

锡业股份 (000960.SZ)

全球最大精锡生产企业，深度聚焦上游资源的内增外拓

买入

核心观点

公司发布2022年年报：实现营收519.98亿元，同比-3.43%；归母净利润13.46亿元，同比-52.21%；扣非归母净利润12.44亿元，同比-56.72%；经营活动产生的现金流量净额50.48亿元，同比+73.17%。

公司生产经营方面：2022年面对锡价连续下挫的冲击以及公司部分自有矿山矿石品质下降、华联锌锢因不可抗力阶段性停产等多重不利因素，全力稳产保产，供矿稳定性和选矿回收率稳中有升，锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为31%、19%、69%，保障公司自给原料供应，同时公司积极拓展锡铜锌原料市场，实现锡冶炼产能利用率92.6%及铜、锌冶炼满负荷生产。公司全年生产有色金属34.19万吨(-2.03%)，其中锡7.67万吨(-6.69%)、铜12.58万吨(+0.72%)、锌13.64万吨(+9.45%)、铅3029吨(-6.57%)，银180吨(-8.63%)，锢73吨(+12.31%)。公司总体生产经营保持相对稳定。

深度聚焦上游资源的内增外拓

公司作为全球锡行业龙头企业，拥有锡全产业链布局，对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力。根据公司自身产销量和行业组织公布相关数据测算，2022年公司锡金属国内市占率为47.78%，全球市占率为22.54%。

公司未来发展战略进行了一定的调整，将更聚焦上游资源的内增外拓。公司拟和云锡控股合作整合精深加工板块的相关资源，云锡控股将持有锡材公司51%股权，锡业股份将持有锡材公司49%股权，云锡控股成为锡材公司的控股股东，锡材公司将不再纳入公司合并报表范围。公司未来发展战略进行一定的调整，公司将充分发挥自身优势，聚焦锡等有色金属的上游发展及资源的内增外拓。

公司2023年发展目标：全年预算营业收入470亿元。有色金属总产量33.35万吨，其中产品含锡7.9万吨、产品铜12.6万吨、产品锌12.46万吨、锢71吨。

风险提示：核心矿山资源品位下降的风险；有色金属价格波动的风险。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

预计公司2023-2025年营收为478.27/490.86/503.44亿元，同比增速-8.0%/2.6%/2.6%，归母净利润为26.56/30.36/34.39亿元，同比增速97.3%/14.3%/13.3%；摊薄EPS为1.61/1.84/2.09元，当前股价对应PE为9.1/7.9/7.0X。通过多角度估值，我们认为公司股票价值在19.37-20.98元之间，2023年动态市盈率在12-13倍之间，相对于公司目前股价有32%-43%左右空间，对应总市值在319-345亿元之间。考虑到公司是全球最大的精锡生产企业，未来将更加聚焦上游资源的内增外拓，打造世界一流有色金属关键原料供应商，另外我们看好未来锡需求在半导体和新能源领域的增长，锡价中枢有望稳步抬升，公司有望充分享受锡价上涨所带来的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	53,844	51,998	47,827	49,086	50,344
(+/-%)	20.2%	-3.4%	-8.0%	2.6%	2.6%
净利润(百万元)	2817	1346	2656	3036	3439
(+/-%)	308.0%	-52.2%	97.3%	14.3%	13.3%
每股收益(元)	1.69	0.82	1.61	1.84	2.09
EBIT Margin	8.3%	6.3%	7.5%	8.3%	9.0%
净资产收益率(ROE)	18.2%	8.2%	14.6%	14.9%	15.1%
市盈率(PE)	8.7	17.9	9.1	7.9	7.0
EV/EBITDA	8.6	9.7	7.2	6.5	6.0
市净率(PB)	1.58	1.47	1.32	1.18	1.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

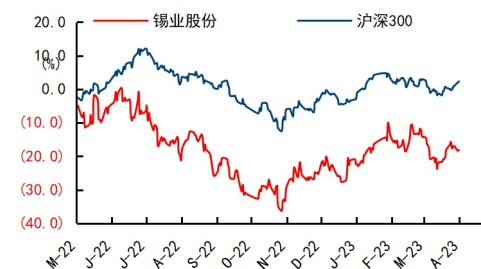
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	19.37 - 20.98 元
收盘价	14.66 元
总市值/流通市值	24127/24127 百万元
52周最高价/最低价	22.89/11.30 元
近3个月日均成交额	379.93 百万元

市场走势



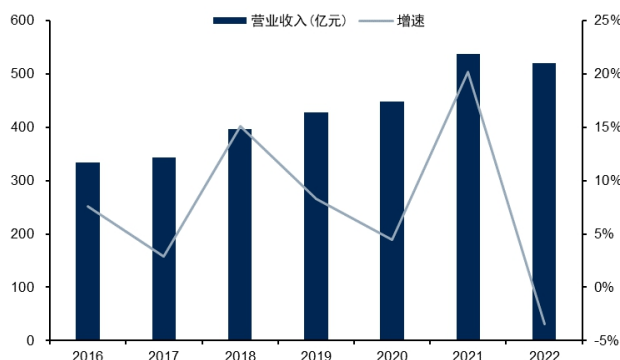
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ 2022 年克服多重不利因素影响，生产经营保持相对稳定

