

心战略性矿产资源且储量位居国内前列，企业主要开采锡、锑、铟、锌、铅、银等矿产，还蕴藏铜、铋、镉、钴、镍、汞、金等十余种伴生稀有金属，是国内锡、锑产业重要的骨干生产企业，截至报告期末，公司旗下铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿三座矿山保有矿石资源量 8550.62 万吨，同比增长 36.18%，锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等各类金属保有资源总量达 429.48 万吨，同比提升 31.69%。

■ 深挖资源潜力，稳固长期产能根基

报告期内，公司稳步推进佛子冲铅锌矿等重点资源增储工作，佛子冲公司新增保有矿量 528.55 万吨，增幅达 93.59%，进一步夯实资源根基、稳固开采实力。同时完成广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿探矿权转采矿权合并变更登记，新增锌、铅开采品类，铜坑矿核定年开采规模由 237.6 万吨提升至 350 万吨。

截至报告期末，公司核心运营铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿三大主力矿山，各矿山品种定位清晰、优势互补：铜坑矿以锡、锌、锑、铟为核心，锡金属资源量 8.04 万吨、锌金属 231.16 万吨，剩余可开采年限 26 年；高峰锡矿以锡、锌品种为核心，锡金属资源量 16.47 万吨、锌金属 59.53 万吨，剩余可开采年限 20 年；佛子冲铅锌矿经本次增储后聚焦锌、铅品种，锌金属资源量 29.70 万吨、铅金属 22.13 万吨，剩余可开采年限 22 年。可长期为企业产能运营提供可靠资源支撑。

■ 盈利预测

我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别 73.03、83.97、91.57 亿元，归母净利润分别为 14.56、17.05、18.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24.8、21.1、20.0 倍。

锑价维持高位，锡价相比去年同期大幅上升，维持“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	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	5,803	7,303	8,397	9,157
增长率 (%)	25.3%	25.8%	15.0%	9.1%
归母净利润 (百万元)	801	1,456	1,705	1,800
增长率 (%)	21.7%	81.8%	17.1%	5.6%
摊薄每股收益 (元)	1.27	2.30	2.69	2.85
ROE (%)	13.6%	19.5%	18.3%	15.9%

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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,184	3,918	5,971	8,145
应收款	158	199	229	250
存货	842	875	996	1,113
其他流动资产	199	250	288	314
流动资产合计	3,383	5,242	7,484	9,822
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,894	2,286	2,341	2,268
在建工程	864	346	138	55
无形资产	2,136	2,029	1,922	1,821
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	787	787	787	787
非流动资产合计	5,681	5,448	5,188	4,931
资产总计	9,064	10,690	12,672	14,753
流动负债:				
短期借款	527	527	527	527
应付账款、票据	853	886	1,008	1,127
其他流动负债	541	541	541	541
流动负债合计	1,958	2,001	2,130	2,253
非流动负债:				
长期借款	805	805	805	805
其他非流动负债	402	402	402	402
非流动负债合计	1,207	1,207	1,207	1,207
负债合计	3,165	3,208	3,337	3,461
所有者权益				
股本	633	633	633	633
股东权益	5,899	7,482	9,335	11,292
负债和所有者权益	9,064	10,690	12,672	14,753

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1290	2311	2706	2857
少数股东权益	490	855	1001	1057
折旧摊销	261	233	254	252
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-578	-82	-59	-40
经营活动现金净流量	1463	3317	3902	4125
投资活动现金净流量	-157	126	152	156
筹资活动现金净流量	427	-728	-852	-900
现金流量净额	1,734	2,715	3,202	3,381

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,803	7,303	8,397	9,157
营业成本	3,681	3,553	4,040	4,524
营业税金及附加	181	270	311	339
销售费用	12	22	25	27
管理费用	296	519	596	650
财务费用	36	57	57	57
研发费用	83	131	151	165
费用合计	428	729	830	900
资产减值损失	-1	-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	1,516	2,729	3,195	3,373
加:营业外收入	22	3	3	3
减:营业外支出	4	3	3	3
利润总额	1,534	2,729	3,195	3,373
所得税费用	243	417	489	516
净利润	1,290	2,311	2,706	2,857
少数股东损益	490	855	1,001	1,057
归母净利润	801	1,456	1,705	1,800

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	25.3%	25.8%	15.0%	9.1%
归母净利润增长率	21.7%	81.8%	17.1%	5.6%
盈利能力				
毛利率	36.6%	51.3%	51.9%	50.6%
四项费用/营收	7.4%	10.0%	9.9%	9.8%
净利率	22.2%	31.6%	32.2%	31.2%
ROE	13.6%	19.5%	18.3%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	34.9%	30.0%	26.3%	23.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	36.7	36.7	36.7	36.7
存货周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
每股数据(元/股)				
EPS	1.27	2.30	2.69	2.85
P/E	45.0	24.8	21.1	20.0
P/S	6.2	4.9	4.3	3.9
P/B	7.5	6.5	5.6	4.9

■ 有色组介绍

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。