

锡业股份 (000960)

证券研究报告
2024年08月14日

宏微观因素共振助推锡价，锡业龙头乘风而起

历久弥新，执钢锡之牛耳二十载

凭借丰富的锡与钢资源储量，公司在锡、钢两大领域均确立了行业龙头地位。2023年，公司在国内/全球锡金属市场的占有率达47.9%/22.9%，在2023年全球十大精锡生产商中名列榜首。公司在钢资源领域同样成绩斐然，位于都龙矿区的钢资源生产基地是全国最大的原生钢生产基地。2023年，公司原生钢的国内/全球市场占有率约为15.9%/9.6%。

供需基本面与宏观因子共振，锡价具备强劲上行动力

进口、库存迎来拐点，供给侧收紧对锡价产生正向影响。1) 进口端，23年8月缅甸禁矿令正式实施后，却并没有见到预期中的进口量立刻收紧，原因在于缅甸的原矿库存和矿渣回收依然充沛。但随着库存消耗殆尽、矿渣回收叫停，24年5月起，我们测算缅甸矿供需转向缺口，缅甸禁矿令在历时10个月后才正式开始对国内供给产生影响。此外，刚果金在我国锡进口来源国中排名第二，今年以来刚果金矿山生产发运扰动不断，若未来再发生超预期的扰动或将进一步对供给侧产生冲击。2) 库存端，24年以来，锡锭库存出现了陡峭的累库曲线，我们认为这主要来源于较高的产量与较高的期货盘面价格催生的隐性库存显性化进程。4月中下旬后累库斜率开始放缓，社库在5月的最后一周转向去库，我们认为主要源于，锡价回调刺激了前期被压制的交易需求，以及终端需求有一定回暖刺激锡锭消费。

复盘过去，锡价与铜价有较好的协同性，我们认为锡&铜价可以联动的本质原因，是锡的宏观因子与铜如出一辙，因此货币政策可作为锡价的领先指标。首先，消费电子等锡的重要下游对利率变动较为敏感，货币政策变化导致的利率变动或直接影响锡的需求。其次，货币政策的转向或引导通胀预期的变化，诸多以锡为代表的工业金属价格受益于通胀预期上行表现占优。美国劳动力市场动能放缓，货币政策预期逐渐宽松，有望利好锡价表现。

最大化受益锡/钢价弹性，进取开拓钨业版图

2023年锡业股份自产锡/钢近2.4万吨/102吨，有望最大化受益锡价上涨带来的业绩弹性。此外，公司有望在钨板块有较快进展。2024年初，云锡集团与厦门钨业签署战略合作协议，我们推测两家公司的合作内容可能为对卡房分公司的钨资源进行进一步的勘探。参考2011年卡房分矿的采选规模与品位情况，我们测算该矿有望贡献65%钨精矿年产量2520吨。

投资建议：我们预计公司24~26年实现归母净利润21.5/27.1/32.6亿元，对应EPS 1.31/1.65/1.98元/股，对应2024年8月14日收盘价PE为10.49/8.33/6.94倍。参考行业平均估值水平13.82X，首次覆盖给予锡业股份2024年14X，对应目标价18.34元，给予锡业股份“买入”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，测算存在误差风险，矿石品位波动风险，资源管理风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51,997.84	42,359.26	44,755.75	44,735.60	44,750.31
增长率(%)	(3.43)	(18.54)	5.66	(0.05)	0.03
EBITDA(百万元)	5,794.81	3,859.28	4,673.31	5,329.99	5,932.91
归属母公司净利润(百万元)	1,346.26	1,408.36	2,153.15	2,710.91	3,255.92
增长率(%)	(52.21)	4.61	52.88	25.90	20.10
EPS(元/股)	0.82	0.86	1.31	1.65	1.98
市盈率(P/E)	16.77	16.03	10.49	8.33	6.94
市净率(P/B)	1.38	1.27	1.15	1.04	0.93
市销率(P/S)	0.43	0.53	0.50	0.50	0.50
EV/EBITDA	5.82	8.34	5.67	4.75	3.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/小金属
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	13.72元
目标价格	18.34元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,645.80
流通A股股本(百万股)	1,645.80
A股总市值(百万元)	22,580.40
流通A股市值(百万元)	22,580.40
每股净资产(元)	11.00
资产负债率(%)	48.08
一年内最高/最低(元)	19.37/10.73

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001	liuyiting@tfzq.com
曾先毅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524060002	zengxianyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

内容目录

1. 锡业股份：执钢锡之牛耳，打造战略金属平台	4
1.1. 历久弥新，坐镇锡业龙头近 20 载.....	4
1.2. 携手厦门钨业，钨板块拓展进行时.....	5
1.3. 锡锌价格上行支撑利润增长，修炼内功资产质量持续改善.....	6
2. 锡：供需基本面与宏观因子共振，锡价上行动力强劲	8
2.1. 供需基本面：缅甸矿短缺显现，隐性库存挤出殆尽.....	9
2.1.1. 佤邦禁矿令影响开始显现.....	9
2.1.2. 刚果（金）锡矿供应存在不稳定性.....	11
2.1.3. 隐性库存显性化的斜率开始放缓.....	12
2.2. 锡&铜价格联动的背后，是宏观因子的同向影响.....	13
3. 锡业股份：最大化受益锡/钢价弹性，进取开拓钨业版图	16
3.1. 锡板块利润贡献高，受益价格弹性大.....	16
3.2. 钢价上行利润锦上添花，钨业版图开疆拓土.....	16
3.2.1. 钢业龙头受益钢价上涨.....	16
3.2.2. 开发伴生资源，展望钨业规划.....	17
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 估值对比.....	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司产业链布局.....	4
图 2：个旧卡房铜多金属矿床地质剖面图(显示了花岗岩、砂卡岩、矿体、地层、样品位置的空间关系).....	5
图 3：个旧地区构造位置及地质简图.....	5
图 4：公司主要营收来自贸易产品及锡锭（单位：亿元）.....	6
图 5：公司主要利润来源于锡锭及锌产品（单位：亿元）.....	6
图 6：2023 实现营收 423.6 亿元，同比-18.5%.....	7
图 7：2023 实现归母净利润 14.1 亿元，同比+4.6%.....	7
图 8：公司主要产品销量（单位：吨）.....	7
图 9：公司锡锭产品产量（吨）.....	7
图 10：公司三费率情况.....	7
图 11：公司资产负债率连续三年降低.....	7
图 12：2024 年锡价中枢相比 2023 年明显抬升（单位：元/吨）.....	8
图 13：24 年 H1 沪锡开启大幅累库.....	8
图 14：24Q1 锡精矿进口量处于历史中高位.....	8

图 15: 我国锡矿自给率长期下行 (单位: 万吨)	9
图 16: 我国锡矿进口对缅甸依赖度较高 (实物吨, 单位: 万吨)	9
图 17: 23 年 9 月缅甸进口量锐减后回升 (单位: 金属吨)	9
图 18: 缅甸进口精矿品位基本保持稳定	9
图 19: 自缅甸锡精矿进口数量自 4 月开始锐减 (单位: 吨)	10
图 20: 自全球锡精矿进口数量同步下滑 (单位: 吨)	10
图 21: 刚果金近年来锡矿产量增长迅速 (左轴: 产量, 单位: 吨; 右轴: 同比)	11
图 22: 近年我国向刚果金进口锡矿量快速增长 (单位: 吨)	11
图 23: 今年我国向刚果金进口量处于历史高位 (单位: 吨)	11
图 24: 2024 年锡锭产量处于历史相对高位 (单位: 吨)	12
图 25: 云南 40%锡精矿加工费自 23 年 4 月开始上涨 (元/吨)	12
图 26: 锡锭表观需求仅位于历史中游, 难以匹配处于相对历史高位的产量 (吨)	13
图 27: 4 月后累库斜率放缓	13
图 28: 锡价与半导体周期的协同性 (左轴: 锡价, 美元/吨; 右轴: 半导体销售额, 当月同比)	14
图 29: 锡价与铜价的协同性 (左轴, 电解铜价; 右轴: 锡锭价格, 元/吨)	14
图 30: 半导体周期与美债实际利率阶段性呈现负相关 (单位: %)(左轴: 美债收益率)	14
图 31: 美国非农就业人数增速放缓 (左轴: 千人, 右轴: %)	15
图 32: 美国失业率呈上升趋势 (单位: %)	15
图 33: 美国薪资增速是触发联储货币政策的核心变量	15
图 34: 2023 年锡标的锡产量对比 (万吨)	16
图 35: 2023 年锡标的锡毛利对比 (亿元)	16
图 36: 全球精钢产量稳中有升 (吨)	16
图 37: 锡业股份精钢产销量持续提升 (吨)	16
图 38: 钢价在 24 年出现大幅上涨 (元/kg)	17
图 39: 钨精矿价格自 2020 年以来持续上行 (万元/吨)	17
表 1: 公司资源储备丰富	4
表 2: 缅甸进口锡矿平衡测算 (吨)	10
表 3: 23~24 年与 24~25 年钨产量与耗用量对比 (单位: 千吨)	18
表 4: 公司盈利测算 (亿元)	19
表 5: 可比公司 PE 预测情况 (2024 年 8 月 14 日一致预期)	20

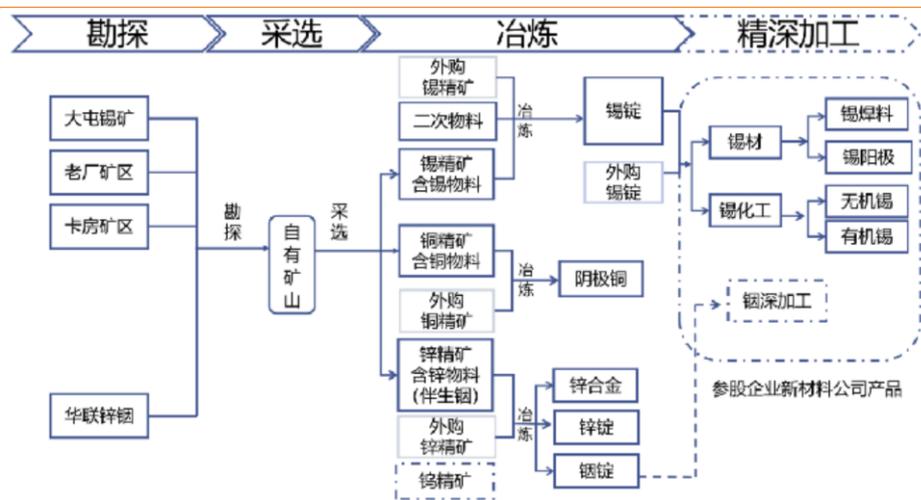
1. 锡业股份：执錫锡之牛耳，打造战略金属平台

1.1. 历久弥新，坐镇锡业龙头近 20 载

行稳致远，百年国企坐镇锡市场全球最大份额。锡业股份是云南锡业集团（控股）有限责任公司控股的国内锡行业唯一的全产业链上市公司，公司实际控制人为云南省国资委，控股股东云锡控股共计持有上市公司 43.78% 股份。公司前身为 1883 年成立的个旧厂务招商局，1998 年，公司改制为云南锡业有限公司，2000 年于深交所上市，自 2005 年以来公司的锡产销量稳居全球第一，占有全球锡市场最大份额。

