

华锡有色 (600301.SH) 锡铋双星，内增外延促发展

2024年08月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

日期	2024/8/6
当前股价(元)	16.11
一年最高最低(元)	22.10/8.67
总市值(亿元)	101.91
流通市值(亿元)	44.36
总股本(亿股)	6.33
流通股本(亿股)	2.75
近3个月换手率(%)	400.31

● 区域有色龙头，内增外延成长可期

2023年，公司完成资产重组并转型矿产资源开发，更名为“华锡有色”，成为广西省内唯一国有的有色金属上市平台，背靠广西省国资委，矿产资源丰富，公司自有矿山扩产规划清晰；此外，为解决集团内部同业竞争问题，华锡集团旗下相关资产将陆续注入至上市公司平台，公司内增+外延双双发力，业绩增长潜力可观，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.26/8.20/10.95亿元，对应EPS分别为1.15/1.30/1.73元，当前股价对应PE分别为14.0/12.4/9.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 主力矿山扩产+资产注入，公司成长性可观

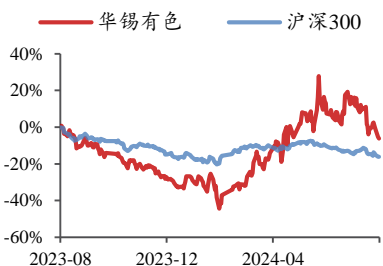
2023年，公司主力矿山铜坑矿与高峰矿的出矿量分别为130.67/30.20万吨，公司亦积极落实产能提升工程，目前正推进铜坑矿采矿许可证矿区范围扩大的申请，并计划将矿区采矿设计能力从132万吨/年扩大至300万吨/年以上；同时，公司深入实施高峰矿区的找矿行动，后续高峰项目采矿设计能力有望继续提升。根据资产并购重组时华锡集团的承诺，集团旗下资产中佛子公司（2024年6月已完成交割）、五吉公司、来冶公司等优质资产将逐步注入公司，进一步提升公司资源储量及生产规模。

● 锡铋均为国家战略资源，资源紧俏度凸显

锡铋均为国家战略资源，供给端增量非常有限。从锡金属来看，全球锡矿2023年全球锡矿产量同比减少5.54%，且2024年年内锡矿主要供应国印尼和缅甸均受到扰动，叠加最大的需求领域半导体行业处于边际复苏状态，全球锡矿供需格局较为紧张。从铋金属来看，2023年全球铋产量小幅下滑0.12%至8.30万吨，且2024年由于俄罗斯极地黄金进口受到影响，国内铋矿供应紧张，叠加光伏装机量继续增长，贡献铋金属消费端主要增量，铋行业供给紧张。

● **风险提示：**高峰和铜坑扩产进度不及预期风险、相关资产注入进度不及预期风险、锡铋供给超预期释放、下游需求不及预期风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,767	2,924	3,656	4,054	5,175
YOY(%)	601.9	5.7	25.1	10.9	27.6
归母净利润(百万元)	219	314	726	820	1,095
YOY(%)	307.1	43.4	131.7	13.0	33.5
毛利率(%)	34.6	38.1	46.4	47.7	49.3
净利率(%)	7.9	10.7	19.9	20.2	21.2
ROE(%)	13.0	13.0	20.1	18.2	19.8
EPS(摊薄/元)	0.35	0.50	1.15	1.30	1.73
P/E(倍)	46.6	32.5	14.0	12.4	9.3
P/B(倍)	3.9	2.9	2.4	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、	造势而进，打造具有区域特色的资源型企业.....	4
1.1、	并入有色资产实现业务转型，打造锡铋双星.....	4
1.2、	股权结构稳定，集团资产有望注入.....	5
1.3、	资产注入后，公司财务情况改善明显.....	6
2、	聚势而上，锡铋双星成长可期.....	7
2.1、	两大主力矿山资源禀赋优异，未来仍有扩产空间.....	7
2.1.1、	铜坑矿：持续推进采矿许可规模扩张，采矿规模有望大幅增长.....	7
2.1.2、	高峰矿：资源禀赋优异，积极推进扩产扩能项目.....	8
2.2、	并购佛子增强公司竞争力，五吉后续亦有望注入.....	9
2.3、	手握多个探矿权，远期成长性可观.....	9
2.4、	2023年超额完成业绩承诺，经营韧性凸显.....	10
3、	锡铋均为国家战略资源，资源紧俏度凸显.....	11
3.1、	锡行业：供给扰动频发，终端需求逐步回暖.....	11
3.1.1、	成本：全球锡矿成本中枢不断上移，支撑锡价.....	11
3.1.2、	供给：全球静态储采比不足15年，锡金属资源紧俏.....	12
3.1.3、	需求：“新能源+智能化”有望打开锡需求向上空间.....	15
3.2、	铋行业：供给端瓶颈渐现，需求端有望持续增长.....	18
3.2.1、	供给：全球产量呈下降趋势，储量水平相对稳定.....	18
3.2.2、	需求：阻燃行业消费稳中有升，光伏需求有望形成新增量.....	20
4、	盈利预测与投资建议.....	22
5、	风险提示.....	24
附：	财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1：	2023年公司完成对华锡矿业100%股权的收购.....	4
图 2：	公司主要从事锡、锌等金属的勘探、采矿及选矿业务.....	4
图 3：	公司控股股东华锡集团持有公司56.47%的权益（截至2024年一季度）.....	5
图 4：	2024Q1公司营业收入同比增长61.61%.....	6
图 5：	2024Q1公司归母净利润同比增长81.05%.....	6
图 6：	2024Q1公司毛利润同比增长44.11%.....	6
图 7：	2023年公司锡锭毛利润占比为43%.....	6
图 8：	2023年公司毛利率同比提高3.52pct至38.09%.....	7
图 9：	2024Q1公司综合费用率同比下降4.61pct.....	7
图 10：	2026~2028年探矿权资产扣非净利润累计不低于4.31亿元（单位：亿元）.....	11
图 11：	预计2027年全球锡矿完全成本90%分位线达3.38万美元/吨.....	12
图 12：	2023年全球锡资源储量CR4超60%.....	13
图 13：	1995~2023年全球锡储量CAGR为-1.73%.....	13
图 14：	2023年全球锡矿产量CR4超60%.....	13
图 15：	2023年全球锡矿产量同比减少5.54%至29万吨.....	13
图 16：	全球锡矿静态储采比不断下降.....	14
图 17：	锡金属静态储采比远低于其他金属.....	14
图 18：	历史上来看，全球锡矿产量难有大增长.....	14

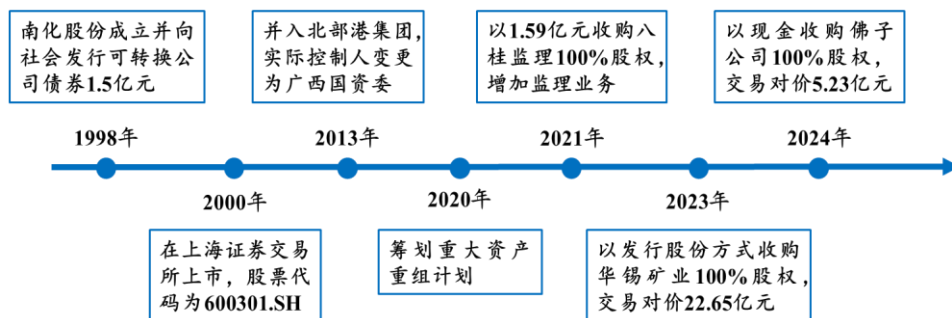
图 19: 2022 年全球精炼锡需求中锡焊料占比为 50%	15
图 20: 锡焊料终端应用包括消费电子、汽车等(2021 年).....	15
图 21: 精炼锡需求增速和半导体销售额、印刷电路板产值增速高度相关	16
图 22: 2024M1-M3 中国集成电路产量同比增长 40%.....	16
图 23: 预计 2024 年全球印刷电路板产值同比增长 5%	16
图 24: 2024H1 中国新能源汽车产量同比增长 34.3%	16
图 25: 2024H1 中国太阳能电池产量同比增长 17.8%	16
图 26: 2024H1 移动通信手持机产量同比增长 9.7%	17
图 27: 2024H1 中国电子计算机产量同比增长 1.5%	17
图 28: 2024H1 中国空冰洗合计产量同比增长 9.9%	17
图 29: 2023 年全球精锡消费量同比下降 3%.....	18
图 30: 2023 年全球锑产量同比下滑 0.12%(单位: 万吨).....	18
图 31: 2023 年中国贡献全球约 48%的锑产量	18
图 32: 2023 年全球锑储量同比上涨 11%(单位: 万吨).....	19
图 33: 2023 年中国锑储量仅占全球总量的 32%	19
图 34: 根据 USGS 数据, 2023 年锑静态储采比为 24.10 年	19
图 35: 锑金属下游产业链包括阻燃、合金应用、剥离陶瓷等	20
图 36: 2023 年阻燃行业在中国锑需求的占比为 53%	21
图 37: 2023 年锑表观消费量同比增长 23.80%.....	21
图 38: 2022 年中国光伏装机容量占比达到 34.98%	21
图 39: 阻燃剂下游应用领域以塑料为主	22
图 40: 2023 年国内塑料、橡胶制品产值同比增长 1.87%	22
图 41: 2023 年国内铅酸蓄电池市场同比增长 234.12%	22
表 1: 因盈利能力较弱或不确定性原因, 资产重组时集团部分资产尚未注入上市公司体内	5
表 2: 2023 年铜坑矿锡、锑资源量分别为 6.41 万吨和 3.19 万吨.....	7
表 3: 高峰矿区锡、锑资源保有量分别为 18.05 和 18.69 万吨.....	8
表 4: 参考矿山采选指标, 高峰矿锡、锑产量约为 0.45 和 1.50 万吨.....	8
表 5: 佛子公司铅、锌金属的回收率相对稳定.....	9
表 6: 佛子冲铅锌矿床保有矿体资源量 677.5 万吨(截至 2021 年 12 月 31 日)	9
表 7: 截至 2023 年末, 公司共持有 5 个采矿权.....	10
表 8: 铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权将为公司新增锌资源量约 92.30 万吨.....	10
表 9: 2023 年超额华锡矿业超额完成业绩承诺(单位: 亿元)	10
表 10: 华锡集团承诺 2023-2028 年探矿权实现扣非归母净利润累计不低于 4.31 亿元.....	11
表 11: 全球锡矿成本中枢不断上移(单位: 美元/吨)	12
表 12: 预计 2024 年全球锡矿供应同比减少 6.71%(单位: 万吨)	14
表 13: 预计 2024 年全球精锡需求将同比增长 5%(单位: 万吨)	17
表 14: 公司业绩拆分与盈利预测	23
表 15: 公司 2024 年归母净利润对于锑价及锡价的敏感性测算.....	23
表 16: 与 A 股同类上市公司相比, 公司估值处于相对低估的位置.....	24

1、造势而进，打造具有区域特色的资源型企业

1.1、并入有色资产实现业务转型，打造锡锑双星

承接华锡集团核心资产，为广西唯一国有有色金属行业上市平台。华锡有色为广西唯一国有有色金属行业上市平台，主营业务为有色金属勘探、开采和选矿。公司前身系南化股份，2023年南化股份以股票发行方式收购华锡矿业100%股权，并入有色资产业务后成功实现业务转型，公司名称由“南化股份”变更为“华锡有色”，成为广西省内唯一国有有色金属行业上市公司。此外，本次交易完成前，上市公司控股股东为南化集团，交易完成后公司控股股东变更为华锡集团，华锡集团前身为大厂矿务局，成立于1952年，历经71年发展后成为了具有完整的“探矿、采矿、选矿、冶炼、深加工、新材料”全产业链的国际化有色金属矿业集团，集团旗下有佛子（2024年6月完成交割）、五吉、来宾冶炼等多个有色相关子公司，为解决同业竞争问题后续均有注入预期。

