



买入（维持）

所属行业：有色金属/小金属
当前价格(元)：13.87

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

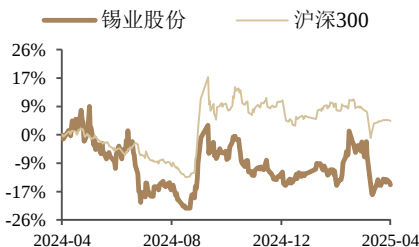
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.20	-1.91	-4.01
相对涨幅(%)	-9.63	2.96	-2.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《锡业股份：业绩符合预期，关注锡价变化》，2024.10.28
- 《锡业股份：产品量价齐升，利润上涨明显》，2024.8.26

锡业股份：原料自给上行，行业持续景气

投资要点

- 事件。**公司近期发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年，公司实现营业收入 419.73 亿元，同比减少 0.91%；利润总额达到 18.35 亿元，同比增长 5.15%；实现归母净利润 14.44 亿元，同比增长 2.55%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 97.29 亿元，同比增长 15.82%；利润总额达到 6.08 亿元，同比增长 40.51%；实现归母净利润 4.99 亿元，同比增长 53.09%。
- 多数产品量价齐升带动公司业绩上行。**产品产量方面，公司 2024 年生产有色金属总量 36.10 万吨，其中：锡 8.48 万吨、铜 13.03 万吨、锌 14.40 万吨，三者的原料自给率分别为 30.21%、15.91%、72.72%，公司自产矿折金属量分别为 2.56、2.07、10.47 万吨，其中锡、锌矿的自给情况较 2024 年有所提升；2025 年第一季度，公司锡金属产量也有一定提升。从产品价格来看，2024 年锡、铜、锌三种金属的价格分别为 248,267.60、75,018.68、23,418.55 元/吨，均较 2023 年有一定上行，2025 年第一季度，上述三种金属的价格分别为 260,836.84、77,438.25、24,057.21 元/吨，其中锡、铜价格有所上涨。
- 供需格局持续向好，锡金属持续景气。**供应端，锡金属地壳含量较低，稀缺性较强。2024 年东南亚传统锡矿主产国开始持续收紧关于锡资源开采的政策，直接导致全球锡矿供应收紧，虽有部分海外新项目投产，但生产环境稳定性不足，预计未来锡矿供应增长有限。需求端，2024 年全球锡消费量同比实现正增长，新能源汽车、动力电池组和光伏产品与锡需求具备较强的关联性，2024 年相关应用领域增速稳定一定程度上带动了国内锡需求增长。同时，在传统需求领域，由于锡焊料广泛运用于智能手机、笔记本电脑、人形机器人、AI 服务器和通讯基站等终端，伴随着全球半导体周期企稳回升，相关锡焊料需求也持续同步回暖。
- 锡行业龙头，有望持续享受行业景气。**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，压铸锌合金产能 5 万吨/年，钨冶炼产能 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。自 2005 年以来公司锡产销量位居全球第一，根据国际锡业协会统计，公司位列 2024 年十大精锡生产商中之首。根据公司自身产销量和行业组织公布的相关数据测算，2024 年公司锡金属国内市场占有率为 47.98%，全球市场占有率为 25.03%。
- 投资建议。**锡金属景气度预计将长期持续，看好公司发展，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 22.69、24.06、28.28 亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、行业政策大幅变动、生产事故等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,645.80		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	1,645.80	营业收入(百万元)	42,359	41,973	45,818	48,055	50,594
52 周内股价区间(元):	12.71-17.74	(+/-)YOY(%)	-18.5%	-0.9%	9.2%	4.9%	5.3%
总市值(百万元):	22,827.27	净利润(百万元)	1,408	1,444	2,269	2,406	2,828
总资产(百万元):	36,802.97	(+/-)YOY(%)	4.6%	2.5%	57.1%	6.0%	17.5%
每股净资产(元):	12.71	全面摊薄 EPS(元)	0.86	0.88	1.38	1.46	1.72
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	9.2%	9.6%	11.0%	11.0%	11.6%
		净资产收益率(%)	7.9%	6.9%	9.9%	9.5%	10.0%
资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所							
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润							

