

南化股份 (600301.SH)

锡价以及锌产量不及预期拖累公司业绩，预计后市量价有修复

投资要点：

➤ **事件：**公司发布2023年一季度报，期间实现营业收入5.96亿元，较合并调整后（下同）同比减少18.96%；实现归母净利润0.75亿元，同比下降19.41%；实现扣非归母净利润0.63亿元。

➤ **锡价下跌以及锌产量不及预期拖累公司业绩。**1) 锡：2023Q1公司锡产品产量同比增加21.4%至1346吨，沪锡均价同比下降36.8%至20.92万元/吨，锡产品毛利1.42亿元，同比下降44.2%；2) 锌：产量不及预期，2023Q1公司锌产品产量同比下降11.8%至5973吨，沪锌均价同比下降8.0%至2.33万元/吨，锌产品毛利0.19亿元，同比下降52.0%。

➤ **受益于锡价上行，铅锡精矿盈利提升。**2023Q1公司铅锡精矿产销量分别3010/3026吨，同比分别增加40.85/41.6%，销售均价3.59万元/吨，同比上升13.7%，实现毛利0.8亿元，同比增加88.6%。

➤ **新能源带动消费，锡/锡精矿供应持续偏紧，资源价值愈发凸显。**2023Q1国内锡精矿进口量5.55万吨，同比下降37.4%，云南40%锡精矿加工费降至2021年8月份以来低位，锡精矿短缺日益突出，远期光伏、电动车及AI等多重提振锡需求，缅甸佤邦政策调整新增供应风险，锡供需缺口或进一步加大，锡价有望迎来涨价去库存的起点；光伏带动锡需求保持高增速，矿端供应紧张局面难解，未来增量有限，继续看好锡后市价格。

➤ **溢价7.57%结束6亿定增，资金主要用于铜坑扩产。**4月20日，公司完成6亿元定增，较定价基准溢价7.57%，资金主要用于铜坑矿锡锌矿矿产资源开发建设和补充流动资金，铜坑产能将从165万吨扩张至330万吨/年。

➤ **盈利预测与投资建议：**一季度为传统淡季，公司产销量不及预期，后市有望修复，叠加锡价因供需改善而重心上移，预计2023-2025年公司实现归母净利润6.0/8.1/9.1亿元（原23-24年为8.37/11.37亿元），对应EPS为1.01/1.36/1.54元/股，下调目标价至20.12元，给予“持有”评级。

➤ **风险提示：**产量不及预期，锡/锌/锡价格波动风险

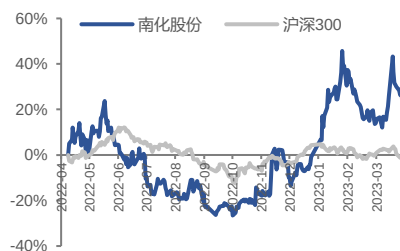
持有(下调评级)

当前价格：17.88 元
目标价格：20.12 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	592/160
总市值/流通市值（百万元）	10592/2859
每股净资产（元）	3.39
资产负债率（%）	27.54
一年内最高/最低（元）	21.04/10.6

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
执业证书编号：S0210522090001
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

【华福有色】南化股份（600301）：整合国内锡锡资源龙头，转型有色上市企业

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	387	589	3,258	4,033	4,223
增长率（%）	-47%	52%	453%	24%	5%
净利润（百万元）	54	18	596	808	911
增长率（%）	498%	-67%	3189%	36%	13%
EPS（元/股）	0.09	0.03	1.01	1.36	1.54
市盈率（P/E）	195.2	584.4	17.8	13.1	11.6
市净率（P/B）	33.1	31.4	11.3	6.3	4.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	153	844	1,044	2,498	营业收入	589	3,258	4,033	4,223
应收票据及账款	16	47	58	74	营业成本	535	1,732	2,029	2,126
预付账款	150	26	30	32	税金及附加	2	127	157	165
存货	0	108	698	216	销售费用	1	11	14	15
合同资产	89	261	404	529	管理费用	32	235	290	304
其他流动资产	122	280	427	553	研发费用	1	16	20	21
流动资产合计	440	1,305	2,258	3,373	财务费用	-1	-10	-19	-32
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	11	418	758	1,052	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	100	100	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2	2	3	3	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	1	1	1	1
其他非流动资产	13	16	18	21	营业利润	20	1,148	1,542	1,625
非流动资产合计	26	535	879	1,077	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	466	1,840	3,137	4,450	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	51	105	0	利润总额	21	1,149	1,543	1,626
应付票据及账款	33	106	131	143	所得税	3	172	230	243
预收款项	0	34	11	14	净利润	18	977	1,313	1,383
合同负债	24	59	73	76	少数股东损益	0	381	504	472
其他应付款	28	28	28	28	归属母公司净利润	18	596	809	911
其他流动负债	36	189	231	242	EPS（按最新股本摊薄）	0.03	1.01	1.36	1.54
流动负债合计	120	467	578	502	主要财务比率				
长期借款	0	50	-20	60		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	9	9	9	9	营业收入增长率	52.2%	453.2%	23.8%	4.7%
非流动负债合计	9	59	-11	69	EBIT 增长率	-66.1%	5587.4%	33.8%	4.6%
负债合计	128	525	566	571	归母公司净利润增长率	-66.6%	3189.1%	35.6%	12.7%
归属母公司所有者权益	338	934	1,685	2,522	获利能力				
少数股东权益	0	381	885	1,357	毛利率	9.2%	46.8%	49.7%	49.6%
所有者权益合计	338	1,315	2,571	3,879	净利率	3.1%	30.0%	32.6%	32.7%
负债和股东权益	466	1,840	3,137	4,450	ROE	5.4%	45.3%	31.4%	23.5%
现金流量表					ROIC	5.7%	80.3%	57.3%	40.4%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	21	1,094	730	1,957	资产负债率	27.5%	28.5%	18.0%	12.8%
现金收益	26	972	1,425	1,589	流动比率	3.7	2.8	3.9	6.7
存货影响	0	-108	-590	482	速动比率	3.7	2.6	2.7	6.3
经营性应收影响	-38	93	-15	-18	营运能力				
经营性应付影响	13	107	1	16	总资产周转率	1.3	1.8	1.3	0.9
其他影响	20	30	-91	-112	应收账款周转天数	12	3	5	6
投资活动现金流	-3	-514	-475	-435	存货周转天数	#DIV/0!	11	72	77
资本支出	-6	-511	-472	-432	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.03	1.01	1.36	1.54
其他长期资产变化	3	-3	-3	-3	每股经营现金流	0.04	1.85	1.23	3.30
融资活动现金流	-3	111	-54	-68	每股净资产	0.57	1.58	2.84	4.26
借款增加	-3	101	-16	-25	估值比率				
股利及利息支付	0	-96	-125	-142	P/E	584	18	13	12
股东融资	0	0	0	0	P/B	31	11	6	4
其他影响	0	106	87	99	EV/EBITDA	1,675	42	29	26

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn