


公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月27日

基础数据

08月26日收盘价(元)	20.41
总市值(亿元)	335.91
总股本(亿股)	16.46

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】锡业股份年报点评：供给扰动频繁推动锡价上行，公司经营业绩增长-2025.04.04

【兴证金属】锡业股份半年报点评：供给偏紧驱动锡价上行，公司业绩同比增长-2024.08.26

分析师：李怡然

 S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

 S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

锡业股份(000960.SZ)

Q2 扣非利润亮眼，有望充分受益锡价上行

投资要点：

- **业绩概要：**公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入210.93亿元，同比增长12.35%；实现归母净利润10.62亿元，同比增长32.76%；实现扣非归母净利润13.03亿元，同比增长30.55%；实现基本每股收益0.63元。
- **受益商品价格上涨，公司业绩同比实现增长。**（1）产量：2025年上半年公司生产有色金属总量达18.13万吨，包括锡4.81万吨、锌6.98万吨、铜6.25万吨、铅937吨、产品钢71吨，金565千克，银59吨。（2）价格及利润：2025年上半年SMM1#锡、SMM0#锌锭、SMM#电解铜含税均价分别为26.24/2.33/7.77万元/吨，同比+9.2%/+5.2%/+4.2%。2025年上半年公司锡锭、锌产品、铜产品毛利率分别为13.2%/43.4%/0.6%，同比+0.4pct/+5.8pct/-1.1pct。整体来看，2025年上半年锡、锌、铜金属价格同比增长，叠加公司降本增效，推动公司盈利水平提升，公司2025年上半年实现归母净利润10.62亿元，同比增长32.76%，实现扣非归母净利润13.03亿元，同比增长30.55%。同时，公司将聚焦打造全球最优锡铟产品供应商和全球最优锡铟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。
- **25Q2 扣非利润环比大幅增长。**分季度看，24Q2-25Q2公司分别实现归母净利润4.74/4.84/1.61/4.99/5.62亿元，25Q2环比+12.6%；实现扣非归母净利润6.94/4.52/4.93/4.94/8.10亿元，25Q2环比+64.0%。从价格来看，24Q2-25Q2SMM1#锡现货均价分别为26.32/26.04/25.09/26.07/26.40万元/吨，25Q2环比+1.2%；SMM0#锌锭均价分别为2.33/2.36/2.55/2.41/2.26万元/吨，25Q2环比-5.9%；SMM#电解铜均价分别为7.96/7.51/7.54/7.73/7.80万元/吨，25Q2环比+0.9%。整体来看，25Q2锡价上行推动公司业绩增长，此外公司25Q2固定资产报废损失约3.2亿元计入营业外支出，因此公司实际经营性利润环比实现显著提升。
- **锡铟行业龙头，产储领先，有望充分受益锡价上涨。**公司拥有的锡资源储量和铟资源储量成就了公司锡、铟双龙头产业地位，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。锡：公司锡资源生产基地个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，自2005年以来公司锡产销量稳居全球第一，占有全球锡市场最大份额。公司根据自身产销量和行业协会公布的相关数据测算，2024年国内市场占有率为47.98%，同比+0.06pct，全球市场占有率为25.03%，同比+2.11pct。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。铟：公司铟生产基地都龙矿区拥有丰富的铟资源储量，铟资源储量全球第一，是全国最大的原生铟生产基地。根据公司自身产销量和行业协会公布的相关数据测算，2024年公司精铟国内市场占有率为7.35%，全球市场占有率为5.01%；其中，国内原生铟占比为29.79%，全球原生铟占比为11.35%。因此公司作为锡铟行业龙头，有望充分受益锡价上涨。
- **供给扰动解除但增量有限，锡价中枢长期上移。**供给端，目前刚果（金）及佤邦均逐步推动复产，但刚果（金）Alphamin公司受停产影响，年内生产指引由2万吨下降至1.75万吨，同比2024年持平；同时缅甸佤邦复产进度缓慢，同时受成本提升、矿山品位下降以及备库等影响，年内增量或将有限。因此整体看，虽然供给紧张有所缓解但增量有限，长期看锡矿储采比下滑，资本开支不足导致新增矿山增量有限，供应约束瓶颈长期

