

华锡有色 (600301.SH)

优于大市

对广西关键金属研究院 13%投资中的股权投资落地,广西金属产业高端智能化可期

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 有色金属 · 小金属

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040001

证券分析师: 谷瑜

021-61761033

guyu@guosen.com.cn

执证编码: S0980524110001

事项:

公司公告: 与关联人的共同投资完成股权交割。公司于2026年1月20日审议通过《关于公司与关联人共同投资成立广西关键金属研究院有限责任公司的议案》,同意公司与广西财金、广西关键金属产业发展集团、广西铝业集团、广西南丹南方金属、中南大学科技园发展5家企业共同投资设立广西关键金属研究院,注册资本50000万元,公司持有13%股权,以华锡有色研究院100%股权的评估值作价出资,不足6500万元的金额以现金补足。根据评估,华锡有色研究院作价4606.38万元,其余1893.62万元在认缴出资届满前以现金补齐,截至5月22日,公司已完成华锡有色研究院的股权交割。

国信金属观点:公司承接原华锡集团的核心资产及业务,前身为大厂矿务局,成立于1952年,历经71年的发展,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,是广西唯一国有有色金属行业上市公司。公司主要产品为锡、锌、铅锑精矿。除了本次出资投资关键金属研究院13%股权,公司还在今年1月份引入关键金属集团作为间接控股股东。由此,广西关键金属全产业链布局闭环成型。后续期待①关键金属集团逐步落地区内零散矿山整合注入,公司已有铜坑矿、高峰矿带来扩产增量;②研究院高纯新材料推进研发,产品结构升级贡献利润。我们上调公司26-28年EPS为2.31/2.46/3.33元(此前预计1.68/2.03/-元,主要系提高锡价格假设),归母净利分别为14.6/15.6/21.1亿元,对应PE 26/24/18x,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 公司以华锡有色研究院100%股权以及现金出资,与关联人共同投资设立广西关键金属研究院,目前已完成华锡有色研究院的股权交割

根据公司公告,公司于2026年1月20日审议通过《关于公司与关联人共同投资成立广西关键金属研究院有限责任公司的议案》,同意公司与广西财金、广西关键金属产业发展集团、广西铝业集团、广西南丹南方金属、中南大学科技园发展5家企业共同投资设立广西关键金属研究院,注册资本50000万元,公司持有13%股权,以华锡有色研究院100%股权的评估值作价出资,不足6500万元的金额以现金补足。根据评估,华锡有色研究院作价4606.38万元,其余1893.62万元在认缴出资届满前以现金补齐,截至5月22日,公司已完成华锡有色研究院的股权交割。

◆ 1月,公司引入关键金属集团作为间接控股股东

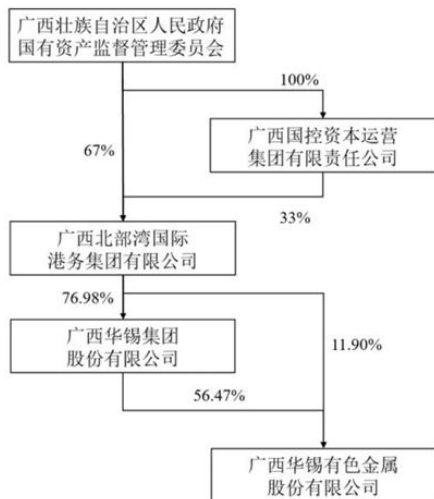
根据公司公告,2026年1月,北部湾港集团将其持有的华锡集团48.19%股权作价出资设立关键金属集团,且北部湾港集团与关键金属集团签署《无偿划转协议》,将持有的剩余华锡集团28.79%股权无偿划转给关键金属集团。本次收购完成后,公司实际控制人广西国资委、直接控股股东华锡集团未发生变化,关键金属集团以间接方式合计控制公司56.47%股份,成为公司的间接控股股东。