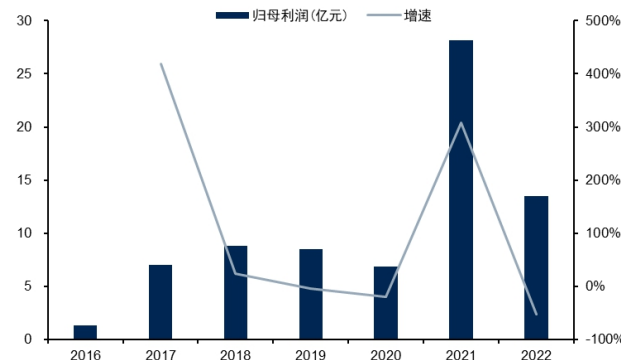
公司发布 2022 年年报：实现营收 519.98 亿元，同比-3.43%；实现归母净利润 13.46 亿元，同比-52.21%；实现扣非归母净利润 12.44 亿元，同比-56.72%；实现经营活动产生的现金流量净额 50.48 亿元，同比+73.17%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

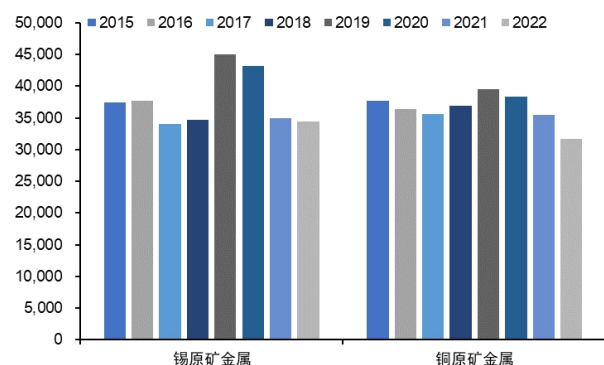
图2：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

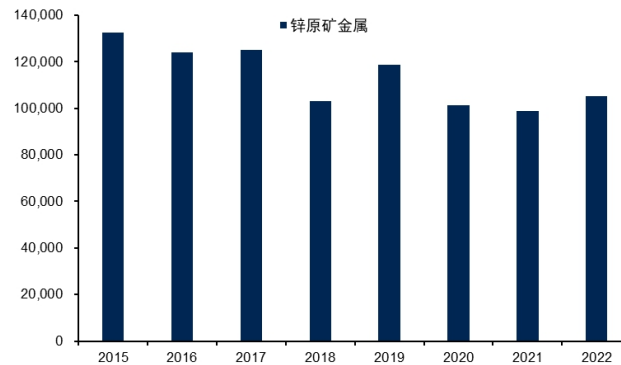
公司 2022 年面对锡价连续下挫的冲击以及公司部分自有矿山矿石品质下降、华联锌铟因不可抗力阶段性停产等多重不利因素，全力稳产保产，供矿稳定性和选矿回收率稳中有升，锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 31%、19%、69%，保障公司自给原料供应，同时公司积极拓展锡铜锌原料市场，实现锡冶炼产能利用率 92.6%及铜、锌冶炼满负荷生产。公司全年生产有色金属 34.19 万吨(-2.03%)，其中锡 7.67 万吨(-6.69%)、铜 12.58 万吨(+0.72%)、锌 13.64 万吨(+9.45%)、铅 3029 吨(-6.57%)，银 180 吨(-8.63%)，铟 73 吨(+12.31%)。

图3：公司锡&铜原矿金属生产量（吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司锌原矿金属生产量（吨）

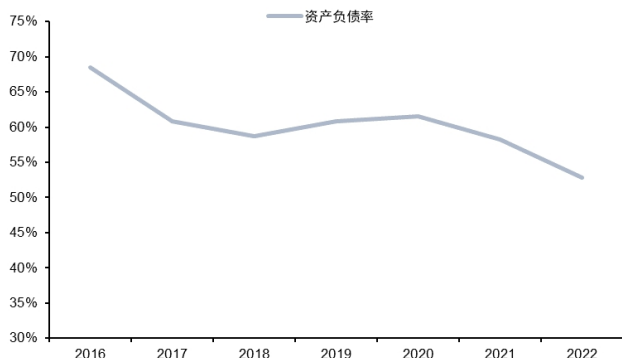


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：截至 2022 年年末，公司资产负债率降至 52.76%，同比下降 5.46 个百分点；在手货币资金约 23.98 亿元，在手存货约 59.37 亿元；公司资产负债率持续走低，资金成本不断走低，长短贷结构及资产结构均得到持续优化。期间费用方面，公司 2022 年销售费用约 9235 万元，同比-5.89%；管理费用约 11.48 亿元，同比-18.62%，主要是职工薪酬、资产折旧摊销以及大修费用减少；研发费用约 2.19 亿元，同比+7.26%；财务费用约 5.48 亿元，同比-25.80%，主要是公司银行短期借款规模下降以及资金综合成本降低所致；综上公司 2022 年期间费用率合计为 3.86%，同比下降 0.69 个百分点。另外，2022 年由于有色金属价格的大幅

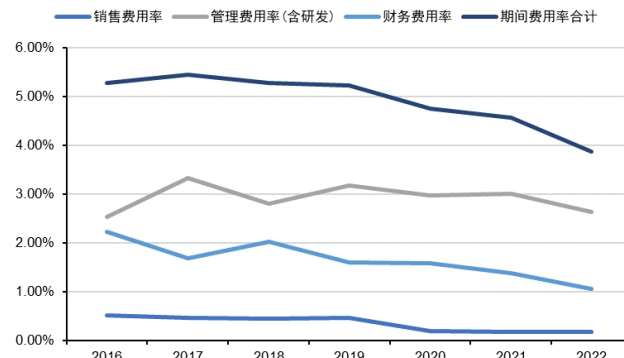
波动，公司部分存货资产受价格下跌因素影响导致本期计提的资产减值准备同比有较大增幅，这也是影响公司业绩下滑的最主要因素，公司于 2022 年共计提资产减值损失约 9.87 亿元。现金分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元(含税)，合计派发现金股利约 1.97 亿元(含税)。

