

Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩

2023 年 04 月 10 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 519.98 亿元，同比减少 3.43%；归母净利润 13.46 亿元，同比减少 52.21%；扣非归母净利 12.44 亿元，同比减少 56.72%。2022Q4，公司实现营收 98.30 亿元，同比减少 7.52%、环比减少 13.21%；归母净利润 95.0 万元，同比减少 99.91%、环比增长 100.54%；扣非归母净利 2731 万元，同比减少 97.38%、环比增长 112.59%。

➤ **点评：Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩**

2022 年归母净利润同比减少 52.21%，存货跌价减值计提是影响公司利润的主要因素；单季度看，Q4 归母净利润同比减少 99.91%、环比增长 100.54%，Q4 锡价回升盈利有所改善。

- ① **量：2022 年矿产量基本持平。**2022 年公司锡矿产量 3.44 万吨，同比减少 1.76%，铜矿产量 3.16 万吨，同比减少 10.88%，锌矿产量 10.52 万吨，同比增加 6.26%。公司锡产品（锡锭、锡材、锡化工）销量为 9.4 万吨，同比降低 4.08%；铜产品销量为 12.98 万吨，同比增长 6.87%；锌产品销量为 13.55 万吨，同比增长 8.70%。
- ② **价：2022 年锡均价前高后低，区间波动较大。**2022 年各季度锡期货结算均价分别为 33.02、28.66、18.95、18.13 万元/吨，波动较大。2022 年公司锡锭平均价格为 21.88 万元/吨，同比增长 14.16%；锡材均价为 21.39 万元/吨，同比增长 17.22%；锡化工均价为 10.72 元/吨，同比增加 17.78%。
- ③ **单吨毛利：2022 年受锡价波动影响，公司锡产品单吨毛利显著下降。**其中锡锭、锡材、锡化工产品单吨毛利分别为 2.73、2.79、2.20 万元/吨，同比分别下降 50.11%、25.63%、14.60%；铜产品单吨毛利为 0.20 万元/吨，同比下降 31.17%；锌产品单吨毛利为 0.75 万元/吨，同比增长 36.50%。
- ④ **减值计提拖累业绩：**2022 年公司共计提减值准备 10.80 亿元，其中计提存货跌价准备 9.87 亿元，减值计提影响归母净利润约-11.09 亿元。
- ⑤ **2023 年产量规划：**公司计划生产有色金属总产量 33.35 万吨，其中产品含锡 7.9 万吨、产品铜 12.6 万吨、产品锌 12.46 万吨、镭 71 吨。

➤ **未来核心看点：**公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，受益于电子需求复苏，公司利润有望增长。2022 年，公司锡金属在国内锡市场占有率为 47.78%，全球锡市场占有率为 22.54%，公司锡产销量已连续 17 年位居全球第一；公司铟资源储量全球第一，精铟产量全球市占率达到 3.63%，国内市占率达到 10.94%。同时，华联锌铟的铜街、曼家寨矿区采矿扩建工程及配套项目建成后采矿产能将从 210 万吨/年提升至 360 万吨/年，充分保障自给原料供应。

➤ **投资建议：**公司不断地延伸产业链，围绕锡、铟，向精深加工业务布局，受益于电子需求复苏，叠加光伏、新能源汽车、化工等领域需求拉动，公司利润有望增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.40/18.68/19.58 亿元，对应 2023 年 4 月 7 日的 PE 分别为 15X/13X/12X。

➤ **风险提示：**锡、锌、铜价格大幅波动，安全环保风险，下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	51998	48520	49515	50020
增长率 (%)	-3.4	-6.7	2.1	1.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1346	1640	1868	1958
增长率 (%)	-52.2	21.8	13.9	4.8
每股收益 (元)	0.82	1.00	1.14	1.19
PE	18	15	13	12
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.56 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

目录

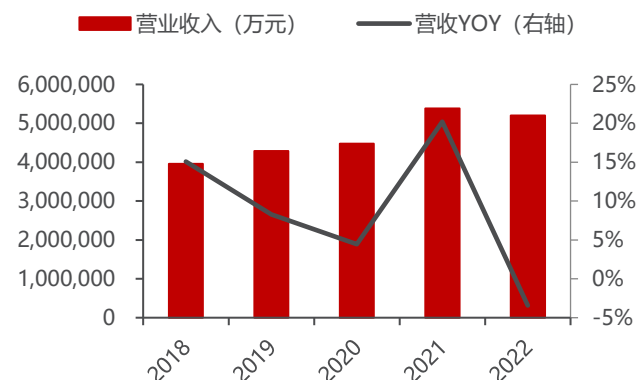
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩	4
2.1 同比来看，锡价下行致业绩承压	4
2.2 锡价企稳回升，22Q4 盈利环比略有改善	8
3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，受益电子需求复苏	10
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 519.98 亿元，同比减少 3.43%；归母净利润 13.46 亿元，同比减少 52.21%；扣非归母净利润 12.44 亿元，同比减少 56.72%。净利润下降，主要原因是 2022 年地缘政治冲突不断升级、美欧等全球主要经济体货币政策持续收紧等因素叠加，有色金属价格波动较大，公司部分存货资产受价格下跌因素影响导致本期计提的资产减值准备较上年同期有较大增幅。

