

2024年09月20日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 锡景气周期或开启，高增量银锡巨头浴火重生

## —兴业银锡（000426.SZ）公司深度报告

### 买入（维持） 投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
分析师：杜飞 S1050523070001  
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据		2024-09-20
当前股价（元）		10.45
总市值（亿元）		192
总股本（百万股）		1837
流通股本（百万股）		1675
52周价格范围（元）		7.57-15.53
日均成交额（百万元）		332.53



### 相关研究

1、《兴业银锡（000426）：主力银漫矿山技改增量兑现，2024H1 利润大幅增长》2024-09-01

### 公司主要经营有色金属及贵金属矿产采选冶业务，银锡金属处于业内前列

兴业银锡注册成立于1996年8月23日，主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼。公司拥有三十多年的行业经验及得天独厚的地域条件，矿产资源丰富，生产能力及采选技术科技含量在同规模矿山企业中处于领先地位。旗下子公司银漫矿业以铅锌银矿、铜锡银锌矿资源为主，含银量较多、矿产品位较高、剩余服务年限较长，为国内最大白银矿山之一，同时也是国内锡精矿生产骨干企业。据中国有色金属工业协会锡业分会数据，银漫矿业2023年锡精矿产量国内排名第二，国内市场占有率为8.7%，较2022年上升6.1%。

### 公司金属储量丰富，主力矿山技改成果优异，公司2024年锡银产量将大幅增长

兴业银锡公司矿产资源丰富、储量规模较大、品位较高，具有较强的资源优势。目前拥有资源储量矿石20549.65万吨，锌215.90万吨，铁277.62万吨，银9678.69吨，锡19.10万吨，铜15.57万吨，铟1150.76吨，铅86.31万吨，锑18.47万吨，镉9206.46吨，金20.65吨，镍32.84万吨。

公司旗下主力矿山，银漫矿业的选矿厂于2023年6月9日进行停产技改，选矿工艺在原有的基础上改造锡石浮选，已于2023年7月10日完成并投入使用。银漫矿业矿产产能顺利释放，经营业绩已于2024年上半年实现大幅增长。

### 国内锡供应小幅增长，海外供应放量仍缓慢，预计全球锡供应维持低增速

存量方面，缅甸总体仍未复产，2023年4月以来主要产锡地区缅甸佤邦发布通知将于8月起暂停矿产资源开采，缅甸佤邦除曼相以外的其他矿区自2024年1月3日起复工复产，因此目前仍几无复产；印尼面临陆上资源品位下滑问题，多次重申2024年将停止锡出口；增量方面，巴西、刚果（金）及摩洛哥今年或有新产能投放，但项目实际投产或仍有延后，其中进度最快的刚果金 Mpama South 投产计划仍延迟两个季度，因此整体新建项目投产时间仍发生较大程度延后。综合存量变动及增量投产预期，预计2024-2026年全球锡供应量为38.04、39.13、40.03万吨，3年CAGR为2.65%。

## 需求侧向好，焊锡终端半导体需求恢复增长，光伏+电车贡献需求高增长

锡主要终端需求仍维持高位。1) 全球半导体销售额持续回暖，国内集成电路产量持续增长，2023 年全球半导体销售额、中国集成电路产量同比分别为-10.93%、+8.40%。2024 年 1-7 月全球半导体销售额同比+17.32%，国内集成电路产量同比+8.40%。2) 三大家电需求同比增速维持高位，有望拉动锡焊需求提升，2023 年空调、冰箱、洗衣机产量分别同比+13.50%、+14.5%、+19.3%，2024 年 1-7 月空调、冰箱、洗衣机累计产量分别同比+9.5%、+7.3%、+7.9%。3) 光伏、电动车持续贡献高增长。预计 2024-2026 全球锡消费量为 40.69、41.29、42.08 万吨，三年 CAGR 为 4.28%。

预计 2024-2026 年全球锡平衡为-2.65、-2.16、-2.04 万吨，锡供需有望维持短缺。叠加全球锡矿开采成本中枢逐渐上移，锡价或将在未来几年保持较强走势。

## 盈利预测

预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 54.14、62.34、70.26 亿元，归母净利润分别为 16.24、20.74、25.93 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.8、9.3、7.4 倍。

考虑到近期锡价和银价较前次盈利预测时期价格有所回落，因此略微下调盈利预测。但是考虑到锡价有望持续高位运行，白银价格或延续高位走势，叠加公司锡银产量有望提升。我们维持“买入”投资评级。

## 风险提示

1) 技改项目放量节奏不达预期；2) 主要产品价格下跌风险；3) 矿山生产安全风险；4) 缅甸复产进度超预期；5) 下游半导体需求复苏不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	3,706	5,414	6,234	7,026
增长率 (%)	77.7%	46.1%	15.2%	12.7%
归母净利润 (百万元)	969	1,624	2,074	2,593
增长率 (%)	457.4%	67.5%	27.7%	25.0%
摊薄每股收益 (元)	0.53	0.88	1.13	1.41
ROE (%)	14.7%	20.5%	21.5%	22.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 公司介绍.....	7
1.1、 公司简介：产业链一体化程度高，协同优势强 .....	7
1.2、 公司发展历程：进入产能扩张期 .....	7
1.3、 公司产业布局：聚焦锡银主业，多金属产业并举 .....	8
1.4、 公司财务指标：运营稳健，静待技改放量支撑业绩进一步增长.....	10
2、 锡行业供应：维持低增速.....	12
2.1、 全球锡储量、产量不断下滑 .....	12
2.2、 中国：供应持续收紧，进口依赖程度较高 .....	13
2.3、 缅甸：政策扰动加剧，供应日趋乏力 .....	16
2.4、 印尼：资源品位下滑，供应下滑 .....	17
2.5、 其他地区：产量整体较稳定 .....	19
2.6、 增量项目：2024 年海外项目新投产进度缓慢.....	20
2.7、 供应预测：全球锡供应维持低增速 .....	26
3、 锡需求：焊锡终端半导体需求维持高位，光伏+电车贡献高增长.....	27
3.1、 锡需求应用广泛 .....	27
3.2、 锡下游主要消费领域为锡焊料 .....	28
3.2.1 智能设备：半导体、集成电路需求触底回升，上行周期或开启.....	28
3.2.2 家电：需求增速维持高位，景气持续修复 .....	29
3.2.3 新能源车：持续拉动锡需求增长 .....	30
3.2.4 光伏焊带：用锡持续增加 .....	31
3.3、 锡化工：地产后周期需求韧性仍存，有望带动锡化工需求回升.....	33
4、 供需：维持紧平衡.....	34
4.1、 预计锡平衡远期持续趋紧 .....	34
4.2、 成本：全球锡矿成本曲线不断上移，锡价有望获高位支撑.....	35
4.3、 价格：LME 锡价与半导体周期存在相关性 .....	35
5、 公司看点：主力矿山复产+技改+扩产多策并举，未来增量可期.....	36
5.1、 主力矿山：银漫矿业 .....	36
5.2、 锡林矿业 .....	38
5.3、 融冠矿业 .....	39
5.4、 乾金达矿业 .....	40
5.5、 荣邦矿业 .....	41
5.6、 唐河时代 .....	42
5.7、 博盛矿业 .....	43
6、 盈利预测评级.....	43
6.1、 关键假设 .....	43
6.2、 盈利预测 .....	44
7、 风险提示.....	45

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	7
图表 2: 公司发展历程.....	8
图表 3: 2023 年公司各类金属保有资源量.....	9
图表 4: 公司产品产量.....	10
图表 5: 公司营收及增速.....	10
图表 6: 公司归母净利润及增速.....	10
图表 7: 各产品营收中占比.....	11
图表 8: 各产品毛利中占比.....	11
图表 9: 公司资产负债率.....	11
图表 10: 公司经营活动现金流.....	11
图表 11: 全球锡资源储量分布 (2023E).....	12
图表 12: 全球锡产量分布 (2023E).....	12
图表 13: 全球锡矿资源储量近三年持续下滑 (吨).....	13
图表 14: 全球锡产量近三年步入下滑通道.....	13
图表 15: 中国锡矿产量及全球占比.....	13
图表 16: 中国锡矿砂及其精矿进出口情况.....	13
图表 17: 锡业股份各金属保有资源量情况.....	14
图表 18: 锡业股份锡锭产量情况.....	14
图表 19: 公司位列 2023 年全球十大精锡生产商第一位.....	14
图表 20: 兴业银锡主力矿山银漫矿业保有资源量情况.....	14
图表 21: 兴业银锡锡精粉产量.....	15
图表 22: 兴业银锡 2023 年锡精粉产量占比 75%.....	15
图表 23: 华锡有色主力矿山锡金属保有资源量情况.....	15
图表 24: 华锡有色锡精矿及锡锭产量.....	16
图表 25: 华锡有色选矿处理量.....	16
图表 26: 华锡有色锡精矿自产量及外购量.....	16
图表 27: 华锡有色铅锑精矿、锌精矿及锌锭产量.....	16
图表 28: 缅甸锡矿产量及增速.....	17
图表 29: 中国从缅甸进口锡矿数量.....	17
图表 30: 印尼锡矿产量及增速.....	18
图表 31: 印尼锡锭出口数量.....	18
图表 32: PT Timah 锡矿资源量情况 (单位: 千吨).....	18
图表 33: PT Timah 锡资源储量情况 (单位: 千吨).....	18

图表 34: PT Timah 锡矿产量情况 .....	19
图表 35: PT Timah 精炼锡产量情况.....	19
图表 36: MSC 旗下主力矿山 RHT 资源储量情况 (截至 2024 年 1 月 1 日) .....	19
图表 37: MSC 锡矿产量情况 .....	20
图表 38: MSC 精炼锡产量情况 .....	20
图表 39: Minsur 旗下主力矿山 San Rafael 锡矿产量情况.....	20
图表 40: Minsur 精炼锡产量情况 .....	20
图表 41: Roche Dure 从 6600mN 延伸至 8400mN, 延伸超过 1.8 公里 .....	21
图表 42: Uis 采矿许可区 (ML134) .....	22
图表 43: Alphamin North 锡生产与销售量.....	23
图表 44: Mpama 北部与南部矿山位置.....	23
图表 45: Heemskirk 是澳大利亚最大、世界第三大最高品位的尚未开发的锡矿项目 .....	24
图表 46: Rension Bell 历年锡金属产量情况.....	25
图表 47: Rension Bell 远期锡金属生产计划.....	25
图表 48: 全球锡增量项目汇总 .....	25
图表 49: 全球锡金属供应量预测 .....	26
图表 50: 以地域划分的锡消费情况 .....	27
图表 51: 各地域锡消费变化 .....	27
图表 52: 锡终端需求量预测 .....	28
图表 53: 2023 年全球锡下游消费结构.....	28
图表 54: 2023 年全球锡焊料消费结构.....	28
图表 55: 全球半导体销售额持续回升 .....	29
图表 56: 国内集成电路产量同比增速持续走高 .....	29
图表 57: 2023 年国内空调累计产量及累计同比增速.....	29
图表 58: 2023 年国内冰箱累计产量及累计同比增速.....	29
图表 59: 2023 年国内洗衣机累计产量及累计同比增速.....	30
图表 60: 新能源汽车单车用锡量为 1000g, 为传统燃油车两倍 .....	30
图表 61: IAI 预计到 2025 年新能源汽车渗透率达 14.6% .....	30
图表 62: 全球新能源汽车用锡量预测 .....	31
图表 63: 光伏焊带示意图 .....	31
图表 64: 光伏焊带工作原理 .....	32
图表 65: 光伏焊带横截面 .....	32
图表 66: 全球各区域光伏新装机量加速增长 .....	32
图表 67: 中国或成为全球范围内光伏发展主力 .....	32
图表 68: 全球光伏板块锡金属需求预测 .....	33
图表 69: 锡化工下游需求分布 .....	33

图表 70: 国内房屋竣工情况 .....	33
图表 71: 全球锡金属需求量预测 .....	34
图表 72: 全球锡金属供需平衡表 .....	34
图表 73: 预计 2027 年全球锡矿完全成本持续抬升 .....	35
图表 74: 锡价与半导体周期存在相关性 .....	36
图表 75: 国内锡价 .....	36
图表 76: 银漫矿业净利润 .....	37
图表 77: 银漫矿业技改前后产量变化 .....	37
图表 78: 锡林矿业净利润 .....	38
图表 79: 锡林矿业产品介绍 .....	38
图表 80: 融冠矿业净利润 .....	39
图表 81: 融冠矿业产品介绍 .....	39
图表 82: 乾金达矿业净利润 .....	40
图表 83: 乾金达正常年份产量 .....	40
图表 84: 荣邦矿业净利润 .....	41
图表 85: 荣邦矿业正常年份产量 .....	41
图表 86: 唐河时代净利润 .....	42
图表 87: 唐河时代正常年份产量 .....	42
图表 88: 博盛矿业正常年份产量 .....	43
图表 89: 公司营业收入假设 .....	43

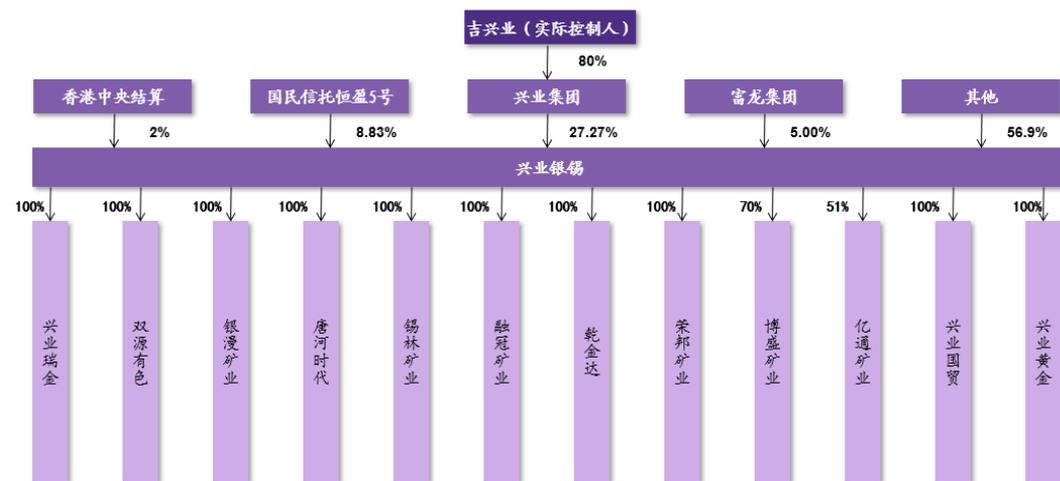
# 1、公司介绍

## 1.1、公司简介：产业链一体化程度高，协同优势强

公司主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼，拥有三十多年的行业经验和得天独厚的地域条件，储备了雄厚的矿产资源，生产能力及采选技术科技含量在同规模矿山企业中均处于领先地位。

公司已经形成了有色金属资源勘查、储备、开发、冶炼以及有色金属贸易等一系列较为完整的产业链条。公司下属 16 家子公司，可分为五大板块，分别为采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块、研发板块。公司拥有的矿产品种多为多金属矿，主要产品为银、锡、铅、锌、铁、铜、锑、金等有色金属、贵金属及黑色金属，目前主要以精粉或混合精粉等产品销售为主。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 1.2、公司发展历程：进入产能扩张期

兴业银锡经过重大资产重组后，主营业务从城市供热、供电转型为有色金属资源的采选、冶炼与加工。公司现有主要产品为锌精粉、含铜银精粉、锡精粉、低品位锡精粉、铁精粉、铅精粉、含铅银精粉等精粉或混合精粉。产品用途广泛，被应用于冶金、电子、电器、化工、建筑、机械、汽车、航天、军工等多个行业。

经过 20 多年的发展，公司通过收购多个矿山子公司，扩充了丰富的有色金属资产，储备了雄厚的基本金属、稀贵金属资源，积累了充足的矿山建设和有色金属采选生产经验，在人才、管理、技术和设备等方面具有较强的市场竞争能力。2023 年公司业务总营收已超 37 亿元。

公司早期 (1996 年)：1996 年 8 月 28 日，经深圳证券交易所批准，“富龙热力”股

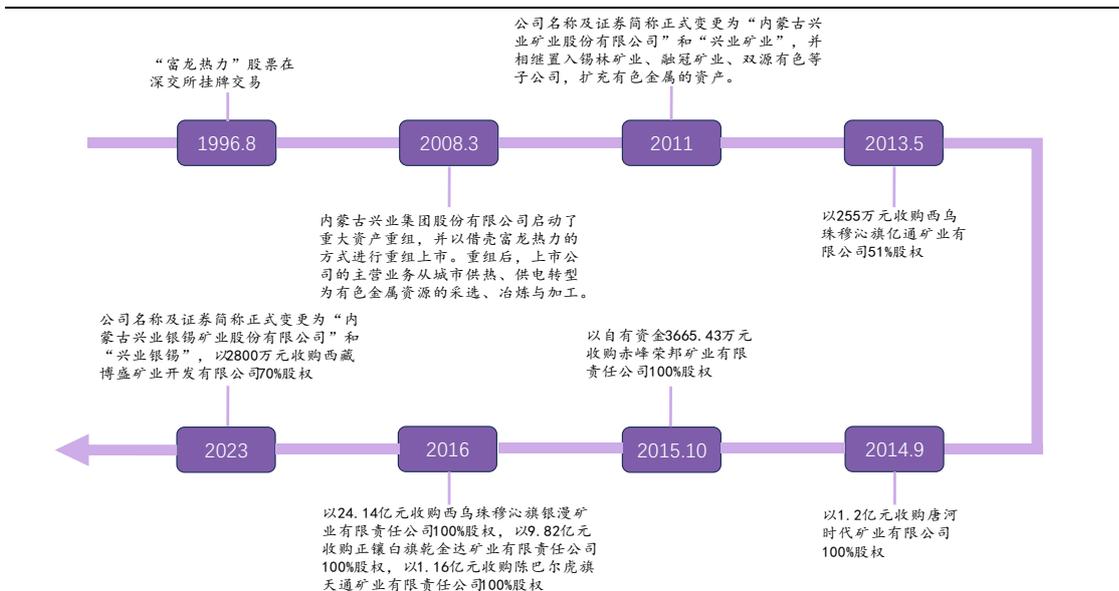
票在深交所挂牌交易。

**公司资产重组，业务转型时期（2008年）：**2008年3月14日，内蒙古兴业集团股份有限公司启动了重大资产重组，并以借壳富龙热力的方式进行重组上市。重组后，上市公司的主营业务从城市供热、供电转型为有色金属资源的采选、冶炼与加工。

**公司更名，大力扩张有色金属资源储备时期（2011-2016年）：**2011年，公司名称及证券简称正式变更为“内蒙古兴业矿业股份有限公司”和“兴业矿业”，并相继置入锡林矿业、融冠矿业、双源有色等子公司，扩充有色金属的资产。2013到2016年，公司先后收购亿通矿业、唐河时代、荣邦矿业、银漫矿业、乾金达矿业、天通矿业，进一步丰富矿产资源。

**公司更名，扩张金资源储备（2023年）：**2023年，公司名称及证券简称正式变更为“内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司”和“兴业银锡”，以2800万元收购西藏博盛矿业开发有限公司70%股权，丰富了金矿采矿、探矿、销售业务。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

### 1.3、公司产业布局：聚焦锡银主业，多金属产业并举

公司所拥有的矿产资源丰富，储量规模较大，品位较高，具有较强的资源优势。2023年共计拥有资源储量矿石 20549.65 万吨，锌 215.90 万吨，铁 277.62 万吨，银 9678.69 吨，锡 19.10 万吨，铜 15.57 万吨，铟 1150.76 吨，铅 86.31 万吨，锑 18.47 万吨，镉 9206.46 吨，金 20.65 吨，镍 32.84 万吨。

