

华锡有色(600301)

报告日期: 2025 年 08 月 16 日

业绩与股价新高之际，华锡价值仍待重估

——华锡有色 2025 半年报点评

投资要点

- ❑ 华锡有色发布 2025 年度半年报，25H1 归母 3.8 亿元（同比+9.5%）。其中 25Q2 归母净利 2.28 亿元（24Q2 为 2.23 亿元）。业绩再创新高。
- ❑ 产量：25H1 锡锑产量均维持稳定。锡精矿产量 3274 吨，同比-6.18%。铅锑精矿产量 7846 吨，同比+5%。锌精矿产量 2.7 万吨，同比-1%。
- ❑ 分矿山盈利：高峰佛子等矿山盈利情况同比全面改善。
高峰矿业 6.4 亿元（去年同期 4.4 亿元），佛子矿业净利润 0.4 亿元（去年同期 0.17 亿元），华锡矿业净利润 6.0 亿元（去年同期 5.3 亿元）。
- ❑ 为什么我们觉得华锡价值需要重估？
- ❑ 一是产量增长空间大，公司资源需要重估：26 年公司三年行动扩产进入收获期，多个项目有望取得顺利进展。
高峰：主力矿山高峰矿业投资建设 100+105 号深部开采工程项目，项目达产后高峰公司矿石产能由 33 万吨/年提升至 45 万吨/年（产量提升近 40%）。
铜坑：铜坑锡锌矿顺利完成深部探矿权转为采矿权，证载生产规模扩大到 350 万吨/年。
五吉：未来有望注入的五吉有望提升公司锡金属产量，26 年开始进入公司三年行动方案密集收获期。
- ❑ 二是锡锑金属价值仍待重估
锡：出口管制导致锡内外盘较大价差需重估，若放开出口管制，锡价有望上涨，利好华锡。锡金属国内外价差较大，在今年 530 抢装后锡价持续下行寻底。我们认为当前锡价已具备安全边际，若锡民用部分出口管制放宽，则锡价有望进一步上行。
锡：短周期缅甸难出矿，长周期成本抬升逻辑顺。我们认为锡价长周期成本抬升拉动锡价上行逻辑较明确，锡金属安全边际高，且短期缅甸难出矿，锡价易涨难跌。
- ❑ 三是公司作为广西自治区内国有有色企业，有望充分受益区内丰富的有色矿业资源。在区内有色资源竞争方面具备天然优势。
- ❑ 盈利预测与估值
公司是锡锑双牛组合，且短期内存在资产注入的预期。因目前锡锑价相比 2024 年均价上行。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.03 亿元、9.28 亿元、11.19 亿元，分别同比 +22.08%、+15.53%、+20.57%。EPS 分别为 1.27/1.47/1.77 元，对应的 PE 分别为 20.84/18.04/14.96 倍。
- ❑ 风险提示
金属价格下行风险，资产注入进度不及预期，相关项目进度不及预期。

投资评级：买入(维持)

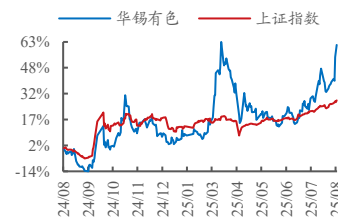
分析师：沈皓俊
执业证书号：S1230523080011
shenhaojun@stocke.com.cn

研究助理：沈家悦
shenjiayue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 26.46
总市值(百万元) 16,737.74
总股本(百万股) 632.57

股票走势图



相关报告

- 1 《五吉来冶推进中，看好锡锑不动摇》 2025.05.12
- 2 《权益金拖累 Q3 业绩，锡锑双牛持续输出业绩》 2024.11.01
- 3 《锡、锑产量增长空间大》 2024.06.16

