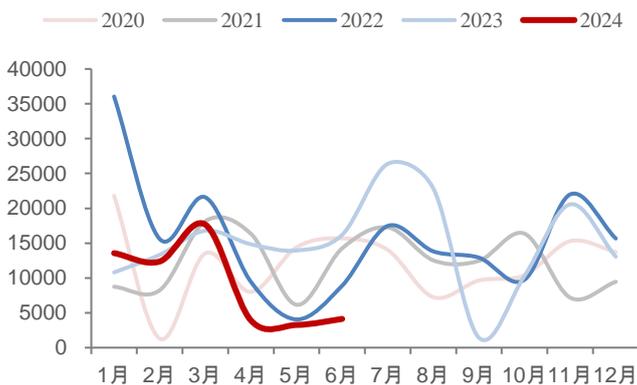


来源: USGS、中泰证券研究所

■ 短期供给冲击增大:

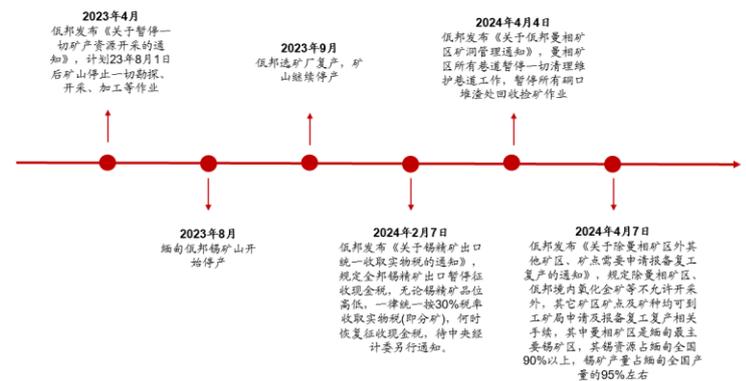
- **缅甸:** 2023年4月缅甸佤邦政府出台文件要求2023年8月1日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业; 24年2月7日, 佤邦计划对所有锡精矿征收30%实物税, 此前品位20%以内精矿征收现金税; 2024年4月7日, 佤邦发布《关于除曼相矿区外其他矿区、矿点需要申请报备复工复产的通知》, 除曼相矿区外, 其他矿区可以申请复产手续, 但曼相矿区是缅甸最主要锡矿区, 其锡资源占缅甸全国90%以上, 锡矿产量占缅甸全国产量的95%左右, 具体采矿复产时间仍未明确。此外虽然23年8月佤邦矿山停止开采, 但23年9月当地选矿复产, 主要消化库存为主, 叠加抛储导致我国从缅甸锡精矿进口量并未明显收缩, 23年9月-24年6月, 我国从缅甸进口锡精矿合计10.03万实物吨(折合约2.01万金属吨), 随着佤邦库存降至低位, 4月开始从缅甸进口量已经大幅收缩。

图表 20: 缅甸锡精矿月度进口数据 (单位: 吨)



来源: SMM、中泰证券研究所

图表 21: 缅甸禁矿时间线梳理

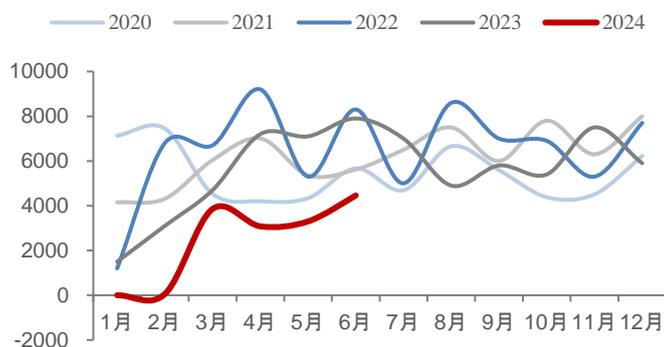


来源: Mysteel、中泰证券研究所

- **印尼:** 24年一季度, 受总统选举和对该行业腐败指控调查的影响, 政府RKAB发放延迟, 24年1月锡出口仅为0.4吨, 2月出口55吨, 24年3月19日, 印尼三大冶炼厂中的两家(包括PT Timah)开始恢复锡出口, 雅加达期货交易所(JFX)于3月5日恢复交易, 但出口仍未恢复至正常水平。24年H1印尼锡锭出口合计1.48万

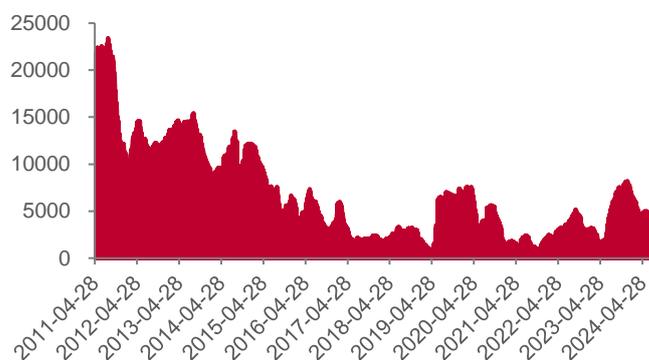
吨，同比下滑 53%。

图表 22: 印尼锡锭出口月度数据 (吨)



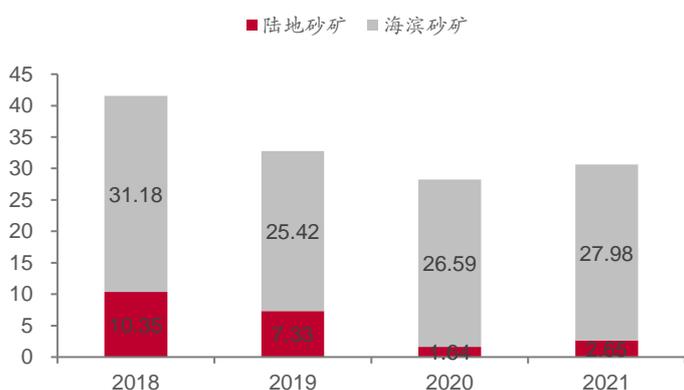
来源: SMM、中泰证券研究所

图表 23: LME 锡库存 (吨)



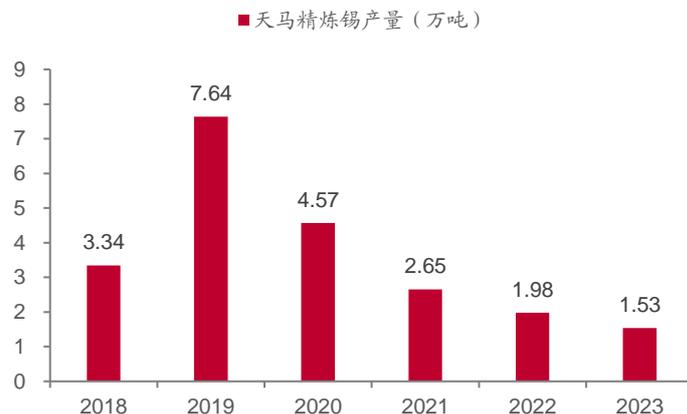
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 24: Timah 锡储量 (万吨)



来源: Timah 公司公告、中泰证券研究所

图表 25: Timah 锡产量 (万吨)

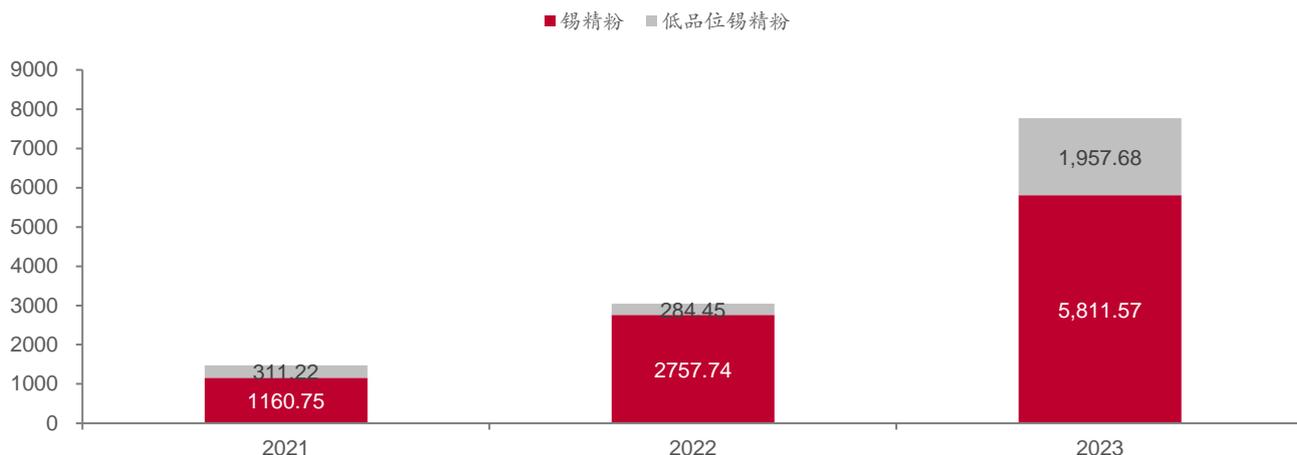


来源: Timah 公司公告、中泰证券研究所

- 中长期看，2025 年之前新增产能有限。2010 年到 2019 年锡价波动中枢在 150000 元/吨左右，企业投入资本和建设的动力下降，锡矿资本开支处于低位。增量主要来源于中国的银漫矿业技改及二期项目、刚果(金)的 Bisie Mpama south、巴西的 Massangana 尾矿以及纳米比亚的 UIS 等，其他很多项目多处于 FS 之前的阶段，预计投产时间或将在 2025 年之后：

- 银漫矿业(兴业银锡): 银漫矿业的增量主要来自技改和二期项目。一期生产规模 165 万吨/年(其中处理铅锌矿石 25 万吨、铜锡矿石 140 万吨)，2022 年锡产量 3042 吨，自 2023 年起拟采的富锡低硫型原矿，锡品位将由 0.76% 提升至 1.2%，锡回收率由 44% 提高至 60%，23 年锡产量 7769 吨，同比增长 155%。此外，目前二期正在办理自治区立项手续，二期投产后届时合计矿石处理产能将达到近 297 万吨/年。

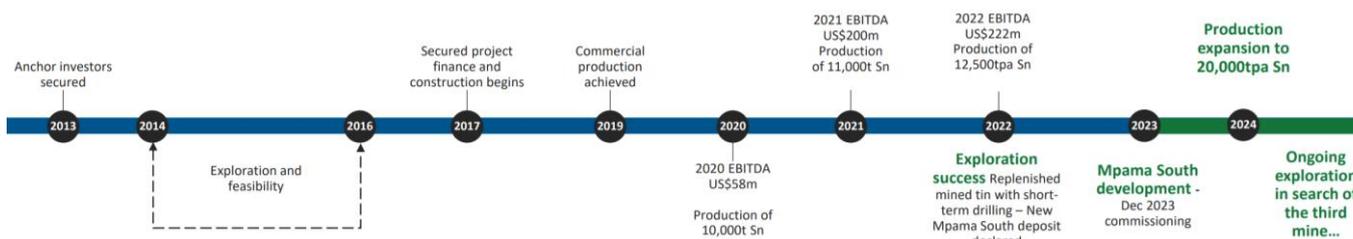
图表 26: 银漫矿业产量 (单位: 吨)



来源：兴业银锡公司公告、中泰证券研究所

- **巴西 Massangana 尾矿 (Auxico):** Massangana 矿积累了大量的尾矿, AUXICO 公司计划生产规模 75 万吨/年, 含锡石 6000 吨/年, 加工厂预计 2024 年年中投产。并且, AUXICO 已与 Cuex 签署了一项为期 5 年的承购协议, 每年采购 3600 吨, 总计 18,000 吨锡精矿 (含锡量±70%锡)。
- **刚果 (金) Mpama south 矿 (Alphamin):** Mpama South 矿推断矿石储量 284 万吨, 锡品位 2.42%, 含锡 6.87 万吨。23 年锡产量 12568 吨, 销量 11385 吨, 主要是由于强降雨导致运输受到影响。原计划 23 年底将产能从 12000 吨扩张至 20000 吨, 但由于入境道路状况不佳导致物流延误, 投产时间推迟至 2024 年 5 月, 24 年产量指引 17000-18000 吨。

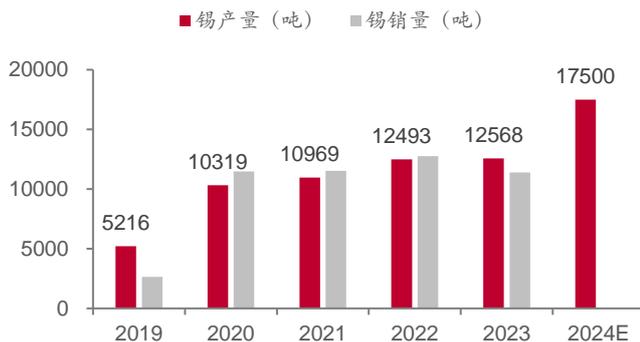
图表 27: Alphamin 扩产规划



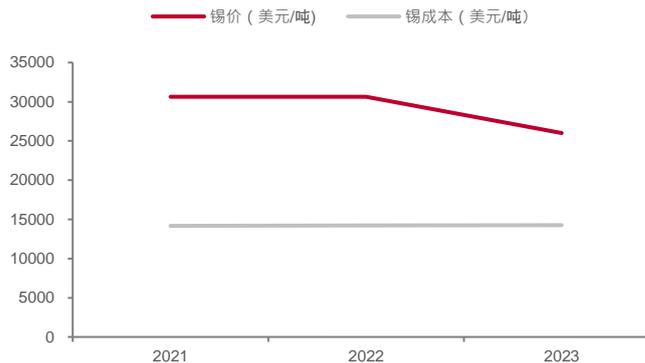
来源：Alphamin 公司公告、中泰证券研究所

图表 28: Alphamin 锡产量 (吨)

图表 29: Alphamin 锡售价&成本 (美元/吨)