金属资源丰富，产品种类齐全，全产业链覆盖，纵向一体化发展。公司具有集锡、铜、锌、镍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。公司主要产品有锡锭、阴极铜、锌锭、压铸锌合金、铜锭、锡材和锡化工产品（锡材与锡化工为公司主要参股公司的产品）等 1100 多个规格品种。截至 23 年底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、铜冶炼产能 60 万吨/年，压铸锌合金 3 万吨/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。

图 1：公司产业链布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：上图所列产品为公司主要产品，不含采选冶炼副产品）

锡铜双龙头，市占率达行业榜首。凭借丰富的锡与铜资源储量，公司在锡、铜两大领域均确立了行业龙头地位。2023 年，公司在国内/全球锡金属市场的占有率达 47.9%/22.9%，根据国际锡业协会统计，公司在 2023 年全球十大精锡生产商中名列榜首。公司在铜资源领域同样成绩斐然，位于都龙矿区的铜资源生产基地是全国最大的原生铜生产基地。2023 年，公司精铜产量在国内/全球市场的占有率为 6.92%/4.38%，原生铜的国内/全球市场占有率约为 15.83%/9.63%。

表 1：公司资源储备丰富

资源量	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
矿石量	亿吨	2.71	2.68	2.65	2.69	2.65	2.61
锡金属量	万吨	73.54	70.01	66.85	68.02	66.7	64.64
铜金数量	万吨	119.84	123.92	124.71	121.37	119.36	116.72
铅金属量	万吨	10.28	9.89	9.87	9.84	9.69	9.54
锌金属量	万吨	412.55	399.67	389.89	389.99	383.71	376.28
银	吨	3022	2974	2946	2558	2548	2491
铜	吨	6181	5987	5877	5134	5082	4945
三氧化钨	万吨						7.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源储量丰富，自给程度高。截止 2023 年报，资源量：公司共有锡金属量 64.6 万吨，铜金属量 116.7 万吨，铅金属量 9.5 万吨，锌金属量 376.3 万吨。产量：公司 2023 年生产原矿金属量：锡金属 31958 吨，原料自给率 31%，生产铜金属 30625 吨，原料自给率 18%，生产锌金属 12.26 万吨，原料自给率 76%。

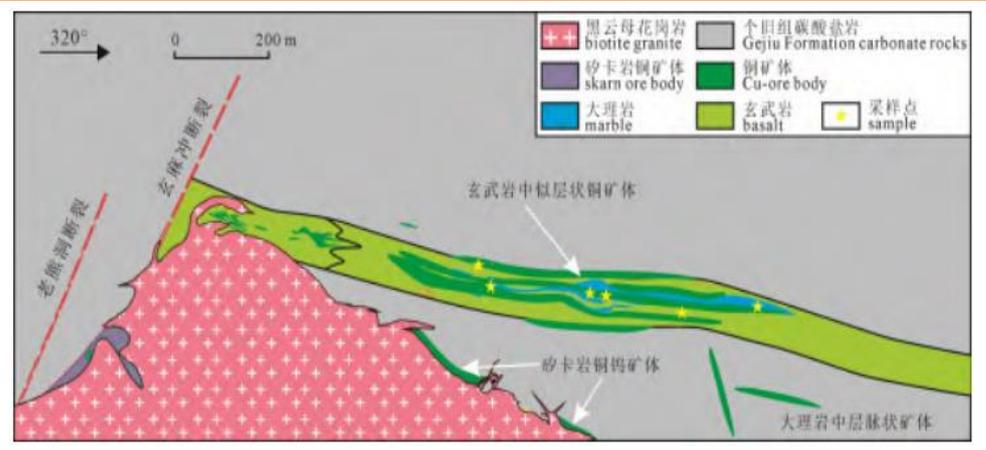
1.2. 携手厦门钨业，钨板块拓展进行时

相较 2021、2022 年年报，锡业股份在 2023 年年报的产业链图表中新添了钨精矿一项，结合公司间接控股股东 24 年初与厦门钨业签订战略合作协议的公告，我们认为公司在钨板块上有望出现较快进展。2024 年 1 月 12 日，云南锡业集团（控股）有限责任公司与厦门钨业股份有限公司在昆明签署战略合作协议，共同展望双方未来在矿产资源科学高效开发利用、锡钨原料保障及产业链延伸、人才培养及技术合作等领域携手奋进的美好前景。

锡业股份主要的钨资源主要集中在卡房分公司的多金属矿山。厦门钨业能够凭借其长期耕耘钨产业的经验，通过合作领域内的协同发展计划做好资源开发、实现互利共赢。

卡房分矿的矿石中含有高价值的钨，还有铜、锡等其他有用元素，使得矿床具有多元化的开采价值。个旧卡房铜多金属矿床属于岩浆-构造环境中的热液成因。个旧卡房的铜多金属矿床的形成与岩浆活动密切相关，岩浆在冷却上升的过程中释放出富含成矿元素的流体，这些元素在与周围岩石发生反应后富集起来，形成成矿带。

图 2：个旧卡房铜多金属矿床地质剖面图(显示了花岗岩、砂卡岩、矿体、地层、样品位置的空间关系)

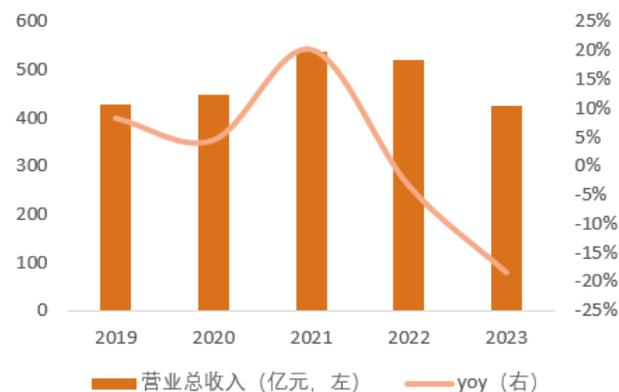


资料来源：《云南个旧卡房铜多金属矿床流体包裹体特征及其地质意义》李芬等，天风证券研究所

地质情况表明，卡房矿区资源连续性强，具有较高的开发价值。铜和钨这两种主要的成矿元素在矿床中的分布呈现出一定的规律性，铜的品位从南向北逐渐升高，而钨的品位则是从西向东和从北向南逐步升高。卡房所处的矿带是一种花岗岩体为中心的矿化分带特征，资源的连续性很强，花岗岩部分的矿带断裂有很大勘探出矿的可能性，这种独特的地质特征预示着它有望成为一个具有很高开发价值的矿区。

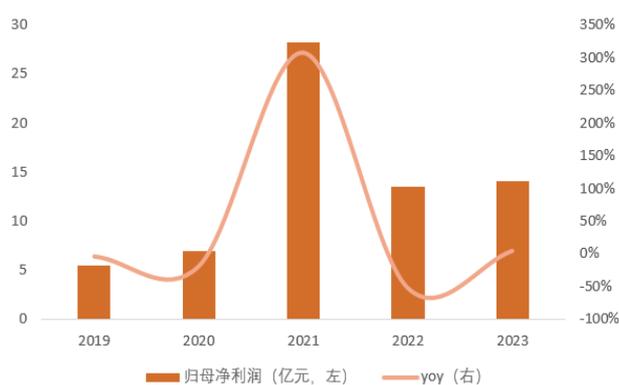
图 3：个旧地区构造位置及地质简图

图 6：2023 实现营收 423.6 亿元，同比-18.5%



资料来源：Wind，天风证券研究所

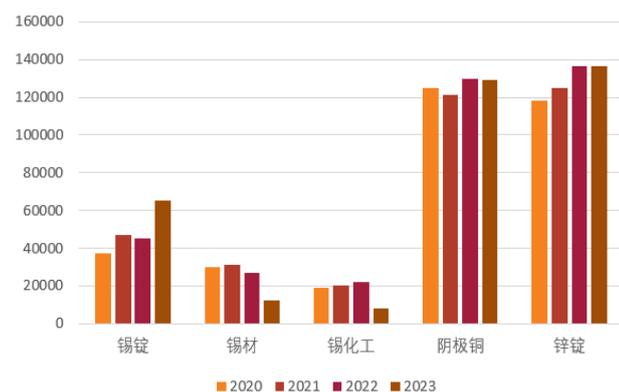
图 7：2023 实现归母净利润 14.1 亿元，同比+4.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

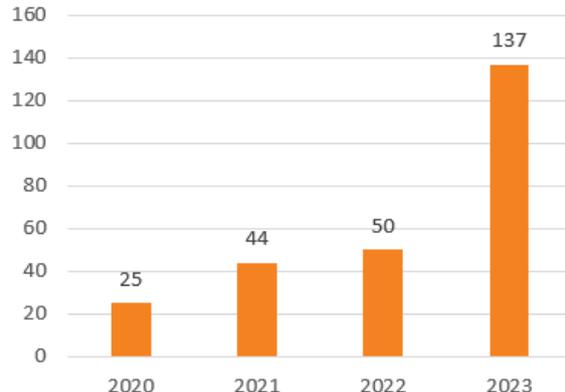
公司位列十大精锡生产商首位，锡产销量自 2005 年以来始终位居全球第一。2023 年公司锡锭销量 6.55 万吨，同比增长 44.50%，锡材和锡化工销量分别为 1.23 万吨和 0.78 万吨，同比分别减少 54.08% 和 64.99%（主要源于 23 年 5 月起锡材、锡化工业务不再并表）；铜产品销量为 12.93 万吨，同比减少 0.40%；锌产品销量为 13.62 万吨，同比增长 0.52%。根据公司测算，公司锡金属国内市场占有率 47.92%，全球占有率 22.92%。