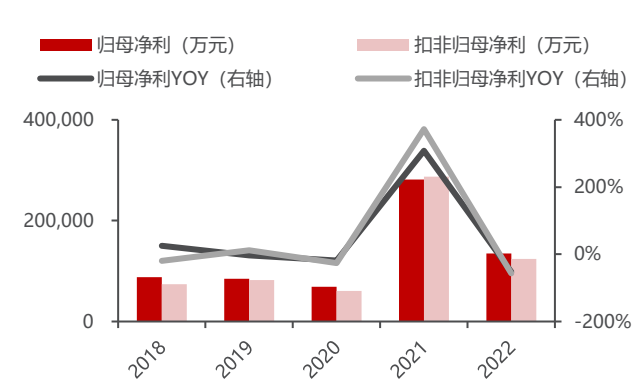
2022Q4，公司实现营收 98.30 亿元，同比减少 7.52%、环比减少 13.21%；归母净利润 95.0 万元，同比减少 99.91%、环比增长 100.54%；扣非归母净利润 2731 万元，同比减少 97.38%、环比增长 112.59%。

图1：2022 年公司实现营收 519.98 亿元



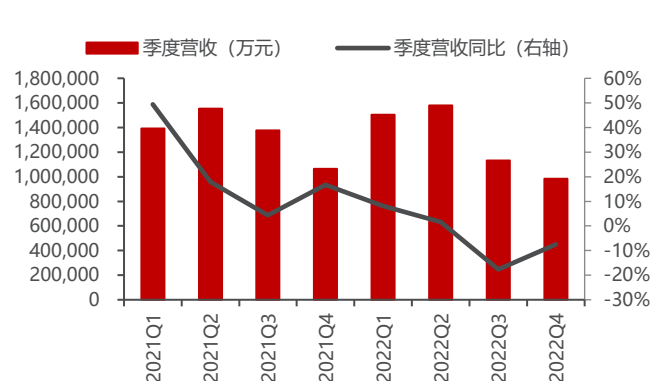
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司实现归母净利润 13.46 亿元



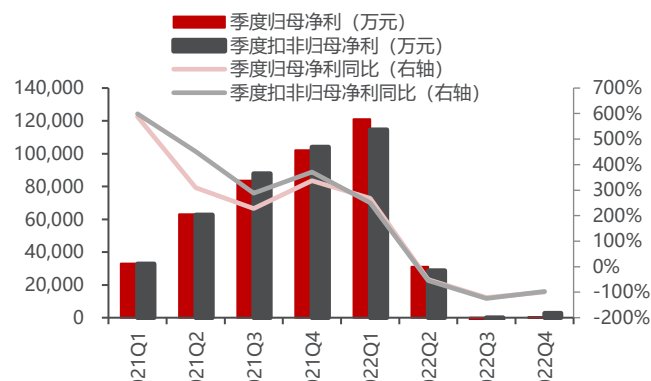
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4 公司实现营收 98.30 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 95.0 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

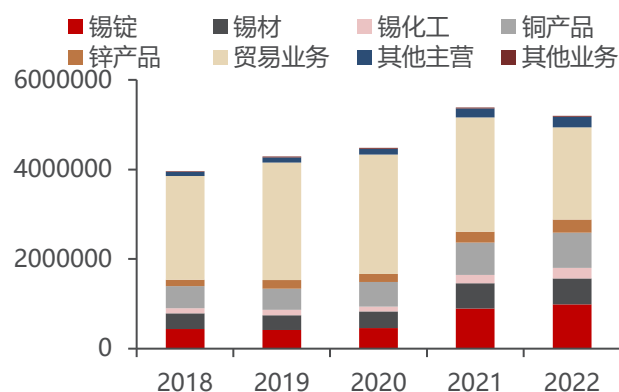
2 点评：Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩

累全年业绩

2.1 同比来看，锡价下行致业绩承压

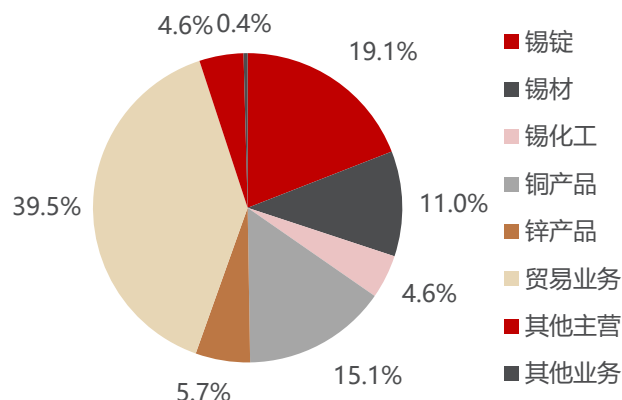
2022 年，公司营收 519.98 亿元，其中锡产品（包括锡锭、锡材、锡化工）收入 180.21 亿元，同比增长 9.30%；铜产品收入 78.46 亿元，同比增加 9.64%；锌产品 29.67 亿元，同比增加 22.22%；贸易业务收入 205.40 亿元，同比减少 19.50%，2022 年贸易业务占营收比重 39.5%，同比下降 7.9pct。