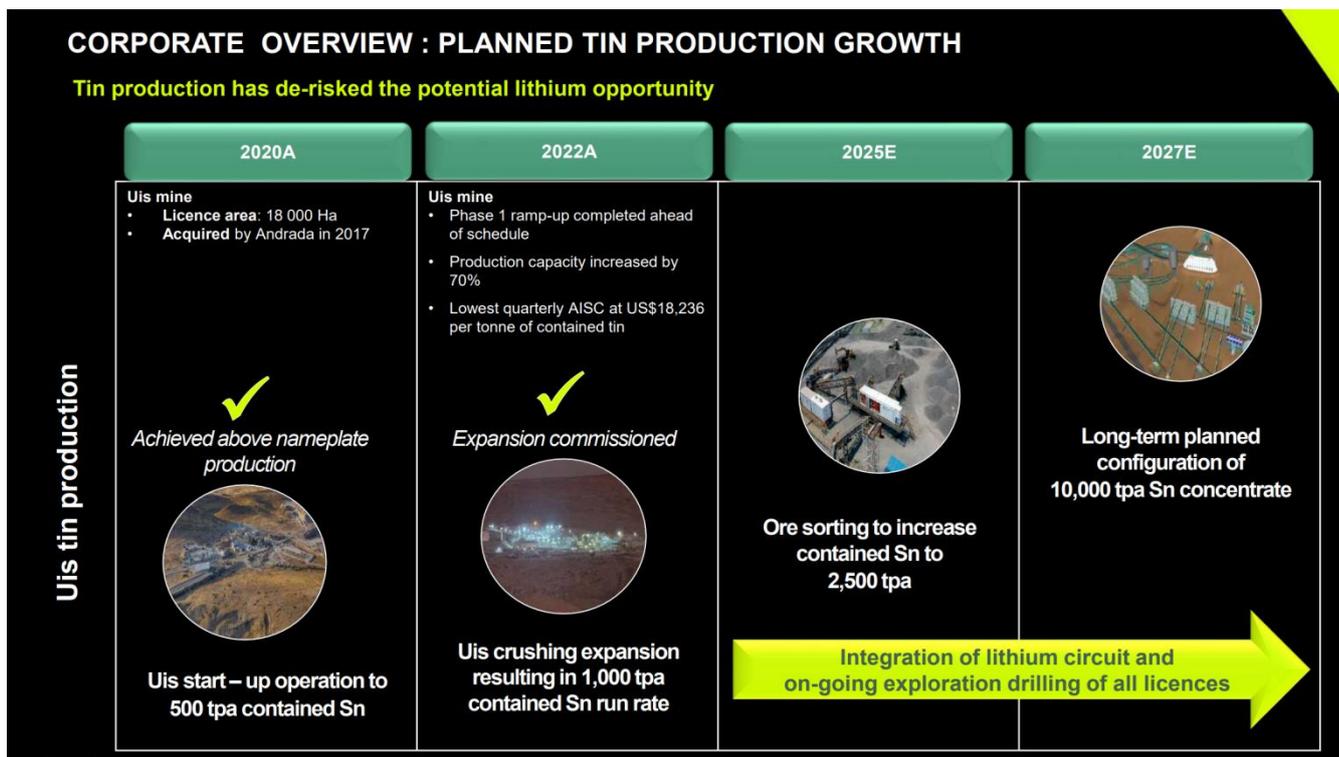
来源: Alphamin 公司公告、中泰证券研究所



来源: Alphamin 公司公告、中泰证券研究所

➤ **纳米比亚 UIS 矿山 (Andrada Mining):** 位于纳米比亚的 UIS 锡矿是全球最大的锡矿之一, 2017 年 Andrada 收购该矿山, 其矿石资源量 715.4 万吨, 含锡量达到 9.5 万吨。公司将分两个阶段逐步提高产量, 第一阶段的提升工作已经提前完成, 目前锡产量已经达到每年 1000 吨。公司规划到 2025 年锡产量将增至 2500 吨/年, 到 2027 年锡精矿产能 10000 吨/年。

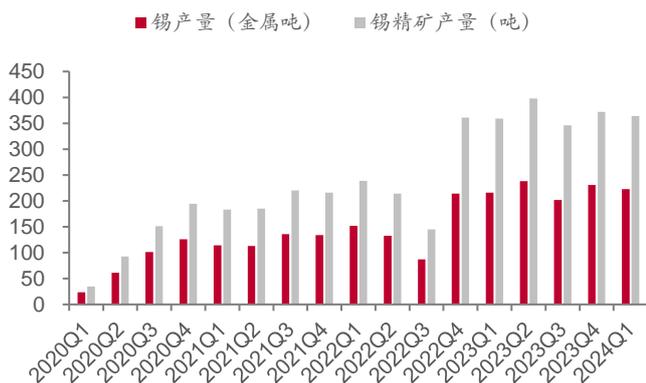
图表 30: UIS 矿山扩产规划



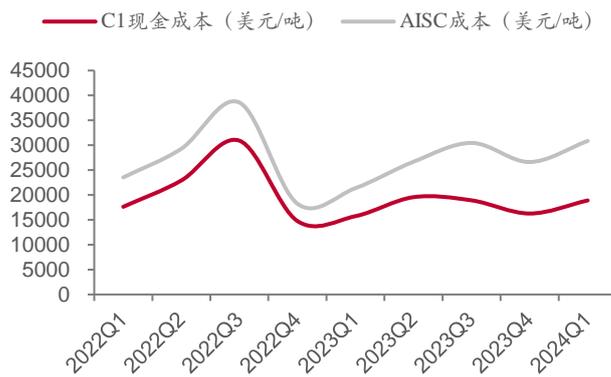
来源: Andrada Mining 公司公告、中泰证券研究所

图表 31: UIS 锡产量 (吨)

图表 32: UIS 锡成本 (美元/吨)



来源：Andrada Mining 公司公告、中泰证券研究所



来源：Andrada Mining 公司公告、中泰证券研究所

**图表 33：主要新增项目投产规划**

企业	项目	地区	规划产能 (吨/年)	当前进度及投产时间
兴业银锡	技改项目	中国	22年锡产量0.30万吨，23年锡产量0.78万吨，满产产能达到1.4万吨左右	技改已经完成
Alphamin resources	Mpama south	刚果	8000	项目于24年5月建成
Auxico resources	massangana尾矿	巴西	3600	预计2024年中投产
Andrada Mining	UIS	纳米比亚	现阶段产能900吨，预计2025年产能提升至2500吨，2027年产能提升至1万吨	23年完成可研，24年开工建设
Tungsten west	hemerdon	英国	310	预计23Q4复产
Rentails	Metal X	澳大利亚	5400	预计24Q3完成DFS，投产时间预计25年后
Venture Minerals	Mt Lindsay	澳大利亚		2012年完成过露天矿可行性工作，当前正在进行地下矿可行性研究
Stellar Resource	Heemskirk	澳大利亚		计划23H2完成可研，投产时间预计25年以后
First tin Limited	Taronga	澳大利亚	2800	目前处于前期阶段，投产时间预计25年以后
First tin Limited	Tellerhauser	德国	4200	目前处于前期阶段，投产时间预计25年以后
Atlantic Tin	Achmmach	摩洛哥	4500	预计23Q3完成新的可研，预计25年以后投产
Tinone	Syrymbet	哈萨克斯坦	7500	可研在2020年5月完成，投产时间预计25年

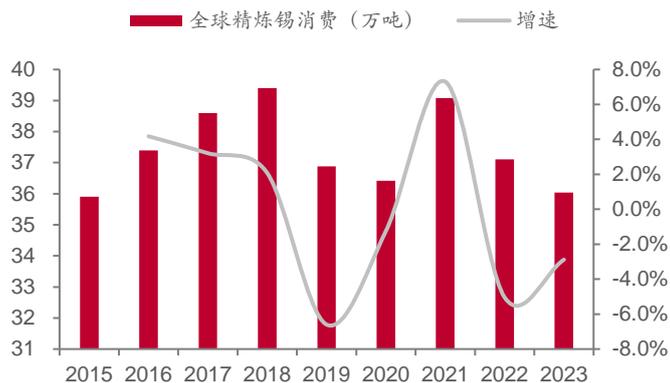
来源：公司公告、ITA 等、中泰证券研究所

**需求端：半导体边际复苏，新能源高景气**

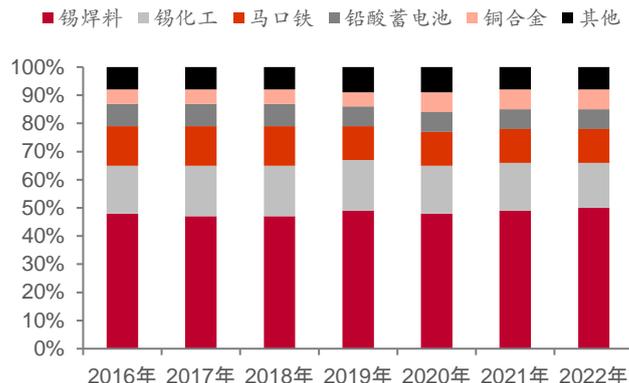
- **锡下游消费与半导体周期相关性较强。**锡具有熔点低的特点，适合作为电子品的焊接材料，根据 ITA 数据，2022 年全球锡需求结构中，焊料领域约占 50%，锡化工/马口铁/铅酸电池占比分别为 16%/12%/7%。国内下游需求中，焊料占比达到 64%左右，锡化工品占比 13%，马口铁占比 7%左右。
- **从区域上来看，2022 年，中国是全球第一大锡消费国，占比约为 48%；**其次是亚洲其他地区，占比约 16%；欧洲、北美占比分别为 14%、12%。