图 8：公司主要产品销量（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

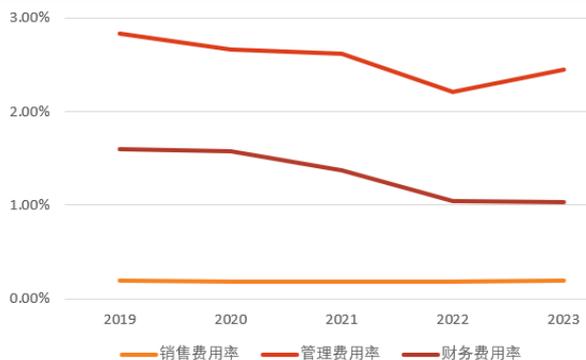
图 9：公司锡锭产品产量（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

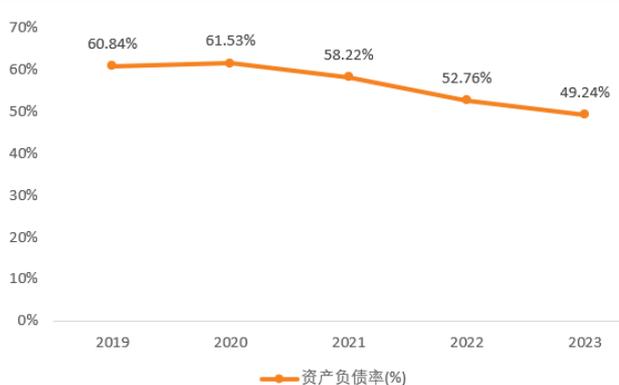
2023 年公司期间费用同比略微提升，资产负债率持续降低。2023 年公司期间费用为 18.02 亿元，期间费用占营收比重上升 0.39pct 到 4.25%，其中销售费用同比减少 11.16% 至 8203.77 万元，管理费用同比减少 9.76% 至 10.36 亿元，财务费用同比减少 20.07% 至 4.38 亿元。2023 年，公司资产负债率持续降低至 49.24%，连续三年降低，公司资产结构不断优化。

图 10：公司三费率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司资产负债率连续三年降低

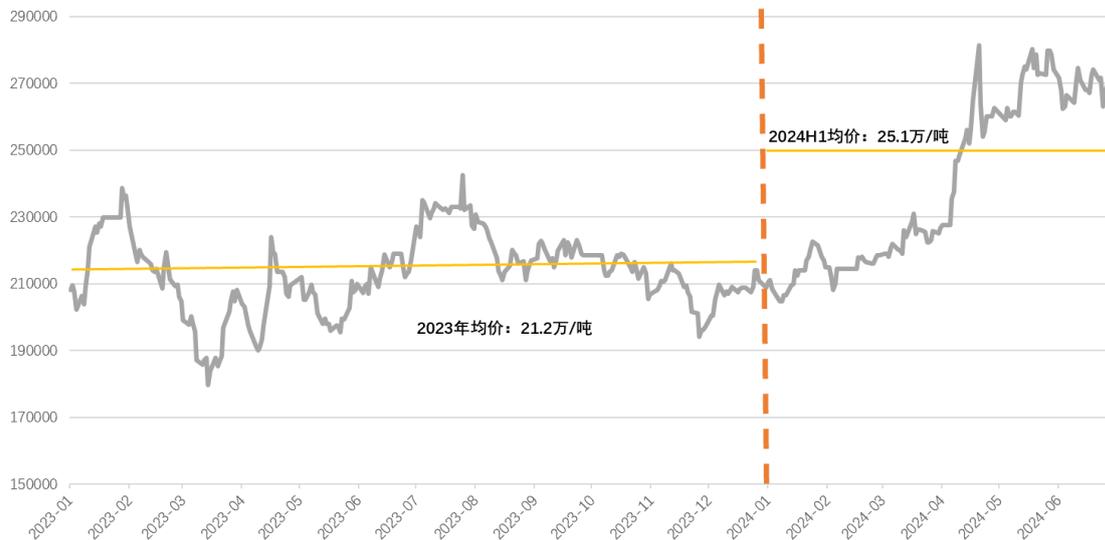


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 锡：供需基本面与宏观因子共振，锡价上行动力强劲

在 2023 年 8 月我们的锡行业报告《供给下行，物以“锡”贵》中，介绍了锡金属的用途、产业链、资源储量分布、全球供应格局、需求增长逻辑、历史锡价复盘等锡的长期基本面，并得出结论：**锡供应端长期收紧，全球新增项目寥寥；需求端受益电子周期复苏与光伏景气传导，全球锡金属供需转向紧缺；叠加锡矿成本抬升，预测锡价长期中枢上移。**从 24 年至今的锡价来看，我们的预测得到了验证。

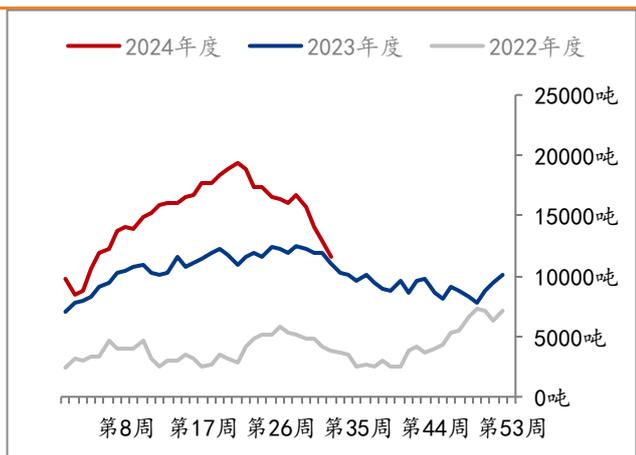
图 12：2024 年锡价中枢相比 2023 年明显抬升（单位：元/吨）



资料来源：钢联数据，wind，天风证券研究所

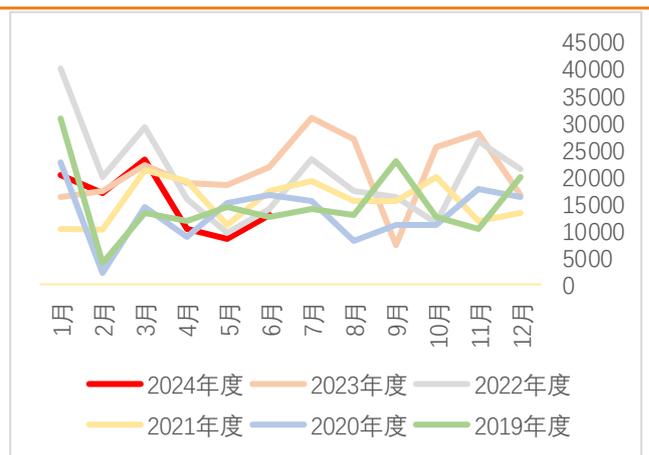
进入 2024 年，锡价迎来了逆常识的上涨：一边是库存高企、进口充沛，一边是锡价大幅上涨。这不由让人疑问，基本面对锡定价的权重大幅下降了吗？目前支配锡定价的因素是什么？

图 13：24 年 H1 沪锡开启大幅累库



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 14：24Q1 锡精矿进口量处于历史中高位



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

针对以上这两个问题，我们的回答是：

①**基本面定价没有缺席。**一方面表现需求数据处于中位，另一方面海外相关矿区持续停产、印尼出口许可证审批趋严等多种因素扰动，且情况愈演愈烈。因此，当前给锡定价不是已经发生的基本面，而是对基本面供需失衡的预期，且该预期正逐渐转化为现实。

②**24 年宏观因素的定价权重升高。**我们认为，货币政策预期可以作为锡价的领先指标。一方面，消费电子、通信等锡的重要下游对利率变动较为敏感，货币政策变化导致的利率变动同样会直接影响锡的需求。另一方面，货币政策的转向或引导通胀预期的变化，诸多以

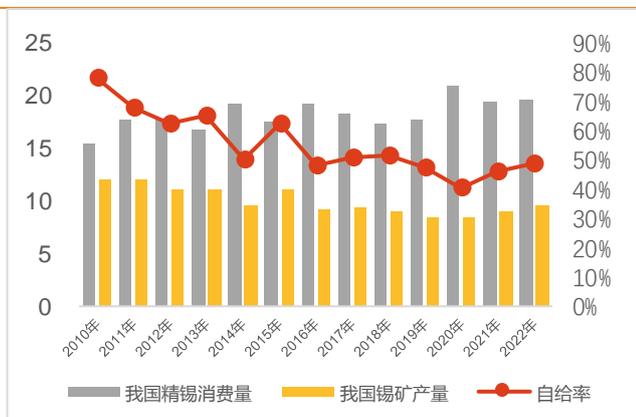
锡为代表的工业金属价格也会受益于通胀预期上行表现占优。今年不止是锡，铜、铅、锌等工业金属品种都呈现出一边累库一边涨价的趋势，我们认为本质是在美债超发、美元贬值预期之下，美元计价商品所对应的价格上涨，本质上是对全球货币泛滥的抵抗，而这些边累库边涨价的逆常识的趋势都展现出宏观定价因素对诸多工业金属品种定价的影响力。

2.1. 供需基本面：缅甸矿短缺显现，隐性库存挤出殆尽

2.1.1. 佤邦禁矿令影响开始显现

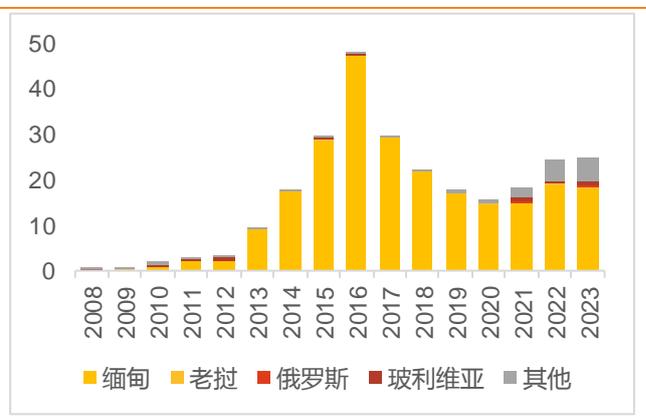
在 23 年 8 月发布的锡行业报告中，我们讨论了海外供给冲击的影响，尤其讨论了缅甸禁矿令对国内供应端的影响。首先，我国基础储量逐年减少，自有资源供应保障能力不强，全国矿产勘查资金投入和钻探工作量持续下降。在此背景下，我国锡矿资源自给率仅 30%，而海外供应端的扰动从 23 年便开始初现端倪。如 22 年占我国锡矿进口总量 77% 的缅甸，缅甸佤邦中央经济计划委员于 2023 年 4 月 15 日表示 8 月以后要停止一切勘探开采加工等作业，5 月 20 日缅甸佤邦再次下发了《关于执行“暂停一切矿产资源开采”的通知》文件。当时我们预测佤邦此次禁矿政策态度强硬，落地力度较大，截至 24 年 7 月，佤邦锡矿依然没有复产。

