

锡锌闪耀，业绩绽放

2022 年 04 月 19 日

► **公司公布 2021 年年报、2022 年 Q1 业绩预告。**2021 年度公司实现营业收入 538.44 亿元，同比增长 20.2%，归母净利润 28.17 亿元，同比增长 308.03%，扣非归母净利润 28.74 亿元，同比增加 372.26%，业绩符合我们的预期。**2022 年 Q1** 公司实现归母净利润 11 亿元至 13 亿元，同比增长 234.40%至 295.20%，环比增长 107.74%至 127.33%，扣非归母净利润 10 亿元至 12 亿元，同比增加 0%至 115.27%。业绩超过我们的预期。

► **点评：公司产品量价齐升，驱动业绩大幅增长：**

- 1) **量：**公司 2021 年实现有色金属产量 33.51 万吨，同比增 5%。主营锡产品（锡锭、锡材、锡化工）销量为 9.8 万吨，同比增长 15%。
- 2) **价：**2021 年公司主要金属品种价格同比上涨。锡锭平均价格为 19.16 万元/吨，同比增长 53%；锡材均价为 18.25 万元/吨，同比增 49%；锡化工均价为 9.1 万元/吨，同比增 51%。
- 3) **单吨毛利：**2021 年公司着力强化精细化管理和精益生产，成本控制成效显著，主要产品单吨毛利均实现同比增长。锡锭单吨毛利为 5.47 万元/吨，同比增长 79%；锡材为 3.75 万元/吨，同比增 100%；锡化工为 2.58 万元/吨，同比增 108%；铜产品单吨毛利为 0.29 万元/吨，同比增长 24%；锌产品单吨毛利为 0.75 万元，同比增长 21%。
- 4) **竞争优势：**在锡全产业链供应链协同联动下，公司市场份额进一步扩大，2021 年公司锡金属在国内锡市场占有率为 49.31%，同比提升 1.61pct，全球市占率为 23.91%，同比增 1.33pct，锡产销量已 16 年位居全球第一。

► **未来核心看点：**公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势。公司计划在 2022 年实现生产商品锡锭 4.5 万吨，锡材产品 2.88 万吨，锡化工产品 2.1 万吨，铜产品 12.5 万吨，锌锭 11.95 万吨，铟锭 62.5 吨。同时，铜街、曼家寨矿区采矿扩建工程及其配套项目完成后，矿区采矿产能将从 210 万吨/年提升至 360 万吨/年。此外，公司不断地延伸产业链，围绕锡、铟，向精深加工业务布局，未来随着光伏、汽车电子、化工等领域的消费拉动，公司产品需求有望持续增长，公司利润有望增厚。

► **投资建议：**公司资源禀赋优异，随着其不断提升全产业链竞争优势，市占率或进一步提升，在锡价高位运行的预期下，公司业绩将增厚，我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 40.20/43.64/47.83 亿元，同比分别增加 42.7%/8.6%/9.6%，EPS 分别为 2.41/2.62/2.87 元/股。以 2022 年 4 月 19 日收盘价计算，公司 2022/2023/2024 的 PE 为 9/8/7 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**锡锌铜价格大幅波动风险；安全环保风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	53,844	60,218	61,629	62,626
增长率（%）	20.2	11.8	2.3	1.6
归属母公司股东净利润（百万元）	2,817	4,020	4,364	4,783
增长率（%）	308.0	42.7	8.6	9.6
每股收益（元）	1.69	2.41	2.62	2.87
PE	13	9	8	7
PB	2.1	1.7	1.4	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.36 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

电话：021-80508866

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

- 1.【民生金属·公司点评】锡业股份(000960)：锡铜锌产品价格齐涨，2021 年业绩超预期

目录

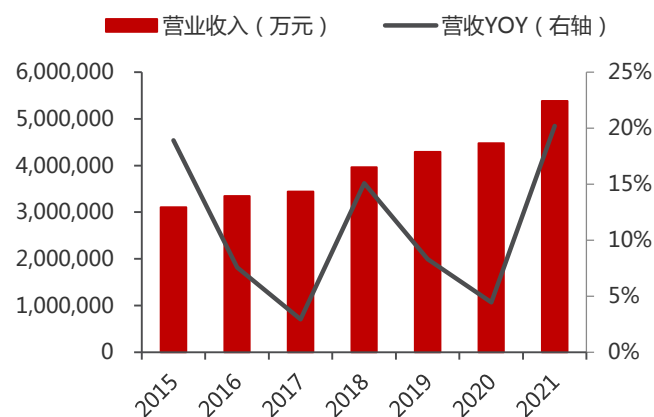
1 事件	3
2 点评：	4
2.1 2021 年产品量价齐升，驱动业绩大幅增长	4
2.2 环比来看，2021Q4：净利率环比增 4.2pct 至 10.7%	7
2.3 公司资源禀赋优异，且不断提升资源转化能力	8
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测	12
3.2 估值分析	12
3.3 投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件

公司发布 2021 年报。公司 2021 年度实现营收 538.44 亿元,同比增长 20.2%,归母净利润 28.17 亿元,同比增长 308.03%,扣非归母净利润 28.74 亿元,同比增加 372.26%。单季度看,Q4 实现营收 106.3 亿元,同比增长 16.73%,归母净利润 10.21 亿元,同比增长 337.42%,环比增长 22.2%。**业绩符合我们的预期。**

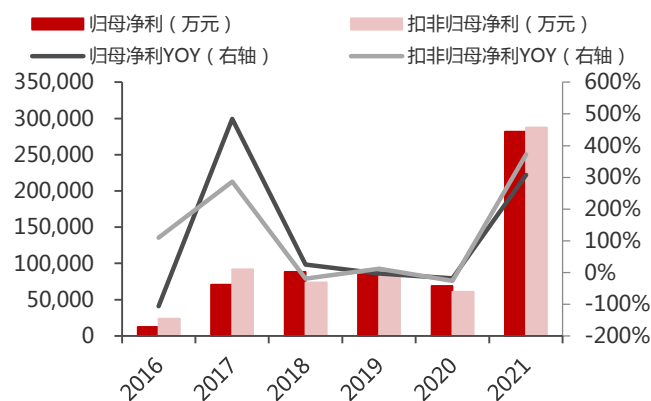
公司发布 2022 年一季报业绩预增预告。公司 2022 年 Q1 实现归母净利润 11 亿元至 13 亿元,同比增长 234.40%至 295.20%,环比增长 107.74%至 127.33%,扣非归母净利润 10 亿元至 12 亿元,同比增加 0%至 115.27%。**业绩超过我们的预期。**业绩的大幅增长来自于公司成本费用的有效控制,锡深加工板块盈利水平持续提升,以及公司不断提升市场份额。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 20.2%



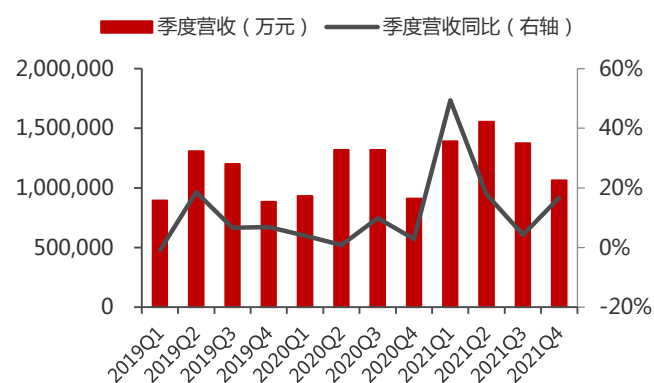
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 308.03%



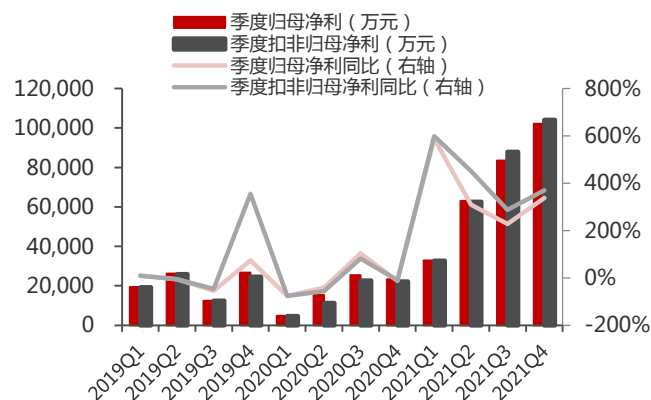
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 16.73%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 337.42%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：

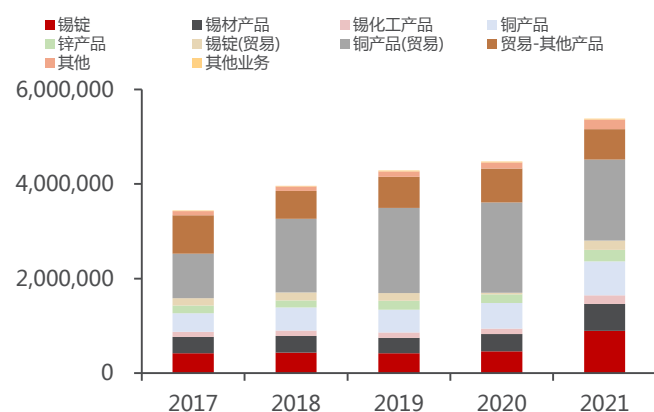
2.1 2021 年产品量价齐升，驱动业绩大幅增长

2021 年，公司营收同比增长 20.2%至 538.44 亿元，其中主营产品销售收入为 260.71 亿元，占比达 48.42%，供应链业务收入为 255.15 亿元，占比达 47.39%，产品销售收入占比较去年提升 11.17%。产品销售收入中，锡产品（包括锡锭、锡材、锡化工）收入最大为 164.88 亿元，同比增长 75.05%，其次为铜产品 71.56 亿元，同比增 31.65%，锌产品 24.28 亿元，同比增 32.41%。公司产品销售收入的增长来自于单价的提升和销量的增长。

量：公司 2021 年实现有色金属产量 33.51 万吨，同比增 5%，锡锭/铜/锌/钢/铅/银产量分别为 8.22/12.49/12.46 万吨和 65/3242/197 吨。公司锡金属在国内锡市场占有率为 49.31%，同比提升 1.61pct，全球市占率为 23.91%，同比增 1.33pct。公司精钢产量全球市占率达到 3.09%，国内市占率达到 10.52%，其中原钢全球市占率约 6.57%，国内市占率约 15.2%。2021 年公司锡、铜、锌原矿金属自产量分别为 3.5/3.55/9.9 万吨，对应自给率分别为 30%/21%/70%。2021 年公司锡产品（锡锭、锡材、锡化工）销量为 9.8 万吨，同比增长 15%，铜产品销量为 12.15 万吨，同比降低 2.83%，锌产品销量为 12.46 万吨，同比增长 5.40%。公司锡产品销量的增长来自下游锡焊料、光伏焊带用锡等需求增长。公司锡的产销量已 16 年位居全球第一。