目前，公司旗下拥有 9 家矿业子公司，其中融冠矿业为所在地的龙头企业，保有矿石储量 2027.10 万吨，品位为 4.25%的锌金属量为 75.47 万吨，品位为 5.10%的锌金属量为 6.38 万吨，银金属量 219.40 吨，品位 13.76g/t，铟金属量 181.80 吨，品位 86.00g/t；银

漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长，为国内最大的白银生产矿山之一，保有矿石量共 5754.04 万吨，品位 182.6g/t 的白银金属量为 2276.80 吨，品位 194.69g/t 的白银金属量为 6105.50 吨；锡金属量 19.10 万吨，品位 0.74%。

图表 3：2023 年公司各类金属保有资源量

矿山	矿石储量 /万吨		银/吨	金/ KG	锌/万吨	铅/万吨	锡/万吨	铜/万吨	钨/吨	镉/万吨	镍/万吨	钴/吨	铁 TFe/万吨
锡林矿业	KZ+TD	品位			2.20%								28.73%
		金属量	996.30		21.25								
					4.25%								29.53%
融冠矿业	TM+KZ+TD	品位			5.10%								32.75%
		金属量	2027.10		6.38								
				13.76g/t		75.47				86.00g/t			
银漫矿业	TM+KZ+TD	品位			3.53%	1.66%							
		金属量	5754.04		219.40		181.80						
				182.6g/t		3.53%	1.66%						
乾金达	TM+KZ+TD	品位			2.80%		0.74%	0.52%					
		金属量	231.90		219.40		181.80						
				194.69g/t		2.80%		0.74%	0.52%				
荣邦矿业	TM+KZ+TD	品位			5.26%	4.82%							
		金属量	1031.48		12.20	11.17							
				42.65g/t	0.15g/t	0.68%	0.35%		0.62%				
锐能矿业	TM+KZ+TD	品位											
		金属量	441.70		115.34g/t		1.19%						
				42.65g/t	0.15g/t	0.68%	0.35%		0.62%				
唐河时代	TM+KZ+TD	品位											
		金属量	9754.90		364.09	136.45	0.53	0.82		0.84			
				28.50g/t		3.86%	2.14%		0.15				
博盛矿业	TM+KZ+TD	品位											
		金属量	312.23		6.57g/t		20509.26						
				6.57g/t		20509.26							
合计:	20549.65		9678.69	20645.71	215.90	86.31	19.10	15.57	1150.76	18.47	32.84	9206.46	277.62

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2023 年公司主要产品产量均实现大幅增长。1) 锡产品方面，2023 年公司实现锡精粉产量 5811.57 吨，同比+110.74%，实现低品位锡精粉（锡次）产量 1957.68 吨，同比+588.23%，主要原因系公司子公司银漫矿业聘请了北矿院和广州院进行研究对锡矿石选矿工艺在原有的基础上增加锡石浮选，提高了回收率，回收率同比增加所致；2) 银产品方面，实现含铜银精粉产量 94.71 吨，同比+10.75%，实现含铅银精粉产量 27.37 吨，同比+1.13%；3) 矿产金产品方面，实现金精粉产量 48.91 千克，同比+100%，主要原因系公司收购子公司西藏博盛矿业，西藏博盛矿业主要生产金精粉所致；4) 铅锌产品方面，实现锌精粉产量 54972.43 吨，同比+32.76%，实现铅精粉产量 14172.43 吨，同比+203.67%，主要原因系报告期公司子公司乾金达矿业铅锌矿石选矿处理量同比增加所致；5) 铁产品方面，实现铁精粉产量 352283.91 吨，同比+0.14%；6) 铋产品方面，实现铋精粉产量 161.74 吨，同比+100%，主要原因系报告期公司子公司锡林矿业铋金属原矿品位上升选矿处理量同比增加所致。

图表 4：公司产品产量

产品	单位	2020	2021	2022	2023
锌精粉	吨	38867.26	40290.7	41408.2	54972.43
含铜银精粉	吨	58.36	46.46	85.52	94.71
锡精粉	吨	1294.21	1160.75	2757.74	5811.57
低品位锡精粉（锡次）	吨	439.04	311.22	284.45	1957.68
铁精粉	吨	406585.29	322352.37	351794.94	352283.91
钼精粉	吨	193.16	21.84	0	161.74
钨精粉	吨	4.61	0	0	0
铅精粉	吨	2225.72	11448.41	4667.05	14172.43
含铅银精粉	吨	3.18	19.03	27.07	27.37
金精粉	千克				48.91
硫	吨				2905.50

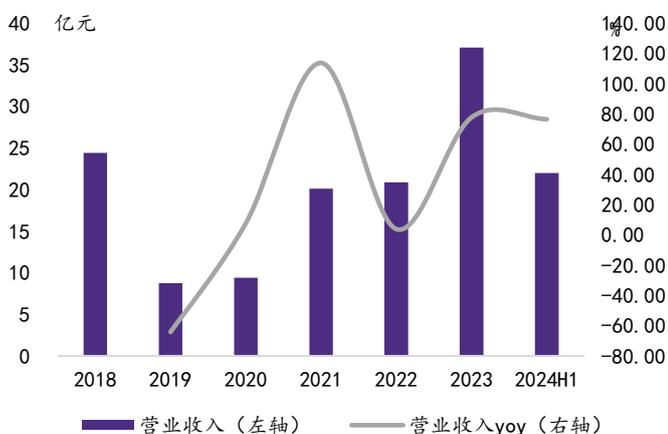
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 1.4、公司财务指标：运营稳健，静待技改放量支撑业绩进一步增长

2019 年银漫矿业、融冠矿业、锡林矿业等子公司停工停产停建，2020 年后矿山复产带动业绩重回增长。2019 年，公司旗下子公司银漫矿业因事故停产，融冠矿业和锡林矿业响应政府非煤矿山停产检查要求，分阶段停产，导致公司收入出现大幅下滑。2020 年下半年，伴随银漫矿业复产、乾金达矿业投产，公司营业收入逐渐恢复、提升，业绩有所改善。2019 年至 2023 年，公司营收稳步增长，净利润因锡价波动持续震荡。2023 年实现总营收 37.06 亿元，同比增长 77.67%，实现归母净利润 9.69 亿元，同比增长 457.41%。

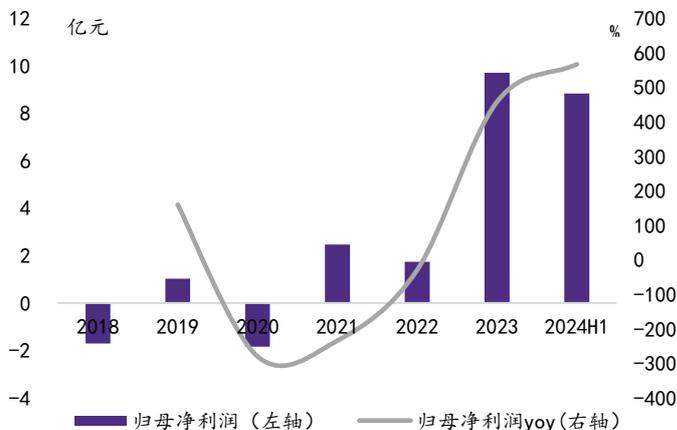
2023 年技改成果优异，业绩大幅增长。2023 年 6 月 9 日银漫矿业选矿厂进行停产技改，选矿工艺在原有的基础上改造锡石浮选，于 7 月 10 日完成并投入使用，经营业绩大幅增长。受益于银漫矿山技改完成释放矿山产能，公司营收和净利润在 2024 年持续保持高速增长，2024 年上半年营业收入 21.98 亿元，同比+76.42%；归母净利润 8.83 亿元，同比+566.43%。

图表 5：公司营收及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

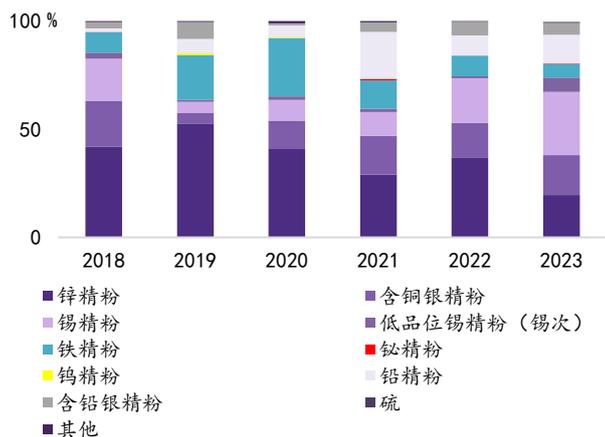
图表 6：公司归母净利润及增速



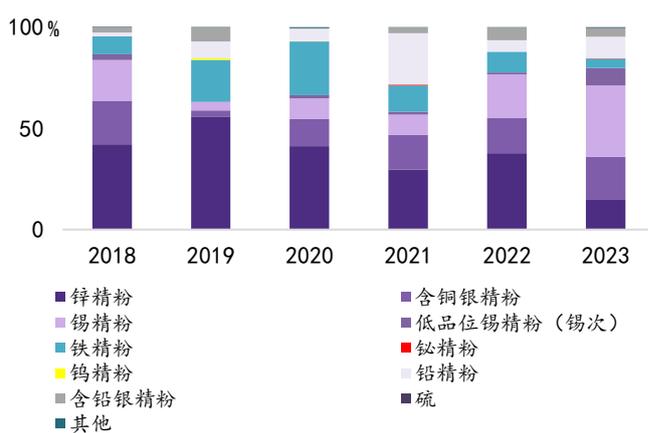
资料来源：Wind，华鑫证券

**锌锡银贡献主要业绩，锡银占比逐步上升。**2018-2022年，营业收入和毛利中锌精粉均占比第一，锡银业务产出的精粉和混合精粉产品占比逐步上升，但2023年公司锡精粉营收及毛利占比开始上升至第一位。2023年公司营收中锌精粉占比19.49%，锡精粉占比29.28%，含铜银精粉占比18.48%，含铅银精粉占比5.59%，锡银产品营收占比较2022年均有所上升。2023年公司毛利中锌精粉占比15.03%，锡精粉占比35.18%，含铜银精粉占比20.94%，含铅银精粉占比4.30%，2023年锡精粉毛利占比上升至第一位。整体来看，公司营收及毛利中锌精粉产品占比大幅下降，锡银产品占比稳步上升，并且锡产品上升至第一位。

图表7：各产品营收中占比



图表8：各产品毛利中占比

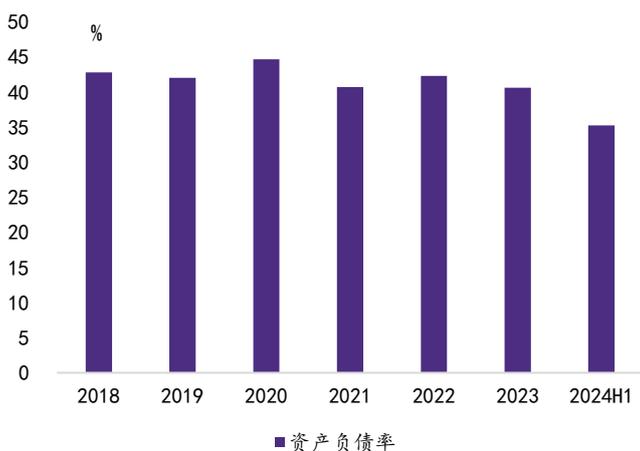


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

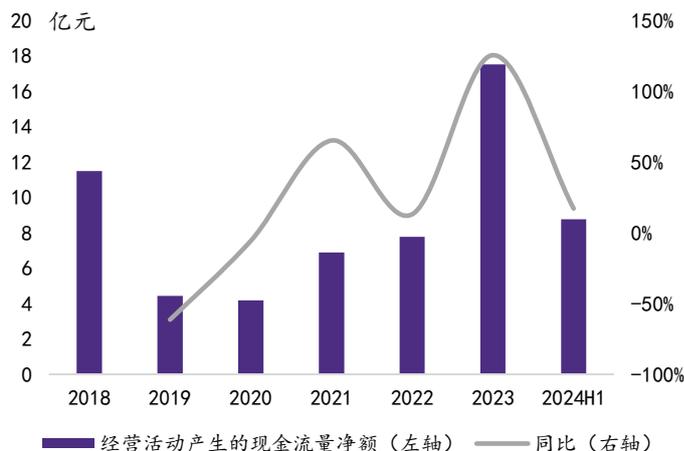
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

**公司资产负债率处于安全水平，经营活动现金流稳步上升。**近年来，除2020年恢复重组子公司银漫矿业的影响使资产负债率达44.65%外，公司从2018至2023年资产负债率维持在42%附近，负债水平较为健康。2023年公司经营活动现金流达17.5亿元，同比增加125.23%，经营活动现金流自2020年逐步上升。2024年上半年公司经营活动现金流达8.75亿元，也保持了16.98%的同比增长。

图表9：公司资产负债率



图表10：公司经营活动现金流



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2、锡行业供应：维持低增速

### 2.1、全球锡储量、产量不断下滑

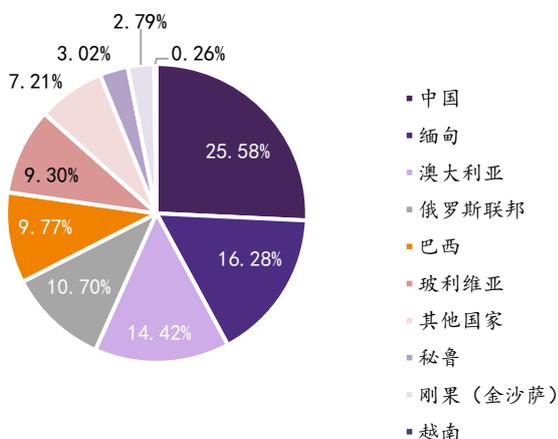
供给端，目前国内炼厂原料库存较为充足，加工费稳定，但海外供应扰动频繁。2023 年年初受罢工事件影响南美原料供应短期大幅下降，2023 年 4 月以来主要产锡地区缅甸佤邦发布通知将于 2023 年 8 月起暂停矿产资源开采，并于 2023 年 5 月份重申暂停锡矿开采的坚定立场，缅甸佤邦除曼相以外的其他矿区自 2024 年 1 月 3 日起复工复产，因此目前仅极少部分开始复产，进一步加剧了今年全球锡矿供应紧张预期。

长期来看，锡作为稀有金属，地壳含量较低，资源稀缺性日益显现。随着传统主产区资源品质呈现不同程度下降，开采成本中枢逐步上移，矿山供给将呈现不断下滑的趋势。同时由于锡矿资源分布和供应较为集中，行业进入存在一定壁垒，行业资本开支不足导致长期供应增量有限，锡矿供给较为刚性。

锡资源储量集中于中国、缅甸、澳大利亚三大国家。据 USGS 数据，全球锡资源最主要分布在中国、缅甸及澳大利亚，资源储量分别占比全球 25.58%、16.28%、14.42%。

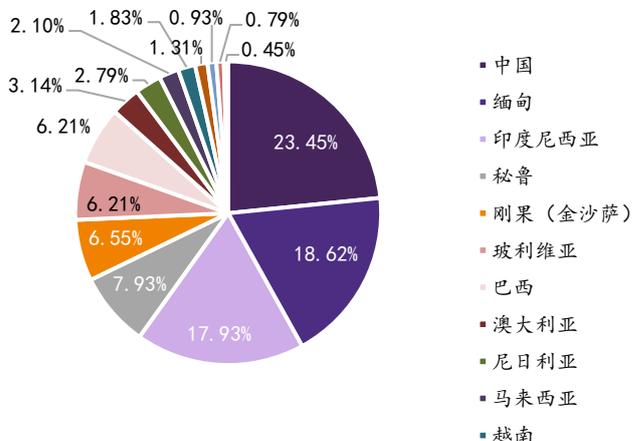
锡金属主力生产国为中国、缅甸、印度尼西亚三大国家。据 USGS 数据，全球锡金属前三大主力生产国为中国、缅甸及印度尼西亚，产量占比全球分别为 23.45%、18.62%、17.93%。

图表 11：全球锡资源储量分布（2023E）



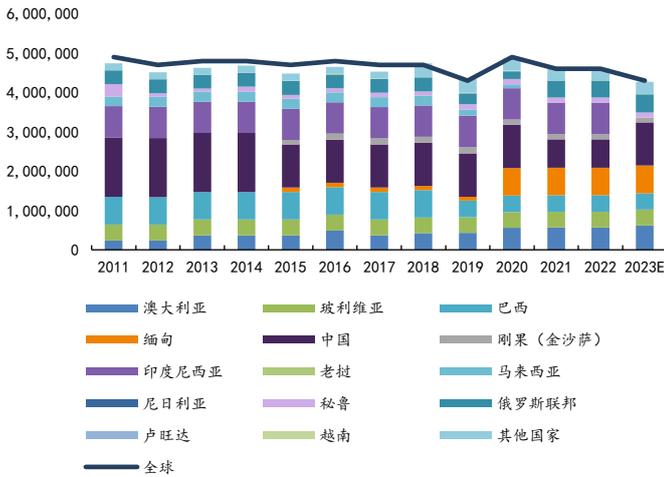
资料来源：USGS，华鑫证券研究

图表 12：全球锡产量分布（2023E）



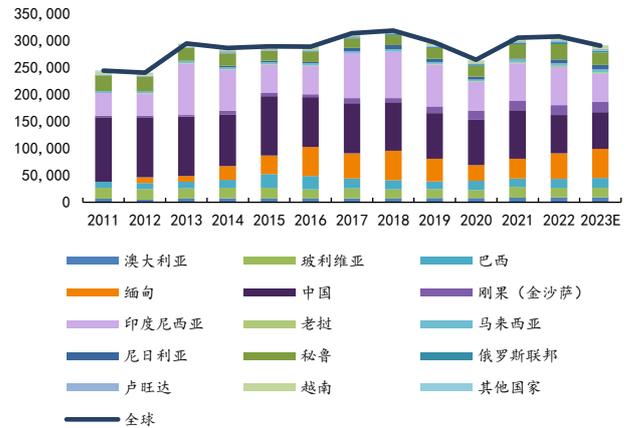
资料来源：USGS，华鑫证券研究

图表 13: 全球锡矿资源储量近三年持续下滑 (吨)



资料来源: USGS, 华鑫证券研究

图表 14: 全球锡产量近三年步入下滑通道



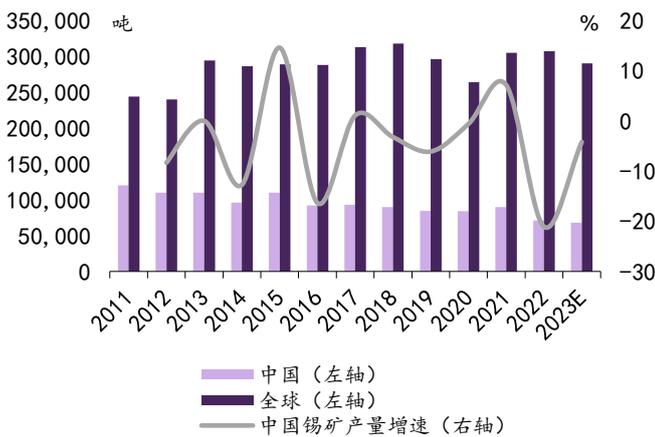
资料来源: USGS, 华鑫证券研究

## 2.2、中国: 供应持续收紧, 进口依赖程度较高

作为全球第一大锡矿生产国, 国内供应持续收紧, 且进口依赖程度较高。据 USGS 数据, 中国锡矿产量近两年开始呈现下降趋势, 2022 年国内锡矿产量 7.1 万吨, 同比-21.11%, USGS 预计 2023 全年锡矿产量为 6.8 万金属吨, 同比-4.23%。同时, 国内供应对锡矿进口依赖程度仍较高, 2023 年国内锡矿砂及精矿进口量为 24.88 万吨, 同比+2.09%。

