

买入

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

◆ 公司研究·公司快评

证券分析师：刘孟峦 010-88005312
证券分析师：杨耀洪 021-60933161
联系人：马可远 0755-81982439

◆ 有色金属·小金属

liumengluan@guosen.com.cn
yangyaohong@guosen.com.cn
makeyuan@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(首次评级)

执证编码：S0980520040001
执证编码：S0980520040005

事项：

公司公告：

1) 公司于5月16日发布公告，与兴业银锡的全资子公司银漫矿业签订了《战略合作备忘录》。该备忘录主要内容为以提高银漫矿业选厂回收率和技术升级为切入点，推进兴业银锡的锡、银、锌、铅锑等精矿产品与公司签订采销长单合作，并探索在兴业银锡的精矿产品经初级冶炼后供应给公司，形成双方特色稳定供应链模式。

2) 公司于5月31日发布公告，公司名称由“南宁化工股份有限公司”变更为“广西华锡有色金属股份有限公司”，证券简称由“南化股份”变更为“华锡有色”。公司向华锡集团发行股份购买资产并募集配套资金之重大资产重组已实施完毕，主营业务将转变为有色金属勘探采选业务，主要产品为锡、锌、铅锑等有色金属产品。为更好体现公司品牌形象，建立统一的形象识别，使公司证券简称与公司全称相匹配，因此变更公司证券简称。

国信金属观点：

1) **收购华锡矿业，转型有色金属行业。** 南化股份此前主要从事贸易业务，2020年公告筹划重大资产重组，通过发行A股普通股3.57亿股的方式收购华锡矿业100%股权，已于今年2月完成了标的资产过户和股份变更。华锡矿业是由华锡集团于2019年4月设立的全资子公司，主营锡等有色金属矿产的地质勘探、采选、冶炼，主要产品为锡锭、锌锭、锑锭等有色金属产品。华锡矿业近年来业绩稳中向好，2019-2021年实现营业收入16.72/18.07/27.47亿元，CAGR 28.17%；实现归母净利润2.39/2.81/4.06亿元，CAGR 30.38%。

2) **华锡矿业拥有品位全国领先的优质矿山资源。** 华锡矿业拥有铜坑矿、高峰矿这2座矿山的采矿权，以及5座矿山的探矿权。高峰矿的生产规模33万吨/年，锡品位达到了1.5%左右，资源品位高；铜坑矿目前实际生产规模约为150万吨/年，资源储量折金属量包含锡9.9万吨、锌241万吨、锑5.2万吨，资源总量大。正常年份，高峰矿和铜坑矿采选出的精矿含锡金属量8,100吨、锑金属量7,400吨、铅金属量9,000吨、锌金属量47,000吨。

3) **此次与兴业银锡的合作能够形成优势互补。** 华锡矿业拥有从矿山勘探、矿石采选到金属冶炼的较为完整的产业链，由于自有矿山产出的锡精矿并不能完全满足冶炼产能，因此需要外购精矿。此前国内贸易商主要从缅甸进口精矿，而今年缅甸佤邦大概率会停产数月，因此公司需要一个更为稳定的锡精矿进口渠道。兴业银锡是国内唯一没有锡冶炼厂的锡行业上市公司，此次战略合作备忘录的签订有助于双方形成资源上的优势互补。

4) **停产将成为今年锡行业大主题，半导体回暖有望带动锡价上行。** 供给侧，从今年1月开始的秘鲁圣拉斐尔锡矿因抗议停产，到此次兴业银锡因技改停产，再到8月开始的佤邦地区停产，今年锡行业或将迎来近年来供给侧最大缺口。需求侧，随着下半年半导体回暖周期临近，锡行业需求有望持续好转，同时光伏焊带用锡、新能源汽车渗透率提升等新能源领域的拉动也能够提振需求。全年来看，我们预测供需缺口或达到1.9万吨，供需缺口叠加全球锡矿品位下降带来的成本上升，有望推动锡价持续上移。

我们预计公司 2023–2025 年实现营业收入 30.21/32.41/34.60 亿元，同比增速 37.28%/7.26%/6.77%；实现归母净利润 7.13/8.28/9.42 亿元，同比增速 37.05%/15.99%/13.79%；EPS 分别为 1.13/1.31/1.49，当前股价对应 PE 分别为 15.0/13.0/11.4 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

