



华锡有色 (600301.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

中国五矿拟入主，国家级关键金属平台将成

事件

9月18日公司公告，中国五矿拟向广西关键金属集团增资以取得其51%股权。前述交易完成后，中国五矿通过广西关键金属集团间接持有华锡有色的权益将超过华锡有色已发行股份的30%。中国五矿拟以47.40元/股发起全面要约收购，要约股份占公司总股本43.53%，最高所需资金130.51亿元；北部湾港集团承诺其直接持有的11.90%股份不接受要约。

点评

关键金属平台定位显著提高，从区域级走向国家级。本次交易完成后，中国五矿将通过广西关键金属集团间接控制公司56.47%股权。合作后的广西关键金属集团将定位于中国关键金属产业发展的主要力量，致力于打造国家级关键金属产业平台。华锡有色拥有锡、锑、锌、铟等优势资源，公司作为集团核心上市平台的战略地位有望提升。

广西矿权整合提速，公司资源拓展预期强化。广西关键金属集团已成为南丹大厂-车河、芒场及金城江箭猪坡三大整合区实施主体，其中芒场、箭猪坡已全部签署整合意向合同，大厂-车河整合区签订部分整合意向合同并完成部分矿权的尽职调查评估。华锡有色作为集团核心上市平台，有望承接优质资源。其中，箭猪坡矿区所属五吉公司69.96%股权由公司托管；据公司公告，五圩矿田箭猪坡矿区核实区内主、共生矿产保有锑、铅、锌、银金属量分别为13.24万吨、6.89万吨、19.43万吨、560.39吨，后续资产注入进展值得关注。

看好锡价向上突破。全球显性库存处于低位，缅甸、印尼供应不及预期；AI服务器、先进封装及汽车电子持续拉动用锡需求；美联储加息落地，宏观与锡基本面有望共振，锡价中枢有望不断上抬。
锑价有望企稳回升。锑品原料端支撑坚挺，节前订单或集中释放；叠加出口恢复预期持续，锑价有望迎来第二轮内外同涨。

盈利预测、估值与评级

预计公司2026-2028年营收分别为66.2/90.7/96.4亿元，实现归母净利润分别为13.7/20.0/21.6亿元，EPS分别为2.17/3.17/3.42元，对应PE分别为21/14/13倍。维持“买入”评级。

风险提示

要约收购终止或变更；股权分布不满足上市条件；锡锑价格波动；项目进度不及预期。

金属材料组

分析师：吴晋恺 (执业S1130526010001)

wujinkai@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬 (执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

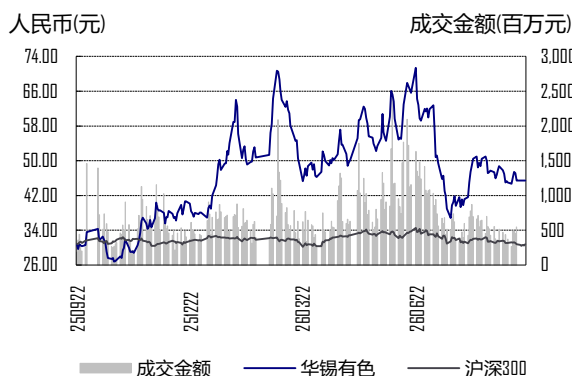
联系人：宁柯

ningke@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.43元

相关报告：

- 1.《华锡有色公司点评：业绩超预期，看好资源整合成长空间》，2026.8.18
- 2.《华锡有色公司点评：业绩基本符合预期，关注广西矿权整合进展》，2026.4.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,631	5,803	6,621	9,070	9,643
营业收入增长率	58.40%	25.31%	14.10%	36.98%	6.32%
归母净利润(百万元)	658	801	1,374	2,003	2,163
归母净利润增长率	109.79%	21.75%	71.64%	45.74%	8.00%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.27	2.17	3.17	3.42
每股经营性现金流净额	1.96	2.31	3.54	4.88	5.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.45%	16.67%	24.54%	29.62%	26.98%
P/E	16.36	30.30	20.91	14.35	13.28
P/B	2.69	5.05	5.13	4.25	3.58

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	2,924	4,631	5,803	6,621	9,070	9,643
增长率		58.4%	25.3%	14.1%	37.0%	6.3%
主营业务成本	-1,810	-2,759	-3,681	-3,600	-5,010	-5,306
%销售收入	61.9%	59.6%	63.4%	54.4%	55.2%	55.0%
毛利	1,113	1,872	2,122	3,021	4,060	4,337
%销售收入	38.1%	40.4%	36.6%	45.6%	44.8%	45.0%
营业税金及附加	-107	-158	-181	-232	-290	-309
%销售收入	3.7%	3.4%	3.1%	3.5%	3.2%	3.2%
销售费用	-8	-11	-12	-13	-18	-19
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-206	-276	-296	-331	-417	-415
%销售收入	7.1%	6.0%	5.1%	5.0%	4.6%	4.3%
研发费用	-52	-106	-83	-86	-118	-125
%销售收入	1.8%	2.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	740	1,320	1,550	2,359	3,216	3,469
%销售收入	25.3%	28.5%	26.7%	35.6%	35.5%	36.0%
财务费用	-72	-31	-36	26	77	138
%销售收入	2.5%	0.7%	0.6%	-0.4%	-0.8%	-1.4%
资产减值损失	-11	-49	-22	-10	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	-65	-65	-65
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	664	1,253	1,516	2,312	3,218	3,531
营业利润率	22.7%	27.1%	26.1%	34.9%	35.5%	36.6%
营业外收支	0	-6	18	0	0	0
税前利润	664	1,247	1,534	2,312	3,218	3,531
利润率	22.7%	26.9%	26.4%	34.9%	35.5%	36.6%
所得税	-102	-184	-243	-347	-480	-530
所得税率	15.3%	14.8%	15.9%	15.0%	14.9%	15.0%
净利润	562	1,063	1,290	1,965	2,739	3,001
少数股东损益	248	405	490	591	736	838
归属于母公司的净利润	314	658	801	1,374	2,003	2,163
净利率	10.7%	14.2%	13.8%	20.8%	22.1%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	562	1,063	1,290	1,965	2,739	3,001
少数股东损益	248	405	490	591	736	838
非现金支出	235	330	311	242	272	306
非经营收益	71	39	33	142	99	92
营运资金变动	33	-195	-171	-108	-23	-6
经营活动现金净流	901	1,237	1,463	2,241	3,086	3,394
资本开支	-94	-114	-157	-494	-555	-625
投资	0	-523	-1	-130	-65	-65
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-94	-637	-157	-624	-620	-690
股权募资	593	3	0	0	0	0
债权募资	-80	-30	140	-767	-100	-100
其他	-1,327	-354	-449	-632	-875	-936
筹资活动现金净流	-814	-381	-309	-1,399	-975	-1,036
现金净流量	-6	218	997	218	1,491	1,668

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	918	1,175	2,184	2,401	3,892	5,559
应收款项	84	110	185	152	208	221
存货	370	718	842	641	933	1,018
其他流动资产	135	137	172	260	339	356
流动资产	1,507	2,139	3,383	3,454	5,371	7,154
%总资产	22.8%	27.6%	37.3%	36.6%	46.1%	52.0%
长期投资	0	70	70	134	134	134
固定资产	2,364	2,752	2,758	3,034	3,351	3,704
%总资产	35.7%	35.6%	30.4%	32.1%	28.8%	26.9%
无形资产	2,655	2,686	2,772	2,737	2,704	2,670
非流动资产	5,115	5,601	5,681	5,991	6,274	6,593
%总资产	77.2%	72.4%	62.7%	63.4%	53.9%	48.0%
资产总计	6,622	7,740	9,064	9,445	11,646	13,746
短期借款	1,284	711	607	40	40	40
应付款项	551	843	989	702	906	959
其他流动负债	207	250	362	395	545	590
流动负债	2,042	1,804	1,958	1,137	1,491	1,589
长期贷款	0	562	805	605	505	405
其他长期负债	272	390	402	417	465	475
负债	2,314	2,756	3,165	2,159	2,461	2,470
普通股股东权益	3,502	3,998	4,804	5,601	6,763	8,017
其中：股本	633	633	633	633	633	633
未分配利润	1,250	2,045	3,885	4,682	5,844	7,099
少数股东权益	806	986	1,095	1,686	2,421	3,259
负债股东权益合计	6,622	7,740	9,064	9,445	11,646	13,746

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.496	1.040	1.266	2.173	3.167	3.420
每股净资产	5.537	6.321	7.594	8.854	10.691	12.674
每股经营现金净流	1.425	1.955	2.313	3.543	4.879	5.365
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.95%	16.45%	16.67%	24.54%	29.62%	26.98%
总资产收益率	4.73%	8.50%	8.83%	14.55%	17.20%	15.74%
投入资本收益率	10.79%	17.39%	17.35%	24.60%	27.51%	24.69%
增长率						
主营业务收入增长率	396.33%	58.40%	25.31%	14.10%	36.98%	6.32%
EBIT 增长率	4001.5%	78.51%	17.38%	52.24%	36.32%	7.86%
净利润增长率	1629.8%	109.79%	21.75%	71.64%	45.74%	8.00%
总资产增长率	1320.5%	16.89%	17.10%	4.21%	23.29%	18.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	3.1	2.4	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	0.0	0.0	77.4	65.0	68.0	70.0
应付账款周转天数	50.5	77.7	77.3	55.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	179.3	131.8	119.1	110.8	86.4	87.0
偿债能力						
净负债/股东权益	8.50%	1.99%	-13.19%	-24.18%	-36.51%	-45.40%
EBIT 利息保障倍数	10.3	43.0	42.6	-91.5	-42.0	-25.2
资产负债率	34.94%	35.60%	34.92%	22.85%	21.14%	17.97%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	14	16	24
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究