



# 华锡有色 (600301.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 锡锑涨价齐驱，成长弹性兼具

### 投资逻辑

**华丽转身，锡锑双轮。**公司是华南锡锑龙头，于2023年1月重组上市。2024H1年公司锡、铅锑毛利占比分别为45%/27%；得益于锡、锑涨价，公司24H1归母净利润同比+108%。

**锡、锑价格均处上行周期。**1) 锡：由于印尼、缅甸减量确定；且海外半导体有望进入主动补库阶段，光伏装机景气度延续，2024年为全球锡供需反转元年。根据SMM，全球锡库存见顶后加速去化，冶炼高开工下供应瓶颈显现，需求上行奠定锡价上行趋势。海外锡矿增量稀疏且存在较大不确定性，锡供需格局有望持续优化。2) 锑：库存仍处极低水平，出口“新模式”跑通之后，外需重回正常水平；光伏玻璃历经大面积冷修，目前趋势减缓、库存望迎拐点，后续开工水平恢复有望带来需求回升；且光伏作为资金密集型行业有望受益降息，锑24-26年供给缺口有望持续扩大，我们认为锑价有望回涨、甚至突破16万元/吨的历史新高。

**体内矿山优质，扩产上量迅猛。**公司目前在手矿山分别为高峰矿业（持股58.75%）、铜坑矿和今年6月完成注入的佛子矿。高峰矿为公司最主要的利润来源，与铜坑矿均以矿产锡、锑及铅锌作为主要产物；佛子矿为铅锌矿。公司积极推进在手的铜坑矿区锡锑矿矿产资源开发项目、高峰100+105号矿体扩产扩能项目等。

**体外资产兼具锑矿和冶炼，承诺注入期限已过大半。**为解决同业竞争，公司体外仍有五吉锑业（掌控箭猪坡锑矿）和来宾华锡冶炼，2026年1月（根据23年1月南化股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书）前有望注入。

**锡锑双轮驱动：量增领先行业，涨价弹性可观。**公司矿产锡公司2023-2026年权益产量CAGR高达30%，行业领先、且作为成熟矿山扩产还兼具更高的确定性；矿产锡产量亦稳步增加。锡锑同处涨价周期，公司业绩弹性亦较大。

**手握多宗探矿权，资源增量潜力大。**公司仍手握“铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权”等五宗探矿权；其中“铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权”正办理探转采手续，有望持续赋能公司资源扩张。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为49/59/69亿元，归母净利润分别为8.2/12.7/15.4亿元（假设五吉锑业和来宾华锡冶炼于2H25开始并表），EPS分别为1.30/2.00/2.44元，对应PE分别为12.9/8.4/6.9倍。考虑公司同业对比和高成长性，给予公司2025年16倍PE，目标价32.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

锡锑价格波动；项目进度不及预期；元素替代风险。

### 金属材料组

分析师：李超（执业S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

分析师：黄舒婷（执业S1130524060005）

huangshuting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：16.79元

目标价（人民币）：32.00元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	589	2,924	4,882	5,943	6,857
营业收入增长率	52.24%	396.33%	66.99%	21.73%	15.38%
归母净利润(百万元)	18	314	824	1,266	1,541
归母净利润增长率	-66.59%	1629.78%	162.85%	53.58%	21.79%
			%		
摊薄每股收益(元)	0.077	0.496	1.303	2.001	2.437
每股经营性现金流净额	0.09	1.42	2.97	3.42	4.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.37%	8.95%	20.71%	26.85%	27.49%
P/E	217.83	33.88	12.89	8.39	6.89
P/B	11.69	3.03	2.67	2.25	1.89

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、华锡有色：华丽转身，锡铋双轮.....	5
1.1 华南有色资源巨头，多金属、全产业链企业.....	5
1.2 广西国资控股，成功借壳转型.....	6
1.3 营收利润显著增厚，锡铋毛利占比较高.....	6
二、锡行业：供需反转元年，库存拐点确立涨价起点.....	7
2.1 锡供给：减量确定，增量稀散且具备较大不确定性.....	7
2.2 锡需求：AI 赋能半导体复苏，光伏+新能源车持续发力.....	10
2.3 供需平衡分析：持续供不应求，价格上行可期.....	11
2.4 库存见顶加速去化，开工历史高位，锡价向上弹性可期.....	12
三、铋行业：硬缺口仍较大，光伏玻璃复产有望迎第二波上涨.....	14
3.1 铋库存：持续去化，逼近历史低位.....	14
3.2 出口管制实施，提升板块战略属性.....	14
3.3 短期价格或有压力，不改中长期看涨.....	15
3.3.1 出口“新形态”仍需适应，短期压制外需释放.....	15
3.3.2 光伏玻璃冷修扩大拖累需求，静待库存去化后开工回升.....	15
3.4 铋供需测算：社会库存逼近枯竭，供需缺口持续扩大.....	16
四、体内矿山优质，扩产上量迅猛.....	17
4.1 高峰矿业：资源禀赋突出，有望进一步增产.....	17
4.2 铜坑矿：许可规模持续扩张，开发潜力大.....	18
4.3 佛子冲铅锌矿：已完成注入.....	19
五、体外资产兼具铋矿和冶炼，承诺注入期限已过大半.....	20
5.1 五吉公司：掌握箭猪坡铅铋矿，有望充分受益铋价上行周期.....	20
5.2 来宾华锡：锡、铋冶炼资产，产线升级改造推进中.....	21
六、锡铋双轮驱动：量增领先行业，涨价弹性可观.....	22
6.1 铋增量领先行业，锡稳步增长.....	22
6.1.1 铋矿：注入+扩产可带来产量高增，盈利能力领先行业.....	22
6.1.2 锡矿：稳步增长.....	24
6.2 涨价弹性较为可观.....	24
七、手握多宗探矿权，资源增量潜力大.....	25
八、盈利预测与投资建议.....	25
8.1 核心假设.....	25
8.2 盈利预测.....	26
8.3 估值及投资建议.....	27



九、风险提示..... 27

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程..... 5

图表 2: 公司生产流程..... 5

图表 3: 实控人为广西国资委, 持股比例高达 57.24%..... 6

图表 4: 公司收入、利润显著增长 (单位, 亿元) ..... 7

图表 5: 锡锑毛利占比较高 (2024H1) ..... 7

图表 6: 有色行业毛利率水平显著高于监管..... 7

图表 7: 2022 年全球锡储量结构..... 8

图表 8: 全球锡储量呈现逐步下降态势 (单位: 吨) ..... 8

图表 9: 2003 年-2023 年全球锡产量及增速 (%) ..... 8

图表 10: 预计 2024 年缅甸和印尼供应减量高达 3.5 万吨..... 9

图表 11: 海外主流增量项目 (增量大于 1000 吨矿产锡) 梳理 (单位: 万吨) ..... 9

图表 12: 海外矿产锡产量 2023-2026 年 CAGR 为 2%..... 10

图表 13: 2026 年国内矿产锡产量有望达到 7.9 万吨..... 10

图表 14: 焊锡仍然为锡的主要下游 (2022 年) ..... 11

图表 15: 通信设备, 汽车、消费电子为 PCB 主要下游..... 11

图表 16: 全球集成电路领域锡需求增长迅猛..... 11

图表 17: 全球光伏领域锡用量迅猛增长..... 11

图表 18: 2024-2026 年全球锡将供不应求 (单位: 万吨) ..... 12

图表 19: 锡全球库存 (LME+国内社会库存) 步入去库状态 (单位: 吨) ..... 12

图表 20: 精炼锡开工率居于高位 (%) ..... 13

图表 21: 焊锡开工率 (%) ..... 13

图表 22: 锡精矿加工费处于较低位置..... 13

图表 23: 2024 年锡价呈现上涨趋势..... 13

图表 24: 锑锭库存 (吨) ..... 14

图表 25: 氧化锑库存 (吨) ..... 14

图表 26: 锑出口管制细则..... 14

图表 27: 出口管制实施后海外锑价强于国内..... 15

图表 28: 光伏玻璃产量持续下滑..... 15

图表 29: 光伏玻璃库存有见顶回落趋势 (单位: 吨) ..... 16

图表 30: 光伏玻璃价格有望触底..... 16

图表 31: 锑隐性库存逼近枯竭 (单位, 吨) ..... 16

图表 32: 全球锑缺口有望持续扩大..... 16



图表 33: 广西大厂构造纲要图与地质简图 .....	17
图表 34: 高峰矿区 100 号矿体地质剖面图 .....	17
图表 35: 高峰矿业产量在 30 万金属吨水平波动 .....	17
图表 36: 铜坑矿床地质剖面示意图 .....	18
图表 37: 多年来铜坑矿开采量呈下降趋势 .....	19
图表 38: 佛子矿 104 号矿体采场及矿柱分布图 .....	19
图表 39: 佛子矿业生产经营情况 .....	20
图表 40: 北部湾港集团、华锡集团下属与华锡矿业存在经营相同、相似业务的企业 .....	20
图表 41: 箭猪坡矿区地质及 300 线剖面图 .....	21
图表 42: 五吉公司历史生产经营情况 .....	21
图表 43: 来宾华锡委托加工量和公司总销量情况 (单位: 吨) .....	22
图表 44: 来宾华锡冶炼公司过去呈现亏损状态 .....	22
图表 45: 公司锑矿产量增长较快 .....	23
图表 46: 主流锑标的权益产量情况对比 (单位: 万吨) .....	23
图表 47: 华锡有色锑相关业务毛利率领先行业 .....	24
图表 48: 锡主要标的权益产量 (单位: 万吨) .....	24
图表 49: 公司业绩弹性测算(锡价、锑价涨幅相对于 2023 年均价, 股价参考日 2024 年 10 月 23 日) .....	24
图表 50: 华锡有色在手探矿权情况 .....	25
图表 51: 营业收入、成本和毛利拆分 .....	26
图表 52: 可比公司估值水平对比 (2024 年 10 月 23 日) .....	27

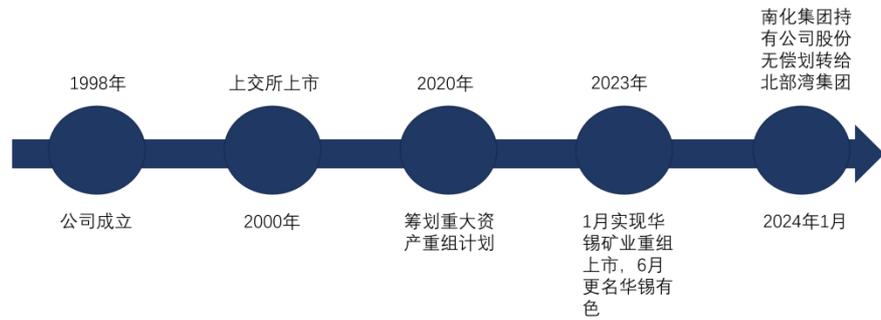


## 一、华锡有色：华丽转身，锡铟双轮

### 1.1 华南有色资源巨头，多金属、全产业链企业

广西华锡有色金属股份有限公司（简称“华锡有色”）是大型国有企业广西北部湾国际港务集团有限公司控股的上市公司，前身为大厂矿务局，由南化股份于2023年1月通过发行股份购买资产的方式收购华锡集团持有的华锡矿业100%股权，自此从事大宗商品贸易的“南化股份”变更为锡金属头部企业——华锡有色（股票代码：600301）。

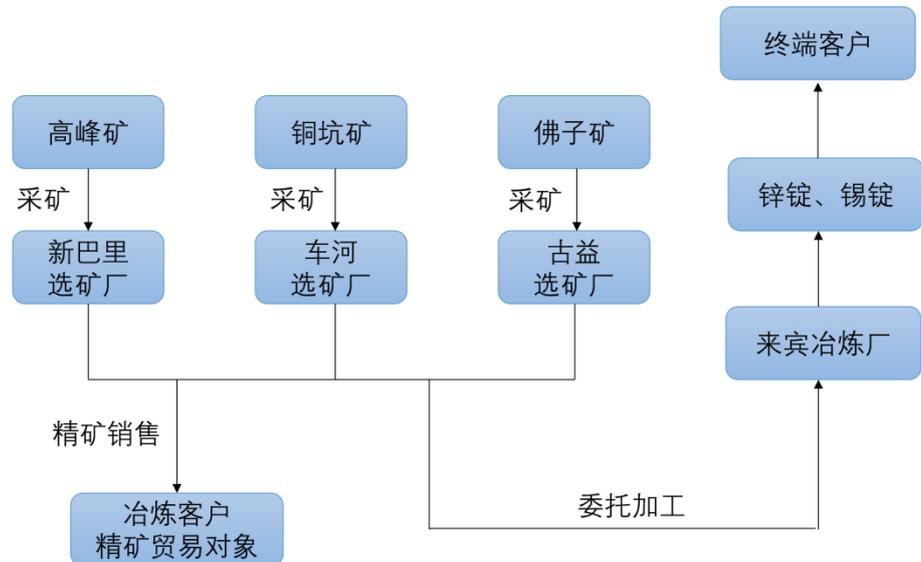
图表1：公司发展历程



来源：华锡有色官网，国金证券研究所

广西华锡有色金属股份有限公司作为一家大型国有企业，隶属于广西北部湾国际港务集团有限公司，同时也是广西唯一的国有有色金属行业上市公司。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、铜、银、铟等金属及其深加工产品，同时公司通过委外加工模式生产锡铟、锌铟，并涉足工程监理业务。公司主要产品锡铟主要用于电子、化工、镀锡板等，锌铟主要用于镀锌、压铸合金、铜锌合金、氧化锌以及电池等，铅主要用于电池制造、建筑与建材、化学制品、防护材料、军事用途等领域，锡主要用于阻燃剂、光伏玻璃、铅酸蓄电池、半导体元件和军工、化工等领域。华锡有色拥有的多项关键战略性资源位居全球前列，锡、铟、锌、铅、银、铟6种矿产保有储量均位居广西第一。其中国家战略性矿产资源锡、铟、稀散金属铟位居全球前列。

图表2：公司生产流程



来源：华锡有色官网，国金证券研究所

采矿业务是支撑公司稳定发展的核心业务。公司持有（含控股）并经营三座矿山，分别为河池市南丹县铜坑矿、河池市南丹县高峰矿和佛子冲铅锌矿，其中高峰矿100+105号矿体



是世界上罕见的特大型特富锡多金属矿体，伴生矿种多，品位高，矿石中的锡、锌、铅的含量均达到独立矿床的工业要求。

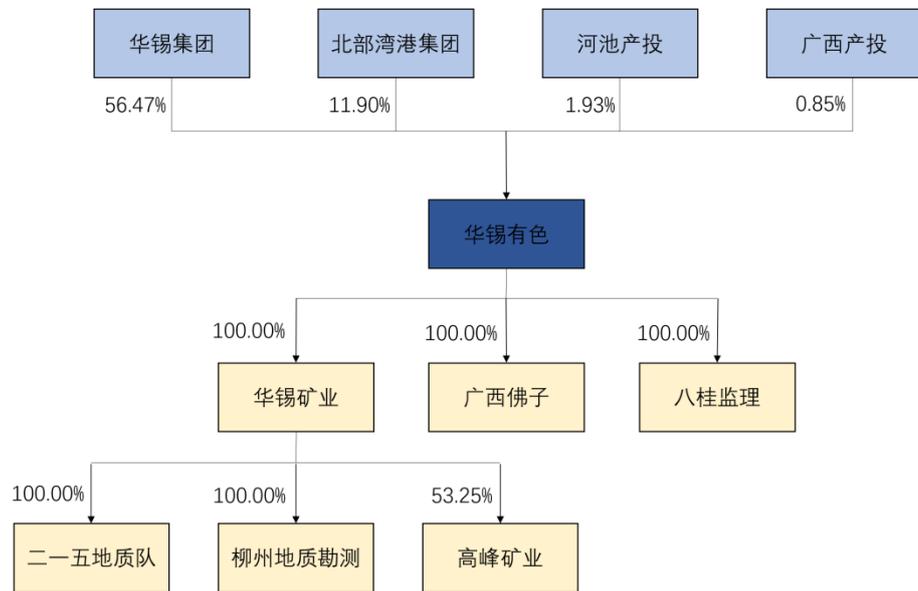
公司主要选矿厂为车河选矿厂、新巴里选矿厂和古益选矿厂，其中车河选矿厂为铜坑矿配套选矿厂，新巴里选矿厂为高峰矿区的配套选矿厂，古益选矿厂为佛子冲铅锌矿配套选厂；另外公司砂坪选矿厂开展综合回收业务。公司通过与国内高校、科研院所、行业上下游领先企业合作，推进低品位矿石、尾矿、氧化矿选矿等工艺技术的研究与应用，不断提高资源综合利用水平，实现效益最大化。

### 1.2 广西国资控股，成功借壳转型

公司两大股东华锡集团和北部湾港集团实控人均均为广西国资委，其中华锡集团作为公司第一大股东持股 56.47%，北部湾港集团次之持股 11.90%，广西国资委通过间接控股作为公司实控人，持股比例高达 57.24%，整体股权高度集中。

其下属子公司则主要包括全资子公司广西华锡矿业有限公司、广西二一五地质队有限公司和佛子公司等，以及控股子公司南宁丰塔建材有限公司、河池华锡有色丹池矿业有限公司等。

图表3: 实控人为广西国资委，持股比例高达 57.24%



来源：华锡有色官网、国金证券研究所

2020年8月，南化股份公告，公司收到实际控制人北部湾港集团发来的《关于筹划资产重组事项的函》，拟筹划上市公司通过发行股份的方式购买华锡集团所持有的华锡矿业100%股权，并募集配套资金。但因为此次重大资产重组涉及的相关事项仍需进一步完善，南化股份于2022年7月25日向证监会提交了中止此次重大资产重组行政许可事项的申请，并于7月28日收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》。2022年12月8日，南化股份向证监会申请恢复此次重大资产重组的审查工作。南化股份发行股份购买华锡矿业100.00%股权的交易价格为226,484.96万元，全部以股份方式支付。2023年1月31日公司完成资产过户，对华锡矿业持股100%；大股东变更为华锡集团，实控人仍为广西国资委。

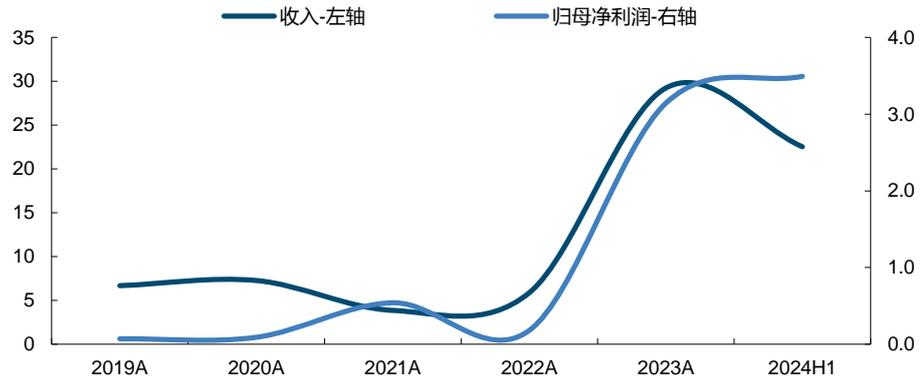
2024年6月6日，广西北部湾国际港务集团有限公司下属上市公司广西华锡有色金属股份有限公司，股票代码600301，证券简称“南化股份”正式变更为“华锡有色”。

### 1.3 营收利润显著增厚，锡铋毛利占比较高

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，归母净利润大幅增加至3.14亿元。2024H1由于公司主流产品量、价齐升，公司实现营业收入22.54亿元，同比增长59.78%，实现归母净利润3.49亿元，同比增加108.48%。



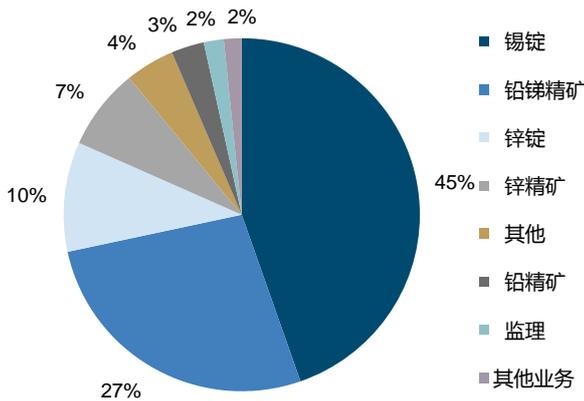
图表4: 公司收入、利润显著增长 (单位, 亿元)



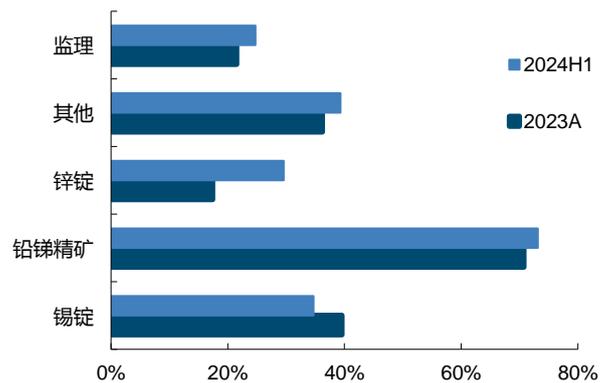
来源: ifind, 国金证券研究所

其中 2024H1 年毛利占比由高到低分别为锡锭 (45%)、铅锑精矿 (27%)、锌锭 (10%) 等; 其中铅锑精矿业务利润来源主要为锡, 因而公司锡、锑业务为最主要毛利构成。

图表5: 锡锑毛利占比较高 (2024H1)



图表6: 有色行业毛利率水平显著高于监管



来源: 公司 2024H1 报告, 国金证券研究所

来源: 公司 2023、2024H1 报告, 国金证券研究所

分行业来看, 公司有色金属行业毛利率水平显著高于监管业务; 由于锡价处于上行周期, 24H1 铅锑精矿毛利率提升至 73.14%, 资源禀赋可谓优厚。

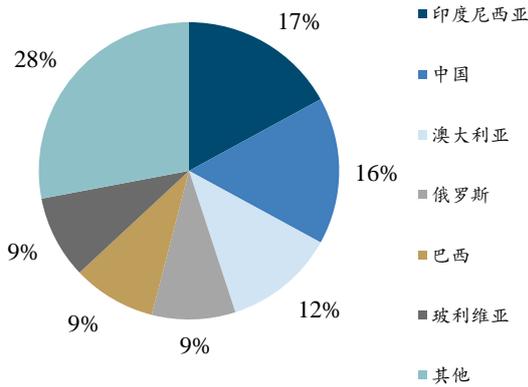
## 二、锡行业: 供需反转元年, 库存拐点确立涨价起点

### 2.1 锡供给: 减量确定, 增量稀疏且具备较大不确定性

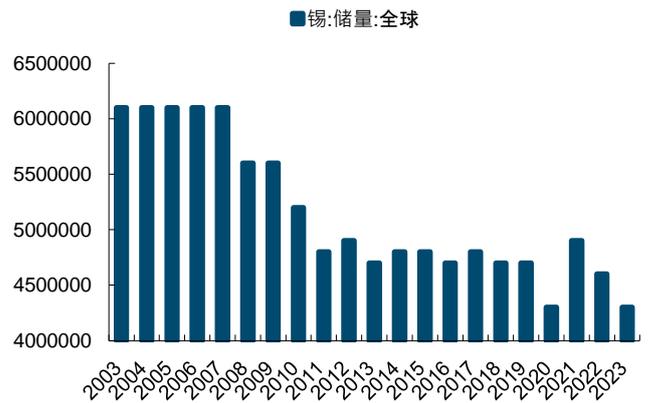
根据 USGS, 2022 年全球锡储量为 460 万吨, 主要集中在印度尼西亚 (17%)、中国 (16%)、澳大利亚 (12%)、俄罗斯 (9%)、巴西 (9%)、玻利维亚 (9%) 等国家 (地区)。由于全球几乎没有大型锡矿的勘查成果, 叠加长期开采, 导致现有矿山资源枯竭, 品位下降; 仅 2021 年因缅甸储量由 10 万吨增加至 70 万吨, 因而 2021 年全球储量回升至 490 万吨, 同比增加 60 万吨。2023 年全球锡储量下降至仅有 430 万吨, 近 20 年下滑比例高达 30%。



图表7: 2022 年全球锡储量结构



图表8: 全球锡储量呈现逐步下降态势 (单位: 吨)

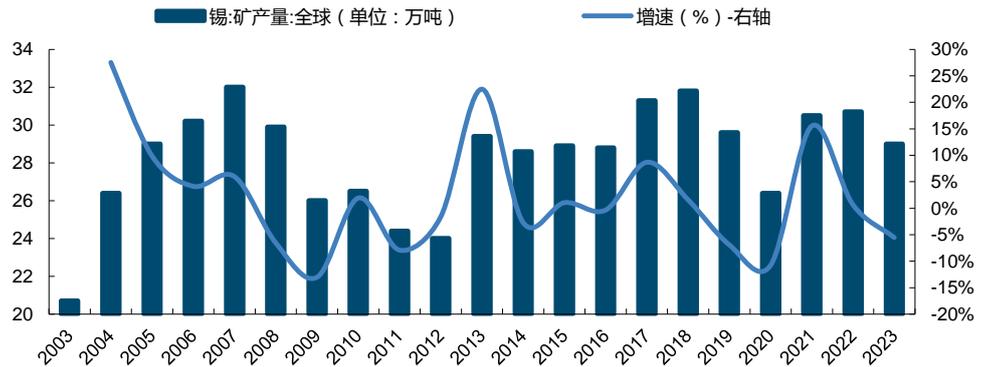


来源: USGS, 华经产业研究院, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

2023 年全球锡矿产量为 29 万金属吨, 锡矿产量主要集中在中国 (23%)、缅甸 (19%)、印度尼西亚 (18%) 等国家 (地区), CR4 为 68%。中国近年来对矿山规模及环保要求作出规定, 目前部分小企业无法满足矿山开发标准及环保要求, 基本处于停产状态。而印尼、缅甸锡矿资源品位逐渐下降, 企业开采难度加大, 导致开采成本增加, 印尼锡矿产量也有所减少。

图表9: 2003 年-2023 年全球锡产量及增速 (%)

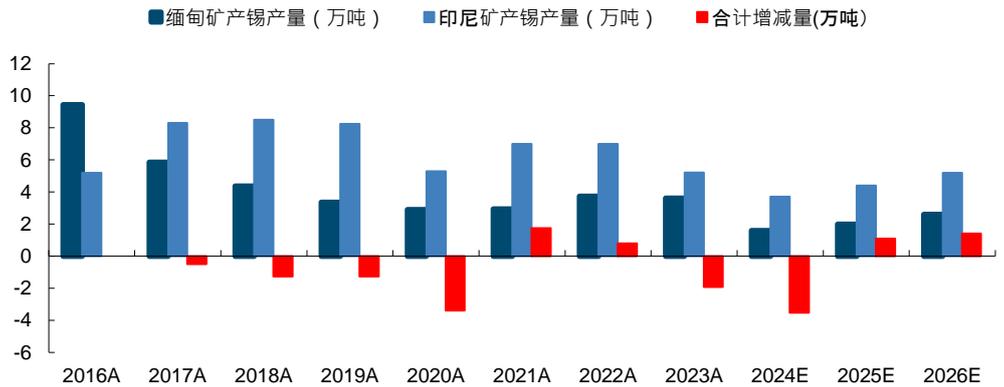


来源: iFind, 国金证券研究所

2024 年, 全球锡矿供应受到缅甸与印尼两大主产区的显著影响, 导致减量明显。缅甸方面, 佤邦地区作为锡矿主产区, 受 2023 年 4 月停产令及 2024 年 2 月起实施的 30%实物资源税影响, 锡矿进口量大幅下滑; 根据海关数据, 假设 2024 年 Q4 我国进口缅甸锡矿持续低位, 我们预计 2024 年我国从缅甸锡矿进口量为 1.6 万金属吨, 同比-56%。印尼方面, 锡矿品位下降及开采成本上升导致产量缩减, 加之政府计划全面禁止锡原矿出口、RKAB 审批延迟及新政策加强监管等多重因素, 印尼锡矿出口亦显著减少, 2024 年上半年中国进口印尼锡精矿同比下滑 74%。综合两国情况, 预计 2024 年缅甸与印尼锡矿进口量合计将减少 3.5 万金属吨, 显示全球锡矿供应面临严峻挑战。



图表10: 预计 2024 年缅甸和印尼供应减量高达 3.5 万吨



来源: wind, mysteel, 国金证券研究所

海外锡矿增量格局稀疏, 主要增量项目如刚果民主共和国的 Mpama South 项目虽进展迅速, 但仍处于调试阶段, 预计将在未来提升产能。秘鲁的 Minsur 公司虽受到社会政治事件影响, 但产量已逐渐恢复。纳米比亚的 UIS 项目和哈萨克斯坦的 Syrymbet Tin Project 则为远期增量, 预计在未来几年内逐步提升产量。然而, 全球海外矿产锡增量整体较为有限, 且受到多种因素影响, 如项目延期、政治风险等。通过对全球增量在 1000 吨以上矿产锡的项目进行充分梳理, 得出 2023-2026 年全球海外矿产锡增量为 2.4 万吨, 增量项目较为稀疏且仍存在较大不确定性。

图表11: 海外主流增量项目 (增量大于 1000 吨矿产锡) 梳理 (单位: 万吨)

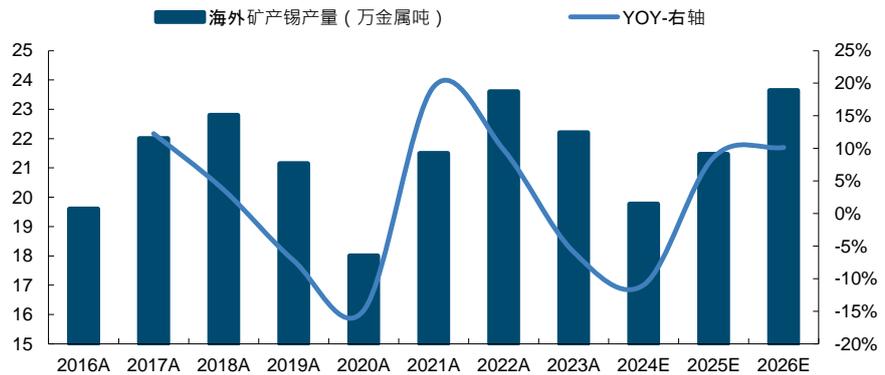
国家	所属企业	项目名称	锡品位	2023A	2024E	2025E	2026E
刚果	Alphamin Resources	Bisie Mpama South	2.45%	1.26	1.60	1.80	2.00
澳大利亚	First Tin	Taronga	0.16%	0.00	0.00	0.06	0.14
纳米比亚	Andrada mining	Uis	-	0.10	0.15	0.20	0.26
哈萨克斯坦	JSC Tin One Mining	Syrymbet Tin Project	0.40%	0.00	0.00	0.15	0.40
巴西	Auxico Resources	Massangana tailings	0.65%	0.00	0.10	0.18	0.30
哈萨克斯坦	Atlantic Tin	Achmmach	0.40%	0.00	0.00	0.09	0.22
秘鲁	Tinka Resources	AYAWILCA	0.15%	0.00	0.01	0.08	0.12
德国	Firsr Tin	Tellehauser	0.46%	0.00	0.00	0.08	0.20
澳大利亚	MetalsX	Rentails	0.44%	0.00	0.00	0.00	0.10
2026 相对 2023 年增量合计							2.39

来源: ITA, SMM, 国金证券研究所整理

考虑缅甸和印尼的减量, 我们预测 2024 年海外矿产锡产量为 19.8 万吨, 同比-11%。根据 SMM 和各公司产量指引, 我们预测到 2026 年海外矿产锡产量为 23.6 万金属吨, 3 年 CAGR 为 2%。



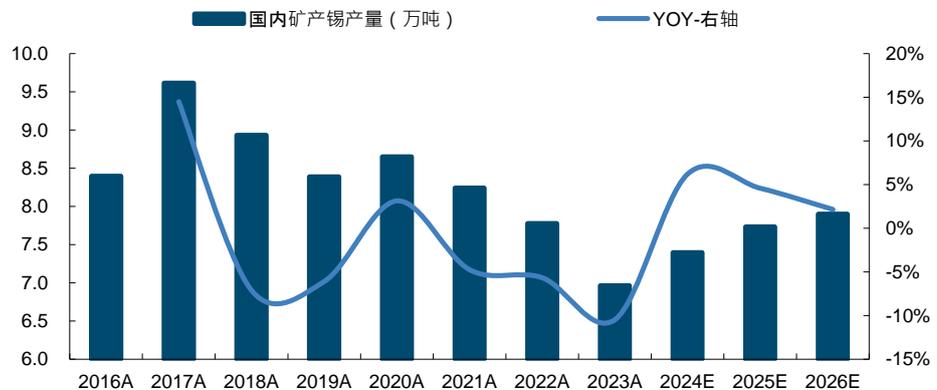
图表12: 海外矿产锡产量 2023-2026 年 CAGR 为 2%



来源: SMM, Alphamin、Minsur、Andrada Mining 官网, ITA, 国金证券研究所测算

国内锡矿增量以银漫矿业和华锡有色为主, 形成显著增长点。银漫矿业作为兴业银锡的全资子公司, 二期项目加速推进, 预计将成为国内最大的锡矿增量。尽管曾受安全事故影响, 但已完成技改复产, 选矿效率和锡回收率显著提升。同时, 华锡有色旗下的铜坑矿和高峰矿也稳步扩产, 资源优厚。铜坑矿通过扩大采矿许可证范围和实施多个开采项目, 预计产能将有所提升。高峰矿资源储量也有显著增加, 为未来的扩产扩能奠定基础。综合考虑国内现行增量项目: 银漫矿业二期、高峰矿和铜坑矿等, 以及国内部分小矿存在资源逐步枯竭的情况, 我们预计 2026 年国内矿产锡产量为 7.9 万吨, 3 年 CAGR 为 4%。

图表13: 2026 年国内矿产锡产量有望达到 7.9 万吨



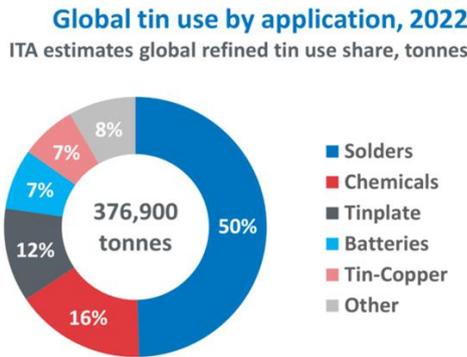
来源: SMM, 兴业银锡年报、华锡有色年报, 国金证券研究所测算

## 2.2 锡需求: AI 赋能半导体复苏, 光伏+新能源车持续发力

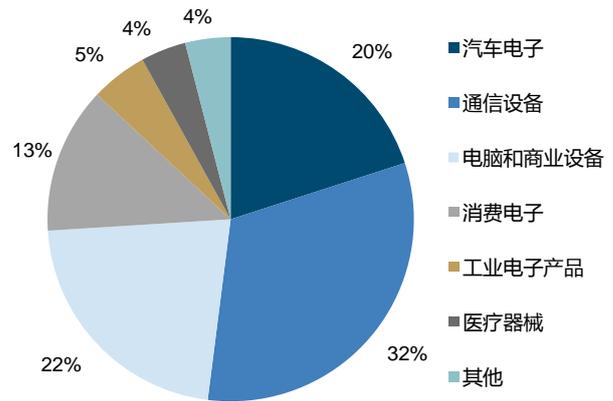
根据 ITA, 锡主要用量在于焊锡, 2022 年全球需求占比为 50%, 其次为锡化工 (16%)、镀锡板 (12%) 和铅酸电池 (12%)。根据 WECC, 2022 年我国 PCB 行业下游分布, 占比较高的分别为通信设备、电脑、汽车电子和消费电子等领域, 占比分别为 32%、22%、20%和 13%。锡作为 PCB 的焊接材料, 可见焊锡需求亦主要受以上领域景气度影响。



图表14: 焊锡仍然为锡的主要下游 (2022年)



图表15: 通信设备, 汽车、消费电子为PCB主要下游



来源: ITA, 国金证券研究所整理

来源: WECC, 国金证券研究所整理

锡作为关键材料, 在 AI 赋能半导体复苏和光伏+新能源车领域持续发力, 展现出强劲的增长动力。在半导体领域, AI 浪潮与半导体周期上行共振, 推动芯片算力、存力和能效的提升, 进而刺激锡在集成电路中的用量。

根据 PrismaMark 预测, 从 2023 年到 2028 年全球 PCB 产值的年复合增长率将达到 5.4%; 我们此处简单采用产值增速来替代产量增速。考虑 24Q1 全球半导体销量仍处下降趋势, 我们假设 2024 年全球半导体销量为 8872 亿颗, 同比下降 3%; 2025 年开始快速恢复增长, 2026 年全球半导体产量达到 10930 亿颗, 2023-2026 年 CAGR 为 6.1% (假设 2023-2026 年叠加恢复性生产因素, 增速快于 5.4%, 2026-2028 年增速相对放缓), 因此我们测算 2026 年全球集成电路领域锡需求有望达到 16.61 万吨, 2023-2026 年 CAGR 为 5.4%。

图表16: 全球集成电路领域锡需求增长迅猛

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球半导体产量 (亿颗)	9316	9538	11469	10961	9146	8872	9759	10930
YOY	-7%	2%	20%	-4%	-17%	-3%	10%	12%
单耗 (公斤/万块集成电路)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
需求 (万吨)	16.82	16.48	17.89	17.24	14.18	13.48	14.83	16.61
YOY		-2%	9%	-4%	-18%	-5%	10%	12%

来源: ITA, PrismaMark, wind, 国金证券研究所测算

光伏产业的蓬勃发展和新能源车的电动化与智能化浪潮也为锡需求提供了长期增量。预计 2026 年全球光伏领域焊锡用量将高达 4.99 万吨, 3 年 CAGR 高达 21%; 而汽车领域耗锡量将达到 4.12 万吨, 3 年 CAGR 为 9%。

图表17: 全球光伏领域锡用量迅猛增长

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏装机 (GW)	105	112	128	171	230	405	520	620	713
yoy		7%	14%	34%	35%	76%	28%	19%	15%
单耗 (吨/GW 装机)	70	70	70	70	70	70	70	70	70
需求 (万吨)	0.74	0.78	0.90	1.20	1.61	2.84	3.64	4.34	4.99

来源: mysteel, CPIA, 国金证券研究所测算

家电和消费电子作为锡的传统需求领域, 亦展现出复苏迹象。以旧换新政策的推出和消费升级趋势, 进一步利好家电需求, 推动锡在家电焊料、镀锡板和电子元件等方面的应用。

### 2.3 供需平衡分析: 持续供不应求, 价格上行可期

我们对全球锡供需平衡做如下测算: 前文已对全球矿产锡产量做测算, 2026 年矿产锡产量有望达到 31.54 万吨, 3 年 CAGR 为 3%; 再生锡方面, 考虑 2021 年锡价大牛市, 刺激当年精炼锡产量达到 8.1 万吨, 因此我们假设 2026 年再生锡缓慢增长至 8.1 万吨, 因此 2026 年全球精炼锡产量有望达到 39.64 万吨, 3 年 CAGR 为 2%。



需求方面，除了集成电路、光伏、马口铁和锡化工领域以外，我们假设铅电池领域需求小幅缓慢下滑，锡合金需求有望受益后续全球经济复苏，因此我们测算得 2026 年全球精炼锡需求为 40.84 万吨，3 年 CAGR 为 5%。

在半导体周期上行叠加 AI 催化，光伏玻璃持续贡献增量，国内、海外矿增量相对有限，因此 2024-2026 年将持续供不应求，缺口分别为-0.96/-1.02/-1.19 万吨。

图表18：2024-2026 年全球锡将供不应求（单位：万吨）

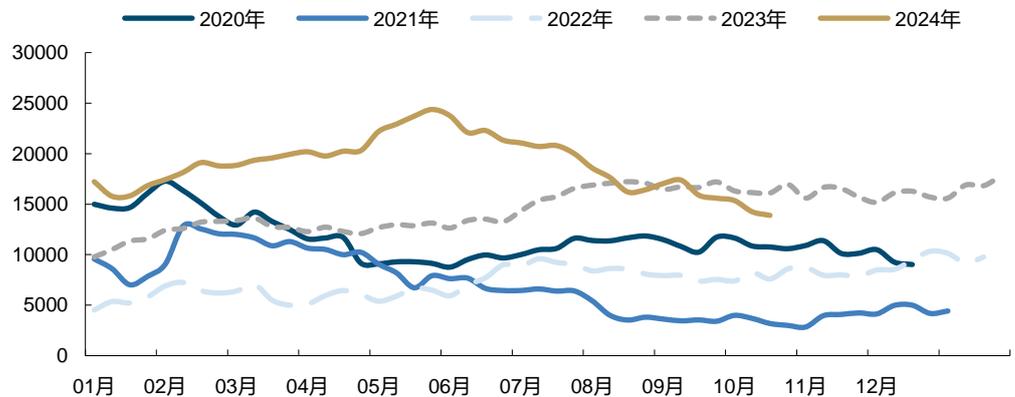
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
精炼锡产量	36.92	33.94	37.84	37.94	37.01	35.06	37.20	39.64
YOY		-8%	11%	0%	-2%	-5%	6%	7%
原矿锡	29.54	26.65	29.74	31.37	29.16	27.16	29.20	31.54
再生锡	7.38	7.29	8.10	6.57	7.85	7.90	8.00	8.10
全球锡需求	35.95	36.17	38.91	37.63	35.72	36.01	38.22	40.84
YOY		1%	8%	-3%	-5%	1%	6%	7%
集成电路	16.82	16.48	17.89	17.24	14.18	13.48	14.83	16.61
光伏	0.78	0.90	1.20	1.61	2.84	3.64	4.34	4.99
马口铁	4.31	4.34	4.62	4.52	4.57	4.66	4.75	4.84
锡化工	6.47	6.14	6.62	6.02	6.06	6.10	6.14	6.21
铅电池	2.53	2.53	2.73	2.60	2.62	2.62	2.60	2.57
锡合金	1.80	2.53	2.73	2.64	2.51	2.56	2.61	2.66
其他	3.23	3.26	3.12	3.02	2.95	3.00	3.04	3.09
供需平衡	0.97	-2.23	-1.07	0.31	1.29	-0.96	-1.02	-1.19

来源：ITA, Prismark, 欧洲光伏网, 前瞻产业研究院, mysteel, SMM, 国金证券研究所测算

#### 2.4 库存见顶加速去化，开工历史高位，锡价向上弹性可期

由于 2022-2023 年国内锡锭进口显著增加，全球锡隐性库存逐步显性化，因而逐步累库，在 2024 年 5 月见顶，LME+国内社会库存高达 2.4 万吨；由于缅甸、印尼供应减量开始体现，需求稳步上行，供需改善下全球锡锭库存加速去化，截止 2024 年 10 月中旬全球锡锭库存为 1.4 万吨，较峰值去化幅度为 43%，目前已经低于 2023 年同期水平。

图表19：锡全球库存（LME+国内社会库存）步入去库状态（单位：吨）

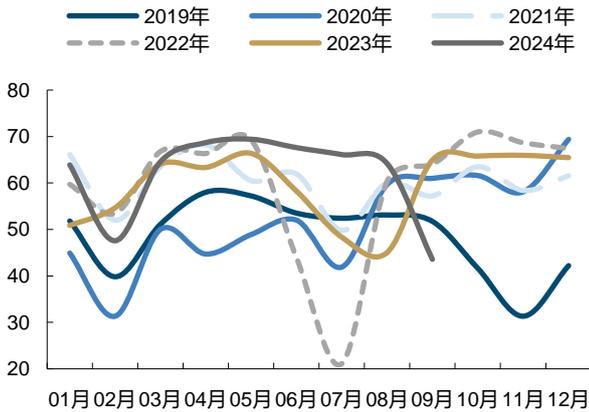


来源：SMM, LME, 国金证券研究所

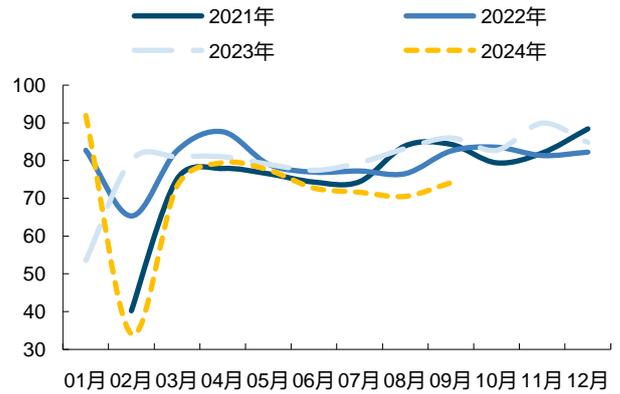
在缅甸禁矿的强涨价预期下，冶炼环节开工回升，24 年 1 月以来精炼锡开工率处于较高水平；仅 24 年 9 月云锡减产检修导致开工率下降至 44%。焊锡方面，8 月国内焊锡企业开工率为 70.5%，略低于历史同期水平；我们认为全球半导体产业尚处于复苏初期，因而目前焊锡开工水平未有明显提升，后续随着 AI+光伏+新能源车+家电多轮驱动复苏，焊锡水平亦有望逐步提高。



图表20: 精炼锡开工率居于高位 (%)



图表21: 焊锡开工率 (%)

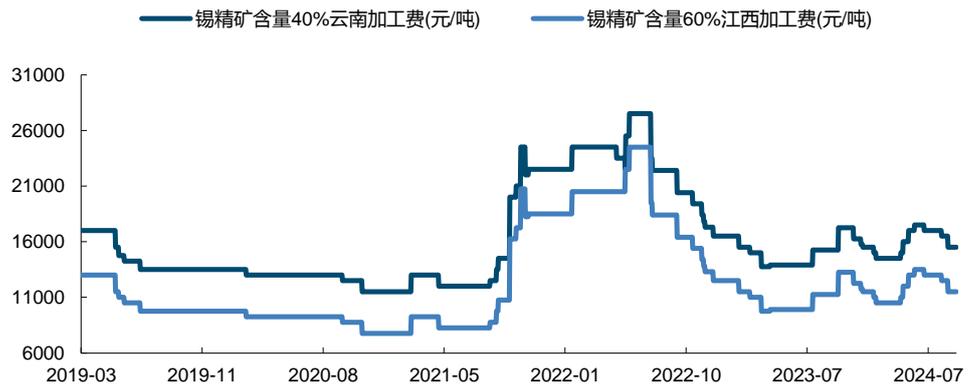


来源: SMM, 国金证券研究所

来源: SMM, 国金证券研究所

由于矿端偏紧, 锡精矿加工费持续低位。24年10月中旬40%锡精矿云南和60%锡精矿江西加工费分别为1.55万元/吨和1.15万元/吨, 处于较低水平。

图表22: 锡精矿加工费处于较低位置



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

由于印尼、缅甸供给的减量在24年先后兑现, 在全球半导体需求复苏、光伏需求持续贡献增量的情况下, 24年初以来锡价中枢持续上抬。

图表23: 2024年锡价呈现上涨趋势



来源: ifind, 国金证券研究所



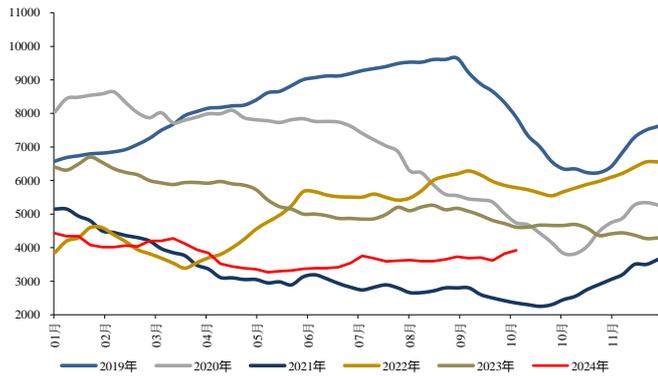
### 三、铟行业：硬缺口仍较大，光伏玻璃复产后望迎第二波上涨

#### 3.1 铟库存：持续去化，逼近历史低位

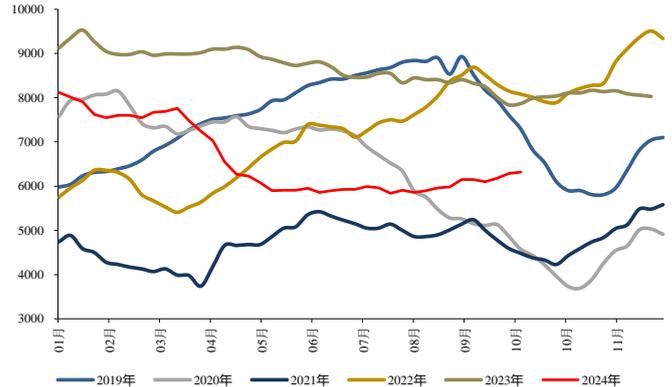
2023 年初-2024 年年中，产能周期驱动下，铟锭库存持续去化，接近 2021 年铟价起点水平。24 年 7 月-9 月，由于需求边际走弱，铟锭呈现小幅累库情况，但仍处历史较低水平。

氧化铟库存自 2024 年初从高位下降至历史相对低位，仅略高于 2021 年，低于 2022 年和 2023 年水平。

图表24：铟锭库存（吨）



图表25：氧化铟库存（吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

#### 3.2 出口管制实施，提升板块战略属性

2024 年 8 月 15 日，商务部、海关总署发布《关于对铟等物项实施出口管制的公告》，对铟矿及原料、金属铟及制品，铟的氧化物（纯度大于等于 99.99%）等物项进行出口管制，“未经许可，不得出口”。

图表26：铟出口管制细则

铟相关物项	纯度	形态	海关商品编号
铟矿及原料		包括但不限于块、颗粒、粉末、结晶体等形态	2617101000、2617109001、2617109090、2830902000
金属铟及制品		包括但不限于锭、块、珠、颗粒、粉末等形态	8110101000、8110102000、8110200000、8110900000
铟的氧化物	大于等于 99.99%，包括但不限于粉末形态	包括但不限于粉末形态	2825800010
三甲基铟、三乙基铟及其他有机铟化合物	纯度（无机元素基准）大于 99.999%		2931900032
铟的氢化物	纯度大于 99.999%	含在惰性气体或氢气中稀释的铟的氢化物	2850009020
铟化铟	位错密度小于 50 个/平方厘米的单晶，以及纯度大于 99.99999%的多晶	包括但不限于锭（棒）、块、片、靶材、颗粒、粉末、碎料等形态	2853909031
金铟冶炼分离技术			

来源：商务部，国金证券研究所整理

2023 年和 2024H1，我国出口铟精矿为 0.6 万吨/0 万吨（实物吨），出口铟锭为 0.5 万吨/0.17 万吨（金属吨），出口氧化铟为 3.0 万吨/1.4 万吨（折金属吨）。考虑此次限制范围，氧化铟的纯度 $\geq 99.99\%$ ，而绝大多数的氧化铟纯度仅为 99.8%或者 99.5%，远远达不到 99.99%以上的纯度；因此我们认为，此次出口管制，更多体现在铟锭方面，因此对于整体铟品的外需限制相对有限；并且管制≠禁止，多数铟品产能集中在头部央企厂商中，因此我们认为不管是从产品限制范围，还是产品资质上，该《公告》对于铟品的整体外需影



响相对有限。

本次《公告》的目的，意在“维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务”。锑除了阻燃剂和光伏玻璃的澄清剂以外，还可以应用于军事用途；此次对锑相关物项包括金锑冶炼分离技术实施出口管制，表明国家对锑的战略资源属性进行愈发重视。

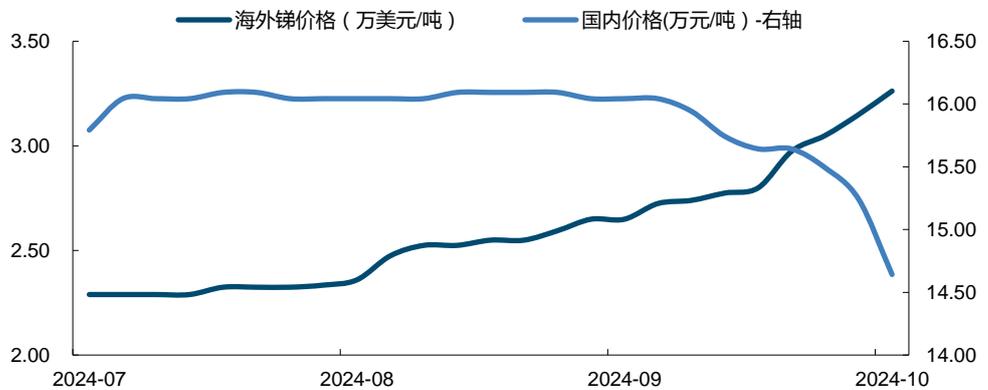
对比镓、锗出口管制，锑价格亦持续看好。复盘来看 23 年 7 月政策公布后，锗、镓价格短期出现上行，8 月正式执行后镓价略有回调、锗价维持稳定。今年以来锗镓出口依然较少，距离历史水平依然较远，而锗、镓价格中枢已然超过去年七八月水平，出口管制对于锗、镓，短期和中期都是利多。

### 3.3 短期价格或有压力，不改中长期看涨

#### 3.3.1 出口“新形态”仍需适应，短期压制外需释放

实施出口管制后，海外锑价走势显著强于国内；系新规实施后，对于锑品出口新增纯度检测环节，出口成本或有所增加，短期整体抑制外需；但海外价格存在溢价，后续有望将至正常水平。

图表27：出口管制实施后海外锑价强于国内

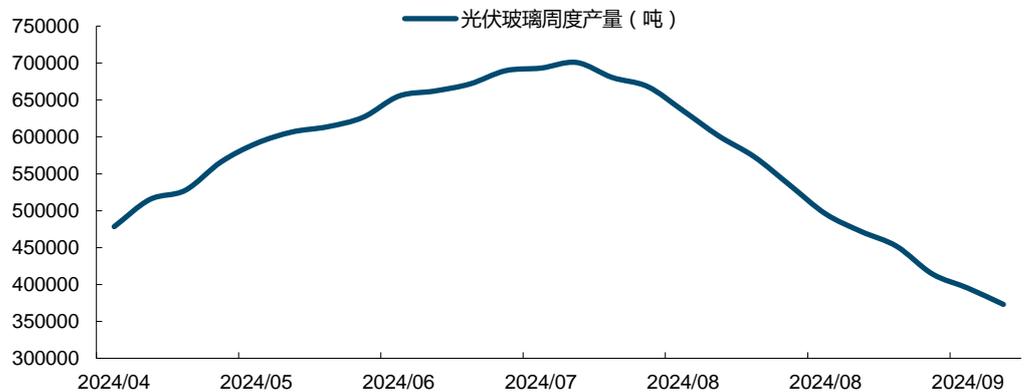


来源：百川盈孚，ifind，国金证券研究所

#### 3.3.2 光伏玻璃冷修扩大拖累需求，静待库存去化后开工回升

占比锑内需超过 40% 的光伏玻璃行业，由于产能过剩、下游库存积压导致冷修、减产情况持续加剧。9 月末最后一周光伏玻璃产量较峰值（2024 年 7 月上旬）下滑 47%。

图表28：光伏玻璃产量持续下滑



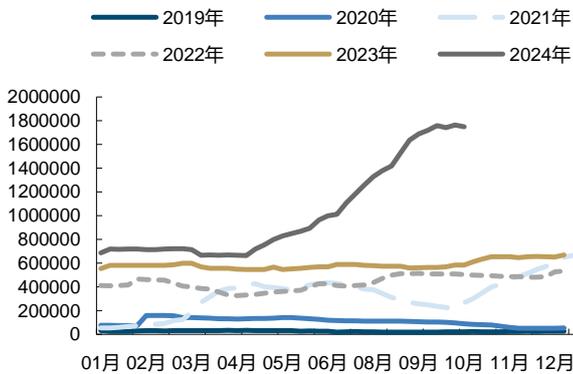
来源：百川盈孚，国金证券研究所

前期大面积的减产冷修动作下行业在产产能快速下降，供需差逐步缩小；库存累库趋势减

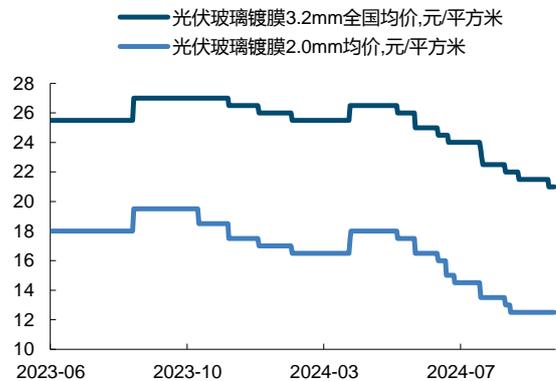


缓，已呈现见顶去库的趋势。待后续组件排产爬升，将库存消纳至正常水平、玻璃价格回升，光伏玻璃开工水平有望回升。

图表29：光伏玻璃库存有见顶回落趋势（单位：吨）



图表30：光伏玻璃价格有望触底



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

### 3.4 锑供需测算：社会库存逼近枯竭，供需缺口持续扩大

锑主要下游生产景气良好，光伏玻璃8月累计+54%，传统领域塑料、橡胶、化纤产量平稳；供需缺口较大，价格中枢持续上扬；2024年1-8月终端消费（由光伏玻璃和传统的阻燃剂、铅电池等终端领域产量测算而来）、实际消费量（由供给、进出口和库存去化幅度测算而来）分别同比+25%/-13%，隐性库存加速去化；锑价有望持续新高。

图表31：锑隐性库存逼近枯竭（单位，吨）

	2024年1-8月	2023年1-8月	YOY
产量	35765	40115	-11%
净出口	8903	16377	-46%
极地黄金进口矿		8000	
表观需求量	26862	31738	-15%
库存去化幅度	1934	1296	49%
实际消费量	28796	33034	-13%
终端消费量	49782	39705	25%
其中：传统	25588	24001	7%
光伏	24194	15704	54%

来源：百川盈孚，ifind，国金证券研究所（注：极地黄金进口矿为估算值）

年度供需来看，由于以极地黄金为代表的存量海外矿存在品位下滑的问题，新增项目存在较大不确定，国内锑矿增量少且释放周期较长，相较于我们在《稀土小金属半年度策略：价格长牛，拥抱高弹性》中的测算，我们将2024-2026年的供给增速下调至-3%/+3%/+4%；需求端光伏景气度高位延续，阻燃剂、铅蓄电池需求优于我们此前预期，因而我们将2024-2026年需求增速调整至+7%/+6%/+4%。因而24-26年全球锑缺口有望持续扩大。

图表32：全球锑缺口有望持续扩大

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
全球供给（万吨）	12.1	12.1	12.6	14.0	13.5	13.9	14.5
YOY	-30%	0%	4%	10%	-3%	3%	4%
全球需求（万吨）	11.0	12.2	12.8	14.2	15.2	16.2	16.9
YOY	-2%	10%	5%	11%	7%	6%	5%
供需平衡表（-供应紧张/+供应宽松，万吨）	0.8	-0.1	-0.1	-0.1	-1.7	-2.2	-2.4
平衡偏向（-边际偏紧/+边际偏松，万吨）	-5.3	-0.8	-0.1	0.0	-1.6	-0.5	-0.1

来源：百川盈孚，ifind，CPIA，中研网，国金证券研究所测算



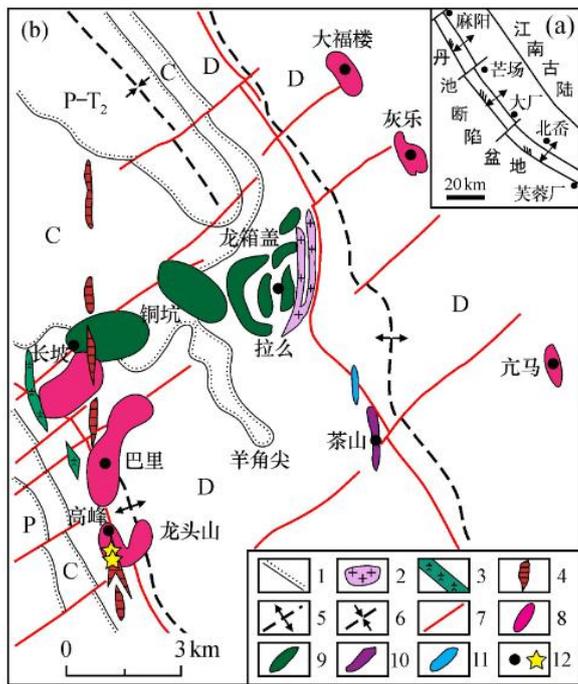
#### 四、体内矿山优质，扩产上量迅猛

采矿业务是支撑公司稳定发展的核心业务。公司持有并经营三座矿山，分别为广西高峰矿业有限责任公司锡矿（以下简称“高峰矿业”）、广西华锡矿业铜坑矿（以下简称“铜坑矿”）、广西佛子矿业佛子冲铅锌矿（以下简称“佛子冲铅锌矿”）。

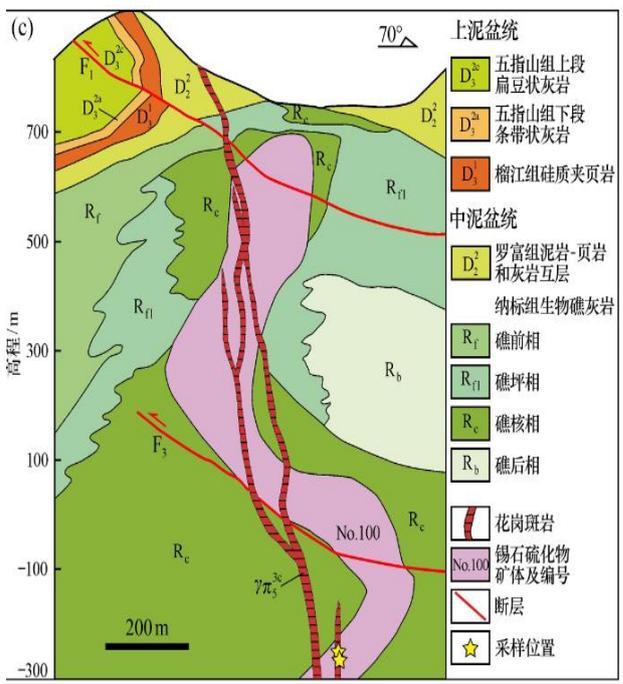
##### 4.1 高峰矿业：资源禀赋突出，有望进一步增产

高峰矿由公司子公司高峰矿业持有，为公司旗下的核心矿山之一，其矿区位于广西南丹大厂锡多金属成矿带内的西矿带。大厂锡矿田位于广西壮族自治区西北部南丹县境内，是我国最重要的锡多金属矿床之一，以盛产锡、锌、铜、钨等多金属闻名于世。高峰矿区面积 2.92 平方公里，矿山开采规模 33 万吨/年。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，伴生矿种多，品位高。主要含有锡、锌、铅、锑、铜等金属，矿石中的锡、锌、铅、锑的含量均达到独立矿床的工业要求。2020 年，高峰矿业获得“国家级绿色矿山”称号。

图表33：广西大厂构造纲要图与地质简图



图表34：高峰矿区 100 号矿体地质剖面图



来源：《广西大厂矿田高峰锡多金属矿床花岗岩白云母化学特征及其地质意义》  
国金证券研究所

来源：《广西大厂矿田高峰锡多金属矿床花岗岩白云母化学特征及其地质意义》  
国金证券研究所

新巴里选矿厂为高峰矿业的配套选矿厂，位于河池市南丹县大厂镇，设计处理能力为 33 万吨/年，工艺流程采用“磁选—浮选—重选”原则流程，主要产品为锡精矿、铅锑精矿、锌精矿、磁硫精矿和硫精矿。

华锡有色坚持立足于加强矿山深边部找矿理论与技术研究，探边摸底，攻深找盲，增加资源储量。高峰矿区深部开展的千米深钻地质找矿项目揭露到深部地层纳标组和塘丁组地层，为下一步深部找矿提供依据。2024 年 1 月，高峰公司在矿区内原矿体勘查新增和发现新矿体，经自然资源部评审备案，新增矿石保有资源量 178.48 万吨，增幅 19%。

高峰矿业作为公司主力矿山，多年产量在 30 万金属吨每年波动，同时子公司高峰矿业的收入利润也呈现上升趋势。

图表35：高峰矿业产量在 30 万金属吨水平波动

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量 (万吨/年)	31.26	25.73	31.20	32.97	32.93	31.77	21.87	31.05
品位 (%)								
锡	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46



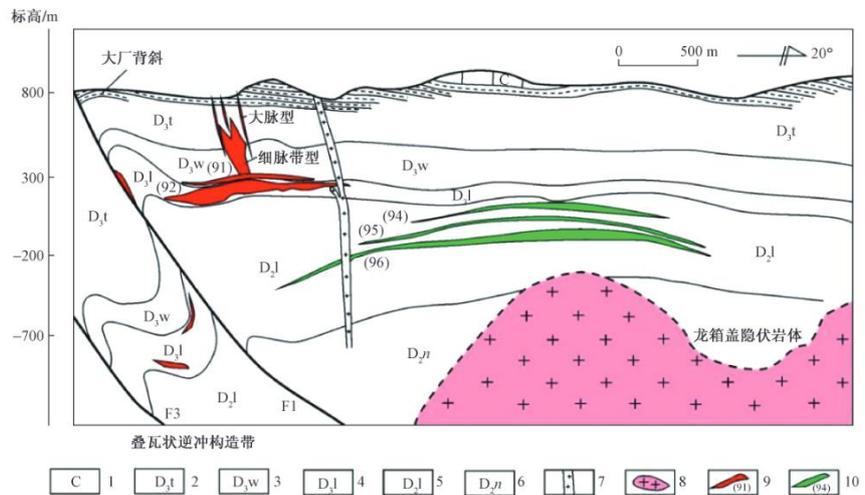
铋	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81	1.81
铅	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07
锌	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85
测算产量 (万金属吨)								
锡	0.41	0.34	0.41	0.43	0.43	0.42	0.29	0.41
铋	0.51	0.42	0.51	0.54	0.54	0.52	0.36	0.51
铅	0.58	0.48	0.58	0.61	0.61	0.59	0.41	0.58
锌	2.21	1.82	2.20	2.33	2.33	2.24	1.54	2.19
收入 (亿元)				9.26	9.45	14.06		13.28
净利润 (亿元)				3.86	4.37	8.02		6.29
持股比例 (%)	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75

来源:《南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》,全国矿业权人勘察开采信息公示系统,国金证券研究所测算

#### 4.2 铜坑矿: 许可规模持续扩张, 开发潜力大

铜坑矿位于南丹县大厂镇境内,是大厂矿田中规模最大、成矿元素组合和成矿特征最为复杂的一个超大型锡多金属矿床,也是公司的主力矿山之一。矿区面积为 15.7833 平方公里,矿山开采规模 132 万吨/年,主要含有锡、锌、铅、铋、铜等金属。2020 年,铜坑矿获得“国家级绿色矿山”称号。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。

图表36: 铜坑矿床地质剖面示意图



1 为石炭系灰岩; 2 为上泥盆统同车江组泥页岩; 3 为上泥盆统五指山组灰岩; 4 为上泥盆统榴江组硅质岩; 5 为中泥盆统罗富组粗砂岩、泥岩和泥灰岩; 6 为中泥盆统纳标组泥灰岩、礁灰岩; 7 为花岗岩; 8 为龙箱盖花岗岩体; 9 为锡多金属矿体及编号; 10 为铜矿体及编号

来源:《广西南丹县铜坑锡多金属矿床地质特征及成因分析》,国金证券研究所

铜坑矿床成矿分带特征明显。垂向上,深部为锌铜矿化,上部为锡多金属矿化,且矿体的产出形态具有“上脉下层”的变化规律。铜坑矿床上部锡多金属矿体是大厂矿田内最具有工业意义的锡石-硫化物多金属矿体之一,目前仍然是矿区的主要开采对象;在铜坑矿床深部 355 水平以下,罗富组(D<sub>2</sub>l)的钙质泥岩、泥灰岩中,从上至下依次产有 94 号、95 号及 96 号矿体。同时,华锡有色积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作,在铜坑矿区开展深边部找矿研究,圈定了多处综合异常区,验证矿区具有锌铜矿和深部锡的找矿潜力。

同时,公司正在积极推进募投项目“广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目”实施进度,截至 2024 年上半年末,该募投项目共计使用募投资金 1,481.85 万元,占项目募集资金总投入的 4.94%。项目完成后,开采矿种新增锌矿,采矿规模有望得到大幅增长。

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锌多金属矿探矿权的全部范围。其中,铜坑矿区巴力-长坡



锌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-大树脚锌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。

图表37：多年来铜坑矿开采量呈下降趋势

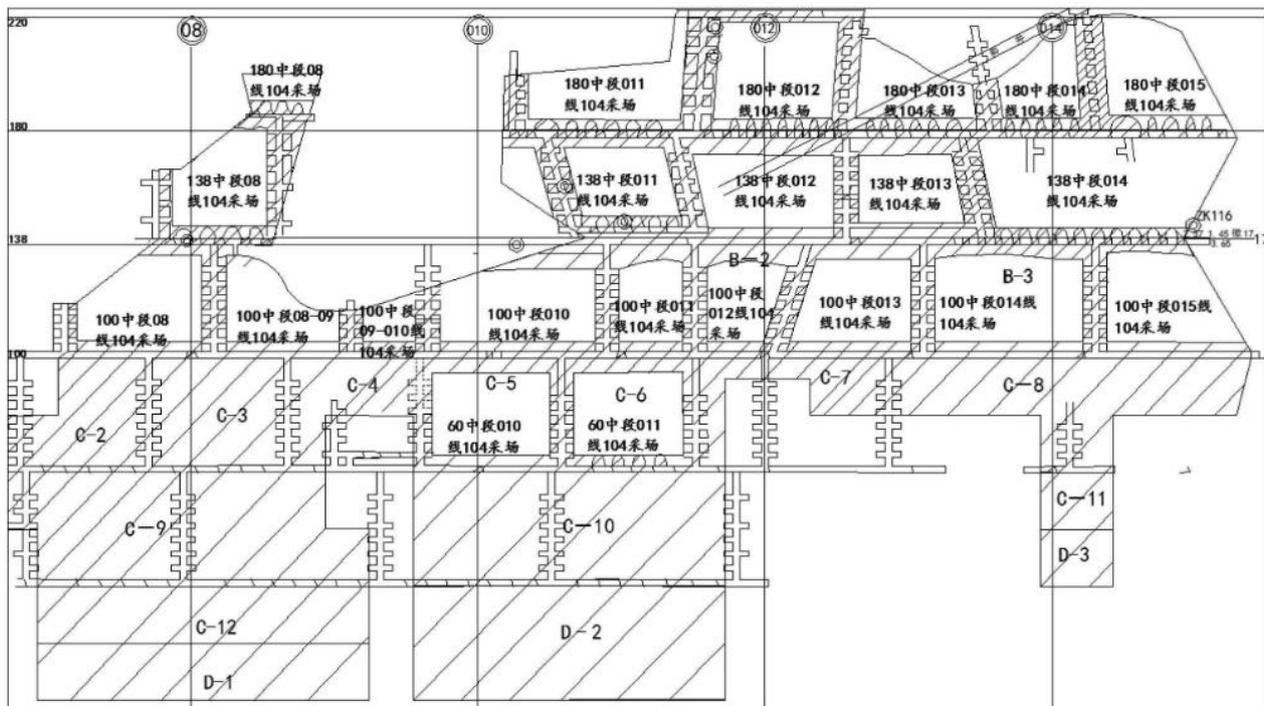
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量（万吨/年）	170.62	160.23	136.19	145.90	148.32	108.64	-	108.80
品位（%）								
锡	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
铅锑	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
锌	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
测算产量（万金属吨）								
锡	0.71	0.66	0.56	0.60	0.61	0.45	-	0.45
铅锑	0.51	0.48	0.40	0.43	0.44	0.32	-	0.32
锌	3.50	3.29	2.79	2.99	3.04	2.23	-	2.23
持股比例（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

来源：《南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，全国矿业权人勘察开采信息公示系统，国金证券研究所整理测算

### 4.3 佛子冲铅锌矿：已完成注入

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，矿山开采规模 45 万吨/年，主要含有锌、铅、铜等金属。2019 年，佛子冲铅锌矿获得“自治区级绿色矿山”称号。古益选矿厂为佛子冲铅锌矿的配套选矿厂，位于岑溪市安平镇，设计处理能力 45 万吨/年，工艺以浮选为主，磁选为辅，主要产品有铅精矿、锌精矿和铜精矿。

图表38：佛子矿 104 号矿体采场及矿柱分布图



来源：《佛子矿 104 号矿体复杂多层采空区稳定性研究》国金证券研究所

2024 年 6 月 28 日，为履行华锡集团在华锡有色重大资产重组时作出的三年内将佛子公司注入上市公司及解决同业竞争之承诺，公司向华锡集团收购其持有佛子公司的 100% 股权，佛子公司成为公司全资子公司。



图表39：佛子矿业生产经营情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量（万吨/年）	34	34	25.13	23.57	33.20	32.39	31.328	33.957
持股比例（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
收入（亿元）				2.42	2.28	3.01	2.78	3.13
净利润（亿元）				0.23	0.06	0.33	0.28	0.38

来源：广西华锡有色金属股份有限公司关于现金收购广西佛子矿业有限公司100%股权暨关联交易的公告，南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），国金证券研究所

## 五、体外资产兼具锡矿和冶炼，承诺注入期限已过大半

在上市公司收购华锡矿业时（2023年1月），由于盈利能力较弱或存在不确定性等原因，北部湾港集团、华锡集团未将其下属的五吉公司、来宾冶炼、佛子公司（佛子公司已于2024年6月末完成注入）等与华锡矿业存在经营相同、相似业务的公司纳入重组范围。

五吉公司生产的锌精矿、铅精矿与华锡矿业的共生矿产品相同。五吉公司业务主要为锡锭冶炼业务；来宾冶炼从事锡、锌、铟等有色金属冶炼业务，不从事矿山勘探采选业务，与矿山采选业务在生产、技术方面差异较大，其生产使用的固定资产、机器设备均不属于与华锡矿业竞争性资产，但由于标的公司后续委托来宾冶炼等机构加工锡、锌锭，来宾冶炼同时外采精矿加工并销售锡、锌锭，在销售端构成同业竞争。

为规范同业竞争，保护上市公司利益，本公司在委托上市公司运营管理上述子公司的基础上，将积极妥善解决相关问题，并在本次重组完成后3年内将未纳入本次重组范围的企业以合法方式置入上市公司、转让予无关联的第三方，或终止相关业务。

根据三年解决同业竞争承诺，2023年1月上市公司完成华锡矿业收购，因而将五吉公司和来宾冶炼的注入时间期限为2026年年初。

图表40：北部湾港集团、华锡集团下属与华锡矿业存在经营相同、相似业务的企业

公司名称	相同或相似业务	是否构成同业竞争	目前是否注入	承诺解决同业竞争问题时间
广西佛子矿业	生产铅锌精矿	是	是	26年1月前
河池五吉有限责任公司	生产锌、铅锡精矿	是	否	26年1月前
来宾华锡冶炼有限公司	锡、锌锭销售	是	否	26年1月前
梧州华锡冶炼有限公司	铅冶炼	否	否	
广西有色金属集团稀土开发有限公司		否	否	
中铝广西有色稀土开发有限公司		否	否	
广西华远金属化工公司		否	否	

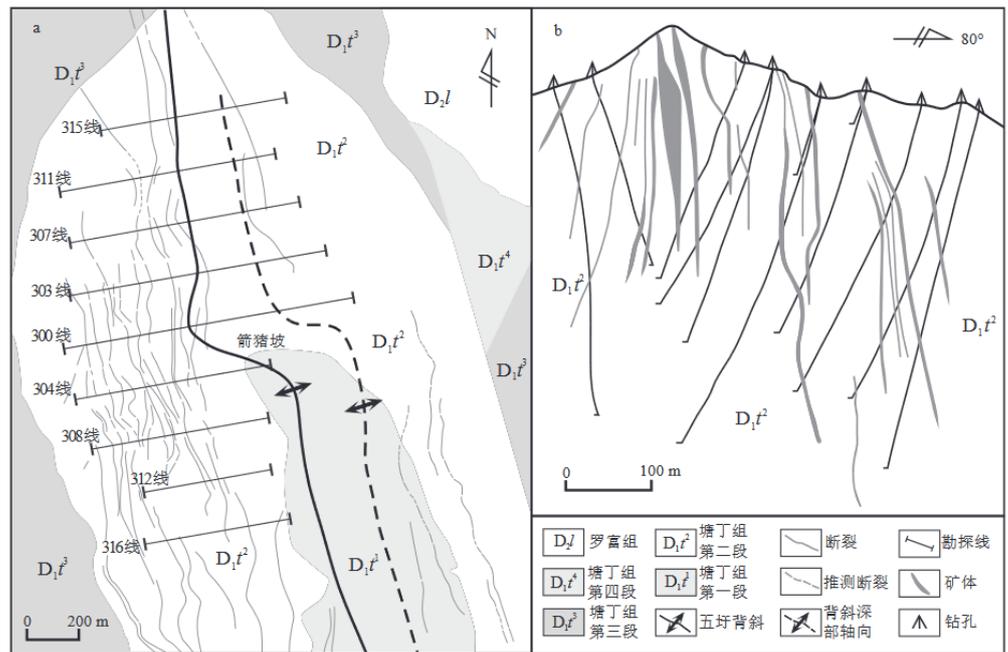
来源：南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），国金证券研究所整理

### 5.1 五吉公司：掌握箭猪坡铅锌锡矿，有望充分受益锡价上行周期

五吉矿隶属于五圩矿田，五圩矿田位于桂西北丹池成矿带南段，右江盆地北东侧、江南古陆西南缘，箭猪坡铅-锌-锡多金属矿床位于五圩矿田中部、五圩背斜枢纽处。出露地层为中泥盆统罗富组和下泥盆统塘丁组。罗富组出露在箭猪坡北东侧，岩性为泥灰岩、炭质泥岩、页岩。



图表41: 箭猪坡矿区地质及 300 线剖面图



来源:《桂西北箭猪坡铅-锌-镉多金属矿床成因:来自闪锌矿微量、稀土元素及氩氧同位素的证据》,国金证券研究所

由于之前五吉公司盈利能力较弱,公司承诺在委托上市公司运营管理五吉公司的基础上,将积极妥善解决相关问题,并在重组完成后3年内将五吉公司以合法方式置入上市公司、转让予无关联的第三方,或终止相关业务。

五吉公司主要从事铅镉精矿、锌精矿、粗铅、镉锭生产,业务涵盖采选及冶炼,主要产品为镉锭、锌精矿、铅镉精矿等。五吉公司自身具有采矿权的矿山为五圩箭猪坡矿区镉锌铅银矿,根据河池五吉箭猪坡矿业有限公司持有的五圩箭猪坡矿区镉锌铅银矿采矿许可证,其核定生产规模9万吨/年,主要通过采购外部精矿进行生产其镉类产品,2020年镉价格有所上涨,导致五吉公司亏损减少。2022年1-6月因高峰矿及铜坑矿发生安全生产事故,华锡集团下属全部矿山停产实施安全生产整改,导致五吉公司2022年上半年销售量减少,净利润下降。

图表42: 五吉公司历史生产经营情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量(万吨/年)	7.46	8.03	9.01	5.66	9.06	6.59	8.11	8.82
收入(亿元)				2.10	2.60	2.26		
净利润(亿元)				-0.53	-0.37	0.01		

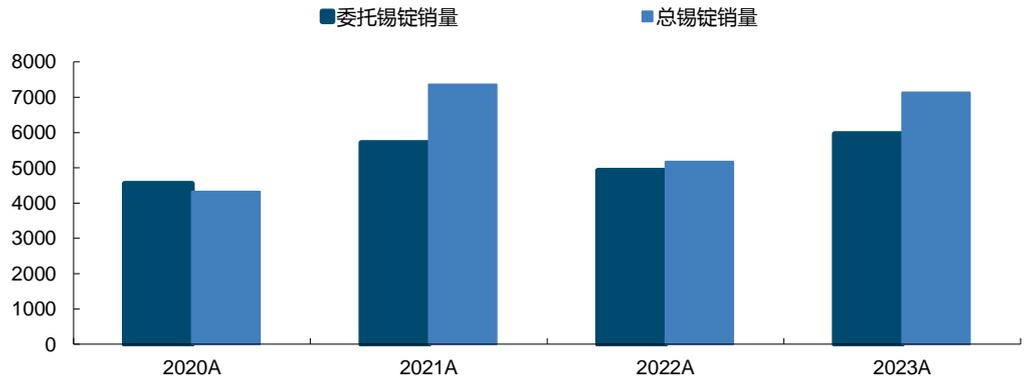
来源:南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿),国金证券研究所

## 5.2 来宾华锡: 锡、锌冶炼资产, 产线升级改造推进中

来宾华锡冶炼有限公司作为广西华锡集团股份有限公司的全资子公司,属于广西北部湾国际港务集团有限公司的管辖范围,终归由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会控制。公司主营业务集中在有色金属冶炼领域,特别是锡、锌锭的销售。



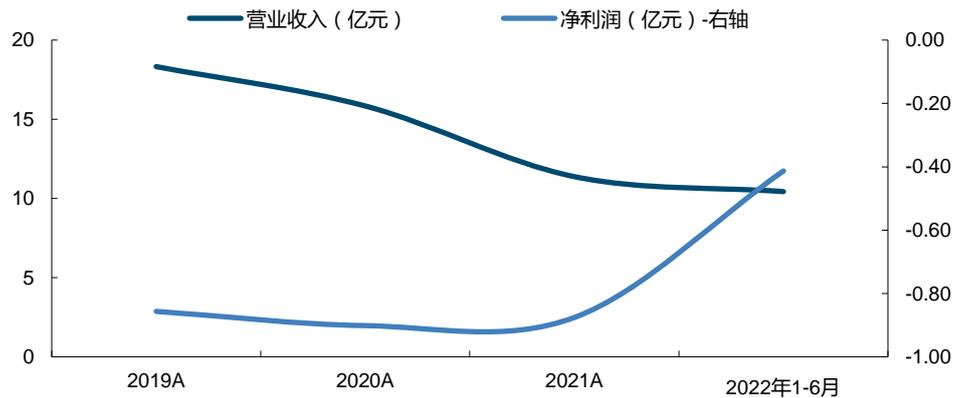
图表43: 来宾华锡委托加工量和公司总销量情况 (单位: 吨)



来源: 南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 华锡有色 2023 年报, 国金证券研究所整理

通过梳理 2019-2022 年来宾华锡业绩情况, 发现其盈利能力较弱, 其大幅亏损原因主要为矿产品价格下跌, 自身产能利用率不足、固定成本高导致。同时, 来宾华锡除持续亏损外, 还存在环保违法违规事项, 这也是其未能注入上市公司的重要原因。

图表44: 来宾华锡冶炼公司过去呈现亏损状态



来源: 南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿), 国金证券研究所

## 六、锡铋双轮驱动：量增领先行业，涨价弹性可观

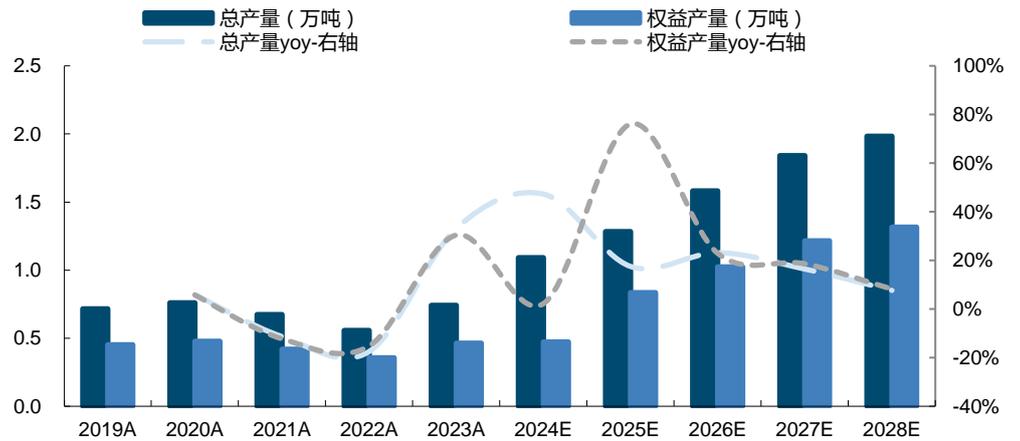
### 6.1 铋增量领先行业，锡稳步增长

#### 6.1.1 铋矿：注入+扩产可带来产量高增，盈利能力领先行业

考虑集团内五吉铋业有望注入, 公司铜坑矿区锡铋矿矿产资源开发项目、高峰 100+105 号矿体扩产扩能等项目逐步推进, 公司铋矿产量有望显著增长。



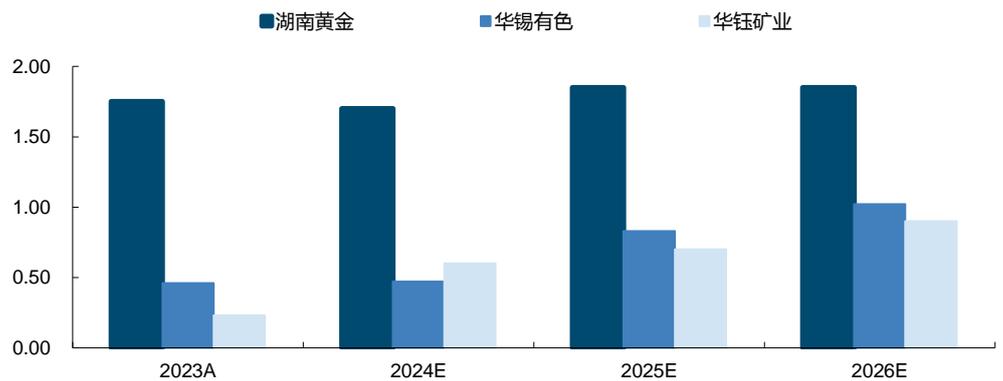
图表45: 公司锑矿产量增长较快



来源: 全国矿业权公示系统, 公司 2023 年报, 南宁化工股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案) (修订稿), 国金证券研究所测算

我们将公司与湖南黄金、华钰矿业进行对比, 公司 2023-2026 年权益产量 CAGR 高达 30%, 强于湖南黄金、次于华钰矿业。但综合考虑公司锑矿增量为解决同业竞争的注入和存量且成熟的项目扩产, 因此更具备一定确定性。

图表46: 主流锑标的权益产量情况对比 (单位: 万吨)

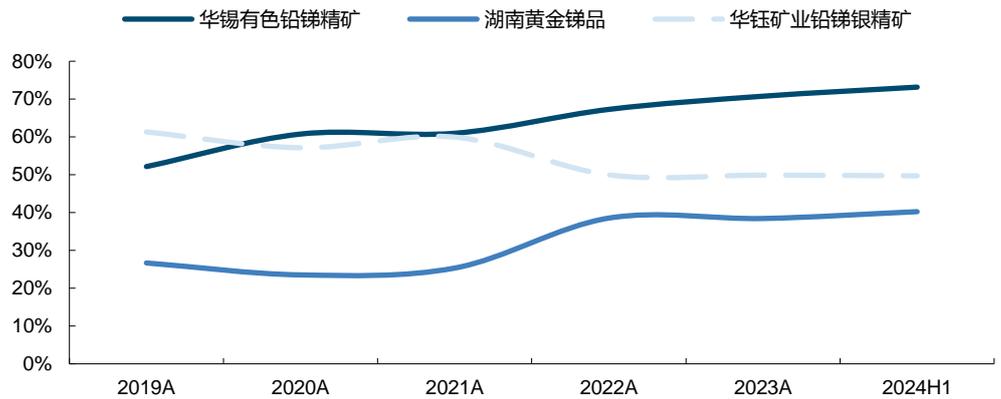


来源: 湖南黄金、华锡有色、华钰矿业 2023 年年报, 国金证券研究所测算

我们选取以上公司的锑相关业务毛利率进行对比。华锡有色和华钰矿业锑相关业务为铅锑精矿; 而湖南黄金锑相关产品为氧化锑、精锑和含量锑等, 我们用锑品整体毛利率 (锑总毛利/锑总收入) 进行对比。得益于优厚资源禀赋和锑价步入上涨周期, 自 2022 年开始华锡有色锑业务毛利率逐步领先行业。



图表47：华锡有色锡相关业务毛利率领先行业



来源：华锡有色、湖南黄金、华钰矿业 2019-2023 年报及 2024H1 报告，国金证券研究所整理

### 6.1.2 锡矿：稳步增长

对比锡相关标的，由于兴业银锡全资子公司银漫矿业 I 期已经投产、II 期正在建设，且公司回收率、品位均有所提升，因而锡矿产量增速相对较高；公司在建项目仍有一定建设周期，因而矿产锡产量有所增长但增速相对更低。

图表48：锡主要标的权益产量（单位：万吨）

	2023A	2024E	2025E	2026E
锡业股份	3.20	3.30	3.30	3.30
华锡有色	0.52	0.59	0.62	0.67
兴业银锡	0.79	1.15	1.49	1.87

来源：湖南黄金、华锡有色、华钰矿业 2023 年年报，国金证券研究所测算

### 6.2 涨价弹性较为可观

由于我们预测锡、锑均处于上涨周期，因此我们对公司锡、锑涨价带来的业绩弹性进行预测。考虑 24-25 年公司矿产锡、锑产量增长叠加价格上涨，公司 PE 显著下降；仅根据 Q3 锡价和锑价年化（24Q3 锡、锑均价分别较 2023 年+22%/+96%），公司 24-25 年 PE 分别为 14/10x。

图表49：公司业绩弹性测算（锡价、锑价涨幅相对于 2023 年均价，股价参考日 2024 年 10 月 23 日）

公司对应 PE	锡价（万元/吨）												
	0%		20%		30%		50%		70%		100%		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
0%	8.15	29	20	20	15	17	13	14	11	11	9	9	7
10%	8.97	27	19	19	14	17	12	13	10	11	9	9	7
20%	9.78	25	18	18	13	16	12	13	10	11	8	9	7
30%	10.60	24	17	18	13	16	12	13	10	11	8	9	7
50%	12.23	22	15	16	12	15	11	12	9	10	8	8	6
70%	13.86	20	14	15	11	14	10	11	8	10	7	8	6
100%	16.30	18	12	14	10	13	9	11	8	9	7	8	6
150%	20.38	15	10	12	8	11	8	9	7	8	6	7	5
200%	24.45	13	9	11	7	10	7	9	6	8	6	6	5

来源：wind，国金证券研究所测算



## 七、手握多宗探矿权，资源增量潜力大

除了在产、以及待注入矿山，公司仍手握华锡矿业持有的“广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权”，广西二一五地质队有限公司持有的“广西南丹县大厂矿田羊角尖区锌铜矿勘探探矿权”“广西南丹县大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿勘探探矿权”“广西全州县冷水塘锌矿详查探矿权”和“广西临桂区龙口铅锌矿详查探矿权”。其中“广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权”正办理探转采手续。

图表50：华锡有色在手探矿权情况

探矿权名称	矿种	品位	预计生产能力	资源量 (矿石量, 万吨)
广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿勘探探矿权	铜	0.16%	巴力-长坡(60万吨/年)、黑水沟-大树脚(99万吨/年)	2151.47
	锌	4.10%		
	银	29.37g/t		
广西南丹县大厂矿田羊角尖区锌铜矿勘探探矿权	铜	0.47%	30万吨/年	167
	锌	2.11%		
	银	32.47g/t		
广西南丹县大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿勘探探矿权	铅	0.55%	9万吨/年	84.41
	锌	2.53%		
	银	91.91g/t		
广西全州县冷水塘锌矿详查探矿权	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			
广西临桂区龙口铅锌矿详查探矿权	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			

来源：《中联资产评估集团有限公司对南宁化工股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(212576)号评估相关问题的回复之核查意见》，国金证券研究所整理

## 八、盈利预测与投资建议

### 8.1 核心假设

#### (1) 价格假设

锡价假设：中长期看印尼、缅甸减量确定，国内外增量项目较为稀疏且仍存在较大不确定性，需求端有望受益AI赋能下、汽车智能化加持的半导体复苏和光伏景气高增，锡供需格局将长期向好。我们预计2024-2026年锡锭价格分别为25/27/28万元/吨。

锑价假设：全球锑海外供应难增、甚至减量明确，原料紧张局面持续，库存仍处极低水平，光伏作为资金密集型行业有望受益降息，锑价上行趋势不改。我们预计2024-2026年锑锭价格分别为13.5/16/16万元/吨。

其他金属价格：考虑宏观环境转暖，我们预计2024-2026年铅价位1.80/2.00/2.00万元/吨，2024-2026年锌价为2.30/2.40/2.50万元/吨。

#### (2) 成本假设

考虑锡锭冶炼产能逐步上量，锡锭单位成本逐步下降，我们假设2024-2026年锡锭成本分别为14.4/13.9/13.6万元/吨；锌锭成本分别为1.4/1.5/1.5万元/吨。考虑矿山逐步放量，铅锑精矿成本小幅下降，2024-2026年分别为1.2/1.1/1.1万元/吨。铅精矿和锌精矿成本分别为1.0、1.1、1.2万元/吨，0.9/1.0/1.0万元/吨。

#### (3) 销量假设

由于公司主力矿山高峰和铜坑逐步上量，佛子矿业已经注入，五吉公司、来宾华锡冶炼有望于2025年下半年并表。因此我们预计公司2024-2026年锡锭销量分别为11000/12000/13000吨，锌锭2024-2026年销量维持在30000吨，铅锑精矿2024-2026年销量分别为17107/19391/23995吨。锌精矿、铅精矿销量分别为31655/35821/40551吨，



9345/10608/11365 吨。

(4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2021-2023 年分别为 0.6%/0.3%/3.7%，假设 2024-2026 年该比率分别为 3.2%、3.2%、3.2%。

销售费用率：2021-2023 年该比率分别为 0.28%/0.19%/0.28%，假设 2024-2026 年该比率维持在 0.20%。

管理费用率：由于发生资产重组，因而管理费率波动较大，2021-2023 年该比率分别为 7.7%/5.5%/7.1%；由于 2024-2026 年公司产品量价齐升带来收入高速增长，我们认为管理费用金额增长相对更慢，因此费率有所下降，我们预计该比例分别为 6.0%、5.5%、5.3%。

研发费用率：由于发生资产重组，因而研发费率波动较大，2021-2023 年该比率分别为 0.24%/0.16%/1.79%；我们预计公司研发费用增速低于收入增速，因此研发费用率较 2023 年有所下降，假设 2024-2026 年该比例维持在 1.30%。

少数股东权益：由于公司主力矿山高峰矿业并非全资，上市公司持股比例为 58.75%；2023 年华锡矿业重组上市后，公司少数股东损益从 0.00 亿元增加至 2.48 亿元。由于我们假设锡锑价格均处于上行周期，高峰矿业利润大幅增加，因而公司少数股东损益亦跟随上涨，2024-2026 年该值分别为 4.05/5.98/7.49 亿元。

8.2 盈利预测

根据上述核心假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 49/59/69 亿元，预计实现归母净利润分别为 8.2/12.7/15.4 亿元，EPS 分别为 1.30/2.00/2.44 元，对应 PE 分别为 12.9/8.4/6.9 倍。

图表51：营业收入、成本和毛利拆分

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入				
锡锭	1210	2434	2867	3221
铅锑精矿	512	818	1093	1299
锌锭	480	611	637	664
锌精矿		483	571	673
铅精矿		141	178	201
监理	162	140	140	140
铜精矿		55	57	60
其他	559	200	400	600
合计	2924	4882	5943	6857
营业成本				
锡锭	731	1589	1663	1772
铅锑精矿	150	205	219	260
锌锭	396	430	440	451
锌精矿		290	342	397
铅精矿		97	121	134
监理	128	110	110	110
铜精矿		27	28	29
其他	405	121	243	364
合计	1810	2868	3165	3517
毛利				
锡锭	479	845	1204	1450
铅锑精矿	362	614	874	1039
锌锭	84	181	198	212
锌精矿	0	193	228	276



单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
铅精矿	0	45	57	66
监理	35	30	30	30
铜精矿	0	28	29	31
其他	154	79	157	236
合计	1113	2014	2778	3340
毛利率				
锡锭	39.57%	34.72%	42.00%	45.00%
铅锑精矿	70.74%	75.00%	80.00%	80.00%
锌锭	17.42%	29.58%	31.00%	32.00%
锌精矿		39.90%	40.00%	41.00%
铅精矿		31.53%	32.00%	33.00%
监理	21.52%	21.52%	21.52%	21.52%
铜精矿		51.54%	51.54%	51.54%
其他	36.22%	39.35%	39.35%	39.35%
合计	38.09%	41.25%	46.74%	48.71%
营业税金及附加/销售收入	3.65%	3.20%	3.20%	3.20%
销售费用率	0.28%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用率	7.06%	6.50%	5.50%	5.50%
研发费用率	1.79%	1.30%	1.30%	1.30%

来源：华锡有色 2023 年报，2024 半年报，国金证券研究所测算

### 8.3 估值及投资建议

我们选取拥有锡、锑业务的其他公司锡业股份、兴业银锡、湖南黄金和华钰矿业作为可比公司。参考可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 20/15/14x，相比而言公司被显著低估。考虑公司估值在行业中水平，综合考虑成长性，给予公司 2025 年 16 倍 PE，目标价 32.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表52：可比公司估值水平对比（2024年10月23日）

公司简称	股票代码	股价（元） /股	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锡业股份	000960.SZ	15.57	0.82	0.86	1.25	1.50	1.67	19	18	12	10	9
兴业银锡	000426.SZ	13.91	0.09	0.53	1.00	1.21	1.40	155	26	14	11	10
湖南黄金	002155.SZ	17.34	0.36	0.41	0.98	1.41	1.51	48	42	18	12	11
华钰矿业	601020.SH	12.33	0.27	0.09	0.35	0.47	0.47	46	137	35	26	26
平均								67	56	20	15	14
华锡有色	600301.SH	16.79	0.08	0.50	1.30	2.00	2.44	210	34	13	8	7

来源：ifind，国金证券研究所（注：加粗部分来自国金证券研究所测算，非加粗部分来自 ifind 一致预期）

## 九、风险提示

产品价格波动超预期。公司主要业务为锡、锑，影响产品价格的因素包括低邦、印尼供给和光伏、电子等领域需求。若供给超预期或者需求增长不及预期，将显著影响公司产品价格。

项目推进不及预期。若公司在手项目扩产不及预期将显著影响公司未来锡锑等资源品销量增长，进而影响公司盈利水平。

元素替代风险。锑价目前亦处于历史高位，若阻燃剂厂商甚至玻璃厂对于元素配方更换进度超预期，将显著拖累锑需求。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>387</b>	<b>589</b>	<b>2,924</b>	<b>4,882</b>	<b>5,943</b>	<b>6,857</b>	货币资金	140	153	918	1,384	2,334	3,891	
增长率		52.2%	396.3%	67.0%	21.7%	15.4%	应收款项	105	49	84	112	136	157	
<b>主营业务成本</b>	<b>-309</b>	<b>-535</b>	<b>-1,810</b>	<b>-2,868</b>	<b>-3,165</b>	<b>-3,517</b>	存货	0	0	370	511	590	675	
%销售收入	79.8%	90.8%	61.9%	58.7%	53.3%	51.3%	其他流动资产	170	239	135	201	232	259	
<b>毛利</b>	<b>78</b>	<b>54</b>	<b>1,113</b>	<b>2,014</b>	<b>2,778</b>	<b>3,340</b>	流动资产	415	440	1,507	2,208	3,291	4,982	
%销售收入	20.2%	9.2%	38.1%	41.3%	46.7%	48.7%	%总资产	92.4%	94.5%	22.8%	29.1%	36.6%	45.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-107</b>	<b>-171</b>	<b>-190</b>	<b>-219</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.6%	0.3%	3.7%	3.5%	3.2%	3.2%	固定资产	14	11	2,364	2,681	3,040	3,434	
<b>销售费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	%总资产	3.1%	2.4%	35.7%	35.3%	33.8%	31.1%	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	8	6	2,655	2,620	2,589	2,558	
<b>管理费用</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-206</b>	<b>-317</b>	<b>-327</b>	<b>-377</b>	非流动资产	34	26	5,115	5,381	5,708	6,070	
%销售收入	7.6%	5.5%	7.1%	6.5%	5.5%	5.5%	%总资产	7.6%	5.5%	77.2%	70.9%	63.4%	54.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-52</b>	<b>-63</b>	<b>-77</b>	<b>-89</b>	<b>资产总计</b>	<b>449</b>	<b>466</b>	<b>6,622</b>	<b>7,589</b>	<b>8,999</b>	<b>11,052</b>	
%销售收入	0.2%	0.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	5	1	1,284	225	40	40	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>44</b>	<b>18</b>	<b>740</b>	<b>1,452</b>	<b>2,172</b>	<b>2,641</b>	应付款项	48	61	551	1,097	1,165	1,297	
%销售收入	11.4%	3.1%	25.3%	29.8%	36.5%	38.5%	其他流动负债	64	58	207	277	363	431	
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-72</b>	<b>4</b>	<b>30</b>	<b>67</b>	流动负债	116	120	2,042	1,599	1,567	1,768	
%销售收入	-0.3%	-0.1%	2.5%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	400	500	700	
<b>资产减值损失</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	其他长期负债	12	9	272	399	409	417	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	负债	129	128	2,314	2,398	2,476	2,885	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>320</b>	<b>338</b>	<b>3,502</b>	<b>3,980</b>	<b>4,714</b>	<b>5,608</b>	
%税前利润	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	235	235	633	633	633	633	
<b>营业利润</b>	<b>61</b>	<b>20</b>	<b>664</b>	<b>1,446</b>	<b>2,190</b>	<b>2,695</b>	未分配利润	-975	-958	1,250	1,728	2,462	3,356	
营业利润率	15.7%	3.4%	22.7%	29.6%	36.8%	39.3%	少数股东权益	0	0	806	1,211	1,809	2,558	
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>449</b>	<b>466</b>	<b>6,622</b>	<b>7,589</b>	<b>8,999</b>	<b>11,052</b>	
<b>税前利润</b>	<b>60</b>	<b>21</b>	<b>664</b>	<b>1,446</b>	<b>2,190</b>	<b>2,695</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	15.6%	3.5%	22.7%	29.6%	36.8%	39.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-102</b>	<b>-217</b>	<b>-326</b>	<b>-404</b>	每股收益	0.231	0.077	0.496	1.303	2.001	2.437	
所得税率	10.2%	12.1%	15.3%	15.0%	14.9%	15.0%	每股净资产	1.362	1.436	5.537	6.292	7.452	8.866	
<b>净利润</b>	<b>54</b>	<b>18</b>	<b>562</b>	<b>1,229</b>	<b>1,864</b>	<b>2,291</b>	每股经营现金净流	-0.442	0.089	1.425	2.968	3.415	4.228	
少数股东损益	0	0	248	405	598	749	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>54</b>	<b>18</b>	<b>314</b>	<b>824</b>	<b>1,266</b>	<b>1,541</b>	<b>回报率</b>							
净利率	14.0%	3.1%	10.7%	16.9%	21.3%	22.5%	净资产收益率	16.94%	5.37%	8.95%	20.71%	26.85%	27.49%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.08%	3.89%	4.73%	10.86%	14.06%	13.95%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	12.19%	4.67%	10.79%	20.45%	25.38%	24.60%	
<b>净利润</b>	<b>54</b>	<b>18</b>	<b>562</b>	<b>1,229</b>	<b>1,864</b>	<b>2,291</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	248	405	598	749	主营业务收入增长率	-46.88%	52.24%	396.33%	66.99%	21.73%	15.38%	
<b>非现金支出</b>	<b>-2</b>	<b>13</b>	<b>235</b>	<b>198</b>	<b>228</b>	<b>263</b>	EBIT 增长率	938.25%	-59.11%	4001.48%	96.38%	49.53%	21.59%	
非经营收益	-2	-1	71	57	38	44	净利润增长率	497.90%	-66.59%	1629.78%	162.85%	53.58%	21.79%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-154</b>	<b>-9</b>	<b>33</b>	<b>393</b>	<b>31</b>	<b>77</b>	总资产增长率	20.52%	3.83%	1320.51%	14.60%	18.58%	22.81%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-104</b>	<b>21</b>	<b>901</b>	<b>1,877</b>	<b>2,160</b>	<b>2,674</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-94</b>	<b>-477</b>	<b>-555</b>	<b>-625</b>	应收账款周转天数	11.3	11.8	3.7	4.0	4.0	4.0	
投资	5	0	0	-2	-2	-2	存货周转天数	0.0	0.0	37.3	65.0	68.0	70.0	
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	20.2	18.7	50.5	55.0	50.0	50.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-94</b>	<b>-479</b>	<b>-557</b>	<b>-627</b>	固定资产周转天数	13.0	6.9	179.3	119.1	108.8	104.6	
股权募资	0	0	593	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	0	0	-80	-548	-85	200	净负债/股东权益	-42.19%	-44.75%	8.50%	-14.61%	-27.50%	-38.59%	
其他	-170	-3	-1,327	-383	-567	-689	EBIT 利息保障倍数	-32.7	-30.2	10.3	-387.2	-73.6	-39.3	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-170</b>	<b>-3</b>	<b>-814</b>	<b>-931</b>	<b>-653</b>	<b>-489</b>	资产负债率	28.65%	27.54%	34.94%	31.60%	27.52%	26.11%	
<b>现金净流量</b>	<b>-275</b>	<b>15</b>	<b>-6</b>	<b>467</b>	<b>951</b>	<b>1,558</b>								

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	0	0	1	2	9
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

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