



买入（维持）

所属行业：有色金属/小金属
当前价格(元)：13.99

证券分析师

翟堃

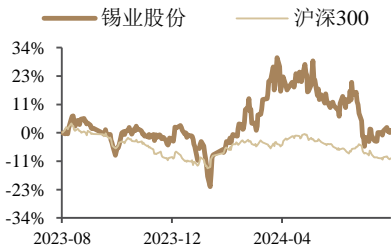
资格编号：S0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

高嘉麒

资格编号：S0120523070003
邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.57	-8.14	-13.43
相对涨幅(%)	5.23	-3.84	-5.81

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《锡业股份：业绩稳步提升，锡价仍在上行》，2024.4.28
- 《锡业股份：价格上行，业绩维稳》，2023.10.27

锡业股份：产品量价齐升，利润上涨明显

投资要点

- 事件。**公司发布2024年中报，2024年1-6月公司实现营业收入187.75亿元，同比下滑17.77%；实现归母净利润8.00亿元，同比提升16.35%；实现扣非后归母净利润9.98亿元，同比提升67.95%。
- 锡产品量价齐升带动公司业绩上行。**锡价方面，2024年上半年锡期货价格呈现偏强震荡运行，沪锡主力合约运行区间为206,629-292,485元/吨，截至6月30日上涨27.16%，均价251,208元/吨，同比上涨21.19%，区间振幅39.84%。伦锡价格运行区间24,115-32,905美元/吨，截至6月30日上涨29.47%，均价29,324美元/吨，同比上涨12.56%，区间振幅49.96%。生产方面，2024年上半年，公司生产有色金属总量18.52万吨，其中：锡4.52万吨（同比增长6.6%）、铜7.03万吨（同比增长7.99%）、锌6.88万吨（同比增长4.56%）、铟65吨（同比增长42.42%）、金621千克、银82吨。
- 锡供给扰动仍存，锡价易涨难跌。**缅甸方面，我国主要从缅甸进口锡精矿，截至2024年7月，我国当月从缅甸进口锡精矿6,838.44吨，同比下滑74.1%；1-7月累计从缅甸进口锡精矿61,738.13吨，同比下滑45.0%；1-7月我国累计进口锡精矿106,956.17吨，同比下滑26.2%。印尼方面，我国主要从印尼进口锡精矿，截至2024年7月，我国当月从印尼进口精炼锡945.15吨，同比下滑38.5%；1-7月累计从印尼进口精炼锡3,498.20吨，同比下滑68.7%；1-7月我国累计进口精炼锡10,218.63吨，同比下滑33.0%。
- 锡业龙头，有望受益行业景气。**自2005年以来公司锡产销量稳居全球第一，占有全球锡市场最大份额。公司根据自身产销量和行业协会公布的相关数据测算，2023年公司锡金属国内市场占有率为47.92%，较2022年上升0.14个百分点，全球市场占有率为22.92%，较2022年上升0.38个百分点。根据国际锡业协会统计，公司位列2023年十大精锡生产商中之首。公司锡产品产量地位领先，当下锡金属供给受限，公司有望持续受益。
- 投资建议。**上半年锡价上行明显，供给持续偏紧下，预计锡价维持坚挺。维持公司2024-2026年归母净利润预测19、23、25亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品产量不及预期、产品价格大幅波动、海外政策大幅变动。

股票数据

总股本(百万股):	1,645.80
流通A股(百万股):	1,645.80
52周内股价区间(元):	10.86-18.05
总市值(百万元):	23,024.77
总资产(百万元):	38,538.59
每股净资产(元):	11.04