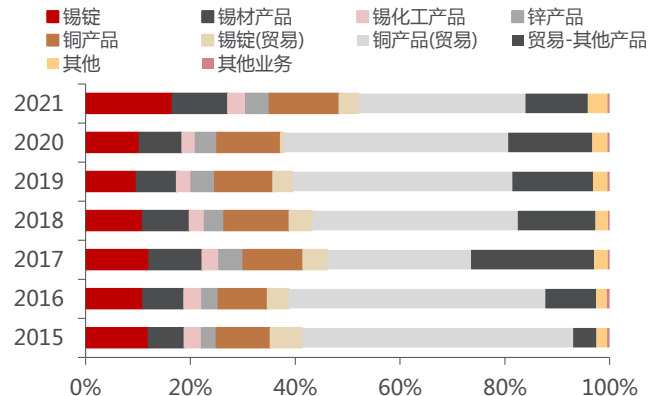
价：2021 年公司主要产品价格同比上涨。锡锭平均价格为 19.16 万元/吨，同比增长 53%；锡材均价为 18.25 万元/吨，同比增 49%；锡化工均价为 9.1 万元/吨，同比增 51%；铜产品平均价格为 5.89 万元/吨，同比增长 35%；锌产品平均价格为 1.95 万元，同比增长 26%。2021 年锡行业供需延续紧平衡格局，同时叠加流动性宽松等因素影响，使得锡价稳步上涨。此外，2021 年铜价、锌价均创历史新高，带动公司产品价格增长。

图 5：2021 年公司分产品营收情况（单位：万元）

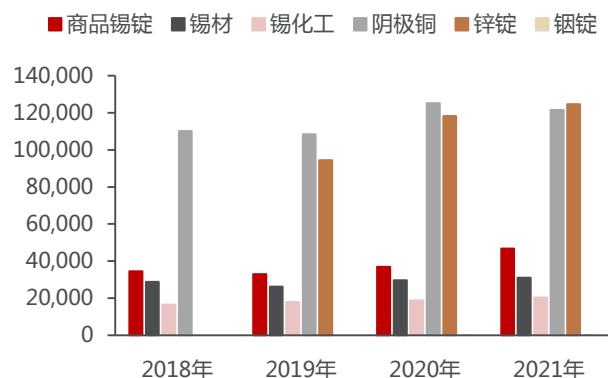


资料来源：wind，民生证券研究院

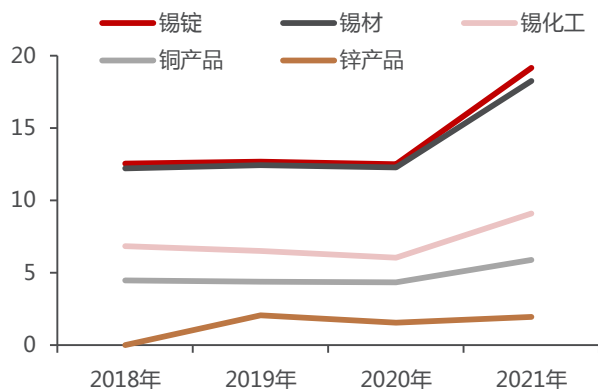
图 6：2021 年公司分产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年公司产品销量（单位：吨）


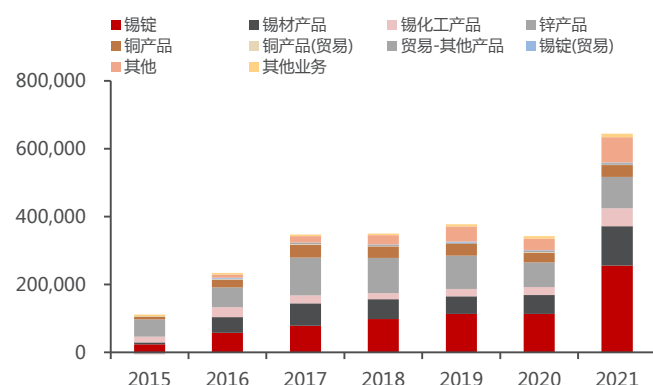
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年公司产品单价（单位：万元/吨）


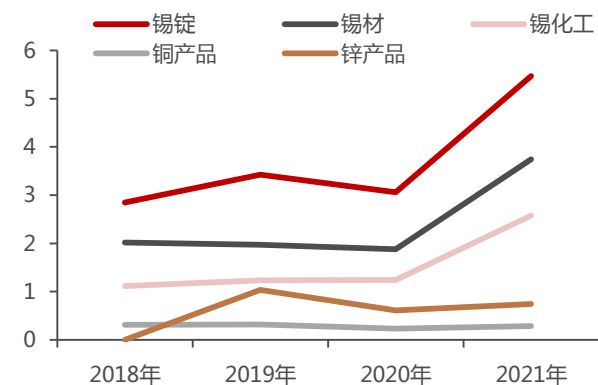
资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年，公司实现毛利 64.46 亿元，同比增长 187.88%，其中锡锭产品贡献毛利 25.56 亿元，同比增长 125.58%，占总毛利的比例为 39.6%；锡材产品毛利为 11.64 亿元，同比增长 108.85%，占比为 18.1%；锡化工产品毛利为 5.27 亿元，同比增长 125.24%，占比为 8.2%；锌产品毛利为 9.31 亿元，同比增长 27.94%，占比为 14.4%；铜产品毛利为 3.47 亿元，同比增长 19.94%，占比为 5.4%。

