

华锡有色（600301.SH）——财报点评

矿山产量有望持续提升，受益于锡、锑价格上涨

优于大市

核心观点

公司发布 2024 年报：全年实现营收 46.31 亿元，同比+44.68%；实现归母净利润 6.58 亿元，同比+87.72%。其中，24Q4 实现营收 12.15 亿元，环比+4.65%；实现归母净利润 1.17 亿元，环比-38.76%；四季度利润环比有所下降，主要是因为研发费用环比有所提升以及计提了资产减值损失所致。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 12.45 亿元，同比+20.16%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比+12.07%。

核心产品产量方面：2024 年，公司锡精矿产量 6965 吨，同比+7.15%；锑精矿产量 5.41 万吨，同比+17.87%；铅锑精矿产量 1.54 万吨，同比+9.17%。展望未来，公司多项扩产工作同步进行，且集团资产有进一步注入预期，公司核心产品产销规模有望持续提升。公司发布 2025 年生产计划：矿山锡、锌、铅锑金属矿产量合计 8.52 万吨，委托加工锡锭、锑锭产品产量合计 3.54 万吨。

业务利润结构方面：2024 年，公司锡锭业务实现毛利 7.38 亿元，占毛利总额 39.43%，铅锑精矿业务实现毛利 5.51 亿元，占毛利总额 29.46%，锑锭和锌精矿业务实现毛利 3.40 亿元，占毛利总额 18.17%。

聚焦资源增储，抓实重大项目：公司于 2024 年积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作，截至 2024 年末，铜坑矿、高峰矿、佛子矿保有矿石资源量约 6279 万吨，保有锡、锑、钨、锌、铅、银、铜等资源金属量约 326 万吨。公司同时积极推进项目扩产扩能：①铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目加快推进；②高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目加快推进；③佛子矿于 2024 年成功注入到上市公司，进一步提高公司资产规模和核心竞争力，华锡集团承诺佛子公司采矿权在 2024-2026 年累计实现的净利润数不低于 1.18 亿元，佛子公司于 2024 年实现净利润为 6617.68 万元，完成总业绩承诺的 56.06%。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收为 54.69/59.75/64.99 亿元，同比增速 18.1%/9.3%/8.8%；归母净利润为 11.74/12.85/14.00 亿元，同比增速 78.5%/9.4%/8.9%；摊薄 EPS 为 1.86/2.03/2.21 元，当前股价对应 PE 为 10.4/9.5/8.7 倍。考虑到公司是国内为数不多的以锡矿和锑矿作为主要矿种的企业，未来核心矿种产销量规模有望持续提升，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,924	4,631	5,469	5,975	6,499
(+/-%)	396.3%	58.4%	18.1%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	314	658	1,174	1,285	1,400
(+/-%)	1629.8%	109.8%	78.5%	9.4%	8.9%
每股收益(元)	0.50	1.04	1.86	2.03	2.21
EBIT Margin	25.3%	28.5%	36.4%	37.1%	37.7%
净资产收益率(ROE)	9.0%	16.5%	24.4%	22.5%	20.9%
市盈率(PE)	39.0	18.6	10.4	9.5	8.7
EV/EBITDA	15.3	9.5	6.8	5.7	5.2
市净率(PB)	3.49	3.06	2.54	2.14	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.35 元
总市值/流通市值	12240/5328 百万元
52 周最高价/最低价	26.75/13.92 元
近 3 个月日均成交额	380.94 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

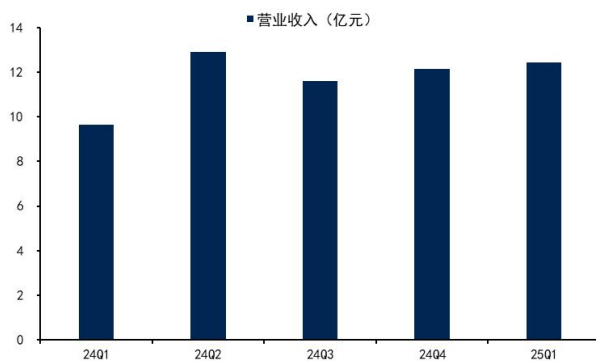
相关研究报告

《华锡有色（600301.SH）-注入华锡矿业实现业务转型，合作银漫达成优势互补》——2023-06-26

公司发布 2024 年报：全年实现营收 46.31 亿元，同比+44.68%；实现归母净利润 6.58 亿元，同比+87.72%；实现扣非净利润 6.33 亿元，同比+97.63%；实现经营活动产生的现金流量净额 12.37 亿元，同比+35.17%。其中，24Q4 实现营收 12.15 亿元，环比+4.65%；实现归母净利润 1.17 亿元，环比-38.76%；实现扣非净利润 1.12 亿元，环比-40.92%。公司四季度利润环比有所下降，主要是因为研发费用环比有所提升以及计提了资产减值损失所致。

