

# 锡业股份（000960.SZ）——季报点评 三季度量和价略有影响，但不改公司全年目标

优于大市

## 核心观点

**公司发布三季报：**前三季度实现营收 292.13 亿元，同比-13.21%；实现归母净利润 12.83 亿元，同比+17.18%；实现扣非归母净利润 14.50 亿元，同比+46.44%。公司 24Q3 实现营收 104.38 亿元，Q3 环比+0.60%；实现归母净利润 4.84 亿元，Q3 环比+2.10%；实现扣非归母净利润 4.52 亿元，Q3 环比-34.97%。

**公司 Q3 扣非利润环比有所下滑，主要是因为：**1) 金属价格有所调整，24Q2/Q3 沪锡均价分别为 26.40/26.00 万元/吨，Q3 环比-1.55%，24Q2/Q3 沪锌均价分别为 2.35/2.36 万元/吨，Q3 环比+0.35%，24Q2/Q3 沪铜均价分别为 8.01/7.52 万元/吨，Q3 环比-6.09%；2) 锡产品产量有所下滑，24Q2/Q3 锡产品产量分别为 2.28/1.90 万吨，Q3 环比-16.67%，主要由于公司锡冶炼设备于 8 月 25 日开始进行例行停产检修，对当季产量有一定的影响，但不影响公司全年的生产计划；3) 加工费有所下滑，其中，锡精矿加工费（云南 40%）9 月末为 15500 元/吨，相比 6 月末下降 1500 元/吨，国产锌精矿加工费 9 月末为 1180 元/吨，相比 6 月末下降 1120 元/吨。

**核心产品产销量数据方面：**前三季度，公司生产有色金属总量 27.71 万吨，同比+4.65%，其中锡 6.42 万吨，同比+8.81%；铜 10.50 万吨，同比+5.32%；锌 10.64 万吨，同比+2.60%；镉 95 吨，同比+43.94%。

**全球最大精锡生产企业，深度聚焦上游资源的内增外拓。**公司是全球锡行业龙头企业，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。根据公司年报中披露，2023 年公司锡金属国内市占率为 47.92%，全球市占率为 22.92%。公司锡和镉资源储量均位居全球第一，截至 2023 年末保有资源量：锡金属量 64.64 万吨、镉 4945 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：**维持“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营收为 389.19/409.41/413.17（原预测 385.42/404.72/412.24）亿元，同比增速-8.1%/5.2%/0.9%；归母净利润为 18.73/24.37/26.05（原预测 23.29/25.88/27.88）亿元，同比增速 33.0%/30.1%/6.9%；摊薄 EPS 为 1.14/1.48/1.58 元，当前股价对应 PE 为 14/11/10X。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，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51,998	42,359	38,919	40,941	41,317
(+/-%)	-3.4%	-18.5%	-8.1%	5.2%	0.9%
净利润(百万元)	1,346	1,408	1,873	2,437	2,605
(+/-%)	-52.2%	4.6%	33.0%	30.1%	6.9%
每股收益(元)	0.82	0.86	1.14	1.48	1.58
EBIT Margin	6.3%	5.1%	7.3%	8.6%	8.9%
净资产收益率(ROE)	8.2%	7.9%	9.8%	11.7%	11.5%
市盈率(PE)	19.0	18.2	13.7	10.5	9.8
EV/EBITDA	10.0	12.5	9.1	7.9	7.6
市净率(PB)	1.56	1.44	1.34	1.23	1.13

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.55 元
总市值/流通市值	25592/25592 百万元
52 周最高价/最低价	19.37/10.73 元
近 3 个月日均成交额	342.90 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

《锡业股份(000960.SZ)半年报点评：二季度扣非利润表现亮眼，锡价上涨带来业绩弹性》——2024-08-25

《锡业股份(000960.SZ)年报点评：利润稳步提升，有望享受锡价上涨带来的业绩弹性》——2024-04-14

《锡业股份(000960.SZ)三季报点评：三季度扣非利润环比明显提升，未来锡价中枢有望稳步抬升》——2023-10-30

《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》——2023-04-06

◆ 24 年前三季度实现归母净利润 12.83 亿元，同比+17.18%

公司发布三季报：前三季度实现营收 292.13 亿元，同比-13.21%；实现归母净利润 12.83 亿元，同比+17.18%；实现扣非归母净利润 14.50 亿元，同比+46.44%；实现经营活动产生的现金流量净额 24.99 亿元，同比+27.74%。公司 24Q1/Q2/Q3 分别实现营收 83.99/103.76/104.38 亿元，Q3 环比+0.60%；24Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 3.26/4.74/4.84 亿元，Q3 环比+2.10%；24Q1/Q2/Q3 分别实现扣非归母净利润 3.04/6.94/4.52 亿元，Q3 环比-34.97%。

