

检修影响金属产量，锡价上行促进业绩增长

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023 年前三季度，公司实现营业收入 336.58 亿元，同比减少 20.18%，归母净利润 10.95 亿元，同比减少 18.59%，扣非归母净利润 9.90 亿元，同比减少 18.61%。单季度来看，2023Q3，公司实现营业收入 108.26 亿元，环比减少 7.56%，同比减少 4.42%；实现归母净利润 4.08 亿元，环比减少 2.94%，同比增加 333.10%；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，环比增加 17.86%，同比增加 282.45%，超过此前我们的预期。

➤ 点评：检修影响金属产量，锡价上行促进业绩增长

➤ **量：受到检修影响，2023Q3 公司有色金属产量略微下滑。**2023Q3，公司生产产品锡 1.66 万吨，环比减少 5000 吨；生产产品铜 3.46 万吨，环比减少 2900 吨；生产产品锌 3.79 万吨，环比增加 3000 吨；生产铟锭 20.36 吨，环比减少 6.28 吨。2023 年前三季度，公司共生产有色金属 26.48 万吨，其中产品锡 5.90 万吨、产品铜 9.97 万吨、锌锭 8.26 万吨、铸造用锌合金折锌 2.11 万吨、铟锭 66 吨。

➤ **价：锡金属价格及锡精矿加工费环比上涨，公司盈利能力环比提升。**2023 前三季度公司毛利率为 8.27%，同比下降 2.42pct；2023Q3 公司毛利率为 9.73%，环比提升 2.22pct，同比提升 4.93pct。2023Q3，锡期货结算价均价为 22.35 万元/吨，环比提升 8.05%，锌期货结算价均价为 2.08 万元/吨，环比提升 0.25%，铜期货结算价均价为 6.87 万元/吨，环比提升 2.34%。2023Q3，锡精矿加工费（云南 40%）均价为 15117 元/吨，环比提升 10.32%；国产锌精矿加工费均价为 5077 元/吨，环比提升 3.87%；铜精矿 TC 指数均价为 93.22 美元/吨，环比提升 6.73%。

➤ **缅甸进口锡矿跟踪：**2023 年 7-9 月缅甸进口锡矿实物量分别为 26385 吨、22845 吨、1421 吨，9 月缅甸进口锡矿已显著下滑；10 月份缅甸进口锡矿预计较 9 月份略有增加，总体量级约为正常进口月份的 50% 水平。（缅甸进口锡精矿约为 20% 锡精矿）

➤ **核心看点：**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，电子需求复苏有望驱动锡价中枢上行，公司有望受益。锡矿供给端紧缺局面延续，缅甸禁矿政策加剧供应紧缺局势；锡需求侧光伏领域高速增长，电子行业需求有望逐步复苏；锡供需格局演绎趋势有望推动锡价中枢上行。

➤ **投资建议：**公司作为锡行业龙头企业，在电子需求复苏叠加光伏、新能源汽车、化工等领域需求拉动下，有望受益锡价上行实现利润增长。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.24/17.04/18.03 亿元，对应 2023 年 10 月 26 日收盘价的 PE 分别为 13X/13X/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动风险、新品研发不及预期、下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	51998	44104	42591	43296
增长率（%）	-3.4	-15.2	-3.4	1.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1346	1624	1704	1803
增长率（%）	-52.2	20.6	5.0	5.8
每股收益（元）	0.82	0.99	1.04	1.10
PE	16	13	13	12
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
13.23 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@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) 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

2. 锡业股份 (000960.SZ) 2022 年年报点评：Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩-2023/04/10

3. 锡业股份 (000960.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 存货跌价拖累业绩，锡铟龙头资源价值依旧-2022/08/23

4. 锡业股份 (000960.SZ) 2021 年报及 22Q1 业绩预告点评：锡锌闪耀，业绩绽放-2022/04/19

5. 【民生金属·公司点评】锡业股份 (000960)：锡铜锌产品价格齐涨，2021 年业绩超预期-2022/01/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	51998	44104	42591	43296
营业成本	46993	39877	38308	38886
营业税金及附加	285	375	362	368
销售费用	92	97	94	95
管理费用	1148	1014	980	996
研发费用	219	221	213	216
EBIT	2290	2513	2629	2728
财务费用	548	451	543	521
资产减值损失	-987	-210	-126	-128
投资收益	107	176	170	173
营业利润	1849	2028	2130	2252
营业外收支	-27	0	0	0
利润总额	1821	2028	2130	2252
所得税	251	264	277	293
净利润	1570	1765	1853	1959
归属于母公司净利润	1346	1624	1704	1803
EBITDA	3751	4014	4269	4518

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2398	4431	6288	7908
应收账款及票据	726	630	609	619
预付款项	317	325	312	317
存货	5937	5033	4910	4984
其他流动资产	1761	1231	1014	1029
流动资产合计	11139	11650	13133	14856
长期股权投资	316	492	662	835
固定资产	17563	17528	17421	17307
无形资产	3473	3462	3443	3423
非流动资产合计	25531	26369	26400	26424
资产合计	36670	38020	39533	41280
短期借款	2487	5487	5487	5487
应付账款及票据	1514	1408	1352	1373
其他流动负债	5710	1454	1408	1425
流动负债合计	9711	8348	8247	8285
长期借款	7945	9199	9199	9199
其他长期负债	1692	1351	1351	1351
非流动负债合计	9637	10550	10550	10550
负债合计	19348	18899	18798	18835
股本	1646	1646	1646	1646
少数股东权益	932	1073	1222	1378
股东权益合计	17322	19121	20735	22445
负债和股东权益合计	36670	38020	39533	41280

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.43	-15.18	-3.43	1.65
EBIT 增长率	-48.45	9.72	4.61	3.78
净利润增长率	-52.21	20.60	4.98	5.76
盈利能力 (%)				
毛利率	9.63	9.58	10.06	10.19
净利润率	2.59	3.68	4.00	4.16
总资产收益率 ROA	3.67	4.27	4.31	4.37
净资产收益率 ROE	8.21	9.00	8.73	8.56
偿债能力				
流动比率	1.15	1.40	1.59	1.79
速动比率	0.44	0.73	0.95	1.15
现金比率	0.25	0.53	0.76	0.95
资产负债率 (%)	52.76	49.71	47.55	45.63
经营效率				
应收账款周转天数	4.38	4.66	4.66	4.66
存货周转天数	46.12	47.98	47.98	47.98
总资产周转率	1.34	1.18	1.10	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	0.99	1.04	1.10
每股净资产	9.96	10.97	11.86	12.80
每股经营现金流	3.07	3.17	2.43	2.50
每股股利	0.12	0.14	0.15	0.16
估值分析				
PE	16	13	13	12
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.88	8.30	7.80	7.38
股息收益率 (%)	0.91	1.09	1.15	1.21
现金流量表 (百万元)				
净利润	1570	1765	1853	1959
折旧和摊销	1461	1501	1641	1790
营运资金变动	439	1294	-109	-266
经营活动现金流	5048	5210	4007	4107
资本开支	-1554	-1369	-1422	-1562
投资	0	-728	0	0
投资活动现金流	-1438	-1967	-1237	-1562
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-3683	-588	0	0
筹资活动现金流	-5750	-1210	-914	-926
现金净流量	-2130	2034	1857	1619

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026