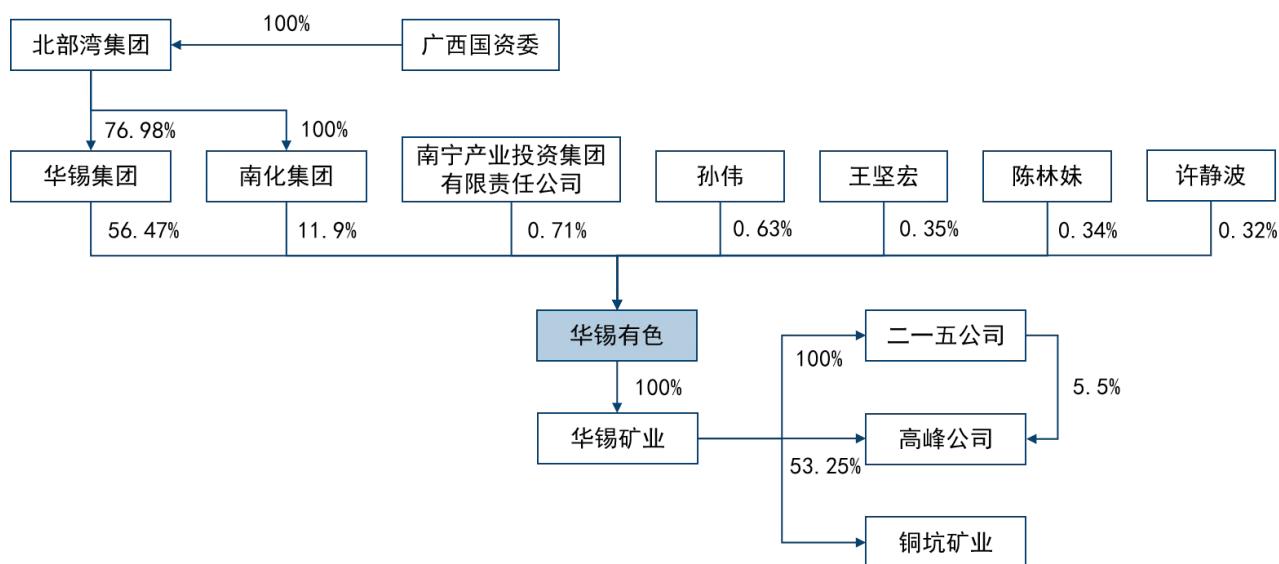
◆ 注入华锡矿业，实现业务转型

收购优质资产华锡矿业，成功转型为国内锡、锑金属双龙头企业。南化股份成立于 1998 年，此前主要从事贸易业务。2020 年 8 月，南化股份公告拟筹划重大资产重组，通过发行 A 股普通股 3.57 亿股的方式购买华锡集团持有的华锡矿业 100% 股权，作价 22.65 亿元，发行价格为 6.34 元/股，已于 2023 年 2 月完成标的资产过户和股份变更。此次交易完成后，华锡矿业成为公司的全资子公司，有助于整合优质矿产资源，助力公司成为广西唯一的有色金属上市公司、全国领先的锡金属上市公司。

华锡集团前身为大厂矿务局，成立于 1962 年，1995 年 11 月大厂矿务局改组设立为华锡集团。华锡集团的主营业务为锡等有色金属及其共（伴）生金属矿产的地质勘探、开采、选矿、冶炼，主要产品为锡锭、锌锭、锑锭、铟锭、铅锭、银锭等有色金属产品。2019 年 4 月，华锡集团设立全资子公司华锡矿业，2020 年 4 月将勘探、开采、选矿等相关业务资产、负债划转进入华锡矿业。

股权结构方面，公司控股股东为华锡集团，截至 2023 年 4 月，华锡集团共持有公司 56.47% 股份；公司实控人为广西国资委，间接持有公司 55.37% 股份。

图 1：华锡有色股权结构（截至 2023 年 4 月 28 日）



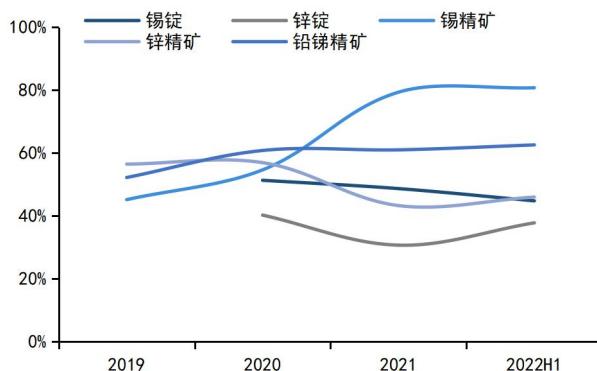
资料来源：Wind，企查查，国信证券经济研究所整理

◆ 营收和利润稳步增长，盈利能力行业领先

华锡矿业产品毛利率优于可比公司。华锡矿业 2022 年上半年锡精矿毛利率为 80.7%，铅锑精矿毛利率为 62.5%，锌精矿毛利率为 45.9%，锡锭毛利率为 44.7%，锌锭毛利率为 37.7%，锡产品盈利能力显著高于同行水平，主要由于华锡矿业的矿石品位高、采选成本低，且锡精矿的自给率较高，2021 年自给率约为 72.5%。