图 15：我国锡矿自给率长期下行（单位：万吨）



资料来源：海关总署，Wind，天风证券研究所

图 16：我国锡矿进口对缅甸依赖度较高（实物吨，单位：万吨）



资料来源：海关总署，Wind，天风证券研究所

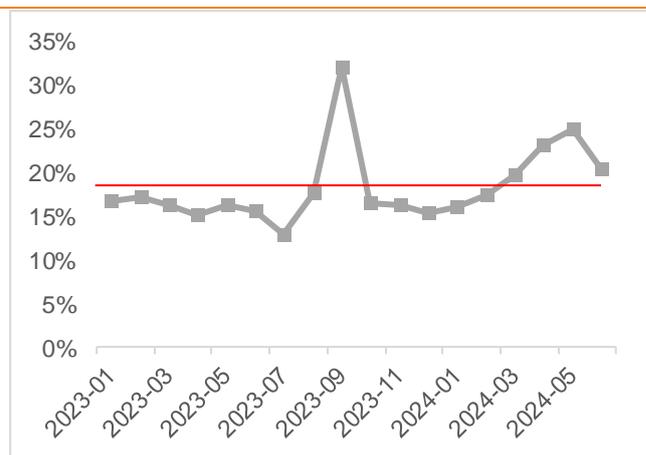
然而，23 年 8 月的禁矿令生效后却并没有迎来预期的进口量锐减，我们推测这主要源于 23 年 9 月选厂的复工与矿渣的回收。从进口数据来看，2023 年 1-6 月，即缅甸禁矿令生效前，缅甸矿每月进口平均值约为 2297 吨；2023 年 7-12 月，缅甸矿每月进口平均值约为 2480 吨。显而易见，23H2 的缅甸矿进口相对 23H1 非但没有下降，反倒还略有增加。23 年 9 月佤邦宣布当地选厂可以复产，我们推测此自 10 月后的进口量主要来自其原矿库存与 24 年 2 月佤邦的 2000 吨抛储。此外，从佤邦今年 4 月宣布暂停矿口堆渣回收后进口量开始锐减来看，我们推断之前进口量较大也可能部分来源于先前的堆渣原料。

图 17：23 年 9 月缅甸进口量锐减后回升（单位：金属吨）



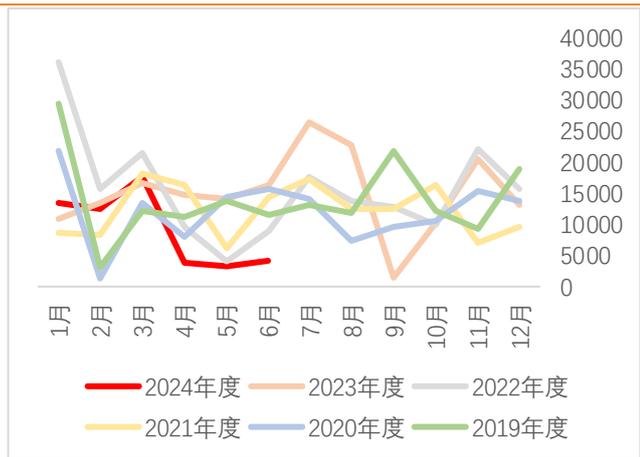
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 18：缅甸进口精矿品位基本保持稳定



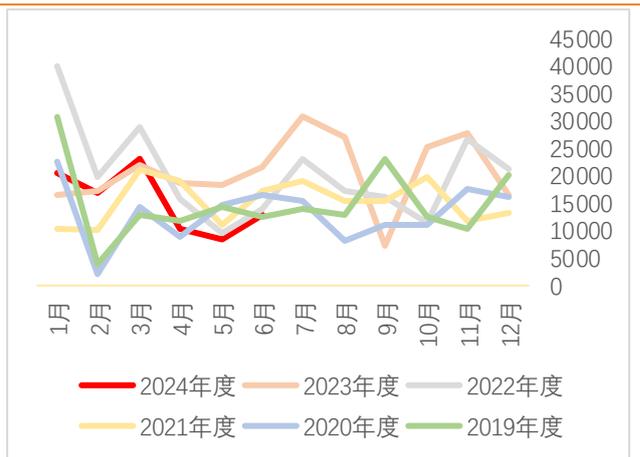
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 19：自缅甸锡精矿进口数量自 4 月开始锐减（单位：吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 20：自全球锡精矿进口数量同步下滑（单位：吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

为了直观表现进口缅甸矿富余情况，我们搭建以下平衡测算表，测算逻辑如下：列 1 为全球各国当月进口锡矿折金属量加总，列 2 为缅甸进口锡矿折金属量，列 3=列 1-列 2 为全球除缅甸外其他国家的进口量。取 23 年 1-6 月（即禁矿令生效前）每个月的平均进口量作为稳态下每月对来自该国进口锡矿的消费量，即正常情况下国内每月对缅甸矿的消费量约 2300 吨，对其他国家矿的消费量约 2400 吨。列 4=列 2-列 3 即当月缅甸矿进口大于月均消费量后产生的余量，列 5 同理；列 6、列 7 即为列 4、列 5 的加总，可直观体现目前国内对缅甸矿的进口余量。

表 2：缅甸进口锡矿平衡测算（吨）

	进口锡矿总 金属量	缅甸矿含金 属量	其他矿含金 属量	国内缅甸矿 当月余量	国内其他矿 源余量	国内缅甸矿 累计余量	国内其他矿 源累计余量
2023 年 1 月	4183	1785	2398				
2023 年 2 月	4177	2268	1909				
2023 年 3 月	5675	2712	2963				
2023 年 4 月	4117	2244	1873				
2023 年 5 月	4543	2265	2278				
2023 年 6 月	5595	2507	3088				
1-6 月消费均值	4715	2297	2418				
2023 年 7 月	5723	3389	2334	1092	-84	1092	-84
2023 年 8 月	6373	4029	2344	1732	-74	2824	-158
2023 年 9 月	2477	454	2023	-1843	-395	982	-554
2023 年 10 月	4640	1683	2957	-614	539	368	-15
2023 年 11 月	6486	3346	3140	1049	722	1417	707
2023 年 12 月	3595	1978	1617	-319	-801	1098	-94
2023 年合计	57584	28660	28924				
2024 年 1 月	4082	2155	1927	-142	-491	956	-585
2024 年 2 月	4385	2141	2244	-156	-174	801	-760
2024 年 3 月	6179	3442	2738	1145	320	1945	-440
2024 年 4 月	3712	898	2814	-1399	396	547	-44
2024 年 5 月	3225	807	2418	-1490	0	-943	-44
2024 年 6 月	4491	839	3652	-1458	1234	-2402	1190

资料来源：钢联数据，天风证券研究所

今年 5 月起，缅甸矿供需转向缺口，23 年 8 月初生效的禁矿令正式开始产生影响。根据测算表，23 年 8 月、11 月与 24 年 3 月缅甸矿余量较多，而随着 4 月进口量锐减，我们测

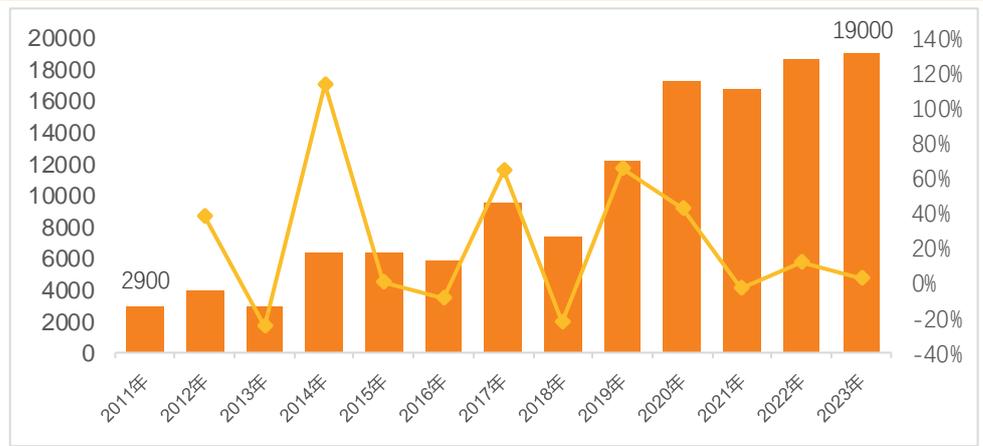
算4月底国内缅甸矿剩余仅547吨，紧随5月锡矿进口量仅807金属吨，5月起缅甸矿供需产生超过900吨的缺口，即23年8月起实施的禁矿令在历时10个月后终于对国内供给开始产生影响，缺口将在接下来的月份中持续扩大。

2.1.2. 刚果（金）锡矿供应存在不稳定性

刚果（金）锡矿产量增速快，2024年有新的大型项目投产。据USGS，2023年刚果（金）锡矿产量1.9万吨，占全球锡矿总产量的6.5%。近年来，刚果金的锡矿产量保持增长，从2011年的2900吨增长至2023年的1.9万吨，年均复合增速为17%。

2024年5月，Alphamin在刚果（金）的坐落于北基伍省的Mpama南项目投产，Mpama南矿区项目是对现有Mpama北矿区的扩建，北矿区在2023年贡献了全球4%的锡矿供应量。随着Mpama南矿区的开采和第二座选矿厂的建设投产，该公司的锡精矿年产量从2023年的约1.25万吨增加到2万吨，新增年产量7500吨。

图 21：刚果金近年来锡矿产量增长迅速（左轴：产量，单位：吨；右轴：同比）



资料来源：USGS，钢联数据，天风证券研究所

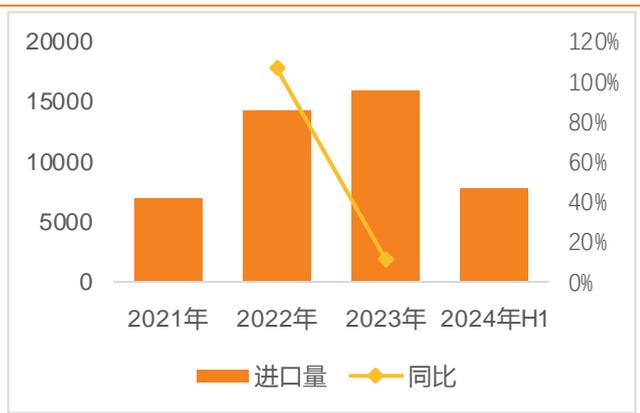
刚果金采矿业近年来扰动不断。2024年7月19日，刚果民主共和国南基伍省省长表示，该省已暂停该地区的所有采矿活动，并命令公司和运营商离开采矿现场，这一决定将对黄金和锡等金属的手工采矿者造成沉重打击。8月4日中国驻刚果民主共和国大使馆表示，近期刚果（金）南基伍省政府正在对该省外资矿业公司进行大规模治理整顿，大使馆提醒中国公民不得前往伊图里省、北基伍省、南基伍省、上韦莱省等刚果（金）东部安全极高风险地区采矿。其中，北基伍省正是上文提到的Mpama项目所在地。

此外，刚果金的许多其他品种矿石的生产发运也出现问题。例如，据彭博8月11日电，赞比亚政府周末表示，已暂时关闭与刚果民主共和国的边境，此举可能会导致非洲最大铜生产国的出口延迟。再例如，24年3月据彭博报道，自2月以来，叛乱组织M23已经封锁了通往戈马市的贸易路线，并帮助从该国一些最丰富的矿藏中走私钽。据美国地质调查局估计，2023年，刚果和卢旺达是全球最大的两个钽来源。刚果政府的数据显示，2022年，北基伍省占该国向世界供应的一半左右。根据彭博社看到的一份省矿业报告，由于M23的发展和该国最大矿山Rubaya所有权纠纷爆发，北基伍省的出口去年下降了59%。

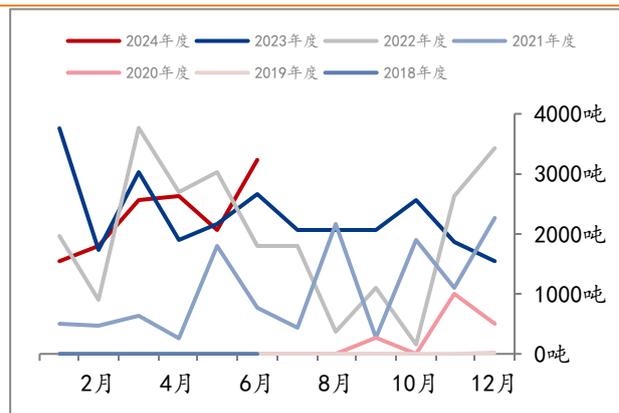
刚果金占中国锡矿进口比例高，若后续发生超预期扰动或对供给侧形成冲击。2023年中国从全球进口锡精矿5.76万金属吨，其中自缅甸进口2.86万吨，自刚果金进口1.59万金属吨，刚果金占2023年进口总量的27.5%，仅次于缅甸的50%。2024年刚果金进口量保持增长，6月自刚果金进口锡精矿2027吨，同比增长135.4%。我们认为，在目前的动荡环境下，若刚果金日后再次发生超预期的干扰对矿物发运形成扰动，或将对锡矿供给形成更深的冲击。

图 22：近年我国向刚果金进口锡矿量快速增长（单位：吨）

图 23：今年我国向刚果金进口量处于历史高位（单位：吨）



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

2.1.3. 隐性库存显性化的斜率开始放缓

24年以来, 锡锭库存出现了非常陡峭的累库曲线, 我们认为这主要来源于隐性库存的显性化, 而大量隐性库存挤出需要两个动力: 一是产量维持高位, 二是盘面价格要高。而2024年正好符合达成隐性库存挤出的两个条件, 为此我们逐一进行分析:

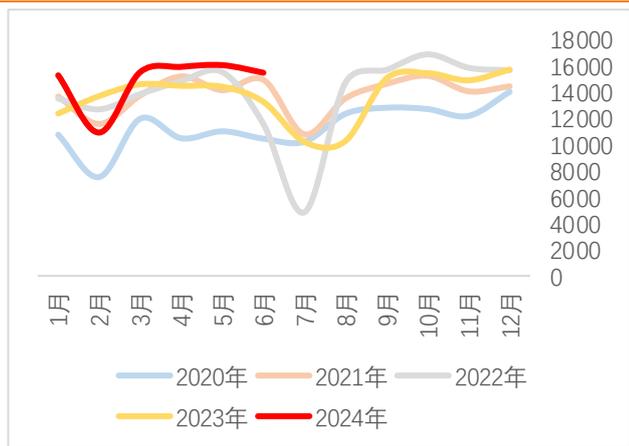
①锡锭高产量的关键在于两点: 原料进口充足与锡加工费上调。

原料端, 首先, 原料进口充足从今年的海关数据可见一斑。其次, 基于23年末对24年供需趋紧的预期和彼时较低的锡价, 我们推测国内冶炼环节也在23年末24年初准备了较多的原矿库存, 支撑锡锭产量维持高位。

加工端, 国内锡加工费也处于上行通道中。锡TC自23年11月从1.65万/吨一路下滑至23年4月的1.4万/吨, 而后伴随缅甸进口锐减加工费却一路走高至1.7万/吨。我们推测这主要与4月以来锡价走势强劲, 矿山端向冶炼端让利有关。

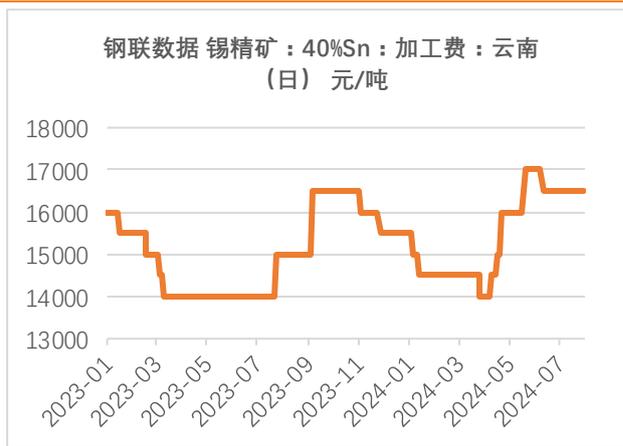
综上, 充沛的进口与提前的备货(我们推测)保证炼厂生产不受影响, 不断上调的加工费也使得炼厂减产动力不足, 最终使得24年锡锭产量达到相对历史高位。

图 24: 2024年锡锭产量处于历史相对高位 (单位: 吨)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

图 25: 云南40%锡精矿加工费自23年4月开始上涨 (元/吨)

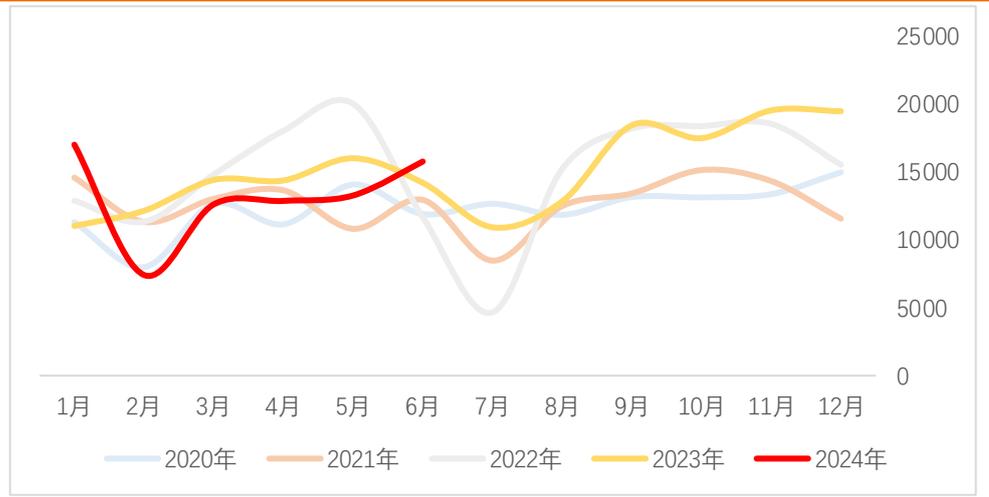


资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

②盘面价格高, 交仓意愿强

2024年锡的需求跟不上相对历史高位的产量, 但锡价受宏观情绪影响却呈现出逆供需基本面的涨幅。此时对于持货商来说, 既然实物需求不好, 现货不一定能快速变现, 而盘面价格又在相对高位, 最好的选择便是以盘面价格交仓锁定售价。因此, 以前直接以现货出售的锡锭被注册为仓单成为可统库存, 大量的隐性库存被显性化, 最终导致库存快速的积累。

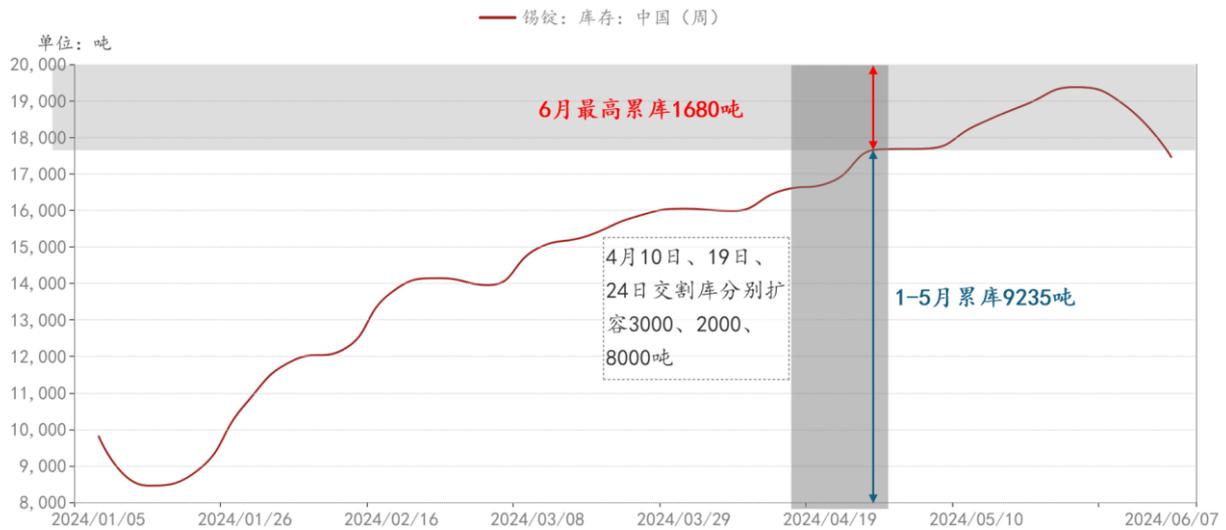
图 26：锡锭表观需求仅位于历史中游，难以匹配处于相对历史高位的产量（吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