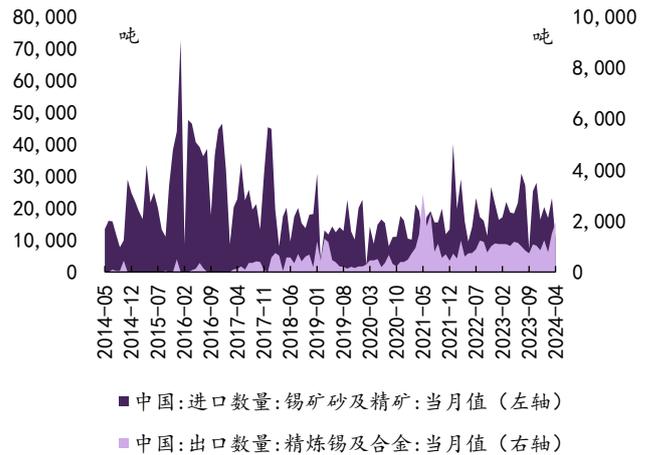
2024 年以来, 国内进口锡矿下滑严重。1-7 月国内锡矿进口量为 14.50 万实物吨同比-26.23%。其中从缅甸进口锡矿 1-7 月累计达到 12.8 万吨, 同比-48.74%。

图表 15: 中国锡矿产量及全球占比



资料来源: USGS, 华鑫证券研究

图表 16: 中国锡矿砂及其精矿进出口情况



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

国内主要锡矿开采企业为锡业股份、兴业银锡及华锡有色。其中锡业股份为国内锡、铟双头生产商, 位列全球十大精锡生产商中的第一位。2023 年共计拥有资源储量矿石 2.61 亿吨, 锡金属量 64.64 万吨、铜金属量 116.72 万吨、锌金属量 376.28 万吨、铟 4945 吨、

三氧化钨量 7.75 万吨、铅金属量 9.54 万吨、银 2491 吨。

截至公司 2023 年年报，目前公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年，压铸锌合金 3 万吨/年，铜冶炼产能 60 吨/年。

图表 17：锡业股份各金属保有资源量情况

	矿石	锡金属量	铜金属量	铅金属量	锌金属量	银金属量	铟金属量
单位	亿吨	万吨	万吨	万吨	万吨	吨	吨
金属量	2.61	64.64	116.72	9.54	376.28	2491	4945

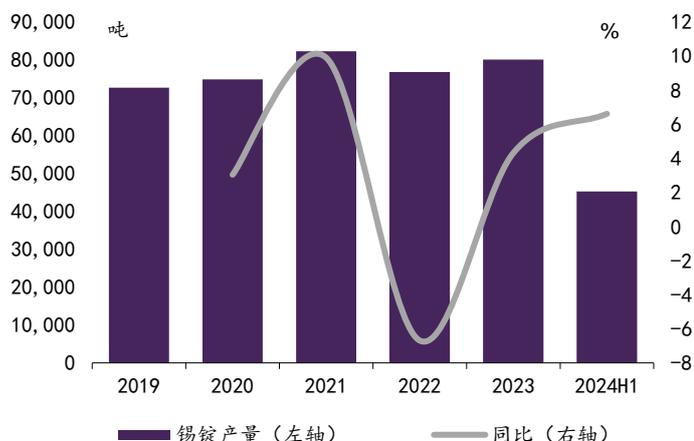
资料来源：锡业股份公司公告（截止 2023 年 12 月 31 日），华鑫证券研究

产量方面，公司产量较去年同比提升。锡业股份 2023 年生产锡金属 8.00 万吨，同比+4.30%，其中锡原矿金属产量 3.20 万吨，同比-7.05%。2023 年产铜金属 12.93 万吨，同比+2.78%，其中铜原矿金属产量 3.06 万吨，同比-3.20%。

2024 年上半年来看，锡业股份生产锡 4.52 万吨，同比+6.6%；生产铜 7.03 万吨，同比+7.99%。

自 2005 年以来公司锡产销量位居全球第一位，根据国际锡业协会（ITA）统计，公司 2023 年仍位列十大精锡生产商中第一位。

图表 18：锡业股份锡锭产量情况



资料来源：锡业股份公司公告，华鑫证券研究

图表 19：公司位列 2023 年全球十大精锡生产商第一位

2023 Top 10 Refined Tin Producers

Company	2022	2023	YoY Change
1 Yunnan Tin* (China)	77,100	80,100	3.9%
2 Minsur** (Peru)	32,700	31,700	-3.1%
3 Yunnan Chengfeng (China)	20,600	21,800	5.8%
4 Malaysia Smelting Corp (Malaysia)	18,800	20,700	10.1%
5 PT Timah (Indonesia)	19,800	15,300	-22.7%
6 Guangxi China Tin (China)	10,900	12,000	10.1%
7 EM Vinto (Bolivia)	10,300	10,000	-2.9%
8 Jiangxi New Nanshan (China)	10,800	9,500	-12.0%
9 Aurubis Beerse (Belgium)	8,200	9,300	13.4%
10 Thaisarco (Thailand)	9,500	9,200	-3.2%

DATA: Provisional data reported to ITA and rounded to the nearest 100 t.  
\*Includes overseas production.  
\*\*Includes production from Brazilian subsidiary Mineracao Taboca.

资料来源：ITA，华鑫证券研究

银漫矿业为兴业银锡旗下主力矿山，近年来遭遇停产干扰较多，但现银漫矿业已完成技改将提升产量。采矿许可证范围内保有资源量：矿石量 5754.04 万吨。其中：锡金属量 19.10 万吨，平均品位 0.74%。

图表 20：兴业银锡主力矿山银漫矿业保有资源量情况

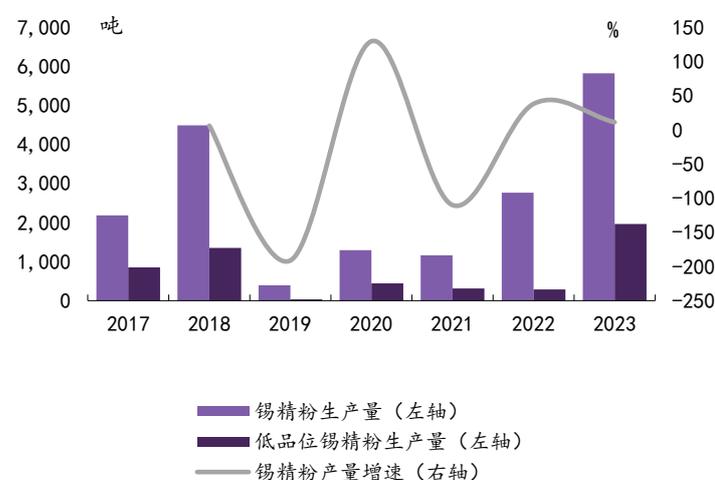
矿石种类	矿石量/万吨	金属分类	平均品位	金属量 (吨)
铅锌银矿石量	1558.64	锌金属量	3.53%	480277.35
		铅金属量	1.66%	480277.35
		银金属量	182.60 克/吨	2276.80
铜锡银锌矿石量	4195.4	锌金属量	2.80%	214220.98

伴生矿产	银金属量	194.69 克/吨	6105.50
	铜金属量	0.52%	24294.81
	<b>锡金属量</b>	<b>0.74%</b>	<b>190997.12</b>
	钼金属量	16.84 克/吨	968.96
	镉金属量	0.02%	9206.46
	铋金属量	0.32%	184704.69
	铅金属量	0.32%	132803.28

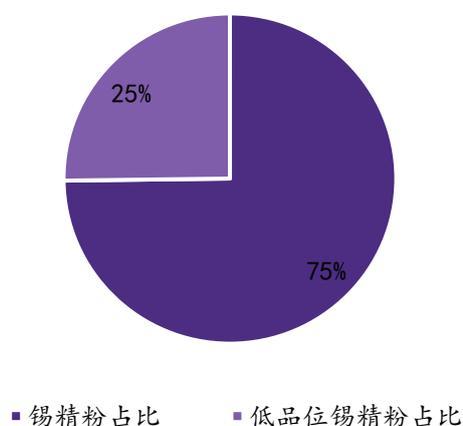
资料来源：兴业银锡公司公告（截至 2023 年末），华鑫证券研究

银漫矿业 2023 年生产锡精粉 5811.57 吨，同比+10.74%，主要生产较高品位的锡精粉，占比为 75%。

图表 21：兴业银锡锡精粉产量



图表 22：兴业银锡 2023 年锡精粉产量占比 75%



资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

华锡有色旗下拥有高峰矿和铜坑矿两座主力矿山。高峰矿的 105 号矿体矿石资源量为 884.12 万吨，锡金属品位 1.48%，锡金属量 13.12 万吨。此外，华锡有色在 2024 年 6 月完成佛子公司 100% 股权收购，新增矿山铅资源储量 19.5 万金属吨，新增锌资源储量 24.5 万金属吨。

图表 23：华锡有色主力矿山锡金属保有资源量情况

矿石种类	矿石量/万吨	金属分类	平均品位	金属量/吨
高峰矿	105 号矿体	884.12	1.48	131,184
	1 号矿体	52.18	0.78	4,093
	高峰锡矿合计	<b>936.30</b>		<b>135,277</b>
铜坑矿	砂锡矿	362.9	0.339	12,305
	长坡节理脉	21.76	1.55	3,347
	92 号矿体	1534.9	0.43	66,221
	伴生矿			29,364
	铜坑锡矿总计	<b>1919.56</b>		<b>111,237</b>
<b>两个矿合计</b>		<b>2,855.86</b>		<b>246,514</b>

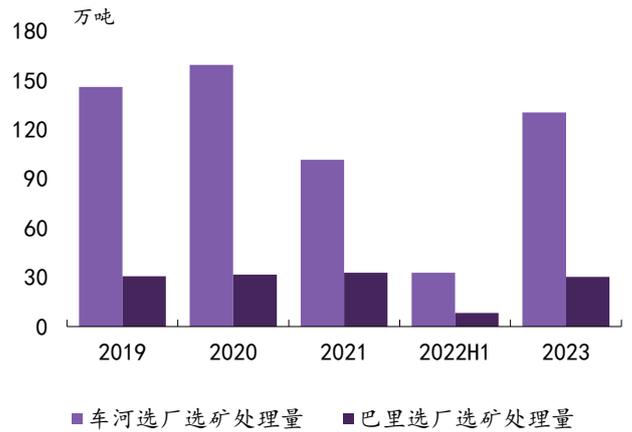
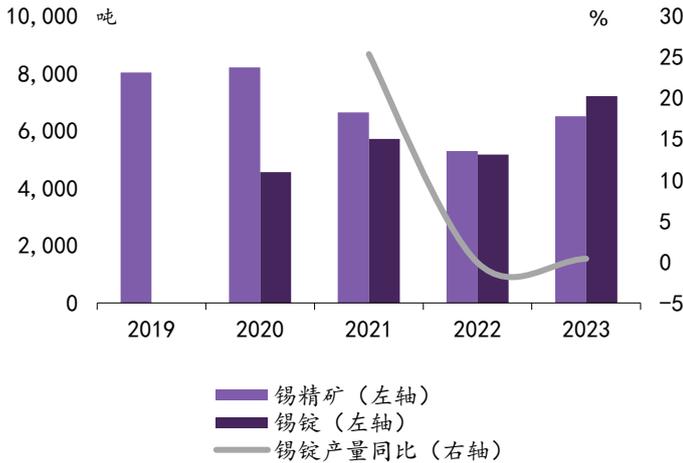
资料来源：《华锡有色：发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华鑫证券研究

2023 年华锡有色各金属产量实现大幅增长。锡精矿产量为 6500.19 吨，同比+22.91%，锡锭产量为 7195.86 吨，同比+55.16%，锌精矿产量 35900.09 吨。同比+32.69%，锌锭产量 26570.19，同比+49.04%，铅锑精矿产量 14123.23 吨，同比+22.69%，公司锡精矿、锌精矿主要用于委托加工锡锭、锌锭。

华锡有色选矿业务板块主要由车河选厂、巴里选厂和砂坪选厂组成，车河选厂选矿能力为 180 万吨/年，对铜坑矿采掘的矿石进行选矿；巴里选厂选矿能力为 36.30 万吨/年，对高峰矿采掘的矿石进行选矿；而砂坪选厂目前对外出租。

图表 24：华锡有色锡精矿及锡锭产量

图表 25：华锡有色选矿处理量

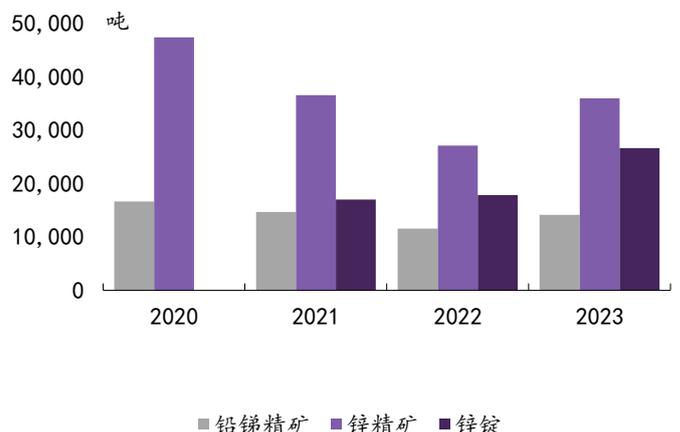
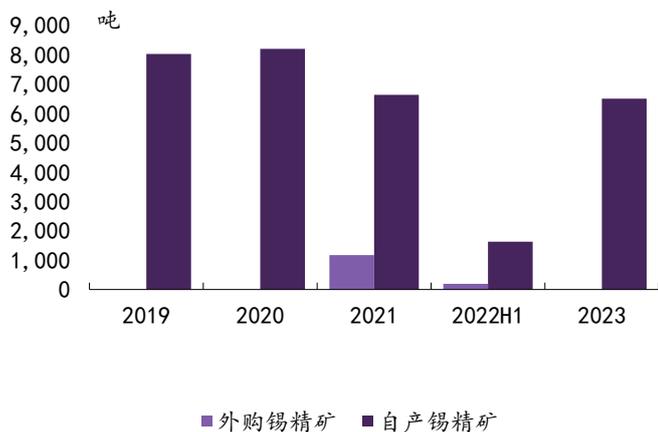


资料来源：华锡有色公司公告，华鑫证券研究

资料来源：华锡有色公司公告，华鑫证券研究

图表 26：华锡有色锡精矿自产量及外购量

图表 27：华锡有色铅锑精矿、锌精矿及锌锭产量



资料来源：华锡有色公司公告，华鑫证券研究

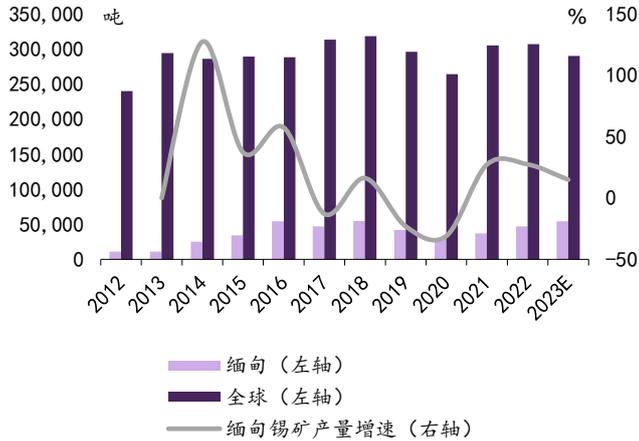
资料来源：华锡有色公司公告，华鑫证券研究

### 2.3、缅甸：政策扰动加剧，供应日趋乏力

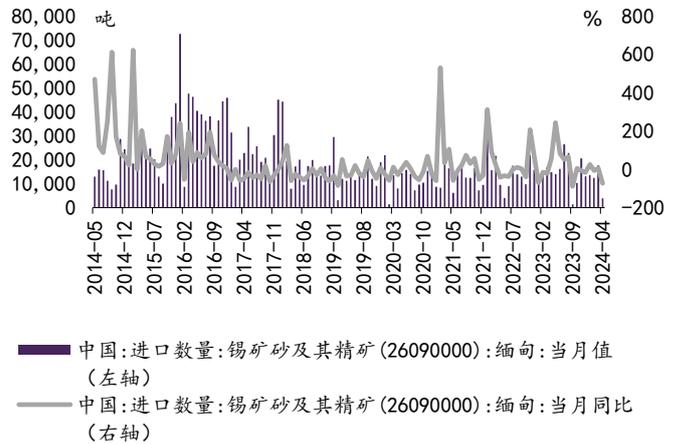
2024 年 2 月 7 日，缅甸佤邦中央经济计划委员会发布《关于锡精矿出口统一收取实物

税的通知》，实物税加征将导致锡供应短期收缩。全球锡矿主产区缅甸由先前仅对低于 20 度品位锡矿征收现金税、高于 20 度收实物税政策，变更至无论品位高低均统一收实物税，或将导致全球、国内市场供应量收紧。缅甸是全球第二大锡矿主产区，国内锡矿主要自缅甸进口，2023 年中国锡矿进口量 24.88 万吨，同比+2.09%，其中从缅甸进口 18.05 万吨，同比-3.61%，占比总进口量 72.56%。

图表 28：缅甸锡矿产量及增速



图表 29：中国从缅甸进口锡矿数量



资料来源：USGS，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

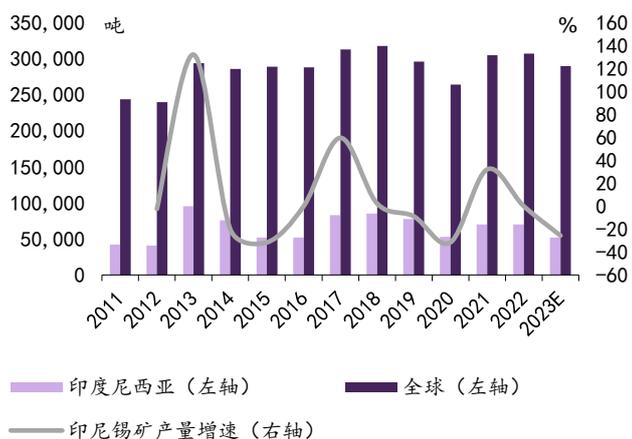
目前 2023 年 8 月缅甸佤邦停矿禁令影响仍持续。据亚矿委周报显示，佤邦停矿禁令已于今年 1 月 3 日解除，但此次复产仅针对曼相矿区以外的其他矿区执行，据《全球锡资源供需现状研究与思考\_张锋》，缅甸锡矿资源主要集中于佤邦曼相地区，该地区锡矿供应占缅甸总供应的 95%左右，因此停矿后整体仍几无复产。4 月缅甸佤邦连发通知，锡矿禁采态度较强，短期缅甸锡矿复产无望，中期矿端收紧担忧加剧，推动国内外锡价屡创新高。

## 2.4、印尼：资源品位下滑，供应下滑

印尼锡矿产量近两年呈现下降趋势。印尼是全球第三大锡矿主产区，据 USGS，2022 年印尼锡矿产量 7 万吨，同比+0.00%，USGS 预计 2023 年产量为 5.2 万吨，同比-25.71%。

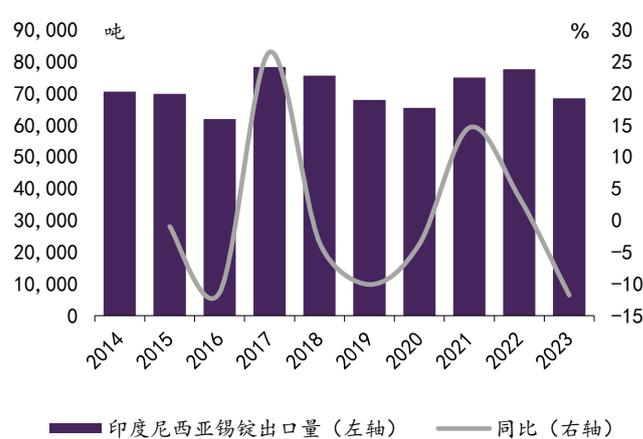
2022 年印尼多次重申 2024 年将停止锡出口，鼓励发展本土锡下游产业。印尼总统佐科维于 2022 年 1 月 3 日再度表示 2024 年将停止锡出口。据美国国际贸易委员会 (ITC) 数据，印尼 2023 年锡锭出口总量为 6.84 万吨，同比-11.78%，主因系当地主要生产企业 PT Timah 产量下滑 23%。印尼今年 7 月精炼锡出口量为 3409 吨，环比-23.5%，同比-51.5%。1-7 月印尼锡锭累计出口 1.8 万吨，同比-50%，今年印尼精炼锡出口下滑主要受到出口配额审批缓慢影响。