图5：2022 年公司分产品营收情况（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

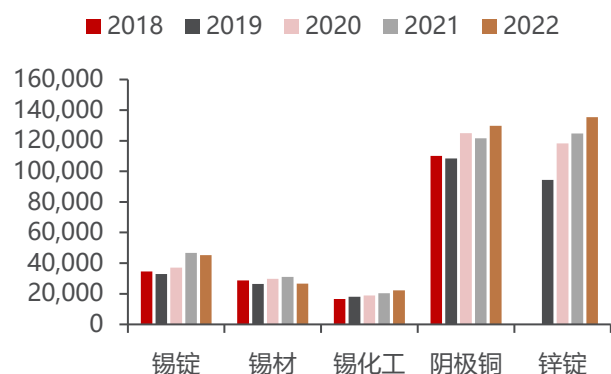
图6：2022 年分产品营收占比结构



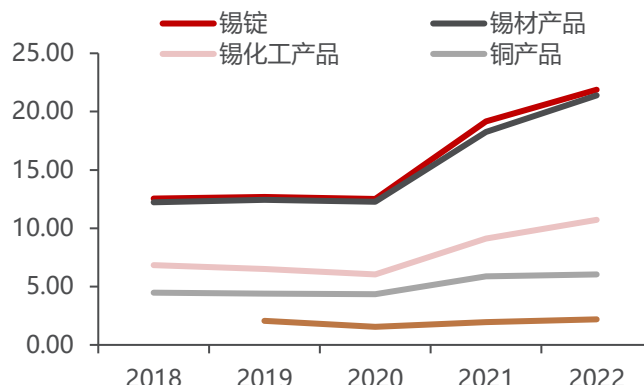
资料来源：wind，民生证券研究院

量：公司 2022 年实现有色金属产量 34.19 万吨，同比增长 2.03%，锡/铜/锌/铅/银/铟产量分别为 7.67/12.58/13.64 万吨和 3029/180/73 吨。**2022 年公司锡、铜、锌原矿金属自产量分别为 3.44/3.16/10.52 万吨，对应自给率分别为 31%、19%、69%。**2022 年公司锡产品（锡锭、锡材、锡化工）销量为 9.4 万吨，同比降低 4.08%；铜产品销量为 12.98 万吨，同比增长 6.87%；锌产品销量为 13.55 万吨，同比增长 8.70%。**公司锡的产销量已 17 年位居全球第一。**

价：2022 年，公司主要产品平均价格提升，但区间波动较大。2022 年锡行业基本面由供应偏紧转为“供需双弱”的局面。锡金属均价虽然同比变化有限，但区间价格波动幅度剧烈，在宏观经济、供给及需求的三重共振影响下，锡金属价格二、三季度快速、连续下挫，四季度锡价逐步从低位企稳小幅回升。**公司产品价格：**锡锭平均价格为 21.88 万元/吨，同比增长 14.16%；锡材均价为 21.39 万元/吨，同比增长 17.22%；锡化工均价为 10.72 元/吨，同比增加 17.78%。铜产品平均价格为 6.04 万元/吨，同比增加 2.60%；锌产品平均价格为 2.19 万元/吨，同比增加 12.44%。

图7：2022 年公司主要产品销量（单位：吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

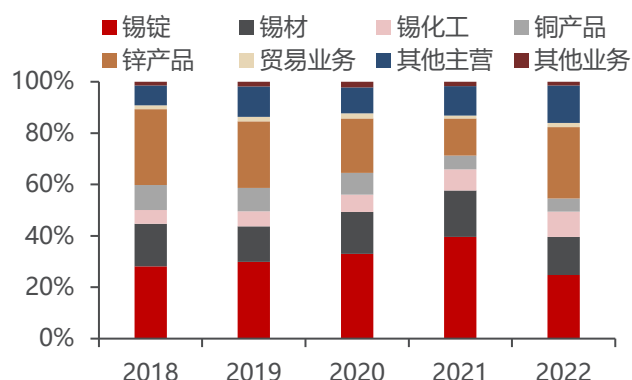
图8：2022 年公司主要产品单价（单位：万元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

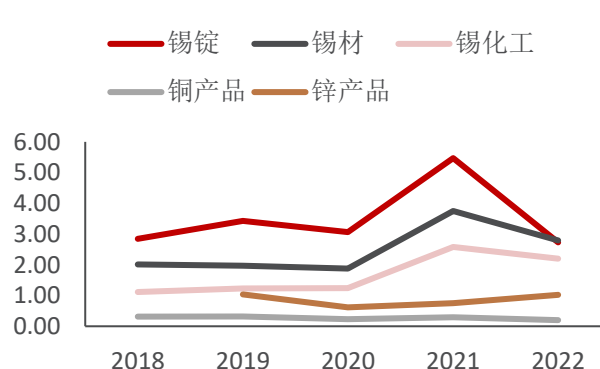
2022 年公司毛利率下降 2.34pct 到 9.63%，净利率下降 2.62pct 到 3.02%。

2022 年，公司实现毛利 50.05 亿元，同比下降 22.36%，其中锡锭毛利为 12.38 亿元，同比减少 51.58%，占总毛利比重同比下降 14.92pct 至 24.73%；锡材毛利为 7.45 亿元，同比减少 35.97%，占总毛利比重同比下降 3.17pct 至 14.90%；锡化工毛利为 4.90 亿元，同比减少 7.00%，占比总毛利比重为 9.79%；铜产品毛利为 2.59 亿元，同比减少 25.41%，占比总毛利比重为 5.18%；锌产品毛利为 13.87 亿元，同比增长 49.07%，占比总毛利比重同比提升 13.28pct 至 27.72%。

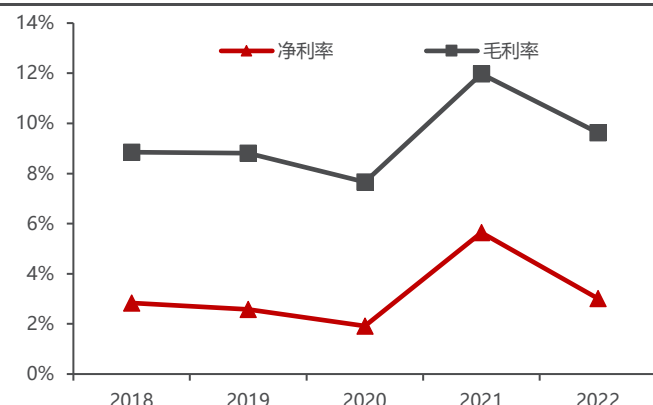
2022 年，受锡价下行影响公司锡产品单吨毛利下降。其中锡锭/锡材/锡化工产品单吨毛利分别为 2.73/2.79/2.20 万元/吨，同比下降 50.11%/25.63%/14.60%；铜产品单吨毛利为 0.20 万元/吨，同比下降 31.17%；锌产品单吨毛利为 0.75 万元/吨，同比增长 36.50%。

