

**事件：公司发布 2024 年三季度。** 2024 年前三季度，公司实现营业收入 292.13 亿元，同比-13.21%，归母净利润 12.83 亿元，同比+17.18%，扣非归母净利润 14.50 亿元，同比+46.44%。2024Q3，公司实现营业收入 104.38 亿元，环比+0.60%，同比-3.58%；实现归母净利润 4.84 亿元，环比+2.10%，同比+18.56%；实现扣非归母净利润 4.52 亿元，环比-34.97%，同比+14.12%。

**量：公司自产金属量保持稳定，受检修影响锡产品产量环比略有下滑。** 2024Q3，公司生产锡金属约 1.90 万吨，环比-16.67%，主要系公司于 9 月份对锡冶炼设备进行停产检修影响产量；生产铜金属 3.47 万吨，环比-2.53%；生产锌金属 3.76 万吨，环比+5.32%；生产铟锭 30 吨，环比-9.09%。

**价：锡、铜金属价格环比略微下行，锌、铜冶炼加工费处于低位导致冶炼环节拖累利润。** 2024 年前三季度，公司毛利率为 11.63%，同比+3.36pct；2024Q3 公司毛利率为 11.09%，环比-1.43pct，同比+1.36pct。跟踪主要金属价格变化，2024Q3，锡期货收盘价均价为 26.00 万元/吨，环比-0.41 万元/吨，锌期货收盘价均价为 2.36 万元/吨，环比+0.01 万元/吨，铜期货收盘价均价为 7.52 万元/吨，环比-0.49 万元/吨。2024Q3，锡精矿加工费（云南 40%）均价为 16531 元/吨，环比-105 元/吨；国产锌精矿加工费均价为 1573 元/吨，环比-1315 元/吨；铜精矿 TC 指数均价为 6.25 美元/吨，环比+3.57 美元/吨。

**资产结构持续改善，检修导致费用环比增加：** 公司资产负债率从 23Q4 的 49.24%持续下降到 24Q3 的 41.79%，资产结构持续改善。24Q3，公司期间费用 4.91 亿元，环比增加 1.09 亿元，其中销售费用/管理费用/财务费用/研发费用环比分别增加 0.08/0.77/0.08/0.17 亿元，主要系例行停产检修增加管理费用。

**缅甸/印尼锡供应跟踪：** 2024 年 1-9 月，缅甸进口锡矿砂实物量约 6.60 万吨（约 1.65 万金属吨），同比减少约 52%（约 1.76 万金属吨），国内进口锡矿砂实物量约 12.37 万吨（约 4.53 万金属吨），同比减少约 31%（约 1 万金属吨）；2024 年 1-9 月，印尼精炼锡出口量约 2.86 万金属吨，同比减少约 40%（约 2 万金属吨）。目前缅甸复产信号尚不明确，印尼 RKAB 配额尚未完全发放，预计短期锡矿供应将持续紧张。

**投资建议：** 锡矿供给端紧缺局面延续，缅甸禁矿政策带来减产影响于 24 年兑现，同时印尼陆地锡矿资源占比持续下降，加剧供应紧张局势；锡需求侧新能源汽车、光伏领域继续快速增长，同时电子行业受益于 AI 拉动复苏趋势显著，锡焊料需求有望持续回暖；锡供需格局演绎趋势有望推动锡价中枢上行。锡业股份作为锡行业龙头，深度受益锡价上行。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润分别为 19.21/22.73/23.71 亿元，对应 2024 年 10 月 25 日收盘价的 PE 分别为 13/11/11 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：** 锡、锌、铜价格大幅波动，安全环保风险，下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	42,359	42,303	43,505	44,422
增长率 (%)	-18.5	-0.1	2.8	2.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,408	1,921	2,273	2,371
增长率 (%)	4.6	36.4	18.4	4.3
每股收益 (元)	0.86	1.17	1.38	1.44
PE	18	13	11	11
PB	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**15.55 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