**图表 34：锡历年消费情况**

**图表 35：全球锡下游消费结构（按应用领域）**

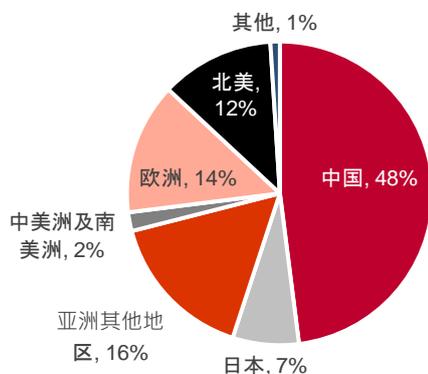


来源：ITA、中泰证券研究所



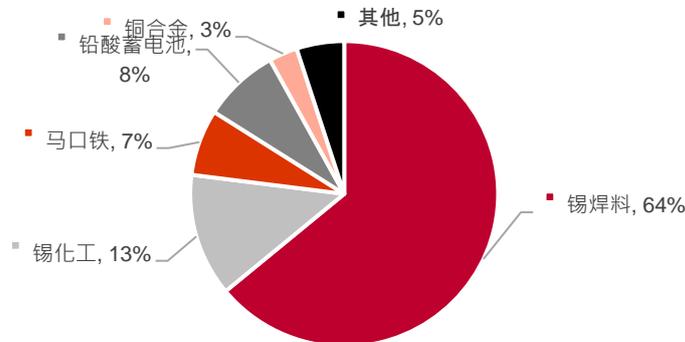
来源：ITA、中泰证券研究所

图表 36：2022 年全球锡消费结构（按地区）



来源：ITA、中泰证券研究所

图表 37：2022 年中国锡下游消费结构

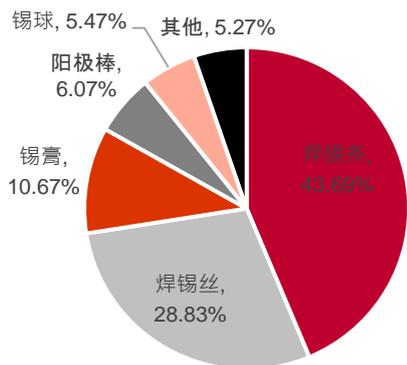


来源：ITA、中泰证券研究所

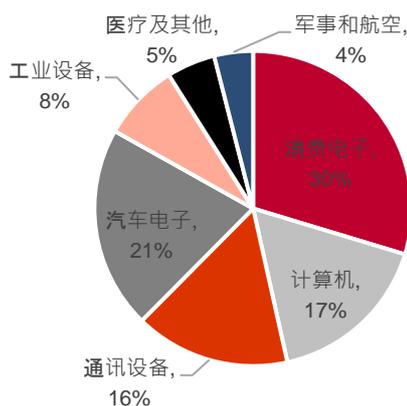
- 焊料是锡最主要的应用领域，与半导体周期紧密相关。电子锡焊料主要起连接、导电、导热的作用，主要包括以下几大类型：锡膏（主要用于回流焊接）、焊锡条（主要用于波峰焊接）、焊锡丝（主要用于手工焊接）、BGA 球、预成型焊片、助焊剂等，其中锡焊条与焊锡丝是最大的细分品类。终端应用来看，电子锡焊料主要应用于 PCBA、半导体分立器件、精密结构件及光伏组件等产业环节，根据 ITA 数据，22 年锡焊料消费结构中，消费电子占比 30%、通信占比 16%、计算机占比 17%、汽车电子占比 21%、工业设备占比 8%。

图表 38：2019 年锡焊料产品结构

图表 39：锡焊料下游消费结构（2022 年）



来源：中电材协电子锡焊料材料分会、中泰证券研究所



来源：ITA、中泰证券研究所

- **AI 打开新的应用场景，半导体周期有望触底回升。** AI 的发展将会驱动算力需求高增长，并进一步推动锡需求增长。以算力芯片为核心的硬件基础设施是 AI 发展的基石，尤其是 ChatGPT 的出现推动 AI 加速发展，AI 应用场景将更为丰富，需要大量的硬件设备给予算力支持。厂商纷纷入局 AIPC 市场，Canalys 预测，2024 年，全球 AI PC 出货量将达到 4800 万台，占总出货量的 18%，预计到 2025 年，AI PC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40%，AIPC 的发展有望提升消费电子的增速。
- 此外，半导体行业呈现周期性特征，半导体销售金额同比增速于 2022 年 9 月开始转负，23 年 5 月半导体销售金额增速出现见底向上趋势，23 年 11 月同比增速开始转正。24Q2 全球智能手机出货 2.85 亿部，同比增长 7.58%，需求继续修复；全球 PC 出货量 0.65 亿台，同比增长 5.36%。

图表 40：半导体销售金额同比增速触底（十亿美元）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 41: 全球 PC 季度产量及增速



来源: iFind、中泰证券研究所

图表 42: 全球智能手机季度产量及增速



来源: IDC、iFind、中泰证券研究所

图表 43: AI PC 市场展望

## 到2025年底, 将有超过1.5亿台AI PC进入市场



来源: Canals AI PC分析预测数据, 2024年2月



来源: Canals、中泰证券研究所

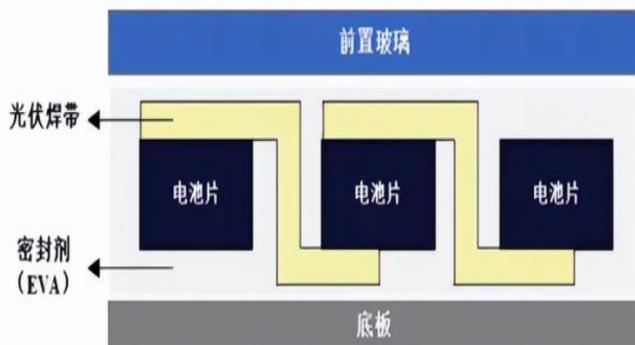
- **新能源维持高景气, 光伏成为锡下游消费重要的增长点。**光伏涂锡焊带应用于光伏电池片的串联或并联, 发挥导电、聚电作用, 通过光伏涂锡焊带连接光伏电池片, 在 EVA 胶膜、光伏玻璃、背膜、边框等其它组件材料一起封装后形成光伏组件, 其结构主要由铜基材和锡合金涂层等部分构成。1GW 光伏组件所需主流光伏焊带约 550 吨, 按主流 Sn60Pb40 焊料计算, 焊料约占主流焊带质量 17%, 则 1GW 光伏装机约消耗锡 73 吨。假设 2026 年光伏装机 666GW, 预计光伏用锡量达到 4.86 万吨, 消费占比提升至 12.4%。