图9：2022 年公司毛利分产品占比情况


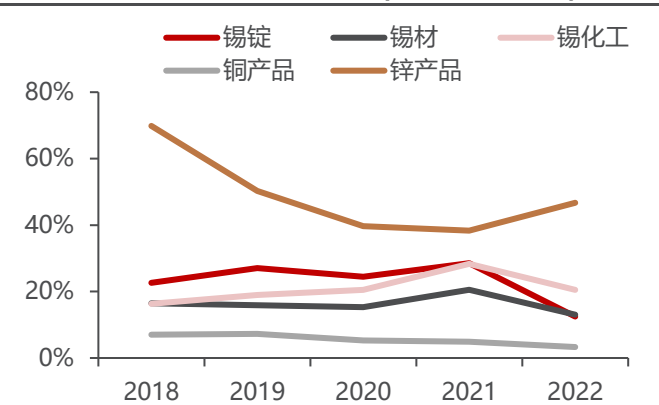
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司产品单吨毛利情况（单位，万元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

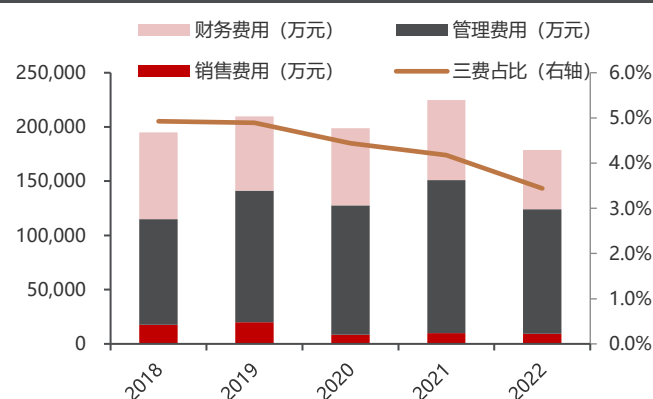
图11：公司净利率与毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

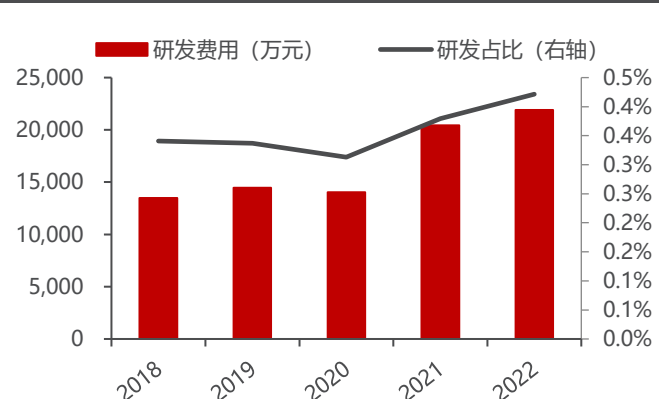
图12：公司分产品毛利率变化 (2021 vs 2022)


资料来源：wind，民生证券研究院

费用方面，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重呈现逐步下降趋势，研发费用率稳步提升。期间费用：2022 年公司期间费用为 20.08 亿元，期间费用率下降 0.69pct 到 3.86%，其中销售费用同比减少 5.89%至 9234 万元，主要是保险费、包装费、业务接待费减少；管理费用同比减少 18.62%至 11.48 亿元，主要是职工薪酬、资产折旧摊销以及大修费用减少；财务费用同比减少 25.80%至 5.48 亿元，主要是公司银行短期借款规模下降以及资金综合成本降低所致；研发费用同比增加 7.26%至 2.19 亿元，主要是公司本年度加大研发投入。**投资收益及减值损失**：2022 年公司获得投资收益 1.07 亿元，主要原因是报告期期货合约到期交割、套期平仓收益同比增加及联营合营企业的投资收益增加；资产减值损失为 9.86 亿元，主要是计提存货跌价准备；信用减值损失为 9238.92 万元，主要是计提坏账准备。

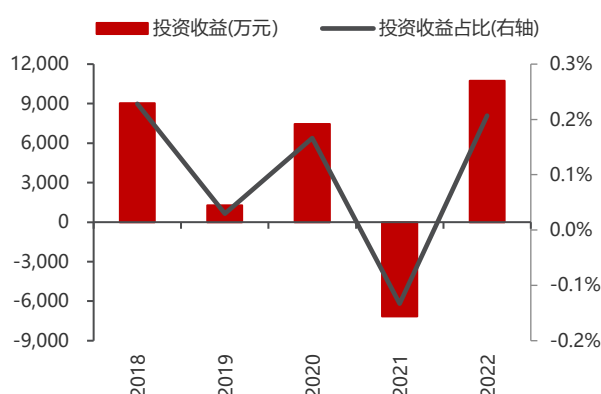
图13：公司期间费用情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司研发费用率情况


