

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.86
总股本/流通股本(亿股)	16.46 / 16.46
总市值/流通市值(亿元)	245 / 245
52 周内最高/最低价	22.75 / 11.41
资产负债率(%)	52.8%
市盈率	18.17
第一大股东	云南锡业集团有限责任公司
持股比例(%)	33.0%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

锡业股份(000960)

大额减值影响业绩，专注主业静待风来

● 投资要点

事件：公司发布 2022 年度报告，报告期内公司实现营业收入 519.98 亿元，较上年下降 3.43%；实现归母净利润 13.46 亿元，较上年下降 52.21%，实现扣非归母净利润 12.44 亿元，较上年下降 56.72%，业绩符合预期。

22 年供需双弱，公司计提大额资产减值损失。2022 年 Q1 锡价创历史新高，在高价刺激下，全球部分矿山开采意愿提升，再生锡回收经济性增强，全球锡供给整体增长。需求方面，疫情因素导致电子产品消费能力透支，电子耗锡需求较 2021 年有所减弱，此外美联储加息和地缘冲突影响，金属价格承压，全年锡价成下行趋势，以季度均价计算下跌 44.89%，公司计提存货跌价准备 9.87 亿元。

锡、铟行业龙头地位稳固，全球影响力屈指可数。2022 年公司在国内锡市场占有率为 47.78%，全球锡市场占有率为 22.54%，位列 2022 年十大精锡生产商中第一位。公司目前保有资源量为金属锡 66.7 万吨、铜 66.7 万吨、锌 383.71 万吨、铟 5082 吨，2022 年金属锡/铜/银/铟产量为 7.67 万吨/12.58 万吨/180 吨/73 吨，23 年公司计划生产金属锡/铜/锌/铟 7.9 万吨/12.6 万吨/12.46 万吨/71 吨，实现营收 470 亿元。

半导体周期或提前复苏，新能源贡献增量。锡的主要下游为电子用锡，从库存与新增订单观察均有复苏迹象，23 年在 AI 需求带动下有望提前复苏，光伏、新能源用锡持续景气。供给端缅甸锡矿库存供给不足，主要产锡国中国、印尼主矿山品位下滑，全球整体锡矿资本开支较少，我们测算未来精锡供需缺口将逐年扩大，2026 年供需缺口或将达到 4.79 万吨。

投资建议：考虑到公司作为全球最大锡生产商，充分受益于锡价上涨，以及公司子公司云南锡业锡材有限公司不再并表，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 544.30/553.35/571.79 亿元，分别同比增长 4.68%/1.66%/3.33%；归母净利润分别为 20.60/27.59/31.73 亿元，分别同比增长 53.02%/33.91%/15.04%，对应 EPS 分别为 1.25/1.68/1.93 元。

以 2023 年 4 月 3 日收盘价 14.62 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 11.68/8.72/7.58 倍。首次覆盖，给予“买入”评级

● 风险提示：

锡价波动风险；下游需求不及风险；项目进度不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	51998	54430	55335	57179
增长率(%)	-3.43	4.68	1.66	3.33
EBITDA（百万元）	3750.74	3819.17	4786.79	5361.77
归属母公司净利润（百万元）	1346.26	2060.06	2758.55	3173.34
增长率(%)	-52.21	53.02	33.91	15.04
EPS(元/股)	0.82	1.25	1.68	1.93
市盈率（P/E）	17.87	11.68	8.72	7.58
市净率（P/B）	1.47	1.30	1.13	0.99
EV/EBITDA	9.54	9.17	6.26	5.06

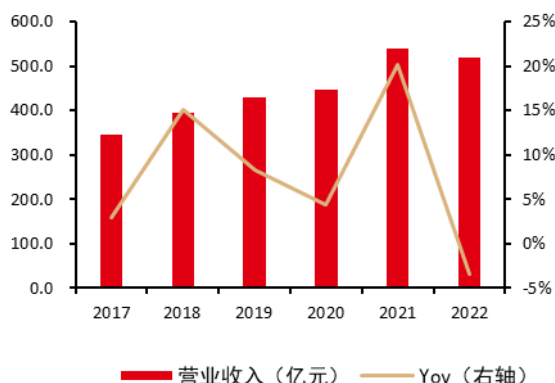
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 锡价大幅波动，公司业绩韧性十足