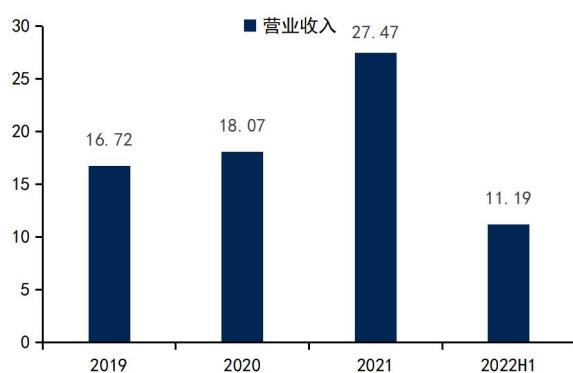
图2：华锡矿业营收构成（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：华锡矿业分产品毛利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

华锡矿业近年来业绩稳中向好。2019–2021年，华锡矿业实现营业收入16.72/18.07/27.47亿元，复合增长率28.17%；实现归母净利润2.39/2.81/4.06亿元，复合增长率30.38%，近年来业绩保持稳步增长。

图4：华锡矿业营业收入（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：华锡矿业归母净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 华锡矿业拥有优质矿山资源，品位全国领先

华锡矿业拥有2座矿山的采矿权（铜坑矿、高峰矿），以及5座矿山的探矿权（铜坑矿深部锌多金属矿勘探、羊角尖区锌铜矿勘探、翁罗-贯洞区锌铅矿勘探、龙口铅锌矿详查、冷水塘锌矿详查）。由于公司拥有的矿山资源品位高，使得锡锭生产平均成本在正常年份不足10万元/吨，优势显著。

➤ 高峰矿

高峰矿的采矿权人为华锡矿业合计持股58.75%的控股子公司高峰矿业，开采矿种为锡矿，开采方式为地下开采，生产规模33万吨/年，矿区面积为2.2平方公里，有限期限为2017年5月1日至2027年5月1日。高峰矿拥有的矿石资源总量为936.3万吨，其中105号矿体锡品位1.48%，折锡金属量13.12万吨；锌品位6.87%，折锌金属量54.32万吨；银品位81.14g/吨，折银金属量717.37吨；铅品位1.86%，折铅金属量17.41万吨、锑金属量15.76万吨。**高峰矿的锡品位在国内领先，达到了1.5%左右，高品位带来低于平均水平的采选成本。**

表1：高峰矿保有资源储量情况（截至 2021 年 4 月 30 日）

矿段	资源储量类型	矿石量 (万吨)	平均品位(%) Ag (g/t)						金属量(吨)		
			银	锡	锌	铅	银	锡	锌	铅	锑
105 号矿体	(TM)	5.82	234.88	0.94	9.07	7.95	7.41	13.67	549	5,278.00	4,625.00
	(KZ)	195.62	103.32	1.28	12.35	2.67	2.39	202.11	25,071.00	241,596.00	52,228.00
	(TD)	682.68	73.47	1.55	5.81	1.72	1.56	501.59	105,564.00	396,358.00	117,291.00
	合计	884.12	81.14	1.48	6.87	1.86	1.68	717.37	131,184	543,232	174,144
1 号矿体	(TD)	52.18		0.78	1.53	1.14	0.58		4,093	7,990	5,927
	合计	936.3									3,015

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 铜坑矿

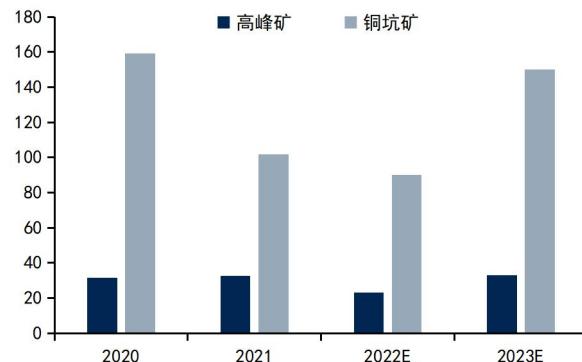
铜坑矿的采矿权人为华锡矿业，开采矿种为锡矿，开采方式为地下开采，设计生产规模为 237.6 万吨/年，目前实际生产规模约为 150 万吨/年，矿区面积为 15.78 平方公里，有限期限为 2022 年 9 月 6 日至 2030 年 5 月 23 日。铜坑矿拥有的矿石资源总量为 6941 万吨，折金属量锡 9.9 万吨、锌 241 万吨、铅 11 万吨、锑 5.2 万吨、铜 9.39 万吨、银 1951 吨，资源总量大。