一、引入关键金属集团作为间接控股股东显示广西省级国资落实国家关键矿产安全战略的落地

收购前,收购人关键金属集团未持有上市公司股份。收购完成后,关键金属集团通过华锡集团间接控制公

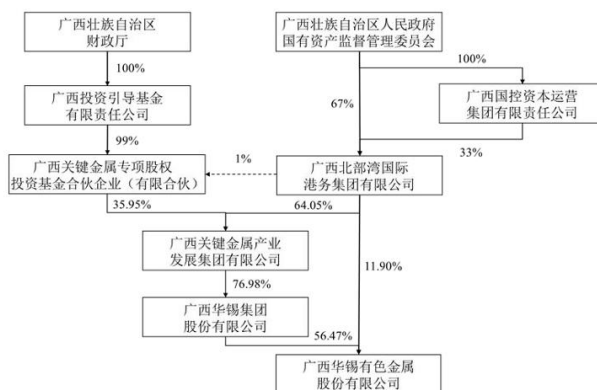
司 357,231,798 股，占公司总股本的 56.47%，成为公司间接控股股东。实际控制人广西国资委、直接控股股东华锡集团未发生变化；关键金属集团控股股东北部湾港集团通过直接、间接方式合计控制上市公司 68.37% 权益，未发生变化。

图1: 收购前



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 收购后



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

收购目的为响应广西壮族自治区将通过创新驱动发展，加快关键金属产业链延链补链强链，打造国家级产业集群。落实国家与广西壮族自治区战略部署，关键金属集团组建成立，并作为整合区内锡、锑、铟等关键金属资源的战略平台。

政策背书升级，资源整合权限抬升。由省级专项产业集团统筹，华锡有色正式成为广西关键金属唯一上市资本化平台，承接广西大厂矿田、河池片区锡锑铟存量矿权整合、散乱小矿整治，五吉锑矿等存量优质资产注入确定性大幅提升。

国资资金与产业资源倾斜落地。关键金属集团配套省级关键金属产业基金，未来可通过集团层面增资、项目配套融资，解决矿山深部勘探、智能化改造、深加工扩产的资金痛点；联动广西铝业、南丹南方等本地头部民企，打通原料-冶炼-新材料产业链协作。

股权架构专业化，剥离非主业拖累

原北部湾港集团主业为港口物流，关键金属集团聚焦矿产单一赛道，管理层、考核机制锚定关键金属产业，减少跨主业资源错配，公司战略聚焦锡/锑/铟三大战略金属主业。

二、参股关键金属研究院 13% 股权，打通“资源-研发-产业化”闭环

关键金属研究院注册资本为 50000 万元人民币。广西财金创业投资有限公司以货币出资 17500 万元，持股 35%；广西关键金属产业发展集团有限公司以货币出资 6000 万元，持股 12%；广西华锡有色金属股份有限公司以货币和股权出资 6500 万元，持股 13%；广西铝业集团有限公司出资以货币 3000 万元，持股 6%；广西南丹南方金属有限公司以货币出资 2000 万元，持股 4%；中南大学科技园发展有限公司以知识产权出资 15000 万元，持股 30%。

低成本绑定顶尖产学研资源，补齐技术短板。中南大学是国内锑铟锡冶金顶尖院校，研究院定向攻关高纯铟、超细锡粉、锑基半导体材料、伴生稀贵金属回收，解决华锡伴生铟、锗、镓等小金属低效浪费痛点，提升尾矿综合利用率。

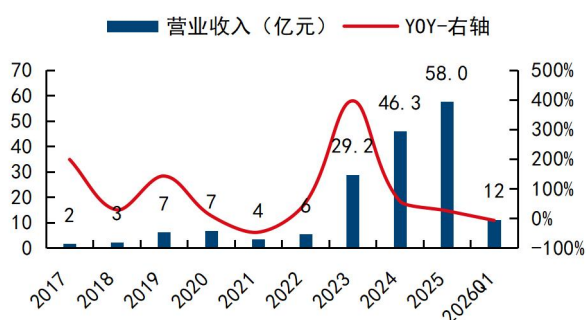
打通“资源-研发-产业化”闭环。研究院成果优先落地华锡有色生产线：①矿山端：深部采矿、智能选矿技术落地铜坑矿、高峰矿；②深加工端：高纯锡、高纯锑切入半导体、光伏、军工供应链，摆脱低端冶炼薄利模式，拉高产品附加值。

