



立足资源禀赋优势，银锡龙头重新出发

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 集团重整计划落地，22年8月进入重整执行阶段，公司迎来高速发展期。2) 银漫矿业技改+二期项目推动产能进入爆发期，远期银/锡产能分别有望超600/20000吨。3) 美联储加息尾声叠加金银比高位，白银或进入上行周期。未来锡供应刚性叠加消费电子逐步复苏，我们测算23-25年锡供需平衡分别为0.2/-0.2/-0.4万吨，供需缺口持续扩大有望推动锡价进入上行周期，公司作为银锡龙头标的将充分受益。
- **集团重整落地，银锡龙头重新出发。**2019年公司控股股东兴业集团被债权人申请重整，2022年8月进入重整执行阶段。2023/2024/2025年需偿还财产担保债权人5.9/9.8/29.4亿元，对于普通债权超过50万元以上部分，债权人将按比例获得信托受益权份额进行抵偿。重整计划落地后，公司将全力推进矿山复工复产，积极推进银漫矿业二期项目建设，为公司全力发展注入驱动力。
- **资源储量丰富，主力矿山复产+技改+扩产三管齐下，远期产能有望翻倍。**公司扎根内蒙，拥有丰富且优质的矿产资源，具有较强的资源区位优势。公司旗下8家矿业子公司合计拥有储量：锌191.7万吨、铅56.7万吨、白银9988吨、铁607.7万吨、锡19.6万吨、金197吨以及铜、镍、锑等其他金属资源。公司全力推进主力矿山复产，23年7月技改完成后，公司23年银/锡产量将分别达到252/6152吨；24年银/锡产量有望分别超300/10000吨；远期银/锡产能分别有望超600/20000吨，未来三年公司迎来产能爆发期。
- **美联储加息尾声，银、锡有望进入上行周期。**美联储加息进入尾声，提振金属价格。白银工业属性凸显，中长期白银供给产能受限，工业需求稳步增长，库存处于5年低位，白银相对黄金将有更高弹性。全球锡供应刚性凸显，下游消费电子持续复苏，我们预计2023-2025年锡供需平衡分别为0.2/-0.2/-0.4万吨，供需缺口不断扩大有望推动锡价持续上涨，公司作为银锡龙头标的将充分受益。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计未来三年归母净利润分别为9.8/16.8/21.3亿元，实现EPS分别为0.53/0.92/1.16元，对应PE分别为17/10/8X。随着下游消费电子行业持续复苏，公司产能大幅释放，给予2024年12倍PE，目标价11.04元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，锡价或大幅下跌风险，行业政策变动风险，矿山事故风险。

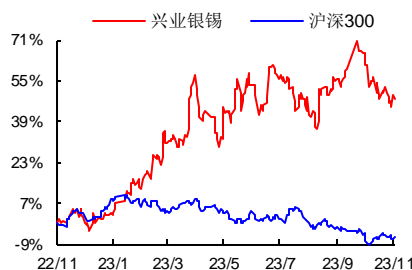
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2085.89	3814.40	5463.51	6585.36
增长率	3.84%	82.87%	43.23%	20.53%
归属母公司净利润(百万元)	173.90	976.73	1682.77	2125.99
增长率	-29.44%	461.66%	72.29%	26.34%
每股收益EPS(元)	0.09	0.53	0.92	1.16
净资产收益率ROE	3.13%	15.22%	21.02%	21.34%
PE	95	17	10	8
PB	2.98	2.58	2.06	1.66

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄腾飞
执业证号：S1250523070010
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn
联系人：朱善颖
电话：18810685324
邮箱：zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.37
流通A股(亿股)	14.78
52周内股价区间(元)	5.89-10.39
总市值(亿元)	165.16
总资产(亿元)	106.69
每股净资产(元)	3.31

相关研究

目 录

1 立足资源禀赋优势，做大做强有色金属产业	1
1.1 银锡龙头重新出发	1
1.2 集团重整计划落地，困境反转重新出发	2
1.3 矿产资源储备丰富，品位较高	2
1.4 复产持续放量，业绩弹性可期	3
2 供应刚性叠加需求改善，锡价有望进入上行周期	5
2.1 全球锡资源相对集中，国内主要集中于云南	5
2.2 供给：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力	6
2.3 需求：消费电子复苏抬升锡需求空间	10
2.4 供需格局：供给缺口持续扩大，有望推动锡价进入上行周期	14
3 美联储加息尾声叠加金银比高位，白银或进入上行周期	17
4 主力矿山复产+技改+扩产三管齐下，产能进入爆发期	19
4.1 银漫矿业：银锡主力矿山，技改放量在即	19
4.2 锡林、融冠矿业：铁锌主力矿山，运行相对稳定	20
4.3 乾金达、荣邦矿业：技改项目完成，24 年有望满产运行	21
4.4 唐河时代、博盛矿业：镍金储备矿山，放量可期	22
4.5 未来产能持续放量，业绩增长可期	23
5 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 相对估值	25
6 风险提示	26

图 目 录

图 1: 兴业银锡发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2018-2023 前三季度营业总收入及同比 (亿元)	4
图 4: 2018-2023 前三季度归母净利润及同比 (亿元)	4
图 5: 2018-2023H1 公司营业收入构成情况	4
图 6: 2018-2023H1 公司毛利构成情况	4
图 7: 公司 2018-2023 H1 各产品毛利率	5
图 8: 同行业公司 2018-2023 前三季度毛利率	5
图 9: 2018-2023 前三季度期间费用率	5
图 10: 2018-2023 前三季度资产负债率	5
图 11: 2022 年全球锡资源分布	6
图 12: 全球锡生产布局 (2022 年)	6
图 13: 2017-2022 全球锡精矿产量	6
图 14: 2017-2022 全球精炼锡产量	6
图 15: 国内从缅甸进口锡矿历史数据 (吨)	7
图 16: 缅甸锡矿锡产量及增速变化	7
图 17: 2022 年印尼锡矿产量全球占比仅 21.6%	8
图 18: 2022 年印尼精锡产量全球占比 22%	8
图 19: 2010-2022Q2 印尼锡出口及同比增速	8
图 20: 2010-2022 年中国锡产量及全球占比	9
图 21: 中国锡矿砂及其精矿进出口情况	9
图 22: 2022 年锡的消费结构	10
图 23: 锡焊料的应用领域	10
图 24: 全球半导体销售额季度环比改善	11
图 25: 2023 年集成电路需求回暖	11
图 26: 全球智能手机的出货量及市场占有率	11
图 27: 全球笔记本电脑和平板电脑的出货量	11
图 28: 申万消费电子指数	12
图 29: 中国计算机、通信和其他电子设备产成品存货同比	12
图 30: 锡价与半导体销售额相关性	12
图 31: 全球半导体营收及同比 (十亿美元)	12
图 32: 苹果 Vision Pro 头显	13
图 33: Vision Pro 应用展示	13
图 34: 我国汽车产量及同比	13
图 35: 我国新能源车产量及同比	13
图 36: 光伏焊带横截面	14
图 37: 光伏焊带工作原理	14
图 38: 锡价复盘	15
图 39: 锡成本分布及预测	16

图 40: 锡成本曲线	16
图 41: LME 锡价及库存走势	17
图 42: 上期所库存情况	17
图 43: 全球白银供应量构成	17
图 44: 全球白银需求量构成	17
图 45: COMEX 银与实际利率高度负相关	18
图 46: 金银比与 COMEX 铜高度负相关	18
图 47: 金银比与全球制造业 PMI	18
图 48: COMEX 银库存	18
图 49: 2018-2023H1 银漫矿业净利润	19
图 50: 银漫矿业锡产量预测	20
图 51: 银漫矿业银产量预测	20
图 52: 2018-2023H1 融冠矿业净利润	21
图 53: 2018-2023H1 锡林矿业净利润	21
图 54: 2018-2023H1 乾金达矿业净利润	22
图 55: 2018-2023H1 荣邦矿业净利润	22
图 56: 2018-2023H1 唐河时代矿业净利润	23