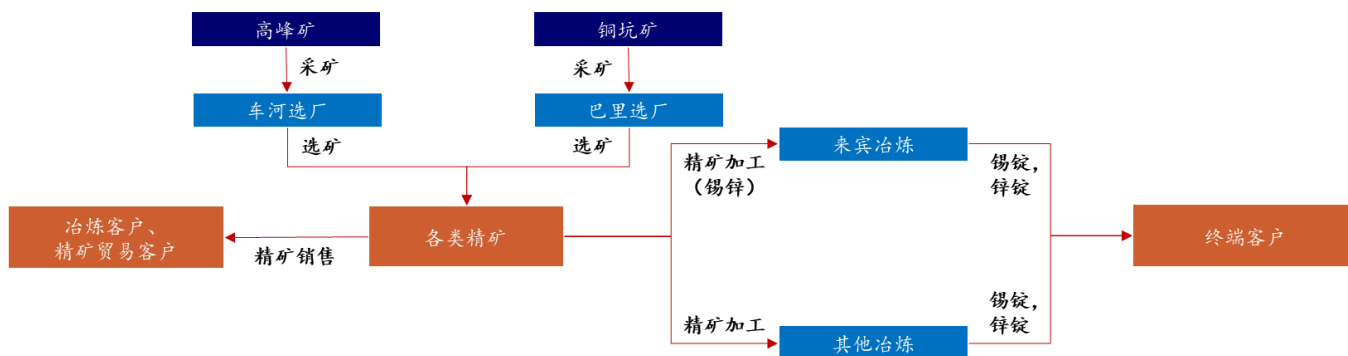
图1：2023年公司完成对华锡矿业100%股权的收购



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司总部位于广西，为全国重要产锡基地。公司地处“有色金属之乡”的广西，拥有高峰、铜坑两大优质矿山的采矿权，是亚洲最大的锡多金属矿选矿基地、国家首批矿产资源综合利用示范基地、国内唯一的锡锑资源综合利用示范基地。目前公司主营业务为有色金属勘探、开采、选矿业务，主要产品为锡、锌、铅锑精矿，并通过委外加工模式生产锡、锌锭，同时涉足工程监理业务。

图2：公司主要从事锡、锌等金属的勘探、采矿及选矿业务

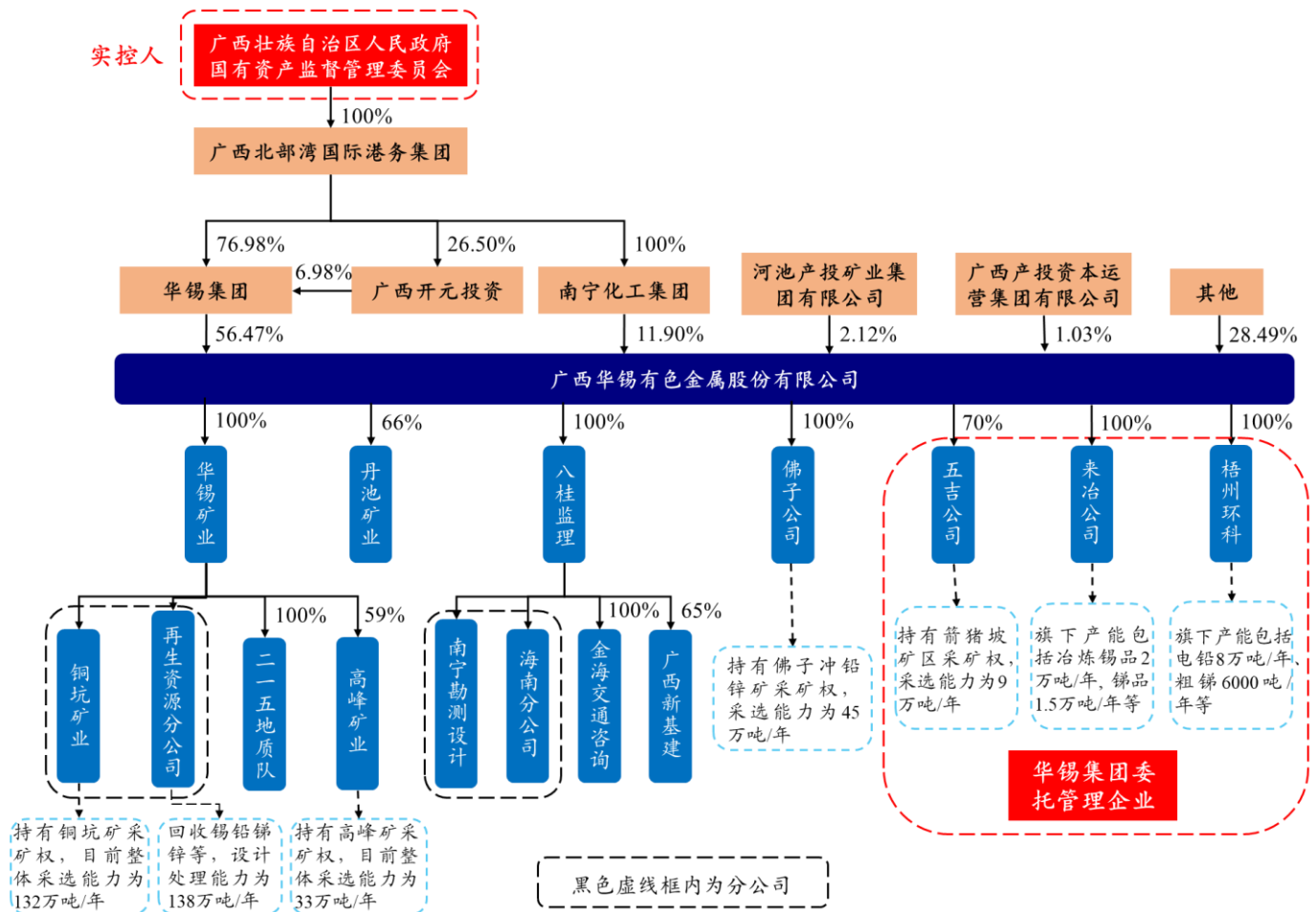


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，集团资产有望注入

公司股权结构集中，实际控制人为广西国资委。截至2024年一季报，华锡集团为公司控股股东并持有56.47%的股权，实际控制人为广西国资委。同时，公司通过全资子公司华锡矿业的分公司铜坑矿业及其旗下子公司高峰矿业、八桂监理等开展矿产资源开采与勘探、工程监理等业务。

图3：公司控股股东华锡集团持有公司56.47%的权益（截至2024年一季报）



资料来源：Wind、公司公告、公司官网、开源证券研究所

因同业竞争问题，集团内仍有多项资产有待注入。2023年公司完成向华锡集团发行股份购买资产的重大资产重组，因存在盈利能力较弱或存在不确定性等不满足注入条件原因，交易时未将华锡集团下属部分企业（包括佛子公司、五吉公司、来冶公司）纳入重组范围，但仍由上市公司管理。2024年6月，公司向控股股东华锡集团以现金方式收购其持有的佛子公司100%股权，后续五吉、来冶公司均有注入预期，注入达成后有利于公司进一步聚焦主业，增强核心竞争力。

表1：因盈利能力较弱或不确定性原因，资产重组时集团部分资产尚未注入上市公司体内

公司名称	相同或相似业务	是否构成同业竞争	主要问题
广西佛子矿业有限公司	生产铅锌精矿	是	① 经营业绩大幅下滑，公司2021年净利润(未经审计)3324.02万； ② 报告期内存在环保处罚
河池五吉有限责	生产锌、铅锑精矿	是	盈利能力较弱，公司2021年净利润(未经审计)63.64万元，2020年

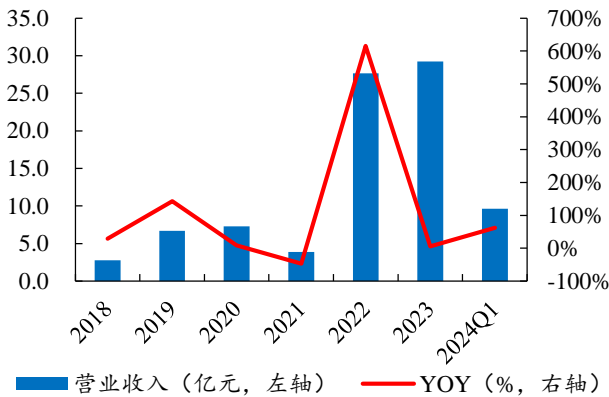
公司名称	相同或相似业务	是否构成同业竞争	主要问题
任公司			末净资产(未经审计)-18782 万元
来宾华锡冶炼有限公司	锡、锌锭销售	是	① 盈利能力较弱, 2021 年经营净利润(未经审计)-8759.72 元; ② 报告期内存在环保处罚

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、资产注入后, 公司财务情况改善明显

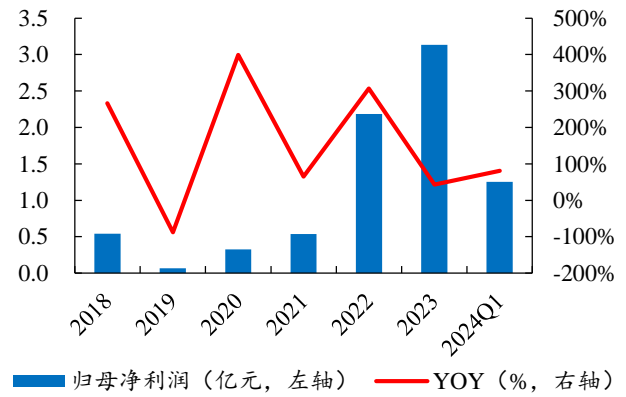
资产注入后, 2023 年公司营业收入及归母净利润大幅上升。随着华锡有色资产注入上市公司体系, 2023 年公司营业收入及归母净利润同比大幅上升, 金属产品销量增长弥补了产品价格下跌及钢材贸易业务停滞的影响, 实现营业收入 29.24 亿元, 同比增长 5.66%, 实现归母净利润 3.14 亿元, 同比增加 43.39%。2024Q1, 公司营收同比增长 61.61%至 9.64 亿元, 归母净利润同比增长 81.05%至 1.25 亿元。

图4: 2024Q1 公司营业收入同比增长 61.61%



数据来源: Wind、开源证券研究所

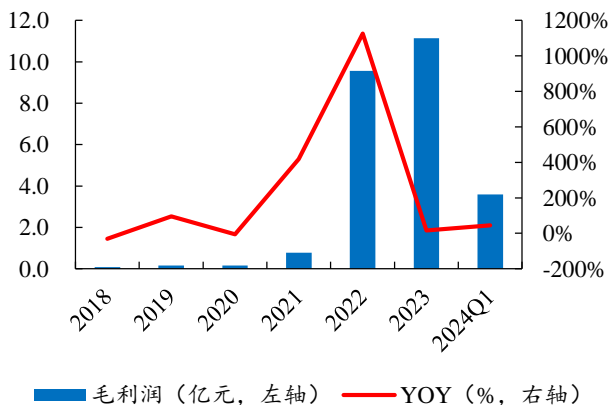
图5: 2024Q1 公司归母净利润同比增长 81.05%



数据来源: Wind、开源证券研究所

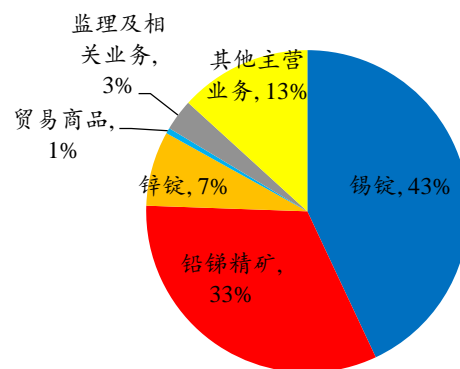
完成资产重组后, 公司毛利润同比改善。2023 年, 由于下半年钢材贸易业务停止叠加金属产品产量上升, 二者影响相互抵消使营业成本略有下降, 公司毛利润同比增加 16.41%至 11.13 亿元。2024Q1, 公司实现毛利润 3.59 亿元, 同比增长 44.11%。分产品来看, 2023 年有色金属采选业为公司毛利润的核心来源, 其中锡锭/铅锑精矿/锌锭的毛利润占比分别为 43%/33%/7%。