图5: 公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率

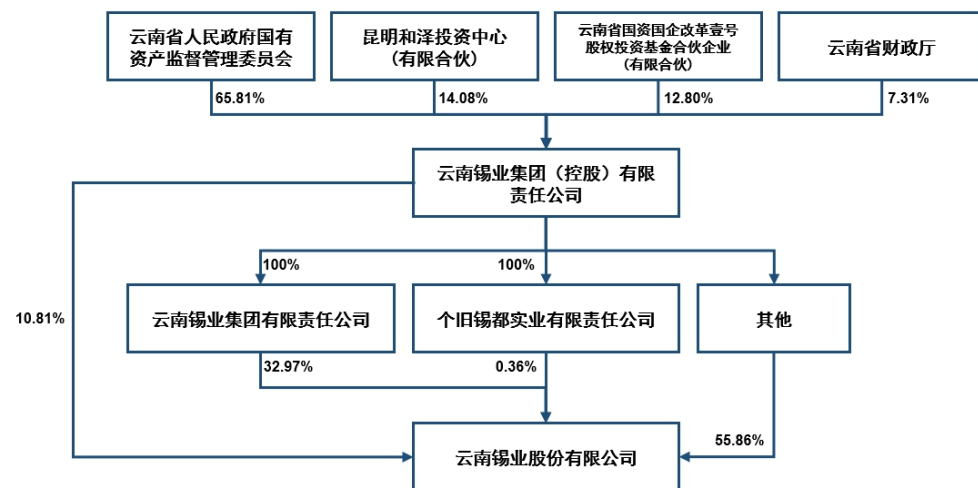


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 全球最大精锡生产企业，深度聚焦上游资源的内增外拓

公司前身是清光绪九年(1883 年)清政府建办的个旧厂务招商局, 正式成立于 1998 年, 由云南锡业公司作为主要发起人发起设立, 是一家具有百年历史传承的矿业企业。公司于 2000 年 2 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司的实际控制人是云南省国有资产监督管理委员会, 其通过云南锡业集团(控股)有限责任公司间接持有上市公司约 44.14% 的股份。

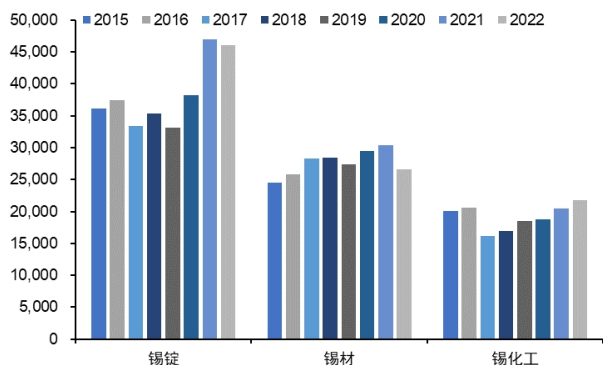
图7: 公司实际控制人是云南省国资委



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

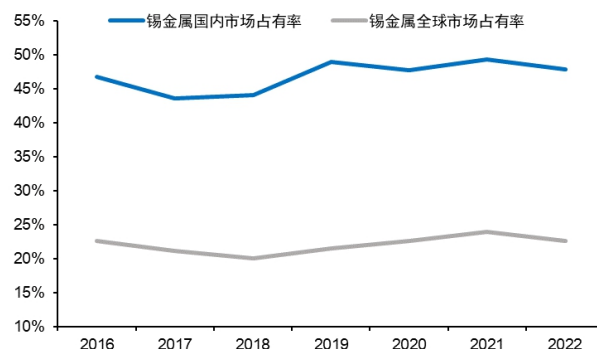
公司目前拥有全球最完整的锡产业链, 是中国最大的锡生产、加工、出口基地。公司自 2005 年以来锡产销量位居全球第一, 根据国际锡业协会统计, 公司位列 2022 年十大精锡生产商中第一位。根据公司自身产销量和行业组织公布相关数据测算, 2022 年公司锡金属国内市占率为 47.78%, 全球市占率为 22.54%。

图8：公司锡产品产量（吨）



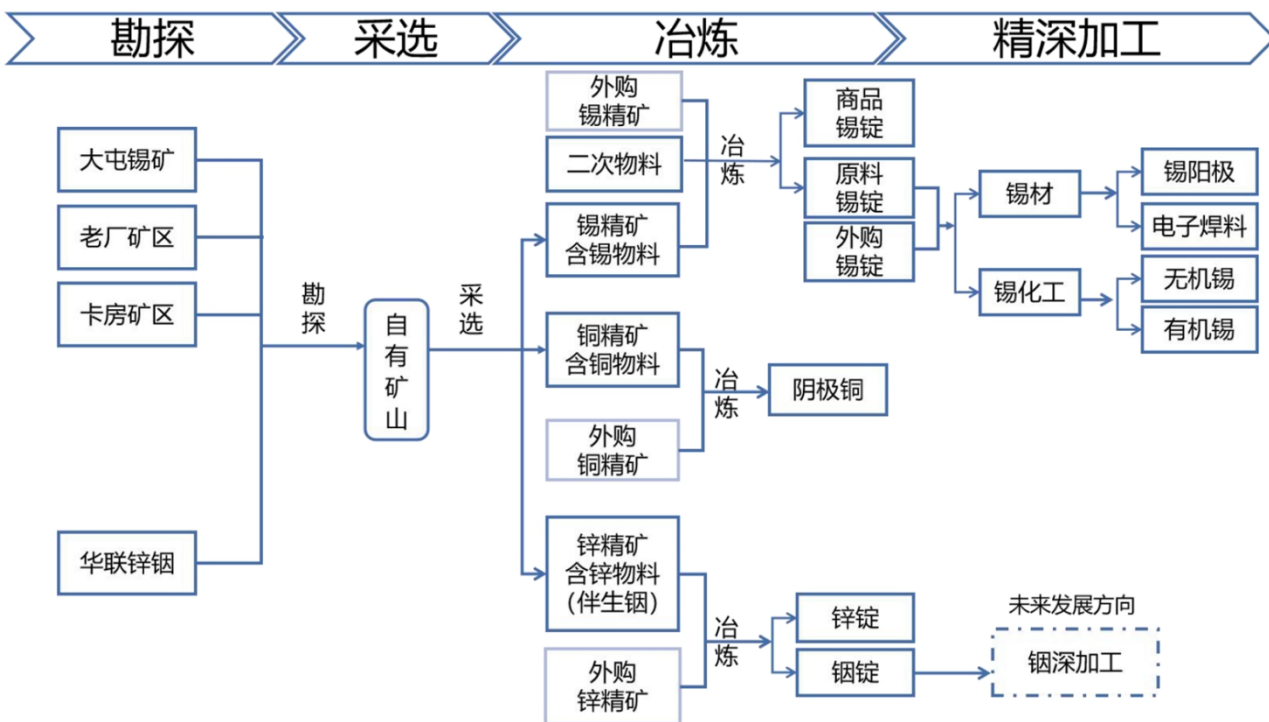
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司锡金属市占率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司产业链价值图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司作为全球锡行业龙头企业，拥有锡全产业链布局，对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力。公司核心竞争力：1）具有独特资源优势，公司在云南四大矿区中的红河个旧、文山都龙两大矿区有较强的整合及控制能力，锡和铟资源储量均位居全球第一，截至2022年末公司保有资源量：矿石量2.65亿吨，锡金属量66.7万吨、铜金属量119.36万吨、铅金属量9.69万吨、锌金属量383.71万吨、银2,548吨、铟5,082吨；2）具有独特锡全产业链综合优势，从资源到下游各环节能够形成较好衔接，互为支撑，一定程度上能够平滑产业周期波动带来的影响；3）独特的关键技术优势，公司深耕锡行业140年，拥有着一批采选冶及深加工行业领军人才，设备和技术处于世界领先水平；4）独特的市场和品牌，公司拥有锡行业最为健全的全球销售网络，且主产品“YT”牌锡锭是国际

知名品牌；5) 具有政策优势，公司是国内锡行业唯一具有锡精矿加工贸易资质的企业，2022 年公司利用政策优势和全球锡行业调整契机，进一步扩大锡精矿加工贸易，全年锡精矿加工复出口锡锭量同比增长 72%。另外，公司于今年 3 月成功入选国务院国资委创建世界一流专精特新示范企业。截至目前，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4.1 万吨/年、锡化工产能 2.4 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。

表1: 公司相关矿产资源储量较 2021 年末变化情况

	单位	2022 年末	2021 年末	变化
矿石量	亿吨	2.65	2.69	-1.49%
锡金属量	万吨	66.70	68.02	-1.94%
铜金属量	万吨	119.36	121.37	-1.66%
铅金属量	万吨	9.69	9.84	-1.52%
锌金属量	万吨	383.71	389.99	-1.61%
银	吨	2,548	2,558	-0.39%
铟	吨	5,082	5,134	-1.01%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 全球 TOP10 精锡生产企业(单位:吨)

序号	英文名	中文名	国家	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年 YOY
01	Yunnan Tin	云南锡业	中国	74,800	82,000	77,100	-5.98%
02	Minsur	明苏公司	秘鲁	25,075	31,800	32,700	2.83%
03	Yunnan Chengfeng	云南乘风有色金属股份有限公司	中国	16,500	17,000	20,600	21.18%
04	PT Timah	天马公司	印度尼西亚	45,700	26,500	19,800	-25.28%
05	Malaysia Smelting Corp	马来西亚冶炼集团	马来西亚	22,400	16,400	18,800	14.63%
06	Jiangxi New Nanshan	江西新南山	中国	10,100	11,600	11,100	-4.31%
07	Guangxi China Tin	广西华锡集团股份有限公司	中国	10,100	9,200	10,900	18.48%
08	EM Vinto	本托矿业	玻利维亚	7,100	12,100	10,300	-14.88%
09	Thaisarco	泰萨科公司	泰国	11,300	12,100	9,500	-21.49%
10	Aurubis Beerse	奥鲁比斯贝尔斯	比利时	9,000	9,800	8,200	-16.33%
		合计		232,075	228,500	219,000	-4.16%