三、公司是广西唯一国有有色金属行业上市公司，专注于有色金属勘探、采选以及工程监理等业务，主要产品为锡、锌、铅锑等矿产及锡、钢等深加工产品

公司主营业务为有色金属勘探、开采、选矿以及工程监理等业务，主要产品为锡、锌、铅锑、铅、铜精矿和锡、钢等深加工产品，以及通过委外加工的方式生产出锡锭、锑锭、锌锭、钢锭。公司生产出来的锡精矿、部分铅锑精矿、锌精矿主要用于委托加工生产出锡锭、锌锭、锑锭、钢锭后对外销售，部分铅锑精矿、锌精矿、铜精矿、铅精矿直接对外销售。

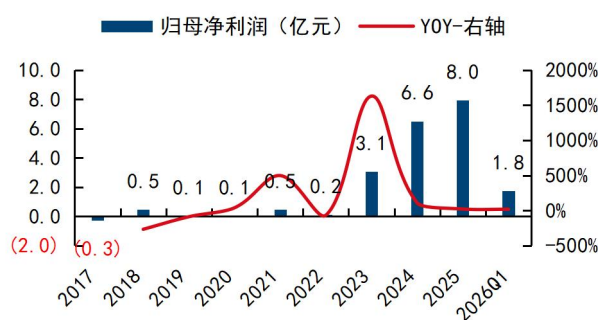
2025 年公司盈利实现增长。2025 年公司实现营收 58 亿元，同比+25.3%；归母净利 8.0 亿元，同比+21.7%。2026Q1 锡价进一步上升，均价达 38.7 万元/吨，同比 2025Q1 的 26.1 万元/吨涨幅达 49%，Q1 净利增长，单季度实现营收 12 亿元，同比-7.0%，实现净利 1.8 亿元，同比+18.5%。

图3：公司营收及增速



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

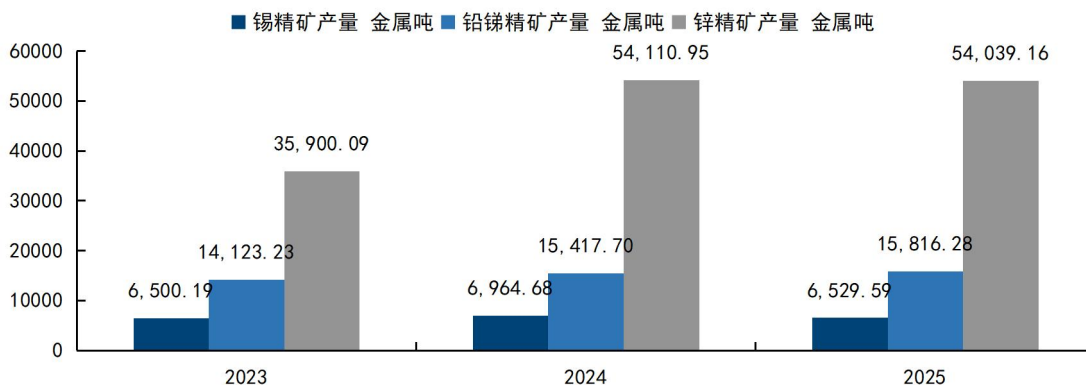
2025 年，公司的毛利 32%来自锡锭，39%来自铅锑精矿，其余来自锌锭锌精矿等矿产品以及加工、监理业务。