表2：铜坑矿保有资源储量情况（截至 2020 年 9 月 30 日）

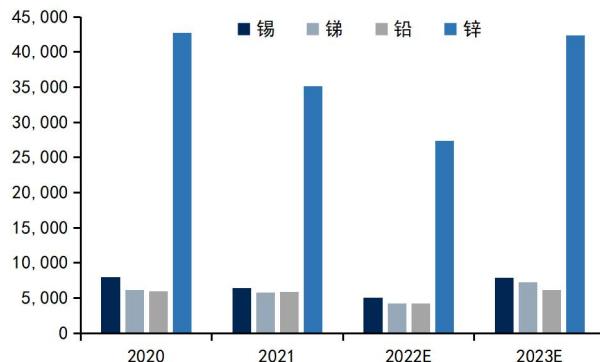
范围	矿体号	资源储量类型	矿石量 (万吨)	平均品位(%)			金属量(吨)	
				锡	锌	锡	锌	
采矿许可证范围内 (150m 标高以上)	砂锡矿	探明	270.5	0.342			9,236	
		控制	67.86	0.214			1,450	
		推断	24.5	0.661			1,619	
		合计	362.9	0.339			12,305	
	长坡节理脉	控制	4.54	1.55			669	
		推断	17.23	1.55			2,678	
		小计	21.76	1.55			3,347	
	92 号矿体	探明	941.1	0.53			50,121	
		控制	17.5	0.73			1,273	
		推断	576.3	0.26			14,827	
		小计	1534.9	0.43			66,221	
	原生矿小计	探明	941.1	0.53			50,121	
		控制	22.04	0.88			1,942	
		推断	593.53	0.3			17,505	
		小计	1556.7	0.45			69,568	
探矿权范围内 (150m 标高以下)	锌矿	探明	208.5		3.18			66,302
		控制	1,220.22		3.48			424,304
		推断	1,804.31		3.56			643,171
		小计	3,233.03		3.51			1,133,777
	锌矿	探明	93.2		5.65			52,587
		控制	1,145.40		4.59			526,231
		推断	913		3.76			343,330
		小计	2,151.60		4.29			922,148
采矿许可证+ 探矿权范围内	砂锡矿+原生锡矿+锌矿	探明	1,513.35				59,358	118,889
		控制	2,455.48				3,391	950,535
		推断	3,335.31				19,124	986,501
		合计	7,304.14				81,873	2,055,925

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

正常年份，高峰矿和铜坑矿采选出的精矿含锡金属量 8,100 吨，锑金属量 7,400 吨，铅金属量 9,000 吨，锌金属量 47,000 吨。由于 2022 年高峰公司和铜坑矿各发生一起造成了人员伤亡的安全事故，导致高峰公司井下自 2022 年 1 月 11 日起至 2022 年 4 月 1 日暂停采掘作业、铜坑矿井下自 2022 年 2 月 26 日起至 2022 年 4 月 22 日暂停采掘作业，对采选活动造成影响，2022 年自有矿产量较正常年份稍低。

图6：高峰矿、铜坑矿矿山开采量（单位：万吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：高峰矿+铜坑矿金属产出量（单位：吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 与兴业银锡的合作能够形成优势互补

华锡矿业拥有从矿山勘探、采选到金属冶炼的较为完整的产业链。

➤ 选矿

华锡矿业的选矿板块主要由车河选厂、巴里选厂和砂坪选厂这3家选矿厂组成，其中车河选厂处理铜坑矿采掘的矿石，选矿能力180万吨/年；巴里选厂处理高峰矿采掘的矿石，选矿能力36.3万吨/年；砂坪选厂对外出租。2021年，华锡矿业选矿厂产出的精矿包括锡6547吨、锌3.59万吨、锑6542吨、铅7855吨；2022年上半年，选矿厂产出的精矿包括锡1680吨、锌0.9万吨、锑1683吨、铅1998吨。

表3：各选矿单位选矿回收率

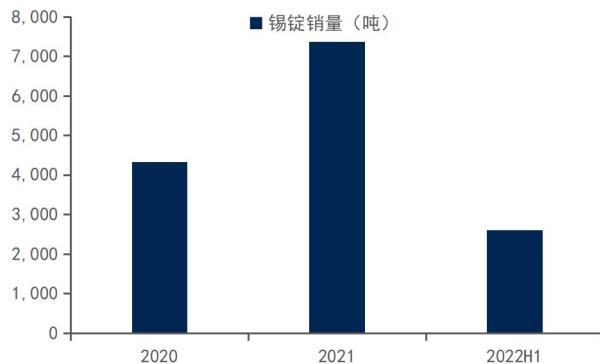
选矿单位	选矿回收率	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
车河选厂	锡	74.25%	73.53%	71.84%	68.69%
	锌	70.21%	70.89%	64.95%	64.00%
	锑	56.39%	55.51%	57.62%	56.42%
	铅	56.44%	58.47%	50.29%	52.58%
巴里选厂	锡	72.35%	75.00%	74.32%	71.88%
	锌	85.17%	86.09%	85.15%	81.01%
	锑	85.53%	85.12%	85.05%	81.63%
	铅	85.53%	86.96%	86.09%	82.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

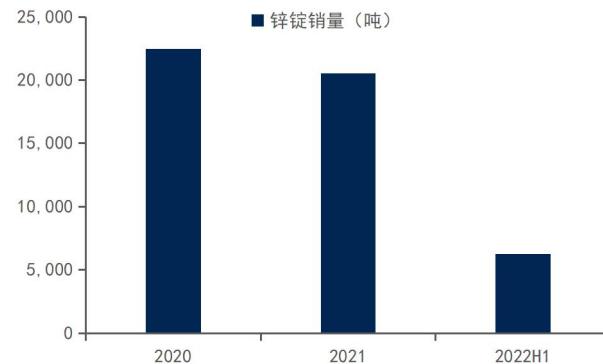
➤ 冶炼

华锡矿业生产的矿产品用于冶炼厂生产相关产品，2020年4月以前，公司直接销售精矿给华锡集团的全资子公司来宾冶炼，由于来宾冶炼现金流紧张，2020年4月后合作模式变更为委托加工，后续公司将通过直接外售精矿，或将来宾冶炼注入上市公司，以减少关联交易。

由于华锡矿业自有矿山产出的锡精矿并不能完全满足冶炼产能，因此需要外购精矿。此前国内贸易商主要从缅甸进口精矿，而今年缅甸佤邦大概率会停产数月，因此公司需要一个更为稳定的锡精矿进口渠道。兴业银锡是国内唯一没有锡冶炼厂的锡行业上市公司，此次战略合作备忘录的签订有助于双方形成资源上的优势互补。

图8：华锡有色锡锭销量（单位：吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：华锡有色锌锭销量（单位：吨）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 锡行业供给侧逻辑：停产将成为今年锡行业供给侧贯穿全年的主题

按时间顺序梳理今年年初至年末已经发生/即将发生的停产：1) 2023. 1. 12–2023. 3. 15，秘鲁全国唯一的锡矿——明苏公司旗下的圣拉斐尔锡矿，因当地爆发反政府抗议活动而停止矿山开采，为期 2 个月，影响 3000 吨左右的供应量。2) 2023. 6. 9–2023. 7. 10，我国兴业银锡旗下银漫矿业因技改原因停产，为期 1 个月，根据公司产量指引，影响 393 吨左右的锡供给（测算方法：二季度 819 吨+三季度 1540 吨，平均到 6 个月）。3) 2023. 8. 1–？，缅甸佤邦地区停产，由于佤邦占缅甸锡供应的 95%，因此佤邦停产可理解为缅甸停产。按照 2022 年数据测算，佤邦地区产量 3.1 万吨，占全球锡供应的 8%、矿端（不考虑二次资源）供应的 10%，此次停产缺口巨大，假设今年 8 月–12 月全部停产，停 100%，则单缅甸一国就会产生 1.3 万吨供给缺口。

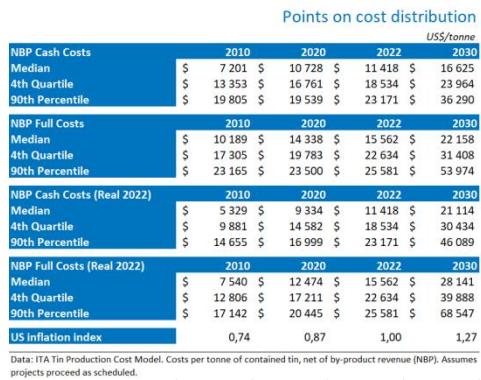
图10：今年4月以来沪锡收盘价走势图


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

矿山品位下降，开采成本上升。除停产外，全球来看，锡的供应还存在着普遍的品位下降、成本上升的问题，且这一趋势是不可逆的。国际锡业协会 ITA 数据统计，2022 年全球锡矿现金成本曲线 90 分位线成本为 23171 美金/吨，相比 2020 年增长 36.31%，全球锡矿完全成本曲线 90 分位线成本为 25581 美金/吨，相比 2020 年增长 25.12%，目前 LME 锡价在 26000–27000 美金/吨之间，所以有较强的成本支撑。另外 ITA 预