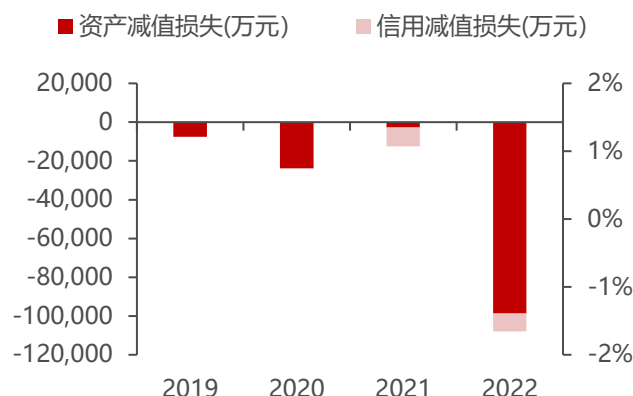
资料来源：wind，民生证券研究院

图15: 2022 年公司投资收益情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022 年公司减值损失情况



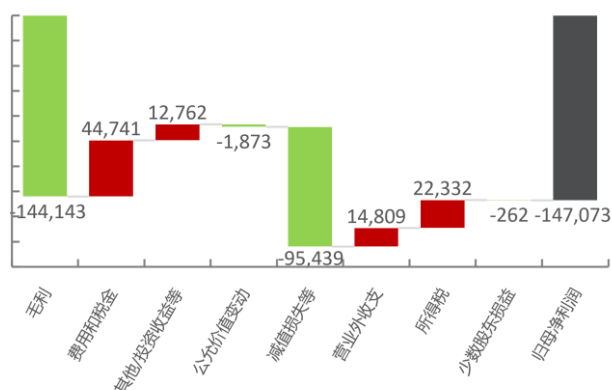
资料来源: wind, 民生证券研究院

综合来看, 2022 年业绩同比下降主要系毛利下降叠加减值损失大幅增加所致。

减利项主要来自毛利 (-14.41 亿元)、减值损失等 (-9.54 亿元)、公允价值变动 (-0.19 亿元)、少数股东损益 (-0.03 亿元), 增利项主要来自费用和税金 (+4.47 亿元)、其他/投资收益等 (+1.28 亿元)、营业外收支 (+1.48 亿元)、所得税 (+2.23 亿元)。

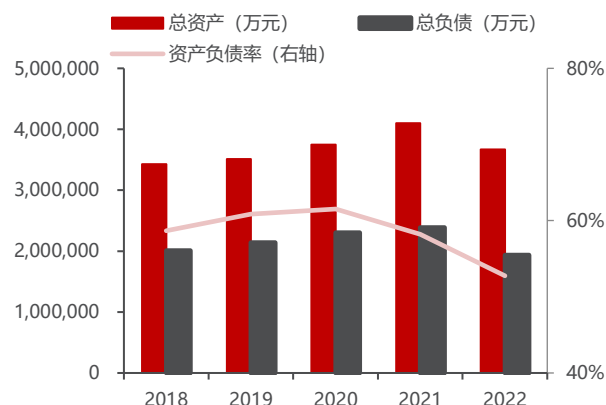
2022 年, 公司资产负债率持续降低, 2022 年资产负债率为 52.76%, 为 2005 年以来最低, 资产结构不断优化; 公司经营性净现金流为 50.48 亿元, 同比增加 73.17%, 主要是报告期收到的税费返还款增加, 以及加强贷款回收, 加速存货变现所致; 公司净资产收益率(摊薄)为 8.21%, 主要系业绩受锡价波动影响下滑所致。

图17: 2022 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)

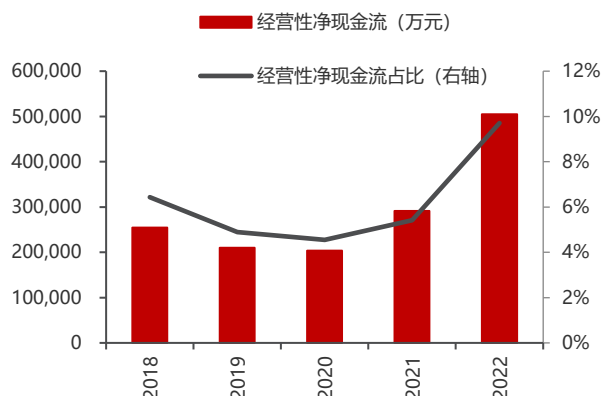


资料来源: wind, 民生证券研究院

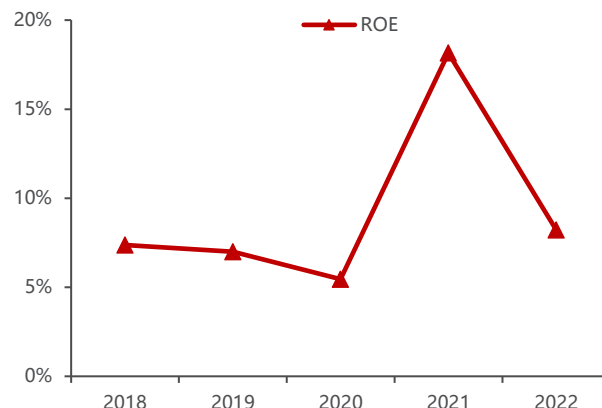
图18: 2022 年公司资产负债率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19：2022 年公司经营净现金流


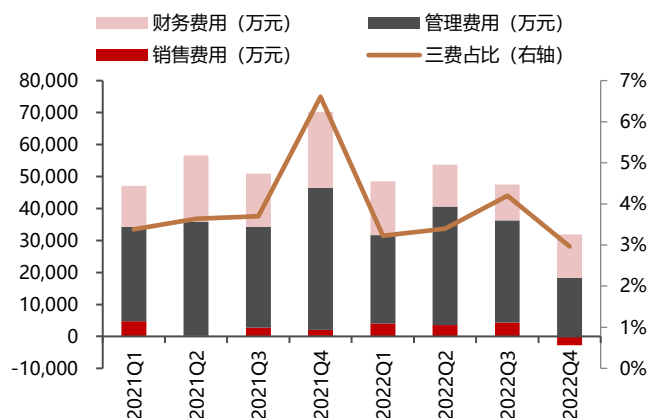
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2022 年公司 ROE 情况