公司 Q3 扣非利润环比有所下滑，主要是因为：1) 金属价格有所调整，24Q2/Q3 沪锡均价分别为 26.40/26.00 万元/吨，Q3 环比-1.55%，24Q2/Q3 沪锌均价分别为 2.35/2.36 万元/吨，Q3 环比+0.35%，24Q2/Q3 沪铜均价分别为 8.01/7.52 万元/吨，Q3 环比-6.09%；2) 锡产品产量有所下滑，24Q2/Q3 锡产品产量分别为 2.28/1.90 万吨，Q3 环比-16.67%，主要由于公司锡冶炼设备于 8 月 25 日开始进行例行停产检修，对当季产量有一定的影响，但不影响公司全年的生产计划；3) 加工费有所下滑，其中，锡精矿加工费(云南 40%)9 月末为 15500 元/吨，相比 6 月末下降 1500 元/吨，国产锌精矿加工费 9 月末为 1180 元/吨，相比 6 月末下降 1120 元/吨。

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

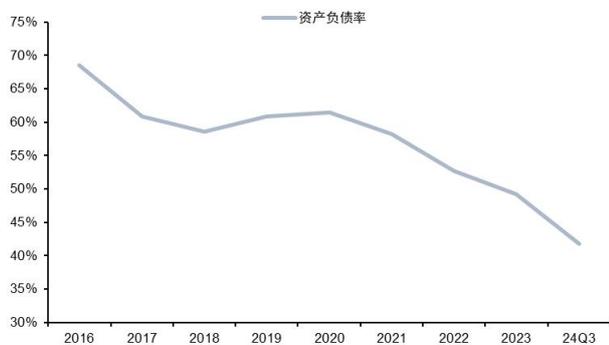
图2：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

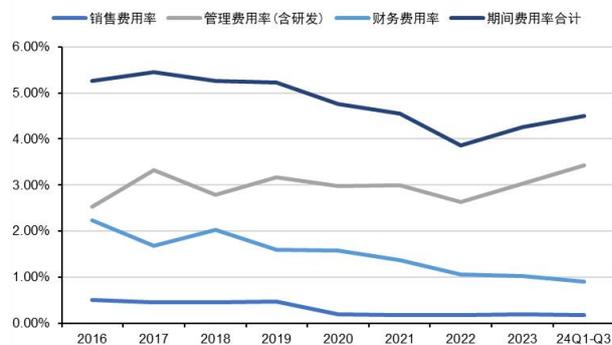
核心产品产销量数据方面：2024 年前三季度，公司生产有色金属总量 27.71 万吨，同比+4.65%，其中锡 6.42 万吨，同比+8.81%；铜 10.50 万吨，同比+5.32%；锌 10.64 万吨，同比+2.60%；镉 95 吨，同比+43.94%。

图3：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4：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

**财务数据方面：**①截止至 2024 年三季度，公司资产负债率降至 41.79%，相比于 2023 年末下降 7.45 个百分点；在手货币资金约 27.01 亿元，同比+2.55%；在手存货约 67.97 亿元，同比+20.26%；②期间费用方面，公司 2024 年前三季度销售费用约 5027 万元，同比-30.71%；管理费用约 7.29 亿元，同比-4.44%；研发费用约 2.74 亿元，同比+79.65%；财务费用约 2.63 亿元，同比-18.23%；上半年期间费用率合计约为 4.50%。

#### ◆ 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 2023 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，2023 年公司锡金属国内市占率为 47.92%，全球市占率为 22.92%。截止至目前，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、压铸锌合金 3 万吨/年、锡冶炼产能 60 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。

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整合及控制能力，锡和锑资源储量均位居全球第一。截至 2023 年末公司保有资源量：矿石量 2.61 亿吨，锡金属量 64.64 万吨、铜金属量 116.72 万吨、锌金属量 376.28 万吨、锑 4945 吨、三氧化钨量 7.75 万吨、铅金属量 9.54 万吨、银 2491 吨。公司通过不断加强地质找矿，探获新增资源储量，下属矿山单位 2023 年共投入勘探支出 8490 万元，全年新增有色金属资源量 4.1 万吨，其中锡 1.4 万吨、铜 2.7 万吨；

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，2023 年尽管海外需求下滑带来销售难度增加，但产品出口量仍然同比增加 1.49%；

6) 于 2023 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。

**盈利预测：维持“优于大市”评级。**预计公司 2024-2026 年营收为 389.19/409.41/413.17 (原预测 385.42/404.72/412.24) 亿元，同比增速-8.1%/5.2%/0.9%；归母净利润为 18.73/24.37/26.05 (原预测 23.29/25.88/27.88) 亿元，同比增速 33.0%/30.1%/6.9%；摊薄 EPS 为 1.14/1.48/1.58 元，当前股价对应 PE 为 14/11/10X。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，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2398	2084	5548	8313	11148	<b>营业收入</b>	<b>51998</b>	<b>42359</b>	<b>38919</b>	<b>40941</b>	<b>41317</b>
应收款项	1406	1192	1059	1125	1141	营业成本	46993	38482	34208	35507	35713
存货净额	5937	6468	4978	5134	5407	营业税金及附加	285	373	459	471	475
其他流动资产	1085	696	640	673	679	销售费用	92	82	67	70	70
<b>流动资产合计</b>	<b>11139</b>	<b>10850</b>	<b>12634</b>	<b>15653</b>	<b>18784</b>	管理费用	1148	1036	1101	1138	1147
固定资产	19086	17787	16987	16039	15023	研发费用	219	245	361	368	372
无形资产及其他	3473	3371	3236	3101	2966	财务费用	548	438	360	409	413
投资性房地产	2657	3886	3886	3886	3886	投资收益	107	122	58	50	75
长期股权投资	316	1167	1167	1167	1167	资产减值及公允价值变动	975	(11)	(41)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>36670</b>	<b>37060</b>	<b>37910</b>	<b>39846</b>	<b>41826</b>	其他收入	(2165)	(206)	(104)	(184)	(162)
短期借款及交易性金融负债	7032	5225	5000	5000	5000	营业利润	1849	1852	2637	3112	3311
应付款项	1514	1581	1380	1431	1437	营业外净收支	(27)	(107)	(247)	0	0
其他流动负债	1165	1010	888	921	925	<b>利润总额</b>	<b>1821</b>	<b>1745</b>	<b>2390</b>	<b>3112</b>	<b>3311</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9711</b>	<b>7816</b>	<b>7268</b>	<b>7352</b>	<b>7362</b>	所得税费用	251	219	393	467	497
长期借款及应付债券	7945	8752	8752	8752	8752	少数股东损益	224	118	124	209	209
其他长期负债	1692	1682	1682	1682	1682	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1346</b>	<b>1408</b>	<b>1873</b>	<b>2437</b>	<b>2605</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>9637</b>	<b>10434</b>	<b>10434</b>	<b>10434</b>	<b>10434</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>19348</b>	<b>18250</b>	<b>17702</b>	<b>17786</b>	<b>17796</b>	净利润	1346	1408	1873	2437	2605
少数股东权益	932	1020	1107	1253	1399	资产减值准备	958	(1003)	0	1	1
股东权益	16390	17790	19101	20807	22630	折旧摊销	1233	1362	1895	1982	2050
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36670</b>	<b>37060</b>	<b>37910</b>	<b>39846</b>	<b>41826</b>	公允价值变动损失	(975)	11	41	100	100
						财务费用	548	438	360	409	413
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1316	(2257)	1356	(169)	(284)
每股收益	0.82	0.86	1.14	1.48	1.58	其它	(870)	1065	87	145	145
每股红利	0.49	0.41	0.34	0.44	0.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>3008</b>	<b>585</b>	<b>5251</b>	<b>4495</b>	<b>4617</b>
每股净资产	9.96	10.81	11.61	12.64	13.75	资本开支	0	1158	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	8%	5%	7%	9%	10%	其它投资现金流	250	(96)	0	0	0
ROE	8%	8%	10%	12%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>310</b>	<b>211</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
毛利率	10%	9%	12%	13%	14%	权益性融资	10	300	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	7%	9%	9%	负债净变化	807	807	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(815)	(678)	(562)	(731)	(782)
收入增长	-3%	-19%	-8%	5%	1%	其它融资现金流	(5512)	(1667)	(225)	0	0
净利润增长率	-52%	5%	33%	30%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5518)</b>	<b>(1109)</b>	<b>(787)</b>	<b>(731)</b>	<b>(782)</b>
资产负债率	55%	52%	50%	48%	46%	<b>现金净变动</b>	<b>(2200)</b>	<b>(313)</b>	<b>3464</b>	<b>2764</b>	<b>2836</b>
股息率	3.2%	2.6%	2.2%	2.9%	3.1%	货币资金的期初余额	4597	2398	2084	5548	8313
P/E	19.0	18.2	13.7	10.5	9.8	货币资金的期末余额	2398	2084	5548	8313	11148
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	2374	2135	4639	3806	3889
EV/EBITDA	10.0	12.5	9.1	7.9	7.6	权益自由现金流	664	1275	3913	3368	3510

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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