图表 30: 印尼锡矿产量及增速



资料来源: USGS, 华鑫证券研究

图表 31: 印尼锡锭出口数量



资料来源: ITC, 华鑫证券研究

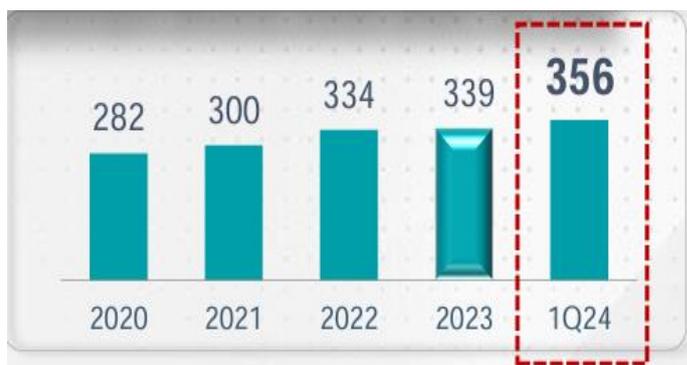
PT Timah 是印尼主要的产锡企业, 锡矿和精炼锡的生产集中在 Bangka 和 Belitung 岛。截止至 2024 年 Q1, 公司的锡矿资源量为 70.9 万吨, 锡矿储量为 35.6 万吨。Timah 精锡产量进一步下滑。

图表 32: PT Timah 锡矿资源量情况 (单位: 千吨)



资料来源: PT Timah 投资者路演公告 (最新截至 2024 年 5 月 6 日), 华鑫证券研究

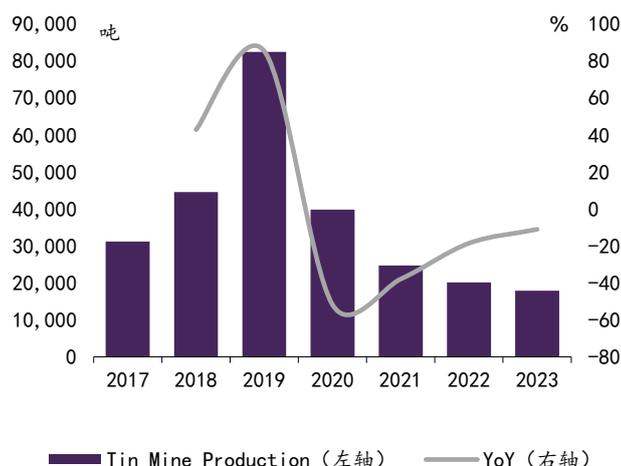
图表 33: PT Timah 锡资源储量情况 (单位: 千吨)



资料来源: PT Timah 投资者路演公告 (最新截至 2024 年 5 月 6 日), 华鑫证券研究

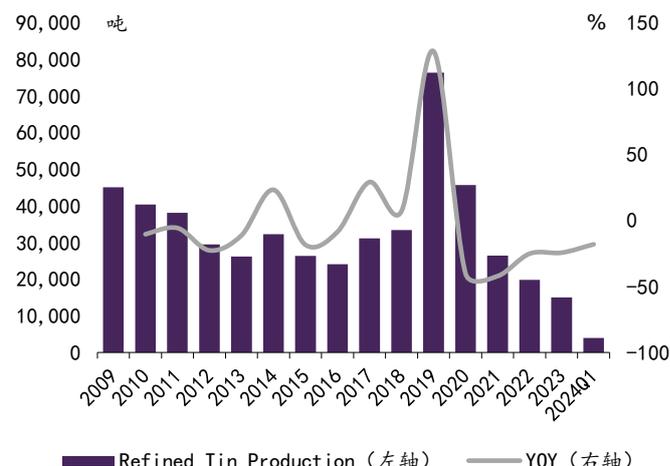
2023 年 Timah 精锡产量为历史最低位, 全年生产精锡 1.50 万吨, 同比下降 24%。2023 年公司锡矿产量 1.79 万吨, 较上年同期-11%。2024 年第一季度精炼锡产量为 3970 吨, 同比-18%。

图表 34: PT Timah 锡矿产量情况



资料来源: PT Timah公司公告, 华鑫证券研究

图表 35: PT Timah 精炼锡产量情况



资料来源: PT Timah公司公告, SMM, 华鑫证券研究

## 2.5、其他地区：产量整体较稳定

马来西亚的锡矿产出集中在马来西亚冶炼公司（简称：MSC），其全资子公司 RHT 经营马来西亚国内最大的露天残积锡矿，年产能约为 2500 金属吨的锡矿。根据 2023 年年报统计，MSC 旗下锡矿的资源量约为 4.3 万金属吨。2023 年公司继续进行勘探工作，以发现潜在的 RHT 锡矿西斜坡的新锡矿矿体。

图表 36: MSC 旗下主力矿山 RHT 资源储量情况（截至 2024 年 1 月 1 日）

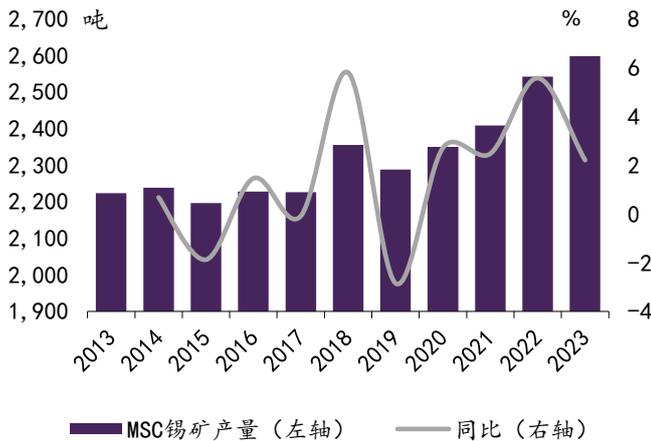
Resources Class	Ore Volume (m <sup>3</sup> )	Grade (KgSn/m <sup>3</sup> )	Contained Tin (Sn) (tonnes)
Measured	2,095,687	3.234	6,778
Indicated	3,478,807	3.733	12,985
Inferred	12,275,371	1.922	23,591
<b>Total</b>	<b>17,849,865</b>	<b>2.429</b>	<b>43,354</b>

资料来源: MSC 公司年报, 华鑫证券研究

2023 年，RHT 继续向 MSC 供应锡矿用于冶炼，RHT 锡矿产量增至 2598 吨，相比 2022 年的 2542 吨，同比+2.20%。

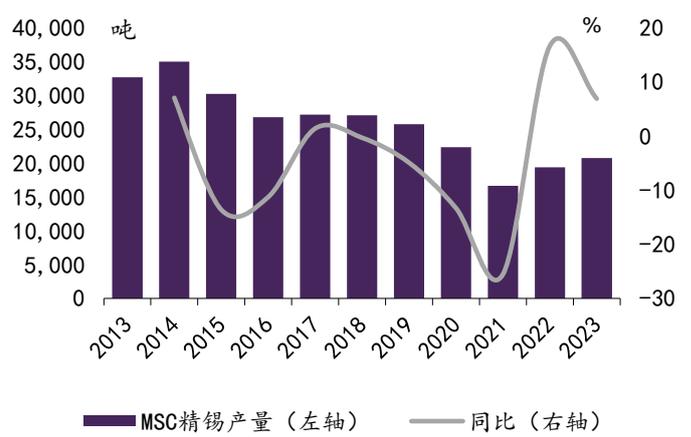
同时公司还配套两个马来西亚境内的锡冶炼厂，分别在檳城（Pulau Indah）和巴生港（Port Klang），合计锡金属冶炼产能为 6 万吨，但近几年的产量基本保持在 2 万吨左右。

图表 37: MSC 锡矿产量情况



资料来源: MSC 公司公告, 华鑫证券研究

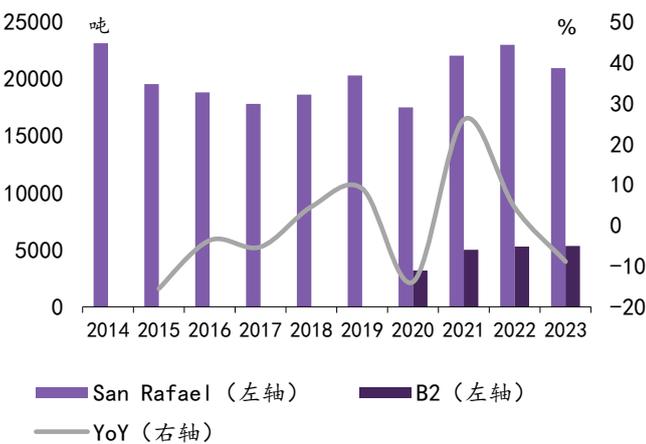
图表 38: MSC 精炼锡产量情况



资料来源: MSC 公司公告, 华鑫证券研究

Minsur 为秘鲁唯一锡矿商, 锡矿产量保持稳定水平。2023Minsur 精锡总产量为 3.07 万吨, Minsur 旗下的主力 San Rafael 矿山位于秘鲁境内普诺南部, 为地下开采矿山, San Rafael 2023 年锡矿产量为 2.09 万吨, 此外, 公司还有一个产锡矿的尾矿处理厂 B2, 2023 年锡矿产出达 5327 吨。

图表 39: Minsur 旗下主力矿山 San Rafael 锡矿产量情况



资料来源: Minsur 公司公告, 华鑫证券研究

图表 40: Minsur 精炼锡产量情况



资料来源: Minsur 公司公告, 华鑫证券研究

## 2.6、增量项目: 2024 年海外项目新投产进度缓慢

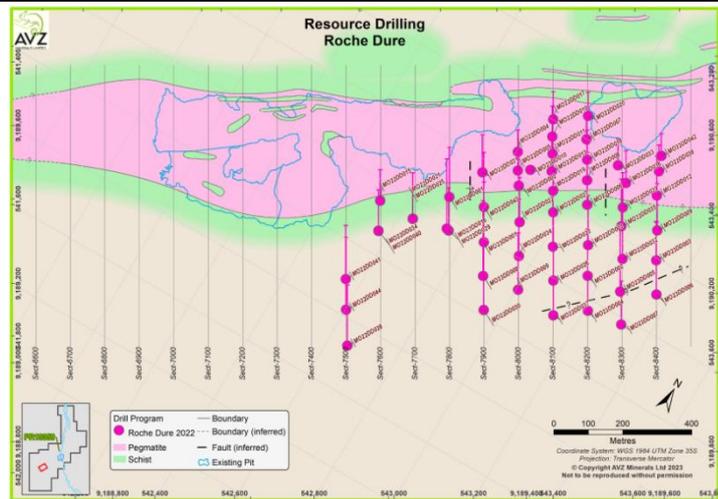
1、内蒙古维拉斯托矿业锂锡多金属矿采选项目: 内蒙古维拉斯托矿业有限公司下属维拉斯托矿拥有锡矿石量 680 万吨, 锡矿石品位为 0.85%, 总共可产锡 5.8 万金属吨。锡钨选厂年处理矿石量可达 39.6 万吨, 每年产锡约 3366 金属吨, 项目原力争 2023 年正式运营, 目前暂无最新投产消息。项目投产后将使克旗成为长江以北最大的锡资源生产基地。据克什克腾旗人民政府信息显示, 2024 年 5 月 7 日, 内蒙古维拉斯托锂多金属矿现已探明锡金属量 12.2 万吨, 平均品位 0.94%。

**2、Manono 项目：**该项目位于 Lubumbashi 以北 500 公里处的刚果（金），拥有世界级的 Roche Dure 伟晶岩体矿产资源，为世界上最大尚未开发的硬岩锂矿床之一，包括 Roche Dure 和 Carriere de l Este 矿床。Manono 已确定两块大面积伟晶岩区域，东北部为 Manono，西南部为 Kitotolo。AVZ 持有 Manono 项目 75% 的权益，其余 25% 股权由当地国企 Comini è re 持有，AVZ 负责可研与决定开采资金支出。

Manono 矿山寿命为 20 年，覆盖刚果（金）南部 188 平方公里，项目实施常规露天开采，截止 2024 年一季度总矿产资源量增加 47%，达 84200 万吨，矿石探明储量为 6500 万吨，矿床锡品位为 942g/t，包含锡金属量 6.12 万吨。根据 ITA 的统计，预计 Manono 项目每月产出 120 金属吨的锡精矿，合计每年约 1440 金属吨。

公司已完成早期技术和工程建设以等待采矿许可证的颁发，矿石资源禀赋优异。其中包括基础设施升级、设备采购及工人营地设施建设，以为建设计划的第一阶段提供劳动力。2023 年期间公司进行了 53 孔金刚石钻探计划，沿走向再延伸了 700 米。2023 年钻探信息显示，Roche Dure 伟晶岩体从 6600mN 延伸至 8400mN，延申超过 1.8 公里，地表下纵深延申至 300 米的标高深度，矿体沿两个方向延申并向下倾斜。

图表 41：Roche Dure 从 6600mN 延伸至 8400mN，延伸超过 1.8 公里



资料来源：AVZ 公司公告，华鑫证券研究

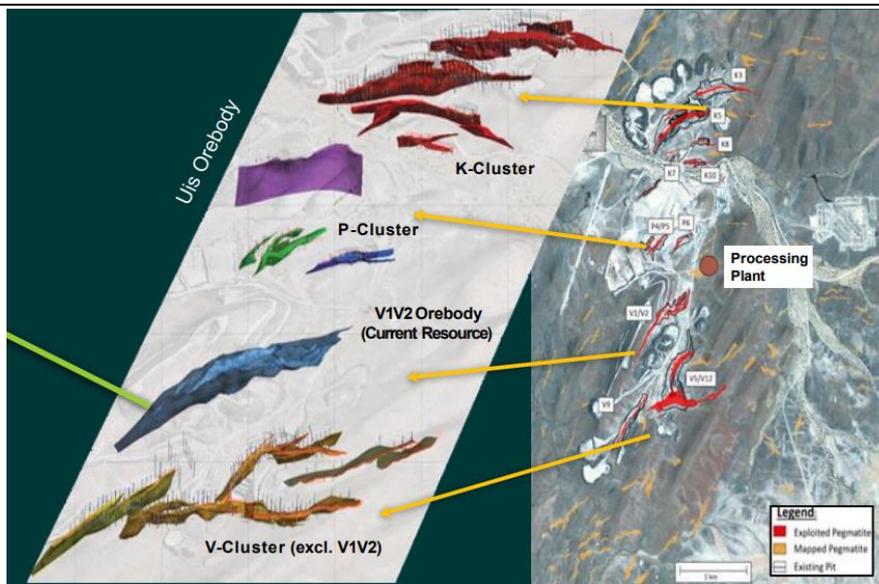
原根据 2020 年公司出具的可研报告，预计 2023 年正式投产，当前也做了部分试采工作，但 2023 年 2 月 AVZ 出现股票停牌，当前截至 2024 年 3 月 31 日 AVZ 仍处于停牌状态，等待决议与明确 Manono 项目的采矿权和探矿权。据公司 2024 一季报显示，AVZ 将继续申明其对 Manono 的实体 75% 的合法权益。2023 年报中，AVZ 认为 Comini è re 等发动联合行动为争夺 Manono 项目的控制权明确与 AVZ 的争端，破坏项目开发导致开采许可证延期。公司当前部分采矿权仍遇到干扰，项目投产进度大概率继续延后，目前暂无最新投产消息。

**3、Uis 项目：**Andrada Mining 位于纳米比亚的 Uis 项目矿石储量为 8100 万吨，合计锡产量为 12 万金属吨，锡矿石品位为 0.15%，预计锡年产能可为 1300 金属吨。Uis 矿 2017 年被 Andrada Mining 收购后，2019 年底开始生产锡精矿，2022 年提前完成第一阶段生产爬坡，产能增 70%。截至 2024 年 2 月 29 日的第四季度，生产量增至 231 吨锡金属，比第三季度+14.4%，与矿石加工量+4.3%至总计 238022 吨相一致。在 12 个月期间，锡精矿产量达到 887 吨，高于上一报告年度的 586 吨。矿石品位下降 2.8%，但回收率从 66%提高到 72%。目前项目已完成第二阶段扩产，即产能增至 1300 吨，公司预计 2025 年产能可增至 2500 吨/年，2027 年规划锡产能达 1 万吨。截止 2024 年 3 月，Andrada Mining 已开始在 Uis 矿实

施矿石分选流程，以将锡精矿产量提高到每年 2600 吨。

公司 2023 年 8 月路演公告材料显示，Uis 第二阶段项目预计 2025 年可正式产出。据公司 2023 年 8 月路演公告材料显示，批量采样中试装置已于 2023 年 7 月开始调试。此外，对 V1V2 矿段锡、锂、钽资源进行了增储，并对一期加工厂扩建，包括对钽料流进行处理，已开始对近端伟晶岩进行锡资源钻探。

图表 42: Uis 采矿许可区 (ML134)

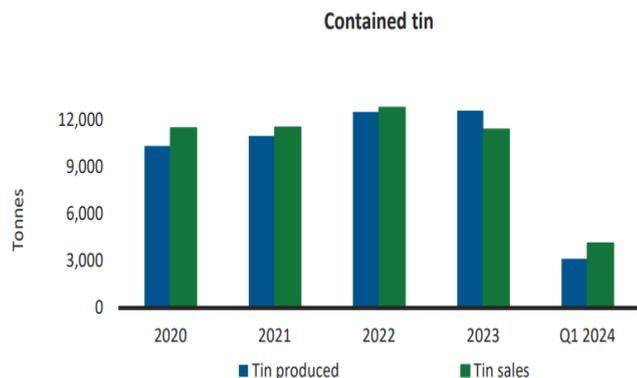


资料来源: Andrada Mining 公司公告, 华鑫证券研究

**4、Alphamin Mpama 南部项目:** 正在运行 Mpama 北部项目，Mpama 南部项目已建成投产。Alphamin 公司持有 Bisie 矿 84.1% 的股权，Bisie 矿下有 Mpama 北部项目与 Mpama 南部项目。Mpama 北部的锡矿是全球品位最高的锡矿，平均品位能达 4.5%。项目位于刚果金 North Kivu 省，拥有采矿权和 5 个合计占地达到 1270 平方公里的探矿权。Mpama 北部项目自 2019 年开始商业运营以来，目前每年能生产 12500 金属吨的锡，约占全球 4% 的供应量，矿山运营寿命为 12.5 年。

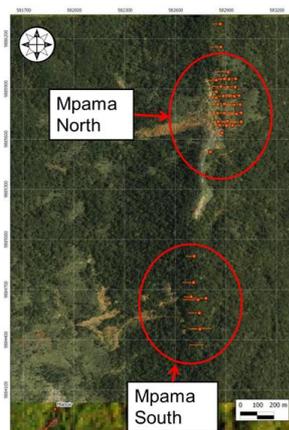
Mpama 南部项目已于 2024 年 5 月 14 日正式投产，年产能为 8000 吨金属锡。Alphamin 的 Mpama 南部项目距离北部项目中心约 1000 米。在南部项目共钻探了 16 个金刚石岩心孔，取样表明此处矿体与北部项目相似。原预计 2024 年 4 月 1 日投产，目前已于 2024 年 5 月 17 日正式投产，新加工厂的调试使得投产时间晚于计划。Mpama 南部项目自 2024 年 5 月 17 日起已生产 159 吨锡金属。目前稳定以较高的加工回收率运营，并继续生产符合销售规范的高品位锡精矿。

图表 43: Alphamin North 锡生产与销售



资料来源: Alphamin公司公告, 华鑫证券研究

图表 44: Mpama 北部与南部矿山位置



资料来源: Alphamin公司公告, 华鑫证券研究

**5、Achmmach 项目:** Atlantic Tin 位于摩洛哥的 Achmmach 项目正在建设中, Achmmach 为全球最大、品位最高的锡矿床之一。Atlantic Tin 持有 Achmmach 项目 75% 的股权, 其合资伙伴 Toyota Tsusho 持有 20% 股权, Nittetsu Mining Co Ltd 持有剩余的 5% 股权。Achmmach 拥有 2270 万吨矿石储量, 锡矿品位为 0.70%, 矿山寿命达 20 年, 锡年产能为 4500 金属吨。项目当前已完成可研, 目前继续推进技术与筹资活动, 致力于制定更有效的矿山开发计划与实现更低运营成本, 原预计项目 2024 年初投产, 暂无最新投产消息。

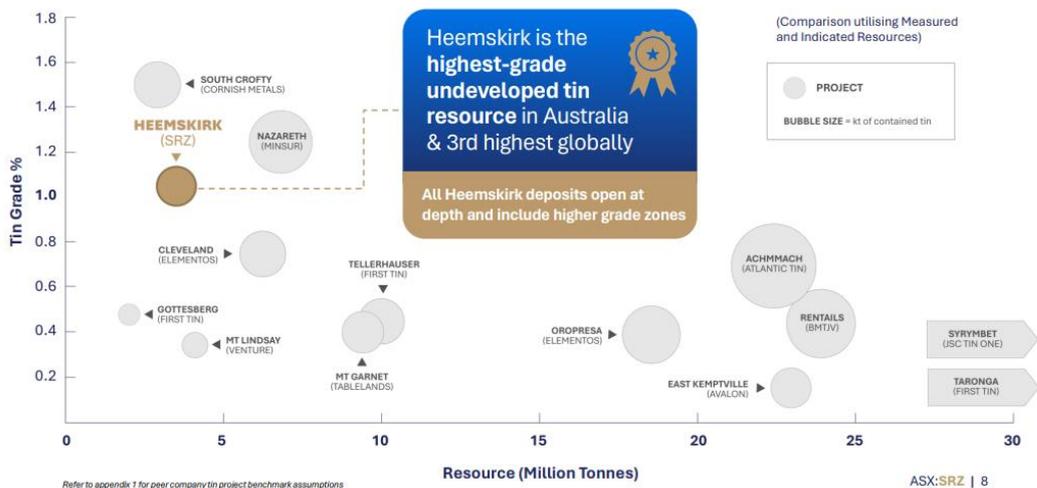
**6、Massangana 尾矿项目:** Auxico Resources 公司位于巴西的 Massangana 锡尾矿项目, 公司持有其 85% 的权益, 尾矿总储量约为 3000 万吨矿石, 预计建设 75 万吨/年的锡矿石产能, 锡年产能为 4500 吨。根据公司 2023 年第三季度路演公告材料显示, 预计项目 2024 年年中建设完成。此外公司已经和 Cuex Metals AG 公司签订了 5 年, 每年 3600 吨锡的供货协议。

**7、Syrymbet 项目:** 该矿的矿床位于哈萨克斯坦 Volodarskiy 省内 Kokchetav 中段西北部, 由 JSC Tin One Mining 全资拥有。Syrymbet 是目前世界上最大的未开发锡矿, Syrymbet 项目包括一个露天矿及与之配套年产能 250 万吨的选矿厂, Syrymbet 矿石储量为 2630 万吨, 合计可产锡 9.04 万金属吨, 矿山可运行 14 年, 锡年产能为 6457 金属吨。预计项目 2025 年全面建设完成, 届时可能带动东北部矿床与西南部矿床投产, 公司所有锡矿合计储量将达 49235.8 万吨原矿。

**8、Heemskirk 项目:** 澳大利亚最大尚未开发的锡矿项目, 可年产锡金属 6492 吨。2023 年末, Phase 2B 钻探项目结束, 计划 2024 年对两个矿段进行钻探。Heemskirk 锡项目是澳大利亚最大、世界第三大最高品位的尚未开发的锡矿。Heemskirk 位于港口附近, 地理位置优越, 自 2010 年以来, Stellar 在 Heemskirk 锡矿床 (Severn, Queen Hill and Montana) 上目前共完成了 75 个钻孔, 深度达 25237m, 锡主要以锡石的形式存在。Heemskirk 项目累计可产锡金属总量 7.79 万吨, 平均品位为 1.04%, 锡矿石总储量达 748 万吨, 以 12 年矿山寿命计, 对应锡产量为 6492 金属吨/年, 计划 2024 年对 NSD006 (350m)、NSD007 (500m) 矿段进行钻孔。

图表 45: Heemskirk 是澳大利亚最大、世界第三大最高品位的尚未开发的锡矿项目

Benchmarking the Heemskirk Tin Project  
Grade Advantage



资料来源: Stellar Resources 公司公告, 华鑫证券研究

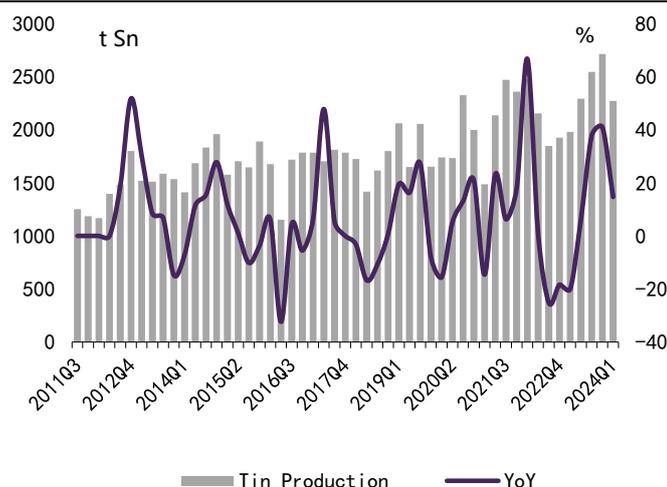
**9、Rentails 尾矿项目:** 锡金属产能 5400 吨/年, 为在产 Rension Bell 的锡尾矿项目。Metals X 是澳大利亚最大的锡生产商, 拥有在产锡矿 Rension Bell 及其配套待开发 Rentails 锡尾矿项目, 持有 Renison Bell 50% 的权益、Rentails 锡尾矿项目 50% 的权益。在产 Renison Bell 是澳大利亚产量最大的锡矿, 也是世界上最大、品位最高的锡矿之一, 位于塔斯马尼亚州西海岸, 距离 Zeehan 东北约 15 公里, Rentails 为 Rension Bell 配套的尾矿项目。

在产 Rension Bell 锡矿目前增储成果超原先预期, 产量及生产寿命均增加, 在产 Rension 产量规划提升至 10191 吨/年。Rension Bell 项目确认锡矿储量为 822.4 万吨, 锡品位 1.48%, 包含锡金属总量 12.2 万吨。原计划生产寿命至 2030 年, 计划从 2020 年 2025 年产能逐步由 8500 吨/年爬产至 10000 吨/年, 而目前据 Metals X 公司公告显示, Rension Bell 生产寿命将增加 5 年, 由 2030 年延长至 2035 年, 从 2024 年起的十年内锡平均产能已增至 10191 吨/年。

**Rentails 顺利推进中, 拟建 Rentails 工厂。** Rentails 项目主要目标为重新处理 Rension Bell 锡矿历史加工中留下的 2231.3 万吨的尾矿, 锡品位为 0.44%, 可总计产锡金属 9.9 万吨, 计划在 11 年内以 200 万吨/年的速度回收历史尾矿, 对应锡金属产能为 5400 吨/年。据公司 2024 年一季报公告显示, 公司继续推进技术经济、基础设施、Rentails 工厂拟建、社区参与及岩土工程工作。

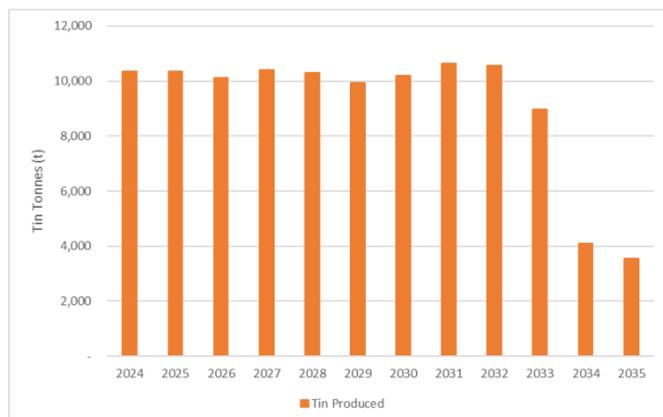
**10、Oropesa 锡项目:** Oropesa 锡项目可年产 5400 吨锡精矿, 折锡金属产量 3350 吨/年, 预计 2027 年四季度投产。项目 DFS 计划在 2024 年第四季度完成, 环境和采矿许可证预计将在 2025 年第四季度获得, 并在 2027 年第四季度实现首批生产。Elementos 对其在西班牙的 Oropesa 锡项目的更新优化研究证实了项目原矿产能可提升至 125 万吨/年, 预计年平均含锡产量为 3350 吨/年。Oropesa 的优化研究表明, 以每吨 32500 美元的基本锡价计, 项目税前内部收益率约为 46%, 项目税后 NPV 约为 1.98 亿澳元, 矿山寿命 13 年, 回收期约 2.5 年。

图表 46: Rension Bell 历年锡金属产量情况



资料来源: Metals X公司公告, 华鑫证券研究

图表 47: Rension Bell 远期锡金属生产计划



资料来源: Metals X公司公告, 华鑫证券研究

2024 年将新增的锡矿山项目合计产能约 1.6 万吨, 主要集中在刚果(金)、摩洛哥和巴西。但项目同时存在延后的可能性, 2024 年目前仅 Alphamin Resources 旗下的 Mpama South 投产, 在我们于 2023 年 6 月 25 日发布的《锡业股份(000960)公司深度报告: 锡需求景气度有望回升, 行业龙头将闪耀》的报告中提到, 该项目去年最初预计 2023 年底投产, 目前实际投产时间较原计划有所延后约半年, 其他项目大概率亦推迟投产时间, 因此整体供应增量仍有限。

图表 48: 全球锡增量项目汇总

公司	矿山	所在地区	产能 (金属吨/年)	项目进展	预计投产时间
内蒙古维拉斯托矿业有限公司	内蒙古维拉斯托矿	中国	3366	已完成地质勘查报告评审, 正办理增列矿种手续, 准备划定矿区。2024 年 5 月 7 日, 内蒙古维拉斯托锂多金属矿现已探明锡金属量 12.2 万吨, 平均品位 0.94%	原预计 2023 年正式运营, 目前暂无最新投产消息
AVZ	Manono	刚果(金)	1440	试采中。股票 2023 年三季度继续停牌, 部分采矿权被撤回。	原预计 2023 年投产, 目前暂无最新投产消息
Alphamin Resources	Mpama South	刚果(金)	8000	试采中。原预计 2024 年 4 月 1 日投产, 由于加工厂的调试使得投产时间晚于计划, 目前已于 5 月 17 日正式投产, 目前已生产 159 吨锡金属。	原预计 2024 年 4 月 1 日投产, 目前已于 5 月 17 日正式投产。
Atlantic Tin	Achmmach	摩洛哥	4500	建设中。已完成可研, 目前继续推进技术与筹资活动, 致力于制定更有效的矿山开发计划与实现更低运营成本。	原预计 2024 年初投产, 暂无最新投产消息
Auxico Resources	Massangna 尾矿	巴西	3600	建设中。已与 Cuex Metals AG 公司签订了 5 年, 每年 3600 吨锡的供货协议。	2024 年中
Andrada Mining	Uis	纳米比亚	1300	试采中, 已进行调试中试设备, 对 V1V2 矿段锡、锂、钽资源进行了增储, 并对一期加工厂扩建, 包括对钽料流进行处理, 已开始对近端伟晶岩进行锡资源钻探。	2025 年

<b>Tin One Mining</b>	<b>Syrymbet</b>	哈萨克斯坦	7500	建设中。届时投产可能带动东北部矿床与西南部矿床投产。	2025 年
<b>Stellar Resource</b>	<b>Heemskirk</b>	澳大利亚	6492	建设中。2023 年末，Phase 2B 钻探项目结束，计划 2024 年对 NSD006 (350m)、NSD007(500m) 两个矿段进行钻探。	目前暂无最新投产消息
<b>Metals X</b>	<b>Rentails</b>	澳大利亚	5400	建设中。Rentails 项目主要目标为重新处理 Rension Bell 锡矿历史加工中留下的 2231.3 万吨的尾矿，锡品位为 0.44%，可总计产锡金属 9.9 万吨，计划在 11 年内以 200 万吨/年的速度回收历史尾矿，对应锡金属产能为 5400 吨/年。据公司 2024 年一季报公告显示，公司继续推进技术经济、基础设施、Rentails 工厂拟建、社区参与及岩土工程工作。	目前暂无最新投产消息
<b>Elementos</b>	<b>Oropesa</b>	西班牙	3350	项目 DFS 计划在 2024 年第四季度完成，环境和采矿许可证预计将在 2025 年第四季度获得，并在 2027 第四季度实现首批生产。Elementos 对其在西班牙的 Oropesa 锡项目的更新优化研究证实了项目原矿产能可提升至 125 万吨/年，预计年平均含锡产量为 3350 吨/年。	2027 年第四季度

资料来源：各公司公告，ITA，克什克腾旗人民政府网，安泰科，华鑫证券研究

## 2.7、供应预测：全球锡供应维持低增速

根据前述对于缅甸禁矿及增量项目投产进度的盘点，我们预计除缅甸禁矿产量有小幅下滑外，其他增量项目集中于巴西、中国、刚果（金）及摩洛哥，整体 2024 年供应压力较大。预计 2024-2026 年全球锡供应量为 38.04、39.13、40.03 万吨，分别同比增长 1.03、1.09、0.90 万吨，3 年 CAGR 为 2.65%。

图表 49：全球锡金属供应量预测

单位：吨	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
供给	372,672	380,400	370,100	380,409	391,342	400,343
供应年度变化		+7,728	-10,300	+10,309	+10,933	+9,001
YoY		2.07%	-2.71%	2.79%	2.87%	2.30%
澳大利亚	8,772	9,700	9,700	9,700	9,700	9,700
玻利维亚	19,628	18,000	18,000	18,000	18,000	18,001
巴西	15,517	18,000	18,000	19,800	21,600	21,600
缅甸	36,900	31,000	31,000	25,000	22,000	19,000
中国	90,000	95,000	98,395	106,242	106,242	118,242
刚果（金）	16,700	20,000	20,000	24,667	28,000	28,000
印度尼西亚	70,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000
老挝	1,980	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
马来西亚	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
尼日利亚	1,600	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
秘鲁	26,995	29,000	29,000	29,000	29,000	29,000
俄罗斯联邦	3,000	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
卢旺达	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
越南	5,400	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
其他国家	1,180	1,100	1,100	3,100	11,900	11,900
再生锡	68000	65,900	52,205	52200	52200	52200

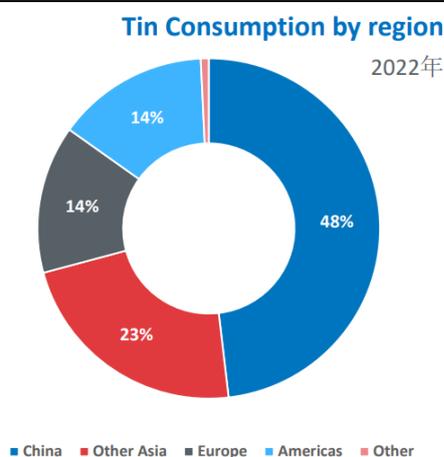
资料来源：USGS，各公司公告，华鑫证券研究

## 3、锡需求：焊锡终端半导体需求维持高位，光伏+电车贡献高增长

### 3.1、锡需求应用广泛

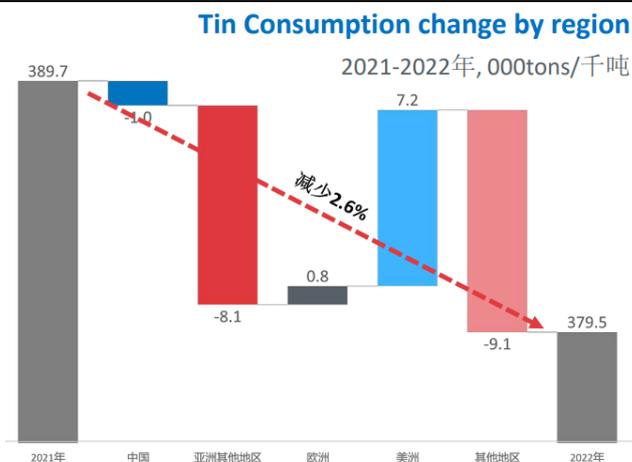
锡具有绿色、无毒、熔点低、导电性好等独特金属性质，应用领域和需求前景广阔。全球消费市场份额占比主要集中于中国，占比达 48%，国内锡消费占据较大自主可控性，并且锡消费韧性相对于其他国家更强。

图表 50：以地域划分的锡消费情况



资料来源：ITA，华鑫证券研究

图表 51：各地域锡消费变化



资料来源：ITA，华鑫证券研究

锡终端消费领域主要包括家电、消费电子、汽车电子及芯片等领域。2023 年，传统消费电子焊料用锡需求受制于 3C 电子等消费板块仍然处于去库周期，总体呈现弱复苏，但随着近年来全球物联网建设发展以及能源结构调整，新能源领域中如光伏焊带锡、新能源汽车用锡等需求仍保持较高增速。此外，在 AI 算力提升等相关领域发展带动下，需要大量的硬件设备给予算力支持，算力用锡需求也有望被激发，总体锡金属需求预期有望边际改善。

未来，电子周期可能伴随着经济周期共振上行，传统锡消费有望持续转暖。同时锡作为万物互联“胶水”也被广泛应用在其他新能源领域，光伏焊带锡、新能源汽车用锡等需求有望仍保持较高增速，将对锡金属需求恢复起到推动作用。

图表 52: 锡终端需求量预测

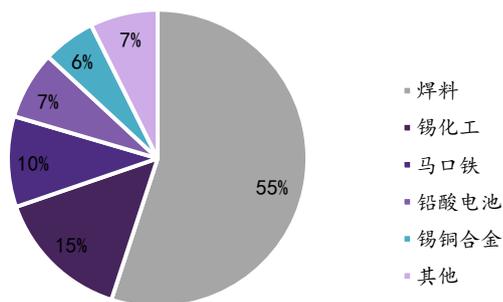


资料来源: ITA, 华鑫证券研究

### 3.2、锡下游主要消费领域为锡焊料

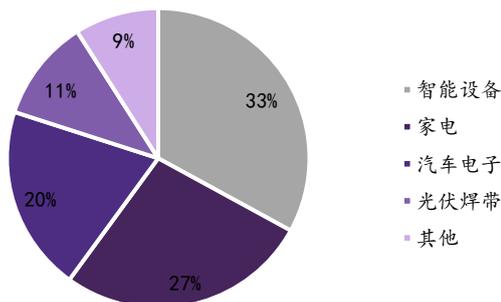
锡下游消费主要领域为锡焊料, 对应三大终端需求领域为智能设备、家电及汽车电子。据 ITA、锡业股份公司公告及我们测算显示, 全球锡下游消费结构中, 锡焊料占比 55%、锡化工占比 15%、马口铁占比 10%、铅蓄电池占比 7%、铜锡合金 6%、其他占比 7%, 其中在锡焊料消费结构中, 智能设备占比 33%、家电占比 27%、汽车电子占比 20%、光伏焊带占比 11%、其他占比 9%。