4月中下旬后累库斜率开始放缓，社库在5月的最后一周转向去库，我们认为有几个原因。第一，5月末锡价跟随铜价回调，刺激了大量交易需求。第二，价格回调可能导致矿山向冶炼传导时点价放缓，炼厂资金压力缓解、不追求高周转率，减少套保单，显性库存再度隐性化。第三，从台湾PCB制造上市公司的月度营收来看，营收从2季度起触底反弹，表明终端需求有回暖，一定程度上刺激了锡终端消费。

图 27：4月后累库斜率放缓



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

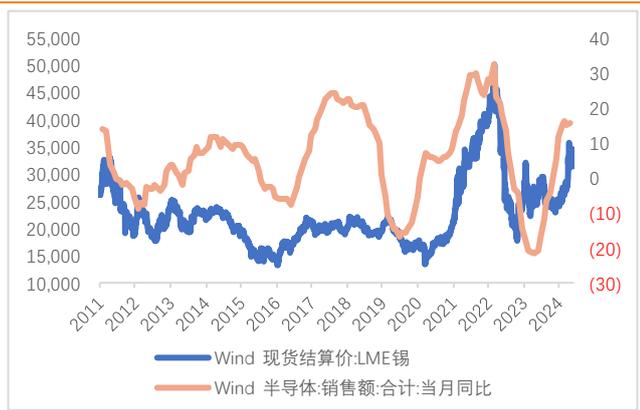
2.2. 锡 & 铜价格联动的背后，是宏观因子的同向影响

复盘过去，锡价与两个指标有较好的协同性：半导体周期与铜价。探究背后的原因，我们认为半导体周期表征了锡的供需基本面维度的定价因子，铜价表征了锡的宏观维度的定价因子，且宏观因子对供需因子产生影响。

1) 为什么供需基本面可由半导体周期表征？电子领域的需求占锡需求的40%，因此半导体周期的上行与下行展现出锡在电子领域的消耗需求的强弱。

2) 为什么宏观因子可由铜价表征？铜具备较强的金融属性，对利率变化较为敏感，货币政策往往是铜价的领先指标。货币政策从多方面影响铜价：其一，房地产、电力基建等铜的重要下游对利率变动较为敏感，货币政策变化导致的利率变动会直接影响铜的需求。其二，货币政策的转向或引导通胀预期的变化，铜价通常在通胀预期上升时表现较好。

图 28: 锡价与半导体周期的协同性 (左轴: 锡价, 美元/吨; 右轴: 半导体销售额, 当月同比)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

图 29: 锡价与铜价的协同性 (左轴, 电解铜价; 右轴: 锡锭价格, 元/吨)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

我们认为, 锡&铜价可以联动的本质原因, 是锡的宏观因子与铜如出一辙, 因此货币政策也可成为锡价的领先指标。首先, 消费电子、通信等锡的重要下游对利率变动同样较为敏感, 货币政策变化导致的利率变动同样会直接影响锡的需求。其次, 货币政策的转向或引导通胀预期的变化, 不止是铜价, 诸多以锡为代表的工业金属价格也会受益于通胀预期上行表现占优。比如今年不止是锡, 铜、铅、锌等工业金属品种都呈现出一边累库一边涨价的趋势, 我们认为本质是在美债超发、美元贬值预期之下, 美元计价商品所对应的价格上涨, 本质上是对全球货币泛滥的抵抗, 而这些边累库边涨价的逆常识的趋势都展现出宏观定价因素对诸多工业金属品种定价的影响力。

图 30: 半导体周期与美债实际利率阶段性呈现负相关 (单位: %) (左轴: 美债收益率)

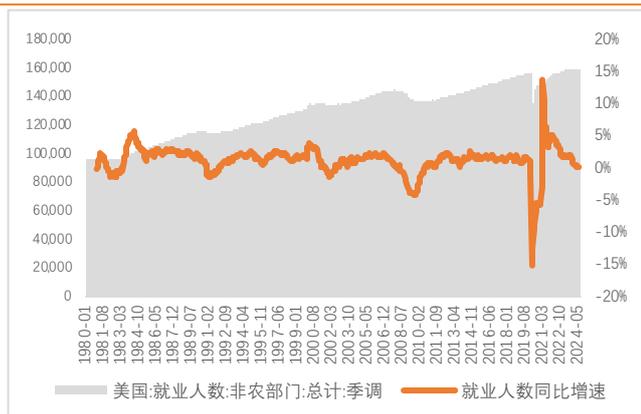


资料来源: Wind, 天风证券研究所

目前, 美国就业市场确实已出现较多放缓迹象。从新增非农就业人数看, 7 月仅为 11.4 万人, 大幅低于市场预期的 17.5 万人。从非农就业人数的同比增速看, 2020 年下半年至 2022 年初为美国就业市场的黄金增长期, 2022 年初美联储加息启动后, 就业人数增长即开始逐渐放缓, 2024 年以来进一步放缓, 截至 2024 年 7 月, 美国非农就业人数约为 1.59 亿人, 同比增速已回落至 0.01%。而从失业率看, 2023 年 1 月美国失业率录得低点 3.4%, 此后逐渐回升, 2024 年 7 月失业率为 4.3%, 较低点已回升 0.9 个百分点。

薪资增速的走低或对联储货币政策变化产生实质性影响, 因为联储维护物价稳定的最终目标其实是保证社会实际购买力的稳定。据天风宏观组的观点 (2024.8.3 《关于美国 4.3% 失业率的“友好分析”》), 就业-薪资-消费-通胀链条的稳定是美国经济的根基, 7 月的新增就业总体水平即使在联储官员眼里, 也是可以看作“正常水平”的, 但薪资增速并不正常。无论是时薪同比增速, 还是总非农部门薪资收入都在面临明显下滑。同时考虑到当前处于 2014 年以来最低水平的雇佣率以及离职率, 当下美国劳动力市场的动能不佳。

图 31：美国非农就业人数增速放缓（左轴：千人，右轴：%）



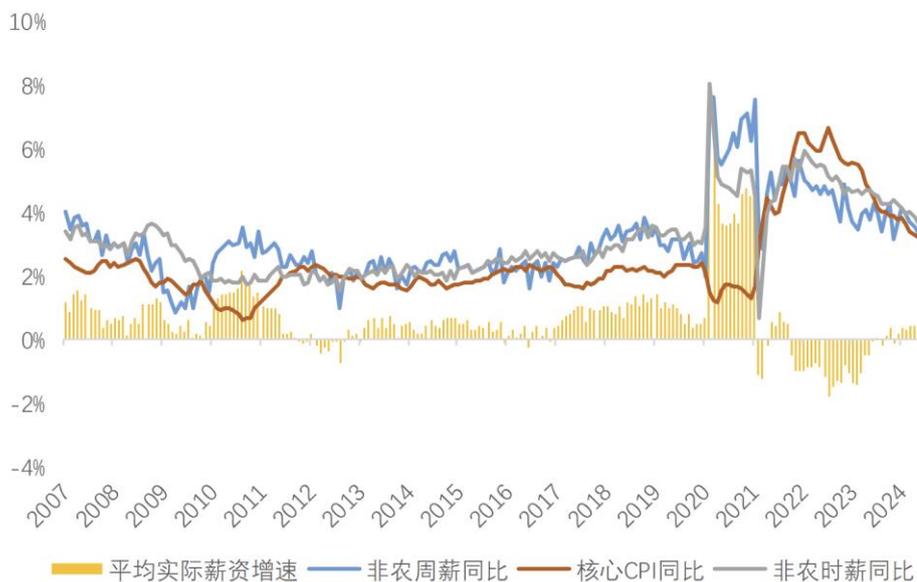
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：美国失业率呈上升趋势（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：美国薪资增速是触发联储货币政策的核心变量



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

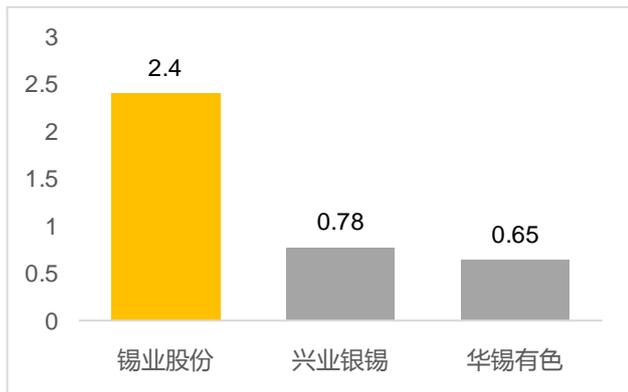
放缓的经济动能或加速宽松货币政策的推出，有望利好锡价表现。FedWatch 工具显示，在非农就业数据公布以前，9月降息50个基点的可能性仅为11.5%，而数据公布后，这一概率骤升至70%。截至8月9日，美联储在9月议息会议上降息25个基点的概率达46.5%，降息50个基点的概率为53.5%。我们认为，利率水平的降低有望刺激制造业投资与终端消费，在生产端与销售端拉动以锡为代表的工业金属需求，利好锡价表现。

3. 锡业股份：最大化受益锡/铜价弹性，进取开拓钨业版图

3.1. 锡板块利润贡献高，受益价格弹性大

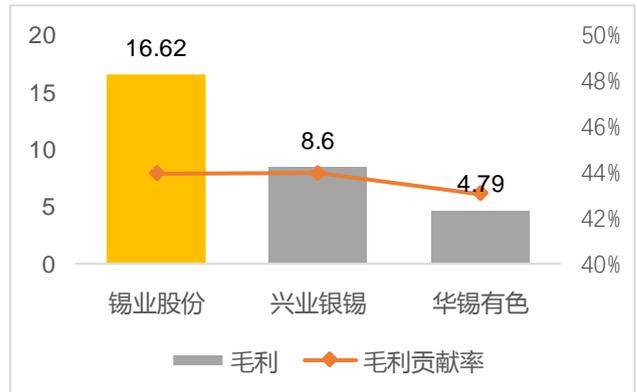
锡业股份是全球最大的锡生产基地，锡产品市场占有率全球第一，2023 年国内和全球市场占有率分别达 48%、23%。公司锡毛利绝对值领先，锡利润贡献率与板块其他标的持平。对比 2023 年的锡产量，锡业股份自产锡近 2.4 万吨，兴业银锡约 7800 吨（锡精粉+锡次精粉），华锡有色约 6500 吨。对比 2023 年毛利绝对值，锡业股份/兴业银锡/华锡有色分别为 16.6/8.6/4.8 亿元。对比 2023 年锡板块毛利贡献率，锡业股份/兴业银锡/华锡有色分别为 44%/44%/43%。

图 34：2023 年锡标的锡产量对比（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：2023 年锡标的锡毛利对比（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

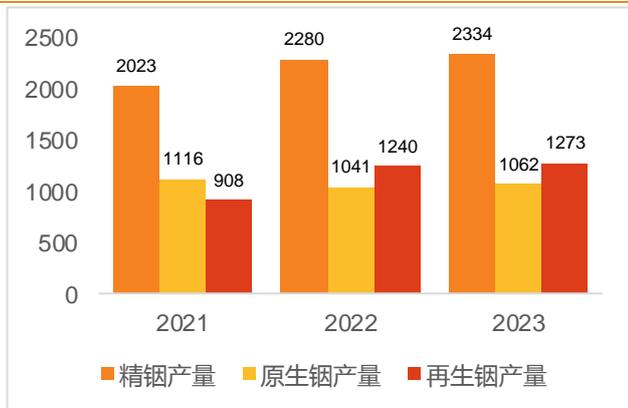
公司最大程度受益锡价上涨。由于公司锡矿产量领先于同行业公司，在行业成本不变的假设下，产量越大的公司受益锡价上涨带来的业绩弹性越大。伴随锡价中枢长期上移的预期，公司有望成为受益锡价上涨利润弹性最大的公司。

3.2. 铜价上行利润锦上添花，钨业版图开疆拓土

3.2.1. 铜业龙头受益铜价上涨

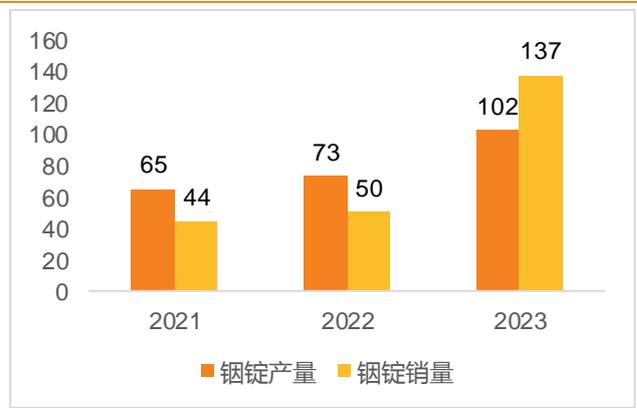
公司是全球铜行业龙头。截止 2023 年底，公司铜金属保有资源储量 4945 吨，公司原生铜资源储量位居全球第一。2023 年公司生产铜锭 102 吨，2024 年铜锭计划产量 77.81 吨。

图 36：全球精铜产量稳中有升（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：锡业股份精铜产销量持续提升（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

全球铜产量相对稳定，用于平板显示器的氧化铜锡（ITO）占铜需求大头，5G、AI 发展提振需求。据安泰科，全球精铜产量稳中有增，主要来源于再生铜产量增长，2021~2023 年全球精铜产量 2033/2280/2334 吨。ITO 占全球铜需求的 65%，焊料占 20%，太阳能电池板

和合金的消费量分别约为 5%和 7%。过去五年，随着触摸屏数量和尺寸的增加，智能手机对 ITO 的需求从每年 80 吨攀升至每年 120 吨以上。虽然铟可以从用过的 ITO 溅射靶中回收，但从显示屏或移动电话中回收的很少，因为没有经济有效的方法来回收每个设备中使用的少量铟。过去 5 年，全球平板产量从 2.1 亿平方米增至 2.7 亿平方米，ArgusMetals 预计 2024 年至 2030 年，ITO 需求将以 3%的复合年增长率扩张，5G 电信网络和数据中心支持人工智能的光纤通信对磷化铟的潜在高需求可能会在未来几年进一步提振铟消费。

24Q2 铟价出现大幅上涨，主因原料紧张、持货商惜售与投机行为催化，公司有望受益铟价上涨。自 4 月中旬起，铟市场价格快速拉涨，不到一个月的时间，现货市场价格从 4 月 19 日的 2035 元/千克左右上涨至 5 月 16 日的 3085 元/千克高位，涨幅约 1000 元/千克。截至 7 月，中国铟市场价格依旧保持较高位置运行，市场报价大多在 2900 元/千克上下。

图 38：铟价在 24 年出现大幅上涨（元/kg）

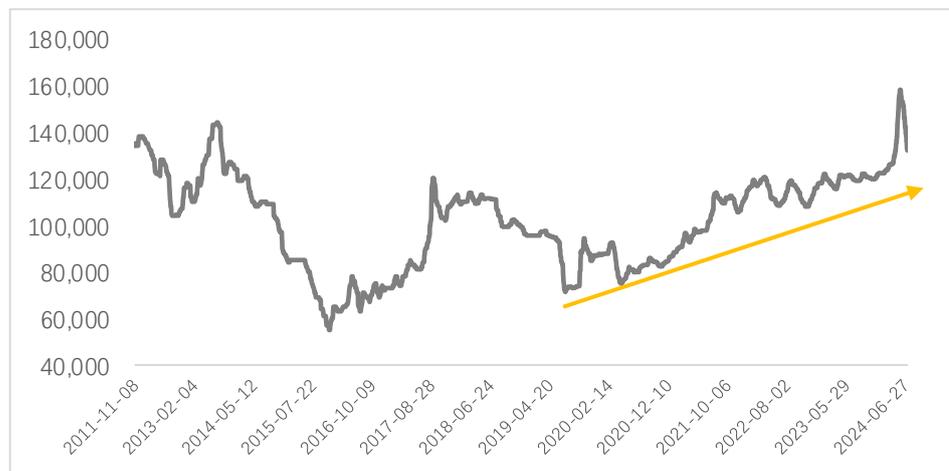


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.2. 开发伴生资源，展望钨业规划

如本文 1.2 所提，公司在钨板块上有所规划。锡业股份主要的钨资源主要集中在卡房分公司的多金属矿山，目前已有较为完善的基础设施，支持技术改造较快成熟。据 2011 年《云南锡业集团（控股）有限责任公司卡房分矿采矿权评估报告书》公告内容称：卡房分矿采矿权内保有资源储量为 1699.9 万吨，其中钨金属量 2.53 万吨，平均品位 0.26%。配套采选生产规模为 150 万吨/年，其中多金属矿生产规模为 90 万吨/年。在假设 70%回收率的情况下，参考 11 年的采选规模与品位情况，我们推测该矿有望贡献 65%钨精矿年产量 2520 吨。

图 39：钨精矿价格自 2020 年以来持续上行（万元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年中国钨产量占全球钨产量的 80%以上，具备较强的钨定价权。为保护自然资源，中

国自然资源部自 2002 年起每年颁布钨矿年度限制配额,中国 2023 年钨矿限制配额与 2022 年及 2021 年的限制配额相同,定于 11.1 万吨钨精矿。由于中国政府对钨精矿产品实行限制配额,加上前几年开工率相对较低,中国钨产量从 2017 年的 6.70 万吨增加到 2022 年的 7.10 万吨,年均复合增长率为 1.2%。未来,随着下游产品需求的增加和开工率的逐步提高,弗若斯特沙利文预计 2027 年中国钨产量将达到 7.81 万吨,2022 年至 2027 年复合年增长率为 1.9%,小于 2022~2027 年钨消费量复合增速 4.4%,我们认为中国钨需求的快速增长有望支撑钨价维持在较高位置。

表 3: 23~24 年与 24~25 年钨产量与耗用量对比 (单位: 千吨)

年份	耗用量	增量	年份	产量	增量
2023-2024	全球耗用量增长	6.4	2023-2024	全球产量增长	4.3
	增速	4.97%		增速	4.96%
	中国耗用量增长	2.4		中国产量增长	1.4
	增速	4.34%		增速	1.92%
2024-2025	全球耗用量增长	6.6	2024-2025	全球产量增长	10.9
	增速	4.88%		增速	11.98%
	中国耗用量增长	2.5		中国产量增长	1.3
	增速	4.33%		增速	1.75%

资料来源: USGS, 中国自然资源部, 弗若斯特沙利文, 佳鑫国际招股书, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们认为，锡价中枢有望在锡供给端弹性偏低、需求端有望迎来边际改善的背景下进一步上移，公司作为锡行业龙头，有望充分受益于锡金属价格的上涨，业绩或将迎来新一轮成长期。盈利预测关键假设：

1) 锡板块：由于 2023 年 3 月云锡控股公司与锡业股份共同对云南锡业锡材有限公司（现已更名为云南锡业新材料有限公司）增资扩股后，新材料公司成为锡业股份参股公司，自 2023 年 5 月起锡材与锡化工产品营收不再纳入锡业股份合并报表范围，我们预计公司锡产品含锡将全部体现在锡锭分项中。参考公司 2023 年报中披露的 2024 年计划产量指引（锡产量 8.5 万吨，锌产量 13.16 万吨，铜产量 13 万吨，铟产量 77.81 吨），我们预计 2024~2026 年公司锡锭销量维持 8.5 万吨；24~26 年锡价假设 25/26/27 万元/吨。

2) 锌板块：预计 2024~2026 年公司锌产品销量维持于 13.2 万吨，锌价假设为 2.2/2.2/2.2 万元/吨。

3) 铜板块：预计 2024~2026 年公司铜产品销量维持于 13 万吨，铜价假设为 7.5/7.5/7.5 万元/吨。

4) 贸易与其他：公司近两年贸易业务营收以-20%的速度收缩，假设 24~26 年贸易业务营收增速为-10%/-5%/-5%。

表 4：公司盈利测算（亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锡锭						
收入	89.6	99.2	109.8	169.2	176.0	182.8
成本	64.0	86.8	96.9	148.8	148.8	148.8
毛利	25.6	12.4	12.9	20.5	27.3	34.0
毛利率(%)	28.53%	12.48%	11.73%	12.11%	15.49%	18.62%
锡材产品						
收入	56.71	57.17	21.18			
成本	45.07	49.72	19.28			
毛利	11.64	7.45	1.9			
毛利率(%)	20.53	13.04	8.98			
锡化工产品						
收入	18.59	23.83	6.88			
成本	13.32	18.94	5.54			
毛利	5.27	4.9	1.34			
毛利率(%)	28.33	20.55	19.53			
锌产品						
收入	24.3	29.7	25.9	26.6	26.6	26.6
成本	15.0	15.8	16.7	15.8	15.8	15.8
毛利	9.3	13.9	9.2	10.8	10.8	10.8
毛利率(%)	38.33%	46.75%	35.43%	40.45%	40.45%	40.45%
铜产品						
收入	71.6	78.5	78.5	86.3	86.3	86.3
成本	68.1	75.9	75.6	76.7	76.7	76.7
毛利	3.5	2.6	2.8	9.6	9.6	9.6