矿山生产方面，近些年自有矿山均有扩产能预期。

公司在产自有矿山以及待注入矿山包含①铜坑矿，位于南丹县大厂镇，矿区面积为 15.7786 平方公里，矿山证载开采规模 350 万吨/年，主要含有锡、锌、铅、锑、钢等金属，目前产能 140 万吨/年，一期扩产 99 万吨/年，隶属于铜坑分公司，股权比例 100%。②高峰锡矿，位于广西南丹大厂镇，矿区面积 2.1981 平方公里，矿山证载开采规模 33 万吨/年，后续扩产至 45 万吨。开采的主矿体 100+105 号矿体是世界上罕见的特大型特富锡多金属矿体。主要含有锡、锌、铅、锑、钢等金属，矿石中的锡、锌、铅、锑的含量均达到独立矿床的工业要求，隶属于高峰矿业，权益比例 58.75%，③佛子冲铅锌矿，位于岑溪市诚谏镇和安平镇，矿区面积为 13.2852 平方公里，矿山证载开采规模 45 万吨/年，后续扩产到 80 万吨，主要含有锌、铅、铜、银等金属，隶属于佛子公司，股权比例 100%。④五吉锑矿，隶属于五吉公司，目前处于托管状态，权益比例 69.96%，目前 9 万吨原矿规模，预计扩产到 30 万吨。

截至 2025 年年报，公司锡精矿年产量 6530 吨，锌精矿年产量 5.4 万吨，铅锑精矿年产量 1.6 万吨，若现有矿山扩产预期达成，五吉公司成功注入，公司在 2030 年前的锡和锑产量约有翻倍增长，铅锌增速估计为 60%。

图5：公司产品产量

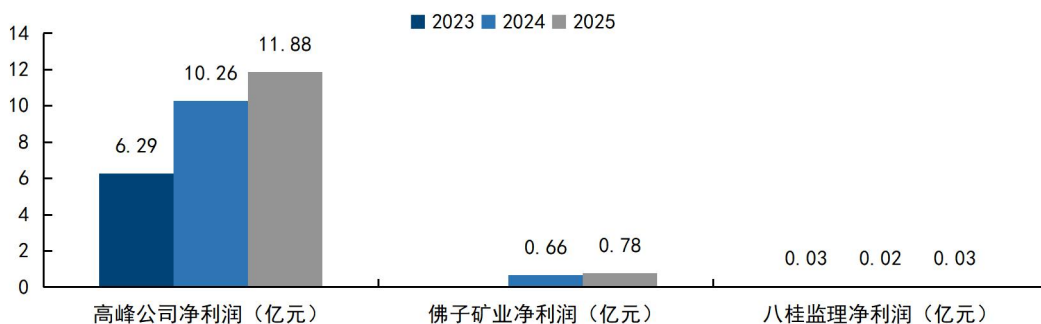


资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

子公司利润拆分

高峰矿业是公司主要净利贡献者，2023–2025 年分别实现利润 6.3、10.3、11.9 亿元，权益比例 58.75%，计算后对归母净利的贡献分别为 3.7、6.0、7.0 亿元。而 2023–2025 年公司归母净利分别为 3.1、6.6、8.0 亿元。

图6：公司产品产量



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：对关键金属研究院投资落定利好公司中长期发展，维持“优于大市”评级

除了本次出资投资关键金属研究院 13% 股权，公司还在今年 1 月份引入关键金属集团作为间接控股股东。由此，广西关键金属全产业链布局闭环成型。后续期待①关键金属集团逐步落地区内零散矿山整合注入，公司已有铜坑矿、高峰矿带来扩产增量；②研究院高纯新材料推进研发，产品结构升级贡献利润。我们上调公司 26–28 年 EPS 为 2.31/2.46/3.33 元（此前预计 1.68/2.03/-元，主要系提高锡价格假设），归母净利分别为 14.6/15.6/21.1 亿元，对应 PE 26/24/18x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

①广西矿权整合落地进度不及预期；②关键金属研究院研发产业化落地缓慢；③锡、锑大宗商品周期价格大幅下行压制盈利。

相关研究报告：

- 《华锡有色（600301.SH）半年报点评：二季度利润环比明显提升，聚焦资源增储扩产》——2025-08-15
《华锡有色（600301.SH）财报点评：矿山产量有望持续提升，受益于锡、锑价格上涨》——2025-05-12