图6: 2024Q1 公司毛利润同比增长 44.11%



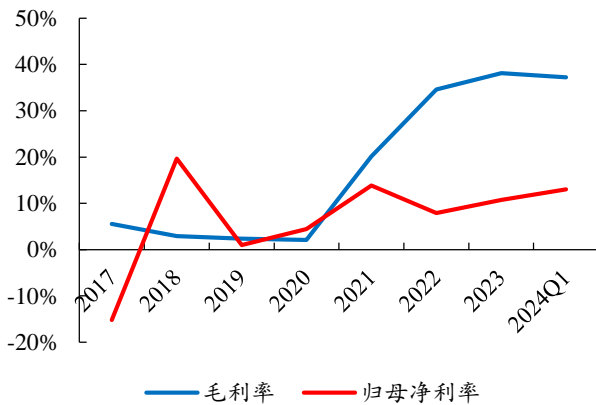
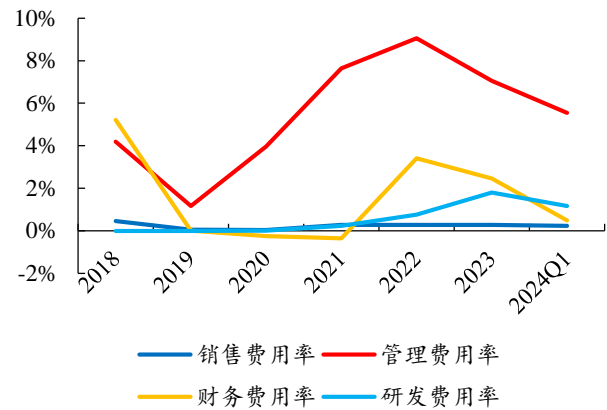
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2023 年公司锡锭毛利润占比为 43%



数据来源: Wind、开源证券研究所

完成资产重组后，费用率有所降低。从利润水平看，注入有色金属勘探及采选业务后，公司毛利率整体中枢上移，2023年毛利率同比提高3.52pct至38.09%。从费用水平看，公司提前偿还部分贷款同时加大研发投入，财务费用率同比减少0.95pct至2.46%，2024Q1，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为0.23%/5.55%/0.49%/1.16%。

图8：2023年公司毛利率同比提高3.52pct至38.09%

图9：2024Q1公司综合费用率同比下降4.61pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、聚势而上，锡铋双星成长可期

2.1、两大主力矿山资源禀赋优异，未来仍有扩产空间

2.1.1、铜坑矿：持续推进采矿许可规模扩张，采矿规模有望大幅增长

铜坑矿为公司主力矿山之一。铜坑矿所隶属的铜坑矿业分公司始建于1978年，称为大厂矿务局铜坑锡矿、华锡铜坑矿，2020年与华锡车河选矿厂合并而成，2023年车河选矿厂选矿处理量为130.36万吨，铜坑矿区出矿量为130.67万吨。

公司募集资金扩建铜坑矿项目，采矿规模有望大幅增长。完成资产重组后，公司通过股份发行方式募集配套资金，其中3亿元将用于“广西南丹县铜坑矿区锡铋矿矿产资源开发项目”。该项目拟申请扩大铜坑矿采矿许可证矿区范围，扩大后矿区范围后包括：原铜坑矿区采矿权全部范围和现铜坑矿区深部铋多金属矿探矿权的全部范围。其中，铜坑矿区巴力-长坡铋矿开采项目设计生产规模为2000吨/日（合计为66万吨/年），配套选厂为长坡选厂；黑水沟-大树脚铋矿项目生产规模预计为3000吨/日（合计为99万吨/年），配套新建选厂设计规模为3000吨/日。项目完成后，铜坑矿区的采矿设计能力有望超过300万吨/年，开采矿种新增铋矿。

表2：2023年铜坑矿锡、铋资源量分别为6.41万吨和3.19万吨

矿山名称	主要品种	资源量 (金属万吨)	储量 (金属万吨)	品位(%)	资源剩余可开采 年限	许可证/采矿权有 效期
铜坑矿	原生锡矿-锡 (主矿产)	5.18	3.09	0.43		
	原生锡矿-铋 (共生矿产)	30.25	13.27	2.49	8年	2022年9月6日至 2030年5月23日
	原生锡矿-铅 (伴生矿产)	1.51	-	0.63		

矿山名称	主要品种	资源量 (金属万吨)	储量 (金属万吨)	品位(%)	资源剩余可开采 年限	许可证/采矿权有 效期
	原生锡矿-锑 (伴生矿产)	3.19	-	0.26		
	砂锡矿-锡 (主矿产)	1.23	1.02	0.33	7年	
	硫化锌矿 (主矿种)	113.38	-	3.51	30年	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、高峰矿：资源禀赋优异，积极推进扩产扩能项目

高峰矿为公司旗下核心矿山之一，矿区属于大厂矿田的一部分。大厂矿田是我国重要的有色金属矿产基地，矿产资源丰富，除华锡集团外，还聚集了南丹县五一矿、茶山锑矿等一批国有企业与民营企业。其中，矿区的100、105号矿体是世界上罕见的特大型特富锡多金属矿体，105矿体位于100号矿体下部及东侧附近，上部有完善的开拓工程、供电、通风、排水等系统可供利用，建设条件良好。

矿区资源禀赋优异，扩产扩能计划持续推进中。100、105号矿体伴生矿种多，品位高，锡、锌、铅的含量均达到独立矿床的工业要求。同时，公司积极围绕国家深入实施新一轮找矿突破战略行动，加大现有矿山深边部找矿力度。在最新的资源储量核实报告中，公司提高了主矿体100+105矿体的矿石量，并新增150号矿体，94、95动用资源量亦有所新增。截至2022年9月，矿区探明矿石资源量1114.78万吨，其中锡/锌保有资源量为18.05/72.07万吨，较2021年资源量分别同比增长33%/31%。此外，公司积极推进高峰100+105号矿体扩产扩能项目，高峰矿产量有望进一步提高。

表3：高峰矿区锡、锑资源保有量分别为18.05和18.69万吨

项目	矿石品种	资源量		
		矿石量(万吨)	金属量(万吨)	品位(%, Ag g/t)
高峰矿	锡	1114.78	18.05	1.62
	锌		72.07	6.46
	铅		21.08	1.89
	锑		18.69	1.68
	银		1044.67	0.09

数据来源：公司公告、开源证券研究所

高峰矿由公司子公司高峰矿业持有。目前高峰矿由华锡矿业控股子公司高峰矿业（华锡矿业直接持股53.25%，通过全资子公司二一五地质队持股5.5%）控制。2023年，高峰矿区完成出矿量30.20万吨，配套的巴里选矿厂完成选矿30.20万吨。

表4：参考矿山采选指标，高峰矿锡、锑产量约为0.45和1.50万吨

项目	生产规模(万吨)	回收率(%)	产量(吨)
锡	33	91.36%	4477
铅	33	86.95%	16915
锑	33	86.86%	15014
锌	33	93.67%	29823

数据来源：高峰矿采矿权评估报告、开源证券研究所

2.2、并购佛子增强公司竞争力，五吉后续亦有望注入

佛子公司注入公司体内，提升公司核心竞争力。2024年6月，公司与控股股东华锡集团达成交易协议，拟以5.23亿元现金收购集团持有的佛子公司100%股权，交易完成后佛子公司将成为公司全资子公司并纳入合并报表范围。佛子公司主营业务为铅锌矿的开采和选矿，主要产品为锌精矿、铅精矿，核心资产为佛子冲铅锌矿，目前采选产能达到45万吨/年（包含古益工区36万吨和红卫工区9万吨）。

表5：佛子公司铅、锌金属的回收率相对稳定

项目		2020A	2021A	2022A	2023A	平均
采矿回采率	%	95.64	95.66	95.77	95.89	95.74
矿石贫化率	%	4.48	4.74	4.74	3.32	4.32
精矿回收率	铅(%)	87.79	87.89	88.55	88.05	88.07
	锌(%)	88.35	88.62	87.88	89.07	88.48
	铜(%)	58.3	63.09	57.77	56.29	58.86
精矿品位	铅(%)	57.59	56.67	57.57	57.16	57.25
	锌(%)	48.21	47.54	47.89	48.56	48.05
	铜(%)	19.44	19.27	20.4	21.32	20.11

数据来源：公司公告、开源证券研究所

佛子冲铅锌矿开发条件良好，资源储量丰富。从地理位置看，佛子冲铅锌矿位于广西省岑溪市北东50km，北至梧州市80km，可通过陆路通往梧州、柳州、桂林等地，通过水路可往下游的广州和香港。从水电条件看，矿区水资源丰富，生活用水及生产用水供应充足，而电力供应主要通过南方电网供电，且配有燃油发电机组。根据公司披露的储量核实报告，截至2021年12月31日，佛子冲铅锌矿保有矿体资源量677.5万吨，其中铅资源量为19.53万吨，锌资源量为24.50万吨，伴生矿产资源量包括铜1.49万吨、银174吨。

表6：佛子冲铅锌矿床保有矿体资源量677.5万吨（截至2021年12月31日）

项目	类型	矿石量 (万吨)	品位(%)		金属量(吨)	
			铅	锌	铅	锌
佛子矿	控制	247.5	2.84	3.54	7.04	8.77
	推断	430.0	2.9	3.66	12.49	15.73
	合计	677.5	2.88	3.62	19.53	24.50

数据来源：公司公告、开源证券研究所

五吉公司聚焦铅铋业务，箭猪坡资源丰富，后续有望注入公司体内。华锡集团持有五吉公司69.96%的股权，并由公司托管管理。五吉公司主要从事粗铅、铋锭的生产，主要产品为铋锭、锌精矿，核心资产为五圩箭猪坡矿区铋锌铅银矿。根据采矿许可证要求，目前该矿区核定生产规模为9万吨/年。从资源情况看，矿区范围内矿体共计52条，其中可估算保有资源储量矿体有45条，有望为后续扩产奠定基础。

2.3、手握多个探矿权，远期成长性可观

注入采矿权资产，增强公司远期成长性。2023年，集团将旗下探矿权资产组注入上市公司体内。其中，深部锌多金属矿勘探（探矿权）系铜坑矿采矿权的向下延伸，因此后续从探矿权转为采矿权后，将与铜坑矿采矿权合并、整体开发。

表7：截至2023年末，公司共持有5个采矿权

探矿权名称	勘查许可证编号	取得日期	有效年限	探矿权人	备注
广西南丹县大厂矿川铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权	T450000200908301003 3417	2020年10月8日	2025年10月8日	广西华锡集团股份有限公司	-
广西全州县冷水塘锌矿详查探矿权	T45120091102036681	2021年5月28日	2026年5月28日	广两二一五地质队有限公司	-
广西临桂区龙口铅锌矿详查探矿权	T450000200811301001 7888	2020年8月31日	2025年9月1日	广西二一五地质队有限公司	合作勘查,享有40%权益
广西南丹县大厂矿川翁罗一贯洞区锌铅矿勘探探矿权	T45120090802033220	2021年7月9日	2026年7月9日	广两二一五地质队有限公司	合作勘查,享有45%权益
广西南丹县大厂矿川单角尖区锌铜矿勘探探矿权	T45120090802033219	2021年6月25日	2026年6月25日	广两二一五地质队有限公司	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表8：铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权将为公司新增锌资源量约92.30万吨

项目	品种	保有资源矿石量(万吨)	平均品位 (%, In Ag g/t)	金属量(吨)
铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权	锌	2152	4.29	922994
翁罗-贯洞区锌铅矿勘探探矿权	锌	85	3	21560
	银	57	123	71
羊角尖区锌铜矿勘探探矿权	锌	167	0	372
	铜	167	0	73
广西临桂县龙口铅锌矿勘探	二一五地质队与广西临桂县隆鑫矿业有限责任公司已合作完成矿山勘查工作,该探矿权目前工作程度仅为普查,尚未编制经评审备案的详查报告			
广西全州县冷水塘锌矿详查	该探矿权目前工作程度仅为普查,尚未编制经评审备案详查报告			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、2023年超额完成业绩承诺，经营韧性凸显

重组时做出业绩承诺，2023年公司及在产矿山超额完成。2023年重组时，华锡集团做出业绩承诺，标的公司2023年、2024年及2025年实现的扣非净利润分别不低于2.8亿元、2.85亿元及2.9亿元，业绩承诺期内合计扣非净利润不低于8.55亿元，2023年华锡矿业实现扣非净利润3.71亿元，完成2023年业绩承诺的132.52%，完成2023~2025年业绩承诺的43.40%，大厂矿田铜坑矿（原生矿）和高峰矿业完成2023~2025年业绩承诺的59.77%。