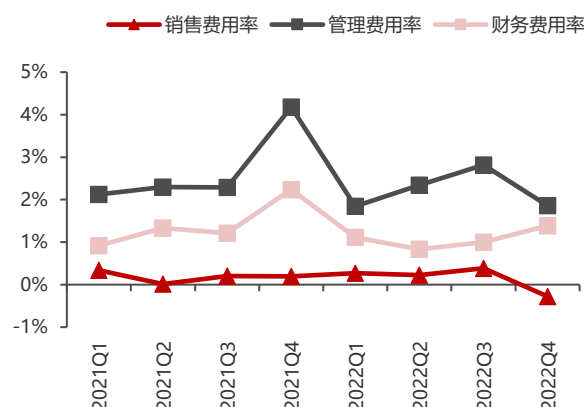
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 锡价企稳回升， 22Q4 盈利环比略有改善

2022Q4，锡价企稳回升，且期间费用率下降，公司毛利率环比提升 0.26pct 到 5.06%；净利率环比增加 2.23pct 到 1.02%。2022 年四个季度锡价均价分别为 33.01 万元/吨、28.66 万元/吨、18.95 万元/吨、18.13 万元/吨，锡价前高后底，波动幅度巨大；2022Q4 各月锡价均价分别为 16.92 万元/吨、17.53 万元/吨、19.60 万元/吨，锡价在宏观加息进程放缓和经济预期回暖背景下企稳回升，公司 22Q4 盈利因此环比略有改善。

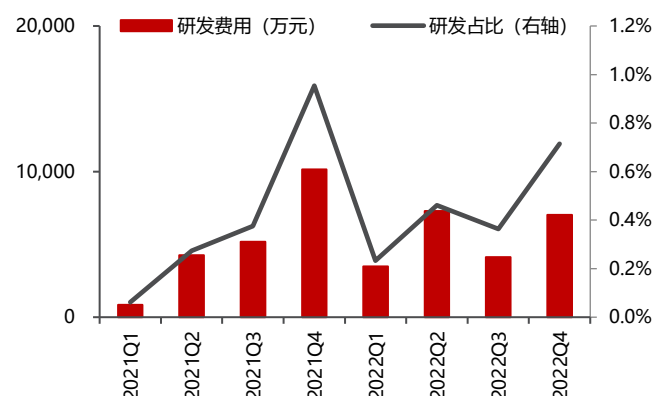
图21：公司分季度期间费用情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图22：公司分季度费用率情况


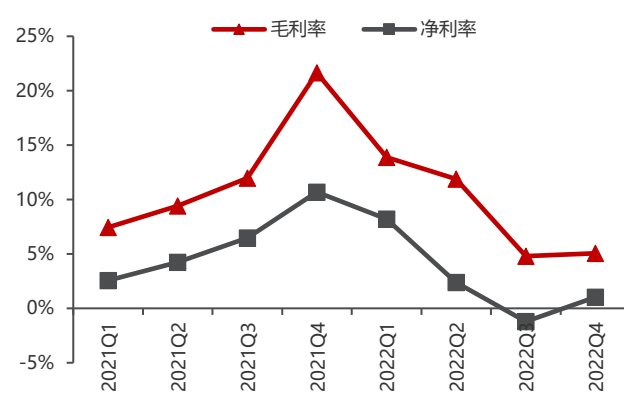
资料来源：wind，民生证券研究院

图23: 公司分季度研发费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 公司分季度毛利率与净利率情况

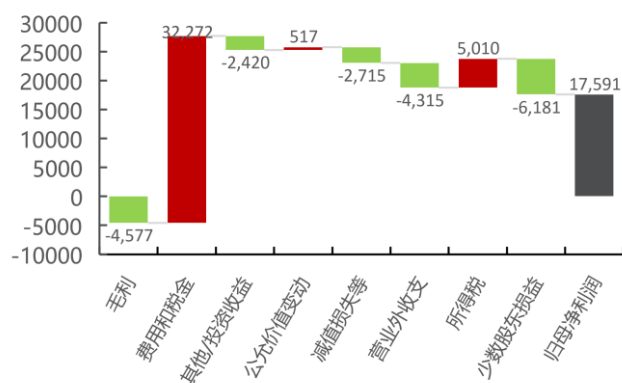


资料来源: wind, 民生证券研究院

同比来看, 2022Q4 v.s. 2021Q4: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 10.20 亿元。减利项主要来自于毛利 (-18.04 亿元)、其他/投资收益等 (-1.03 亿元)、公允价值变动 (-0.11 亿元); 而增利项主要来自于费用和税金 (+5.93 亿元)、减值损失等 (+0.05 亿元)、营业外收支 (+1.25 亿元)、所得税 (+1.59 亿元)、少数股东损益 (+0.16 亿元)。