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1175	2184	3344	4657	6481	营业收入	4631	5803	7078	7684	9142
应收款项	106	158	194	211	250	营业成本	2759	3681	3828	4232	4580
存货净额	718	842	842	931	1013	营业税金及附加	158	181	212	231	274
其他流动资产	140	199	212	231	274	销售费用	11	12	14	15	18
流动资产合计	2139	3383	4592	6029	8019	管理费用	276	296	284	301	341
固定资产	2752	2758	2863	2952	2921	研发费用	106	83	92	100	119
无形资产及其他	2057	2136	2050	1965	1880	财务费用	31	36	6	(23)	(56)
投资性房地产	792	787	787	787	787	投资收益	(0)	(0)	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	1	2	资产减值及公允价值变动	(53)	(21)	5	5	0
资产总计	7740	9064	10293	11735	13608	其他收入	(89)	(60)	(92)	(100)	(119)
短期借款及交易性金融负债	711	607	600	600	600	营业利润	1253	1516	2746	2934	3966
应付款项	706	853	842	931	1013	营业外净收支	(6)	18	2	2	2
其他流动负债	387	498	527	582	637	利润总额	1247	1534	2748	2936	3968
流动负债合计	1804	1958	1969	2113	2250	所得税费用	184	243	412	440	595
长期借款及应付债券	562	805	805	805	805	少数股东损益	405	490	877	937	1267
其他长期负债	390	402	452	502	552	归属于母公司净利润	658	801	1459	1558	2106
长期负债合计	952	1207	1257	1307	1357	现金流量表（百万元）					
负债合计	2756	3165	3226	3420	3607	净利润	658	801	1459	1558	2106
少数股东权益	986	1095	1534	2002	2636	资产减值准备	44	(32)	0	0	0
股东权益	3998	4804	5533	6312	7365	折旧摊销	263	261	285	301	317
负债和股东权益总计	7740	9064	10293	11735	13608	公允价值变动损失	53	21	(5)	(5)	0
关键财务与估值指标						财务费用	31	36	6	(23)	(56)
每股收益	1.04	1.27	2.31	2.46	3.33	营运资本变动	22	9	20	71	21
每股红利	0.55	0.70	1.15	1.23	1.66	其它	145	252	438	468	633
每股净资产	6.32	7.59	8.75	9.98	11.64	经营活动现金流	1186	1312	2197	2393	3077
ROIC	20.2%	20.0%	32.1%	34.9%	48.0%	资本开支	(528)	(115)	(300)	(300)	(200)
ROE	16.5%	16.7%	26.4%	24.7%	28.6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	40%	37%	46%	45%	50%	投资活动现金流	(528)	(115)	(300)	(300)	(200)
EBIT Margin	29%	27%	37%	37%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	31%	41%	40%	45%	负债净变化	562	243	0	0	0
收入增长	58%	25%	22%	9%	19%	支付股利、利息	(351)	(441)	(729)	(779)	(1053)
净利润增长率	110%	22%	82%	7%	35%	其它融资现金流	(825)	209	(7)	0	0
资产负债率	48%	47%	46%	46%	46%	融资活动现金流	(401)	(187)	(736)	(779)	(1053)
股息率	0.9%	1.2%	1.9%	2.1%	2.8%	现金净变动	257	1009	1160	1314	1823
P/E	57.8	47.4	26.0	24.4	18.0	货币资金的期初余额	918	1175	2184	3344	4657
P/B	9.5	7.9	6.9	6.0	5.2	货币资金的期末余额	1175	2184	3344	4657	6481
EV/EBITDA	25.7	22.7	14.1	13.3	10.1	企业自由现金流	883	1458	2254	2456	3376
						权益自由现金流	595	1881	2242	2476	3423

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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所提及的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