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.85	1.38	1.46	1.72
每股净资产	12.67	13.95	15.41	17.13
每股经营现金流	2.07	1.99	2.30	2.52
每股股利	0.29	0.41	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.46	10.14	9.56	8.14
P/B	1.11	1.00	0.91	0.82
P/S	0.55	0.50	0.48	0.45
EV/EBITDA	7.77	6.72	5.88	4.63
股息率%	2.1%	3.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.6%	11.0%	11.0%	11.6%
净利润率	3.7%	5.2%	5.3%	5.9%
净资产收益率	6.9%	9.9%	9.5%	10.0%
资产回报率	3.9%	5.8%	5.8%	6.3%
投资回报率	5.9%	7.1%	6.9%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.9%	9.2%	4.9%	5.3%
EBIT 增长率	2.9%	34.4%	4.5%	15.1%
净利润增长率	2.5%	57.1%	6.0%	17.5%
偿债能力指标				
资产负债率	40.2%	38.0%	35.9%	33.7%
流动比率	1.6	2.0	2.4	2.8
速动比率	0.6	0.8	1.2	1.6
现金比率	0.3	0.6	1.0	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	4.9	5.5	5.7	5.6
存货周转天数	66.5	68.0	68.0	68.0
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1
固定资产周转率	2.6	2.8	3.0	3.2

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,444	2,269	2,406	2,828
少数股东损益	126	114	120	141
非现金支出	2,001	1,358	1,340	1,353
非经营收益	339	154	152	150
营运资金变动	-506	-619	-236	-319
经营活动现金流	3,405	3,276	3,783	4,153
资产	-907	-736	-341	-399
投资	605	-316	-316	-316
其他	3	44	46	49
投资活动现金流	-300	-1,007	-611	-666
债权募资	-3,226	0	0	0
股权募资	1,993	0	0	0
其他	-1,541	-363	-199	-199
融资活动现金流	-2,774	-363	-199	-199
现金净流量	338	1,905	2,973	3,289

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41,973	45,818	48,055	50,594
营业成本	37,947	40,776	42,781	44,733
毛利率%	9.6%	11.0%	11.0%	11.6%
营业税金及附加	452	545	572	602
营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	61	79	83	87
营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	811	1,143	1,198	1,262
管理费用率%	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	397	430	451	474
研发费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
EBIT	2,225	2,989	3,122	3,595
财务费用	292	148	110	50
财务费用率%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-167	-10	-10	-10
投资收益	192	44	46	49
营业利润	2,098	2,875	3,049	3,583
营业外收支	-263	0	0	0
利润总额	1,835	2,875	3,049	3,583
EBITDA	4,005	4,336	4,452	4,937
所得税	265	492	522	614
有效所得税率%	14.4%	17.1%	17.1%	17.1%
少数股东损益	126	114	120	141
归属母公司所有者净利润	1,444	2,269	2,406	2,828

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,544	4,450	7,423	10,712
应收账款及应收票据	704	853	821	920
存货	7,546	7,858	8,303	8,596
其它流动资产	1,484	1,684	1,672	1,748
流动资产合计	12,279	14,845	18,220	21,976
长期股权投资	881	1,164	1,447	1,730
固定资产	16,450	16,452	16,024	15,601
在建工程	542	332	174	55
无形资产	3,168	3,059	2,949	2,839
非流动资产合计	24,364	24,058	23,376	22,738
资产总计	36,643	38,903	41,595	44,713
短期借款	1,200	1,200	1,200	1,200
应付票据及应付账款	1,400	1,545	1,545	1,686
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,912	4,810	4,975	4,983
流动负债合计	7,513	7,555	7,720	7,869
长期借款	5,812	5,812	5,812	5,812
其它长期负债	1,401	1,401	1,401	1,401
非流动负债合计	7,213	7,213	7,213	7,213
负债总计	14,726	14,768	14,934	15,082
实收资本	1,646	1,646	1,646	1,646
普通股股东权益	20,848	22,952	25,359	28,187
少数股东权益	1,069	1,183	1,303	1,445
负债和所有者权益合计	36,643	38,903	41,595	44,713

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8 年证券研究经验，2022 年上海证券报能源行业第二名，2021 年新财富能源开采行业入围，2020 年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019 年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。