## 相关研究

1. 锡业股份 (000960.SZ) 2024 年半年报点评：扣非净利超预期，矿端紧张驱动锡价上行-2024/08/26
2. 锡业股份 (000960.SZ) 2023 年年报点评：业绩符合预期，矿端紧张驱动价格上行-2024/04/18
3. 锡业股份 (000960.SZ) 2023 年三季度点评：检修影响金属产量，锡价上行促进业绩增长-2023/10/27
4. 锡业股份 (000960.SZ) 2023 年半年报点评：金属价格下跌拖累业绩，需求复苏+缅甸停产支撑锡价-2023/09/06
5. 锡业股份 (000960.SZ) 2022 年年报点评：Q4 锡价回暖盈利改善，存货减值计提拖累全年业绩-2023/04/10

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	42,359	42,303	43,505	44,422
营业成本	38,482	37,309	38,290	39,061
营业税金及附加	373	465	479	489
销售费用	82	63	65	67
管理费用	1,036	1,058	1,088	1,111
研发费用	245	360	370	378
EBIT	2,162	3,107	3,275	3,380
财务费用	438	459	438	422
资产减值损失	17	-85	-87	-89
投资收益	122	63	65	67
营业利润	1,852	2,627	2,815	2,936
营业外收支	-107	-249	0	0
利润总额	1,745	2,378	2,815	2,936
所得税	219	357	422	440
净利润	1,526	2,022	2,393	2,496
归属于母公司净利润	1,408	1,921	2,273	2,371
EBITDA	3,913	4,956	5,274	5,279

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,084	5,317	7,193	8,994
应收账款及票据	568	549	565	577
预付款项	246	272	280	285
存货	6,468	5,565	5,711	5,826
其他流动资产	1,483	1,091	1,002	1,020
流动资产合计	10,850	12,794	14,751	16,702
长期股权投资	1,167	1,230	1,296	1,362
固定资产	17,092	17,001	16,886	16,761
无形资产	3,371	3,358	3,337	3,313
非流动资产合计	26,211	26,084	25,999	26,166
资产合计	37,060	38,878	40,750	42,867
短期借款	2,107	5,107	5,107	5,107
应付账款及票据	1,581	1,403	1,440	1,469
其他流动负债	4,129	1,156	1,182	1,202
流动负债合计	7,816	7,665	7,728	7,777
长期借款	8,752	7,112	7,112	7,112
其他长期负债	1,682	1,430	1,430	1,693
非流动负债合计	10,434	8,541	8,541	8,804
负债合计	18,250	16,207	16,269	16,582
股本	1,646	1,646	1,646	1,646
少数股东权益	1,020	1,121	1,241	1,365
股东权益合计	18,810	22,671	24,480	26,286
负债和股东权益合计	37,060	38,878	40,750	42,867

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-18.54	-0.13	2.84	2.11
EBIT 增长率	-5.58	43.70	5.41	3.20
净利润增长率	4.61	36.36	18.36	4.31
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.15	11.81	11.99	12.07
净利润率	3.32	4.54	5.22	5.34
总资产收益率 ROA	3.80	4.94	5.58	5.53
净资产收益率 ROE	7.92	8.91	9.78	9.51
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.39	1.67	1.91	2.15
速动比率	0.45	0.88	1.12	1.35
现金比率	0.27	0.69	0.93	1.16
资产负债率 (%)	49.24	41.69	39.92	38.68
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.33	4.50	4.50	4.50
存货周转天数	61.35	55.27	55.27	55.27
总资产周转率	1.15	1.11	1.09	1.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.86	1.17	1.38	1.44
每股净资产	10.81	13.09	14.12	15.14
每股经营现金流	1.33	3.37	2.86	2.88
每股股利	0.12	0.35	0.42	0.44
<b>估值分析</b>				
PE	18	13	11	11
PB	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.73	6.89	6.48	6.47
股息收益率 (%)	0.77	2.28	2.70	2.82

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,526	2,022	2,393	2,496
折旧和摊销	1,751	1,849	1,999	1,899
营运资金变动	-1,570	807	-287	-261
经营活动现金流	2,193	5,553	4,699	4,735
资本开支	-881	-1,724	-1,586	-1,736
投资	0	-33	0	0
投资活动现金流	-613	-1,459	-1,474	-1,736
股权募资	300	0	0	0
债务募资	-816	-1,940	0	0
筹资活动现金流	-1,934	-861	-1,349	-1,198
现金净流量	-347	3,233	1,876	1,801

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026