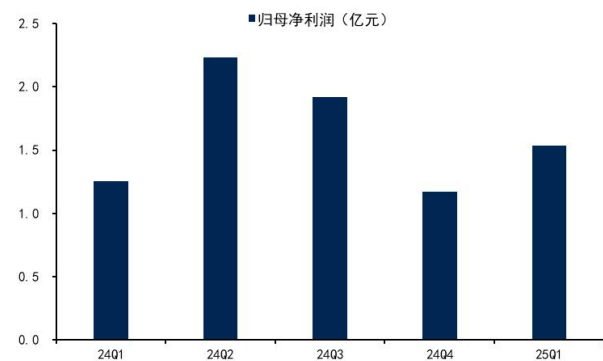
公司发布 2025 年一季报：实现营收 12.45 亿元，同比+20.16%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比+12.07%；实现扣非净利润 1.49 亿元，同比+18.92%；实现经营活动产生的现金流量净额-617 万元，同比-104.97%。

图1：公司单季度营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润



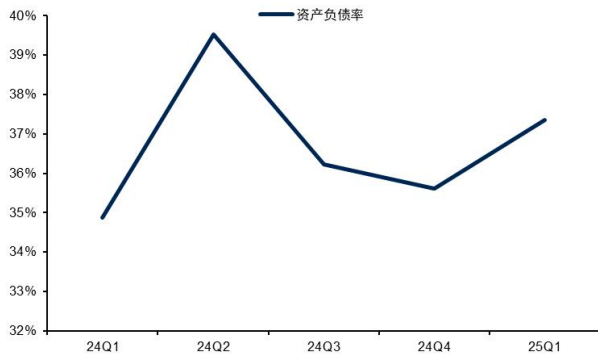
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心产品产销方面：2024 年，公司锡精矿产量 6965 吨，同比+7.15%，锡锭产量 1.13 万吨，同比+57.05%，锡锭销量 1.08 万吨，同比+58.22%；公司锌精矿产量 5.41 万吨，同比+17.87%，锌精矿销量 1.67 万吨，同比-13.74%，锌锭产量 3.39 万吨，同比+27.74%，锌锭销量 3.42 万吨，同比+30.33%；公司铅锑精矿产量 1.54 万吨，同比+9.17%，铅锑精矿销量 1.39 万吨，同比-1.60%。展望未来，公司多项扩产工作同步进行，且集团资产有进一步注入预期，公司核心产品产销规模有望持续提升。公司发布 2025 年生产计划：矿山锡、锌、铅锑金属矿产量合计 8.52 万吨，委托加工锡锭、锌锭产品产量合计 3.54 万吨。

业务利润结构方面：2024 年，公司锡锭业务实现毛利 7.38 亿元，占毛利总额 39.43%，铅锑精矿业务实现毛利 5.51 亿元，占毛利总额 29.46%，锌锭和锌精矿业务实现毛利 3.40 亿元，占毛利总额 18.17%。公司锡矿和锑矿利润占比相对较高，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性。

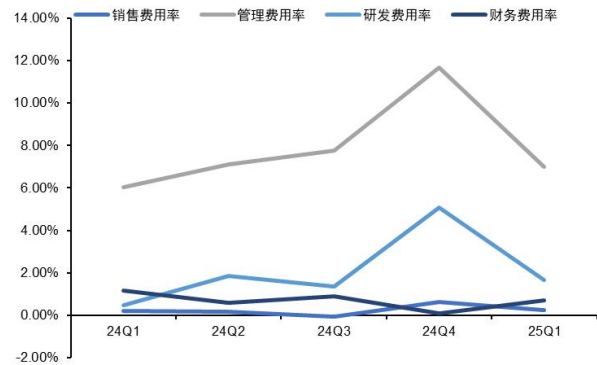
财务数据方面：①截至 2025 年一季度末，公司资产负债率为 37.36%；在手货币资金 10.44 亿元，同比+24.56%，在手存货 8.75 亿元，同比+89.83%；公司现金流相对宽裕；②期间费用方面，公司 2024 年销售费用约 1140 万元，同比+38.90%，管理费用约 2.76 亿元，同比+9.25%，研发费用约 1.06 亿元，同比+88.20%，财务费用约 3073 万元，同比-58.65%。另外，公司于 2024 年计提资产减值准备，减少利润总额约 4861 万元。③分红方面，公司 2024 年拟不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本和送股。

图3：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

聚焦资源增储，抓实重大项目：公司于 2024 年积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作，截至 2024 年末，铜坑矿、高峰矿、佛子矿保有矿石资源量约 6279 万吨，保有锡、锑、钨、锌、铅、银、铜等资源金属量约 326 万吨。公司同时积极推进项目扩产扩能：①铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目加快推进；②高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目加快推进；③佛子矿于 2024 年成功注入到上市公司，进一步提高公司资产规模 and 核心竞争力，华锡集团承诺佛子公司采矿权在 2024-2026 年累计实现的净利润数不低于 1.18 亿元，佛子公司于 2024 年实现净利润为 6617.68 万元，完成总业绩承诺的 56.06%。

