

锡业股份（000960.SZ）——半年报点评

二季度扣非利润表现亮眼，致力提升现有矿山价值

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 210.93 亿元，同比+12.35%；实现归母净利润 10.62 亿元，同比+32.76%；实现扣非净利润 13.03 亿元，同比+30.55%。公司于 25Q2 实现营收 113.65 亿元，同比+9.53%，环比+16.82%；实现归母净利润 5.62 亿元，同比+18.76%，环比+12.61%；实现扣非净利润 8.10 亿元，同比+16.60%，环比+64.04%。

核心产品产销量数据：今年上半年，公司生产有色金属总量约 18.13 万吨，其中：锡 4.81 万吨，锌 6.98 万吨，铜 6.25 万吨，铅 937 吨；同时生产稀贵金属：钨 71 吨，金 565 千克，银 59 吨。公司于年初发布 2025 年的主要工作目标是：产品锡 9 万吨，产品铜 12.5 万吨，产品锌 13.16 万吨，钨锭 102.3 吨；其中在上半年，锡完成全年目标的 53.44%，锌完成全年目标的 53.04%，铜完成全年目标的 50%，钨完成全年目标的 69.40%。公司上半年多措并举，确保经营质量稳中有升。

公司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：公司自 2005 年以来锡产销量位居全球第一，2024 年公司锡金属国内市占率为 47.98%，全球市占率为 25.03%。展望今年下半年，公司将持续夯实资源，持续加强选矿技术攻关和强化冶炼竞争优势；同时将聚焦打造全球最优锡钢产品供应商和全球最优锡钢行业解决方案提供商的战略目标，进一步加强对卡房矿区的资源勘查，提升公司的未来钨、锡相关资源的增储和开发利用水平，加大对尾矿资源的综合利用水平，不断提升现有矿山价值创造能力。

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 2025-2027 年营收为 437.34/440.88/444.42（原预测 425.77/432.85/439.93）亿元，同比增速 4.2%/0.8%/0.8%；归母净利润为 23.48/27.55/30.06（原预测 23.92/26.03/28.15）亿元，同比增速 62.5%/17.4%/9.1%；摊薄 EPS 为 1.43/1.67/1.83，当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司是全球最大精锡生产企业，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供给端增长受限以及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，公司有望充分分享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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,359	41,973	43,734	44,088	44,442
(+/-%)	-18.5%	-0.9%	4.2%	0.8%	0.8%
净利润(百万元)	1,408	1,444	2,348	2,755	3,006
(+/-%)	4.6%	2.5%	62.5%	17.4%	9.1%
每股收益(元)	0.86	0.88	1.43	1.67	1.83
EBIT Margin	5.1%	5.5%	8.4%	9.0%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	6.9%	10.4%	11.3%	11.3%
市盈率 (PE)	22.8	22.2	13.7	11.6	10.7
EV/EBITDA	14.4	13.0	8.5	8.0	7.5
市净率 (PB)	1.80	1.54	1.43	1.31	1.21

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

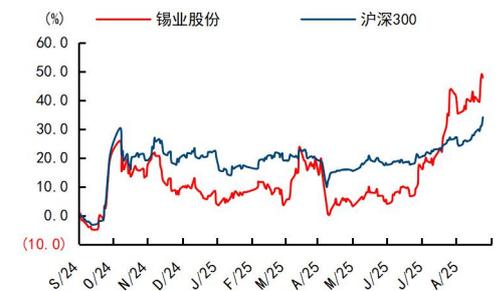
有色金属·小金属

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 yangyaohong@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	19.49 元
总市值/流通市值	32077/32077 百万元
52 周最高价/最低价	19.97/12.60 元
近 3 个月日均成交额	475.29 百万元

市场走势

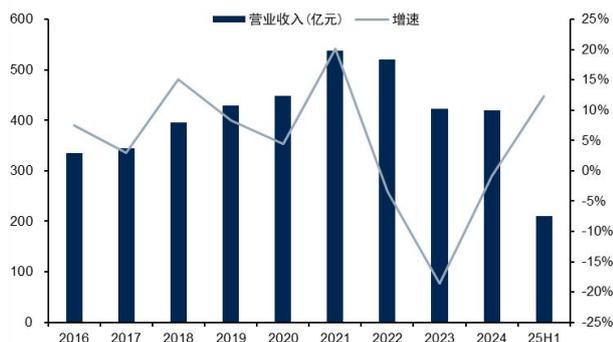


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《锡业股份（000960.SZ）年报点评：扣非净利润同比大幅提升，长期保持市场领先地位》——2025-04-08
- 《锡业股份（000960.SZ）三季报点评：三季度量和价略有影响，但不改公司全年目标》——2024-10-28
- 《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

公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 210.93 亿元，同比+12.35%；实现归母净利润 10.62 亿元，同比+32.76%；实现扣非净利润 13.03 亿元，同比+30.55%；实现经营活动产生的现金流量净额 14.25 亿元，同比-8.15%。其中，公司于 25Q2 实现营收 113.65 亿元，同比+9.53%，环比+16.82%；实现归母净利润 5.62 亿元，同比+18.76%，环比+12.61%；实现扣非净利润 8.10 亿元，同比+16.60%，环比+64.04%。公司二季度扣非净利润表现亮眼。

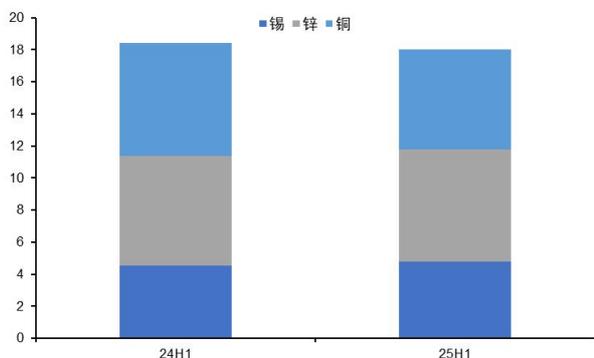
图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

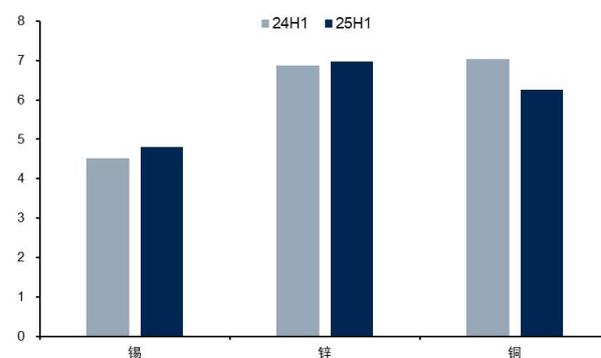
图2：公司归母净利润（单位：亿元）


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：今年上半年，公司生产有色金属总量约 18.13 万吨，其中：锡 4.81 万吨，锌 6.98 万吨，铜 6.25 万吨，铅 937 吨；同时生产稀贵金属：铟 71 吨，金 565 千克，银 59 吨。今年上半年面对原料供应紧张局面，公司大力推进原料采购“双渠道”战略，在稳住精矿采购渠道的同时，不断拓展二次原料采购渠道，采购适合公司生产工艺流程原料，增强有价金属价值贡献，全力保障原料供应稳定。另外，在自有矿山开发方面，公司高效组织矿山生产，优化采场布局，强化选厂抛废流程，积极克服出矿量及出矿品位的挑战，矿山基础进一步夯实。公司于年初发布 2025 年的主要工作目标：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；其中在上半年，锡完成全年目标的 53.44%，锌完成全年目标的 53.04%，铜完成全年目标的 50%，铟完成全年目标的 69.40%。总体来看，公司上半年多措并举，确保经营质量稳中有升。

图3：公司核心产品产量（按总量，万吨）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

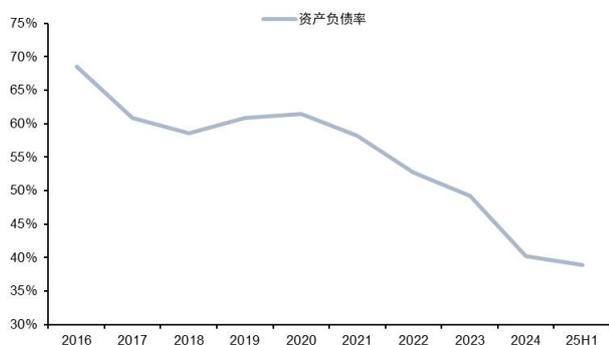
图4：公司核心产品产量（按品种，万吨）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司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 2024 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，2024 年公司锡金属国内市占率为 47.98%，全球市占率为 25.03%。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 5 万吨/年、铜冶炼产能 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。展望今年下半年，公司将持续夯实资源，持续加强选矿技术攻关和强化冶炼竞争优势；同时将聚焦打造全球最优锡钢产品供应商和全球最优锡钢行业解决方案提供商的战略目标，进一步加强对卡房矿区的资源勘查，提升公司的未来钨、锡相关资源的增储和开发利用水平，加大对尾矿资源的综合利用水平，不断提升现有矿山价值创造能力。