	毛利率(%)	4.86%	3.30%	3.62%	11.1%	11.1%	11.1%
贸易产品							
收入	255.15	205.4	154.92	139.4	132.5	125.8	
成本	254.43	204.59	153.28	138.4	131.5	124.9	
毛利	0.73	0.8	1.63	1.05	0.99	0.94	
毛利率(%)	0.28%	0.39%	1.03%	1%	1%	1%	
其他业务							
收入	22.58	26.24	26.51	26	26	26	
成本	14.08	18.18	17.5	16.9	16.9	16.9	
毛利	8.5	8.06	9.01	9.1	9.1	9.1	
毛利率	37.64%	30.72%	33.99%	35%	35%	35%	
合计							
收入	538.45	519.97	423.60	447.56	447.36	447.50	
成本	473.97	469.93	384.82	396.57	389.65	383.08	
毛利	64.48	50.04	38.78	50.99	57.70	64.42	
毛利率	11.98%	9.62%	9.15%	11.39%	12.90%	14.40%	

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

据我们测算，预计公司 24~26 年实现营收 448/447/448 亿元，实现归母净利润 21.5/27.1/32.6 亿元，对应 EPS 1.31/1.65/1.98 元/股，对应 PE 10.49/8.33/6.94 倍。

4.2. 估值对比

我们选择同为锡生产商的兴业银锡、华锡有色作为可比公司，两家可比公司按 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期计算的 2024 年平均 PE 为 13.82X，给予锡业股份 2024 年 14X，对应目标价 18.34 元，首次覆盖给予锡业股份“买入”评级。

表 5：可比公司 PE 预测情况（2024 年 8 月 14 日一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000426.SZ	兴业银锡	11.45	210.36	1.03	1.26	1.45	11.14	9.11	7.88
600301.SH	华锡有色	15.96	100.96	0.97	1.17	1.49	16.50	13.67	10.71
可比公司平均 PE							13.82	11.39	9.30
000960.SZ	锡业股份	13.72	225.8	1.31	1.65	1.98	10.49	8.33	6.94

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：收盘价、总市值、EPS、PE 均为 2024 年 8 月 14 日数据，锡业股份 EPS、PE 预测数据为最新天风预测数据）

5. 风险提示

（1）产业政策变化风险

公司所属有色金属行业受国家相关产业政策、宏观经济调控政策、货币政策、财政政策、贸易政策等相关政策影响较大。若未来产业政策或行业标准等进行调整或更改，将会对相关业务产生一定影响。

（2）市场价格波动风险

公司主营产品为锡、铜、锌、钢等金属产品，公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联，而主要金属价格与宏观经济、流动性宽松程度、上下游供需变化等密切相关，及若相关金属产品价格波动剧烈，公司经营业绩可能承受较大压力。

（3）供应链风险

由于近年来经济全球化不断面临挑战，有色金属产业供应链区域化、本地化特征更趋明显，锡行业主要产区国政策变化影响对产业上下游生产经营造成较大影响。

（4）安全环保风险

随着国家产业升级和深化改革步伐的深入，国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格，相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

（5）测算存在误差的风险

文中多处图表、数据为参考公开资料自行测算，存在测算出现误差的风险。

（6）矿山矿石品位波动风险

随着矿山运营时间过久，会导致矿石品位下降，整体出矿量减少，对公司的产量以及业绩将会产生影响。

（7）资源管理风险

矿产资源是矿山企业的生命线，从长期来看，有可能存在资源短缺的风险，公司要保持可持续性发展，需要有足够的资源储量作为保障。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,397.54	2,084.08	6,936.77	8,864.43	14,999.04	营业收入	51,997.84	42,359.26	44,755.75	44,735.60	44,750.31
应收票据及应收账款	725.83	568.33	871.27	571.04	845.43	营业成本	46,993.02	38,482.08	39,657.23	38,965.31	38,308.00
预付账款	316.80	245.96	406.48	230.89	374.80	营业税金及附加	284.81	373.22	393.85	393.67	393.80
存货	5,937.27	6,468.36	4,717.32	6,759.86	4,719.54	销售费用	92.35	82.04	82.58	82.88	84.05
其他	1,761.46	1,482.94	1,624.88	1,739.21	1,524.18	管理费用	1,148.18	1,036.12	1,085.27	1,055.61	1,078.57
流动资产合计	11,138.90	10,849.66	14,556.71	18,165.43	22,462.99	研发费用	219.12	245.48	290.91	335.52	380.38
长期股权投资	315.51	1,166.86	1,166.86	1,166.86	1,166.86	财务费用	548.47	438.39	427.32	366.45	315.84
固定资产	17,562.60	17,092.37	15,954.07	14,815.77	13,677.48	资产/信用减值损失	(1,078.91)	(57.19)	(64.00)	(64.00)	(64.00)
在建工程	1,523.00	694.99	754.99	824.99	824.99	公允价值变动收益	(11.30)	6.30	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,472.82	3,370.96	3,165.87	2,960.78	2,755.69	投资净收益	107.41	121.83	100.00	100.00	100.00
其他	2,657.39	3,885.66	3,359.69	3,165.97	3,086.22	其他	1,846.09	(221.42)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	25,531.32	26,210.83	24,401.48	22,934.37	21,511.24	营业利润	1,848.61	1,852.42	2,854.60	3,572.16	4,225.68
资产总计	36,670.22	37,060.49	38,958.19	41,099.80	43,974.23	营业外收入	24.47	16.95	18.67	20.03	18.55
短期借款	2,487.13	2,106.51	2,000.00	2,000.00	2,000.00	营业外支出	51.85	124.17	122.02	99.35	115.18
应付票据及应付账款	1,514.32	1,580.71	1,368.38	1,557.42	1,377.99	利润总额	1,821.23	1,745.20	2,751.25	3,492.84	4,129.05
其他	5,539.78	4,053.25	5,031.41	4,634.29	4,906.34	所得税	251.07	218.77	365.24	461.02	536.92
流动负债合计	9,541.23	7,740.47	8,399.79	8,191.71	8,284.33	净利润	1,570.16	1,526.43	2,386.00	3,031.82	3,592.13
长期借款	7,945.38	8,752.16	8,000.00	8,000.00	8,000.00	少数股东损益	223.90	118.07	232.86	320.91	336.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,346.26	1,408.36	2,153.15	2,710.91	3,255.92
其他	1,691.79	1,681.93	1,766.96	1,713.56	1,720.82	每股收益(元)	0.82	0.86	1.31	1.65	1.98
非流动负债合计	9,637.17	10,434.09	9,766.96	9,713.56	9,720.82	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	19,348.32	18,250.42	18,166.75	17,905.27	18,005.15	成长能力					
少数股东权益	932.30	1,019.78	1,212.68	1,467.04	1,726.72	营业收入	-3.43%	-18.54%	5.66%	-0.05%	0.03%
股本	1,645.80	1,645.80	1,645.80	1,645.80	1,645.80	营业利润	-49.88%	0.21%	54.10%	25.14%	18.29%
资本公积	8,320.98	8,327.72	8,327.72	8,327.72	8,327.72	归属于母公司净利润	-52.21%	4.61%	52.88%	25.90%	20.10%
留存收益	6,610.71	7,821.57	9,605.24	11,753.97	14,268.83	获利能力					
其他	(187.88)	(4.80)	0.00	0.00	0.00	毛利率	9.63%	9.15%	11.39%	12.90%	14.40%
股东权益合计	17,321.90	18,810.07	20,791.44	23,194.53	25,969.08	净利率	2.59%	3.32%	4.81%	6.06%	7.28%
负债和股东权益总计	36,670.22	37,060.49	38,958.19	41,099.80	43,974.23	ROE	8.21%	7.92%	11.00%	12.48%	13.43%
						ROIC	7.50%	7.44%	10.78%	14.56%	16.14%
						偿债能力					
						资产负债率	52.76%	49.24%	46.63%	43.57%	40.94%
						净负债率	72.63%	63.23%	31.13%	20.81%	-6.13%
						流动比率	1.15	1.39	1.73	2.22	2.71
						速动比率	0.54	0.56	1.17	1.39	2.14
						营运能力					
						应收账款周转率	58.82	65.46	62.18	62.03	63.19
						存货周转率	7.93	6.83	8.00	7.80	7.80
						总资产周转率	1.34	1.15	1.18	1.12	1.05
						每股指标(元)					
						每股收益	0.82	0.86	1.31	1.65	1.98
						每股经营现金流	3.07	1.33	3.79	1.56	4.54
						每股净资产	9.96	10.81	11.90	13.20	14.73
						估值比率					
						市盈率	16.77	16.03	10.49	8.33	6.94
						市净率	1.38	1.27	1.15	1.04	0.93
						EV/EBITDA	5.82	8.34	5.67	4.75	3.24
						EV/EBIT	7.40	12.89	7.95	6.35	4.19

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,570.16	1,526.43	2,153.15	2,710.91	3,255.92
折旧摊销	1,369.90	1,525.73	1,343.39	1,343.39	1,343.39
财务费用	625.99	478.67	427.32	366.45	315.84
投资损失	(107.41)	(148.28)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	621.21	(2,057.41)	2,175.84	(2,075.80)	2,324.93
其它	967.93	867.91	232.86	320.91	336.21
经营活动现金流	5,047.79	2,193.05	6,232.55	2,565.86	7,476.28
资本支出	1,320.62	823.24	(25.03)	123.40	(7.26)
长期投资	(60.25)	851.35	0.00	0.00	0.00
其他	(2,698.38)	(2,287.61)	45.85	(48.58)	83.77
投资活动现金流	(1,438.01)	(613.03)	20.82	74.82	76.51
债权融资	(3,702.53)	(1,438.62)	(996.04)	(84.29)	(600.60)
股权融资	(491.88)	(238.08)	(404.64)	(628.73)	(817.58)
其他	(1,555.18)	(256.97)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(5,749.59)	(1,933.67)	(1,400.68)	(713.02)	(1,418.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,139.82)	(353.64)	4,852.69	1,927.66	6,134.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com