2021 年，公司通过控成本、提效益，随着产品价格的上涨，主要产品单吨毛利均实现增长。其中锡锭/锡材/锡化工产品单吨毛利分别为 5.47/3.75/2.58 万元/吨，同比提升 79%/100%/108%；铜产品单吨毛利为 0.29 万元/吨，同比增长 24%；锌产品单吨毛利为 0.75 万元/吨，同比增长 21%。2021 年，公司通过积极外购原料增加冶炼规模，集采以及提升技术指标控制成本，同时通过智能化、数字化运营提升生产运营效率，主要产品毛利率提升，随着产品单价上涨，使得产品单吨毛利实现大幅增长。

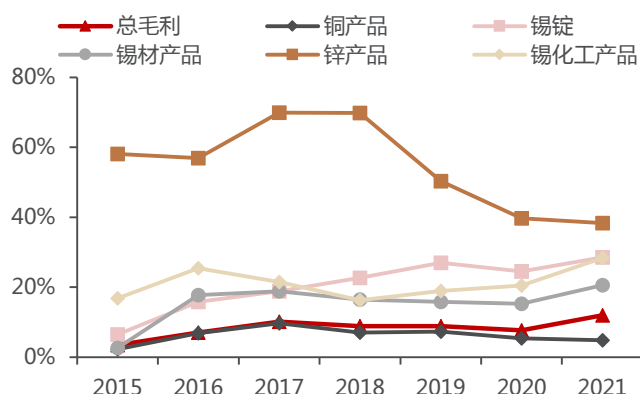
图 9：2021 年公司分产品毛利情况（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年公司产品单吨毛利（单位：万元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

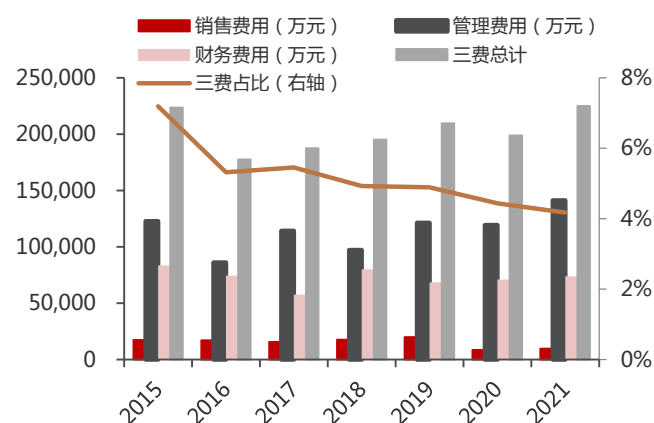
图 11：2021 年公司毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

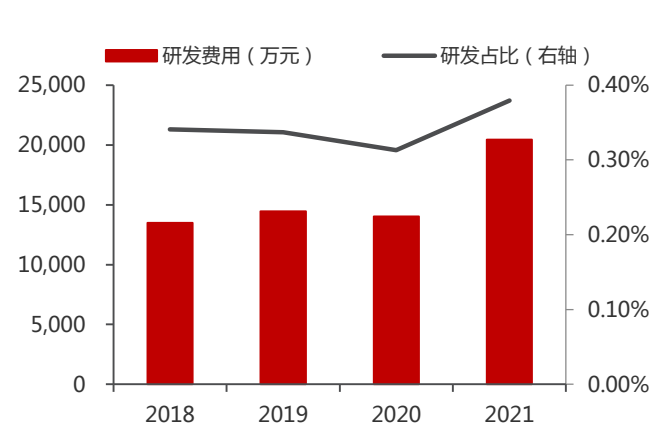
2021 年公司的期间费用率下降 0.2pct 至 4.55%，投资收益及减值损失均同比降低，净利率同比增 3.72pct 至 5.64%。 期间费用：期间费用为 24.5 亿元，期间费用率下降 0.2pct 至 4.55%。其中销售费用同比增长 15.33%至 9812.7 万元，主要因销量增长。管理费用同比增 18.25%至 14.1 亿元，主要是计提的辞退补偿、大修费用以及折旧摊销费用增加所致。财务费用为 7.39 亿元，同比增长 4.14%，主要是有色金属价格上涨，外购原料等经营资金占用增加，资金缺口通过贷款弥补，利息支出增加所致。研发费用同比增长 45.7%至 2.04 亿元，同比增长 45.7%，主要由于公司加大研发投入。 投资收益及减值损失：2021 年公司投资收益亏损 7159.19 亿元，同比降低 2.04%，主要是因为期货合约到期交割、套期平仓收益减少以及处置郴州矿冶股权影响。减值损失同比降低 48.43%至 1.25 亿元，其中资产减值为 2822.99 万元，主要来自计提存货跌价准备、计提固定资产减值准备；信用减值为 9628.37 万元，主要是计提坏账准备。 净利率：虽然期间费用较去年增长，但是期间费用占比下降 0.2pct 至 4.55%，同时公司综合毛利率同比提升 4.31pct 至 11.97%，因此公司净利率同比提升 3.73pct 至 5.64%。

图 12：2021 年公司三费情况



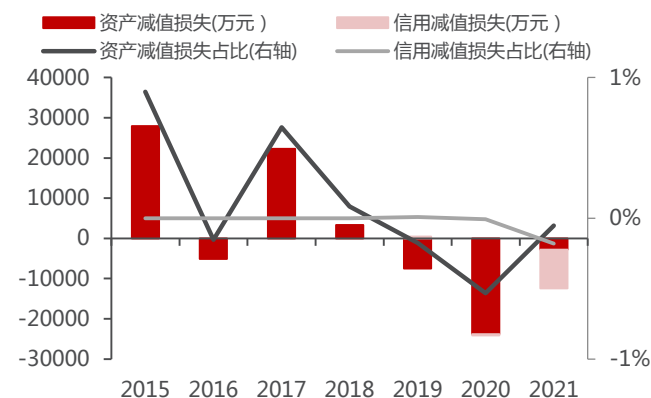
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年公司研发费用情况



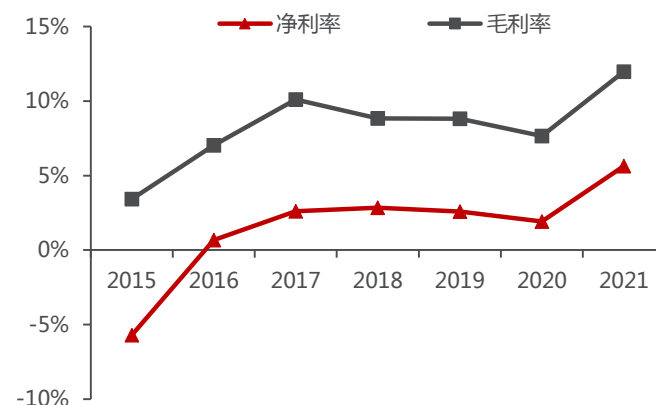
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司减值情况



资料来源：wind，民生证券研究院

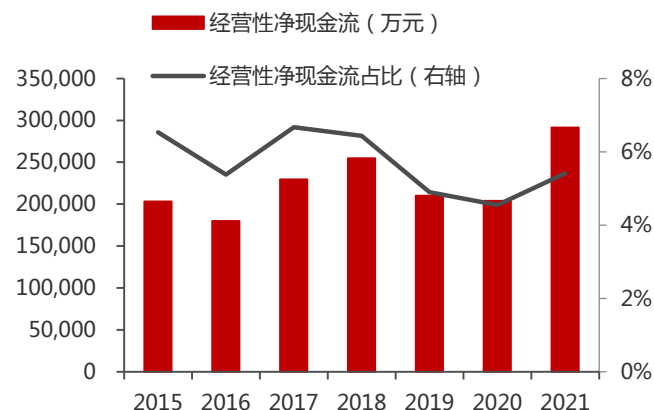
图 15：2021 年公司毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

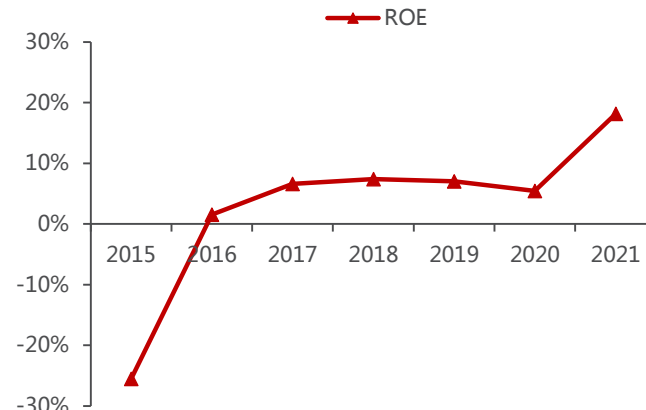
2021 年，公司的经营性净现金流为 29.15 亿元，同比增长 43.03%，公司净资产收益率（摊薄）为 18.15%，大幅提升 12.70pct。经营性净现金流的增长主要来自销售商品收到的现金增长。ROE 的大幅增长来自于公司净利润的增幅（308.03%）大于净资产的增幅（22.57%）。

图 16：2021 年公司经营净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021 年公司 ROE 情况



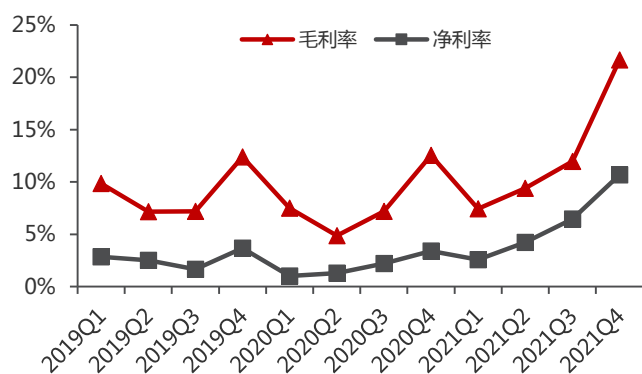
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 环比来看，2021Q4：净利率环比增 4.2pct 至 10.7%

2021 年 Q4 公司归母净利润为 10.21 亿元，同比增长 337.42%，环比增长 22.2%，净利率为 10.7%，同比增 7.3pct，环比增 4.2pct。期间费用：三费合计 7.02 亿元，同比增长 45.6%、环比增长 38%，研发费用为 1.01 亿元，同比增 51.9%、环比增 96.2%。期间费用率为 7.56%，同比提升 1.56pct，环比提升

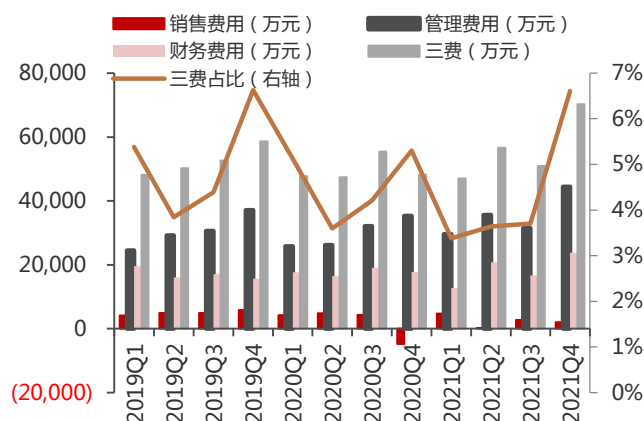
3.49pct。净利率：虽然 Q4 期间费用率同比、环比均增长，但是公司综合毛利率为 21.7%，同比提升 9.1pct，环比提升 9.7pct，因此公司净利率提升至 10.7%。

图 18：2021 年 Q4 公司季度毛利率及净利率



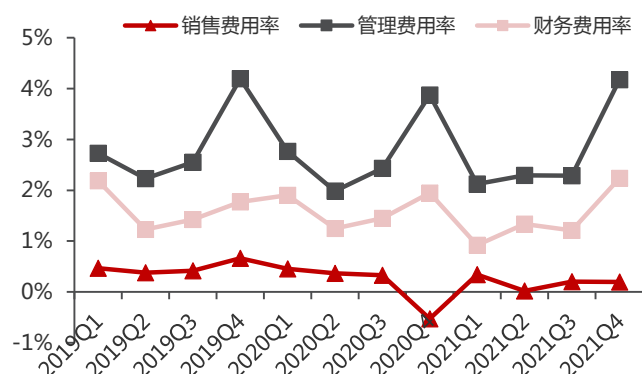
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021 年 Q4 公司三费情况



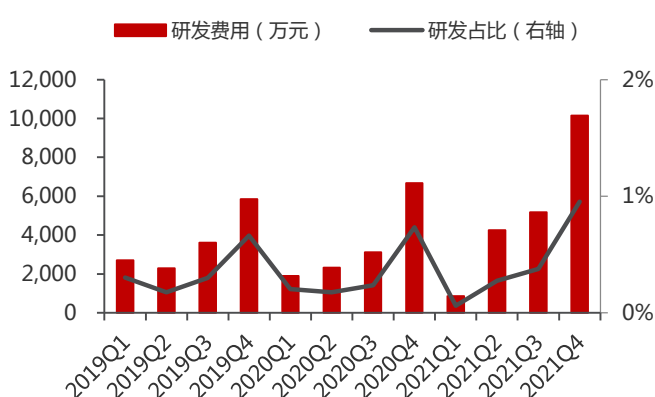
资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021 年 Q4 公司三费率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2021 年 Q4 公司研发费用情况



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 公司资源禀赋优异，且不断提升资源转化能力

公司为锡、铟行业龙头、拥有丰富的锡铟铜锌资源，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势。

2021 年，公司保有资源量为：矿石量 2.69 亿吨，锡金属量 68.02 万吨、铜金属量 121.37 万吨、铅金属量 9.84 万吨、锌金属量 389.99 万吨、三氧化钨量 8.01 万吨、银 2,558 吨、铟 5,134 吨（铟资源储量全球第一）。同时，公司不断在现有矿山区域进行找探矿，全年新增有色金属资源 9.82 万吨，其中：锡 3.44 万吨、铜 6.22 万吨、三氧化钨 0.16 万吨。2021 年公司锡精矿的自给率约为 30%，铜精矿的自给率约为 21%，锌精矿的自给率约为 70%。随着未来找探矿的工作继

续，自给率有望提升。

表 1：2021 年新增有色金属资源情况

矿区	资源储量类型	矿石量 万吨	锡金属量 吨	铜金属量 吨	三氧化钨量 吨	总金属量 吨
所属矿山	探明资源量	51.16	1,636	10,533	-	12,169
	控制资源量	379.89	21,365	30,928	1,433	53,726
	推断资源量	148.81	11,421	20,726	170	32,317
总计		579.86	34,422	62,187	1,603	98,212

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年，公司收购云锡控股、建信投资分别持有的华联锌铟 2.72%和 1.12% 的股权，直接持有华联锌铟 82.15%的股权比例，增强了公司的资源权益禀赋水平。截止 2021 年底，华联锌铟拥有矿业权 8 宗，其中，采矿权 4 宗，探矿权 4 宗。处于生产状态的铜街、曼家寨矿区保有资源储量为：矿石量 7733.38 万吨，锌金属量 309.47 万吨，平均品位 4.28%，锡金属量 27.22 万吨，平均品位 0.57%；铜金属量 2.9 万吨，平均品位 1.11%；伴生矿中铟金属的储量为 9204.57 吨。该矿区采矿扩建工程及其配套项目完成后，矿区采矿产能将从 210 万吨提升至 360 万吨/年。

表 2：华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况

项目名称	投资方式	是否为 固定资 产投资	投资项 目涉及 行业	2021 年投 入金额 (亿元)	截至 2021 年末 累计实际投入金 额(亿元)	资金 来源	项目进 度	未达到计划 进度和预计 收益的原因	披露日期	披露索 引
铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建 工程及其配套项目	自建	是	有色 金属	3.42	20.22	自筹	96.20%	按计划实施	2017/1/11	公告编 号： 2017- 003
合计	--	--	--	3.42	20.22	--	--	--	--	--

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：截至 2022 年 3 月末，该项目已进入调试阶段。

表 3：华联锌铟矿权情况

序号	矿山名称	矿业权人	证号	有效期	开采矿种	开采规模 (万吨/年)	目前 状态
1	云南华联锌铟股份有 限公司铜街、曼家寨 矿区	云南华联锌铟股份 有限公司	C53000020110132 20105994	2018 年 5 月 8 日至 2028 年 5 月 8 日	锌、锡	360	生产
2	云南华联锌铟股份有 限公司马关县都龙金 石坡锌锡矿	云南华联锌铟股份 有限公司	C53000020090832 20036355	2019 年 11 月 19 日至 2021 年 11 月 19 日	锌、锡	10	停产

3.0	云南华联锌铟股份有限公司小老木山锌锡矿	云南华联锌铟股份有限公司	C53000020090832 20036171	2010年5月24 日至2020年5 月24日	锌、锡	3	停产
4	云南华联锌铟股份有限公司都龙锡矿花石头矿区	云南华联锌铟股份有限公司	C53000020120332 40123214	2020年4月29 日至2024年4 月29日	锡、钨	3	停产
序号	矿山名称	矿业权人	证号	有效期	面积 (km ²)	勘探程度	备注
1	云南省马关县辣子寨铅锌矿(区块-II)地质勘探	云南华联锌铟股份有限公司	T53520080702012 188	2020年1月21 日至2022年1 月21日	0.7	普查	
2	云南省马关县辣子寨-I铅锌矿勘探	云南华联锌铟股份有限公司	T53120081202020 970	2019年5月30 日至2021年5 月30日	0.82	详查	
3	云南华联锌铟股份有限公司都龙锡矿花石头矿区	云南华联锌铟股份有限公司	T53120081202020 973	2021年8月5 日至2026年8 月5日	2.4	普查	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

随着在建工程建成，公司的生产能力有望进一步提升，同时公司将加强精深加工业务，在未来下游需求增长背景下，公司利润有望增厚。2021年，公司拥有锡冶炼产能8万吨/年、锡材产能4.1万吨/年、锡化工产能2.4万吨/年、阴极铜产能12.5万吨/年、锌冶炼产能10万吨/年，铟冶炼产能60吨/年，具备将资源优势转化为产量优势的能力。公司计划在2022年实现生产商品锡锭4.5万吨，锡材产品2.88万吨，锡化工产品2.1万吨，铜产品12.5万吨，锌锭11.95万吨，铟锭62.5吨。目前公司在建项目中，南加排土场、尾矿库建设项目、都龙矿区废石综合回收项目为铜街、曼家寨矿区项目的配套项目，这些项目的建成将提升公司开采能力，可贡献锌金属年产量增量约6万吨，锡金属0.855万吨，铜金属1.665万吨。此外，公司不断地延伸产业链，围绕锡、铟，向精深加工业务布局，未来随着光伏、汽车电子、化工等领域的消费拉动，公司产品需求有望持续增长，公司利润有望增厚。

表4：重要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	期初余额	期末余额	工程累计投入 占预算比例%	工程进 度%	资金来源
南加排土场建设项目	149,287.00	78,007.69	79,868.83	57.02	80	自筹
矿山工程	139,462.78	48,081.96	45,362.75	82.98	82.98	自筹、借 款
南加尾矿库建设项目	49,697.00	27,274.72	37,942.70	76.35	95	自筹
都龙矿区废石综合回收项目（300 万t/a）	55,016.00	22,318.45	32,855.08	63.18	98	自筹

南部选矿园区建设	307,217.54	21,278.55	23,813.30	56.95	68	自筹、借款
合计	700,680.32	196,961.37	219,842.66	--	--	--

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

假设公司 2022 年能实现经营生产目标，销售商品锡锭 4.5 万吨，锡材产品 2.88 万吨，锡化工产品 2.1 万吨，铜产品 12.5 万吨，锌锭 11.95 万吨，铟锭 62.5 吨。2023-2024 年销量在 2022 年的基础上小幅提升。价格方面，假设公司 2022-2024 年锡价水平在 30-30.6 万元/吨（不含税），铜价在 6.3-6.9 万元/吨（不含税），锌价在 2-2.2 万元/吨（不含税）。公司降本增效，综合毛利率水平略有提升。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 40.20/43.64/47.83 亿元，EPS 分别为 2.41/2.62/2.87 元。

3.2 估值分析

目前公司主营业务为锡产品、铜产品、锌产品等生产与销售，我们选择 3 家部分业务相同的 A 股企业：盛屯矿业、紫金矿业、中金岭南作为可比公司。同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 12/10/11 倍，锡业股份的 PE 为 9/8/7 倍，低于同行业平均水平。

表 5：同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS			PE			
		2022/4/19	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000960.SZ	锡业股份	21.36	1.69	2.41	2.62	2.87	13	9	8	7
	均值						17	12	10	11
600711.SH	盛屯矿业	8.26	0.45	0.82	1.27	-	18	10	7	-
601899.SH	紫金矿业	12.00	0.60	1.04	1.20	1.23	20	12	10	10
000060.SZ	中金岭南	4.71	0.32	0.35	0.38	0.42	15	13	12	11

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：中金岭南数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 19 日

3.3 投资建议

公司资源禀赋优异，随着其不断提升全产业链竞争优势，市占率或进一步提升，在锡价高位运行的预期下，公司业绩将增厚，我们预计 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 40.20/43.64/47.83 亿元，同比分别增加 42.7%/8.6%/9.6%，EPS 分别为 2.41/2.62/2.87 元/股。以 2022 年 4 月 19 日收盘价计算，公司 2022/2023/2024 的 PE 为 9/8/7 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 锡、锌、铜价格大幅波动风险。公司主营产品为锡、锌、铜、铟等金属产品,公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。若相关金属产品价格波动剧烈,公司经营业绩可能存在一定波动风险。

2) 安全环保风险。随着国家产业升级和深化改革步伐的深入,国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格,相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢,导致锡、锌、铜等下游需求领域放量不及预期,影响公司产品销量,从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	53,844	60,218	61,629	62,626
营业成本	47,398	52,390	53,356	53,994
营业税金及附加	288	319	327	332
销售费用	98	102	111	119
管理费用	1,411	1,566	1,627	1,653
研发费用	204	229	234	238
EBIT	4,442	5,611	5,974	6,290
财务费用	739	563	411	244
资产减值损失	-28	-30	-46	-22
投资收益	-72	-4	-12	-21
营业利润	3,688	5,098	5,590	6,094
营业外收支	-175	-97	-136	-117
利润总额	3,513	5,000	5,454	5,977
所得税	474	665	736	807
净利润	3,038	4,335	4,718	5,170
归属于母公司净利润	2,817	4,020	4,364	4,783
EBITDA	5,890	7,221	7,663	8,051

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,597	6,399	10,369	15,127
应收账款及票据	1,042	1,312	1,430	1,454
预付款项	529	786	800	810
存货	7,184	8,389	8,545	8,648
其他流动资产	2,054	2,356	2,469	2,553
流动资产合计	15,407	19,242	23,612	28,592
长期股权投资	376	374	372	370
固定资产	16,592	16,935	17,196	17,415
无形资产	3,560	2,800	2,040	1,280
非流动资产合计	25,575	24,083	22,510	20,934
资产合计	40,981	43,325	46,122	49,526
短期借款	7,811	6,000	5,000	4,000
应付账款及票据	1,797	1,987	2,023	2,047
其他流动负债	4,565	4,776	4,818	4,847
流动负债合计	14,173	12,763	11,842	10,894
长期借款	7,139	7,139	6,339	5,539
其他长期负债	2,546	2,146	1,946	1,927
非流动负债合计	9,685	9,285	8,285	7,466
负债合计	23,859	22,048	20,127	18,361
股本	1,669	1,669	1,669	1,669
少数股东权益	1,604	1,920	2,274	2,661
股东权益合计	17,123	21,277	25,995	31,165
负债和股东权益合计	40,981	43,325	46,122	49,526

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.20	11.84	2.34	1.62
EBIT 增长率	129.54	26.32	6.47	5.29
净利润增长率	308.03	42.69	8.56	9.59
盈利能力 (%)				
毛利率	11.97	13.00	13.42	13.78
净利润率	5.64	7.20	7.66	8.26
总资产收益率 ROA	6.87	9.28	9.46	9.66
净资产收益率 ROE	18.15	20.77	18.40	16.78
偿债能力				
流动比率	1.09	1.51	1.99	2.62
速动比率	0.50	0.74	1.16	1.70
现金比率	0.32	0.50	0.88	1.39
资产负债率 (%)	58.22	50.89	43.64	37.07
经营效率				
应收账款周转天数	5.29	6.50	6.50	6.50
存货周转天数	55.32	59.00	59.00	59.00
总资产周转率	1.31	1.39	1.34	1.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	2.41	2.62	2.87
每股净资产	10.26	12.75	15.58	18.68
每股经营现金流	1.75	2.63	3.72	4.10
每股股利	0.00	0.11	0.00	0.00
估值分析				
PE	13	9	8	7
PB	2.1	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	8.35	6.26	5.12	4.05
股息收益率 (%)	0.00	0.51	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,038	4,335	4,718	5,170
折旧和摊销	1,448	1,610	1,689	1,761
营运资金变动	-2,658	-1,802	-492	-339
经营活动现金流	2,915	4,387	6,209	6,835
资本开支	-1,990	-209	-263	-244
投资	-10	103	103	61
投资活动现金流	-1,989	-110	-173	-204
股权募资	0	0	0	0
债务募资	388	-2,211	-2,000	-1,819
筹资活动现金流	-997	-2,475	-2,066	-1,873
现金净流量	-99	1,802	3,970	4,758

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 20.2%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 308.03%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 16.73%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 337.42%	3
图 5：2021 年公司分产品营收情况（单位：万元）	4
图 6：2021 年公司分产品营收占比	4
图 7：2021 年公司产品销量（单位：吨）	5
图 8：2021 年公司产品单价（单位：万元/吨）	5
图 9：2021 年公司分产品毛利情况（单位：万元）	5
图 10：2021 年公司产品单吨毛利（单位：万元/吨）	5
图 11：2021 年公司毛利率情况	6
图 12：2021 年公司三费情况	6
图 13：2021 年公司研发费用情况	6
图 14：2021 年公司减值情况	7
图 15：2021 年公司毛利率情况	7
图 16：2021 年公司经营净现金流	7
图 17：2021 年公司 ROE 情况	7
图 18：2021 年 Q4 公司季度毛利率及净利率	8
图 19：2021 年 Q4 公司三费情况	8
图 20：2021 年 Q4 公司三费率情况	8
图 21：2021 年 Q4 公司研发费用情况	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 年新增有色金属资源情况	9
表 2：华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况	9
表 3：华联锌铟矿权情况	9
表 4：重要在建工程项目情况（单位：万元）	10
表 5：同行业上市公司估值对比	12
公司财务报表数据预测汇总	14

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
	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001