表9：2023年超额华锡矿业超额完成业绩承诺（单位：亿元）

项目	扣非归母净利润			2023年完成本年业绩承诺	2023年完 2023-2025年业绩承诺
	2023年	2024年	2025年		
华锡矿业	2.8	2.85	2.9	132.52%	43.40%
采矿权	大厂矿田铜坑矿（原生矿）	0.88	0.88	-	59.77%
	高峰矿业	1.87	1.87	1.87	

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：高峰矿业净利润为高峰矿业单体报表净利润乘以标的公司持有股权比例58.75%计算）

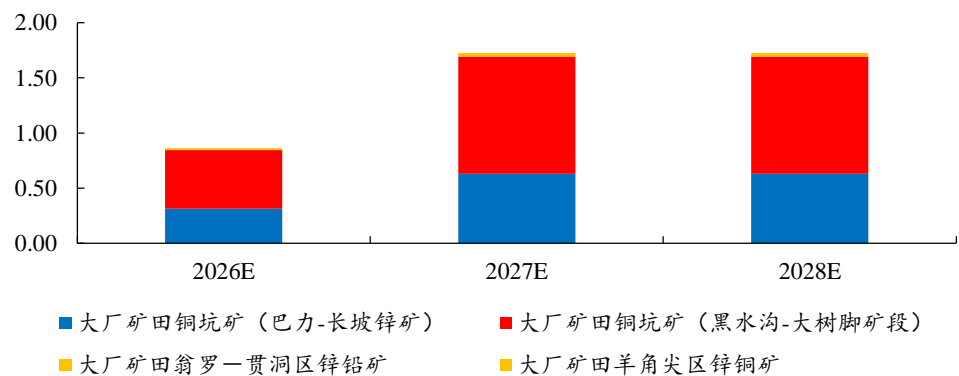
重组时做出业绩承诺，2023~2028 年探矿权实现扣非净利润累计不低于 4.31 亿元。2023 年重组时华锡集团做出业绩承诺，标的公司相关探矿权资产于 2023~2028 年实现的扣非净利润累计不得低于 4.31 亿元，我们预计主要探矿权资产——铜坑矿区预计于 2026H2 陆续投产，考虑到业绩承诺，我们预计 2026H2/2027/2028 年探矿权资产实现扣非净利润分别不低于 0.86/1.72/1.72 亿元，其中铜坑矿区实现扣非净利润分别不低于 0.85/1.69/1.69 亿元。

表10：华锡集团承诺 2023-2028 年探矿权实现扣非归母净利润累计不低于 4.31 亿元

项目	2023~2028 年累计扣非归母净利润
大厂矿田铜坑矿 (巴力-长坡锌矿)	1.58
探矿权	
大厂矿田铜坑矿 (黑水沟-大树脚矿段)	2.65
大厂矿田翁罗一贯洞区锌铅矿	0.02
大厂矿田羊角尖区锌铜矿	0.06

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2026~2028 年探矿权资产扣非净利润累计不低于 4.31 亿元（单位：亿元）



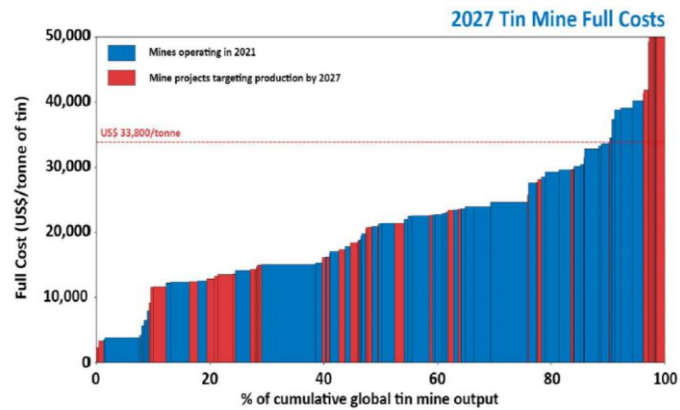
数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：假设公司探矿权资产于 2026H2 投产）

3、锡锑均为国家战略资源，资源紧俏度凸显

3.1、锡行业：供给扰动频发，终端需求逐步回暖

3.1.1、成本：全球锡矿成本中枢不断上移，支撑锡价

存量国家品位下降叠加能源成本抬升，推动全球锡矿成本中枢上移。全球主要产锡国印尼和缅甸受能源成本上升、通货膨胀以及矿石品位下降的影响，锡矿成本持续上涨。据 ITA 数据，2022 年全球锡矿现金成本 90%/75%/50%分位线分别为 2.32/1.85/1.14 万美元/吨，完全成本 90%/75%/50%分位线为 2.56/2.26/1.56 万美元/吨，ITA 预计到 2027 年全球锡矿完全成本 90%分位线将上升至 3.38 万美元/吨，较 2022 年的 2.56 万美元/吨提高 32%，预计到 2030 年全球锡矿完全成本 90%分位线将上升 5.4 万美元/吨，较 2027 年的 3.38 万美元/吨提高 59.7%，成本中枢不断上行。

图11：预计 2027 年全球锡矿完全成本 90%分位线达 3.38 万美元/吨


资料来源：ITA

表11：全球锡矿成本中枢不断上移（单位：美元/吨）

项目	分位线	2010	2020	2022	2030E
2022 年预测	50%	7201	10728	11418	16625
	75%	13353	16761	18534	23964
	90%	19805	19539	23171	36290
完全成本	50%	10189	14338	15562	22158
	75%	17305	19783	22634	31408
	90%	23165	23500	25581	53974
2022 年实际	50%	5329	9334	11418	21114
	75%	9881	14582	18534	30434
	90%	14655	16999	23171	46089
完全成本	50%	7540	12474	15562	28141
	75%	12806	17211	22634	39888
	90%	17142	20445	25581	68547
美国通货膨胀指数		0.74	0.87	1.00	1.27

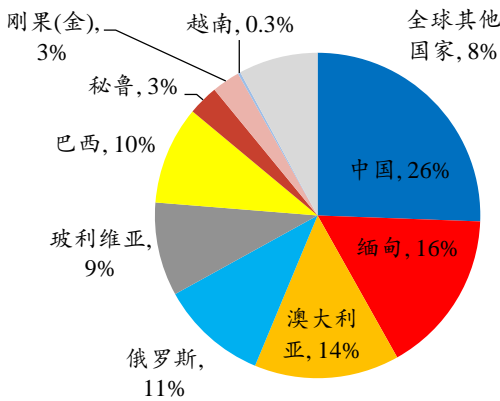
数据来源：ITA、开源证券研究所

3.1.2、供给：全球静态储采比不足 15 年，锡金属资源紧俏

全球锡资源储量集中分布于四国，CR4 超 60%。据 USGS 数据显示，2023 年全球已探明锡储量约 430 万吨，同比减少 6.52%，主要分布在中国（110 万吨）、缅甸（70 万吨）、澳大利亚（62 万吨），各国占比分别为 26%/16%/14%。此外，玻利维亚、巴西、俄罗斯锡矿储量也相对丰富，2023 年储量占比均在 9% 以上。

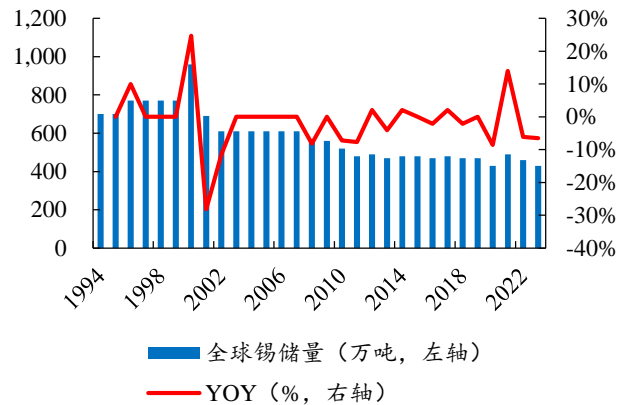
全球锡资源储量逐年下降，1995-2023 年 CAGR 为 -1.73%。据《全球锡矿资源现状及供需分析》（陈丛林等，2021.8）披露，相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，美国地调局统计的全球 70 个锡矿勘查和开发项目中，仅 4 个锡矿是 1985 年以后新发现的，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，导致全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。

图12: 2023 年全球锡资源储量 CR4 超 60%



数据来源: USGS、开源证券研究所

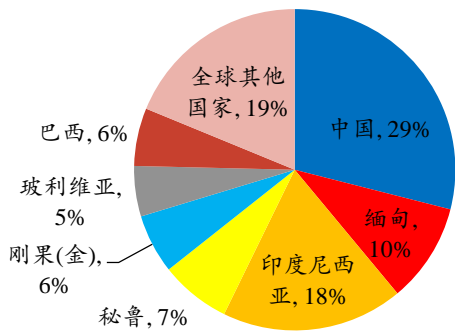
图13: 1995~2023 年全球锡储量 CAGR 为-1.73%



数据来源: USGS、开源证券研究所

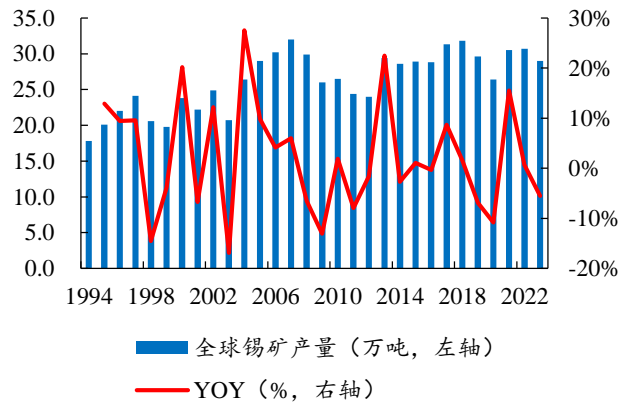
中印两国占据全球锡矿产量半壁江山, 预计未来传统生产国供应增量有限。据 USGS 数据显示, 2023 年全球锡矿产量主要分布于中国、印尼、缅甸、秘鲁四国, 产量占比分别为 29%/18%/10%/6%。其中传统生产国中国及印尼仍然维持较高占比, 但受制于中国环保趋严, 以及印尼开采品位下降的影响, 预计未来中印两国锡矿增量有限, 此外还需关注近几年增量较大的缅甸和刚果(金), 其中缅甸由于开采品位下滑预计未来增量有限, 非洲刚果(金)在逐步改变传统的手工和小规模生产方式, 不断提高生产机械化, 锡矿生产产量有望逐年增加。

图14: 2023 年全球锡矿产量 CR4 超 60%



数据来源: USGS、开源证券研究所

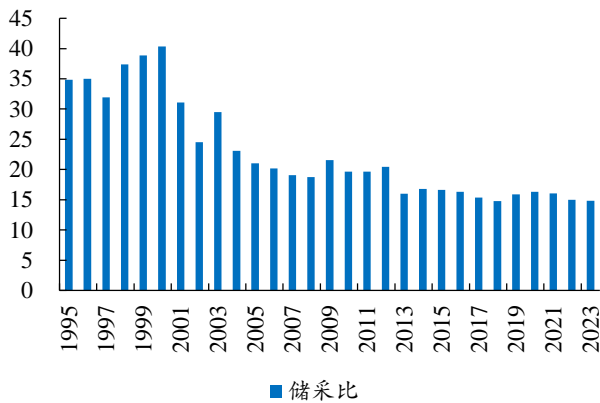
图15: 2023 年全球锡矿产量同比减少 5.54%至 29 万吨



数据来源: USGS、开源证券研究所

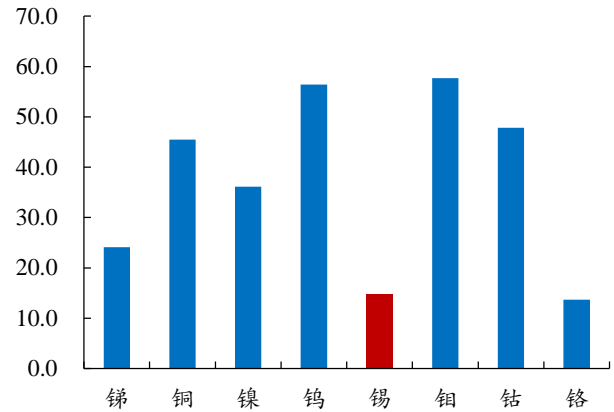
全球锡矿储量增速不及开采增速, 锡静态储采比逐年下降。据 USGS 数据, 1995-2023 年, 全球锡矿储量年复合增长率为-1.73%, 产量年复合增长率为 1.32%, 储量增速远远落后于开采增速, 导致锡静态储采比由 1995 年的 35 年大幅降至 2023 年的 15 年, 下降幅度约 57%, 我们认为主要由以下几个原因: (1) 锡矿多呈小、散分布特点, 中大型矿山较少, 叠加不少小型矿山开采生命周期短, 储量难以准确统计; (2) 行业长期资本投入不足, 新发现的锡矿床较少, 1985 年后全球新增勘查和开发的锡矿仅 4 处; (3) 小型矿山产量占比达 40%, 但其储量难以准确估计。