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51,998	42,359	44,909	46,830	48,406
(+/-)YOY(%)	-3.4%	-18.5%	6.0%	4.3%	3.4%
净利润(百万元)	1,346	1,408	1,926	2,302	2,511
(+/-)YOY(%)	-52.2%	4.6%	36.7%	19.6%	9.1%
全面摊薄EPS(元)	0.82	0.86	1.17	1.40	1.53
毛利率(%)	9.6%	9.2%	9.1%	9.8%	10.1%
净资产收益率(%)	8.2%	7.9%	10.0%	10.7%	10.4%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	1.17	1.40	1.53
每股净资产	10.81	11.72	13.12	14.64
每股经营现金流	1.33	1.87	1.26	2.71
每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	16.73	11.96	10.00	9.17
P/B	1.32	1.19	1.07	0.96
P/S	0.54	0.51	0.49	0.48
EV/EBITDA	9.21	10.64	9.08	7.65
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	9.2%	9.1%	9.8%	10.1%
净利润率	3.6%	4.6%	5.3%	5.5%
净资产收益率	7.9%	10.0%	10.7%	10.4%
资产回报率	3.8%	5.0%	5.7%	5.9%
投资回报率	5.6%	6.0%	6.7%	6.8%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	-18.5%	6.0%	4.3%	3.4%
EBIT 增长率	-7.0%	15.5%	17.9%	8.3%
净利润增长率	4.6%	36.7%	19.6%	9.1%
偿债能力指标				
资产负债率	49.2%	46.5%	43.7%	40.1%
流动比率	1.4	1.6	1.9	2.3
速动比率	0.5	0.7	0.7	1.3
现金比率	0.3	0.4	0.5	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.8	4.8	4.8	4.8
存货周转天数	58.0	54.1	56.1	55.1
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1
固定资产周转率	2.5	2.7	2.9	3.1

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,408	1,926	2,302	2,511
少数股东损益	118	134	161	175
非现金支出	1,808	658	660	662
非经营收益	429	107	91	76
营运资金变动	-1,570	256	-1,140	1,028
经营活动现金流	2,193	3,081	2,074	4,453
资产	-881	-210	-210	-210
投资	0	-857	-857	-857
其他	268	199	207	214
投资活动现金流	-613	-868	-859	-852
债权募资	-816	-381	-381	-381
股权募资	300	0	0	0
其他	-1,418	-734	-299	-291
融资活动现金流	-1,934	-1,115	-679	-672
现金净流量	-347	1,098	535	2,929

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,359	44,909	46,830	48,406
营业成本	38,482	40,828	42,239	43,518
毛利率%	9.2%	9.1%	9.8%	10.1%
营业税金及附加	373	381	397	411
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	82	97	101	104
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	1,036	1,017	1,061	1,096
管理费用率%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	245	203	212	219
研发费用率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	2,129	2,459	2,900	3,139
财务费用	438	265	235	217
财务费用率%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	17	51	51	51
投资收益	122	199	207	214
营业利润	1,852	2,445	2,923	3,189
营业外收支	-107	0	0	0
利润总额	1,745	2,445	2,923	3,189
EBITDA	3,879	3,168	3,611	3,853
所得税	219	385	460	502
有效所得税率%	12.5%	15.8%	15.8%	15.8%
少数股东损益	118	134	161	175
归属母公司所有者净利润	1,408	1,926	2,302	2,511

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,084	3,183	3,718	6,646
应收账款及应收票据	568	881	590	952
存货	6,468	5,812	7,349	5,976
其它流动资产	1,729	1,706	1,971	1,715
流动资产合计	10,850	11,582	13,627	15,288
长期股权投资	1,167	2,018	2,870	3,721
固定资产	17,092	16,737	16,318	15,850
在建工程	695	446	260	120
无形资产	3,371	3,269	3,167	3,065
非流动资产合计	26,211	26,620	27,027	27,432
资产总计	37,060	38,202	40,654	42,720
短期借款	2,107	1,726	1,345	965
应付票据及应付账款	1,581	1,500	1,792	1,545
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,129	4,101	4,177	4,185
流动负债合计	7,816	7,326	7,315	6,695
长期借款	8,752	8,752	8,752	8,752
其它长期负债	1,682	1,682	1,682	1,682
非流动负债合计	10,434	10,434	10,434	10,434
负债总计	18,250	17,760	17,749	17,129
实收资本	1,646	1,646	1,646	1,646
普通股股东权益	17,790	19,288	21,590	24,101
少数股东权益	1,020	1,154	1,315	1,490
负债和所有者权益合计	37,060	38,202	40,654	42,720

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。