

## 锡业股份 (000960.SZ) 三季度报点评

## 产量、业绩持续增长，看好明年锡价

- **锡铜产量稳步上升，锡锌产量大增。**2024年前三季度公司生产有色金属总量为27.71万吨，同增4.65%。其中，锡6.42万吨，同增8.81%；铜10.50万吨，同增5.32%；锌10.64万吨，同增28.81%，主因去年同期设备检修，产量较少；铟95吨，同增43.94%，主因市场铟需求旺盛，公司继续扩大铟生产及销售力度。
- **收入下降，锡价上涨致毛利率上升。**2024年前三季度公司实现营业收入292.12亿元，同比下降13.21%，主因供应链业务规模同比下降及深加工板块出表。2024Q3公司实现营业收入104.38亿元，同减3.58%。2024前三季度公司毛利率为11.63%，同增3.36pct；2024Q3公司毛利率为11.09%，同增1.36pct，主因锡、锌价格上行。截止2024年三季度末，现货锡价格为261,954元/吨，同增16.30%；锌价为23,485元/吨，同增11.73%。
- **期间费用率上升，净利润显著增长。**2024前三季度，公司期间费用率为4.50%，同增0.61pct。其中销售费用率0.17%，同降0.04pct；管理费用率2.49%，同增0.23pct；研发费用率0.94%，同增0.48pct，主因公司在找矿和冶炼方面加大研究力度。财务费用率0.90%，同降0.06pct。公司营业外支出2.60亿元，主因报告期内对无效资产进行报废处置。综上，公司2024年前三季度实现归母净利润12.83亿元，同增17.18%。其中，2024Q3实现归母净利润4.84亿元，同增18.56%。
- **现金流改善，资产负债率下降。**2024前三季度公司收现比为1.1060，同增2.64pct；付现比为1.0278，同增0.73pct。综上，经营净现金流入24.99亿元，同比多流入5.43亿元；投资活动净流出2.72亿元，同比少流出1.27亿元。2024三季度末公司资产负债率为41.79%，较去年年底下降7.47pct，主因短期借款和长期借款等大幅减少。
- **投资建议：**目前锡下游需求正温和复苏，未来锡价或偏强运行。考虑到报告期内资产处置产生较多营业外支出，预计2024-2026年公司归母净利润17.87、22.40、25.79亿元，对应PE为14.3、11.4、9.9倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**低邦复产扰动、金属价格波动、地缘政治风险、宏观经济风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	51998	42359	45047	48596	51727
同比增长	-3%	-19%	6%	8%	6%
营业利润(百万元)	1849	1852	2471	2890	3299
同比增长	-50%	0%	33%	17%	14%
归母净利润(百万元)	1346	1408	1787	2240	2579
同比增长	-52%	5%	27%	25%	15%
每股收益(元)	0.82	0.86	1.09	1.36	1.57
PE	19.0	18.2	14.3	11.4	9.9
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

周期/金属及材料

当前股价：15.55元

## 基础数据

总股本(百万股)	1646
已上市流通股(百万股)	1646
总市值(十亿元)	25.6
流通市值(十亿元)	25.6
每股净资产(MRQ)	12.5
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	41.8%
主要股东	云南锡业集团有限责任公司
主要股东持股比例	32.97%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-5	21
相对表现	-4	-18	8



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《锡业股份(000960)—Q2扣非同比大增，锡价或进一步上涨》2024-08-25
- 《锡业股份(000960)—净利润同比增长，公司受益锡价持续上涨》2024-04-12
- 《锡业股份(000960)—Q3业绩同比增长，需求有望复苏》2023-10-30

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

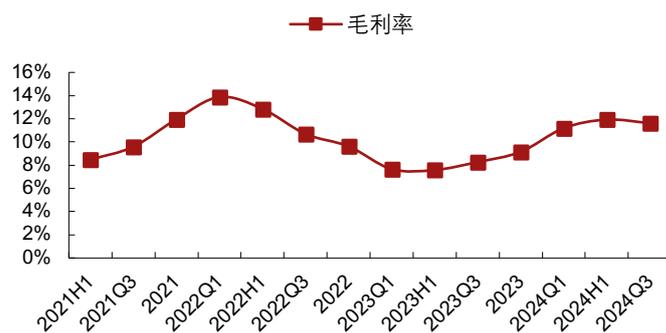
jjiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入及增速



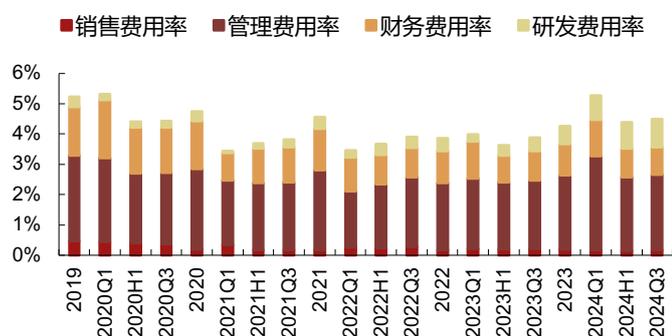
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率



资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司期间费用率



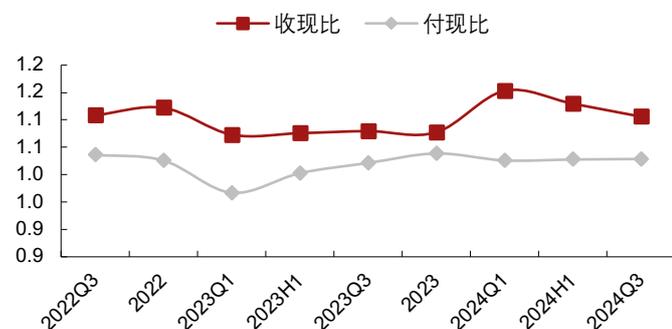
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司归母净利润及增速