图16: 全球锡矿静态储采比不断下降



数据来源: USGS、开源证券研究所

图17: 锡金属静态储采比远低于其他金属

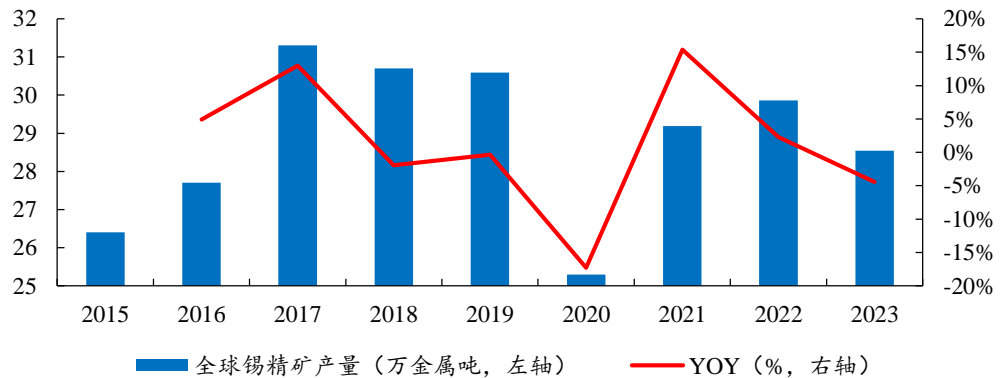


数据来源: USGS、开源证券研究所

受品位下降影响, 近年锡矿产量下滑。2017年受缅甸锡矿产量大幅释放影响, 全球锡矿产量达到2015年至今的最高产量31.3万吨, 2018-2019年产量波动不大, 2020年主要受疫情影响, 矿山产量出现较大幅度减少。2021-2023年锡矿产量较低, 我们判断主要系品位下滑导致存量矿山产量下降, 叠加印尼政策扰动所致。

全球矿端供给整体呈此消彼长趋势, 2025年前增量有限。据我们统计, 2024-2026年全球新增矿山有限且多为小矿山, 且2024年受缅甸佤邦停产+印尼出口许可证发放延迟影响, 矿端供给增量与减量几乎对冲, 若2025年缅甸佤邦正常生产且印尼出口许可证正常发放, 叠加新投产矿山产量的释放, 供应端增速或会提高, 但供应量也难抵2017年的矿产量。

图18: 历史上来看, 全球锡矿产量难有大增长



数据来源: ITA、锡业股份年报、开源证券研究所

表12: 预计2024年全球锡矿供应同比减少6.71% (单位: 万吨)

单位: 万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
中国	7.08	6.95	7.37	7.47	7.72
印尼	6.99	6.09	4.59	5.75	5.72
缅甸	4.00	3.99	2.47	2.96	2.96
秘鲁	2.90	2.62	2.90	2.90	2.90
巴西	1.70	1.75	1.88	2.11	2.15
玻利维亚	1.68	1.50	1.50	1.50	1.50
马来西亚	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35

单位：万吨	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
澳大利亚	0.97	1.05	1.10	1.16	1.43
刚果金	1.92	1.93	2.14	2.64	2.64
纳米比亚	0.06	0.09	0.10	0.18	0.35
其他地区	2.21	2.22	2.22	2.42	2.74
矿产锡合计	29.86	28.54	26.62	29.43	30.46
YOY	-	-4.42%	-6.71%	10.52%	3.51%

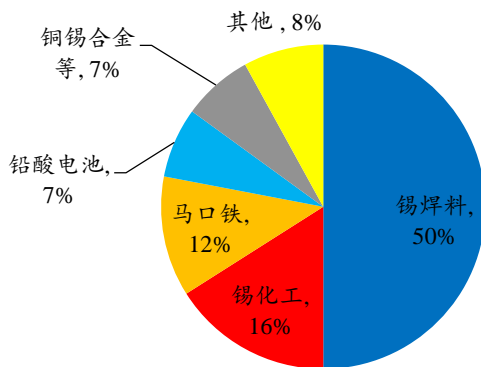
数据来源：ITA、各公司公告等、开源证券研究所

3.1.3、需求：“新能源+智能化”有望打开锡需求向上空间

锡金属下游应用广泛，焊料占据半壁江山。由于锡具有无毒、熔点低、延展性好的特性，应用领域广泛且可替代性弱，全球精锡消费主要应用于锡焊料、锡化工、马口铁、铅酸电池、锡铜合金及其他领域。从下游需求端看，锡焊料作为主要下游产品，占据2022全球锡需求结构的半壁江山，约有50%；紧随其后的锡化工占比约16%，镀锡板占比约12%；余下的铅酸电池与锡铜合金各占约7%。

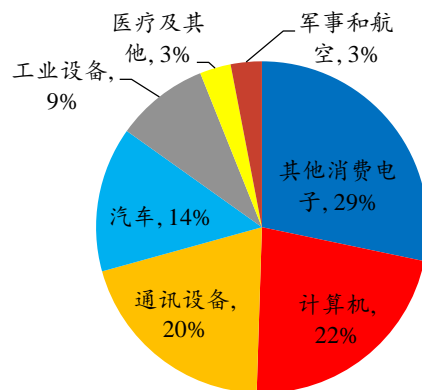
半导体是锡焊料最大应用领域。据ITA数据，按终端需求划分，电子锡焊料下游应用可划分为其他消费电子、计算机、通讯设备、汽车、工业设备、医疗及其他、军事和航空几大应用领域，其中其他消费电子、计算机、通讯设备、汽车下游占比合计达84%，与半导体行业景气度高度相关。

图19：2022年全球精炼锡需求中锡焊料占比为50%



数据来源：ITA、开源证券研究所

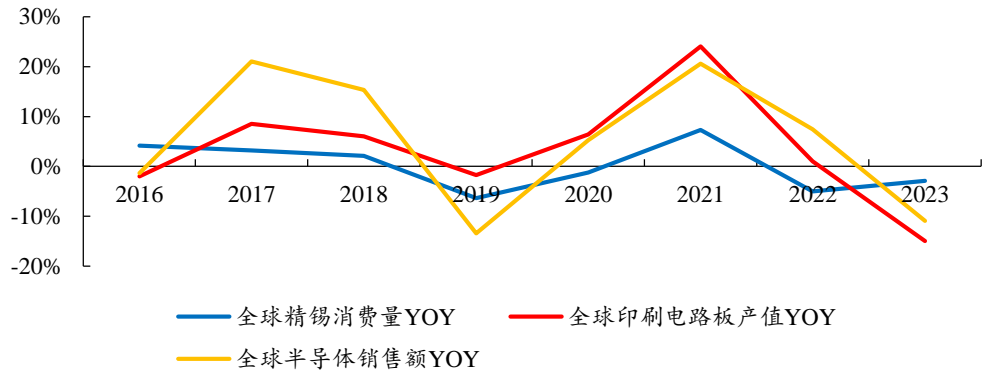
图20：锡焊料终端应用包括消费电子、汽车等(2021年)



数据来源：ITA、开源证券研究所

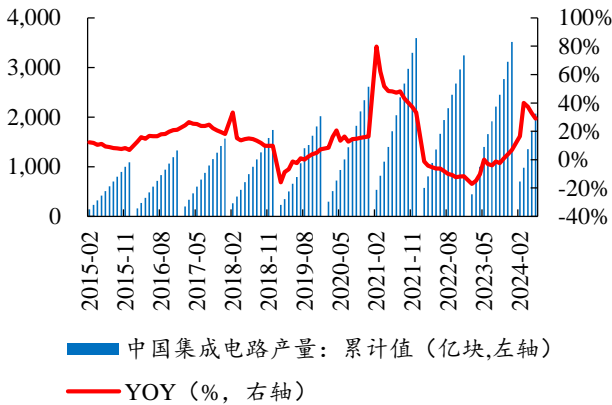
集成电路、PCB电路板处于复苏状态，精锡消费有望回暖。通过全球精锡消费量增速和半导体销售额增速、印刷电路板产值增速拟合，我们可以发现2018-2022年三者走势非常相似，2023年走势略微劈叉主要系光伏用锡增速较高，部分抵消掉电子行业下滑所致。展望2024年，电子行业触底回暖，预计全球印刷电路板产量同比增长5%，精锡消费有望回暖。

图21: 精炼锡需求增速和半导体销售额、印刷电路板产值增速高度相关



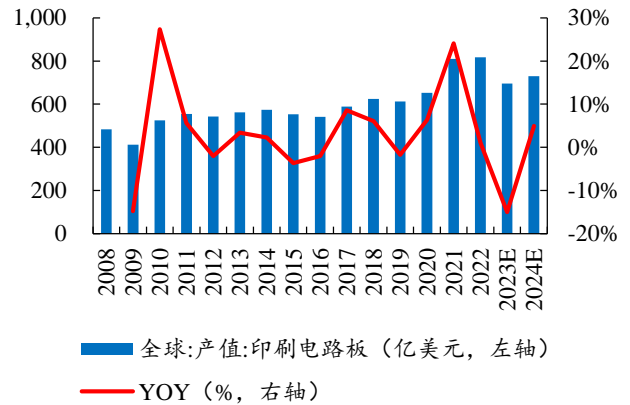
数据来源: ITA、Wind、开源证券研究所

图22: 2024M1-M3 中国集成电路产量同比增长 40%



数据来源: Wind、开源证券研究所

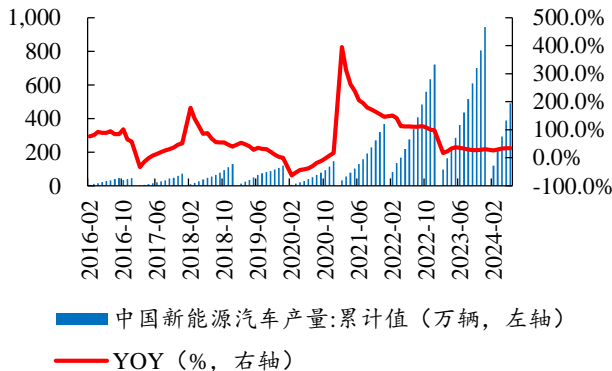
图23: 预计 2024 年全球印刷电路板产值同比增长 5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

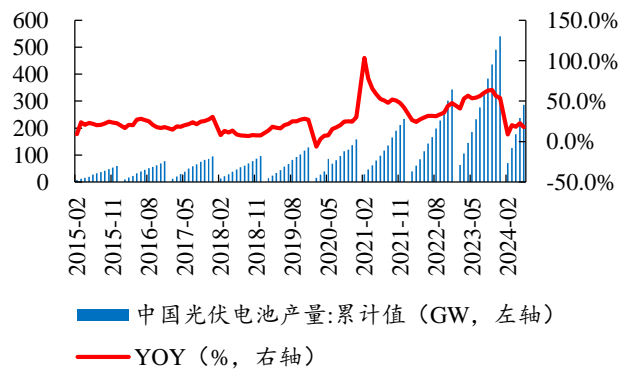
终端需求不断复苏, 支撑精锡消费回暖。新能源领域来看, 2024H1 中国新能源汽车产量同比增长 34.3%, 太阳能电池产量同比增长 17.8%; 消费电子领域来看, 2024H1 中国手机产量同比增长 9.7%, 计算机产量同比增长 1.5%。我们预计 2024 年锡终端需求新能源车、光伏等保持稳增长, 手机、电脑都处于复苏状态, 精锡消费有望回暖。

