

2024年05月06日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023年锡金属产量实现大幅增长，看好锡价中枢上移

—华锡有色（600301.SH）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

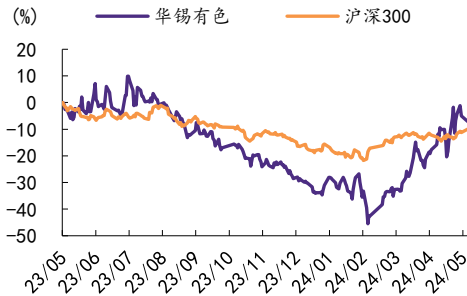
✉ dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-05-06

当前股价（元）	17.28
总市值（亿元）	109
总股本（百万股）	633
流通股本（百万股）	275
52周价格范围（元）	9.54-19.23
日均成交额（百万元）	89.44

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

华锡有色发布 2023 年年报及 2024 年一季报：2023 年公司营业收入为 29.24 亿元，同比+5.66%；归母净利润为 3.14 亿元，同比+43.39%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 3.21 亿元，同比+5802.55%。

2024 年一季度公司营业收入为 9.64 亿元，同比+61.61%，环比+0.65%；归母净利润为 1.25 亿元，同比+81.06%，环比+53.04%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 1.25 亿元，同比+52.63%，环比+54.68%。

投资要点

■ 2023 年公司锡金属产量大幅增长，2024 年一季度锡价回升

量：2023 年锡金属产量同比大幅增长。锡产品方面，实现锡精矿产量 6500.19 吨，同比+22.91%，锡锭产量 7195.86 吨，同比+55.16%；锌产品方面，实现锌精矿产量 35900.09 吨，同比+32.69%，锌锭产量 26570.19 吨，同比+49.04%；铅锑产品方面，实现铅锑精矿 14123.23 吨，同比+22.69%。

价格：2024 年一季度锡价、锑价同比及环比均实现增长。1) 锡价方面，2023 年中国长江有色市场 1#锡均价为 21.23 万元/吨，同比-14.90%，2024 年 Q1 锡均价为 21.71 万元/吨，同比+3.92%，环比+3.67%；2) 锑价方面，据百川盈孚，2023 年锑锭均价为 8.03 万元/吨，同比+3.34%，2024 年 Q1 锑锭均价为 8.87 万元/吨，同比+9.69%，环比+9.66%。

毛利：2023 年锡锭、铅锑精矿业务毛利率同比实现增长。2023 年公司锡锭业务毛利率 39.57%，同比+1.80pct，锌锭业务毛利率 17.42%，同比-14.02pct，铅锑精矿业务毛利率 70.74%，同比+3.48pct。

■ 公司资源储量丰富，产品产量提升可期

在产矿山资源储量丰富，勘探中矿山远期增储潜力大。公司在产矿山为铜坑矿、高峰矿两座矿山。1) 铜坑矿：原生锡矿中锡品位为 0.43%，对应锡金属储量 30920.26 吨，可产锡金

属 5329 吨/年；锌品位为 2.49%，对应锌金属储量 132699.13 吨，可产锌金属 22958 吨/年；铅品位为 0.63%，可产铅金属 2298 吨/年；锑品位为 0.26%，可产锑金属 2837 吨/年。砂锡矿中锡品位为 0.33%，对应锡金属储量为 10152 吨。2) **高峰矿**：锡品位为 1.62%，对应锡金属储量 138361.47 吨，可产锡金属 4451.31 吨/年；铅品位为 1.85%，对应铅金属储量 157757.24 吨，可产铅金属 7673.06 吨/年；锌品位为 6.26%，对应锌金属储量为 526022.20 吨，可产锌金属 26936.41 吨/年；锑品位 1.64%，对应锑金属储量为 142295.87 吨，可产锑金属 6586.70 吨/年；银品位 74.43g/t，对应银金属储量为 639.88 吨，可产银金属 8.5 吨/年。