资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司收现比与付现比



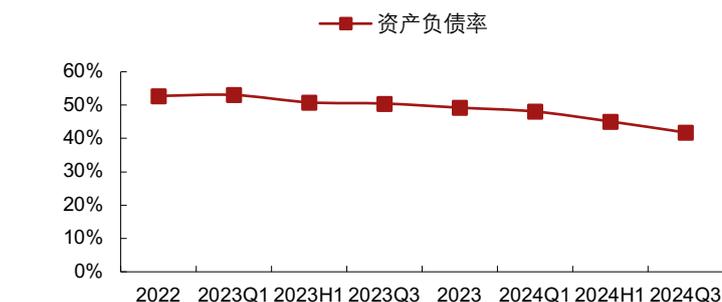
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司经营和投资活动净现金流（单位：百万元）



资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司资产负债率



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11139	10850	13033	14493	16585
现金	2398	2084	3824	4589	6063
交易性投资	67	27	27	27	27
应收票据	102	66	70	76	81
应收款项	624	502	534	576	613
其它应收款	680	624	664	716	762
存货	5937	6468	6772	7278	7729
其他	1331	1078	1142	1231	1310
<b>非流动资产</b>	25531	26211	25043	24016	23109
长期股权投资	316	1167	1167	1167	1167
固定资产	17563	17092	16653	16243	15860
无形资产商誉	3473	3371	3034	2730	2457
其他	4180	4581	4189	3876	3625
<b>资产总计</b>	<b>36670</b>	<b>37060</b>	<b>38076</b>	<b>38509</b>	<b>39694</b>
<b>流动负债</b>	9711	7816	7323	5865	4927
短期借款	2487	2107	4651	3058	2000
应付账款	1514	1581	1655	1779	1889
预收账款	171	76	80	86	91
其他	5539	4053	937	942	946
<b>长期负债</b>	9637	10434	10434	10434	10434
长期借款	7945	8752	8752	8752	8752
其他	1692	1682	1682	1682	1682
<b>负债合计</b>	<b>19348</b>	<b>18250</b>	<b>17757</b>	<b>16299</b>	<b>15361</b>
股本	1646	1646	1646	1646	1646
资本公积金	8321	8328	8328	8328	8328
留存收益	6423	7817	9176	10879	12787
少数股东权益	932	1020	1170	1357	1574
归属于母公司所有者权益	16390	17790	19149	20853	22760
<b>负债及权益合计</b>	<b>36670</b>	<b>37060</b>	<b>38076</b>	<b>38509</b>	<b>39694</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5048	2193	3649	3809	4103
净利润	1570	1526	1937	2427	2796
折旧摊销	1370	1526	1852	1711	1591
财务费用	626	479	441	436	409
投资收益	(107)	(148)	(218)	(204)	(194)
营运资金变动	1634	(1177)	(365)	(563)	(500)
其它	(45)	(12)	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(1438)	(613)	(466)	(480)	(490)
资本支出	(1730)	(1025)	(684)	(684)	(684)
其他投资	292	412	218	204	194
<b>筹资活动现金流</b>	(5750)	(1934)	(1443)	(2565)	(2139)
借款变动	(4032)	(1176)	(574)	(1593)	(1058)
普通股增加	(23)	0	0	0	0
资本公积增加	(127)	7	0	0	0
股利分配	(184)	(197)	(428)	(536)	(672)
其他	(1384)	(567)	(441)	(436)	(409)
<b>现金净增加额</b>	<b>(2140)</b>	<b>(354)</b>	<b>1740</b>	<b>765</b>	<b>1474</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	51998	42359	45047	48596	51727
营业成本	46993	38482	40289	43299	45985
营业税金及附加	285	373	397	428	456
营业费用	92	82	87	94	100
管理费用	1148	1036	1122	1166	1190
研发费用	219	245	428	462	466
财务费用	548	438	441	436	409
资产减值损失	(1068)	(57)	(30)	(25)	(18)
公允价值变动收益	(11)	6	7	7	7
其他收益	109	79	83	87	92
投资收益	107	122	128	110	95
<b>营业利润</b>	1849	1852	2471	2890	3299
营业外收入	24	17	18	19	20
营业外支出	52	124	270	120	102
<b>利润总额</b>	1821	1745	2218	2788	3216
所得税	251	219	282	361	421
少数股东损益	224	118	150	188	216
<b>归属于母公司净利润</b>	1346	1408	1787	2240	2579

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	-19%	6%	8%	6%
营业利润	-50%	0%	33%	17%	14%
归母净利润	-52%	5%	27%	25%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	9.2%	10.6%	10.9%	11.1%
净利率	2.6%	3.3%	4.0%	4.6%	5.0%
ROE	8.4%	8.2%	9.7%	11.2%	11.8%
ROIC	6.1%	6.1%	7.6%	8.5%	9.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.8%	49.2%	46.6%	42.3%	38.7%
净负债比率	40.8%	37.7%	35.2%	30.7%	27.1%
流动比率	1.1	1.4	1.8	2.5	3.4
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.2	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
存货周转率	7.2	6.2	6.1	6.2	6.1
应收账款周转率	58.8	65.5	76.8	77.4	76.9
应付账款周转率	28.4	24.9	24.9	25.2	25.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.82	0.86	1.09	1.36	1.57
每股经营净现金	3.07	1.33	2.22	2.31	2.49
每股净资产	9.96	10.81	11.64	12.67	13.83
每股股利	0.12	0.26	0.33	0.41	0.47
<b>估值比率</b>					
PE	19.0	18.2	14.3	11.4	9.9
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.8	11.8	8.5	8.1	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。