表1：公司产品价格和产量假设

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
商品价格					
锡锭	万元/吨	24.79	25.00	26.00	27.00
锑锭	万元/吨	13.01	18.00	18.00	18.00
铅锭	万元/吨	1.71	1.75	1.75	1.75
锌锭	万元/吨	2.33	2.20	2.20	2.20
核心产品产量					
锡精矿	吨	6,964.68	7,804.48	8,353.25	8,902.02
铅锑精矿	吨	15,417.70	16,377.66	17,956.56	19,535.46
锌精矿	吨	54,110.95	57,290.91	60,386.64	63,482.38
营业收入	百万元	4,630.94	5,469.14	5,975.11	6,498.78
营业成本	百万元	2,759.06	2,870.42	3,096.29	3,329.20
综合毛利率		40.42%	47.52%	48.18%	48.77%
归属于母公司股东的净利润	百万元	657.74	1,174.32	1,284.96	1,399.59
YOY		87.72%	78.54%	9.42%	8.92%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“优于大市”评级。上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 54.69/59.75/64.99 亿元，同比增速 18.1%/9.3%/8.8%；归母净利润为 11.74/12.85/14.00 亿元，同比增速 78.5%/9.4%/8.9%；摊薄 EPS 为 1.86/2.03/2.21 元，当前股价对应 PE 为 10.4/9.5/8.7 倍。考虑到公司是国内为数不多的以锡矿和锑矿作为主要矿种的企业，未来核心矿种产销规模有望持续提升，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	918	1175	3000	3440	5027	营业收入	2924	4631	5469	5975	6499
应收款项	80	106	126	137	149	营业成本	1810	2759	2870	3096	3329
存货净额	370	718	739	791	853	营业税金及附加	107	158	186	203	221
其他流动资产	139	140	166	181	197	销售费用	8	11	11	12	13
流动资产合计	1507	2139	4030	4550	6226	管理费用	206	276	383	411	440
固定资产	2364	2752	2582	2396	2200	研发费用	52	106	109	120	130
无形资产及其他	2057	2057	1975	1892	1810	财务费用	72	31	36	39	42
投资性房地产	693	792	792	792	792	投资收益	0	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	53	(50)	(50)	(50)
资产总计	6622	7740	9379	9629	11027	其他收入	(65)	(195)	(27)	(37)	(48)
短期借款及交易性金融负债	1284	711	1396	300	200	营业利润	664	1253	1906	2127	2356
应付款项	468	706	726	777	838	营业外净收支	(0)	(6)	0	0	0
其他流动负债	289	387	416	446	481	利润总额	664	1247	1906	2127	2356
流动负债合计	2042	1804	2538	1523	1519	所得税费用	102	184	286	319	353
长期借款及应付债券	0	562	332	332	332	少数股东损益	248	405	446	523	603
其他长期负债	272	390	390	390	390	归属于母公司净利润	314	658	1174	1285	1400
长期负债合计	272	952	722	722	722	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2314	2756	3260	2245	2241	净利润	314	658	1174	1285	1400
少数股东权益	806	986	1298	1664	2086	资产减值准备	9	44	24	(2)	(5)
股东权益	3502	3998	4820	5720	6699	折旧摊销	210	263	289	331	343
负债和股东权益总计	6622	7740	9379	9629	11027	公允价值变动损失	(9)	(53)	50	50	50
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	72	31	36	39	42
每股收益	0.50	1.04	1.86	2.03	2.21	营运资本变动	(70)	22	8	0	1
每股红利	0.42	0.55	0.56	0.61	0.66	其它	29	145	289	368	427
每股净资产	5.54	6.32	7.62	9.04	10.59	经营活动现金流	483	1080	1833	2032	2216
ROIC	22%	20%	24%	24%	28%	资本开支	(2492)	(633)	(110)	(110)	(110)
ROE	9%	16%	24%	22%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	38%	40%	48%	48%	49%	投资活动现金流	(2492)	(633)	(110)	(110)	(110)
EBIT Margin	25%	29%	36%	37%	38%	权益性融资	593	3	0	0	0
EBITDA Margin	32%	34%	42%	43%	43%	负债净变化	0	562	(230)	0	0
收入增长	396%	58%	18%	9%	9%	支付股利、利息	(265)	(351)	(352)	(385)	(420)
净利润增长率	1630%	110%	79%	9%	9%	其它融资现金流	2712	(616)	685	(1096)	(100)
资产负债率	47%	48%	49%	41%	39%	融资活动现金流	2775	(190)	103	(1482)	(520)
股息率	2.2%	2.9%	2.9%	3.1%	3.4%	现金净变动	765	257	1825	440	1586
P/E	39.0	18.6	10.4	9.5	8.7	货币资金的期初余额	153	918	1175	3000	3440
P/B	3.5	3.1	2.5	2.1	1.8	货币资金的期末余额	918	1175	3000	3440	5027
EV/EBITDA	15.3	9.5	6.8	5.7	5.2	企业自由现金流	(1726)	778	1879	2104	2315
						权益自由现金流	986	724	2318	1029	2281

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032