图表 53: 2023 年全球锡下游消费结构



资料来源: ITA, 锡业股份公司公告, 华鑫证券研究测算

图表 54: 2023 年全球锡焊料消费结构



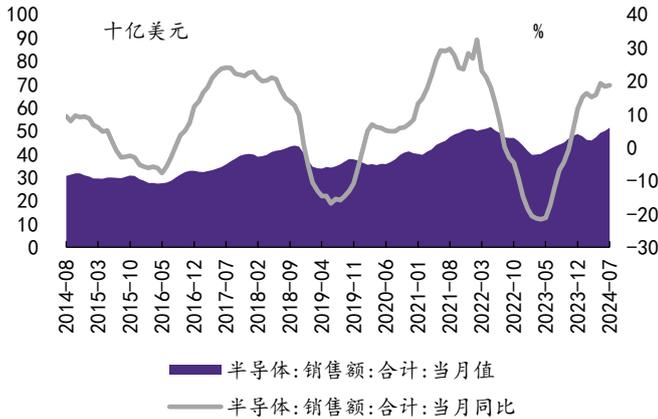
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

#### 3.2.1 智能设备: 半导体、集成电路需求触底回升, 上行周期或开启

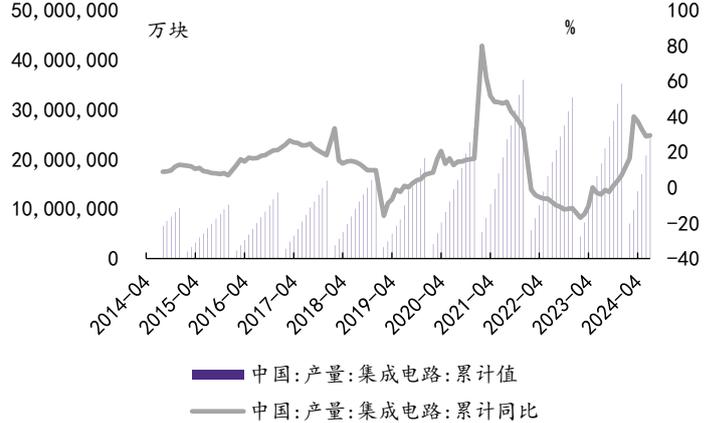
全球半导体销售额持续回暖, 国内集成电路产量持续增长。2023 年以半导体、消费电子

子为代表的需求端，自 2023 上半年表现疲软后，2023 下半年开启了触底回升进程。从半导体销售额情况看，2023 年全球半导体销售额为 5197.2 亿美元，同比-10.93%，2024 年 1-7 月全球半导体销售额为 3373.4 亿美元，同比+17.32%。从国内集成电路产量情况看，2023 年中国集成电路产量为 3514.36 亿块，同比+8.40%；2024 年 1-7 月中国集成电路产量为 2444.53 亿块，同比+27.83%。

图表 55：全球半导体销售额持续回升



图表 56：国内集成电路产量同比增速持续走高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 3.2.2 家电：需求增速维持高位，景气持续修复

三大家电需求同比增速维持高位，拉动锡焊需求提升。2023 年中国空调产量 2.45 亿台，同比增长 13.50%；家用电冰箱产量 0.96 亿台，同比增长 14.5%；家用洗衣机产量 1.05 亿台，同比增长 19.3%。

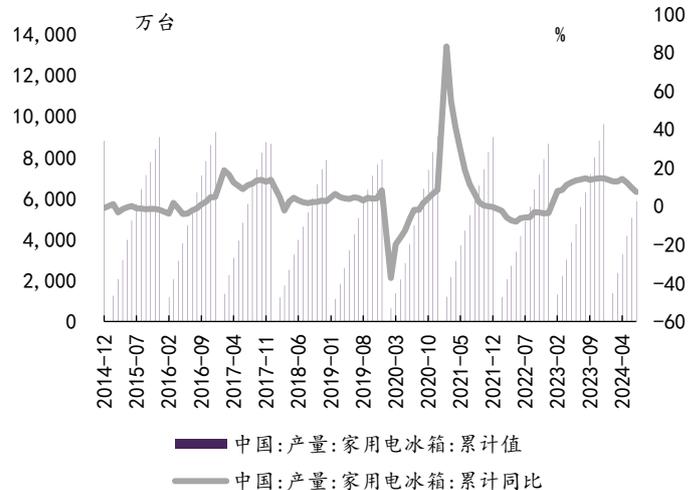
2024 年以来白色家电维持高增长，有望拉动锡焊消费量提升。1-7 月中国空调产量 1.77 亿台，同比增长 9.5%；家用电冰箱产量 0.59 万台，同比增长 7.3%；家用洗衣机产量 0.61 亿台，同比增长 7.9%。

图表 57：2023 年国内空调累计产量及累计同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 58：2023 年国内冰箱累计产量及累计同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 59: 2023 年国内洗衣机累计产量及累计同比增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

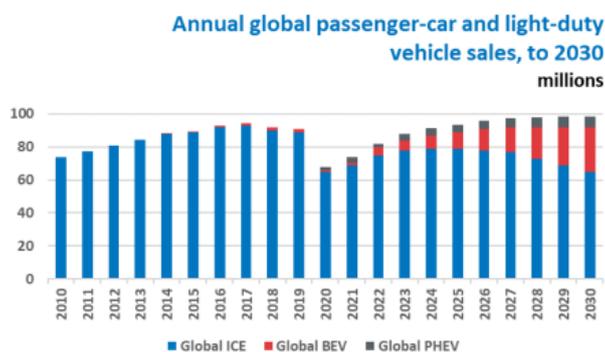
### 3.2.3 新能源车: 持续拉动锡需求增长

新能源汽车单车耗锡量为传统燃油车两倍, 并且新能源汽车市场份额将逐步扩大。相较于传统燃油车单车耗锡量 500g, 新能源车耗锡量为 1000g, 而据 IAI 预计, 到 2025 年新能源汽车渗透率将持续扩大至 14.6%, 到 2030 年将扩大至 33.8%。单耗增大叠加总量提升, 将有望持续拉升新能源车用锡量。

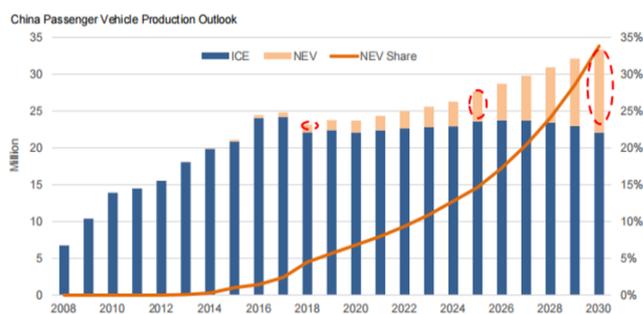
图表 60: 新能源汽车单车用锡量为 1000g, 为传统燃油车两倍

图表 61: IAI 预计到 2025 年新能源汽车渗透率达 14.6%

#### EVs use 1000g tin vs 500g in ICE



资料来源: ITA, 华鑫证券研究



资料来源: IAI, 华鑫证券研究

据华鑫证券新能源小组于 2023 年 12 月 28 日发布的报告《新能源汽车 2024 年行业策略报告: 探底再出发, 挖掘新机遇》对 2024-2025 年新能源汽车销量的测算以及对 2026 年销量的外推预测, 结合 ITA 预计新能源汽车单车用锡量为 1000g, 我们测算 2024-2026 年全球新能源汽车耗锡量分别为 1.84、2.30、2.86 万吨, 3 年 CAGR 为 25.47%。

图表 62：全球新能源汽车用锡量预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车锡单耗/ (KG/辆)	1	1	1	1	1	1	1
国内新能源汽车销量/万辆	134	351	684	926	1161	1454	1818
YoY		162%	95%	35%	25%	25%	25%
用锡/吨	1340	3510	6840	9260	11610	14540	18175
欧洲新能源汽车销量/万辆	140	219	239	297	357	423	508
YoY		56%	9%	24%	20%	18%	20%
用锡/吨	1400	2190	2390	2970	3570	4230	5076
美国新能源汽车销量/万辆	33	65	100	152	213	269	336
YoY		97%	54%	52%	40%	26%	25%
用锡/吨	330	650	1000	1520	2130	2690	3363
其他地区新能源汽车销量/万辆	18	24	42	73	112	153	199
YoY		33%	75%	74%	53%	37%	30%
用锡/吨	180	240	420	730	1120	1530	1989
全球新能源汽车销量/万辆	325	659	1065	1448	1843	2299	2860
YoY		103%	62%	36%	27%	25%	24%
合计用锡/吨	3250	6590	10650	14480	18430	22990	28603
同比变动量/吨		+3340	+4060	+3830	+3950	+4560	+5613
增速		102.8%	61.6%	36.0%	27.3%	24.7%	24.4%

资料来源：ITA, IAI, IEA, 华鑫证券研究

### 3.2.4 光伏焊带：用锡持续增加

锡焊带兼具较良好的焊接性及导电性，用于光伏电池焊带。据 ITA，光伏电池正面的银条面板为锡焊带，铜带上的锡焊料功能区将模块连接在一起并传导电力，同时也用于接线盒、电源及电子焊接接头。据 ITA 数据，每新装机 1GW 光伏需使用 74 吨锡。

图表 63：光伏焊带示意图



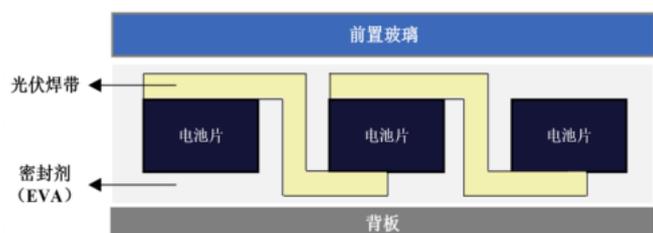
资料来源：ITA, 华鑫证券研究

光伏焊带由基材和表面涂层构成：1) 基材是不同尺寸的铜材，并要求规格尺寸精确、导电性能好，具有一定的强度；2) 表面涂层可利用电镀法、真空沉积法、喷涂法或热浸涂法等特殊工艺，将锡合金等涂层材料，按一定成分比例和厚度均匀地覆裹在铜基材表面。由于铜基材本身没有良好的焊接性能，锡合金层的主要作用是让光伏焊带满足可焊性，并且将光伏焊带牢固地焊接在电池片的主栅线上，从而起到良好的电流导流作用。光伏焊带的性能不仅会影响光伏组件中由光生伏特效应所产生电流的收集和传导效率，而且对光伏

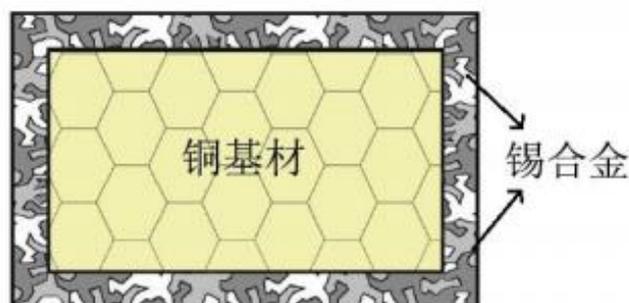
组件的服役寿命也有至关重要的影响。

通过光伏焊带连接的光伏电池片，在 EVA 胶膜、光伏玻璃、背膜、边框等材料封装后形成光伏组件。光伏组件则直接应用于光伏发电系统的建造，如：利用光伏支架建成大型地面光伏电站，或直接安装于屋顶形成户用光伏电站等。

图表 64：光伏焊带工作原理



图表 65：光伏焊带横截面



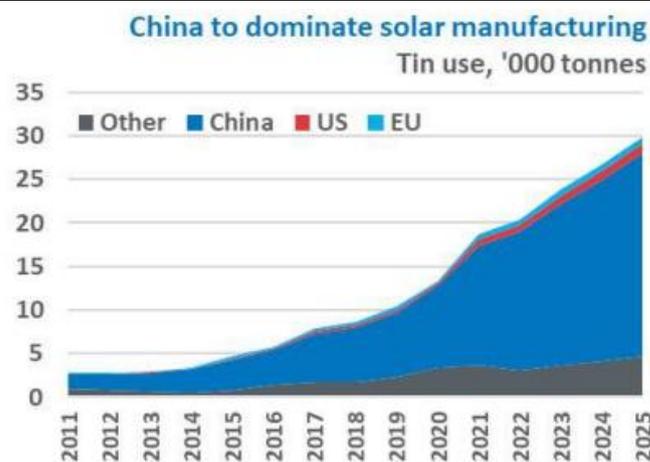
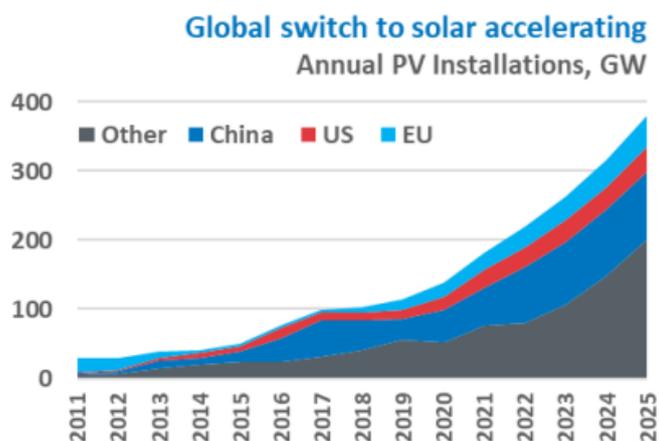
资料来源：宇邦新材招股说明书，华鑫证券研究

资料来源：宇邦新材招股说明书，华鑫证券研究

在全球光伏新增装机量持续高速增长的趋势之下，我们预计光伏用锡将被持续拉动。据 ITA 数据，每 GW 光伏装机需使用 74 吨锡。我们预计 2024-2026 年光伏用锡量分别为 3.11、3.57、4.11 万吨，分别同比增加 0.22、0.47、0.54 万吨，三年复合增速为 12.51%。

图表 66：全球各区域光伏新装机量加速增长

图表 67：中国或成为全球范围内光伏发展主力



资料来源：ITA，华鑫证券研究

资料来源：ITA，华鑫证券研究

图表 68：全球光伏板块锡金属需求预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球光伏新增装机量/GW	130	145	230	390	420	483	555
单耗(吨/GW)	74	74	74	74	74	74	74
全球光伏新增装机用锡量/吨	9620	10730	17020	28860	31080	35742	41103
同比变动量/吨		+1110	+6290	+11840	+2220	+4662	+5361
增速		11.54%	58.62%	69.57%	7.69%	15.00%	15.00%

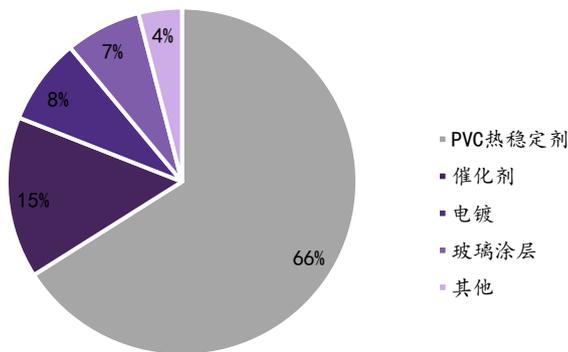
资料来源：ITA, NEA, CPIA, 华鑫证券研究

### 3.3、锡化工：地产后周期需求韧性仍存，有望带动锡化工需求回升

**PVC 热稳定剂占据锡化工下游应用的 66%**。锡化工主要分为有机锡化工和无机锡化工。有机锡化工下游应用领域广泛，其中以 PVC 热稳定剂、聚氨酯催化剂为最主要下游应用。无机锡化工为用精锡进行化学反应得到的无机锡化合物，下游主要行业应用包括电镀、陶瓷、玻璃、电池等工业场景。根据 SMM 统计，国内锡化工下游需求结构中，PVC 热稳定剂为主要消费去向，占比为 66%。

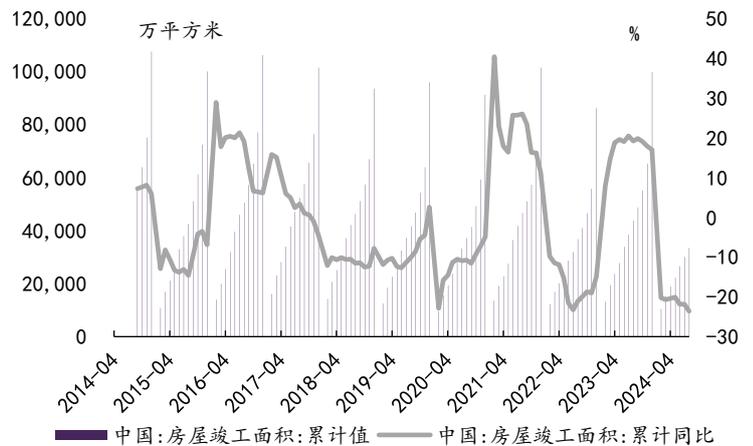
**地产后周期延续，锡化工需求韧性犹存**。2023 年 1-12 月中国房屋竣工面积为 9.98 亿平方米，同比+17.00%，2024 年 1-8 月国内房屋竣工面积 3.34 亿平方米，同比-23.6%。自 2024 年 5 月中旬以来，全国层面统一部署，地方层面“因城施策”，多项房地产支持政策相继出台，例如 5 月 22 日湖北省多部门联合印发《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》，从取消购房限制、降低购房门槛、加大金融支持等方面释放利好，将首套住房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%，二套住房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%。地产行业再政策支持下有望带动锡化工板块需求复苏。

图表 69：锡化工下游需求分布



资料来源：SMM, 华鑫证券研究

图表 70：国内房屋竣工情况



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

汇总上述各项需求，我们预计 2024-2026 全球锡消费量为 40.69、41.29、42.08 万吨，三年 CAGR 为 4.28%。

图表 71：全球锡金属需求量预测

单位：万吨	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计：全球锡消费量	38.95	37.69	37.10	40.69	41.29	42.08
需求年度变化		-1.26	-0.59	3.59	0.61	0.78
yoy		-1.00%	-0.02	9.67%	1.49%	1.89%
焊料	19.09	18.85	20.41	21.63	22.71	23.85
YoY			8%	6%	5%	5%
其中：新能源汽车耗用	0.66	1.07	1.45	1.84	2.30	2.86
YoY			36%	27%	25%	25%
其中：光伏耗用	1.07	1.70	2.89	3.11	3.57	4.11
YoY			70%	8%	15%	15%
锡化工	6.62	6.03	5.46	5.02	4.72	4.53
YoY			-10%	-8%	-6%	-4%
马口铁	4.67	4.52	3.66	3.48	3.30	3.14
YoY			-19%	-5%	-5%	-5%
铅酸电池	2.73	2.64	2.74	2.74	2.74	2.74
YoY			4%	0%	0%	0%
铜锡合金	2.73	2.64	2.12	2.12	2.12	2.12
YoY			-20%	0%	0%	0%
其他	3.12	3.02	5.7	5.7	5.7	5.7
YoY			89%	0%	0%	0%

资料来源：ITA, IAI, NEA, CPIA, 华鑫证券研究

## 4、供需：维持紧平衡

### 4.1、预计锡平衡远期持续趋紧

根据我们前述对于锡供应及需求的预测，预计 2024-2026 年全球锡平衡为-2.65、-2.16、-2.04 万吨，锡供需平衡有望持续趋紧。

图表 72：全球锡金属供需平衡表

单位：万吨	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
供需平衡	-1.68	0.35	-0.09	-2.65	-2.16	-2.04
缺口年度变化		2.03	-0.44	-2.56	0.49	0.12
供给	37.27	38.04	37.01	38.04	39.13	40.03
供应年度变化	0.00	0.77	-1.03	1.03	1.09	0.90
YoY		2.07%	-2.71%	2.79%	2.87%	2.30%
澳大利亚	0.88	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
玻利维亚	1.96	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
巴西	1.55	1.80	1.80	1.98	2.16	2.16
缅甸	3.69	3.10	3.10	2.50	2.20	1.90
中国	9.00	9.50	9.84	10.62	10.62	11.82
刚果(金)	1.67	2.00	2.00	2.47	2.80	2.80
印度尼西亚	7.00	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40
老挝	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
马来西亚	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
尼日利亚	0.16	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17

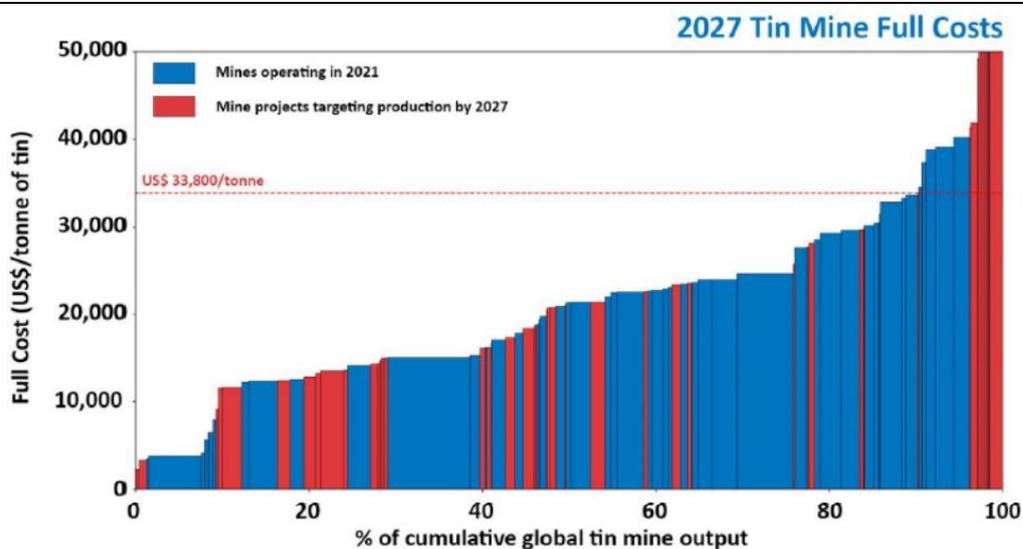
秘鲁	2.70	2.90	2.90	2.90	2.90	2.90
俄罗斯联邦	0.30	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
卢旺达	0.20	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
越南	0.54	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
其他国家	0.12	0.11	0.11	0.31	1.19	1.19
再生锡	6.80	6.59	5.22	5.22	5.22	5.22
需求	<b>38.95</b>	<b>37.69</b>	<b>37.10</b>	<b>40.69</b>	<b>41.29</b>	<b>42.08</b>
需求年度变化		-1.26	-0.59	3.59	0.61	0.78
YoY		-3.23%	-1.57%	9.67%	1.49%	1.89%

资料来源：USGS，各公司公告，ITA，IAI，NEA，CPIA，华鑫证券研究

## 4.2、成本：全球锡矿成本曲线不断上移，锡价有望获高位支撑

全球锡资源日益稀缺，锡矿开采成本中枢逐渐上移。现金成本方面，ITA 数据，2022 年全球锡矿现金成本的 90%、75%、50%分位分别为 2.32、1.85、1.14 万美元/吨，ITA 预计 2030 年全球锡矿现金成本的 90%、75%、50%分位将分别达到 4.61、3.04、2.11 万美元/吨。完全成本方面，据 ITA 数据，2022 年全球锡矿完全成本的 90%、75%、50%分位分别为 2.56、2.26、1.56 万美元/吨，ITA 预计 2030 年全球锡矿完全成本的 90%、75%、50%分位将分别达到 6.85、3.99、2.81 万美元/吨。随锡矿开采成本逐步上移，锡价将获得高位成本支撑。

图表 73：预计 2027 年全球锡矿完全成本持续抬升



资料来源：ITA，Alphamin Resources，华鑫证券研究

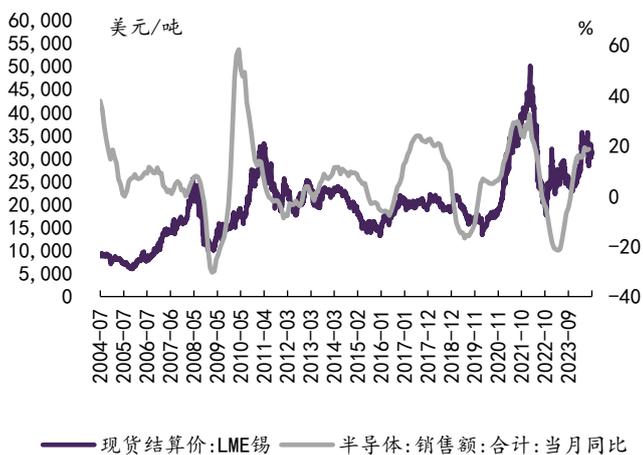
## 4.3、价格：LME 锡价与半导体周期存在相关性

LME 锡价与半导体周期存在相关性。全球来看，因前述锡第一大终端消费领域为智能设

备领域，因此锡价与半导体销售额月同比增速变动呈现较强正相关性。2024 年 7 月全球半导体销售额月同比增速持续回升至 18.7%，持续创下 2022 年 6 月以来的新高。

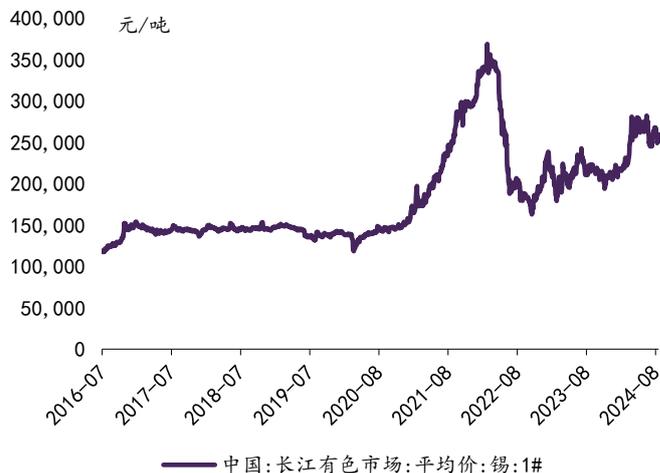
国内精炼锡价格已回到相对较高位置。国内来看，2024 年 Q1 和 Q2 长江有色市场 1#锡平均价分别为 21.71、26.31 万元，锡价中枢持续提升。

图表 74：锡价与半导体周期存在相关性



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 75：国内锡价



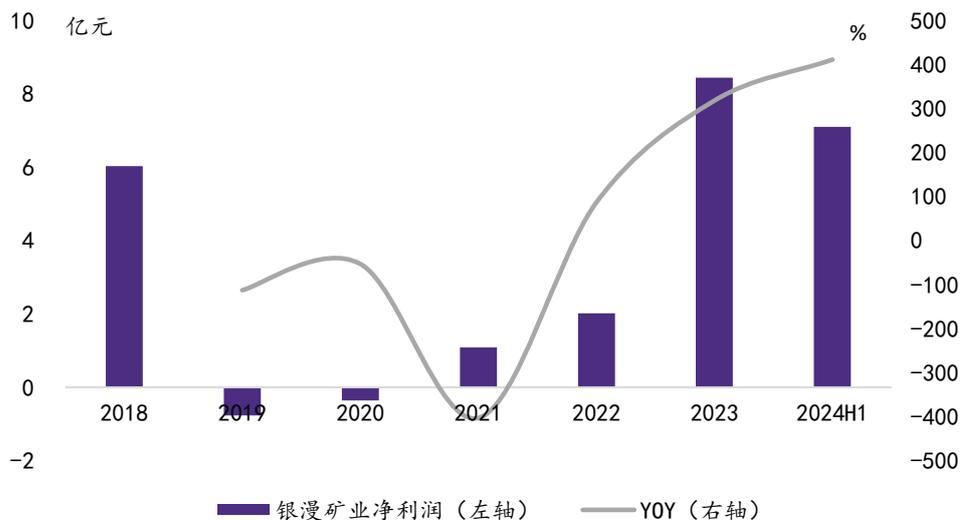
资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 5、公司看点：主力矿山复产+技改+扩产多策并举，未来增量可期

### 5.1、主力矿山：银漫矿业

银漫矿业复产后净利润稳步回升。公司旗下子公司银漫矿业因重大运输安全事故自 2019 年 2 月 24 日起进行停产停业整顿，2019 年净利润大幅下降。2020 年 6 月底，银漫矿业整改通过验收，下半年实现全面复工复产，净利润逐步回升。2023 年银漫矿业净利润达 8.44 亿元，同比增长 317.57%。2024 年上半年银漫矿业净利润为 7.09 亿元，同比+410.64%。

图表 76: 银漫矿业净利润



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

银漫矿业完成技改后, 选厂入选品位和锡的回收率显著提高, 各金属产量均有明显提升。银漫矿业选厂自 2023 年 6 月 9 日起进行停产技改, 于 2023 年 7 月 10 日正式恢复生产。从长期来看, 本次停产技改能够提高银漫矿业选厂入选品位, 降低选矿成本, 提高锡的回收率。根据公司 2023 年 7 月 13 日投资者调研纪要显示, 银漫矿业以往所采是低锡高硫难选矿石, 自 2023 年起拟采的富锡低硫型原矿, 主要品种锡的品位将由 0.6%-0.7%提升至 1%-1.2%。技改后银漫矿业历史上单班次入选最高品位可达锡 2%、银 300g/t、铜 0.6%、铅 1.5%、锌 3.5%、锑 0.9%, 锡的回收率已由原本的 50%提高至 60%, 未来将逐步提高至 70%, 为公司创造更大的经济效益。锌、锡、银单季度最高产量达到 3319 吨、3583 吨、42 吨。

图表 77: 银漫矿业技改前后产量变化

产品	单位	2021 年度各金属产量	2022 年度各金属产量	2023 年分季度各金属原计划产量 (2023 年 7 月完成技改实现投产)					2023 年度实际产量
				一季度	二季度	三季度	四季度	小计	
锌金属	吨	4911.59	6813.96	2306.83	2558.00	2482.00	3319.00	10665.83	54972.43
银金属	吨	68.15	117.74	29.75	32.00	28.00	42.00	131.75	122.09
铅金属	吨	1068.15	1358.02	559.09	542.00	630.00	469.00	2200.09	14172.43
铜金属	吨	945.78	1869.27	404.32	274.00	309.00	970.00	1957.32	
锑金属	吨	248.11	859.68	341.36	426.00	503.00	352.00	1622.36	
锡金属	吨	1160.75	2757.74	555.26	738.00	1276.00	3583.00	6152.26	5811.57
锡次金属	吨	311.22	284.45	61.22	81.00	264.00	237.00	643.22	1957.68
金精粉	吨								0.05

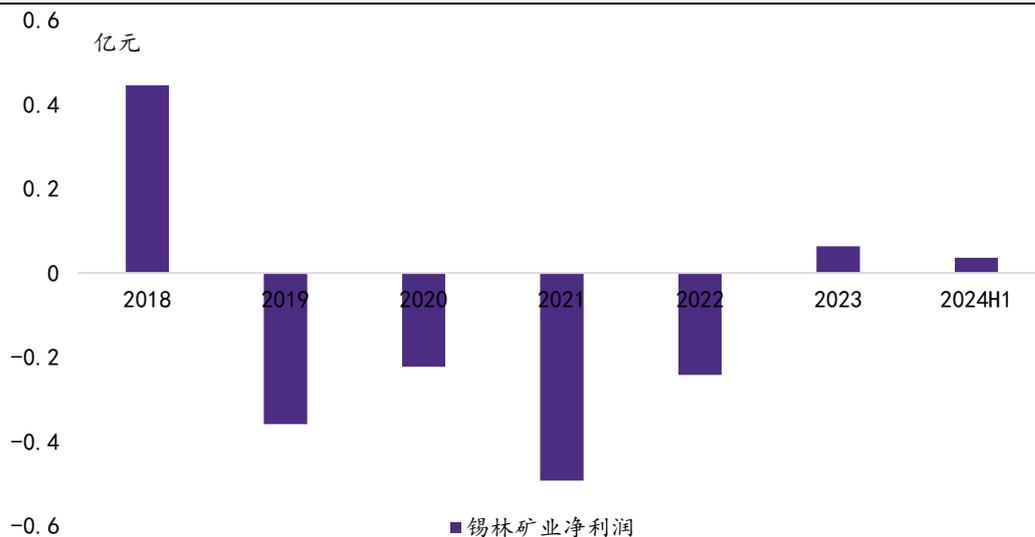
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

一期项目满产运营, 二期项目推进顺利, 投产后可大幅扩大生产规模。根据公司 2023 年 6 月 9 日和 7 月 13 日投资者调研纪要显示, 银漫矿业一期生产规模为 165 万吨/年, 已实现满产运营, 年生产能力处理铅锌矿石 25 万吨, 铜锡矿石 140 万吨。银漫二期投产后, 与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模。目前银漫矿业二期可行性研究已经通过专家评审, 正在办理自治区立项手续, 已于 2023 年 10 月左右获得立项批复, 将在 2024 年开工建设, 预期投入资金 18 亿左右, 建设期两年, 预计 2026 年投产。

## 5.2、锡林矿业

锡林矿业受采场充填、探矿增储等影响，锡林矿业暂未满产运行。锡林矿业自 2023 年开始对已达到可开采状态的高品位矿石进行开采，使 2023 年半年度选厂处理矿石品位得到了较高的提升，2023 年锡林矿业净利润为 630.86 万元，实现近五年内首次正增长。2024 年上半年锡林矿业净利润达到了 364.3 万元。

图表 78：锡林矿业净利润



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

锡林矿业拥有内蒙古自治区东乌旗朝不楞矿区多金属矿，拥有一项采矿权，生产规模为 72 万吨/年，主要产品为锌、铁、铋、钨。截止 2023 年末，锡林矿业采矿许可证范围内保有资源量 (KZ+TD)：矿石量 966.30 万吨，锌金属量 212529.10 吨，锌平均品位 2.20%；铁金属量 277.62 万吨，铁平均品位 28.73%。根据公司公告，正常年份年产量：铁精粉 19.45 万吨、锌精粉 3.18 万吨、铋精粉 0.31 万吨；锌精粉含锌金属量 1.56 万吨、铋精粉含铋金属量 464.87 吨。

图表 79：锡林矿业产品介绍

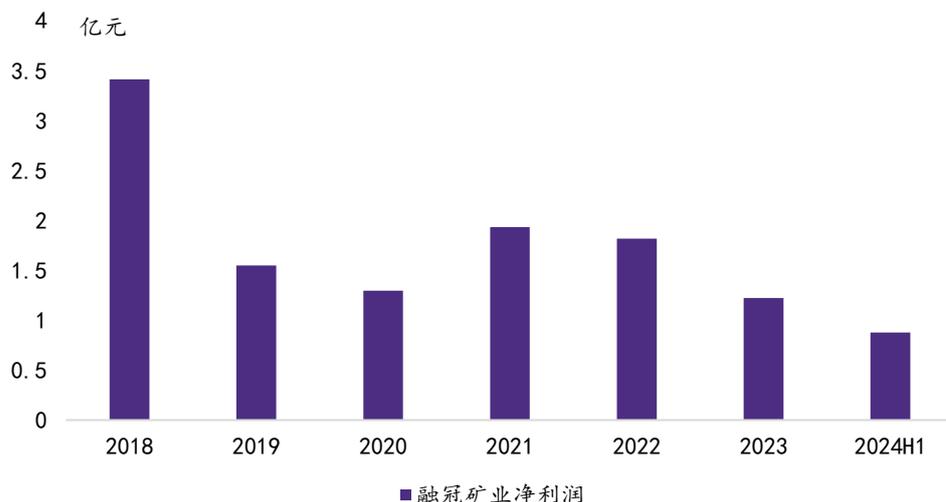
产品	铁精粉	锌精矿	铋精矿
平均地质品位	31.29%	2.67%	0.121%
精矿品位	65%	49%	15%
选矿回收率	61%	88%	58%
正常年份对应精粉产量(吨)	194510.19	31762.76	3099.15
正常年份对应精粉含金属量(吨)	-	15563.75	464.87
年生产矿石能力(万吨)		72	
矿石贫化率		8%	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 5.3、融冠矿业

融冠矿业已实现满产运营。根据公司 2023 年 6 月 9 日投资者调研纪要显示，融冠矿业锌、铁的品位分别是 5.57%、31.25%，但实际采矿过程中入选品位有所下滑，目前已实现满产运营。2023 年融冠矿业净利润 1.22 亿元，2024 年上半年为 0.88 亿元。

图表 80：融冠矿业净利润



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

融冠矿业拥有内蒙古自治区东乌珠穆沁旗查干敖包矿区铁锌矿，生产规模为 135 万吨/年，主要产品为铁精粉和锌精矿。截止 2023 年末，融冠矿业采矿许可证范围内保有资源量 (TM+KZ+TD)：矿石量 2027.10 万吨。其中，铁锌矿石量 1696.10 万吨，锌金属量 754684.50 吨，锌平均品位 4.25%，TFe29.53%；铁矿石量 206.00 万吨，TFe 平均品位 32.75%；锌矿石量 125.00 万吨，锌金属量 63811.00 吨，锌平均品位 5.10%。伴生矿产中，银矿石量 1572.30 万吨，银金属量 219.40 吨，银平均品位 13.76 克/吨；铟金属量 181.80 吨，铟平均品位 0.0086%。本次保有资源量比往年增加部分，主要来源于采矿权内 890m 标高以下铁锌矿勘探工作，目前已通过深部探转采后实现增储。

根据公司公告，正常年份年产量：铁精粉 30.37 万吨、锌精矿 7.70 万吨；锌金属 4.08 万吨。

图表 81：融冠矿业产品介绍

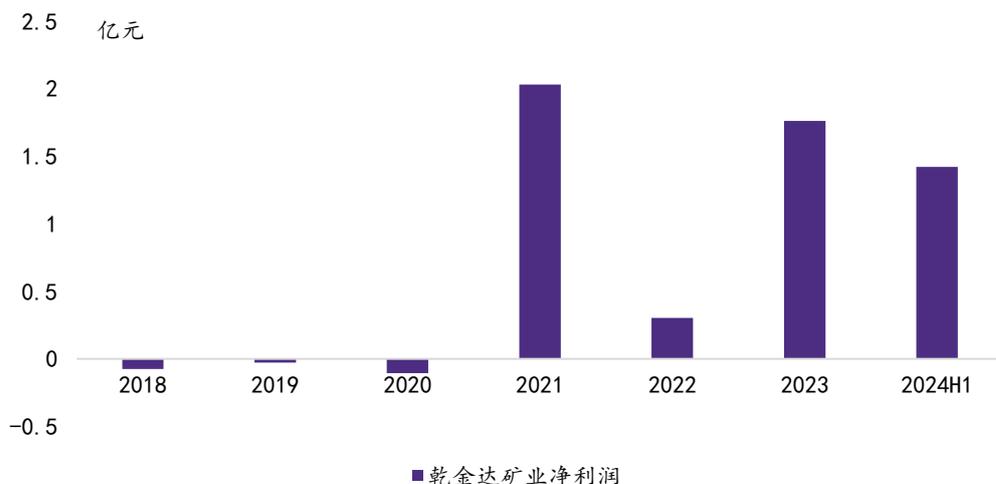
产品	铁精粉	锌精矿
地质平均品位	30.18%	4.36%
品位	64%	53%
选矿回收率	53%	77%
产量(吨)	303662.67	76962.23
含金属量(吨)	-	40789.98
年生产铁锌矿石能力(万吨)		135
贫化率		10%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 5.4、乾金达矿业

乾金达矿业已于 2023 年二季度达产，预计 2024 年满产运营。乾金达矿业受 2022 年采区二期建设影响，2022 年底库存矿石较少，同时叠加春节放假及复工延迟等因素，导致乾金达矿业 2023 年一季度采出矿石储备不足，选厂一季度停产，后续影响减少。2023 年净利润为 176.05 万元，同比下降 480.63%。2024 年上半年度实现净利润 1.42 亿元，同比增长 1491.88%。主要原因为：2024 年矿石供应稳定，选矿产能释放，选矿处理量同比增加，2023 年同期受复工延迟及年初库存矿石储备不足（2022 年采区二期工程建设影响）等因素影响，未能实现满负荷生产。

图表 82：乾金达矿业净利润



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

乾金达矿山资源禀赋良好，东胡银铅锌矿属于国内少见的富矿，生产规模 30 万吨/年，主要产品为铅、锌、银、铜。截止 2023 年末，乾金达矿业采矿许可证范围内保有资源量 (TM+KZ+TD)：主矿产铅锌总矿石量 231.90 万吨，铅金属量 111653.90 吨，平均品位 4.82%；锌金属量 122026.00 吨，平均品位 5.26%。共生矿产银矿石量 141.20 万吨，银金属量 446.10 吨，平均品位 302.75 克/吨；铜矿石量 62.90 万吨，铜金属量 4028.60 吨，平均品位铜 0.64%。2023 年，乾金达矿业采区二期工程投入生产后，采矿中段矿石量充足，能够实现全面采矿，生产经营状况将得到明显改善，能够为选矿作业提供充足的矿石供应，产品产销量同比增加。根据采矿权评估报告，公司正常年份生产精矿含铜金属 534.60 吨/年、铅金属 17362.80 吨/年、锌金属 13596.00 吨/年、银金属量为 92.02 吨/年。

图表 83：乾金达正常年份产量

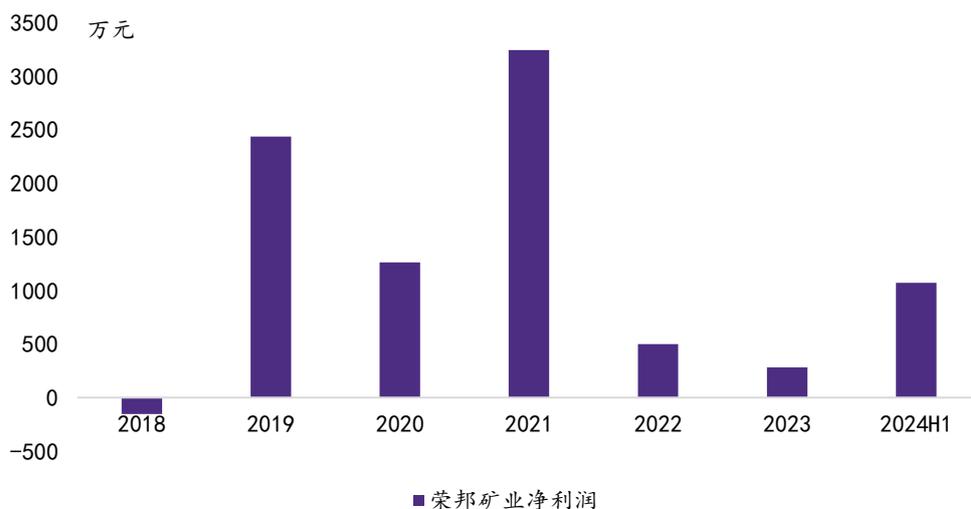
产品	铜精矿	铅精矿	锌精矿	银金属
入选品位	0.27%	6.36%	5.15%	336.54g/t
精矿品位	13.49%	56.50%	53.00%	铜精矿：1625.00 g/t；铅精矿：2210.00g/t；锌精矿：218.54g/t
选矿回收率	66.00%	91.00%	88.00%	铜精矿：7.19%；铅精矿：76.35%；锌精矿：7.61%
精矿产量(t)	3962.94	30730.62	25652.83	-
精矿含金属量(t)	534.60	17362.80	13596.00	铜精矿含银：7.26；铅精矿含银：77.08；锌精矿含银：7.68 累计含银：92.02
原矿年产量(万吨)	30			
贫化率	12%			

资料来源：东胡银多金属矿探矿权评估报告，华鑫证券研究

## 5.5、荣邦矿业

荣邦矿业技改后选矿处理量上升，矿石品位提高，净利润上升。2022年5月1日至6月16日荣邦矿业选矿厂停车技改，技改后选矿处理矿量由30万吨/年增加至45万吨/年，2023年计划处理原矿42.85万吨。荣邦矿业于2023年1月取得深部中段安全生产许可证，深部中段矿石金属品位较高，矿石入选品位同比提高。2023年荣邦矿业净利润达282.50万元，同比减少43.42%。

图表 84：荣邦矿业净利润



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

荣邦矿业拥有克什克腾旗油房西矿区银铜铅锌矿采矿权，现有生产规模45万吨/年，主要产品为锌、铅、铜、银。截止2023年末，荣邦矿业采矿许可证范围内保有资源量(TM+KZ+TD)：矿石量1031.48万吨，其中银矿石量122.19万吨，银金属量140.93吨，银品位115.34克/吨；铅矿石量298.39万吨，铅金属量35480.65吨，铅品位1.19%；锌矿石量842万吨，锌金属量135819.77吨，锌品位1.61%；铜矿石量128.39万吨，铜金属量8382.63吨，铜品位0.62%。2023年伴生矿中，产铅8233.1吨，铅平均品位0.35%；产锌5333.43吨，锌平均品位0.68%；产银364.09吨，银平均品位42.65克/吨；产铜1502.08吨，铜平均品位0.22%；产金136.45千克，金平均品位0.15克/吨。

根据荣邦矿业采矿权评估报告，公司正常年份生产铜金属220.50吨、生产铅金属2065.50吨、生产锌金属6002.85吨、银金属量为17.35吨。

图表 85：荣邦矿业正常年份产量

矿石	铅锌矿石 (以 2020 年为例)				铜铅锌矿石 (以 2025 年为例)		
	铅	锌	银	铜	铅	锌	银
原矿地质品位	0.83%	1.57%	63.43g/t	0.17%	0.27%	1.26%	42.91g/t
入选品位	0.75%	1.41%	57.09g/t	0.15%	0.24%	1.13%	38.62g/t
精矿品位	55.00%	48.00%	3537.97g/t	24.00%	40.00%	45.00%	铜精矿：2774.33g/t；铅精矿：3862g/t
选回收率	71.00%	79.00%	60.00%	49.00%	65.00%	78.50%	铜精矿：22%；铅精矿：39%
精矿产量(t)	2904.55	6961.88	-	918.75	1170.00	5913.67	-
精矿含金属量(t)	1597.50	3341.70	10.28	220.50	468.00	2661.15	7.07

请阅读最后一页重要免责声明

41

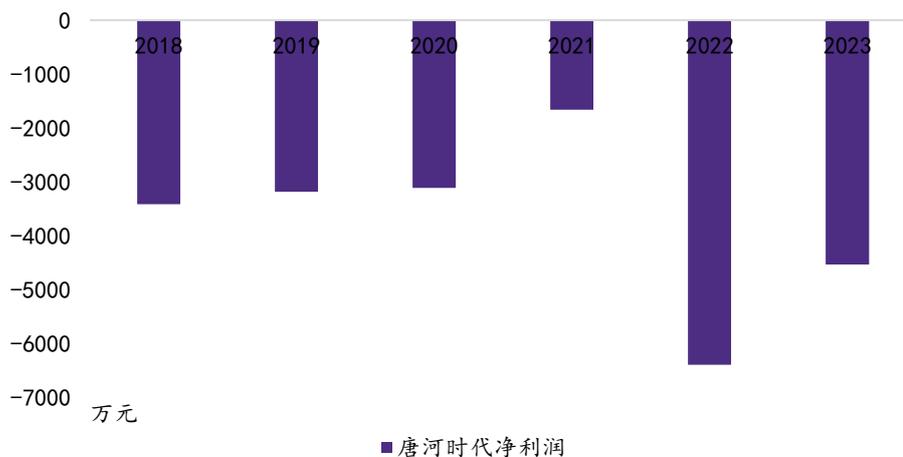
原矿产量(万 t)	30
贫化率	10%

资料来源：荣邦矿业采矿权评估报告，华鑫证券研究

## 5.6、唐河时代

唐河时代仍处于建设期，智能抛废项目有所应用。根据公司 2023 年 6 月 13 日投资者调研纪要显示，银漫矿业试验成功的智能抛废项目有助于缓解唐河时代矿石低品位问题，节约选矿成本。根据公司 2023 年 7 月 13 日投资者调研纪要显示，唐河时代恢复建设工作仍在推进中。

图表 86：唐河时代净利润



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

唐河时代拥有河南省唐河县周庵铜镍矿采矿权，建设项目采选规模为 330 万吨/年。截止 2023 年末，唐河时代矿业采矿许可证范围内保有资源量 (TM+KZ+TD) 9754.90 万吨，镍金属量 32.84 万吨，镍平均品位 0.34%，铜金属量 11.75 万吨，铜平均品位 0.12%。2021 年 6 月，公司决定重新启动唐河时代工程项目。截止 2024 年 5 月，唐河时代尚处于建设期，暂未投产。根据采矿权评估报告，年精矿含金属产量：镍 6616.37 吨、铜 2714.73 吨；伴生钴 116.84 吨、伴生金 220.06 千克、伴生银 1608.53 千克、伴生铂 327.28 千克、伴生钯 253.14 千克，唐河县周庵铜镍矿采矿权评估价值为 40198.37 万元。

图表 87：唐河时代正常年份产量

产品	镍	铜	钴(伴生)	金(伴生)	银(伴生)	铂(伴生)	钯(伴生)
精矿品位	7.10%	3.20%	0.27%	2.13g/t	25.01g/t	2.99g/t	2.71g/t
回收率	64.00%	72.00%	37.35%	75.77%	16.74%	74.45%	67.48%
年精矿含金属产量	6616.37 吨	2714.73 吨	116.84 吨	220.06 千克	1608.53 千克	327.28 千克	253.14 千克
年采出矿石量 (万吨)	330						
综合贫化率	7%						

资料来源：唐河时代采矿权及探矿权评估报告，华鑫证券研究

## 5.7、博盛矿业

博盛矿业资源丰富，生产条件成熟，更名后已复产。博盛矿业为作西藏地区为数不多的拥有金矿采矿权证的企业之一，拥有邦布岩金矿一宗采矿权和一宗探矿权，划定矿区范围内资源储量矿石量 459.48 万吨，金金属量 30.97 吨。同时，博盛矿业拥有配套选厂和尾矿库，具备成熟的生产条件。博盛矿业于 2023 年 10 月更名为西藏黄金，主要产品为金精粉、重砂，目前现有选厂规模为 480 吨/天，于 2023 年 11 月 24 日复工复产。企业名称变更后，手续复杂、周期长，为确保博盛矿业尽快复工复产，博盛矿业于 2024 年 4 月 1 日将公司名称由“西藏兴业黄金有限公司”改回为“西藏博盛矿业开发有限公司”。

博盛矿业拥有西藏加查县邦布岩金矿一宗采矿权和一宗探矿权，生产规模为 30 万吨/年，主要产品为重选金精矿、浮选金精矿。2023 年，公司收购甘肃乾金达矿业开发集团有限公司持有的博盛矿业 70% 股权。截止 2023 年末，西藏博盛矿业采矿许可证范围内保有资源量 (TM+KZ+TD)：矿石量 3122258.45 吨，金金属量 20509.26 千克，平均品位 6.57 克/吨。西藏黄金于 2014 年 6 月 8 日向西藏自治区国土资源厅申请扩大矿区范围及增加生产规模，矿山生产规模增加为 30 万吨/年。根据采矿权及探矿权评估报告，正常年份年金精矿含金属量：1533.17 千克，单位经营成本费用为 452.36 元/吨原矿，单位总成本费用 557.52 元/吨原矿，西藏加查县邦布岩金矿采矿权及外围探矿权评估价值为 126842.84 万元。

图表 88：博盛矿业正常年份产量

产品	重选金精矿	浮选金精矿
精矿品位 (g/t)	6227.50	85.05
选矿回收率	47.00%	47.50%
精矿含 Au 金属量 (kg)	762.53	770.64
生产规模 (万吨/年)	30	
贫化率	20%	

资料来源：西藏加查县邦布矿区岩金矿采矿权及探矿权评估报告，华鑫证券研究

## 6、盈利预测评级

### 6.1、关键假设

假设兴业银锡旗下银漫矿业技改后产量稳步增长，我们对公司销量、单位售价及单位成本做出如下假设及预测：

图表 89：公司营业收入假设

产品	项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锌精粉	营业收入	5.82	7.72	7.22	9.12	10.44	11.34
	增长率		32.67%	-6.46%	32.67%	8.96%	8.56%
	营业成本	2.89	4.23	4.27	4.85	5.02	5.19
	毛利率		45.20%	40.86%	54.22%	56.51%	58.58%
含铜银精粉	营业收入	3.59	3.30	6.85	7.80	9.10	10.40
	增长率		-7.90%	107.30%	13.87%	16.67%	14.29%
	营业成本	1.90	1.68	2.74	3.25	3.25	3.25

	毛利率		49.07%	60.03%	61.64%	67.12%	71.23%
锡精粉	营业收入	2.22	4.33	10.85	21.00	25.31	29.73
	增长率		94.81%	150.49%	95.74%	19.17%	17.48%
	营业成本	1.23	2.33	3.94	10.00	11.00	12.00
	毛利率		46.14%	63.67%	57.63%	60.88%	63.68%
低品位锡精粉（锡次）	营业收入	0.29	0.19	2.45	2.40	2.40	2.40
	增长率		-35.26%	1206.52%	6.01%	7.69%	7.14%
	营业成本	0.15	0.10	0.76	0.80	0.86	0.92
	毛利率		47.74%	68.93%	69.23%	69.29%	69.33%
铁精粉	营业收入	2.66	1.98	2.29	2.41	2.59	2.78
	增长率		-25.37%	15.71%	4.87%	7.69%	7.14%
	营业成本	1.37	1.04	1.39	1.48	1.52	1.55
	毛利率		47.53%	39.25%	38.46%	41.43%	44.00%
铋精粉	营业收入	0.14	0.00	0.10	0.13	0.14	0.14
	增长率				33.44%	1.49%	1.47%
	营业成本	0.10	0.00	0.07	0.09	0.09	0.09
	毛利率			0.32	31.34%	32.35%	33.33%
铅精粉	营业收入	4.37	1.93	4.95	2.70	2.95	3.20
	增长率		-55.78%	155.94%	-45.45%	9.07%	8.66%
	营业成本	1.87	1.41	2.84	1.50	1.55	1.60
	毛利率		27.01%	42.72%	44.44%	47.37%	50.00%
含铅银精粉	营业收入	0.87	1.33	2.07	6.30	7.04	7.80
	增长率		53.40%	55.12%	204.24%	11.75%	10.80%
	营业成本	0.58	0.74	1.23	3.70	4.07	4.44
	毛利率		44.85%	40.74%	41.27%	42.19%	43.08%
金精粉	营业收入	0.00	0.00	0.19	2.20	2.30	2.40
	增长率				1050.27%	4.55%	4.35%
	营业成本	0.00	0.00	0.18	1.80	1.80	1.80
	毛利率			0.03	18.18%	21.74%	25.00%
采矿行业(硫)	营业收入	0.00	0.00	18.72 (万元)	20 (万元)	27.5 (万元)	36 (万元)
	增长率				6.81%	37.50%	30.91%
	营业成本	0.00	0.00	9.7 (万元)	10 (万元)	12.5 (万元)	15 (万元)
	毛利率			48.14%	50.00%	54.55%	58.33%
其他	营业收入	0.13	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08
	增长率		-52.07%	23.78%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	0.11	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
	毛利率		19.20%	47.06%	47.06%	47.06%	47.06%
合计	营业收入	20.09	20.86	37.06	54.14	62.34	70.26
	增长率		3.84%	77.67%	48.52%	13.99%	12.94%
	营业成本	10.20	11.58	17.46	27.51	29.20	30.88
	毛利率		44.47%	52.88%	53.14%	56.39%	59.17%

资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

## 6.2、盈利预测

预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 54.14、62.34、70.26 亿元，归母净利润分别为 16.24、20.74、25.93 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.8、9.3、7.4 倍。

考虑到近期锡价和银价较前次盈利预测时期价格有所回落，因此略微下调盈利预测。但是考虑到锡价有望持续高位运行，白银价格或延续高位走势，叠加公司锡银产量有望提升。我们维持“买入”投资评级。

## 7、风险提示

- 1) 技改项目放量节奏不及预期；2) 主要产品价格下跌风险；3) 矿山生产安全风险；4) 缅甸复产进度超预期；5) 下游半导体需求复苏不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	339	3,073	5,707	8,649
应收款	296	729	840	946
存货	276	486	520	554
其他流动资产	12	17	20	22
流动资产合计	924	4,306	7,087	10,172
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	4,382	4,342	4,153	3,917
在建工程	420	168	67	27
无形资产	4,159	3,951	3,743	3,546
长期股权投资	404	404	404	404
其他非流动资产	795	795	795	795
非流动资产合计	10,160	9,660	9,162	8,688
资产总计	11,083	13,965	16,249	18,860
<b>流动负债:</b>				
短期借款	384	484	584	684
应付账款、票据	903	1,755	1,879	2,002
其他流动负债	1,486	1,486	1,486	1,486
流动负债合计	2,953	3,988	4,252	4,514
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	1,149	1,649	1,949	2,149
其他非流动负债	396	396	396	396
非流动负债合计	1,545	2,045	2,345	2,545
负债合计	4,498	6,033	6,597	7,059
<b>所有者权益</b>				
股本	1,837	1,838	1,838	1,838
股东权益	6,586	7,932	9,652	11,801
负债和所有者权益	11,083	13,965	16,249	18,860

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	953	1597	2040	2550
少数股东权益	-16	-27	-34	-43
折旧摊销	484	500	487	464
公允价值变动	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	330	287	17	18
经营活动现金净流量	1750	2356	2508	2988
投资活动现金净流量	-950	292	289	277
筹资活动现金净流量	1934	349	80	-100
现金流量净额	2,734	2,998	2,877	3,165

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,706</b>	<b>5,414</b>	<b>6,234</b>	<b>7,026</b>
营业成本	1,746	2,751	2,920	3,088
营业税金及附加	218	318	366	413
销售费用	3	5	5	6
管理费用	317	287	430	485
财务费用	137	7	-49	-118
研发费用	82	119	137	155
费用合计	539	418	524	527
资产减值损失	-38	-38	-38	-38
公允价值变动	-2	-2	-2	-2
投资收益	-18	-18	-18	-18
<b>营业利润</b>	<b>1,138</b>	<b>1,862</b>	<b>2,360</b>	<b>2,933</b>
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	67	67	67	67
<b>利润总额</b>	<b>1,072</b>	<b>1,796</b>	<b>2,293</b>	<b>2,867</b>
所得税费用	118	198	254	317
<b>净利润</b>	<b>953</b>	<b>1,597</b>	<b>2,040</b>	<b>2,550</b>
少数股东损益	-16	-27	-34	-43
<b>归母净利润</b>	<b>969</b>	<b>1,624</b>	<b>2,074</b>	<b>2,593</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	77.7%	46.1%	15.2%	12.7%
归母净利润增长率	457.4%	67.5%	27.7%	25.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	52.9%	49.2%	53.2%	56.0%
四项费用/营收	14.6%	7.7%	8.4%	7.5%
净利率	25.7%	29.5%	32.7%	36.3%
ROE	14.7%	20.5%	21.5%	22.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.6%	43.2%	40.6%	37.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	12.5	7.4	7.4	7.4
存货周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.53	0.88	1.13	1.41
P/E	19.8	11.8	9.3	7.4
P/S	5.2	3.5	3.1	2.7
P/B	3.0	2.4	2.0	1.6

## ■ 新材料组介绍

**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。

**覃前：**碳中和组成员，金融硕士，大连理工大学工学学士，2024年加入华鑫有色团队。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。