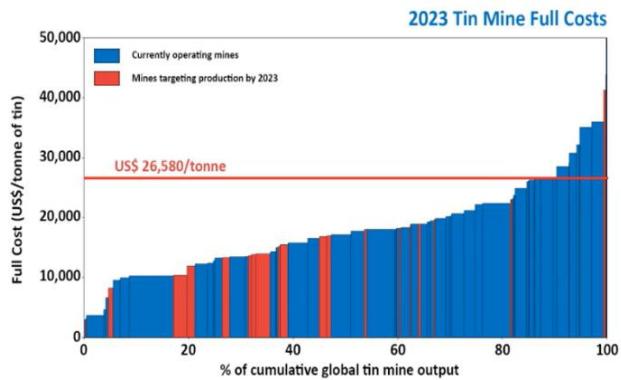
计,全球锡矿完全成本曲线90分位线成本2027年将进一步提升至33800美金/吨,相比2022年增长32.13%,2030年将进一步提升至68547美金/吨,相比2022年增长1.5倍以上。

图11: 全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升



资料来源: ITA, 国信证券经济研究所整理

图12: 2023年全球锡矿开采完全成本曲线

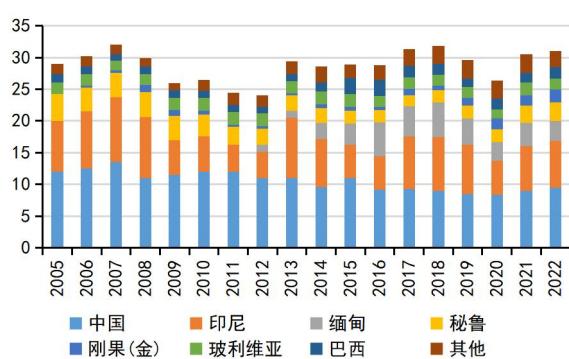


资料来源: ITA, 国信证券经济研究所整理

全球锡矿新增项目有限。全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少,中、小型锡矿床数量偏多,且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种,全球锡矿资源勘查投入不足,新发现锡矿床较少,新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量,因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

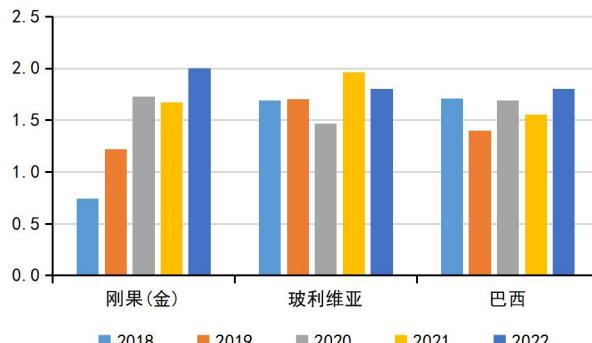
全球锡的主要供应国中,中国是全球最大的锡资源储量国和产量国,锡矿资源以原生矿、大中型矿为主;东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一,以砂锡矿、中小型矿为主;南美洲地区过去是全球主要的产锡地区,但由于以往过度开采导致该区目前开采锡资源的品位不断下降;非洲地区(刚果(金)、纳米比亚等)改变传统的手工和小规模生产方式,提高机械化,锡矿产量有所增加;俄罗斯锡资源储量较丰富但投资建设条件相对较差;澳洲地区虽然目前锡矿产量较低,但锡资源成矿条件好,未来有较大的扩产潜力,但大部分锡矿项目都要到2025年之后才能投产;而北美洲地区(美国、加拿大等)锡资源相对贫乏,但也在积极开展勘查研究工作。USGS数据显示,过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平,但由于主要产区锡矿品位不断下降,叠加环保和政策性原因,或导致锡矿供给减少。

图13: 全球锡矿产量(吨)



资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

图14: 刚果(金)、玻利维亚、巴西近五年锡矿产量(万吨)



