

➤ **事件：**公司发布 2024 年报。2024 年，公司实现营收 419.73 亿元，同比-0.91%；实现归母净利润 14.44 亿元，同比+2.55%，扣非归母净利润 19.43 亿元，同比+40.48%。单季度来看，2024Q4，公司实现营收 127.60 亿元，环比+22.25%，同比+46.64%；实现归母净利润 1.61 亿元，环比-66.74%，同比-48.63%；实现扣非归母净利润 4.93 亿元，环比+9.12%，同比+25.47%。

➤ **量：2024 年公司有色金属产量创历史新高，自给矿产量基本保持平稳。**2024 年公司有色金属产量 36.10 万吨，其中锡 8.48 万吨、铜 13.03 万吨、锌 14.40 万吨、铅 1,848 吨、铟锭 127 吨、金 1,229 千克、银 145 吨。自给矿产量基本保持平稳，锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 30.21%、15.91%、72.72%。资源量方面，截至 2024 年 12 月 31 日公司保有资源储量锡金属量 62.62 万吨、铜金属量 114.99 万吨、锌金属量 366.10 万吨、铟 4,821 吨、三氧化钨量 7.78 万吨、铅金属量 9.63 万吨、银 2,460 吨，24 年勘探新增金属资源锡 1.76 万吨、铜 3.48 万吨。25 年产量指引稳中有增，2025 年计划产品锡 9 万吨、产品铜 12.5 万吨、产品锌 13.16 万吨、铟锭 102.3 吨。

➤ **价：2024 年锡、锌、铜金属价格同比均显著增长。**2024 年，锡均价约 24.83 万元/吨，同比增长 16.92%，锌均价约 2.33 万元/吨，同比增长 8.60%，铜均价约 7.51 万元/吨，同比增长 10.31%。2024Q4，锡价环比略微下行，锌价环比上行，铜价环比持平。2024Q4，锡期货收盘价均价为 25.05 万元/吨，环比-0.94 万元/吨，锌期货收盘价均价为 2.52 万元/吨，环比+0.17 万元/吨，铜期货收盘价均价为 7.54 万元/吨，环比基本持平。2024Q4，锡精矿加工费（云南 40%）均价为 14992 元/吨，环比-1539 元/吨；国产锌精矿加工费均价为 1571 元/吨，环比基本持平；铜精矿 TC 指数均价为 10.69 美元/吨，环比+4.44 美元/吨。

➤ **缴纳矿权出让收益和减值等拖累业绩。**公司针对卡房分矿采矿权和老厂分公司采矿权出让收益合计缴纳 3.68 亿元，预计对归母净利润影响-2.82 亿元；公司对采选分公司塘子凹矿采矿权、卡房分公司采矿权应缴纳的采矿权出让收益进行预估，金额约为 1.82 亿元，预计对归母净利润影响-1.55 亿元，矿权出让收益合计对 2024 年度归母净利润影响-4.37 亿元。2024 年公司计提资产减值准备、固定资产报废、坏账及债务核销等合计影响利润总额-4.93 亿元，对归母净利润影响-4.39 亿元。

➤ **战略合作进一步巩固锡行业龙头地位。**2024 年，公司与全球第五大精锡生产商印尼 PT 蒂玛签订战略合作框架协议，推动云锡与 PT 蒂玛在全球市场信息交流、贸易技术合作等方面实现共赢；公司与内蒙古克什克腾旗人民政府签署《锡产业合作协议》，增强公司对国内锡资源的整合能力；公司与兴业银锡签署《战略合作框架协议》，有望保障公司锡矿原料供应，并有助于在锡矿勘探开发领域进行合作获取优质矿产项目。

➤ **投资建议：公司为锡、铜行业全球龙头，资源禀赋优异。**目前锡供给侧扰动不断，缅甸地震影响复产进度、刚果金战乱影响非洲锡矿供应，供应紧张局面加剧，需求侧电子需求稳步复苏，叠加光伏迎抢装需求、新能源汽车需求快速增长，锡价中枢有望持续上行，公司有望深度受益锡价上行。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.71/25.06/25.53 亿元，对应 2025 年 4 月 7 日的 PE 分别为 10X/9X/9X，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	41,973	46,206	47,223	47,538
增长率 (%)	-0.9	10.1	2.2	0.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,444	2,371	2,506	2,553
增长率 (%)	2.5	64.1	5.7	1.9
每股收益 (元)	0.88	1.44	1.52	1.55
PE	16	10	9	9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.81 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 年三季报点评：检修+冶炼加工费下行拖累利润，矿端供应持续紧张-2024/10/27

2. 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

3. 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

4. 锡业股份 (000960.SZ) 2023 年三季报点评：检修影响金属产量，锡价上行促进业绩增长-2023/10/27

5. 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

目录

1 事件：公司发布 2024 年年报 3

2 点评：锡供给扰动不断，驱动锡价上行 4

2.1 同比来看，锡价上行扣非净利显著增长 4

2.2 锡价环比下行，非经常性因素导致盈利环比下滑 8

3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，矿端紧张有望驱动锡价持续上行..... 11

3.1 公司锡、铟行业龙头地位稳固..... 11

3.2 供给扰动不断，需求稳步向好驱动锡价上行..... 12

4 盈利预测与投资建议 16

5 风险提示 17

插图目录 19

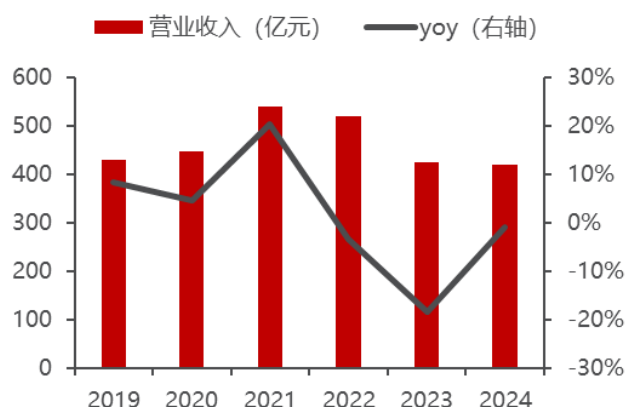
表格目录 19

1 事件：公司发布 2024 年年报

公司发布 2024 年报:2024 年,公司实现营收 419.73 亿元,同比减少 0.91%;归母净利润 14.44 亿元,同比增加 2.55%;扣非归母净利润 19.43 亿元,同比增加 40.48%。公司扣非净利润实现显著增长,主要系 2024 年锡价、锌价同比显著增长,同时由于公司在 2024 年缴纳矿权出让收益以及计提减值影响归母净利润,导致 2024 年归母净利润增幅较少。

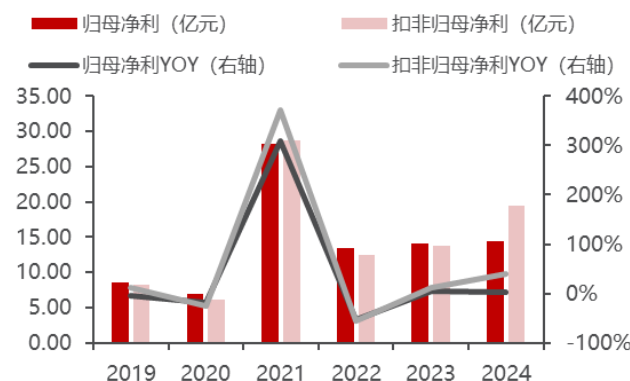
2024Q4,公司实现营收 127.60 亿元,同比增加 46.64%、环比增加 22.25%;归母净利润 1.61 亿元,同比减少 48.63%、环比减少 66.74%;扣非归母净利 4.93 亿元,同比增长 25.47%、环比增加 9.12%。