图表 44: 光伏焊带横截面示意图

图表 45: 光伏焊带工作原理示意图



来源：宇邦新材招股说明书、中泰证券研究所



来源：宇邦新材招股说明书、中泰证券研究所

**图表 46: 光伏锡需求量预测**

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏新增装机容量	GW	106	115	130	170	230	390	470	579	666
单位用锡量	吨/GW	73	73	73	73	73	73	73	73	73
光伏总用锡量	万吨	<b>0.77</b>	<b>0.84</b>	<b>0.95</b>	<b>1.24</b>	<b>1.68</b>	<b>2.85</b>	<b>3.43</b>	<b>4.23</b>	<b>4.86</b>
yoy	%		8%	13%	31%	35%	70%	21%	23%	15%
光伏需求占比	%		2.3%	2.6%	3.2%	4.5%	7.9%	9.3%	11.1%	12.4%

来源：ITA、CPIA、中泰证券研究所

- 我们预计 2024-2026 年全球锡消费量为 37.05、38.21、39.28 万吨，同比增长 2.8%、3.1%、2.8%；24-26 年锡供给量为 35.4、37.7、38.7 万吨，同比分别增长-4.4%、6.6%、2.5%，24 年供给主要下修了缅甸以及印尼供应量，供给短缺 5%左右，维持紧平衡格局，锡价中枢或将逐步上移。

**图表 47: 锡供需平衡表 (单位: 万吨)**

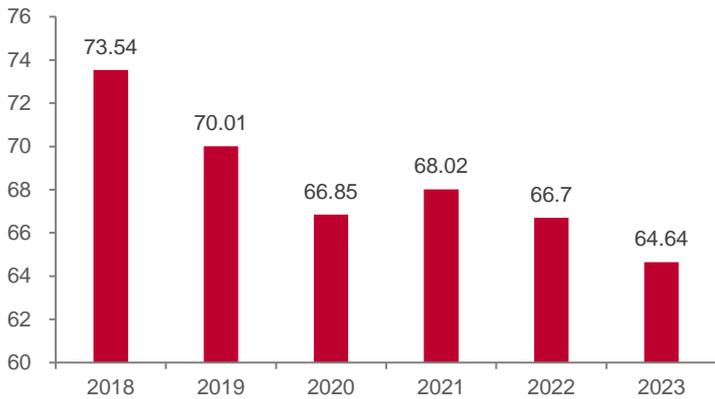
	单位	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球精炼锡供给	万吨	33.7	37.92	38.0	37.0	35.4	37.7	38.7
同比	%	-8.5%	12.5%	0.3%	-2.7%	-4.4%	6.6%	2.5%
全球精炼锡需求	万吨	36.42	39.08	37.11	36.04	37.05	38.21	39.3
同比	%	-1.2%	7.3%	-5.0%	-2.9%	2.8%	3.1%	2.8%
供需平衡	万吨	-2.7	-1.2	0.9	1.0	-1.7	-0.5	-0.6
供需缺口比例		-7%	-3%	2%	3%	-5%	-1%	-2%

来源：ITA、中汽协、CPIA、IDC 等、中泰证券研究所

## 全球第一大锡、铟资源企业

资源储备丰厚，锡自给率 31%左右

- 公司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，个旧矿区有良好的成矿条件。公司矿山资源主要分布在大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司、华联锌铟四个公司，合计拥有锡资源量 64.64 万金属吨。

**图表 48: 公司锡资源量变化 (单位: 万吨)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

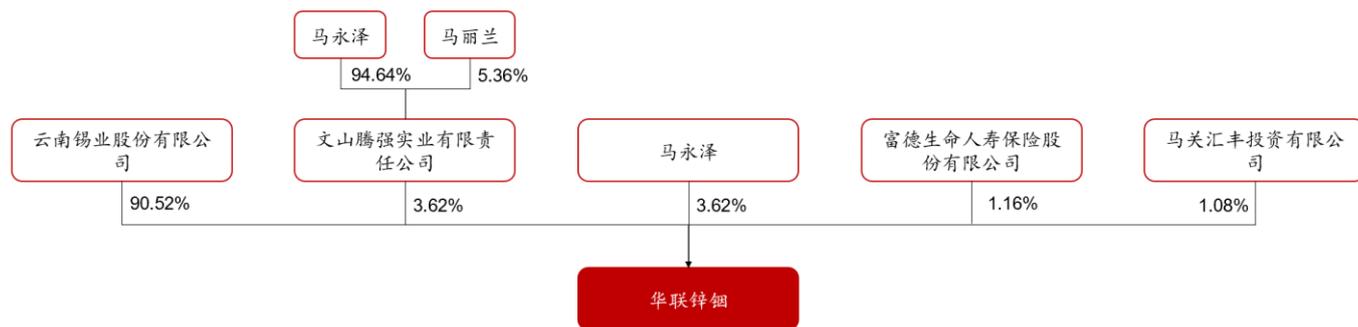
**图表 49: 公司锡矿资源分布**


来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **华联锌铟:** 其前身为“文山州都龙锡矿”，始建于 1958 年 4 月；2003 年 3 月 15 日，公司以发起方式设立“云南文山都龙锌锡有限责任公司”；2004 年，由云南文山都龙锌锡有限责任公司整体变更设立云南华联锌铟股份有限公司，云锡集团持股 20%；2015 年，云南省国资委同意锡业股份按每股 11.8 元的价格购买云南华联锌铟股份有限公司 75.74% 股权；其后不断提升持股比例，截至 23 年报，公司持有华联锌铟 90.52% 股权。2023 年华联锌铟实现营业收入 28.16 亿元，实现净利润 10.22 亿元，同比下降 31.3%，净利率为 36%，为锡业股份主要利润来源之一，净利润同比下降主要系锌价走弱及转固折摊成本增加影响。

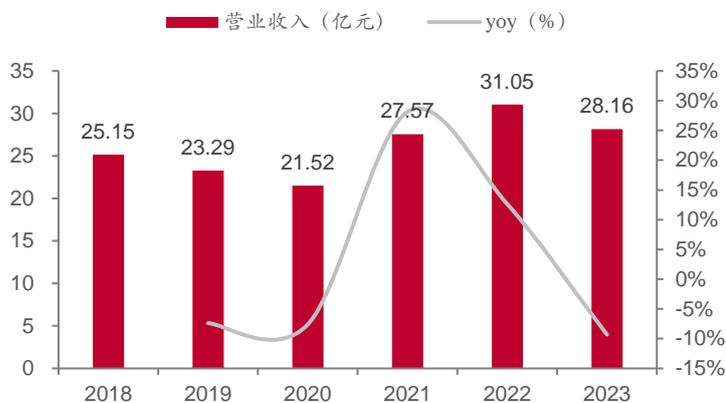
  - **资源:** 华联锌铟拥有四宗采矿权，包括马关县都龙金石坡锌锡矿（生产规模 10 万吨/年，锌锡矿）、铜街、曼家寨矿区（生产规模 360 万吨/年，锌锡矿）、都龙锡矿花石头矿区（生产规模 3 万吨/年，锡钨矿）、小老木山锌锡矿（生产规模 3 万吨/年，锌锡矿），合计拥有锡资源量 29.88 万金属吨，锌资源量 329.24 万金属吨，铟资源量 0.92 万金属吨，铟储量居全国第一，锡储量居全国第三，锌储量居全省第三；
  - **采矿:** 华联锌铟于 2015 年取得铜街、曼家寨 210 万吨/年采矿许可证，并于 2018 年 5 月 8 日取得 360 万吨/年采矿许可证，2022 年采矿扩建工程通过竣工环境保护验收，当前已经具备 360 万吨采矿产能；
  - **选矿:** 目前主要选厂生产能力包括大坪选厂 3,000 吨/天和新田选厂 8,000 吨/天，生产规模合计为 11,000 吨/天，按选厂年工作 330 天，选厂规模为 363 万吨/年。