资料来源：ITA、国信证券经济研究所整理

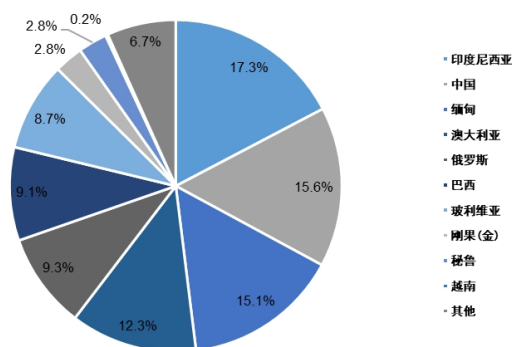
公司未来发展战略进行了一定的调整，将更聚焦上游资源的内增外拓。公司发布年报的同时，也发布《关于与云南锡业集团(控股)有限责任公司共同对云南锡业锡材有限公司增资控股暨关联交易的公告》。公司拟与云锡控股共同对公司全资子公司锡材公司进行增资扩股。其中锡业股份以持有的云南锡业锡化工材料有限责任公司 100%股权(作价约 4.31 亿元)、云南锡业锡材(昆山)有限公司 100%股权(作价 1,198.56 万元)、云锡(苏州)电子材料有限公司 51%股权(作价 186.4866 万元)对锡材公司增资，云锡控股以其持有的云锡控股公司研发中心专利资产、软件及机器设备(作价 3,405.62 万元)和现金(金额约 7.65 亿元)对锡材公司增资。在本次增资完成后，云锡控股将持有锡材公司 51%股权，锡业股份将持有锡材公司 49%股权，云锡控股成为锡材公司的控股股东，锡材公司将不再纳入公司合并报表范围。公司根据云南省和云锡的整体战略部署，此次通过引入云锡控股来进一步强化资源要素的配置，能有效突破当前制约锡深加工板块发展的瓶颈，未来更加灵活的机制能进一步激发创新活力。在此基础上，公司未来发展战略进行了一定的调整，公司将充分发挥自身优势，聚焦锡等有色金属的上游发展及资源的内增外拓，公司作为对锡、铟等国家战略性稀缺矿产资源具有全球重要影响力的省属企业，将围绕资源拓展、现代矿山、原材料制造打造世界一流有色金属关键原料提供商。

公司 2023 年发展目标：全年预算营业收入 470 亿元（综合考虑供应链业务压缩和公司深加工产业板块调整等因素）。有色金属总产量：33.35 万吨，其中产品含锡 7.9 万吨、产品铜 12.6 万吨、产品锌 12.46 万吨、钢 71 吨。在顺利完成预目标的情况下，在岗职工人均收入有所增长。

◆ 半导体和新能源驱动需求，锡价中枢有望抬升

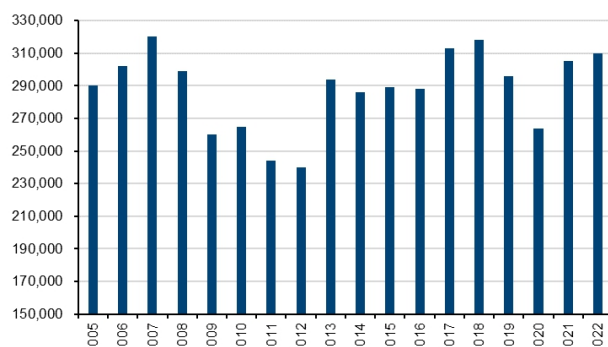
锡应用领域广泛，是重要的战略资源，是不可或缺的关键稀有金属。截至 2022 年末，全球锡资源储量约 460 万吨（USGS 数据），如果按照全球锡精矿年产量约 30 万吨来测算仅能保障未来 15-16 年的用量。全球锡资源储量分布相对集中，其中印度尼西亚、中国、缅甸、澳大利亚、俄罗斯、巴西和玻利维亚锡资源储量分别为 80/72/70/57/43/42/40 万吨，前七大资源国储量合计占比约 87.4%。

图11：全球锡资源储量分布（2022 年）



资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

图12：全球锡矿产量



资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

2009 年以来锡价出现过三轮较为明显的价格周期：

2009.01-2015.12：2009 年初开始，半导体消费量快速提升，叠加全球锡矿供应量大幅下滑，供需缺口推动锡价格持续走高，一直持续到 2011 年上半年，LME 期货收盘价（3 个月）由 1.09 万美元/吨升至 3.30 万美元/吨。高价刺激全球锡矿供应大幅增加，2011 年起缅甸矿开始放量，且产量逐年增加，2013 年全球锡矿产量增幅 23%，但需求端半导体消费额无大幅提升，供需过剩，价格下滑。

2016.01-2020.03：2016 年初开始，受益于半导体消费快速增加，叠加国内供给侧改革导致企业亏损，因而减产，锡价由 1.33 万美元/吨升至当年年底的 2.19 万美元/吨，一直到 2019 年中，基本稳定在 2 万美元/吨上下，波动幅度很小。2019 年半导体消费额下滑，锡矿供应变化不大，金属价格跌至 1.32 万美元/吨，跌幅 30%以上。

2020.04-2022.10：20Q2-21Q1，由于中国、欧美等主要锡消费国家和地区的经济复苏带来的锡需求复苏，加之缅甸锡精矿因防疫封锁而受阻带来的供给受限，锡价单边上涨。21Q2-21Q4，全球精锡产量增加，但半导体需求持续上升，光伏装机量保持高增速，供需两旺，价格持续上升。22Q1，补库需求&冶炼原料供应不足&俄乌冲突加剧市场对相关金属供应的担忧，锡价中枢继续上移。22Q2-22Q3，海外主要经济体为抑制高通胀，货币流动性快速收紧引发了全球金融市场衰退情绪的蔓延，有色金属价格普遍承压，另外消费电子需求走弱，全球半导体进入到去库周期，锡价中枢快速下行。

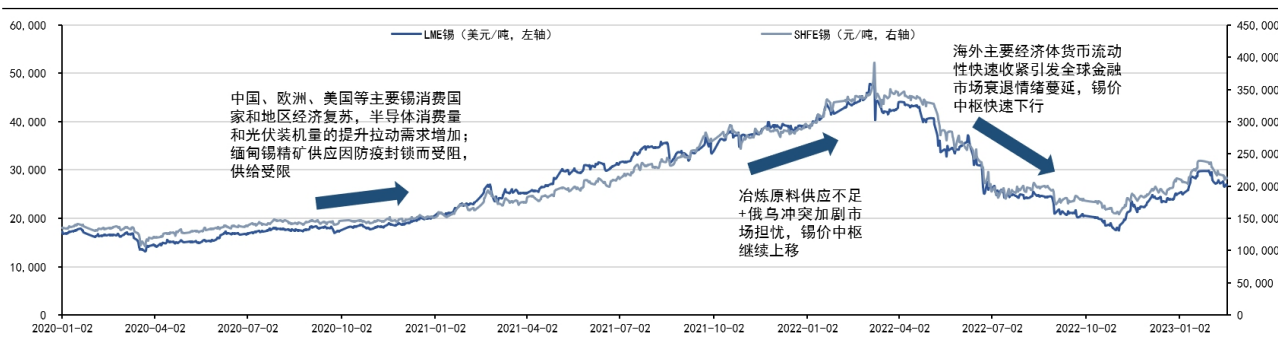
另外就是从 2022 年 11 月至今，锡价从底部开始有所反弹，我们认为主要受益于美联储加息节奏边际放缓的预期，叠加国内疫情管控政策放开，需求复苏的预期共同驱动。锡价有望开启新一轮的上行周期。

图13: 2009 年至今锡价走势复盘



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 2020 年至今锡价走势复盘



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全球锡精矿供给相对刚性。过去几年全球锡精矿供给稳定在 30 万吨上下的水平，但是由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，未来或导致锡矿供给减少。其中，中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，在国内环保趋严的大背景下，2015 年之后国内锡矿产量呈现下降趋势；印尼近年来由于锡矿资源品位下降，叠加矿山企业被迫转入水下开采，采矿难度加大，开采成本提升，锡矿产量大幅度降低；缅甸矿山品位系统性下降不可避免，预计之后受到开采品位下降及人工成本上升等因素影响，锡矿供应仍会有所收缩；而全球其他地区锡矿产量或维持稳定。预计 2023 年全球精锡供给同比持平甚至略有缩减，增量将主要来自于中国锡矿恢复性的增长，但缅甸将有比较明显的减量，秘鲁由于圣拉斐尔矿山临时的停产或有减量，而其他国家和再生锡有少许增量，预计 2023 年全球精锡供给约为 38.1 万吨，同比减少 0.3%。

全球锡消费有望稳步增长。精锡的下游应用领域主要为焊料、锡化工以及镀锡板。1) 焊料，在精锡需求占比接近 50%，与电子产品产量相关度很高，2022 年受全球半导体市场影响需求较差，2023 年上半年有望筑底，下半年有望回暖。此外光伏和新能源车用焊锡为焊料的需求增量，其中光伏焊带单位锡用量约为 72 吨/GW，新能源车单车用锡量约为 700g/辆，相较于传统燃油车能够翻倍；2) 锡化工，在精锡需求占比 17%，主要应用产品为 PVC 热稳定剂，2023 年有望受益国内房地产竣工面积同比增长而增长；3) 镀锡板，在精锡需求占比 12%，2022 年国内产量同比下降 12%，目前库存有回落趋势。综合来看，预计 2023 年全球精锡消费量有望达到 39.3 万吨，同比增加 2.5%。

未来三年全球精锡供需缺口或逐步扩大。预计 2023 年全球精锡供需约有 1.2 万吨左右的缺口；且从更长的时间维度来看，供给端难有明显增量，需求端半导体&汽车电子&光伏焊带等领域有望打开需求增长空间，供需缺口或进一步扩大，锡价中枢有望稳步抬升。

◆ 盈利预测&估值

我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面：

2023-2025 年国内锡锭含税均价分别为 22、23、24 万元/吨，我们认为未来锡价中枢将呈现上行的趋势，主要是考虑到：1) 供给端，全球锡矿品位系统性下降的趋势不可避免，未来三年全球锡矿供给难有明显增量；2) 需求端，电子焊料需求有望从今年开始筑底且逐步回暖，光伏焊料需求有望保持较快的增长速度，预计未来三年全球锡消费有望保持稳定的增长；综上，预计全球精锡供需格局会逐步趋紧，锡价中枢有望稳步抬升；

2023-2025 年国内阴极铜含税均价分别为 6.5、7.0、7.5 万元/吨，我们认为未来铜价中枢将呈现上行的趋势，主要是考虑到：1) 宏观层面，海外市场流动性边际宽松有利于大宗商品价格上涨，而铜是金融属性比较强的品种，对宏观层面变化更加敏感；2) 供需基本面，我们预计全球铜矿供给在 2024 年之后难以看到明显的增量，而需求端将有望受益于新能源领域需求的拉动，保持稳定的增长，所以从中长期的角度来看，全球铜供需格局会逐步趋紧；

2023-2025 年国内锌锭含税均价分别为 2.2、2.2、2.2 万元/吨，我们认为未来锌价中枢有望保持相对稳定，主要是考虑到全球锌精矿增量往往低于预期值，而在需求端我们看好以房地产竣工端为代表的传统经济复苏对锌需求的拉动；

公司方面：

2023-2025 年公司锡锭产销量分别为 8、8、8 万吨，保持满负荷生产；

2023-2025 年公司阴极铜产销量分别为 12.5、12.5、12.5 万吨，保持满负荷生产；

2023-2025 年公司锌锭产销量分别为 12.5、12.5、12.5 万吨，保持满负荷生产；

2023-2025 年公司期间费用保持相对稳定。

表3：公司产品价格和产量假设

	单位	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
锡锭价格	元/吨，含税	140,430.04	226,596.25	250,634.69	220,000.00	230,000.00	240,000.00
阴极铜价格	元/吨，含税	48,866.64	68,662.17	67,395.02	65,000.00	70,000.00	75,000.00
锌锭价格	元/吨，含税	20,403.33	22,360.41	25,280.39	22,000.00	22,000.00	22,000.00
锡锭产量	吨	74,800.00	82,200.00	76,700.00	80,000.00	80,000.00	80,000.00
阴极铜产量	吨	122,211.00	124,921.00	125,823.00	125,000.00	125,000.00	125,000.00
锌锭产量	吨	118,163.00	124,646.00	136,420.00	125,000.00	125,000.00	125,000.00
营业收入	百万元	44,795.28	53,844.32	51,997.84	47,827.39	49,085.51	50,343.64
营业成本	百万元	41,364.20	47,398.08	46,993.02	42,797.83	43,571.62	44,317.61
毛利率	百万元	7.66%	11.97%	9.63%	10.52%	11.23%	11.97%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：21.49-26.36 元

公司作为全球锡行业龙头企业，拥有锡全产业链布局，对锡这一国家战略性稀缺矿产资源具有较强的全球影响力。根据公司自身产销量和行业组织公布相关数据

测算，2022 年公司锡金属国内市占率为 47.78%，全球市占率为 22.54%。公司于近期进行了战略上的微调，将充分发挥自身优势，聚焦锡等有色金属的上游发展及资源的内增外拓，公司作为对锡、铟等国家战略性稀缺矿产资源具有全球重要影响力的省属企业，将围绕资源拓展、现代矿山、原材料制造打造世界一流有色金属关键原料提供商。行业方面，锡价历经 2020-2022 年宽幅波动之后，或处在新周期的起点，预计 2023 年全球精锡供需约有 1.2 万吨左右的缺口，且从更长的时间维度来看，供给端难有明显增量，需求端半导体&汽车电子&光伏焊带等领域有望打开需求增长空间，供需缺口或进一步扩大，锡价中枢有望稳步抬升。综上按照行业和公司的成长思路，预计公司 2023-2025 年营收为 478.27/490.86/503.44 亿元，同比增速-8.0%/2.6%/2.6%，归母净利润为 26.56/30.36/34.39 亿元，同比增速 97.3%/14.3%/13.3%；摊薄 EPS 为 1.61/1.84/ 2.09 元，当前股价对应 PE 为 9.1/7.9/7.0X。

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理估值区间为 21.49-26.36 元。

表4：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	4.45%	20.20%	-3.43%	-8.02%	2.63%	2.56%	1.50%	1.50%
营业成本/营业收入	92.34%	88.03%	90.37%	89.41%	88.67%	87.91%	88.00%	88.00%
管理费用/营业收入	2.39%	2.33%	1.86%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用/营业收入	0.31%	0.38%	0.42%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
销售费用/销售收入	0.19%	0.18%	0.18%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
营业税及附加/营业收入	0.36%	0.53%	0.55%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	14.63%	13.51%	13.79%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	106.45%	29.70%	60.51%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.30%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.75
公司股价（元）	14.66	Ke	13.86%
发行在外股数（百万）	1646	E/(D+E)	65.08%
股票市值(E, 百万元)	24127	D/(D+E)	34.92%
债务总额(D, 百万元)	12945	WACC	10.59%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.6%	10.1%	10.59%	11.1%	11.6%
永续增长率变化	2.0%	29.69	27.39	25.35	23.55	21.93
	1.5%	28.48	26.36	24.47	22.79	21.27
	1.0%	27.40	25.44	23.68	22.11	20.68
	0.5%	26.45	24.62	22.97	21.49	20.14
	0.0%	25.59	23.88	22.33	20.92	19.64

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：19.37-20.98 元

我们选取的可比上市公司是**南化股份、兴业矿和和紫金矿业**。南化股份于 2020 年公告拟收购华锡矿业 100%股权，已于今年 2 月完成标的资产过户。华锡矿业拥有高品位矿山高峰矿、铜坑矿，有着丰富的锡、锑、锌等金属资源储量，对华锡矿业的收购将助力南化股份成为广西唯一的有色金属上市公司、全国第二大锡金属上市公司。**兴业矿业**拥有二十多年矿业行业经验和得天独厚的地域条件，矿产资源储备雄厚，子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银矿蕴藏为主，为国内最大白银生产矿山之一，也是近年来为数不多有较大锡矿产能投产的矿山。**紫金矿业**是国内有色上市公司的核心资产，在全球范围内从事铜、金、锌等基本金属矿产资源和新能源矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融等业务，拥有较为完整的产业链。根据 Wind 一致预期数据显示，这些可比上市公司 2023 年的平均估值水平在 12-13 倍左右，考虑到锡业股份作为全球锡行业龙头，通过内增外拓资源储量有望稳步提升，且有望受益于锡价中枢上行享受业绩弹性，也给予公司 2023 年 12-13 倍估值，得到公司的合理估值区间为 19.37-20.98 元，对应约 319-345 亿市值。

表7：同类公司估值比较

代码	公司简称	股价 230404	EPS				PE				PB	PEG	总市值 亿元
			2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025			
000960	锡业股份	14.66	0.82	1.61	1.84	2.09	17.9	9.1	7.9	7.0	1.5	15.1	241
600301	南化股份	16.59	0.02	1.28	1.70	NA	786.3	13.0	9.8	NA	3.8	0.3	98
000426	兴业矿业	7.93	0.15	0.72	1.12	NA	53.9	11.1	7.1	NA	2.6	2.1	146
601899	紫金矿业	12.35	0.76	0.95	1.12	1.40	16.3	13.0	11.0	8.8	3.7	48.6	3188
可比上市公司均值							285.5	12.3	9.3	NA	3.3	17.0	NA

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：合理估值在 19.37-20.98 元

综上几个方面估值，我们认为公司股票价值在 19.37-20.98 元之间，2023 年动态市盈率在 12-13 倍之间，相对于公司目前股价有 32%-43%左右空间，对应总市值在 319-345 亿元之间。考虑到公司是全球最大的精锡生产企业，未来将更加聚焦上游资源的内增外拓，打造世界一流有色金属关键原料供应商，另外我们看好未来锡需求在半导体和新能源领域的增长，锡价中枢有望稳步抬升，公司有望充分分享锡价上涨所带来的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 19.37-20.98 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年

后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等方面存在一定的竞争优势，最终给予公司 2023 年 12-13 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：

基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为未来锡价中枢将呈现上行的趋势，主要考虑到：1) 供给端，全球锡矿品位系统性下降的趋势不可避免，未来三年全球锡矿供给难有明显增量；2) 需求端，电子焊料需求有望从今年开始筑底且逐步回暖，光伏焊料需求有望保持较快的增长速度，预计未来三年全球锡消费有望保持稳定的增长；综上，预计全球精锡供需格局会逐步趋紧，锡价中枢有望稳步抬升。但是公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如供给超预期释放或需求增长速度不及预期，从而导致商品价格有可能出现超预期下跌的风险。

政策和环境风险

公司产品开发、生产的同时也承担着保护环境的任务，如若管理不善可能会造成环境风险。

经营风险

公司生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

市场风险

公司在有色金属矿业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4597	2398	3538	6378	9595	营业收入	53844	51998	47827	49086	50344
应收款项	1425	1406	1293	1327	1361	营业成本	47398	46993	42762	43522	44255
存货净额	7184	5937	5273	5353	5435	营业税金及附加	288	285	239	245	252
其他流动资产	1638	1085	998	1025	1051	销售费用	98	92	96	98	101
流动资产合计	15407	11139	11415	14396	17755	管理费用	1411	1148	1095	1121	1146
固定资产	19085	19086	18600	18040	17387	研发费用	204	219	167	172	176
无形资产及其他	3560	3473	3334	3195	3056	财务费用	739	548	478	491	503
投资性房地产	2553	2657	2657	2657	2657	投资收益	(72)	107	100	100	100
长期股权投资	376	316	316	316	316	资产减值及公允价值变动	36	975	0	0	0
资产总计	40981	36670	36322	38605	41170	其他收入	(186)	(2165)	72	67	63
短期借款及交易性金融负债	10374	7032	5000	5000	5000	营业利润	3688	1849	3329	3775	4250
应付款项	1797	1514	1345	1365	1386	营业外净收支	(175)	(27)	0	0	0
其他流动负债	2002	1165	1037	1053	1070	利润总额	3513	1821	3329	3775	4250
流动负债合计	14173	9711	7382	7419	7456	所得税费用	474	251	499	566	637
长期借款及应付债券	7758	7945	7945	7945	7945	少数股东损益	221	224	173	173	173
其他长期负债	1927	1692	1692	1692	1692	归属于母公司净利润	2817	1346	2656	3036	3439
长期负债合计	9685	9637	9637	9637	9637	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23859	19348	17019	17056	17093	净利润	2817	1346	2656	3036	3439
少数股东权益	1604	932	1053	1175	1296	资产减值准备	(210)	958	41	(28)	(36)
股东权益	15519	16390	18249	20374	22782	折旧摊销	1149	1233	2084	2226	2329
负债和股东权益总计	40981	36670	36322	38605	41170	公允价值变动损失	(36)	(975)	0	0	0
						财务费用	739	548	478	491	503
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3531)	1316	608	(132)	(141)
每股收益	1.69	0.82	1.61	1.84	2.09	其它	366	(870)	81	149	157
每股红利	0.50	0.49	0.48	0.55	0.63	经营活动现金流	555	3008	5469	5251	5748
每股净资产	9.30	9.96	11.09	12.38	13.84	资本开支	0	(2986)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	10%	8%	9%	10%	12%	其它投资现金流	(133)	250	0	0	0
ROE	18%	8%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(130)	(2676)	(1500)	(1500)	(1500)
毛利率	12%	10%	11%	11%	12%	权益性融资	(28)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	8%	8%	9%	负债净变化	473	807	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(837)	(815)	(797)	(911)	(1032)
收入增长	20%	-3%	-8%	3%	3%	其它融资现金流	338	(2517)	(2032)	0	0
净利润增长率	308%	-52%	97%	14%	13%	融资活动现金流	(418)	(2533)	(2829)	(911)	(1032)
资产负债率	62%	55%	50%	47%	45%	现金净变动	7	(2200)	1140	2841	3216
股息率	3.5%	3.4%	3.3%	3.8%	4.3%	货币资金的期初余额	4591	4597	2398	3538	6378
P/E	8.7	17.9	9.1	7.9	7.0	货币资金的期末余额	4597	2398	3538	6378	9595
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	513	2374	4258	4051	4558
EV/EBITDA	8.6	9.7	7.2	6.5	6.0	权益自由现金流	2245	664	1700	3607	4179

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032