图1：2024 年公司实现营收 419.73 亿元



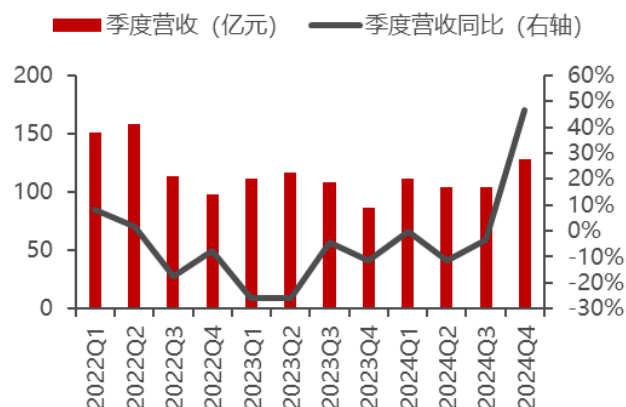
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年公司实现归母净利润 14.44 亿元



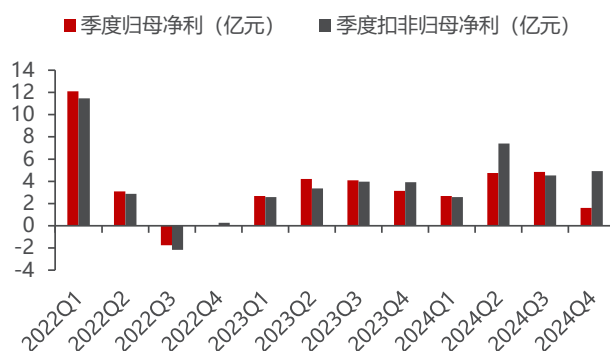
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q4 公司实现营收 127.60 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q4 公司实现归母净利润 1.61 亿元



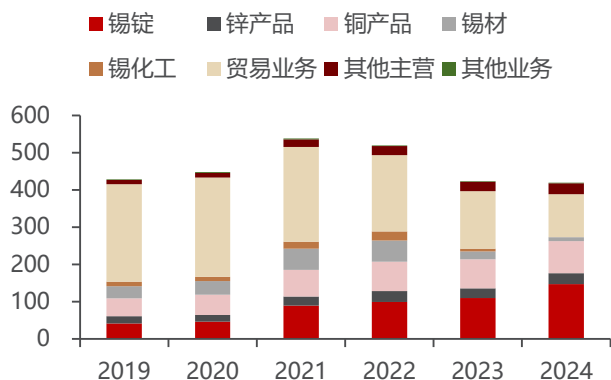
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 点评：锡供给扰动不断，驱动锡价上行

2.1 同比来看，锡价上行扣非净利显著增长

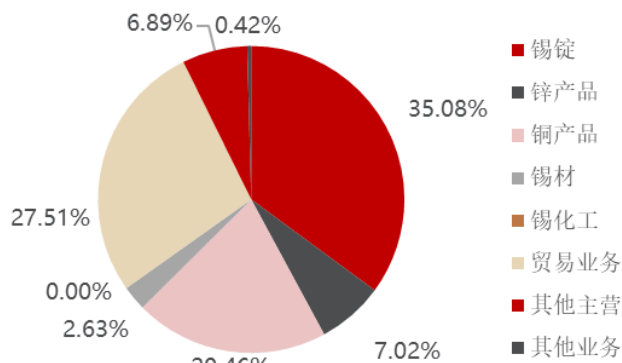
2024 年，公司营收 419.73 亿元，其中锡锭营收 147.24 亿元，同比增长 34.11%，锡材营收分别为 11.03 亿元，同比减少 47.93%，主要系自 2023 年 5 月起，新材料公司和锡化工公司不再纳入并表范围，目前锡材业务主要为委托联营企业新材料公司进行委托加工对外销售；铜产品收入 85.86 亿元，同比增长 9.45%；锌产品 29.46 亿元，同比增长 13.87%；贸易业务收入 115.46 亿元，同比减少 25.47%，2024 年贸易业务占营收比重 27.5%，同比下降 9.06pct。

图5：2024 年公司分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2024 年分产品营收占比结构

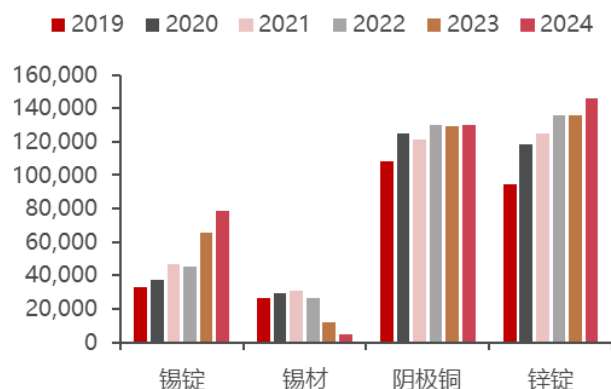


资料来源：ifind，民生证券研究院

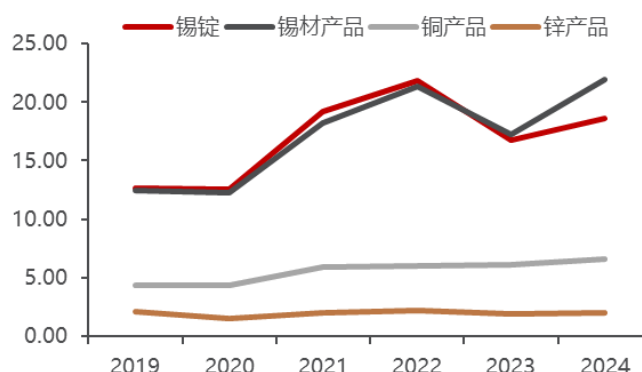
量：公司 2024 年实现有色金属产量 36.10 万吨，同比增长 4.05%，创下历史新高。锡/铜/锌/铅/银/铟产量分别为 8.48 万吨/13.03 万吨/14.40 万吨/1848 吨/145 吨/127 吨。2024 年公司锡、铜、锌原矿金属自产量分别为 3.12/2.69/11.38 万吨，对应自给率分别为 30.21%、15.91%、72.72%。公司锡锭销量 7.89 万吨，同比增长 20.41%，锡材销量为 0.5 万吨，同比减少 59.08%；铜产品销量为 13.04 万吨，同比增加 0.84%；锌产品销量为 14.57 万吨，同比增长 7.01%。公司锡的产销量自 2005 年以来始终位居全球第一。