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,631	6,093	6,652	7,610
(+/-) (%)	44.68%	31.57%	9.17%	14.40%
归母净利润	658	803	928	1,119
(+/-) (%)	87.72%	22.08%	15.53%	20.57%
每股收益(元)	1.04	1.27	1.47	1.77
P/E	25.45	20.84	18.04	14.96

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,139	4,108	5,307	6,713
现金	1,175	2,885	3,970	5,198
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	67	167	193	232
其它应收款	39	88	102	127
预付账款	4	7	7	8
存货	718	687	724	782
其他	136	274	313	366
非流动资产	5,601	5,906	6,757	7,521
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,672	1,813	2,231	2,403
无形资产	2,057	2,157	2,327	2,567
在建工程	1,080	1,106	1,325	1,627
其他	792	831	874	924
资产总计	7,740	10,014	12,064	14,233
流动负债	1,804	2,445	2,738	2,860
短期借款	655	807	967	967
应付款项	706	824	868	939
预收账款	2	1	1	2
其他	440	812	901	952
非流动负债	952	1,150	1,250	1,300
长期借款	562	762	862	912
其他	390	387	387	387
负债合计	2,756	3,594	3,987	4,160
少数股东权益	986	1,617	2,346	3,225
归属母公司股东权益	3,998	4,803	5,730	6,849
负债和股东权益	7,740	10,014	12,064	14,233

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,237	2,083	2,139	2,408
净利润	1,063	1,434	1,657	1,997
折旧摊销	281	384	412	406
财务费用	40	45	55	60
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(195)	230	18	(56)
其它	48	(10)	(3)	0
投资活动现金流	(637)	(684)	(1,260)	(1,170)
资本支出	(114)	(664)	(1,235)	(1,140)
长期投资	(523)	0	0	0
其他	0	(20)	(25)	(30)
筹资活动现金流	(381)	312	205	(10)
短期借款	(165)	152	160	0
长期借款	562	200	100	50
其他	(779)	(40)	(55)	(60)
现金净增加额	218	1,711	1,084	1,228

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,631	6,093	6,652	7,610
营业成本	2,759	3,296	3,473	3,755
营业税金及附加	158	280	319	457
营业费用	11	73	80	91
管理费用	276	530	599	685
研发费用	106	158	180	205
财务费用	31	22	(2)	(19)
资产减值损失	(53)	0	0	0
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
其他经营收益	8	12	13	0
营业利润	1,253	1,749	2,020	2,436
营业外收支	(6)	0	0	0
利润总额	1,247	1,749	2,020	2,436
所得税	184	315	364	438
净利润	1,063	1,434	1,657	1,997
少数股东损益	405	631	729	879
归属母公司净利润	658	803	928	1,119
EBITDA	1,600	2,154	2,430	2,823
EPS (最新摊薄)	1.04	1.27	1.47	1.77

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	44.68%	31.57%	9.17%	14.40%
营业利润	77.70%	39.55%	15.53%	20.57%
归属母公司净利润	87.72%	22.08%	15.53%	20.57%
获利能力				
毛利率	40.42%	45.90%	47.79%	50.66%
净利率	14.20%	13.18%	13.95%	14.70%
ROE	16.45%	16.72%	16.19%	16.33%
ROIC	17.95%	18.03%	16.60%	16.49%
偿债能力				
资产负债率	35.60%	35.89%	33.05%	29.22%
净负债比率	2.11%	-19.50%	-25.70%	-32.30%
流动比率	1.19	1.68	1.94	2.35
速动比率	0.71	1.28	1.56	1.94
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.69	0.60	0.58
应收账款周转率	119.71	64.98	40.58	39.34
应付账款周转率	4.36	4.31	4.10	4.16
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.27	1.47	1.77
每股经营现金	1.96	3.29	3.38	3.81
每股净资产	6.32	7.59	9.06	10.83
估值比率				
P/E	25.45	20.84	18.04	14.96
P/B	4.19	3.49	2.92	2.44
EV/EBITDA	6.79	7.19	6.03	4.78

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>