

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.97
总股本/流通股本(亿股)	5.92 / 1.60
总市值/流通市值(亿元)	106 / 29
52 周内最高/最低价	21.04 / 10.60
资产负债率(%)	64.2%
市盈率	224.62
第一大股东	广西华锡集团股份有限 公司
持股比例(%)	60.3%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

南化股份(600301)

锡价下跌拖累业绩，Q1 表现略低于预期

● 投资要点

公司发布 2023 年一季报，报告期内公司实现营业收入/归母净利润 5.96/0.75 亿元，同比减少 18.96%/19.41%，实现扣非归母净利 0.63 亿元，业绩略低于预期。

锡价下跌拖累业绩，铅锑产品表现亮眼。分业务看，公司锡锭/锌锭/锡精矿/铅锑精矿/锌精矿产品实现营收 2.56/1.01/0.13/1.09/0.14 亿元，同比变化 -48.28%/100.00%/-40.10%/61.00%/-80.83%，毛利率较上年变化 4.98/13.47/-29.50/10.81/-5.49 个百分点。其中锡精矿及锡锭产品营收下降主要由于锡价均价同比下跌 37.08%，锌精矿产品主要用于冶炼锌锭，对外销售收入有所下滑。产量端，公司生产锡锭/锌锭/锡精矿/铅锑精矿/锌精矿产品 1269/5009/77/3010/965 吨，同比变化 24.16%/100.00%/-11.08%/40.85%/-77.40%，矿山生产基本恢复正常。

经营稳定，募资 6 亿元加速铜坑矿开发。公司一季度销售费用/管理费用/财务费用占比为 0.34%/7.21%/3.86%，资产负债率为 57.88%，其中流动负债占总负债比例为 93.89%，总体经营稳定，财务状况良好。此外公司向特定投资者募集资金 6 亿元用于广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目，储量/产量有望再上台阶。

电子用锡或提前复苏，光伏用锑持续景气。锡的主要下游为电子用锡，从库存与新增订单观察均有复苏迹象，23 年在 AI 需求带动下有望提前复苏，锑价在光伏需求支撑下高位运行，传统需求阻燃剂随地产行业缓慢复苏，下半年中枢或抬升至 9 万元/吨。

投资建议：公司作为国内锡/锑主要生产商，经营稳健，看好公司业绩下半年在锡/锑价格驱动下稳步增长。预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 26.29/29.15/32.47 亿元，分别同比增长 346.36%/10.89%/11.37%；归母净利润分别为 6.17/7.47/8.81 亿元，分别同比增长 3302.73%/21.10%/17.93%，对应 EPS 分别为 1.04/1.26/1.49 元。以 2023 年 4 月 27 日收盘价 17.97 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 17.26/14.25/12.09 倍，维持公司买入评级。

● 风险提示：

锡、锑、锌价格波动风险；市场竞争加剧风险；安全事故风险；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	589	2629	2915	3247
增长率(%)	49.41	346.36	10.89	11.37
EBITDA（百万元）	32.14	1366.36	1575.51	1823.31
归属母公司净利润（百万元）	18.12	616.74	746.90	880.81
增长率(%)	-66.26	3302.73	21.10	17.93
EPS(元/股)	0.03	1.04	1.26	1.49
市盈率（P/E）	587.32	17.26	14.25	12.09
市净率（P/B）	31.51	3.31	2.68	2.20
EV/EBITDA	88.65	5.74	3.93	2.70

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	589	2629	2915	3247	营业收入	49.4%	346.4%	10.9%	11.4%
营业成本	535	1029	1080	1134	营业利润	-67.0%	6,784.2%	21.1%	17.9%
税金及附加	2	7	8	9	归属于母公司净利润	-66.3%	3,302.7%	21.1%	17.9%
销售费用	1	5	6	6	获利能力				
管理费用	32	210	233	260	毛利率	9.2%	60.9%	62.9%	65.1%
研发费用	1	13	15	16	净利率	3.1%	23.5%	25.6%	27.1%
财务费用	-1	-5	-84	-134	ROE	5.4%	19.2%	18.8%	18.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	4.9%	30.8%	25.8%	22.6%
营业利润	20	1369	1658	1955	偿债能力				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	27.5%	4.9%	3.1%	3.0%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.68	21.22	33.44	34.78
利润总额	21	1369	1658	1955	营运能力				
所得税	2	205	249	293	应收账款周转率	30.91	30.90	30.90	30.90
净利润	18	1164	1409	1662	存货周转率	—	—	—	—
归母净利润	18	617	747	881	总资产周转率	1.29	1.19	0.63	0.52
每股收益(元)	0.03	1.04	1.26	1.49	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.03	1.04	1.26	1.49
货币资金	153	2812	4460	5719	每股净资产	0.57	5.43	6.70	8.18
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	16	162	36	184	PE	587.32	17.26	14.25	12.09
预付款项	150	309	324	340	PB	31.51	3.31	2.68	2.20
存货	0	0	0	0	现金流量表				
流动资产合计	440	3936	5321	7028	净利润	18	1164	1409	1662
固定资产	11	9	7	5	折旧和摊销	13	2	2	2
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-9	-771	237	-404
无形资产	2	2	2	2	其他	-2	0	0	0
非流动资产合计	26	24	22	20	经营活动现金流净额	21	394	1648	1260
资产总计	466	3960	5343	7048	资本开支	-3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
应付票据及应付账款	33	76	44	82	投资活动现金流净额	-3	0	0	0
其他流动负债	87	110	115	120	股权融资	0	2265	0	0
流动负债合计	120	186	159	202	债务融资	0	0	0	0
其他	9	9	9	9	其他	-3	0	0	0
非流动负债合计	9	9	9	9	筹资活动现金流净额	-3	2265	0	0
负债合计	128	194	168	211	现金及现金等价物净增加额	15	2659	1648	1260
股本	235	592	592	592					
资本公积金	1003	2911	2911	2911					
未分配利润	-958	-433	202	950					
少数股东权益	0	547	1209	1990					
其他	57	150	262	394					
所有者权益合计	338	3766	5176	6837					
负债和所有者权益总计	466	3960	5343	7048					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048