价：2024 年，公司主要产品平均价格同比显著提升。2024 年锡金属价格维持宽幅震荡走势，整体中枢上行。2024 年上半年主要受供给端的紧张局势影响，一方面由于印尼出口审批进程滞后导致其上半年锡锭供应量创近年来新低，另一方面缅甸进口矿显著减量进一步加剧了市场对锡供应的忧虑，在宏观经济情绪回暖、供应持续收缩及需求稳步向好的背景下，沪锡价格震荡走强。2024 年下半年锡价开始震荡走弱，主要受宏观经济降温，全球经济复苏放缓等影响，整体随多数有色金属品种一并回调，但由于锡终端需求整体随半导体周期回暖，因此下游采购力度尚可，形成了较强的市场支撑。**公司产品价格：**2024 年锡锭平均价格为 18.66

万元/吨, 同比增长 11.38%, 铜产品平均价格为 6.58 万元/吨, 同比增加 8.54%; 锌产品平均价格为 2.02 万元/吨, 同比增长 6.42%。

图7: 公司主要产品销量 (单位: 吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 公司主要产品单价 (单位: 万元/吨)


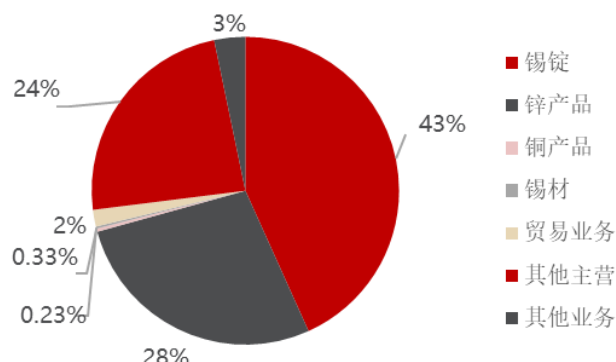
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2024 年公司综合毛利率增加 0.44pct 到 9.59%, 净利率上涨 0.14pct 到 3.74%。

2024 年, 公司实现毛利 40.26 亿元, 同比上升 3.82%, 其中锡锭毛利为 17.42 亿元, 同比增加 35.32%, 占总毛利比重同比上升 10.05pct 至 43.26%; 锡材毛利为 0.093 亿元, 同比减少 95.11%, 占总毛利比重同比下降 4.67pct 至 0.23%; 铜产品毛利为 0.134 亿元, 同比减少 95.29%, 占总毛利比重为 0.33%; 锌产品毛利为 11.04 亿元, 同比增加 20.50%, 占总毛利比重同比增加 3.80pct 至 27.44%。

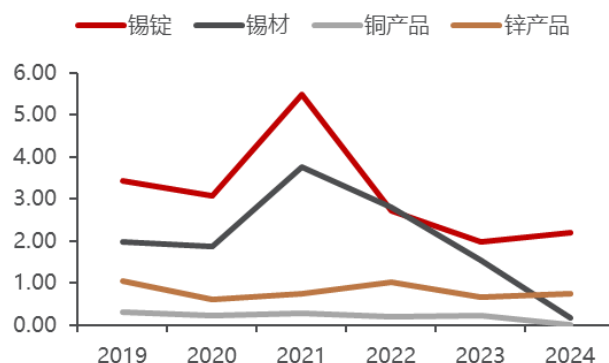
2024 年, 受锡价上行影响公司锡产品单吨毛利提升。2024 年公司锡锭产品单吨毛利分别为 2.21 万元/吨, 同比上升 12.30%; 铜产品单吨毛利为 0.01 万元/吨, 同比下降 95.33%; 锌产品单吨毛利为 0.76 万元/吨, 同比上升 12.61%。2024 年, 公司锡锭、铜产品营业成本包含公司需要缴纳的卡房分矿采矿权、老厂分公司采矿权、采选分公司塘子凹矿采矿权、卡房分公司采矿权出让收益, 合计计入成本约 5.14 亿元, 略微拖累毛利表现。

图9：2024 年公司毛利分产品占比情况



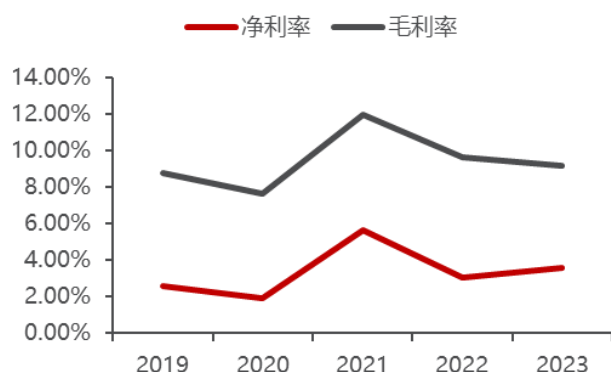
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司产品单吨毛利情况（单位，万元/吨）



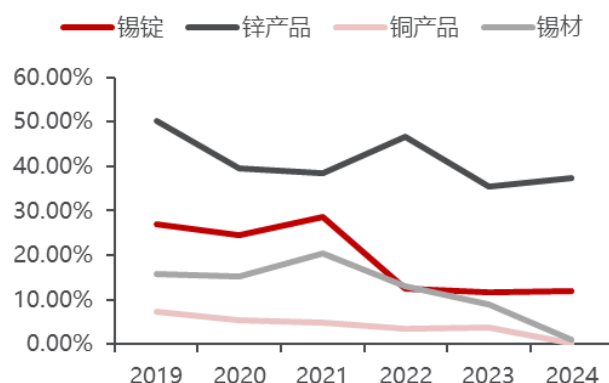
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：公司净利率与毛利率情况



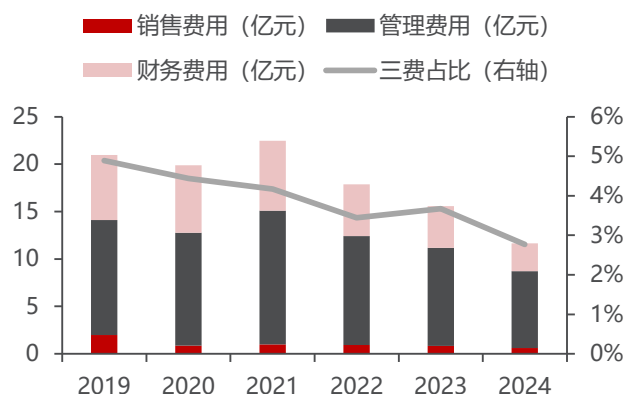
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：公司分产品毛利率变化