2023年4月2日公司发布2022年度报告，报告期内公司实现营业收入519.98亿元，较上年下降3.43%；实现归母净利润13.46亿元，较上年下降52.21%，实现扣非归母净利润12.44亿元，较上年下降56.72%。2022Q4公司实现营收98.30亿元，同比下降7.52%，环比下降13.20%，实现归母净利润为0.01亿元，扣非后归母净利润为0.27亿元，较三季度扭亏为盈。

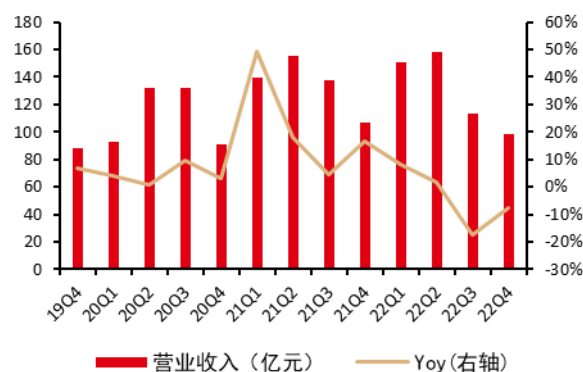
2022年锡价波动较大，在Q1创历史新高后总体呈下行趋势，以季度均价计算下跌44.89%，公司计提存货跌价准备9.87亿元。

图表1：公司年度营收和同比情况



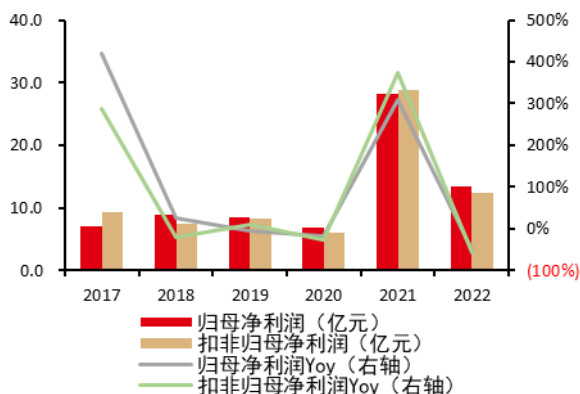
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：公司季度营收和同比情况



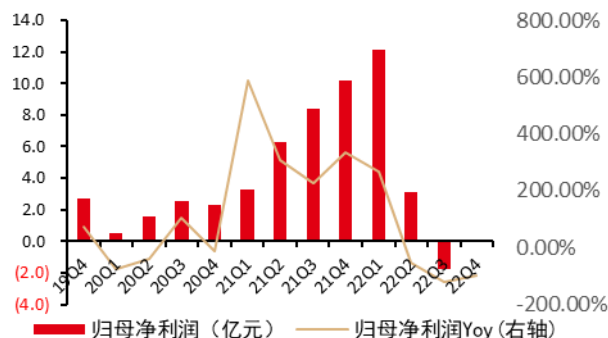
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润和同比情况



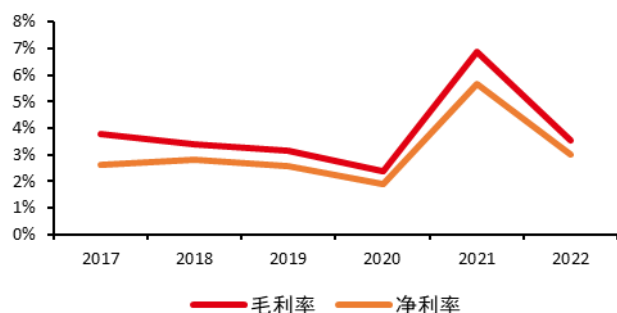
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润和同比情况

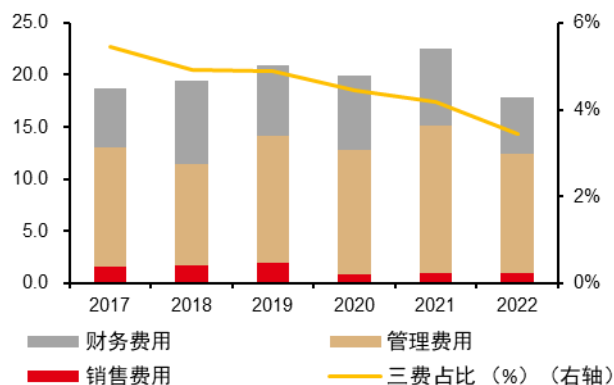


资料来源：wind，中邮证券研究所

盈利能力稳定，三费稳步降低。从历史盈利能力变化看，公司毛利、净利率整体跟随半导体行业周期变动，盈利能力整体高于行业平均，在2022年计提大额减值准备情况下仍可保持3.02%的净利率。三费占比整体成下降趋势，从2017年的5.45%下降至3.44%，体现公司降本增效成绩显著。

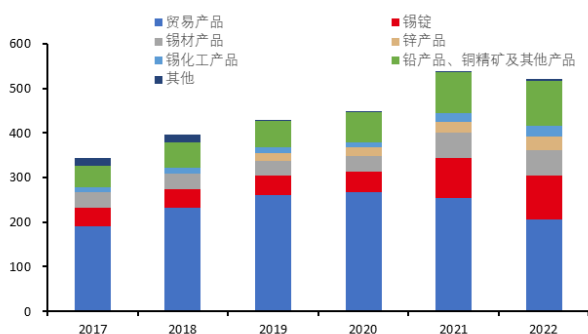
图表5：公司年度盈利能力情况


资料来源：wind，中邮证券研究所

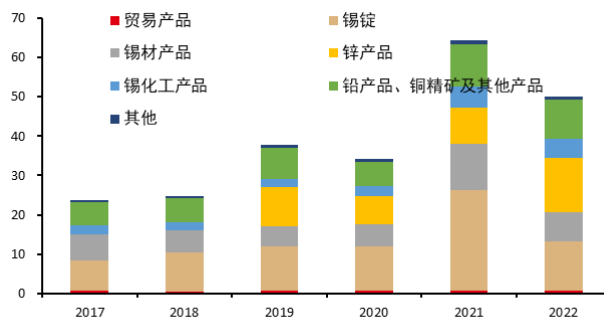
图表6：公司年度三费及占比情况（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

锡相关产品毛利贡献最高。分业务来看，2022 年公司贸易业务收入贡献占比 39.50%，较去年下降 19.5%，毛利贡献中锡锭、锡材、锡化工等锡制品是公司主要毛利来源，占比达 49.41%，较 2021 年下降 16.48 个百分点。

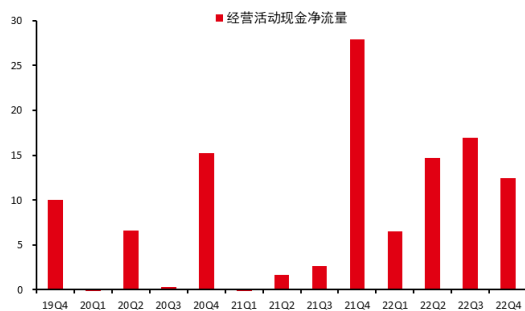
图表7：公司年度分业务营收情况（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

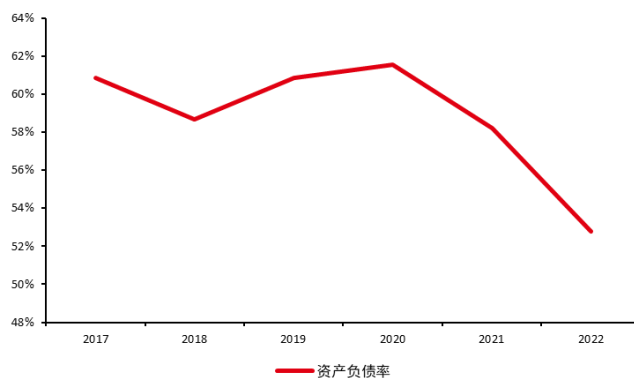
图表8：公司年度分业务毛利情况（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

现金流量充沛，资产负债率改善。经营能力方面，公司 2022 年经营活动现金净流量为 50.48 亿元，较 21 年增长 21.32 亿元，公司现金流量充沛，资产负债率由从 2020 年高点 61.53% 下降至 52.76%。

图表9：公司分季度经营活动现金净流量情况（亿元）


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表10：公司年度资产负债率情况


资料来源：wind，中邮证券研究所

产量稳步增长，专注有色金属采选主业。2022 年公司共生产金属锡/铜/银/铟产量为 7.67 万吨/12.58 万吨/180 吨/73 吨，2023 年公司计划生产金属锡/铜/锌/铟 7.9 万吨/12.6 万吨/12.46 万吨/71 吨，实现营收 470 亿元。

