

业绩稳健，Q3 产量有所下滑

2024 年 10 月 25 日

➤ **事件：公司发布 2024 年三季度报告。**2024 年 Q1-3 公司营收 11.02 亿元，同比+30.64%，归母净利 3.50 亿元，同比+43.15%；扣非归母净利 3.57 亿元，同比+43.09%。其中，2024Q3 公司营收 3.86 亿元，同比+30.70%，环比-7.56%；季度归母净利 1.36 亿元，同比+46.92%，环比+1.37%；季度扣非归母净利 1.35 亿元，同比+47.11%，环比-4.43%。

➤ **铅锌价格景气带动公司利润同比大增，Q3 产量有所下滑。**①**价：铅锌价格保持高位，环比基本持平。**Q3 锌价 2.36 万元/吨、铅价 1.8 万元/吨，同比分别变化+13.2%、+10.9%，环比分别变化+0.3%、-0.4%。②**量：前三季度公司产量有所上升，但三季度产量同环比有所下滑。**2024Q1-3，公司生产锌精矿、铅精矿（含银）分别为 4.52 万吨、1.56 万吨，同比分别变化+4.2%、+3.4%；2024Q3 公司生产锌精矿、铅精矿（含银）分别为 1.45 万吨、0.50 万吨，同比分别变化-10%、-12.4%，环比分别变化-12.9%、-11.3%。

➤ **同比来看，2024Q3 公司归母净利润同比增长 0.43 亿元，主要原因是毛利增长 0.65 亿元，减利项则主要为费用税金。**其中，毛利增长主要是公司主产品铅锌价格同比去年有较大幅度上涨，费用方面则主要为管理费用和财务费用上升较多。

➤ **环比来看，2024Q3 公司归母净利润增长 183 万元，主要原因是毛利减少 1374 万元，增利项则主要为费用税金和营业外利润，分别为 955 万元和 859 万元。**其中，毛利减少主要是公司产量环比下滑，费用方面则主要是税金及附加下降，且本期无重大营业外支出。

➤ **未来看点：**江洛矿区整合将提升产能至 450 万吨/年，成长性突出。公司正在积极推进江洛矿区三座铅锌矿山的整合工作，整合完成后，整体矿山产能将从现有的 178 万吨/年（郭家沟 150 万吨，江洛 28 万吨）提升至 450 万吨/年（郭家沟 150 万吨，江洛 300 万吨），铅锌金属产量有望快速增长，成长性突出

➤ **投资建议：**公司是甘肃铅锌龙头企业，江洛矿区未来将提供显著增量，铅锌产销规模有望不断增长。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 4.96/6.07/8.68 亿元，对应 2024 年 10 月 24 日收盘价的 PE 分别为 24/19/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目整合进度不及预期风险，资源储量风险、金属价格波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,283	1,564	1,983	2,783
增长率（%）	3.5	21.9	26.8	40.3
归属母公司股东净利润（百万元）	343	496	607	868
增长率（%）	-27.0	44.6	22.4	43.0
每股收益（元）	0.35	0.51	0.62	0.89
PE	34	24	19	13
PB	3.7	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.97 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1.金徽股份 (603132.SH) 公司动态报告：量价齐升推动业绩增长，江洛矿区整合有序推进
-2024/08/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,283	1,564	1,983	2,783
营业成本	581	609	786	1,112
营业税金及附加	58	67	85	120
销售费用	1	1	1	2
管理费用	154	182	231	325
研发费用	42	52	65	92
EBIT	457	657	819	1,140
财务费用	55	86	121	142
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	402	571	699	1,000
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	394	571	699	1,000
所得税	51	75	92	132
净利润	343	496	607	868
归属于母公司净利润	343	496	607	868
EBITDA	645	851	1,030	1,373

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	720	712	1,078	1,330
应收账款及票据	1	17	22	31
预付款项	3	5	6	9
存货	33	59	76	108
其他流动资产	17	30	33	40
流动资产合计	773	823	1,217	1,518
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,673	3,989	4,467	5,052
无形资产	785	785	785	785
非流动资产合计	4,866	5,755	6,555	7,355
资产合计	5,639	6,579	7,772	8,873
短期借款	891	1,690	1,690	1,690
应付账款及票据	65	59	76	108
其他流动负债	1,093	425	460	526
流动负债合计	2,049	2,174	2,227	2,324
长期借款	213	1,045	1,745	2,245
其他长期负债	193	207	207	207
非流动负债合计	405	1,252	1,952	2,452
负债合计	2,455	3,426	4,179	4,776
股本	978	978	978	978
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,184	3,152	3,593	4,097
负债和股东权益合计	5,639	6,579	7,772	8,873

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.50	21.90	26.83	40.29
EBIT 增长率	-23.69	43.76	24.74	39.20
净利润增长率	-27.02	44.57	22.38	43.01
盈利能力 (%)				
毛利率	54.71	61.06	60.37	60.05
净利润率	26.74	31.71	30.59	31.19
总资产收益率 ROA	6.08	7.54	7.81	9.78
净资产收益率 ROE	10.77	15.73	16.89	21.18
偿债能力				
流动比率	0.38	0.38	0.55	0.65
速动比率	0.35	0.34	0.50	0.60
现金比率	0.35	0.33	0.48	0.57
资产负债率 (%)	43.53	52.08	53.77	53.83
经营效率				
应收账款周转天数	8.03	2.09	3.58	3.43
存货周转天数	26.37	27.11	31.06	29.87
总资产周转率	0.24	0.26	0.28	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.51	0.62	0.89
每股净资产	3.26	3.22	3.67	4.19
每股经营现金流	0.78	0.57	0.99	1.33
每股股利	0.54	0.17	0.37	0.53
估值分析				
PE	34	24	19	13
PB	3.7	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	21.01	15.91	13.15	9.87
股息收益率 (%)	4.51	1.42	3.11	4.45

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	343	496	607	868
折旧和摊销	188	194	211	232
营运资金变动	180	-213	25	48
经营活动现金流	758	557	972	1,301
资本开支	-257	-992	-1,008	-1,029
投资	-417	0	0	0
投资活动现金流	-744	-1,072	-1,008	-1,029
股权募资	0	0	0	0
债务募资	601	1,091	700	500
筹资活动现金流	168	507	402	-21
现金净流量	182	-8	366	251

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收到任何形式的补偿。

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