此外，在勘探矿山中，公司拥有大厂矿田铜坑矿、大厂矿田羊角尖区锌铜矿、大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿、龙口铅锌矿及冷水塘锌矿的探矿权，远期增储潜力大。

2024 年公司重点推进铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目、高峰 105 号矿体扩产扩能项目、铜坑矿绿色智能矿山建设项目（一期）、高峰矿绿色智能矿山建设项目（一期）等，公司产品产量有望进一步提升。

■ 缅甸锡矿停产持续，加剧供应紧缺预期

缅甸锡矿供应干扰持续，锡价短期内或偏强运行。据 SMM，近期佤邦工业矿产管理局就矿区问题发布两个通知，即着重强调曼相地区各个矿洞需要严格遵守佤邦中央经济计划委员会对于停工、停产相关文件在规定，如果违反规定，将追究法律责任。因此目前来看，锡矿供应预期扰动仍存。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 37.42、38.75、40.10 亿元，归母净利润分别为 5.82、6.27、6.73 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.8、17.4、16.2 倍。

考虑到锡价有望持续高位运行，公司锡产量有望迎来提升，我们首次覆盖公司，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 公司产能释放不及预期；2) 金属价格下跌风险；3) 下游需求不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,924	3,742	3,875	4,010
增长率（%）	396.3%	28.0%	3.5%	3.5%
归母净利润（百万元）	314	582	627	673
增长率（%）	1629.8%	85.6%	7.8%	7.4%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.92	0.99	1.06

ROE (%)	7.3%	11.8%	11.2%	10.6%
---------	------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	918	1,723	2,628	3,585
应收款	80	102	106	109
存货	370	463	471	478
其他流动资产	139	179	185	191
流动资产合计	1,507	2,468	3,390	4,364
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,436	1,897	1,993	1,950
在建工程	928	371	149	59
无形资产	2,057	1,954	1,852	1,754
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	693	693	693	693
非流动资产合计	5,115	4,916	4,687	4,456
资产总计	6,622	7,383	8,076	8,820
流动负债:				
短期借款	810	810	810	810
应付账款、票据	468	586	595	605
其他流动负债	723	723	723	723
流动负债合计	2,042	2,171	2,182	2,193
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	272	272	272	272
非流动负债合计	272	272	272	272
负债合计	2,314	2,443	2,454	2,465
所有者权益				
股本	633	633	633	633
股东权益	4,308	4,941	5,623	6,355
负债和所有者权益	6,622	7,383	8,076	8,820

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	562	924	995	1069
少数股东权益	248	342	368	395
折旧摊销	210	199	224	225
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-119	-26	-6	-6
经营活动现金净流量	901	1438	1582	1683
投资活动现金净流量	-94	96	126	133
筹资活动现金净流量	-2	-291	-314	-337
现金流量净额	806	1,243	1,395	1,479

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,924	3,742	3,875	4,010
营业成本	1,810	2,127	2,158	2,189
营业税金及附加	107	138	143	148
销售费用	8	11	12	12
管理费用	206	266	275	285
财务费用	72	32	32	32
研发费用	52	67	70	72
费用合计	339	377	389	401
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	664	1,091	1,175	1,262
加:营业外收入	3	3	3	3
减:营业外支出	3	3	3	3
利润总额	664	1,091	1,175	1,262
所得税费用	102	167	180	193
净利润	562	924	995	1,069
少数股东损益	248	342	368	395
归母净利润	314	582	627	673

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	396.3%	28.0%	3.5%	3.5%
归母净利润增长率	1629.8%	85.6%	7.8%	7.4%
盈利能力				
毛利率	38.1%	43.2%	44.3%	45.4%
四项费用/营收	11.6%	10.1%	10.0%	10.0%
净利率	19.2%	24.7%	25.7%	26.6%
ROE	7.3%	11.8%	11.2%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	34.9%	33.1%	30.4%	27.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	36.7	36.7	36.7	36.7
存货周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.50	0.92	0.99	1.06
P/E	34.9	18.8	17.4	16.2
P/S	3.7	2.9	2.8	2.7
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。