图24: 2024H1 中国新能源汽车产量同比增长 34.3%



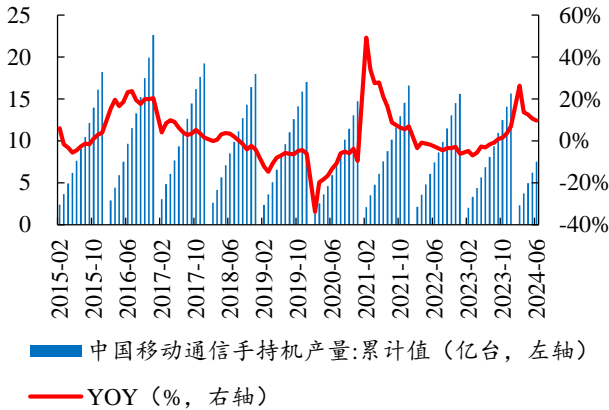
数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 2024H1 中国太阳能电池产量同比增长 17.8%



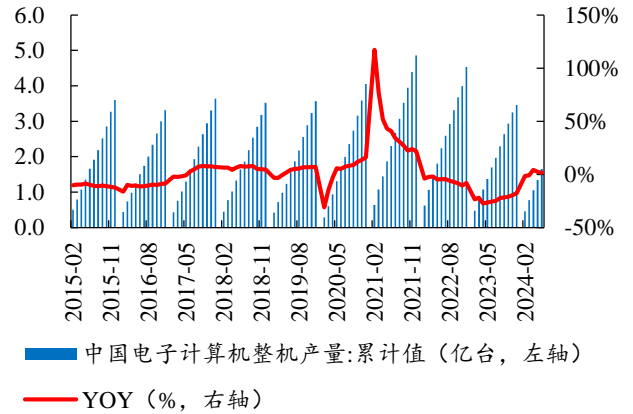
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26：2024H1 移动通信手持机产量同比增长 9.7%



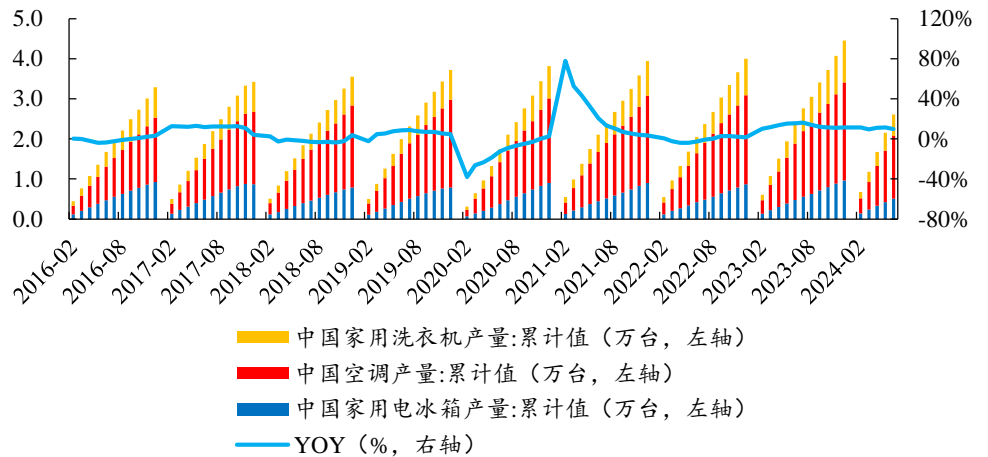
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024H1 中国电子计算机产量同比增长 1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2024H1 中国空冰洗合计产量同比增长 9.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

大数据浪潮打开应用空间，锡下游需求有望持续增长。短期来看，全球半导体销售额同比增速改善，日本集成电路成品库存持续减少，半导体补库周期在即。长期来看，大数据浪潮兴起有望在工业 4.0 时代打开锡需求向上空间，伴随大数据浪潮的兴起，数据存储量必将快速增长，半导体需求有望激增。据 ITA 数据，到 2030 年，数据存储量将是目前的 10 倍，届时大数据或将成为拉动锡需求的新增长极，但该需求在短期内难以兑现，或将在 2025 年之后贡献实际增量。

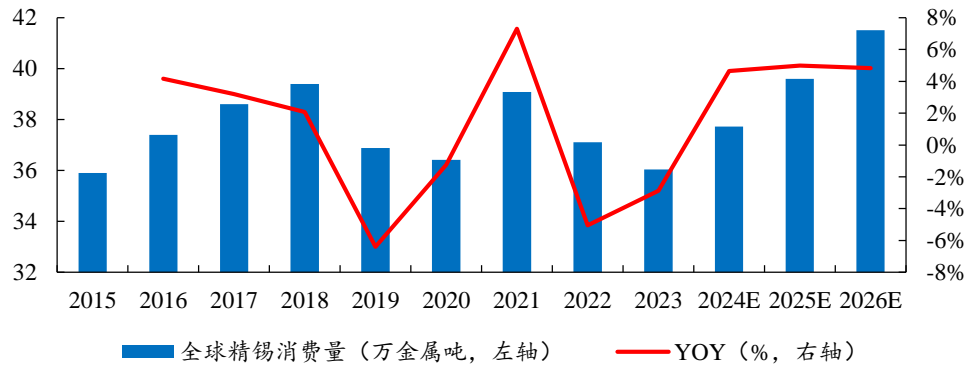
表13：预计 2024 年全球精锡需求将同比增长 5%（单位：万吨）

全球精锡需求	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锡焊料	19.2	18.65	20.25	22.01	23.76
光伏	1.63	2.64	3.24	3.8	4.28
汽车电子	3.19	3.63	3.96	4.43	4.93
3C、计算机、通信等	13.4	11.39	12.07	12.8	13.57
锡化工	6.13	5.7	5.58	5.53	5.47

全球精锡需求	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
马口铁	4.6	4.27	4.15	4.06	4.02
铅酸电池	2.8	2.85	2.94	3.03	3.12
铜锡合金	2.68	2.49	2.54	2.59	2.65
其他	1.71	2.07	2.26	2.38	2.49
需求合计	37.11	36.04	37.72	39.6	41.51
需求 YOY	-	-3%	5%	5%	5%

数据来源：ITA、中汽协等、开源证券研究所

图29：2023 年全球精锡消费量同比下降 3%



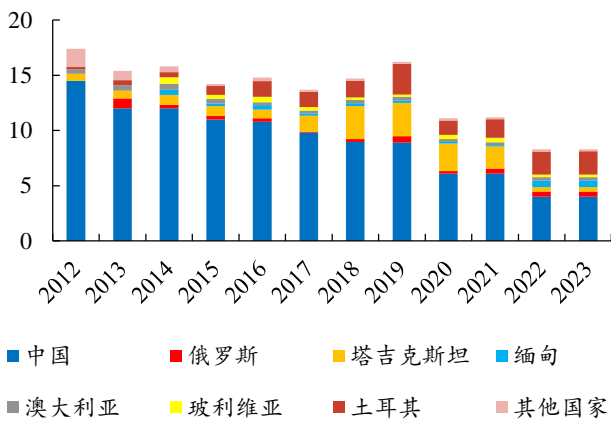
数据来源：ITA、锡业股份年报、开源证券研究所

3.2、锡行业：供给端瓶颈渐现，需求端有望持续增长

3.2.1、供给：全球产量呈下降趋势，储量水平相对稳定

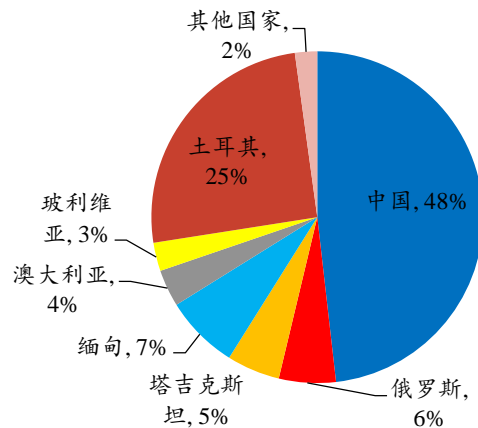
全球锡产量存在波动，整体呈现下降态势。根据 USGS 数据，2023 年产量 8.3 万吨，为近 10 年来的最低值。受疫情影响，2020 年起全球大部分国家锡产量均出现断崖式下滑，2012-2023 年全球产量 CAGR 为 -6.51%，整体呈下降趋势。从具体生产国看，全球锡产量相对集中，主要分布于中国、塔吉克斯坦、缅甸，2023 年全球锡产量 CR3 达 60.96%。其中，中国由于储量减少、监管加强、政策影响等因素，中国锡产量占比总体呈下降态势，从 2014 年的 75.95% 降低至 2023 年的 48.19%。

图30：2023 年全球锡产量同比下滑 0.12%(单位：万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

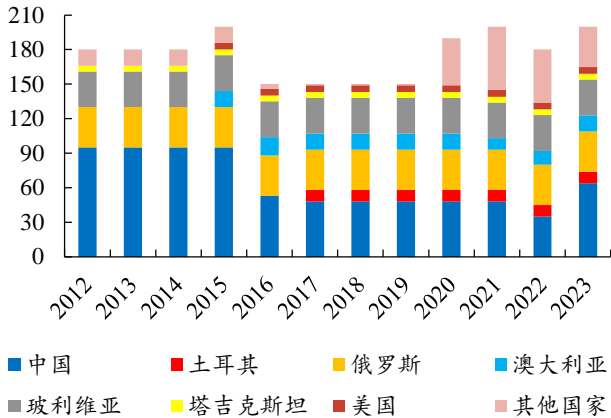
图31：2023 年中国贡献全球约 48%的锡产量



数据来源：Wind、开源证券研究所

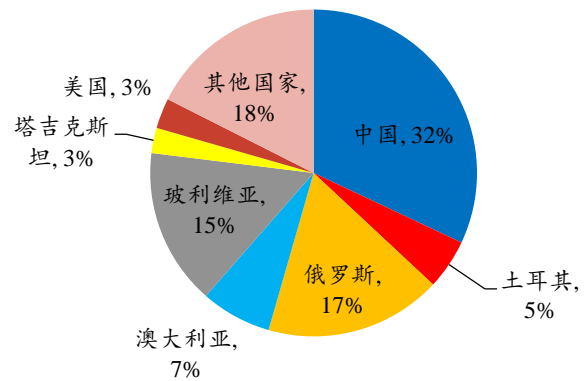
全球锑储量近年有所回暖。自 2020 年来全球锑储量提升明显，2020 年储量较 2019 年同比增长 26.67%。2023 年，锑矿资源主要集中于中国、俄罗斯、玻利维亚，2023 年锑储量分别为 64/35/31 万吨，占比分别为 32%/18%/16%。由于国内政策、矿山品位、开采难度等限制，我国锑矿资源总量及在全球的占比均出现了一定下滑，2023 年锑储量占比较 2014 年的下降 20.78pct。

图32：2023 年全球锑储量同比上涨 11%(单位：万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

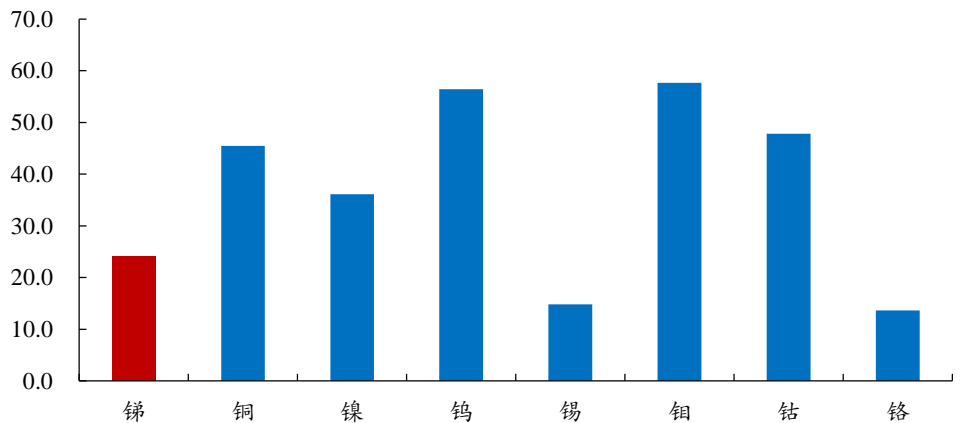
图33：2023 年中国锑储量仅占全球总量的 32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