存在。需求端，消费电子温和复苏，同时 AI 算力驱动有望带动锡需求持续增长。综合供需，锡供需或将延续紧平衡格局，支撑锡价中枢长期上移。

- **盈利预测与投资建议：**2025 年以来受供应扰动影响锡价持续上涨，目前延续高位运行，长期看锡供需紧格局有望延续，未来锡价中枢有望维持高位，公司作为锡业龙头将充分受益。根据公司年报指引，2025 年公司计划生产产品锡 9 万吨、产品铜 12.5 万吨、产品锌 13.16 万吨、镭锭 102.3 吨。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 23.37、26.31、27.76 亿元，EPS 分别为 1.42、1.60、1.69 元，8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 14.4、12.8、12.1 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：缅甸超预期复产、下游需求大幅下滑、原材料与能源成本大幅波动等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	41973	47621	48299	49095
同比增长	-0.9%	13.5%	1.4%	1.6%
归母净利润（百万元）	1444	2337	2631	2776
同比增长	2.5%	61.8%	12.6%	5.5%
毛利率	9.6%	11.4%	12.0%	12.3%
ROE	6.9%	10.4%	10.8%	10.6%
每股收益（元）	0.88	1.42	1.60	1.69
市盈率	23.3	14.4	12.8	12.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12279	13571	15382	17376
货币资金	2544	3692	5174	6999
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	704	723	745	765
预付款项	18	147	126	117
存货	7546	7449	7756	7889
其他	1466	1559	1581	1605
非流动资产	24364	24001	23731	23342
长期股权投资	881	831	781	731
固定资产	16450	16993	17240	17266
在建工程	542	271	136	68
无形资产	3168	2982	2795	2608
商誉	0	0	0	0
其他	3322	2925	2779	2669
资产总计	36643	37572	39113	40718
流动负债	7513	9922	9510	9052
短期借款	1200	2200	1700	1200
应付票据及应付账款	1400	1583	1610	1619
其他	4912	6139	6199	6233
非流动负债	7213	3898	3798	3698
长期借款	5812	2512	2412	2312
其他	1401	1386	1386	1386
负债合计	14726	13820	13308	12750
股本	1646	1646	1646	1646
未分配利润	8155	9451	10881	12387
少数股东权益	1069	1272	1501	1743
股东权益合计	21917	23752	25805	27969
负债及权益合计	36643	37572	39113	40718

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1444	2337	2631	2776
折旧和摊销	1781	1861	1810	1929
营运资金的变动	-506	-71	-239	-125
经营活动产生现金流量	3405	4883	4886	5260
资本支出	-907	-1809	-1810	-1819
长期投资	605	5	5	5
投资活动产生现金流量	-300	-1724	-1743	-1749
债权融资	-3226	-968	-599	-599
股权融资	1993	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2774	-2026	-1660	-1686
现金净变动	338	1147	1483	1825

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41973	47621	48299	49095
营业成本	37947	42202	42484	43050
税金及附加	452	524	531	540
销售费用	61	71	72	74
管理费用	811	952	966	982
研发费用	397	476	483	491
财务费用	292	237	238	246
投资收益	192	155	162	164
公允价值变动收益	-4	-2	-2	-2
信用减值损失	-54	-67	-64	-63
资产减值损失	-167	-150	-150	-150
营业利润	2098	3200	3575	3770
营业外收支	-263	-211	-211	-220
利润总额	1835	2988	3364	3550
所得税	265	448	505	533
净利润	1570	2540	2859	3018
少数股东损益	126	203	229	241
归属母公司净利润	1444	2337	2631	2776
EPS(元)	0.88	1.42	1.60	1.69

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.9%	13.5%	1.4%	1.6%
营业利润增长率	13.3%	52.5%	11.7%	5.4%
归母净利润增长率	2.5%	61.8%	12.6%	5.5%
盈利能力				
毛利率	9.6%	11.4%	12.0%	12.3%
归母净利率	3.4%	4.9%	5.4%	5.7%
ROE	6.9%	10.4%	10.8%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	36.8%	34.0%	31.3%
流动比率	1.63	1.37	1.62	1.92
速动比率	0.56	0.55	0.74	0.98
营运能力				
资产周转率	113.9%	128.3%	126.0%	123.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.88	1.42	1.60	1.69
每股经营现金	2.07	2.97	2.97	3.20
估值比率(倍)				
PE	23.3	14.4	12.8	12.1
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn