

华锡有色 (600301.SH)

持有(维持评级)

当前价格: 15.2 元

目标价格: 17.04 元

矿山产量持续修复, 锡/锑成本优势显著

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布2023半年报, 2023H1公司实现营业收入12.77亿元, 同比(追溯)-8.87%; 实现归母净利润1.60亿元, 同比(追溯)+16.86%。分季度看, 2023Q2实现营收6.8亿元, 同比(追溯)+2.3%, 环比+14.1%; 实现归母净利润0.85亿元, 同比(追溯)+94.8%, 环比+12.5%。

➤ **锡产量改善, 毛利率水平维持高位。** 1) 量: 23H1锡精矿产量2,797金属吨, 同比+66.6%。分季度看, Q2锡锭+锡精矿总销量1,629吨, 同环比+74.6%/+9.6%。2) 价: 2023Q2锡锭销售均价16.2万元/吨, 同环比-35.4%/-11.0%。3) 利: 2023Q2公司锡产品实现毛利1.18亿元, 同环比+30.9%/-16.7%; 实现毛利率48.4%, 同环比+7.2pct/-4.2pct。

➤ **锌产量大幅增加对冲价格下行压力。** 1) 量: 23H1锌精矿产量1.54万吨, 同比+65.5%。分季度看, Q2锌锭+锌精矿总销量7,465吨, 同环比+71.8%/+24.9%。2) 价: 2023Q2锌锭销售均价1.85万元/吨, 同环比-24.4%/-8.0%。3) 利: 2023Q2锌产品实现毛利0.23亿元, 同环比-53.5%/+18.8%; 实现毛利率17.5%, 同环比-30.6/+0.7pct。

➤ **铅锑精矿量价齐升, 盈利能力凸显。** 1) 量: 23H1铅锑精矿6,734金属吨, 同比+77.0%。分季度看, Q2实现产量3,724金属吨, 同环比+123.4%/+23.7%。2) 价: 23Q2铅锑精矿销售均价3.67万元/吨, 同环比+21.8%/+2.13%。3) 利: 2023Q2铅锑精矿实现毛利1.06亿元, 同环比+243.0%/+32.2%; 实现毛利率78.1%, 同环比+16.4pct/4.2pct。

➤ **公司成本优势明显, 期待量价齐升带来的业绩增长。** 公司拥有和控制的矿区具有良好的成矿地质条件和找矿前景, 以Q2数据测算公司锡锭成本8.2万元/吨、锌锭成本1.64万元/吨、铅锑精矿0.8万元/吨, 成本优势显著。公司产量持续修复中, 叠加锡锑价格驱动, 期待量价齐升带来的业绩增长潜力。

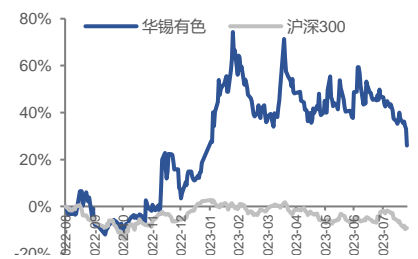
➤ **盈利预测和建议:** 上半年产量和商品价格不及预期, 我们调整了盈利预测, 假设公司后续达到正常生产状态, 预计2023-2025年公司实现归母净利润4.0/6.9/7.3亿元(前值6.0/8.1/9.1), 对应EPS为0.63/1.09/1.16元/股, 对应当前PE为24/14/13倍, 考虑到公司复产后成本优势凸显以及托管公司注入预期, 给予2023年27倍估值, 目标价17.04元/股, 维持“持有”评级。

➤ **风险提示:** 公司新增产能释放不及预期; 金属价格走势不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	633/160
总市值/流通市值(百万元)	9615/2430
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	45.88
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

南化股份(600301.SH): 整合国内锡锑资源龙头, 转型有色上市企业-20230308

南化股份(600301.SH): 锡价以及锌产量不及预期拖累 Q1 业绩, 后市量价修复仍可期-20230428

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	387	589	2,820	3,636	3,773
增长率	-47%	52%	379%	29%	4%
净利润(百万元)	54	18	399	688	733
增长率	498%	-67%	2103%	72%	6%
EPS(元/股)	0.09	0.03	0.63	1.09	1.16
市盈率(P/E)	177.2	530.5	24.1	14.0	13.1
市净率(P/B)	30.0	28.5	8.5	5.8	4.4

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	888	1,193	1,793	营业收入	589	2,820	3,636	3,773
应收票据及账款	16	41	52	66	营业成本	535	1,713	2,066	2,150
预付账款	150	26	31	32	税金及附加	2	110	142	147
存货	0	107	129	135	销售费用	1	10	13	13
合同资产	89	226	364	473	管理费用	32	203	262	272
其他流动资产	122	242	385	494	研发费用	1	14	18	19
流动资产合计	440	1,303	1,791	2,520	财务费用	-1	-11	-25	-28
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	782	1,161	1,202
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	1,839	2,670	3,597	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	21	783	1,162	1,202
应付票据及账款	33	105	133	145	所得税	2	117	174	180
预收款项	0	29	9	12	净利润	18	665	988	1,022
合同负债	24	51	65	68	少数股东损益	0	266	299	289
其他应付款	28	28	28	28	归属母公司净利润	18	399	688	733
其他流动负债	36	167	211	219	EPS (按最新股本摊薄)	0.03	0.63	1.09	1.16
流动负债合计	120	380	447	472					
长期借款	0	50	-20	60	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	9	9	9	9	成长能力				
非流动负债合计	9	59	-11	69	营业收入增长率	52.2%	378.7%	28.9%	3.8%
负债合计	128	438	436	541	EBIT 增长率	-66.1%	3752.8%	47.4%	3.3%
归属母公司所有者权益	338	1,134	1,669	2,201	归母公司净利润增长率	-66.6%	2102.8%	72.3%	6.5%
少数股东权益	0	266	566	855	获利能力				
所有者权益合计	338	1,400	2,234	3,056	毛利率	9.2%	39.2%	43.2%	43.0%
负债和股东权益	466	1,839	2,670	3,597	净利率	3.1%	23.6%	27.2%	27.1%
					ROE	5.4%	28.5%	30.8%	24.0%
					ROIC	5.7%	53.1%	51.3%	37.6%
					偿债能力				
					资产负债率	27.5%	23.8%	16.3%	15.0%
					流动比率	3.7	3.4	4.0	5.3
					速动比率	3.7	3.1	3.7	5.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.3	1.5	1.4	1.0
					应收账款周转天数	12	4	5	6
					存货周转天数	#DIV/0!	11	21	22
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.03	0.63	1.09	1.16
					每股经营现金流	0.03	1.25	1.55	1.78
					每股净资产	0.53	1.79	2.64	3.48
					估值比率				
					P/E	530	24	14	13
					P/B	28	8	6	4
					EV/EBITDA	1,531	56	35	31

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：hfyjs@hfzq.com.cn