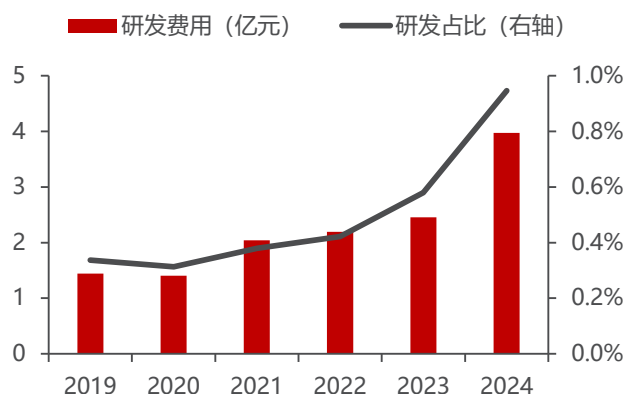


资料来源：ifind，民生证券研究院

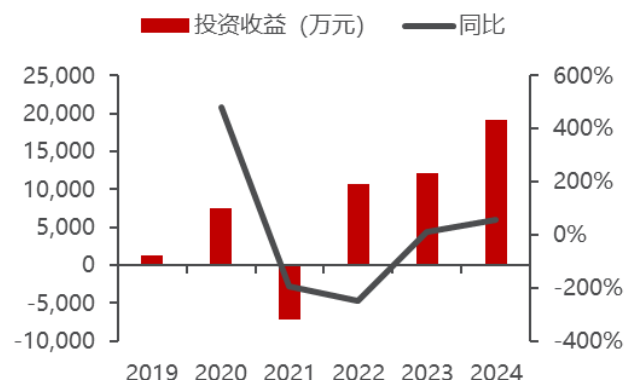
费用方面，2024 年公司管理费用、销售费用、财务费用同比持续下降，研发费用率同比上升。期间费用：2024 年公司期间费用为 15.61 亿元，期间费用占营收比重下降 0.53pct 到 3.72%，其中销售费用同比减少 25.90%至 6079.18 万元，管理费用同比减少 21.77%至 8.11 亿元，财务费用同比减少 33.30%至 2.92 亿元，研发费用同比增加 61.92%至 3.97 亿元，主要原因是公司在地质找矿和冶炼方面加大相关技术研究力度。**投资收益及减值损失：**2024 年公司获得投资收益 1.92 亿元，主要是联营企业投资收益和本期处置联营企业股权产生的收益；资产减值损失为-1.67 亿元，主要是计提存货跌价准备和投资性房地产减值准备；信用减值损失为-5350 万元，主要是计提坏账准备。

图13：公司三费情况


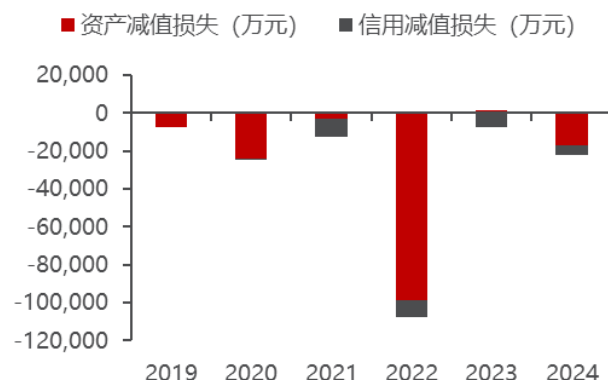
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：公司研发费用占营收比重情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

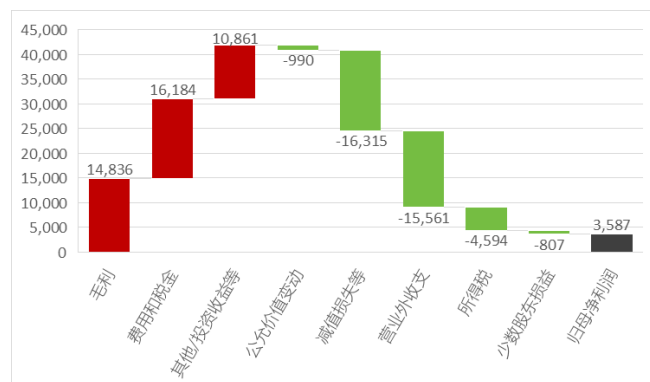
图15：2024 年公司投资收益情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

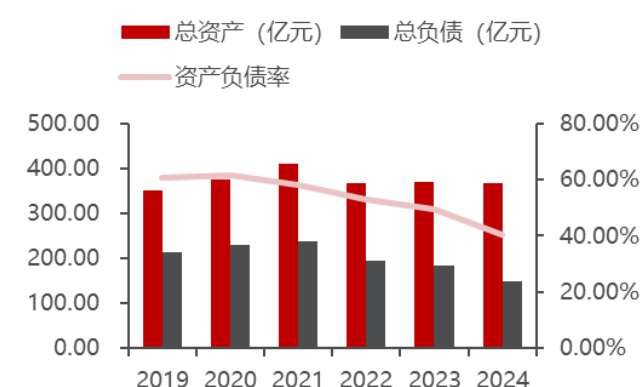
图16：2024 年公司减值损失情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

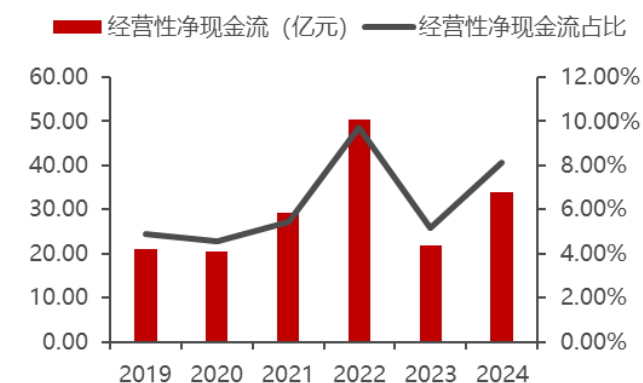
综合来看，2024 年业绩同比微增主要系金属价格上行带动毛利提升，同时费用减少以及投资收益增加。减利项主要来自公允价值变动 (-0.1 亿元)、营业外收支 (-1.56 亿元)、所得税 (-0.46 亿元)、减值损失等 (-1.63 亿元)、少数股东损益 (-0.08 亿元)，增利项主要来自毛利 (+1.48 亿元)、费用和税金 (+1.62 亿元)、其他/投资收益等 (+1.09 亿元)。2024 年，公司资产负债率持续降低，为 40.19%，资产结构不断优化；公司经营性净现金流为 34.05 亿元，同比增加 55.25%，主要系本期经营性应收款减少及经营性应付款增加；公司净资产收益率为 7.69%，同比下降 0.60pct。

图17：2024 年公司业绩同比变化拆分（单位：万元）


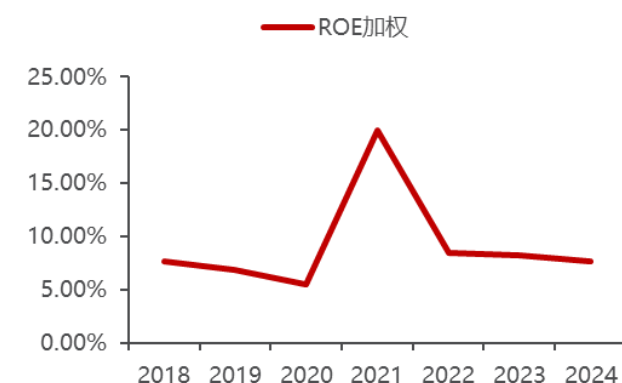
资料来源：ifind，民生证券研究院

图18：2024 年公司资产负债率情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：2024 年公司经营净现金流


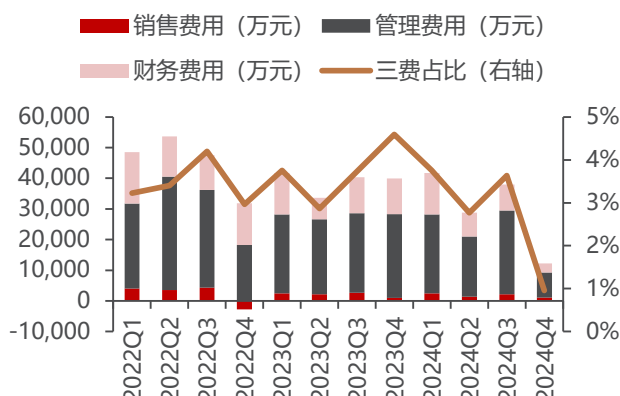
资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：2024 年公司 ROE 情况


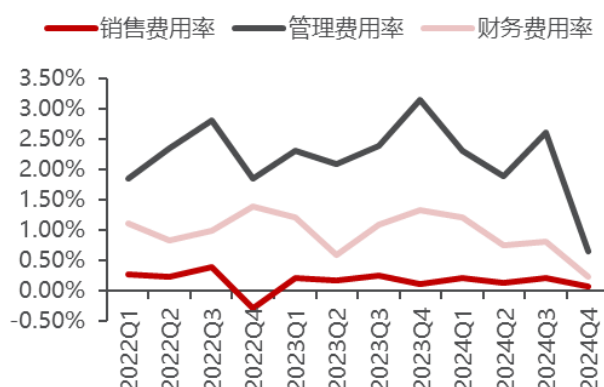
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 锡价环比下行，非经常性因素导致盈利环比下滑

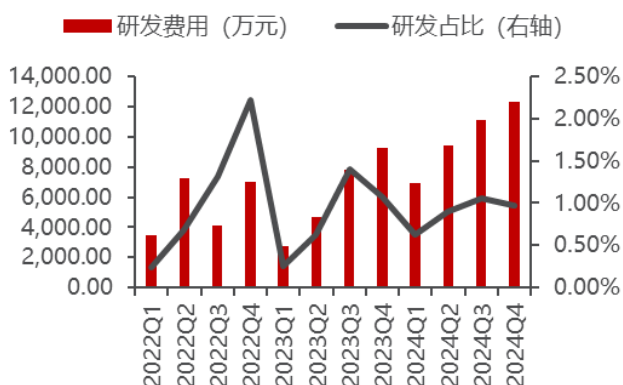
2024Q4，锡价环比下行，公司毛利率环比下降 6.16pct 到 4.93%；净利率环比下降 3.06pct 到 1.75%，期间费用率环比显著下行到 1.92%。2024 年四个季度锡价均价分别为 21.72 万元/吨、26.40 万/吨、26.00 万元/吨、25.05 万元/吨，锡价年内主要受到印尼、缅甸锡矿供应扰动以及宏观预期影响出现阶段性波动。

图21：公司分季度三费情况


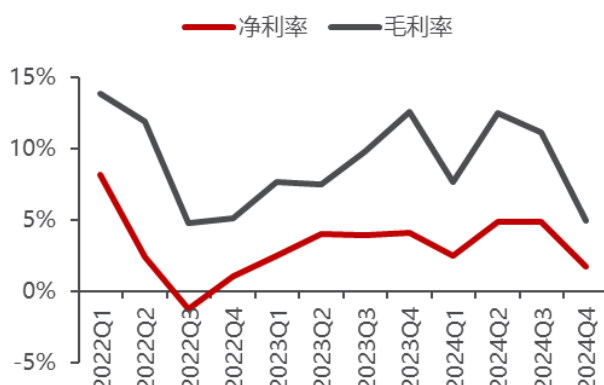
资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：公司分季度费用率情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

图23：公司分季度研发费用占营收比重情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

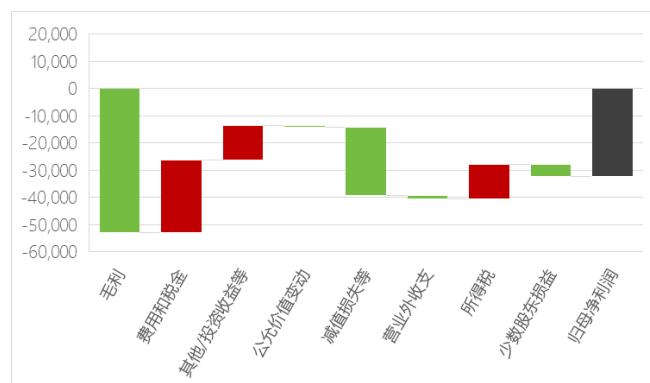
图24：公司分季度毛利率与净利率情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

同比来看，2024Q4 v.s. 2023Q4：2024Q4，公司归母净利润同比减少 1.53 亿元。减利项主要来自于毛利（-4.64 亿元）、减值损失等（-1.98 亿元）、公允价值变动（-0.09 亿元）、少数股东损益（-0.20 亿元）；而增利项主要来自于费用和税金（+2.30 亿元）、其他/投资收益等（+1.95 亿元）、所得税（+0.14 亿元）、营业外收支（+0.99 亿元）。

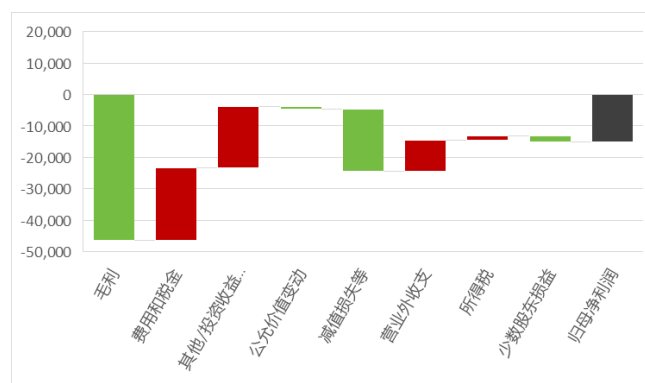
环比来看，2024Q4 v.s. 2024Q3：2024Q4，公司归母净利润环比减少 3.23 亿元。减利主要来自于毛利（-5.29 亿元）、减值损失等（-2.52 亿元）、营业外收支（-0.11 亿元）、少数股东损益（-0.45 亿元）；增利项主要在于其他/投资收益（+1.28 亿元）、费用和税金（+2.68 亿元）、所得税（+1.26 亿元）。

图25：2024Q4 业绩环比变化拆分（单位：万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图26：2024Q4 业绩同比变化拆分（单位：万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，矿端紧张有望驱动锡价持续上行

3.1 公司锡、铟行业龙头地位稳固

公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，有望受益电子需求复苏。

2024 年，公司保有资源量为：矿石量 2.58 亿吨，锡金属量 62.62 万吨、铜金属量 114.99 万吨、锌金属量 366.10 万吨、铟 4,821 吨、三氧化钨量 7.78 万吨、铅金属量 9.63 万吨、银 2,460 吨。2024 年公司下属矿山单位共投入勘探支出 1.01 亿元，全年新增有色金属资源量 5.24 万吨，其中：锡 1.76 万吨、铜 3.48 万吨。2023 年，公司锡金属在国内锡市场占有率为 47.98%，同比上升 0.06pct，全球锡市场占有率为 25.03%，同比上升 2.11pct；公司精铟产量全球市场占有率为 5.01%，国内市场占有率为 7.35%，其中原生铟全球市占率约 11.35%，国内市占率约 29.79%。

2024 年，公司锡矿产量 3.12 万吨，同比减少 2.46%，铜矿产量 2.69 万吨，同比减少 12.32%，铟矿产量 11.38 万吨，同比减少 7.21%。2024 年，公司统筹规划区域矿山建设，优化生产布局，系统配置采选资源，充分释放区域产能，聚力攻关采选关键技术，进一步增强矿山价值创造能力，保障公司自给原料供应，实现锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 30.21%、15.91%、72.72%。

2024 年，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，压铸锌合金产能 5 万吨/年，铟冶炼产能 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，位列 2024 年全球十大精锡生产商中第一位。

表1：2024 年新增有色金属资源情况

矿区	资源储量类型	矿石量 万吨	锡金属量 吨	铜金属量 吨	总金属量 吨
所属矿山	探明资源量	38.52	4,218	2,792	7,010
	控制资源量	137.68	6,980	18,680	25,660
	推断资源量	167.05	6,391	13,359	19,750
总计		343.25	17,589	34,831	52,420

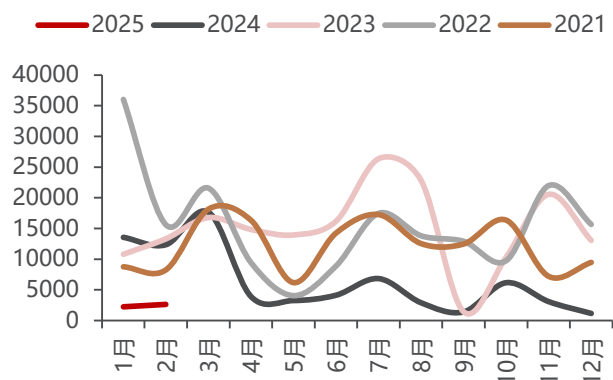
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司持续强化市场竞争力，积极通过战略合作巩固龙头地位，保障锡原料采购确保稳产创效。2025 年，公司计划产品锡 9 万吨、产品铜 12.5 万吨、产品锌 13.16 万吨、铟锭 102.3 吨。2024 年公司与全球第五大精锡生产商印尼 PT 蒂玛签订战略合作框架协议，推动云锡与 PT 蒂玛在全球市场信息交流、贸易技术合作等方面实现共赢；与内蒙古克什克腾旗人民政府签署《锡产业合作协议》，增强公司对国内锡资源的整合能力，强化资源保障能力和可持续发展能力；与国内生产锡精矿骨干企业兴业银锡签署《战略合作框架协议》，推动双方在资源、技术等多方面的合作，协同推进国内锡行业持续稳定健康发展。

3.2 供给扰动不断，需求稳步向好驱动锡价上行

缅甸复产进度或继续延迟，缅甸减量影响持续加剧锡矿紧缺局势。缅甸是我国主要的锡矿进口国，2023 年 8 月 1 日起，缅甸佤邦已停止一切勘探、开采、加工等作业，目前尚未复产。因此自 2024 年 4 月起，缅甸锡精矿进口量显著下降，月均锡精矿进口量不足 1000 金属吨，2024 年缅甸锡精矿进口量约 7.64 万实物吨（不足 2 万金属吨），同比减少 58%。2025 年 3 月底，缅甸佤邦传出复产计划，原定 4 月 1 日召开筹备会议，但受到缅甸地震影响，复产筹备推迟。考虑复产活动需要一定筹备周期，25 年缅甸锡矿复产量预计难以对冲 24 年减量，矿端紧缺局势难改。

图27：缅甸锡矿月度进口量（实物吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：缅甸锡矿年度进口量

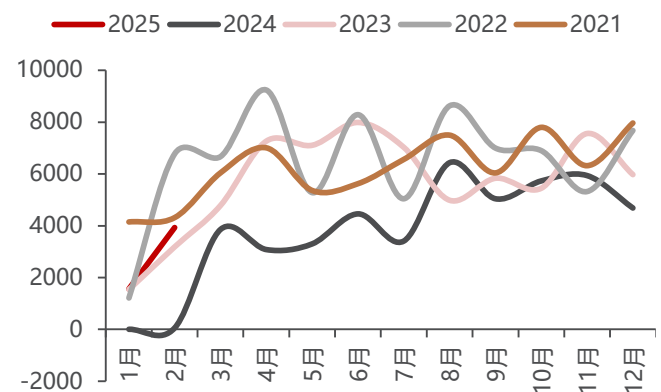


资料来源：wind，民生证券研究院

受出口许可证颁布延迟影响，印尼 2024 年精炼锡出口量显著下降，印尼锡资源枯竭趋势增加锡供给不确定性。2024 年，受印尼出口许可证颁布延迟影响，24Q1 印尼精炼锡出口基本处于暂停状态，后续伴随许可证陆续发放精炼锡出口量呈现逐步修复趋势。2024 年，印尼精炼锡出口量约 4.6 万吨，同比显著下降 33%，对全球精炼锡供应产生较大扰动。同时，印尼锡矿资源枯竭趋势显著，印尼锡行业

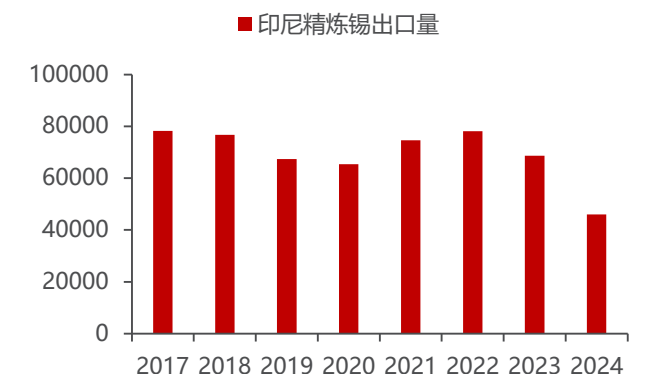
的垄断企业天马公司近些年陆地锡矿产量显著下降，其锡矿产出更加依赖于滨海锡矿，未来锡矿供应不确定性增加。

图29：印尼精炼锡月度出口量（金属吨）



资料来源：印尼贸易部，民生证券研究院

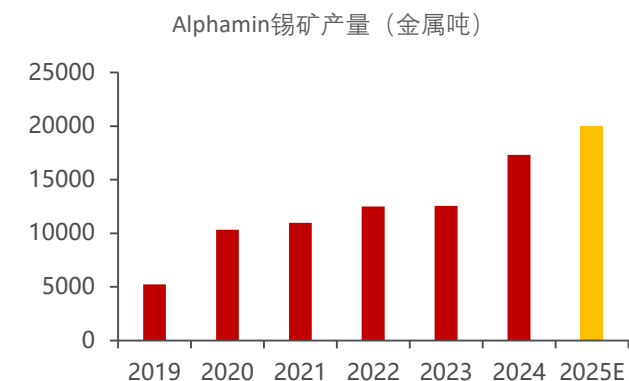
图30：印尼精炼锡年度出口量（金属吨）



资料来源：印尼贸易部，民生证券研究院

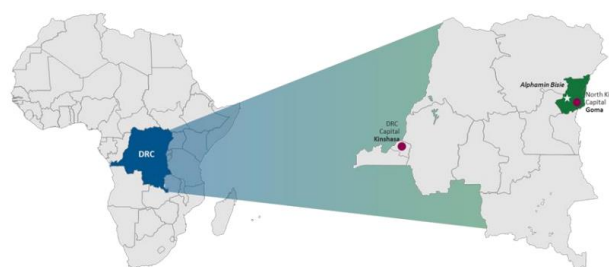
刚果金战乱导致 Alphamin 的 Bisie 锡矿暂停运营，加剧锡矿供应扰动。2025年3月13日，Alphamin 公告宣布其 Bisie 锡矿因武装袭击在暂停运营。Alphamin 的 Bisie 锡矿有两个矿区，MpamaNorth 矿是世界上品位最高的锡矿，目前生产的原矿的平均锡品位约为 4%，MpamaSouth 的锡品位为 2%。Alphamin 的 Mpama North 加工厂于 2019 年第二季度完工，MpamaSouth 加工厂于 2024 年第二季度完工，Bisie 的年产能于 2024 年提高了约 60%，目前每年的总产量约为 20000 吨金属锡。2024 年，Alphamin 锡矿产锡约 1.73 万吨，同比提升 38%，占据全球锡矿供应约 6.2%。目前刚果金政府军和 M23 叛军尚未有效和谈，Bisie 锡矿短期难以复产，加剧锡矿短缺。

图31：Alphamin 锡矿产量（金属吨）



资料来源：Alphamin 官网，民生证券研究院

图32：Alphamin 锡矿受到刚果金战乱影响暂停运营



资料来源：Alphamin 官网，民生证券研究院

马来西亚冶炼厂因燃气管道爆炸暂时停产，增添供应扰动因素。2025 年 4 月 3 日，马来西亚冶炼厂（MSC）宣布，由于布特拉高地（Putra Heights）附近一处燃气管道发生爆炸，公司位于印达岛（Pulau Indah）的锡冶炼厂将暂时停产。爆炸发生于 2025 年 4 月 1 日，造成燃气供应中断，影响了靠近巴生港（Port Klang）的印达岛（Pulau Indah）冶炼设施的正常运行。目前，马来西亚冶炼厂尚未公布燃气恢复的具体时间表。马来西亚冶炼厂 2024 年的精炼锡产量为 16300 吨，为全球第五大精炼锡生产商，占据全球精炼锡供应比例约 4.4%。

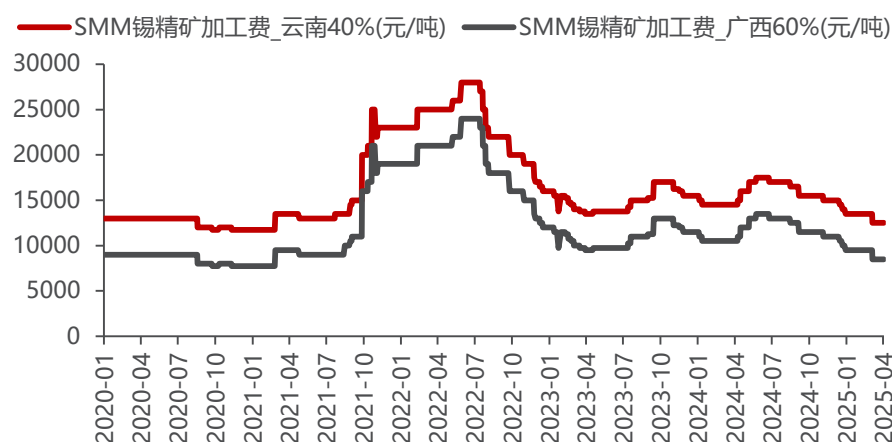
图33：全球前十大精炼锡厂商产量情况（吨）

排名	公司	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	锡业股份（中国）	82000	77100	80100	85000
2	Minsur（秘鲁）	31800	32700	31700	36300
3	云南乘风（中国）	17000	20600	21800	21800
4	PT Timah（印尼）	26500	19800	15300	18900
5	马来西亚冶炼公司	16400	18800	20700	16300
6	广西华锡（中国）	9200	10900	12000	16100
7	EM Vinto（玻利维亚）	12100	10300	10000	12700
8	江西新南山（中国）	11600	10800	9500	9700
9	Thaisarco（泰国）	12100	9500	9200	9500
10	Aurubis Beerse（比利时）	9800	8200	9300	7700

资料来源：ITA，民生证券研究院

锡矿供应持续紧张，锡精矿加工费持续下行。国内锡矿产区产量基本保持平稳，缅甸进口矿为国内锡矿重要补充渠道，2024 年由于缅甸进口锡矿显著减量，国内锡矿供需持续紧张，锡精矿加工费持续下行。2024 年 6 月至今，锡精矿加工费（云南）从 17500 元/吨下行至 12500 元/吨，基本处于行业盈亏平衡线，2024 年 12 月至今锡精矿加工费下行更是呈现加速趋势。目前缅甸复产或将推迟，刚果金锡矿暂停运营影响也将逐渐反映，国内锡矿紧缺局势难改。

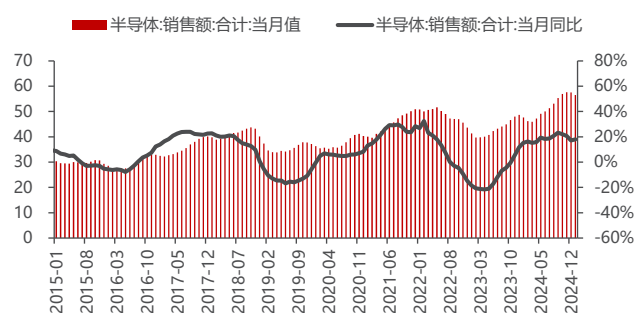
图34：国内锡精矿加工费持续下行



资料来源：SMM，民生证券研究院

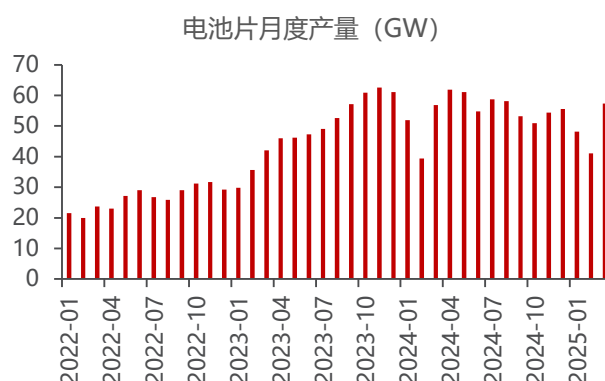
电子需求稳步复苏，光伏抢装拉动增量需求。电子行业需求自 2023 年下半年以来持续修复，2024 年全球半导体销售额实现 6181.5 亿美元，同比增长 18.95%，2025 年 1 月，全球半导体销售额实现 565.2 亿美元，同比增速达 17.90%，电子需求上行趋势确定，有望受益 AI 应用叠加汽车电子放量持续增长。2025 年 1 月和 2 月，光伏市场发布两个重磅政策：《分布式光伏发电开发建设管理办法》和《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，明确 4 月 30 日后并网的分布式项目将无法全额上网，5 月 31 日起新增项目需全面通过电力市场竞价交易。因此部分投资商加紧争取在 5 月 1 日和 6 月 1 日之前实现并网，以锁定政策红利，带动光伏抢装需求迅速增长，也带动了企业排产和出货增加。光伏焊带耗锡量占精炼锡需求近些年快速提升已接近 10%，深度受益光伏抢装需求。