锑静态采储较低，资源利用存在改进空间。中国自然资源部在《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》中将铜、铝、锡、钨、锑等金属列为关键矿产金属。根据 USGS 数据可知，2023 年全球锑、锡、铬金属储采比仅为 24.10/14.83/13.66 年，预计后续锑金属供给紧缺将是持续现象。

图34：根据 USGS 数据，2023 年锑静态储采比为 24.10 年



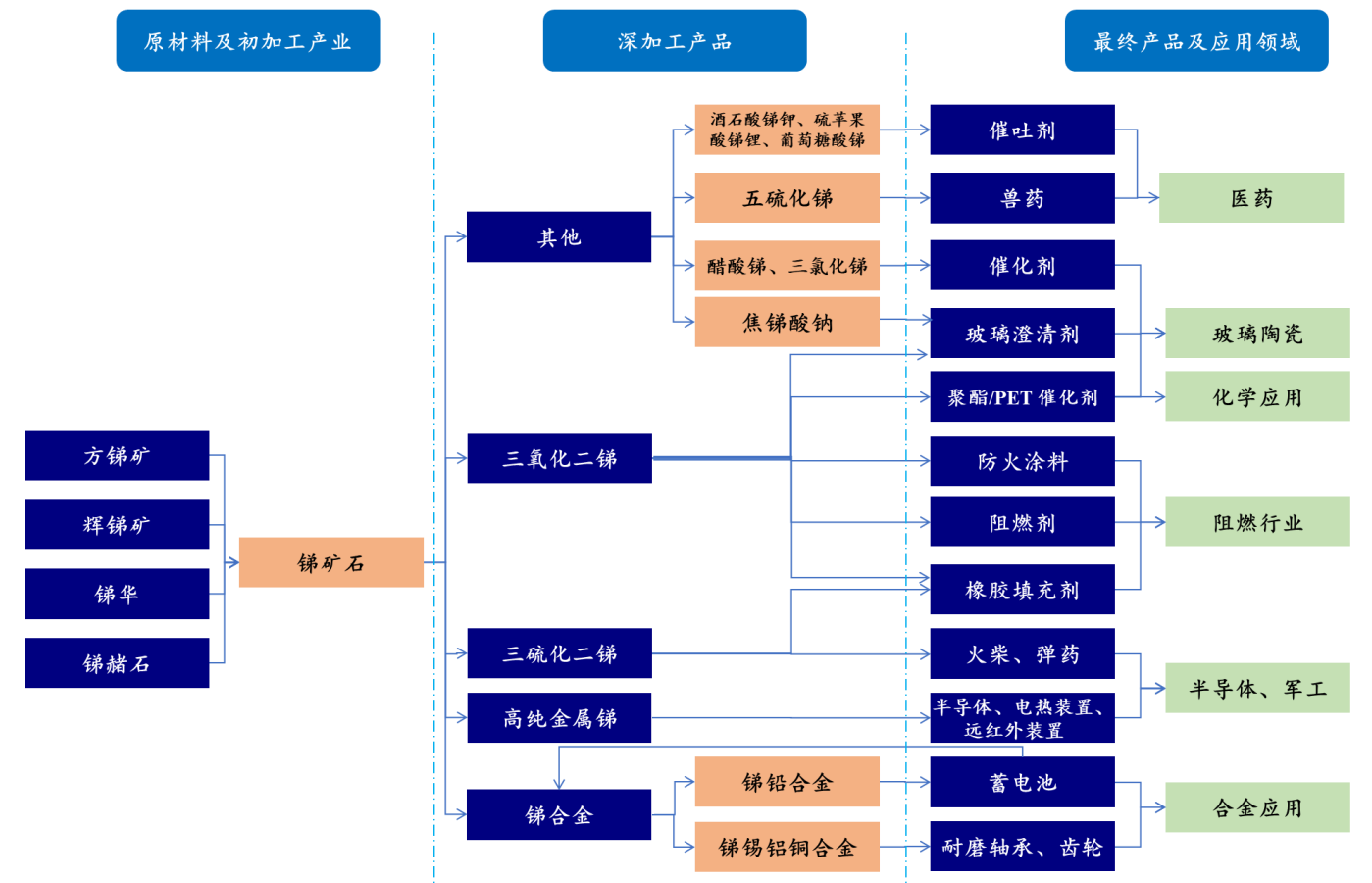
数据来源：Wind、开源证券研究所

我国锑矿资源丰富集中于广西、湖南、甘肃。我国锑矿可分为主要的 12 条成锑带，其中跨过湖南、广西的成锑带的储量最为丰富，其上拥有全球最大锑矿床湖南锡矿山和广西大厂等超大型锑矿，以及湖南沃溪、湖南龙山、湖南渣滓溪、广西茶山和广西箭猪坡等大型锑矿。自然资源部 2022 年矿产资源储量统计表显示，广西、湖南、甘肃三地锑矿储量占比超过 60%，而甘肃、云南、西藏拥有的锑矿资源也列次较前，储量分别为 6.63/6.05/5.92 万吨，占比分别为 10.35%/9.44%/9.24%。

3.2.2、需求：阻燃行业消费稳中有升，光伏需求有望形成新增量

铈产业链主要分为三个阶段。第一阶段为原材料及初级产业，原材料是指含有铈资源的方铈矿、辉铈矿、铈华和铈赭石等；初级产业是指用通过精选将原材料加工为高品质的铈矿石。第二阶段为深加工产业，深加工产业是指将铈矿石通过挥发焙烧、熔炼、电解精炼、反射炉熔析等方式加工为三氧化二铈、三硫化二铈、铈合金、高纯铈等化合物或金属。第三阶段为应用产品及应用领域，含铈金属及化合物可生产为防火涂料、蓄电池、玻璃澄清剂、催化剂、兽药等应用产品，并最终应用于阻燃、合金、蓄电池、化学、医药等领域的应用。

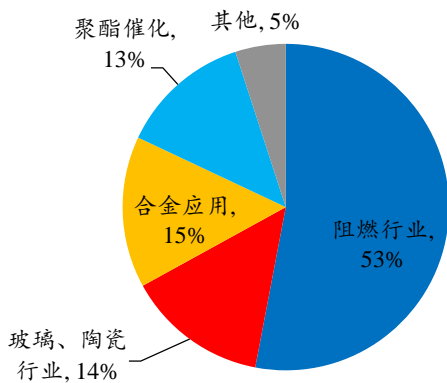
图35：铈金属下游产业链包括阻燃、合金应用、剥离陶瓷等



资料来源：《全球铈资源分布供需及产业链发展现状》、开源证券研究所

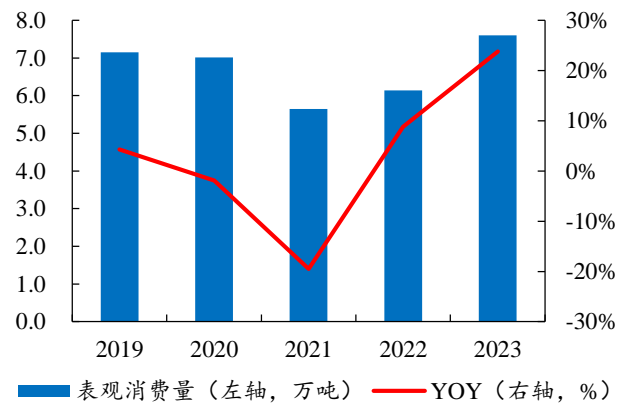
铈下游需求主要应用于阻燃剂。根据安泰科统计，全球 80%以上铈消费量用于生产阻燃剂和铅酸蓄电池，两者占比分别为 56%和 29%，其他下游消费领域还包括玻璃澄清剂和催化剂。而 2023 年中国最大的铈消费场景为阻燃行业，占比达 53%，而合金应用/玻璃、陶瓷行业/聚酯催化的占比分别为 15%/14%/13%。

图36：2023年阻燃行业在中国锡需求的占比为53%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

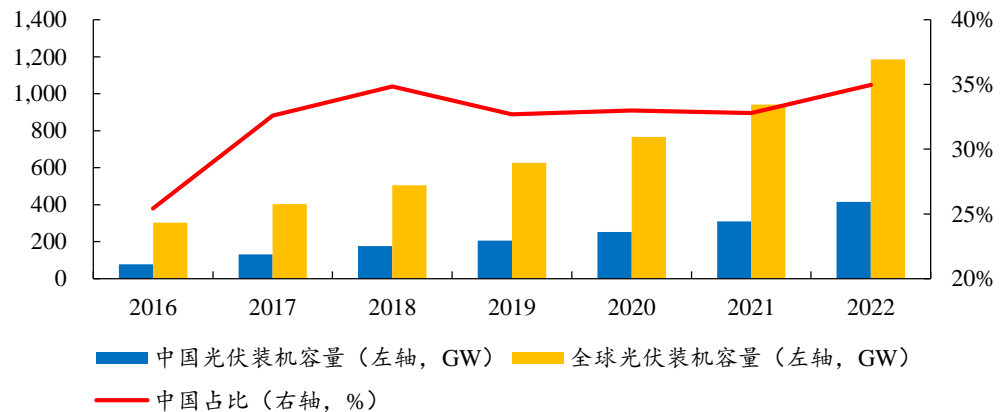
图37：2023年锡表观消费量同比增长23.80%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

光伏领域有望成为锡金属未来增长点。光伏组件利用光伏效应原理，即阳光照射使不均匀的半导体或其他复合材料在不同部位之间产生电位差，从而将光能转化为电能，其中光伏玻璃是指应用于光伏组件的透光面板，经过钢化处理好的光伏玻璃可为光伏组件提供更高的强度，但光伏玻璃的透光率也会影响组件的光电转换效率。因此，在生产光伏玻璃的过程中，需要加入澄清剂以消除玻璃中的气泡缺陷，从而提高玻璃的透光率。而含锡的焦锑酸钠和三氧化二锡作为重要的玻璃澄清剂，其消费量有望随着光伏行业的持续发展而增长。从相关产业链看，中国及全球光伏装机容量持续提升，2022年全球光伏装机容量1185GW，2016-2022年CAGR为25.52%，其中，中国光伏装机容量在全球的占比自2017年起便超过30%，2022年光伏装机量达到415GW，2016-2022年CAGR为32.39%。

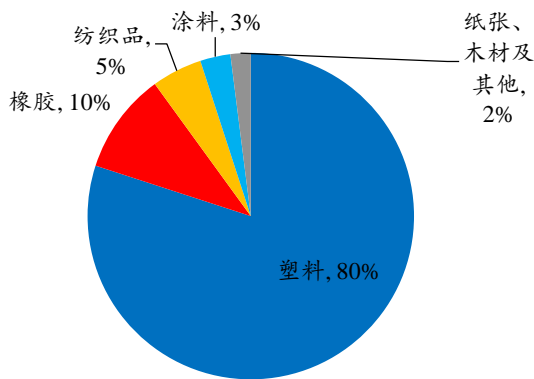
图38：2022年中国光伏装机容量占比达到34.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

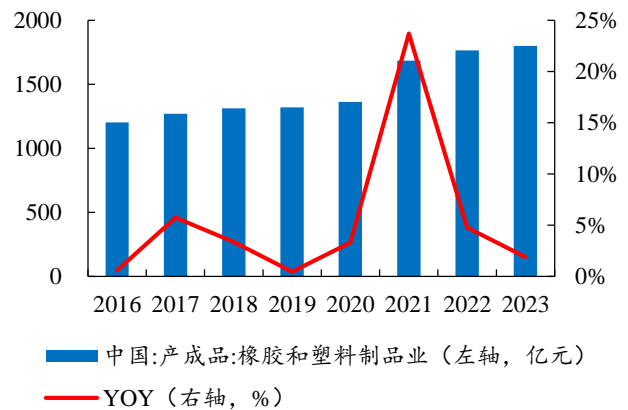
阻燃剂市场整体呈增长态势。高分子材料如塑料等具有广泛的用途，但由于高分子材料容易燃烧，限制了其应用范围，而通过在生产过程中加入阻燃剂，能显著提升高分子材料的耐高温、阻燃性。阻燃技术主要分为添加型和反应型两种方式，相比反应型阻燃剂，添加型阻燃剂的使用范围更广，其中卤-锡协效阻燃的高效性，使卤系阻燃剂与以三氧化二锡为代表的锡系无机阻燃剂在阻燃剂市场仍占据重要的地位。随着塑料、橡胶制品等高分子材料使用量的提升，所要求的锡系阻燃剂消费量亦有望提升。根据Wind数据，中国塑料、橡胶制品产成品产值稳步上升，2023年产值为1799.5亿元，2016-2023年CAGR为5.93%。