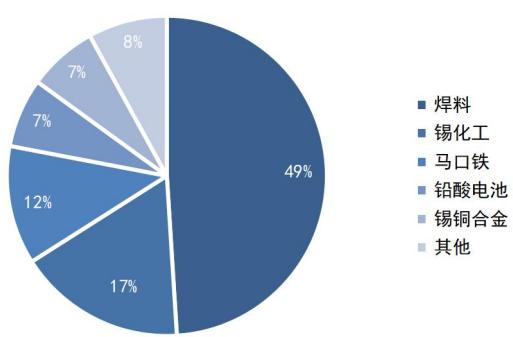
资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

◆ 锡行业需求侧逻辑: 半导体回暖有望带动锡价上行

从历史经验来看,锡价是以需求为主导的。锡焊料是最主要的消费领域,2021年在全球锡消费中的占比高达49%;锡化工为第二大的锡消费领域,占比17%;马口铁、铅酸电池、锡铜合金的占比分别为12%、7%、

7%。分地区来看，亚洲是最主要的消费地区，2021年消费占比为71%；其中，中国是最主要的锡消费国家，2021年占比为47%。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。

图15：全球锡消费产品分布



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图16：全球半导体销售额与LME锡收盘价对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新能源领域用锡也能够拉动锡消费。新能源用锡主要指的是光伏用锡及新能源汽车用锡：1) 光伏，锡在光伏中的应用为焊带的表面涂层，用量为72吨/GW，预计2023年光伏用锡2.5万吨，占锡消费6%，2025年或达4.2万吨，占锡消费10%；2) 新能源汽车，较传统燃油车而言锡需求翻倍，用量约700g/辆，因此电动汽车渗透率的提升可拉动锡需求。

◆ 供需平衡表

假设今年佤邦停产时间持续3个月，在此期间完全停止矿山开采，我们预计2023年全球精锡供需约有1.9万吨左右的缺口，锡价中枢有望稳步抬升。

表4：全球精锡供需平衡测算（单位：万吨）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
需求合计	38.9	38.2	39.7	41.4	42.8
YOY	7.3%	-2.0%	4.1%	4.2%	3.5%
锡焊料	19.1	18.8	20.3	21.6	22.9
锡化工	6.6	6.3	6.6	6.8	6.9
镀锡板	4.7	4.6	4.5	4.6	4.6
铅酸电池	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
锡铜合金	2.7	2.7	2.6	2.7	2.7
其他	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
供给合计	38.1	38.1	38.1	38.8	39.9
YOY	12.1%	0.0%	0.0%	1.7%	2.8%
增量：					
中国			0.3	0.3	0.3
印尼			0	0	0
缅甸			-0.8	0.8	0
秘鲁			-0.3	0.3	0
刚果(金)			0	0.4	0.4
玻利维亚			0	0	0
巴西			0.1	0.3	0
其他国家			0.2	0.2	0.2
回收			0.2	0.2	0.2
全球平衡（供给-需求）	-0.8	-0.1	-1.9	-1.1	-1.5

资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理与预测

◆ 盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

表5：公司核心产品销量和营收假设（注：2019–2022年为华锡矿业的业绩拆分）

单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销售量							
锡锭	吨	0.00	4,324.34	7,363.34	5,738.00	8,562.52	8,562.52
锌锭	吨	0.00	22,450.94	20,531.43	13,842.06	21,319.04	21,319.04
锡精矿	吨	7,994.76	2,954.34	872.93	200.00	200.00	200.00
锌精矿	吨	47,182.96	21,722.57	19,332.23	13,692.06	21,169.04	21,169.04
铅锑	吨	15,897.94	16,382.74	17,369.38	8,462.25	13,457.47	13,457.47
单位售价							
锡锭	元/吨	—	128,947.24	194,522.68	221,800.61	194,690.27	212,389.38
锌锭	元/吨	—	16,561.09	19,100.48	22,372.03	19,469.03	19,469.03
锡精矿	元/吨	103,841.89	101,149.87	128,868.07	192,691.21	170,349.56	186,969.03
锌精矿	元/吨	11,027.21	10,413.23	15,493.34	14,467.88	12,114.87	12,114.87
铅锑	元/吨	14,729.83	16,636.00	23,771.96	34,609.06	41,592.13	46,379.46
单位成本							
锡锭	元/吨	—	62,831.35	99,927.93	90,501.95	84,423.10	85,855.57
锌锭	元/吨	—	9,904.00	13,250.11	13,060.61	13,079.34	13,079.34
锡精矿	元/吨	56,988.23	45,937.67	26,670.52	50,000.00	50,000.00	50,000.00
锌精矿	元/吨	4,807.39	4,489.17	8,796.43	7,659.90	7,828.35	7,828.35
铅锑	元/吨	7,047.54	6,529.07	9,282.02	9,288.22	9,498.70	9,498.70
营业收入							
锡锭	百万元	0.00	557.61	1,432.34	1,272.69	1,667.04	1,818.59
锌锭	百万元	0.00	371.81	392.16	309.67	415.06	415.06
锡精矿	百万元	830.19	298.83	112.49	38.54	34.07	37.39
锌精矿	百万元	520.30	226.20	299.52	198.10	256.46	256.46
铅锑精矿	百万元	234.17	272.54	412.90	292.87	559.73	624.15
合计	百万元	1,671.95	1,807.09	2,746.55	2,200.87	3,021.36	3,240.65
							3,459.95

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设，我们预计公司2023–2025年实现营业收入30.21/32.41/34.60亿元，同比增速37.28%/7.26%/6.77%；实现归母净利润7.13/8.28/9.42亿元，同比增速37.05%/15.99%/13.79%；EPS分别为1.13/1.31/1.49，当前股价对应PE分别为15.0/13.0/11.4倍。

◆ 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

对华锡矿业的收购有助于公司整合优质矿产资源，助力公司成为广西唯一的有色金属上市公司、全国领先的锡金属上市公司。华锡矿业拥有优质品位高、采选成本低的锡、锌、铅、锑资源，能够充分享受金属价格弹性。与兴业银锡签订的战略合作备忘录有助于双方实现优势互补。基于此，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

公司资源开采不达预期的风险；全球资源端供给增加超预期的风险；缅甸停产低于预期的风险；金属价格大幅波动的风险；国外货币政策边际放缓幅度不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	140	153	219	170	181	营业收入	387	589	3021	3241	3460
应收款项	51	49	21	22	24	营业成本	309	535	1381	1393	1406
存货净额	0	0	91	86	82	营业税金及附加	2	2	85	91	97
其他流动资产	224	239	328	352	376	销售费用	1	1	7	8	8
流动资产合计	415	440	658	631	662	管理费用	30	32	242	259	277
固定资产	14	11	402	770	1115	研发费用	1	1	6	6	7
无形资产及其他	2	2	2	1	1	财务费用	(1)	(1)	121	130	138
投资性房地产	18	13	13	13	13	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	(6)	(11)	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0	0
资产总计	449	466	1075	1410	1781	其他收入	16	0	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	5	1	506	698	893	营业利润	61	20	1180	1353	1527
应付款项	22	33	23	27	25	营业外收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	89	86	68	52	50	利润总额	60	21	1180	1353	1527
流动负债合计	116	120	597	777	969	所得税费用	6	2	177	203	229
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	9	5	1	(3)	归属于母公司净利润	54	18	713	828	942
长期负债合计	12	9	5	1	(3)	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	129	128	602	778	966	净利润	54	18	713	828	942
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	(2)	(3)	(3)	(3)
股东权益	320	338	473	632	815	折旧摊销	4	4	12	35	58
负债和股东权益总计	449	466	1075	1410	1781	公允价值变动损失	2	(0)	0	0	0
						财务费用	(1)	(1)	121	130	138
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(200)	(6)	(186)	(40)	(31)
每股收益	0.23	0.08	1.13	1.31	1.49	其它	(2)	2	(517)	(597)	(677)
每股红利	0.03	0.00	0.25	0.29	0.33	经营活动现金流	(140)	16	19	222	289
每股净资产	1.36	1.44	2.01	2.69	3.47	资本开支	0	1	(400)	(400)	(400)
ROIC	12.47%	4.98%	29%	20%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.94%	5.37%	41%	36%	32%	投资活动现金流	0	1	(400)	(394)	(394)
毛利率	20%	9%	54%	57%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	3%	43%	46%	48%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	4%	45%	50%	54%	支付股利、利息	(7)	0	(58)	(68)	(78)
收入增长	-47%	52%	37%	7%	7%	其它融资现金流	(71)	(4)	505	192	194
净利润增长率	498%	-67%	965%	18%	15%	融资活动现金流	(85)	(4)	447	124	116
资产负债率	29%	28%	56%	55%	54%	现金净变动	(224)	13	66	(48)	10
股息率	0.2%	0.0%	1.5%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	364	140	153	219	170
P/E	73.5	219.9	15.0	13.0	11.4	货币资金的期末余额	140	153	219	170	181
P/B	12.4	11.8	8.4	6.3	4.9	企业自由现金流	0	14	(278)	(68)	6
EV/EBITDA	85.5	186.2	12.7	11.0	9.8	权益自由现金流	0	11	221	105	174

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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