图35：电子行业需求持续修复



资料来源：wind，民生证券研究院

图36：光伏电池片月度产量



资料来源：SMM，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异。目前锡供给侧扰动不断，缅甸地震影响复产进度、刚果金战乱影响非洲锡矿供应，供应紧张局面加剧，需求侧电子需求稳步复苏，叠加光伏迎抢装需求、新能源汽车需求快速增长，锡价中枢有望持续上行，公司有望深度受益锡价上行。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.71/25.06/25.53 亿元，对应 2025 年 4 月 7 日的 PE 分别为 10X/9X/9X，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锡、锌、铜价格大幅波动风险。公司主营产品为锡、锌、铜、铟等金属产品,公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。若相关金属产品价格波动剧烈,公司经营业绩可能存在一定波动风险。

2) 安全环保风险。随着国家产业升级和深化改革步伐的深入,国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格,相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

3) 下游需求不及预期风险。国内外全球经济复苏节奏或不及预期,导致锡、锌、铜等下游需求领域放量不及预期,影响公司产品销量,从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41,973	46,206	47,223	47,538
营业成本	37,947	41,031	41,799	42,068
营业税金及附加	452	508	519	523
销售费用	61	67	68	69
管理费用	811	892	912	918
研发费用	397	393	401	404
EBIT	2,225	3,403	3,612	3,647
财务费用	292	318	353	327
资产减值损失	-167	-145	-148	-149
投资收益	192	92	94	95
营业利润	2,098	3,032	3,206	3,266
营业外收支	-263	0	0	0
利润总额	1,835	3,032	3,206	3,266
所得税	265	455	481	490
净利润	1,570	2,578	2,725	2,776
归属于母公司净利润	1,444	2,371	2,506	2,553
EBITDA	4,005	5,263	5,347	5,549

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,544	4,659	7,336	9,859
应收账款及票据	704	651	666	670
预付款项	18	143	146	147
存货	7,546	7,098	7,231	7,277
其他流动资产	1,466	1,548	1,291	1,297
流动资产合计	12,279	14,100	16,668	19,250
长期股权投资	881	974	1,068	1,163
固定资产	16,450	16,392	16,280	16,159
无形资产	3,168	3,160	3,140	3,118
非流动资产合计	24,364	24,365	24,584	24,511
资产合计	36,643	38,464	41,253	43,761
短期借款	1,200	4,200	4,200	4,200
应付账款及票据	1,400	1,539	1,568	1,578
其他流动负债	4,912	1,235	1,257	1,265
流动负债合计	7,513	6,974	7,026	7,043
长期借款	5,812	5,812	5,812	5,812
其他长期负债	1,401	1,381	1,663	1,663
非流动负债合计	7,213	7,193	7,475	7,475
负债合计	14,726	14,167	14,501	14,519
股本	1,646	1,646	1,646	1,646
少数股东权益	1,069	1,276	1,495	1,718
股东权益合计	21,917	24,297	26,752	29,242
负债和股东权益合计	36,643	38,464	41,253	43,761

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.91	10.09	2.20	0.67
EBIT 增长率	2.89	52.98	6.15	0.95
净利润增长率	2.55	64.14	5.72	1.87
盈利能力 (%)				
毛利率	9.59	11.20	11.49	11.51
净利率	3.44	5.13	5.31	5.37
总资产收益率 ROA	3.94	6.16	6.08	5.83
净资产收益率 ROE	6.93	10.30	9.92	9.28
偿债能力				
流动比率	1.63	2.02	2.37	2.73
速动比率	0.56	0.91	1.29	1.64
现金比率	0.34	0.67	1.04	1.40
资产负债率 (%)	40.19	36.83	35.15	33.18
经营效率				
应收账款周转天数	5.64	4.99	4.99	4.99
存货周转天数	72.58	64.43	64.43	64.43
总资产周转率	1.14	1.23	1.18	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.44	1.52	1.55
每股净资产	12.67	13.99	15.35	16.72
每股经营现金流	2.07	3.04	2.83	3.01
每股股利	0.12	0.16	0.17	0.18
估值分析				
PE	16	10	9	9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.68	5.85	5.75	5.54
股息收益率 (%)	0.87	1.19	1.26	1.28

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,570	2,578	2,725	2,776
折旧和摊销	1,781	1,860	1,734	1,903
营运资金变动	-506	115	-318	-241
经营活动现金流	3,405	5,004	4,656	4,959
资本开支	-907	-1,506	-1,578	-1,734
投资	605	0	0	0
投资活动现金流	-300	-1,506	-1,300	-1,734
股权募资	1,993	0	0	0
债务募资	-3,226	-555	0	0
筹资活动现金流	-2,774	-1,383	-679	-701
现金净流量	338	2,115	2,676	2,523

插图目录

图 1: 2024 年公司实现营收 419.73 亿元	3
图 2: 2024 年公司实现归母净利润 14.44 亿元	3
图 3: 2024Q4 公司实现营收 127.60 亿元	3
图 4: 2024Q4 公司实现归母净利润 1.61 亿元	3
图 5: 2024 年公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	4
图 6: 2024 年分产品营收占比结构	4
图 7: 公司主要产品销量 (单位: 吨)	5
图 8: 公司主要产品单价 (单位: 万元/吨)	5
图 9: 2024 年公司毛利分产品占比情况	6
图 10: 公司产品单吨毛利情况 (单位: 万元/吨)	6
图 11: 公司净利率与毛利率情况	6
图 12: 公司分产品毛利率变化	6
图 13: 公司三费情况	7
图 14: 公司研发费用占营收比重情况	7
图 15: 2024 年公司投资收益情况	7
图 16: 2024 年公司减值损失情况	7
图 17: 2024 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 18: 2024 年公司资产负债率情况	8
图 19: 2024 年公司经营净现金流	8
图 20: 2024 年公司 ROE 情况	8
图 21: 公司分季度三费情况	9
图 22: 公司分季度费用率情况	9
图 23: 公司分季度研发费用占营收比重情况	9
图 24: 公司分季度毛利率与净利率情况	9
图 25: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	10
图 26: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	10
图 27: 缅甸锡矿月度进口量 (实物吨)	12
图 28: 缅甸锡矿年度进口量	12
图 29: 印尼精炼锡月度出口量 (金属吨)	13
图 30: 印尼精炼锡年度出口量 (金属吨)	13
图 31: Alphamin 锡矿产量 (金属吨)	13
图 32: Alphamin 锡矿受到刚果金战乱影响暂停运营	13
图 33: 全球前十大精炼锡厂商产量情况 (吨)	14
图 34: 国内锡精矿加工费持续下行	15
图 35: 电子行业需求持续修复	15
图 36: 光伏电池片月度产量	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2024 年新增有色金属资源情况	11
公司财务报表数据预测汇总	18

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048