**图表 50: 华联锌铟股权结构 (截至 24 年 7 月)**



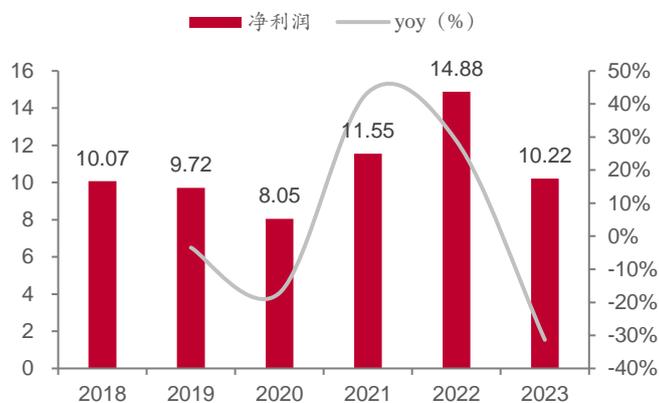
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 51: 华联锌铟历年收入



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 52: 华联锌铟历年净利润 (单位: 亿元)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 53: 华联锌铟资源概况

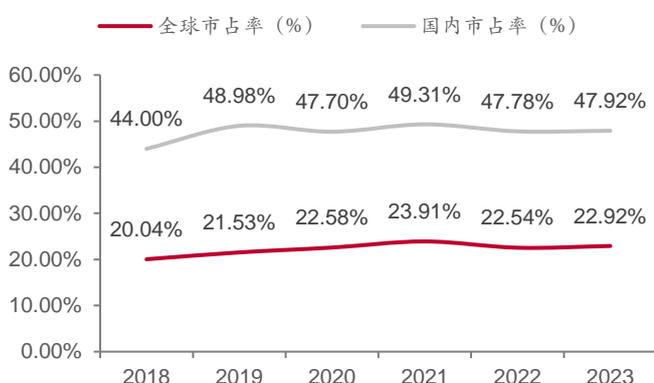
矿山名称	类型	矿石量 (万吨)	锡		锌		铜		铟	铋	
			品位	金属量 (万吨)	品位	金属量 (万吨)	品位	金属量 (万吨)		品位	三氧化铋量 (万吨)
铜街、曼家寨矿区	工业矿	7733.38	0.57%	27.22	4.28%	309.47	1.11%	2.90			
	低品位矿	1127.86	0.21%	1.78	1.35%	5.06	0.32%	0.08			
	伴生矿								0.92		
	<b>合计</b>			<b>29.00</b>		<b>314.53</b>		<b>2.99</b>			<b>0.92</b>
马关县都龙金石坡锌锡矿	工业矿	242.85	0.41%	0.14	5.55%	6.93	0.65%	0.03		0.21%	0.25
	低品位矿	36.02	0.17%	0.02	1.58%	0.05				0.21%	0.02
	<b>合计</b>			<b>0.16</b>		<b>6.98</b>		<b>0.03</b>			<b>0.27</b>
都龙锡矿花石头矿区	工业矿	69.08	0.42%	0.15						1.03%	0.71
小老木山锌锡矿	工业矿	193.07		0.58		7.73		0.05			6366

合计	29.88	329.24	3.06	0.92	0.98	6366
----	-------	--------	------	------	------	------

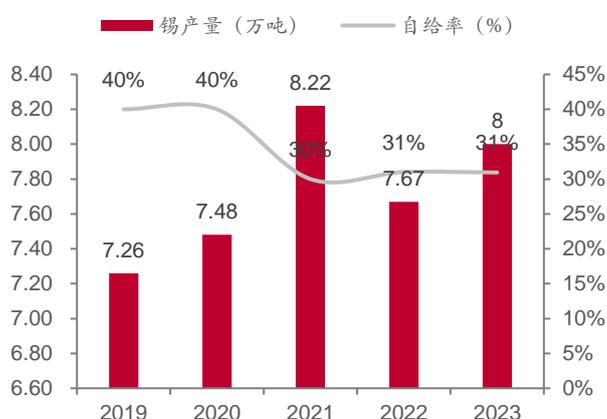
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 锡冶炼产能居于全球首位

- 公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年，合资子公司锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年。2023 年公司生产锡金属 8 万吨，原料自给率 31%，国内锡市场占有率 47.92%，全球锡市场占有率 22.92%。
- 锡冶炼环节利润被压缩。截至 24 年 7 月底，40%锡精矿加工费为 1.70 万元/吨，60%锡精矿加工费为 1.30 万元/吨，处于近 3 年锡精矿加工费的相对低点。

**图表 54：锡市场占有率**


来源：公司年报、中泰证券研究所

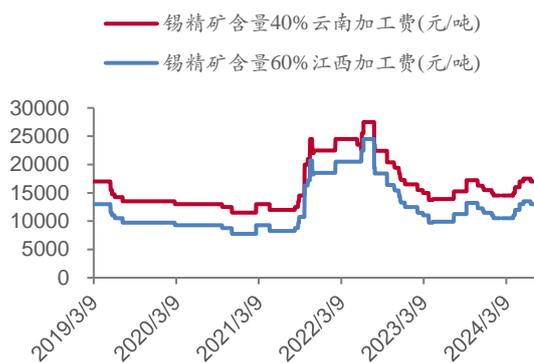
**图表 55：锡产量及自有率**


来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 56：全球 Top10 锡生产商**

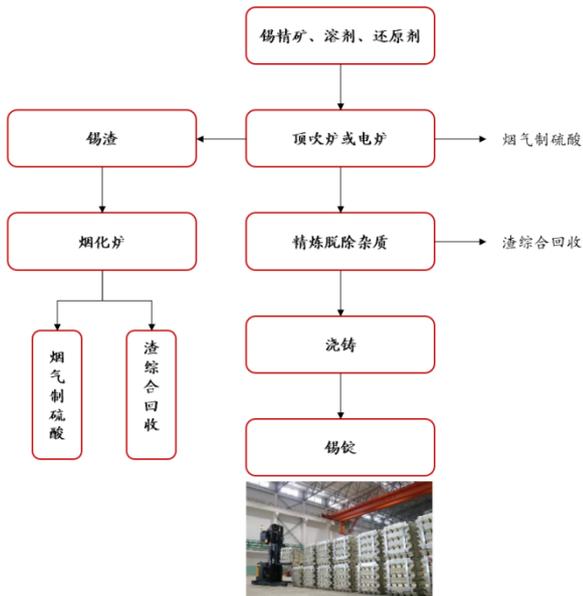
公司	2022 (万吨)	2023 (万吨)
锡业股份(中国)	7.71	8.01
Minsur(秘鲁)	3.27	3.17
云南乘风(中国)	2.06	2.18
PT Timah(印度尼西亚)	1.98	1.53
Malaysia Smelting Corp(马来西亚)	1.88	2.07
广西华锡(中国)	1.09	1.2
江西新南山(中国)	1.08	0.95
EM Vinto(玻利维亚)	1.03	1.00
Thaisarco(泰国)	0.95	0.92
Aurubis Beerse(比利时)	0.82	0.93