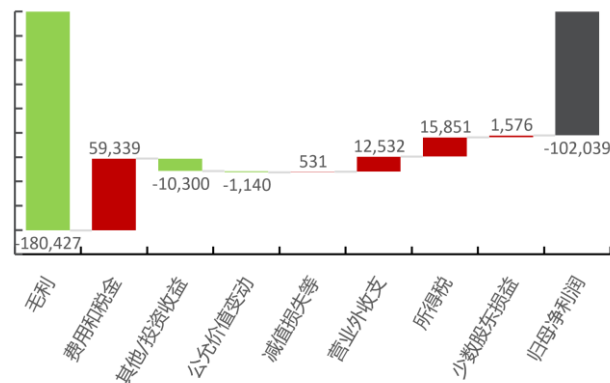
环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3: 2022Q4, 公司归母净利润环比增加 1.76 亿元。增利项主要在于费用和税金 (+3.23 亿元)、公允价值变动 (+0.05 亿元) 和所得税 (+0.50 亿元); 减利主要来自于毛利 (-0.46 亿元)、其他/投资收益 (-0.24 亿元)、减值损失等 (-0.27 亿元)、营业外收支 (-0.43 亿元)、少数股东损益 (-0.62 亿元)。

图25: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，受益电子需求复苏

公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，有望受益电子需求复苏。

2022 年，公司保有资源量为：矿石量 2.65 亿吨，锡金属量 66.7 万吨、铜金属量 119.36 万吨、铅金属量 9.69 万吨、锌金属量 383.71 万吨、银 2548 吨、铟 5082 吨。2022 年公司下属矿山单位共投入勘探支出 1.67 亿元，全年新增有色金属资源量 4.8 万吨，其中：锡 1.8 万吨、铜 3.0 万吨。2022 年，公司锡金属在国内锡市场占有率为 47.78%，全球锡市场占有率为 22.54%；公司精铟产量全球市场占有率为 3.63%，国内市场占有率为 10.94%，其中原生铟全球市占率约 8.14%，国内市占率约 16.52%。

2022 年，公司自有锡矿产量 3.44 万吨，同比减少 1.76%，铜矿产量 3.16 万吨，同比减少 10.88%，铟矿产量 10.52 万吨，同比增加 6.26%。2022 年，面对锡价二、三季度连续下挫的巨大冲击及公司部分自有矿山矿石品质下降、华联锌铟因不可抗力阶段性停产等多重不利因素，公司全力稳产保产，供矿稳定性和选矿回收率稳中有升，锡精矿的自给率约为 31%，铜精矿的自给率约为 19%，铟精矿的自给率约为 69%，保障公司自给原料供应。

2022 年，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4.1 万吨/年、锡化工产能 2.4 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、铟冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年，铟冶炼产能 60 吨/年，位列 2022 年全球十大精锡生产商中第一位。

表1：2022 年新增有色金属资源情况

矿区	资源储量类型	矿石量 万吨	锡金属量 吨	铜金属量 吨	总金属量 吨
所属矿山	探明资源量	51.85	4031	9,962	13,993
	控制资源量	163.02	10,850	15,368	26,218
	推断资源量	36.36	3,130	4,565	7,695
总计		251.23	18,011	29,895	47,906

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年，公司收购建信投资持有的华联锌铟 8.37%股份，总计持有股份从 82.15%提升至 90.52%，充分保障自给原料供应。铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目由 4 个子项目构成，分别为：铜街-曼家寨矿段 360 万 t/a 采矿扩建工程项目、南加排土场建设项目、南加尾矿库建设项目、都龙矿区废石综合回收项目。截至 2022 年底，铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目建设进度已达 97.78%。随着矿山持续开采，因边界品位下调和

原矿品位逐步下滑,对出矿原矿金属量有一定影响。铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目通过提升采矿规模来增加矿石量,能够有效应对品质下滑等相关不利影响,确保华联锌铟相关原矿金属量产出维持在相对稳定水平,还能进一步延长矿山整体的服务年限。

2023 年,公司计划实现有色金属总产量 33.35 万吨,其中:产品含锡 7.9 万吨、产品铜 12.6 万吨、产品锌 12.46 万吨、铟 71 吨。受益电子需求逐步复苏,叠加光伏、新能源汽车、化工等领域的需求拉动,公司利润有望实现稳步增长。

表2: 华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况

项目名称	投资方式	是否为固定资 产投资	投资项 目涉及 行业	2022 年投 入金额 (亿元)	截至 2022 年末 累计实际投入金 额 (亿元)	资金 来源	项目 进度	未达到计划 进度和预计 收益的原因	披露日期	披露 索引
铜街-曼家寨矿段										
360 万 t/a 采矿扩建	自建	是	有色金属	2.25	22.47	自筹	97.78%	按计划实施	2017/1/11	2017-003
工程项目及其配套项目										
合计	--	--	--	2.25	22.47	--	--	--	--	--

资料来源:公司公告,民生证券研究院

表3: 重要在建工程项目情况 (单位: 万元)

项目名称	预算数	期初余额	期末余额	工程累计投入 占预算比例%	工程进度%	资金来源
南加排土场建设项目	149,287.00	79,868.83	81,506.68	66.87%	82.00%	自筹
矿山工程	139,462.78	45,362.75		100.00%	100.00%	自筹、借款
南加尾矿库建设项目	49,697.00	37,942.70		79.15%	100.00%	自筹
都龙矿区废石综合回收项目 (300 万 t/a)	55,016.00	32,855.08		67.41%	100.00%	自筹
南部选矿园区建设	307,217.54	23,813.30		56.95%	100.00%	自筹、借款
合计	700,680.32	219,842.66	81,506.68			