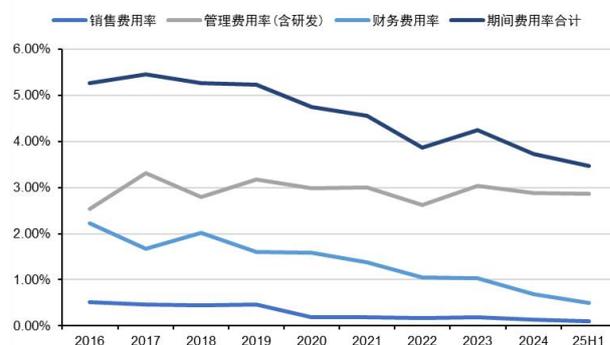
财务数据方面：①截至 2025 年半年度，公司资产负债率降至 38.88%；在手货币资金约 21.77 亿元，同比-39.36%；在手存货约 79.55 亿元，同比+30.45%；②在期间费用方面，今年上半年，公司销售费用 2407 万元，同比-16.66%；管理费用约 4.22 亿元，同比-7.38%；研发费用约 1.81 亿元，同比+11.18%；财务费用约 1.05 亿元，同比-41.28%，财务费用大幅下降主要是公司银行借款规模下降以及资金综合成本降低所致；③公司今年上半年对部分固定资产进行报废处置，账面净额约 3.20 亿元，对归母净利润影响约 2.72 亿元，此次固定资产报废主要针对公司所属矿山单位部分井巷构筑物，相关资产目前无利用价值，不能处置变现，属于闲置无效、低效资产，无法满足公司当前使用需求。

图5：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6：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

盈利预测：维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营收为 437.34/440.88/444.42 (原预测 425.77/432.85/439.93) 亿元，同比增速 4.2%/0.8%/0.8%；归母净利润为 23.48/27.55/30.06 (原预测 23.92/26.03/28.15) 亿元，同比增速 62.5%/17.4%/9.1%；摊薄 EPS 为 1.43/1.67/1.83，当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司是全球最大精锡生产企业，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供给端增长受限，以及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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2084	2544	7066	9747	13045	营业收入	42359	41973	43734	44088	44442
应收款项	1192	1408	1294	1341	1386	营业成本	38482	37947	38305	38363	38406
存货净额	6468	7546	6205	6683	6789	营业税金及附加	373	452	459	463	467
其他流动资产	696	502	523	527	532	销售费用	82	61	48	48	49
流动资产合计	10850	12279	15366	18577	22030	管理费用	1036	811	1001	1008	1016
固定资产	17787	16992	16088	15106	14059	研发费用	245	397	372	375	378
无形资产及其他	3371	3168	3042	2915	2788	财务费用	438	292	219	220	222
投资性房地产	3886	3322	3322	3322	3322	投资收益	122	192	100	100	100
长期股权投资	1167	881	881	881	881	资产减值及公允价值变动	(11)	163	(200)	(200)	(200)
资产总计	37060	36643	38698	40801	43080	其他收入	(206)	(667)	(145)	(148)	(151)
短期借款及交易性金融负债	5225	4755	5000	5000	5000	营业利润	1852	2098	3457	3737	4032
应付款项	1581	1400	1391	1391	1390	营业外净收支	(107)	(263)	(400)	(200)	(200)
其他流动负债	1010	1357	1358	1357	1357	利润总额	1745	1835	3057	3537	3832
流动负债合计	7816	7513	7749	7748	7747	所得税费用	219	265	459	531	575
长期借款及应付债券	8752	5812	5812	5812	5812	少数股东损益	118	126	251	251	251
其他长期负债	1682	1401	1401	1401	1401	归属于母公司净利润	1408	1444	2348	2755	3006
长期负债合计	10434	7213	7213	7213	7213	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	18250	14726	14962	14961	14960	净利润	1408	1444	2348	2755	3006
少数股东权益	1020	1069	1245	1420	1596	资产减值准备	(17)	167	(5)	(10)	(11)
股东权益	17790	20848	22491	24420	26524	折旧摊销	1362	1306	1836	1918	1985
负债和股东权益总计	37060	36643	38698	40801	43080	公允价值变动损失	(6)	4	200	200	200
						财务费用	479	333	219	220	222
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(2257)	(467)	1421	(541)	(167)
每股收益	0.86	0.88	1.43	1.67	1.83	其它	1703	951	180	185	186
每股红利	0.41	0.52	0.43	0.50	0.55	经营活动现金流	2193	3405	5981	4508	5200
每股净资产	10.81	12.67	13.67	14.84	16.12	资本开支	(1025)	(909)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	5%	6%	10%	11%	13%	其它投资现金流	412	610	0	0	0
ROE	8%	7%	10%	11%	11%	投资活动现金流	(613)	(300)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	9%	10%	12%	13%	14%	权益性融资	6	1993	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	8%	9%	10%	负债净变化	807	(2940)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(678)	(848)	(704)	(827)	(902)
收入增长	-19%	-1%	4%	1%	1%	其它融资现金流	(2069)	(979)	245	0	0
净利润增长率	5%	3%	63%	17%	9%	融资活动现金流	(1934)	(2774)	(459)	(827)	(902)
资产负债率	52%	43%	42%	40%	38%	现金净变动	(347)	338	4522	2681	3298
股息率	2.1%	2.6%	2.2%	2.6%	2.8%	货币资金的期初余额	2093	1746	2544	7066	9747
P/E	22.8	22.2	13.7	11.6	10.7	货币资金的期末余额	1746	2084	7066	9747	13045
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	2348	1863	5382	3740	4434
EV/EBITDA	14.4	13.0	8.5	8.0	7.5	权益自由现金流	1532	(1362)	5281	3466	4224

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 ±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 ±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

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