来源：ITA、中泰证券研究所

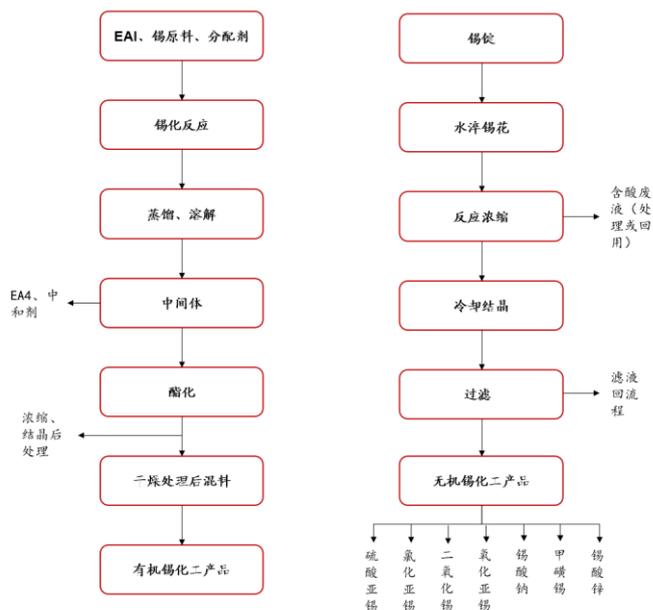
**图表 57：锡精矿加工费**


来源：百川资讯、中泰证券研究所

**图表 58：锡锭加工工艺**
**图表 59：锡化工加工工艺**



来源：公司年报、中泰证券研究所

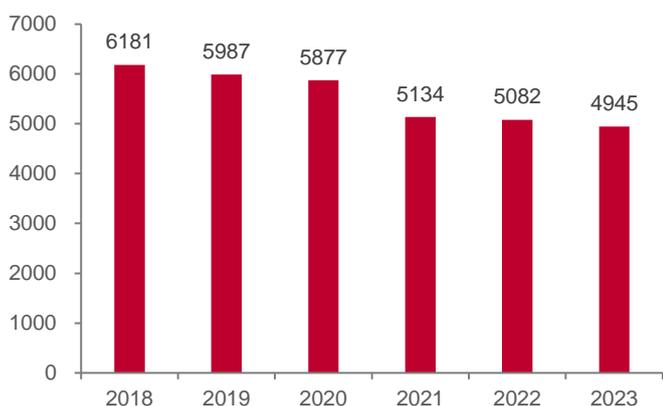


来源：公司年报、中泰证券研究所

### 锡资源储量全球第一

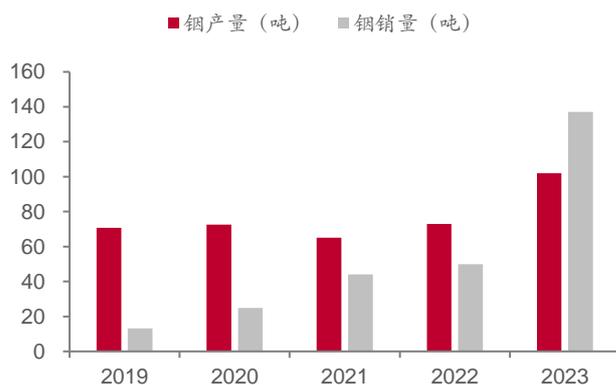
- 公司具有锡资源量4945金属吨,其中都龙矿区拥有丰富的锡资源储量,锡资源储量全球第一,是全国最大的原生锡生产基地。2023年公司锡产量102吨,精锡产量全球市占率达到4.38%,国内市占率达到6.92%,其中原生锡国内市占率约15.83%,全球市占率约9.63%。

图表 60: 公司锡资源量 (单位: 吨)



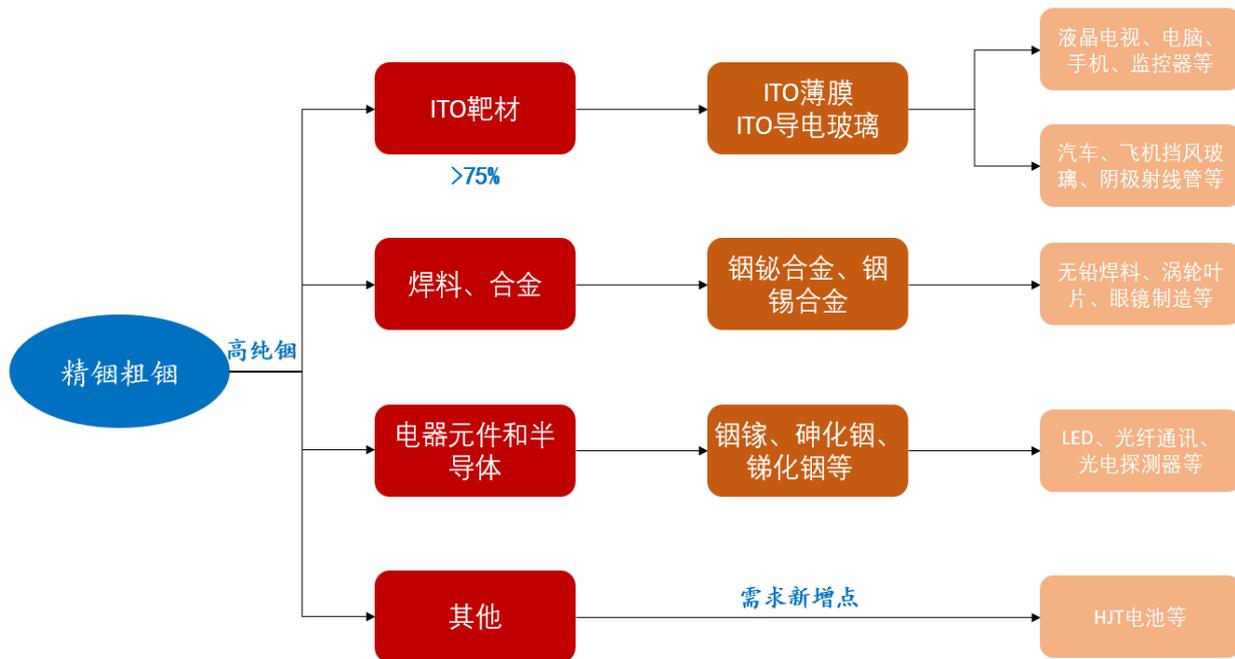
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 61: 公司锡历史产销量



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 62: 锡产业链结构



来源：公司年报、中泰证券研究所

### 投资建议：锡价中枢逐步上移，业绩高弹性，给予“买入”评级

- **行业层面：**锡资源端具有稀缺性，短期缅甸、印尼等供给面临着较大的不确定性，中长期看缺乏资本开支；而需求端，光伏仍维持高景气，消费电子连续两个季度同比增速转正，AIPC有望提振消费电子需求，锡价中枢将逐步上移。
- **公司层面：**锡业股份是锡、铜双龙头公司，锡全球市占率 20%以上，铜储量居于全球首位。截至 23 年报，公司锡资源量 64.64 万吨，拥有锡冶炼产能 8 万吨/年，原料自给率 31%左右，公司业绩将充分受益于锡价向上的弹性。
- **核心假设：**
  - **锡：**假设 24-26 年锡价（含税）分别为 25、26、27 万元/吨，锡产量分别为 8.0、8.0、8.0 万吨，自产矿分别为 2.40、2.45、2.50 万吨；
  - **锌：**假设 24-26 年锌价（含税）分别为 2.2、2.2、2.2 万元/吨，锌产量分别为 13.6、13.6、13.6 万吨，原料自给率为 76%；
- 综上，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 474.96、483.19、491.41 亿元，对应归母净利润分别为 21.65、23.17、24.13 亿元，同比增长 54%/7%/4%，按照 8 月 12 日收盘 228 亿市值计算，24-26 年对应 PE 分别为 10.5、9.9、9.5X。
- 华锡有色主营业务以锡铋锑为主，兴业银锡主营业务以锡铋银为主，与锡业股份主营产品具有较大的一致性，因此选择这两个标的作为可比公司，公司估值低于可比公司，业绩有望充分受益于锡价中枢上行，维持