图39：阻燃剂下游应用领域以塑料为主



数据来源：苏利股份招股书、开源证券研究所

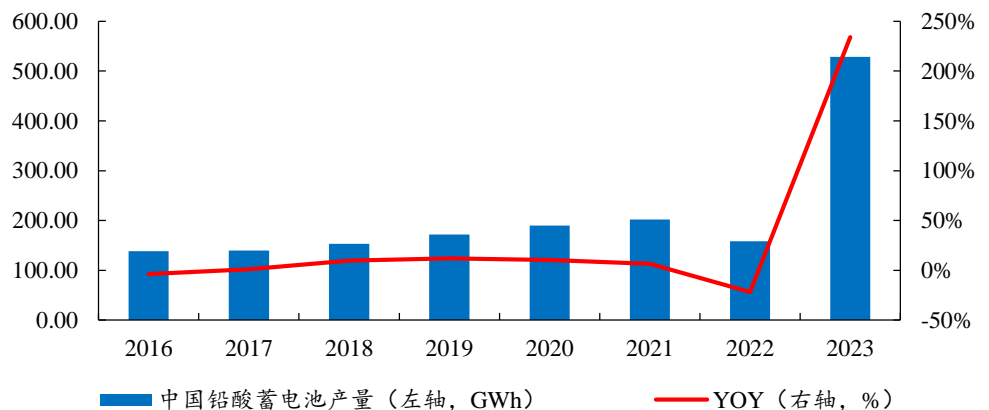
图40：2023年国内塑料、橡胶制品产值同比增长1.87%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年铅酸蓄电池市场同比增长明显。铅酸蓄电池常用作备用电源电池、启动电池、动力电池，适配于两轮电动车等车型，并因制造难度低、价格低廉、适用于多数领域等特点仍受到欢迎，在通信、风力发电、太阳能发电领域中得到应用，整体产量持续增加。根据 Wind 数据，2016-2023 年中国铅酸蓄电池产量 CAGR 为 21.08%；2023 年，国内铅酸蓄电池同比增长 136.15%至 529GWh，为历史新高。

图41：2023年国内铅酸蓄电池市场同比增长234.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

销量假设：考虑到铜坑矿、高峰矿产量维持稳定并在 2025-2026 年仍有扩产潜力，且集团资产注入后将提升公司资源储量及产量。在仅考虑佛子公司注入的前提下（未考虑五吉公司及其他资产注入），我们预计 2024-2026 年公司矿产锡产量为 0.67/0.71/0.84 万吨，矿产铅锑为 1.41/1.41/1.85 万吨，矿产锌为 4.06/4.15/5.75 万吨。

价格假设：（1）矿产锡：我们预计偏紧的供需结构将对锡价中枢形成支撑，并随着下游需求回暖并利好锡价，假设 2024-2026 年锡价（含税）为 24.5/26.0/27.0 万元/吨；**（2）矿产铅锑：**我们预计由于锑下游光伏、阻燃剂等需求持续增长，而未来锑矿新增供给量有限，锑价有望持续维持高位，假设 2024-2026 年锑价为 12/14/15

万元/吨，铅价维持在 1.7 万元/吨。

表14：公司业绩拆分与盈利预测

业务拆分	项目	2024E	2025E	2026E
矿产锡	销量 (万吨)	0.67	0.71	0.84
	营业收入 (亿元)	14.49	16.28	19.96
	毛利润 (亿元)	7.00	8.26	10.72
矿产铅锑	销量 (万吨)	1.41	1.41	1.85
	营业收入 (亿元)	7.55	8.55	11.82
	毛利润 (亿元)	6.05	7.05	9.86
锌铋	销量 (万吨)	4.06	4.15	5.75
	营业收入 (亿元)	8.26	8.45	11.70
	毛利润 (亿元)	2.22	2.27	3.14
贸易	营业收入 (亿元)	2.00	3.00	4.00
	毛利润 (亿元)	0.08	0.12	0.16
其他业务	营业收入 (亿元)	4.27	4.27	4.27
	毛利润 (亿元)	1.63	1.63	1.63
其中：锌精矿	销量 (万吨)	1.00	1.00	1.00
	营业收入 (亿元)	1.77	1.77	1.77
	毛利润 (亿元)	0.63	0.63	0.63
合计	营业收入 (亿元)	36.56	40.54	51.75
	毛利润 (亿元)	16.97	19.32	25.52

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（注：已考虑佛子注入，尚未考虑五吉注入；其他业务包含锌精矿）

表15：公司 2024 年归母净利润对于锑价及锡价的敏感性测算

归母净利润 (亿元)	锑价 (万元/吨)									
	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	
22.5	6.05	6.17	6.28	6.40	6.52	6.64	6.75	6.87	6.99	
23.0	6.24	6.35	6.47	6.59	6.70	6.82	6.94	7.06	7.18	
23.5	6.42	6.54	6.66	6.77	6.89	7.01	7.13	7.24	7.36	
锡价 (万元/吨)	24.0	6.61	6.73	6.84	6.96	7.08	7.19	7.31	7.43	7.55
24.5	6.80	6.91	7.03	7.15	7.26	7.38	7.50	7.61	7.73	
25.0	6.98	7.10	7.21	7.33	7.45	7.56	7.68	7.80	7.92	
25.5	7.17	7.28	7.40	7.52	7.63	7.75	7.87	7.98	8.10	
26.0	7.35	7.47	7.58	7.70	7.82	7.93	8.05	8.17	8.28	
26.5	7.54	7.65	7.77	7.88	8.00	8.12	8.23	8.35	8.47	

数据来源：Wind、开源证券研究所

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 7.26/8.20/10.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.15/1.30/1.73 元。我们选取了 A 股中主营业务聚焦锡或锑资源的同类型公司锡业股份、湖南黄金、华钰矿业进行比较，以 2024 年 8 月 6 日股价为基准，2024-2026 年可比公司平均估值分别为 22.8/17.5/15.9 倍，公司估值分别为 14.0/12.4/9.3 倍，低于可比公司平均水平。考虑到公司现有主力矿山仍有扩产潜力，且五吉公司等集团资产后续有望注入公司体内，进一步提升公司矿产资源储量及产量水平，叠加公司主要矿产品种锡锑供需结构均持续偏紧，后市价格有望维持高位，公司业绩有望实现量价齐升。首次覆盖给予“买入”评级。

表16: 与 A 股同类上市公司相比, 公司估值处于相对低估的位置

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000960.SZ	锡业股份	13.4	0.9	1.3	1.5	1.8	15.6	10.0	8.7	7.5
002155.SZ	湖南黄金	15.6	0.4	0.7	0.9	1.1	38.4	23.4	17.8	14.4
601020.SH	华钰矿业	11.8	0.1	0.3	0.4	0.5	130.5	35.2	26.1	25.9
可比公司平均 PE							61.5	22.8	17.5	15.9
600301.SH	华锡有色	16.1	0.5	1.1	1.3	1.7	32.5	14.0	12.4	9.3

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 湖南黄金、华钰矿业盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测, 锡业股份盈利预测与估值来自开源证券研究所, 数据截至 2024 年 8 月 6 日收盘)

5、风险提示

高峰、铜坑扩产进度不及预期风险。高峰、铜坑项目扩产需报自然资源部审批, 若审批进度不及预期将导致扩产进度不及预期, 对公司业绩造成影响。

相关资产注入进度不及预期风险。集团五吉公司、来冶公司等资产的注入仍具备不确定性, 若注入进度不及预期将对公司业绩造成影响。

锡锑供给超预期释放。目前锡、锑受供给端扰动影响, 基本面偏紧, 若后续供给超预期释放, 金属价格或将承压。

下游需求不及预期风险。锡金属下游与阻燃剂、光伏等领域密切相关, 若相关领域消费增长不及预期或导致金属价格下降并给公司业绩带来压力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1544	1507	1769	3097	3765
现金	924	918	1219	2311	2953
应收票据及应收账款	23	44	27	58	46
其他应收款	56	36	76	49	110
预付账款	158	7	252	3	342
存货	269	370	39	518	92
其他流动资产	114	133	156	158	222
非流动资产	5096	5115	5447	5720	6389
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1093	1436	1577	1604	1805
无形资产	2149	2062	2356	2709	3132
其他非流动资产	1855	1617	1514	1406	1452
资产总计	6641	6622	7216	8816	10154
流动负债	2088	2042	1536	1929	1614
短期借款	1341	810	1076	943	1010
应付票据及应付账款	317	468	44	649	113
其他流动负债	430	763	416	337	491
非流动负债	1201	272	286	291	316
长期借款	920	0	10	17	40
其他非流动负债	281	272	276	274	275
负债合计	3289	2314	1822	2220	1930
少数股东权益	755	806	1165	1547	2080
股本	235	633	633	633	633
资本公积	1366	1561	1561	1561	1561
留存收益	993	1307	2392	3595	5223
归属母公司股东权益	2596	3502	4229	5049	6144
负债和股东权益	6641	6622	7216	8816	10154

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	690	901	1223	1924	1711
净利润	435	562	1085	1203	1628
折旧摊销	191	221	337	403	483
财务费用	94	72	52	34	12
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-26	34	-264	284	-418
其他经营现金流	-5	13	11	-1	6
投资活动现金流	-115	-94	-673	-675	-1153
资本支出	116	94	670	676	1152
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	-3	1	-1
筹资活动现金流	-531	-814	-249	-157	85
短期借款	1341	-531	265	-133	66
长期借款	920	-920	10	7	23
普通股增加	0	397	0	0	0
资本公积增加	363	195	0	0	0
其他筹资现金流	-3156	45	-524	-31	-5
现金净增加额	43	-6	301	1092	643

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2767	2924	3656	4054	5175
营业成本	1811	1810	1959	2122	2623
营业税金及附加	83	107	88	122	157
营业费用	8	8	10	11	15
管理费用	251	206	245	307	393
研发费用	21	52	25	35	53
财务费用	94	72	52	34	12
资产减值损失	0	-9	-6	-9	-10
其他收益	9	6	8	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-4	1	-1	0	-0
营业利润	504	664	1274	1417	1915
营业外收入	10	3	6	5	6
营业外支出	4	3	4	3	4
利润总额	510	664	1277	1418	1917
所得税	75	102	192	215	289
净利润	435	562	1085	1203	1628
少数股东损益	216	248	359	382	533
归属母公司净利润	219	314	726	820	1095
EBITDA	815	906	1640	1830	2382
EPS(元)	0.35	0.50	1.15	1.30	1.73

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	601.9	5.7	25.1	10.9	27.6
营业利润(%)	736.5	31.8	91.9	11.2	35.2
归属于母公司净利润(%)	307.1	43.4	131.7	13.0	33.5
获利能力					
毛利率(%)	34.6	38.1	46.4	47.7	49.3
净利率(%)	7.9	10.7	19.9	20.2	21.2
ROE(%)	13.0	13.0	20.1	18.2	19.8
ROIC(%)	10.9	12.1	20.8	20.1	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	34.9	25.3	25.2	19.0
净负债比率(%)	40.6	8.9	-2.1	-20.1	-22.8
流动比率	0.7	0.7	1.2	1.6	2.3
速动比率	0.5	0.5	0.9	1.3	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	123.9	88.9	106.4	97.7	102.0
应付账款周转率	10.7	4.6	7.6	6.1	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.50	1.15	1.30	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.42	1.93	3.04	2.70
每股净资产(最新摊薄)	4.10	5.54	6.68	7.98	9.71
估值比率					
P/E	46.6	32.5	14.0	12.4	9.3
P/B	3.9	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.1	12.6	6.9	5.7	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn