

锡板块量价齐升，业绩同比增长

➤ **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 19.66 亿元，同比减少 4.42%，归母净利润 2.48 亿元，同比增长 36.93%，扣非归母净利润 2.30 亿元，同比增长 2901.57%。单季度来看，2023Q3，公司实现营业收入 6.90 亿元，环比增加 1.38%，同比增加 5.08%；实现归母净利润 8790 万元，环比增加 3.65%，同比增加 99.30%；实现扣非归母净利润 8337 万元，环比减少 0.87%，同比增加 5496.59%。

➤ 点评：锡板块量价齐升，业绩同比增长

➤ **量：金属产销量同比增长。**2023Q3，公司锡精矿（含低度锡）产量 1626 吨，同比增长 11.60%，销量 66 吨，同比减少 25.98%，委托加工量 1384 吨，同比增加 6.26%；公司锌精矿产量 8487 吨，同比增长 2.24%，销量 1743 吨，同比增长 43.37%，委托加工量 6084 吨，同比减少 10.22%；公司铅锑精矿产量为 3192 吨，同比减少 12.69%，销量为 3192 吨，同比减少 13.94%；公司锡锭（自产精矿加工）产量 1705 吨，同比增长 80.61%，销量 1244 吨，同比增长 10.32%；锡锭（外购精矿、粗锡加工）产量 549 吨，同比增加 1678.06%，销量 549 吨，同比增加 1678.06%；锌锭（自产精矿加工）产量 6665 吨，同比增长 19.12%，销量 6665 吨，同比增长 19.12%。

➤ **价：锡价上涨抬升锡板块盈利，锌、锑价格下跌盈利下滑。**2023 年前三季度，公司毛利率为 41.51%，同比提升 6.62pct；2023Q3，公司毛利率为 39.98%，环比下降 1.92pct，同比提升 12.65pct。分产品，2023Q3，锡锭毛利率为 47.13%，环比下降 2.20pct，同比提升 30.76pct，锌锭毛利率为 22.99%，环比提升 11.33pct，同比下降 5.18pct，铅锑精矿毛利率为 72.16%，环比下降 5.96pct，同比提升 0.92pct，锌精矿毛利率为 46.47%，环比下降 5.60pct，同比下降 2.25pct。看金属价格，2023Q3，锡期货结算价均价为 22.35 万元/吨，环比提升 8.05%，同比提升 17.93%；锌期货结算价均价为 2.08 万元/吨，环比提升 0.25%，同比下降 13.44%；锑均价为 7.90 万元/吨，环比下降 3.84%，同比下降 2.70%；铅期货结算价均价为 1.62 万元/吨，环比提升 6.10%，同比提升 7.91%。

➤ **核心看点：公司为锡、锑双龙头，矿产资源储量丰富。**公司拥有铜坑矿、高峰矿两大矿山的采矿权，截至 2020 年 9 月，铜坑矿保有资源储量锡/锑/铅/锌 11.1/5.9/12.2/244 万吨，平均品位 0.13/0.29/0.73/2.67%，采选产能为 237.6 万吨/年；截至 2021 年 4 月，高峰矿保有资源储量锡/锑/铅/锌 13.5/16.1/18.0/55.1 万吨，平均品位 1.44/1.72/1.92/5.89%，采选产能为 33 万吨/年。此外公司共有大厂矿田铜坑矿（巴力-长坡锌矿）、大厂矿田铜坑矿（黑水沟-大树脚矿段）、大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿、大厂矿田羊角尖区锌铜矿等探矿权，未来仍有进一步增储空间。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.22/3.93/4.30 亿元，对应 10 月 30 日收盘价，2023-2025 年 PE 依次为 28/23/21 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目不及预期风险，原材料价格波动风险，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	589	2629	3034	3270
增长率（%）	49.4	346.4	15.4	7.8
归属母公司股东净利润（百万元）	18	322	393	430
增长率（%）	-66.3	1673.9	22.2	9.4
每股收益（元）	0.03	0.51	0.62	0.68
PE	492	28	23	21
PB	26.4	2.5	2.3	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
14.09 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

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

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	589	2629	3034	3270
营业成本	535	1590	1809	1942
营业税金及附加	2	92	106	114
销售费用	1	8	9	10
管理费用	32	192	221	239
研发费用	1	32	33	36
EBIT	19	719	855	929
财务费用	-1	77	84	86
资产减值损失	0	-5	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	20	638	771	844
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	21	638	771	844
所得税	2	102	116	127
净利润	18	536	655	717
归属于母公司净利润	18	322	393	430
EBITDA	32	899	1046	1151

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	153	1040	946	1567
应收账款及票据	16	149	175	188
预付款项	150	32	36	39
存货	0	300	347	372
其他流动资产	122	173	196	209
流动资产合计	440	1694	1699	2376
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	11	1411	1698	1970
无形资产	2	1538	1536	1534
非流动资产合计	26	4341	4330	4298
资产合计	466	6035	6029	6675
短期借款	0	1000	1000	1000
应付账款及票据	33	283	322	346
其他流动负债	87	927	320	344
流动负债合计	120	2210	1642	1689
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	95	98	97
非流动负债合计	9	95	98	97
负债合计	128	2305	1740	1787
股本	235	633	633	633
少数股东权益	0	214	476	763
股东权益合计	338	3730	4289	4888
负债和股东权益合计	466	6035	6029	6675

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	49.41	346.37	15.40	7.78
EBIT 增长率	-68.73	3709.12	18.90	8.65
净利润增长率	-66.26	1673.93	22.25	9.45
盈利能力 (%)				
毛利率	9.21	39.52	40.38	40.61
净利润率	3.08	12.23	12.95	13.16
总资产收益率 ROA	3.89	5.33	6.52	6.45
净资产收益率 ROE	5.37	9.14	10.31	10.43
偿债能力				
流动比率	3.68	0.77	1.03	1.41
速动比率	1.68	0.56	0.71	1.07
现金比率	1.27	0.47	0.58	0.93
资产负债率 (%)	27.54	38.19	28.86	26.77
经营效率				
应收账款周转天数	9.62	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	0.00	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.29	0.81	0.50	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.51	0.62	0.68
每股净资产	0.53	5.56	6.03	6.52
每股经营现金流	0.03	1.25	1.36	1.53
每股股利	0.00	0.15	0.19	0.20
估值分析				
PE	492	28	23	21
PB	26.4	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	301.06	10.76	9.25	8.40
股息收益率 (%)	0.00	1.08	1.32	1.45
现金流量表 (百万元)				
净利润	18	536	655	717
折旧和摊销	13	180	191	222
营运资金变动	-9	72	-21	-8
经营活动现金流	21	793	862	968
资本开支	-3	-102	-175	-188
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-3	-123	-175	-188
股权募资	0	592	0	0
债务募资	0	-959	-645	0
筹资活动现金流	-3	-343	-781	-158
现金净流量	15	327	-94	622

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。	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