资料来源:公司公告,民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，受益电子需求复苏，公司利润有望增长。2022 年，公司锡金属在国内锡市场占有率为 47.78%，全球锡市场占有率为 22.54%，锡产销量已连续 17 年位居全球第一。同时，华联锌铟的铜街、曼家寨矿区采矿扩建工程及配套项目建成后采矿产能将从 210 万吨/年提升至 360 万吨/年，充分保障自给原料供应。公司不断地延伸产业链，围绕锡、铟，向精深加工业务布局，受益于电子需求复苏，叠加光伏、新能源汽车、化工等领域需求拉动，公司利润有望增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.40/18.68/19.58 亿元，对应 2023 年 4 月 7 日的 PE 分别为 15X/13X/12X。

5 风险提示

1) 锡、锌、铜价格大幅波动风险。公司主营产品为锡、锌、铜、铟等金属产品,公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。若相关金属产品价格波动剧烈,公司经营业绩可能存在一定波动风险。

2) 安全环保风险。随着国家产业升级和深化改革步伐的深入,国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格,相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢,导致锡、锌、铜等下游需求领域放量不及预期,影响公司产品销量,从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	51998	48520	49515	50020
营业成本	46993	43962	44727	45123
营业税金及附加	285	266	271	274
销售费用	92	86	88	89
管理费用	1148	1175	1199	1211
研发费用	219	204	209	211
EBIT	2290	2845	3040	3131
财务费用	548	459	503	477
资产减值损失	-987	-289	-147	-148
投资收益	107	42	43	43
营业利润	1849	2165	2459	2575
营业外收支	-27	-50	-50	-50
利润总额	1821	2115	2409	2525
所得税	251	293	333	349
净利润	1570	1822	2076	2175
归属于母公司净利润	1346	1640	1868	1958
EBITDA	3751	4346	4681	4920

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2398	3340	5486	7602
应收账款及票据	726	693	708	715
预付款项	317	359	365	368
存货	5937	5490	5733	5784
其他流动资产	1761	1745	1453	1464
流动资产合计	11139	11627	13745	15932
长期股权投资	316	358	401	444
固定资产	17563	17528	17421	17307
无形资产	3473	3462	3443	3423
非流动资产合计	25531	25532	25435	25330
资产合计	36670	37159	39180	41262
短期借款	2487	5487	5487	5487
应付账款及票据	1514	1552	1579	1593
其他流动负债	5710	1525	1548	1560
流动负债合计	9711	8564	8614	8640
长期借款	7945	7945	7945	7945
其他长期负债	1692	1704	1704	1704
非流动负债合计	9637	9649	9649	9649
负债合计	19348	18212	18263	18289
股本	1646	1646	1646	1646
少数股东权益	932	1115	1322	1540
股东权益合计	17322	18947	20917	22972
负债和股东权益合计	36670	37159	39180	41262

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.43	-6.69	2.05	1.02
EBIT 增长率	-48.45	24.25	6.84	2.98
净利润增长率	-52.21	21.82	13.92	4.80
盈利能力 (%)				
毛利率	9.63	9.40	9.67	9.79
净利率	2.59	3.38	3.77	3.91
总资产收益率 ROA	3.67	4.41	4.77	4.75
净资产收益率 ROE	8.21	9.20	9.53	9.14
偿债能力				
流动比率	1.15	1.36	1.60	1.84
速动比率	0.44	0.60	0.85	1.09
现金比率	0.25	0.39	0.64	0.88
资产负债率 (%)	52.76	49.01	46.61	44.33
经营效率				
应收账款周转天数	4.38	4.66	4.66	4.66
存货周转天数	46.12	47.98	47.98	47.98
总资产周转率	1.34	1.31	1.30	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.00	1.14	1.19
每股净资产	9.96	10.83	11.91	13.02
每股经营现金流	3.07	2.82	2.43	2.70
每股股利	0.12	0.06	0.07	0.08
估值分析				
PE	18	15	13	12
PB	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.74	7.84	6.82	6.06
股息收益率 (%)	0.82	0.44	0.50	0.53

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1570	1822	2076	2175
折旧和摊销	1461	1501	1641	1790
营运资金变动	439	482	-463	-277
经营活动现金流	5048	4646	4007	4443
资本开支	-1554	-1394	-1446	-1586
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1438	-1394	-1134	-1586
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-3683	-1545	0	0
筹资活动现金流	-5750	-2309	-727	-742
现金净流量	-2130	943	2146	2115

插图目录

图 1: 2022 年公司实现营收 519.98 亿元	3
图 2: 2022 年公司实现归母净利润 13.46 亿元	3
图 3: 2022Q4 公司实现营收 98.30 亿元	3
图 4: 2022Q4 公司实现归母净利润 95.0 万元	3
图 5: 2022 年公司分产品营收情况 (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年分产品营收占比结构	4
图 7: 2022 年公司主要产品销量 (单位: 吨)	5
图 8: 2022 年公司主要产品单价 (单位: 万元/吨)	5
图 9: 2022 年公司毛利分产品占比情况	5
图 10: 公司产品单吨毛利情况 (单位: 万元/吨)	5
图 11: 公司净利率与毛利率情况	6
图 12: 公司分产品毛利率变化 (2021 vs 2022)	6
图 13: 公司期间费用情况	6
图 14: 公司研发费用率情况	6
图 15: 2022 年公司投资收益情况	7
图 16: 2022 年公司减值损失情况	7
图 17: 2022 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 18: 2022 年公司资产负债率情况	7
图 19: 2022 年公司经营净现金流	8
图 20: 2022 年公司 ROE 情况	8
图 21: 公司分季度期间费用情况	8
图 22: 公司分季度费用率情况	8
图 23: 公司分季度研发费用率情况	9
图 24: 公司分季度毛利率与净利率情况	9
图 25: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	9
图 26: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年新增有色金属资源情况	10
表 2: 华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况	11
表 3: 重要在建工程项目情况 (单位: 万元)	11
公司财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026