根据公司公告，公司拟与云南锡业集团通过对全资子公司云南锡业锡材有限公司进行增资扩股，云南锡业锡材有限公司是全国最大的电子锡焊料加工基地，共有电子锡焊料、锡阳极、锡合金等 4 万吨精锡加工产能，增资后公司持股 49%，子公司锡业锡材不再进行合并报表。公司将专注于有色金属加工冶炼业务，切实围绕资源拓展、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，不断推动公司成为更高发展质量的国有控股上市公司。

图表11：2018-2022 年公司产量变化（吨）

产量	2019	2020	2021	2022
商品锡锭	33187.00	38244.00	46971.00	46066.00
锡材	27339.00	29443.00	30351.00	26619.00
锡化工	18456.00	18807.00	20402.00	21737.00
阴极铜	110002.00	122211.00	124921.00	125823.00
锌锭	94494.00	118163.00	124646.00	136420.00
铟锭	70.80	72.55	65.00	73.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	51998	54430	55335	57179	营业收入	-3.4%	4.7%	1.7%	3.3%
营业成本	46993	48431	49463	50688	营业利润	-49.9%	55.8%	33.6%	14.9%
税金及附加	285	544	304	314	归属于母公司净利润	-52.2%	53.0%	33.9%	15.0%
销售费用	92	93	92	92	获利能力				
管理费用	1148	1633	1107	1144	毛利率	9.6%	11.0%	10.6%	11.4%
研发费用	219	544	219	220	净利率	2.6%	3.8%	5.0%	5.5%
财务费用	548	418	418	418	ROE	8.2%	11.2%	13.0%	13.0%
资产减值损失	-987	0	0	0	ROIC	6.1%	8.1%	9.5%	9.9%
营业利润	1849	2879	3847	4422	偿债能力				
营业外收入	24	25	26	27	资产负债率	52.8%	50.0%	45.9%	42.7%
营业外支出	52	53	55	57	流动比率	1.15	1.44	1.85	2.24
利润总额	1821	2851	3818	4392	营运能力				
所得税	251	428	573	659	应收账款周转率	74.03	74.03	74.03	74.03
净利润	1570	2424	3245	3733	存货周转率	7.93	8.05	8.01	8.08
归母净利润	1346	2060	2759	3173	总资产周转率	1.34	1.43	1.35	1.28
每股收益(元)	0.82	1.25	1.68	1.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.82	1.25	1.68	1.93
货币资金	2398	4032	9057	11910	每股净资产	9.96	11.21	12.89	14.81
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	726	1125	757	1188	PE	17.87	11.68	8.72	7.58
预付款项	317	326	333	342	PB	1.47	1.30	1.13	0.99
存货	5937	7585	6225	7928	现金流量表				
流动资产合计	11139	14599	18175	22955	净利润	1570	2424	3245	3733
固定资产	17563	17040	16518	15996	折旧和摊销	1461	522	522	522
在建工程	1523	1523	1523	1523	营运资本变动	439	-1412	1157	-1502
无形资产	3473	3473	3473	3473	其他	1578	446	447	447
非流动资产合计	25531	24909	24287	23665	经营活动现金流净额	5048	1980	5372	3201
资产总计	36670	39508	42462	46620	资本开支	-1554	-28	-29	-30
短期借款	2487	2487	2487	2487	其他	116	100	100	100
应付票据及应付账款	1514	1899	1587	1985	投资活动现金流净额	-1438	72	71	70
其他流动负债	5710	5740	5760	5786	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	9711	10126	9834	10258	债务融资	-3683	0	0	0
其他	9637	9637	9637	9637	其他	-2067	-418	-418	-418
非流动负债合计	9637	9637	9637	9637	筹资活动现金流净额	-5750	-418	-418	-418
负债合计	19348	19763	19471	19895	现金及现金等价物净增加额	-2130	1634	5025	2854
股本	1646	1646	1646	1646					
资本公积金	8321	8321	8321	8321					
未分配利润	6077	7828	10173	12870					
少数股东权益	932	1296	1783	2343					
其他	346	655	1069	1545					
所有者权益合计	17322	19745	22991	26724					
负债和所有者权益总计	36670	39508	42462	46620					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048