公司“买入”评级。

**图表 63: 业务拆分表**

		单位	2024E	2025E	2026E
1、锡板块	锡产品产量	万吨	8.0	8.0	8.0
	自产锡精矿产量	万吨	2.4	2.5	2.5
	自给率	%	30%	31%	31%
	锡价	万元/吨, 含税	25	26	27
	收入	亿元	177.0	184.1	191.2
	成本	亿元	150.9	155.3	159.6
	毛利	亿元	26.1	28.8	31.5
	毛利率 (%)		15%	16%	16%
2、锌板块	产量	万吨	13.6	13.6	13.6
	自产量	%	10.34	10.34	10.34
	自给率	%	76%	76%	76%
	均价	万元/吨, 含税	2.2	2.2	2.2
	收入	亿元	26.48	26.48	26.48
	成本	亿元	17.59	17.59	17.59
	毛利	亿元	8.89	8.89	8.89
	毛利率 (%)		34%	34%	34%
3、铜板块	产量	万吨	12.93	12.93	12.93
	自产量	%	2.37	2.37	2.37
	自给率	%	18%	18%	18%
	均价	万元/吨, 含税	8.0	8.1	8.2
	收入	亿元	91.54	92.68	93.83
	成本	亿元	87.66	88.81	89.95
	毛利	亿元	3.88	3.88	3.88
	毛利率 (%)		4%	4%	4%
4、供应链服务	收入	亿元	154.92	154.92	154.92
	成本	亿元	153.28	153.28	153.28
	毛利	亿元	1.63	1.63	1.63
5、其他业务	收入	亿元	25.04	25.04	25.04
	成本	亿元	16.93	16.93	16.93
	毛利	亿元	8.11	8.11	8.11
合计	收入	亿元	474.96	483.19	491.41
	成本	亿元	426.40	431.93	437.37
	毛利	亿元	48.57	51.26	54.04
	毛利率	%	10%	11%	11%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 64: 公司 2024 年业绩弹性测算 (亿元)**

		锡价 (万元/吨)							
		20	22	23	25	28	30	35	40
锌价 (万	1.8	11.24	14.29	15.82	18.87	23.45	26.50	34.14	41.77
元/吨)	2.0	12.62	15.68	17.20	20.26	24.84	27.89	35.53	43.16

2.2	14.01	17.07	18.59	21.65	26.23	29.28	36.91	44.55
2.4	15.40	18.46	19.98	23.04	27.62	30.67	38.30	45.94
2.6	16.79	19.84	21.37	24.42	29.00	32.06	39.69	47.33

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 65：可比公司对比

代码	公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
000426.SZ	兴业银锡	216	18.89	23.08	11.43	9.35
600301.SH	华锡有色	102	6.12	7.39	16.68	13.81
	<b>均值</b>				<b>14.05</b>	<b>11.58</b>
000960.SZ	锡业股份	228	21.65	23.17	10.54	9.85

来源：Wind，中泰证券研究所

注：可比均采用 Wind 一致预期，收盘日期为 8 月 12 日

## 风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为锡、锌、铟、铜等产品，均具有较强周期性的特点，公司业绩也与主营产品价格的走势基本保持一致，其中锡价的波动对公司业绩的影响更为明显。
- **下游需求不及预期的风险。**锡下游需求主要为消费电子、光伏焊带、PVC 等领域，下游需求受宏观环境、产业政策、消费者购买力等多重因素影响，需求波动或对公司业绩造成影响。
- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。

图表 66: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,084	7,289	10,931	15,011	营业收入	42,359	47,496	48,319	49,141
应收票据	66	0	0	0	营业成本	38,482	42,640	43,193	43,737
应收账款	502	615	628	641	税金及附加	373	276	307	325
预付账款	246	273	276	280	销售费用	82	95	97	98
存货	6,468	5,858	6,270	6,291	管理费用	1,036	1,092	1,111	1,130
合同资产	0	0	0	0	研发费用	245	190	193	197
其他流动资产	1,483	1,385	1,401	1,405	财务费用	438	687	714	835
流动资产合计	10,850	15,420	19,507	23,628	信用减值损失	-74	0	0	0
其他长期投资	837	924	938	951	资产减值损失	17	0	0	0
长期股权投资	1,167	1,167	1,167	1,167	公允价值变动收益	6	0	0	0
固定资产	17,092	16,374	15,762	15,251	投资收益	122	127	132	137
在建工程	695	795	795	695	其他收益	79	86	86	86
无形资产	3,371	2,971	2,720	2,478	营业利润	1,852	2,730	2,923	3,045
其他非流动资产	3,049	3,014	3,059	3,168	营业外收入	17	20	20	20
非流动资产合计	26,211	25,245	24,441	23,710	营业外支出	124	0	0	0
资产合计	37,060	40,665	43,948	47,338	利润总额	1,745	2,750	2,943	3,065
短期借款	2,107	2,000	2,000	2,000	所得税	219	345	369	384
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,526	2,405	2,574	2,681
应付账款	1,581	1,364	1,382	1,400	少数股东损益	118	241	257	268
预收款项	0	1	1	1	归属母公司净利润	1,408	2,165	2,317	2,413
合同负债	76	855	870	885	NOPLAT	1,910	3,006	3,198	3,411
其他应付款	441	441	441	441	EPS (按最新股本摊薄)	0.86	1.32	1.41	1.47
一年内到期的非流动负债	3,119	3,119	3,119	3,119					
其他流动负债	493	517	523	530					
流动负债合计	7,816	8,297	8,335	8,374	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	8,752	9,752	10,752	11,752	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,682	1,682	1,682	1,682	营业收入增长率	-18.5%	12.1%	1.7%	1.7%
非流动负债合计	10,434	11,434	12,434	13,434	EBIT增长率	-7.9%	57.4%	6.4%	6.7%
负债合计	18,250	19,731	20,769	21,808	归母公司净利润增长率	4.6%	53.7%	7.0%	4.1%
归属母公司所有者权益	17,790	19,673	21,661	23,744	获利能力				
少数股东权益	1,020	1,260	1,518	1,786	毛利率	9.2%	10.2%	10.6%	11.0%
所有者权益合计	18,810	20,933	23,178	25,530	净利率	3.6%	5.1%	5.3%	5.5%
负债和股东权益	37,060	40,665	43,948	47,338	ROE	7.5%	10.3%	10.0%	9.5%
					ROIC	7.2%	9.8%	9.6%	9.4%
					偿债能力				
					资产负债率	49.2%	48.5%	47.3%	46.1%
					债务权益比	83.2%	79.1%	75.7%	72.7%
					流动比率	1.4	1.9	2.3	2.8
					速动比率	0.6	1.2	1.6	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.0
					应收账款周转天数	5	4	5	5
					应付账款周转天数	14	12	11	11
					存货周转天数	58	52	51	52
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.86	1.32	1.41	1.47
					每股经营现金流	1.33	3.66	2.73	3.07
					每股净资产	10.81	11.95	13.16	14.43
					估值比率				
					P/E	16.2	10.5	9.9	9.5
					P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
					EV/EBITDA	21.5	15.1	14.7	14.2

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。