

锡业股份(000960)

报告日期: 2025 年 08 月 31 日

利润反转已验证，重点关注资源外拓

——锡业股份 2025 年中报点评

投资要点

- ❑ 锡业股份发布 2025 年中报，其中归母净利润 10.62 亿，同比+32.76%。扣非归母净利润 13.03 亿元，同比+30.55%，扣非归母表现优秀。利润反转整体已验证。
- ❑ 产量：锡冶炼口径产量上升较快
冶炼口径：25H1 锡产量 4.81 万吨（去年同期 4.52 万吨），铜 6.25 万吨（去年同期 7.03 万吨），锌 6.98 万吨（去年同期 6.88 万吨），铟 71 吨（去年同期 65 吨）。
- ❑ 三费比率持续转好，资产负债率再下行
2025 年 H1 公司管理费用率 2%（去年同期 2.43%），财务费用率 0.5%（去年同期 0.95%），研发费用率 0.86%（去年同期 0.87%），2025 年 H1 资产负债率跌至 38.88%，资产负债率继续下行跌破 40%，资产结构持续优化。
- ❑ 归母&扣非归母差在哪里？
非经常性损益中，主要的负值项为非流动性资产处置损益，影响约 3.2 亿元净利润。我们认为该项可能为公司固定资产报废或处置所带来的收益。加上所得税等其他影响因素，25H1 的非经常性损益合计-2.4 亿。我们认为，公司下半年计提资产规模将逐步变小。
- ❑ 老卡房新故事，打开云锡钨矿资源新局面
根据公司公告，锡业股份卡房分矿已获得云南省自然资源厅 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨 65%）开采总量配额指标 688 吨。未来随着卡房分矿建设进度逐渐加快，公司有望打开二次成长曲线，坐稳锡基本盘的同时外拓钨矿资源，在资源方面取得重要突破。
- ❑ 锡价观点：Q3 是全年锡价基本面最好时刻，期待季度行情
我们认为，Q3 是全年锡基本面最好的时刻，从供给看，缅甸短时间内难以出大量的矿石。同时 LME 锡库存位于低位，海外锡供应较为紧缺。同时国内锡业股份冶炼厂 8 月底停产检修不超 45 日，国内锡供应短期内也难以放量。海内海外或行成双紧缺局面。从需求看，金九银十旺季降至，在 AI 下游需求拉动下，锡金属需求有望得到好转，期待季度行情。
- ❑ 盈利预测与估值：
公司是锡行业龙头公司，行业地位稳固。因目前锡价相比 2024 年均价上行，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.89 亿元、25.35 亿元、27.55 亿元，分别同比 +58.48%、+10.75%、+8.68%。EPS 分别为 1.39/ 1.54/ 1.67 元，对应的 PE 分别为 15.71/ 14.19/ 13.05 倍，维持公司买入评级。
- ❑ 风险提示：下游需求不及预期，缅甸复产进度超预期

投资评级：买入(维持)

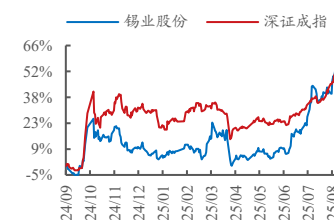
分析师：沈皓俊
执业证书号：S1230523080011
shenhaojun@stocke.com.cn

分析师：沈家悦
执业证书号：S1230525080013
shenjia Yue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.85
总市值(百万元)	35,960.77
总股本(百万股)	1,645.80

股票走势图



相关报告

- 《看好 25 年利润反转，量价齐升》 2025.04.04
- 《静待锡价上行增厚利润》 2024.04.17
- 《锡业股份：锡行业龙头，A 股锡板块优质标的》 2023.07.27

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,973	42,520	43,085	43,870
(+/-) (%)	-0.91%	1.30%	1.33%	1.82%
归母净利润	1,444	2,289	2,535	2,755
(+/-) (%)	2.55%	58.48%	10.75%	8.68%
每股收益(元)	0.88	1.39	1.54	1.67
P/E	24.90	15.71	14.19	13.05

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,279	17,052	21,466	25,503
现金	2,544	8,063	12,259	16,117
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	704	906	924	886
其它应收款	704	650	646	646
预付账款	18	520	526	541
存货	7,546	6,298	6,474	6,657
其他	763	615	636	655
非流动资产	24,364	23,508	22,686	21,618
金融资产类	50	63	78	78
长期投资	881	821	861	861
固定资产	16,450	15,600	14,766	13,971
无形资产	3,168	3,101	2,991	2,781
在建工程	542	419	316	233
其他	3,272	3,504	3,674	3,694
资产总计	36,643	40,560	44,151	47,121
流动负债	7,513	8,059	7,901	7,883
短期借款	1,200	830	589	589
应付款项	1,400	1,312	1,327	1,289
预收账款	0	4	4	4
其他	4,912	5,913	5,981	6,001
非流动负债	7,213	8,098	9,098	9,098
长期借款	5,812	6,713	7,713	7,713
其他	1,401	1,386	1,386	1,386
负债合计	14,726	16,157	16,999	16,981
少数股东权益	1,069	1,263	1,477	1,710
归属母公司股东权	20,848	23,140	25,675	28,430
负债和股东权益	36,643	40,560	44,151	47,121

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,405	4,258	4,126	4,492
净利润	1,570	2,482	2,749	2,988
折旧摊销	1,781	1,094	1,152	1,273
财务费用	333	287	314	330
投资损失	(195)	(84)	(90)	0
营运资金变动	(506)	275	(182)	(246)
其它	421	204	183	148
投资活动现金流	(300)	(371)	(432)	(362)
资本支出	(907)	(375)	(268)	(353)
长期投资	605	(1)	(144)	(9)
其他	3	5	(20)	0
筹资活动现金流	(2,774)	1,617	502	(272)
短期借款	(907)	(370)	(241)	0
长期借款	(2,940)	900	1,000	0
其他	1,072	1,087	(257)	(272)
现金净增加额	338	5,519	4,196	3,858

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,973	42,520	43,085	43,870
营业成本	37,947	37,790	38,208	38,656
营业税金及附加	452	383	388	395
营业费用	61	128	129	132
管理费用	811	808	810	812
研发费用	397	340	345	351
财务费用	292	210	72	(38)
资产减值损失	(167)	(50)	(75)	(75)
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	192	84	90	0
其他经营收益	118	117	120	0
营业利润	2,098	3,024	3,283	3,488
营业外收支	(263)	(154)	(123)	(73)
利润总额	1,835	2,870	3,160	3,415
所得税	265	387	411	427
净利润	1,570	2,482	2,749	2,988
少数股东损益	126	194	214	233
归属母公司净利润	1,444	2,289	2,535	2,755
EBITDA	4,005	4,174	4,384	4,650
EPS (最新摊薄)	0.88	1.39	1.54	1.67

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.91%	1.30%	1.33%	1.82%
营业利润	13.25%	44.14%	8.58%	6.24%
归属母公司净利润	2.55%	58.48%	10.75%	8.68%
获利能力				
毛利率	9.59%	11.12%	11.32%	11.89%
净利率	3.44%	5.38%	5.88%	6.28%
ROE	6.93%	9.89%	9.87%	9.69%
ROIC	5.86%	7.23%	6.97%	6.82%
偿债能力				
资产负债率	40.19%	39.84%	38.50%	36.04%
净负债比率	36.69%	17.89%	3.42%	-9.72%
流动比率	1.63	2.12	2.72	3.24
速动比率	0.56	1.21	1.77	2.26
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.10	1.02	0.96
应收账款周转率	72.94	72.05	80.53	85.52
应付账款周转率	25.46	27.86	28.96	29.56
每股指标(元)				
每股收益	0.88	1.39	1.54	1.67
每股经营现金	2.07	2.59	2.51	2.73
每股净资产	12.67	14.06	15.60	17.27
估值比率				
P/E	24.90	15.71	14.19	13.05
P/B	1.72	1.55	1.40	1.26
EV/EBITDA	7.77	9.66	8.41	7.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>