表 目 录

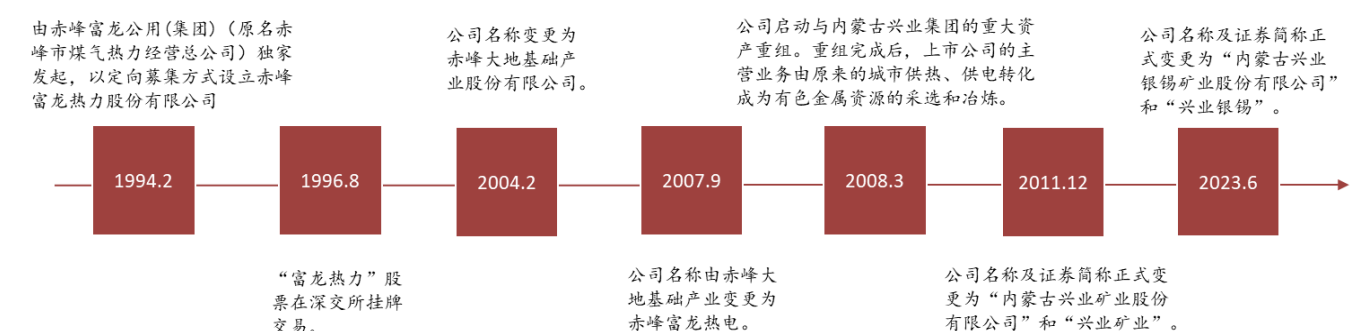
表 1: 集团应偿还金额测算 (亿元)	2
表 2: 兴业银锡自有矿山资源储量	3
表 3: 2022-2205 年锡矿新增项目	10
表 4: 全球光伏行业耗锡量测算	14
表 5: 锡全球供需平衡表	15
表 6: 白银全球供需平衡表	18
表 7: 银漫矿业一期技改后产能	20
表 8: 锡林矿业、融冠矿业产能预测	21
表 9: 乾金达、荣邦矿业产能预测	22
表 10: 子公司产能预测	23
表 11: 2023-2025 年兴业银锡产量预测	23
表 12: 分业务收入及毛利率	24
表 13: 可比公司估值	26
附表: 财务预测与估值	27

1 立足资源禀赋优势，做大做强有色金属产业

1.1 银锡龙头重新出发

内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司位于被誉为“中国有色金属之乡”的内蒙古赤峰市，是一家以金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业公司，主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼。公司拥有二十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。公司的主要产品有铅、锌、银、锡、铜、铁等有色金属，同时还根据所开采矿石的伴生金属情况生产铋和钨等金属。

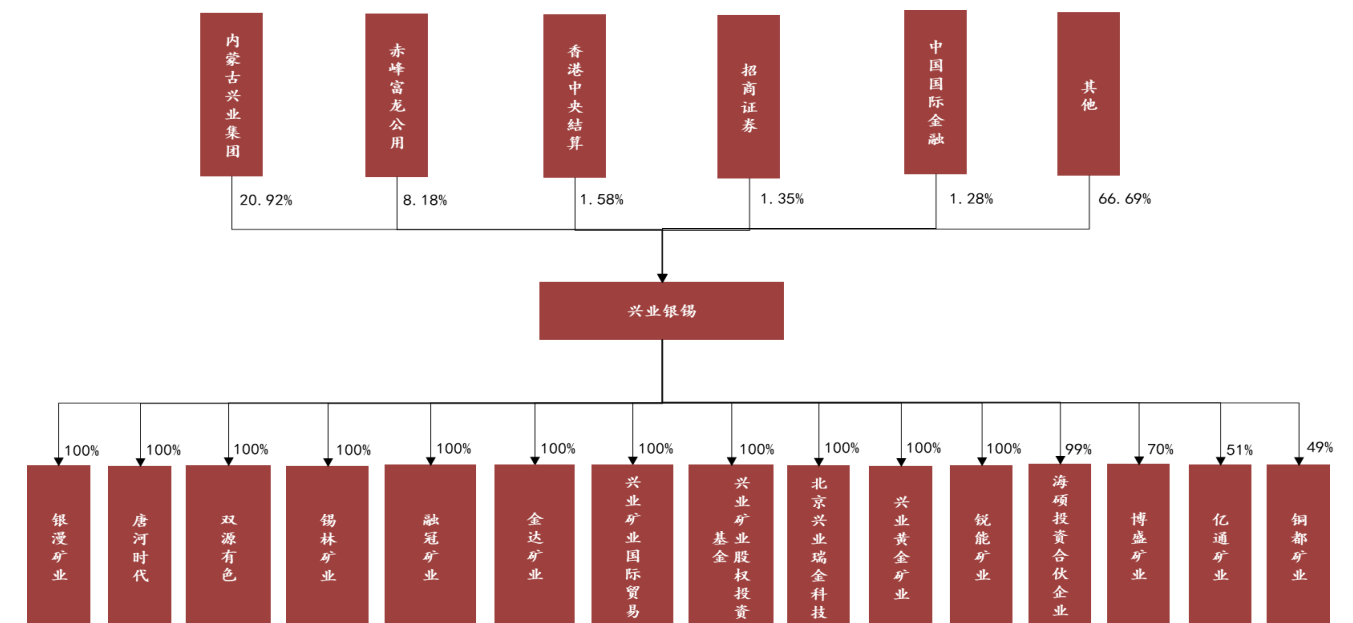
图 1：兴业银锡发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构稳定，实现上下游产业链覆盖。公司控股股东为内蒙古兴业集团，截至2023年三季报，该股东持股比例达20.9%。公司拥有采矿、选矿、冶炼、化工、金属加工、科研、贸易一体化全产业链条，并通过设立和参控股子公司来不断丰富产业链。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 集团重整计划落地，困境反转重新出发

2019年8月，公司控股股东兴业集团因不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，其债权人赤峰宇邦矿业向法院申请对兴业集团进行重整。2020年7月，内蒙古自治区赤峰市中级人民法院裁定对兴业集团、赤峰玉龙国宾馆、西乌珠穆沁旗布敦银根矿业三家公司进行实质合并重整。2022年8月，重整计划进入执行阶段。

根据重整方案，集团债务主要为共有财产担保债权 40.11 亿元、普通债权 94.44 亿元、职工债权 110.81 万元、税款债权 195.89 万元。其中：

职工债权、税款债权：由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式全额清偿。

有财产担保债权：(1) 本金：以有财产担保债权留债债权金额为本金，每年按比例偿还本金。在本重整计划下，兴业集团第 1 年偿还 10%，第 2 年偿还 20%，第 3 年偿还 70%。

(2) 利息：留债期间，利息以未偿留债债权金额为计算基数，自重整计划获得法院裁定批准之日起算（不含当日），留债利率按重整计划草案提交法院及债权人会议前最近一期全国银行间同业拆借中心公布的一年期贷款市场报价利率（LPR）上浮 30% 确定。

普通债权：普通债权 50 万元以下部分按照 100% 比例由兴业集团在重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式一次性全额现金清偿。50 万元以上部分，将按比例获得信托受益权份额进行抵偿。

表 1：集团应偿还金额测算（亿元）

项目	2022/8/17	2023/8/17	2024/8/17	2025/8/17
有财产担保债权	40.11	36.1	28.1	0
应偿还本金比例		10%	20%	70%
应偿还本金		4.0	8.0	28.1
LPR		3.7%	3.7%	3.7%
留债利率		4.8%	4.8%	4.8%
应偿还利息		1.9	1.7	1.4
应偿还总额		5.9	9.8	29.4

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：LPR 为 2022/7/20 公布的 1 年期 LPR 利率

1.3 矿产资源储备丰富，品位较高

有色金属矿产储量丰富，矿石原料自给自足。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。目前，公司旗下拥有 8 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 1173.1 万吨，锌金属量 52.4 万吨，品位 5.42%，铁金属量 52.4 万吨，品位 29.9%；银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，保有矿石量共 5868.9 万吨，品位 181.8 克/吨的白银金属量为 2300 吨，品位 195.4 克/吨的白银金属量为 6300 吨，锡金属量 19.56 万吨，品位 0.74%，均具有较强的盈利能力。

表 2：兴业银锡自有矿山资源储量

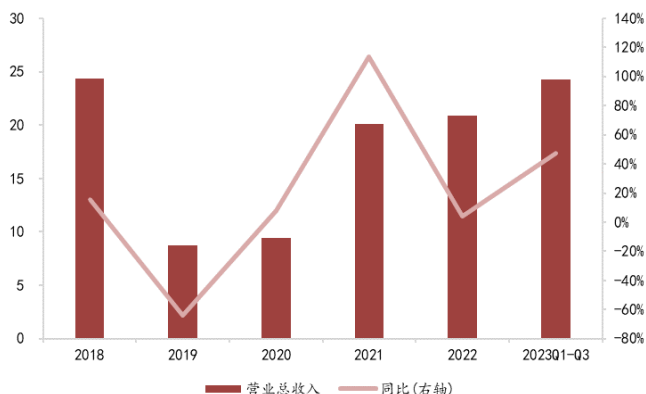
	锡林矿业	融冠矿业	银漫矿业		乾金达矿业			荣邦矿业		锐能矿业	唐河时代
矿石类型	锌铁	锌铁	铅锌银	铜锡银	铅锌矿石量	共生矿	伴生矿	主矿	伴生矿		
保有矿石量(万吨)	1019.47	1173.1	1598.98	4269.88	257.68			1060.71		462.58	9754.90
锌矿石量(万吨)								871.23			
锌品位	2.20%	5.42%	3.51%	2.78%	5.42%			1.65%	0.68%	3.85%	
锌金属量(万吨)	22.44	52.39	48.90	21.66	13.97			13.98	0.53	17.83	
铁品位	28.73%	29.86%									
铁金属量(万吨)	292.89	314.80									
铅矿石量(万吨)								323.65			
铅品位			1.65%	0.319%	0.321%			1.17%	0.33%	2.13%	
铅金属量(万吨)			14.03	13.65	14.52			3.82	0.85	9.89	
银矿石量(万吨)						165.16	91.37	128.52			
银品位(克/吨)			181.75	195.37		373.14	24.56	110.99	43.56	28.50	
银金属量(吨)		92.32	0.23	0.63		616.27	22.44	147.25	379.06	131.83	
铜矿石量(万吨)						76.71	90.24	128.39			
铜品位				0.52%		0.68%	0.09%	0.62%	0.22%		0.12%
铜金属量(万吨)				2.49		0.52	0.08	0.84	0.15		11.75
锡品位				0.74%							
锡金属量(万吨)				19.56							
金品位(克/吨)									0.19		
金金属量(吨)									166.07		
镍品位											0.34%
镍金属量(万吨)											32.84
锑品位				0.321%							
锑金属量(万吨)				18.84							
镉品位				0.016%							
镉金属量(万吨)				0.94							

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 复产持续放量，业绩弹性可期

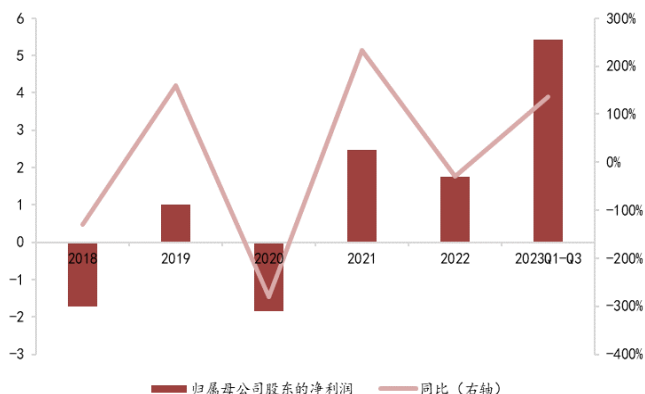
业绩跟随锡价周期性波动。2019 年，公司旗下子公司银漫矿业因事故停产，融冠矿业和锡林矿业响应政府非煤矿山停产检查要求，分阶段停产，导致公司收入出现大幅下滑。经过恢复重组，银漫矿业于 2020 年 11 月恢复生产。2019 年至 2023 年以来，公司业绩稳步增长，2023 年第三季度已接近恢复疫情前营收状况，并持续上升。过去五年间，公司业绩跟随锡价波动，归母净利润持续振荡，但 2023 年前三季度，公司归母净利润已达 5.4 亿元，超过过去五年的归母净利润，同比增长 136.2%。

图 3：2018-2023 前三季度营业总收入及同比（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

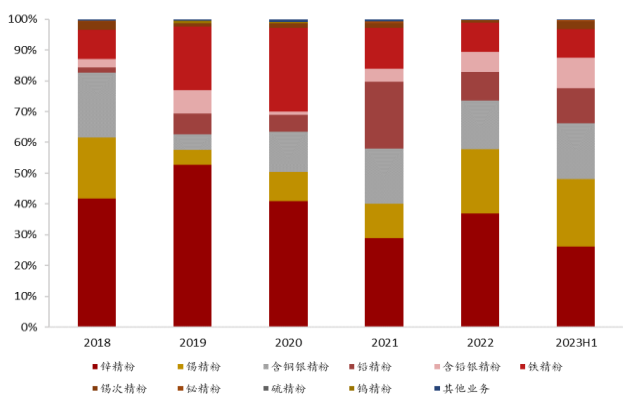
图 4：2018-2023 前三季度归母净利润及同比（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

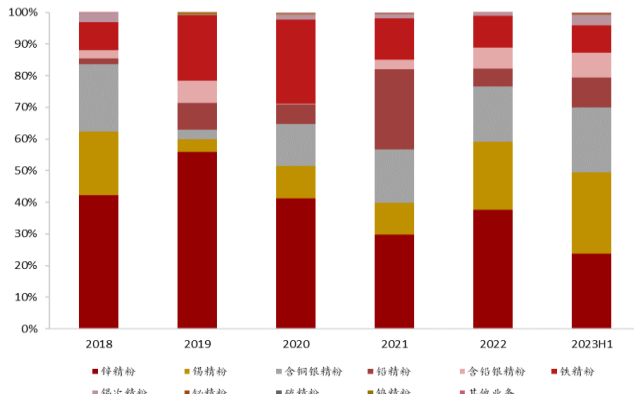
锌精粉贡献主要业绩，银锡占比持续提升。过去五年间，锌精粉一直为公司主要业绩来源，近几年公司持续平衡产业结构，加大银锡业务占比。截至 2023 中报，公司锌精粉收入占总收入 26.2%，银精粉（含铜银精粉+含铅银精粉）占比达到 28.0%，锡精粉占比达到 22.1%，锌银锡精粉合计占总收入比重高达 76.3%；公司锌精粉毛利占总毛利比重达到 23.7%，银精粉（含铜银精粉+含铅银精粉）占比达到 28.5%，锡精粉占比达到 25.7%，锌银锡精粉合计占毛利比重高达 77.9%。

图 5：2018-2023H1 公司营业收入构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

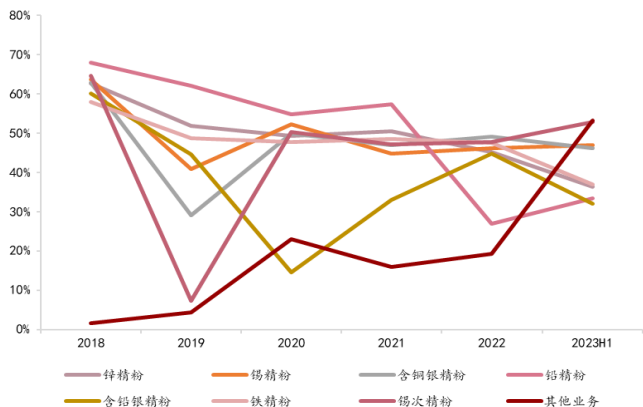
图 6：2018-2023H1 公司毛利构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

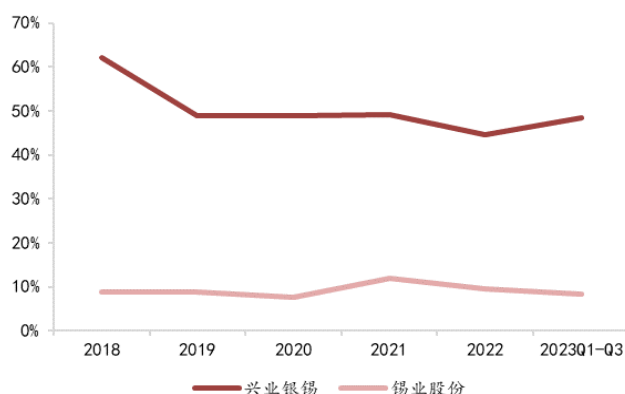
自有矿山储量丰富，毛利率保持稳定。兴业银锡毛利率在同行业上市公司中表现优异，2018-2022 年的销售毛利率分别为 62.1%、48.8%、48.8%、49.2%、44.5%，公司的毛利率水平总体稳定并处于高位，截至 2023 年前三季度，毛利率达 48.5%。其中，2023 年上半年，锌精粉、锡精粉、含铜银精粉和含铅银精粉的毛利率分别为 36.4%、47.0%、46.1%和 31.9%。公司近年来毛利率的稳定主要是因为自有矿山的丰富储量，公司能够直接从矿石原料上降低成本。

图 7：公司 2018-2023 H1 各产品毛利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

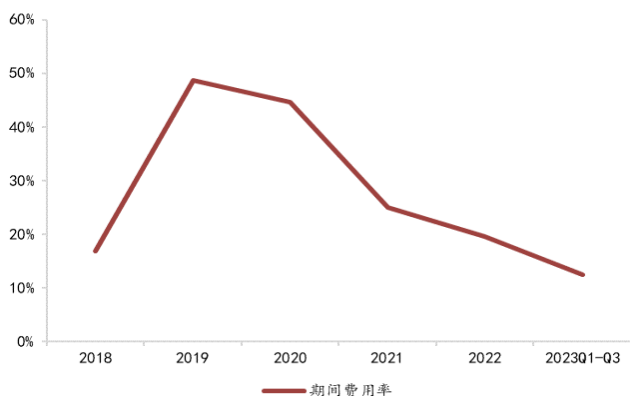
图 8：同行业公司 2018-2023 前三季度毛利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

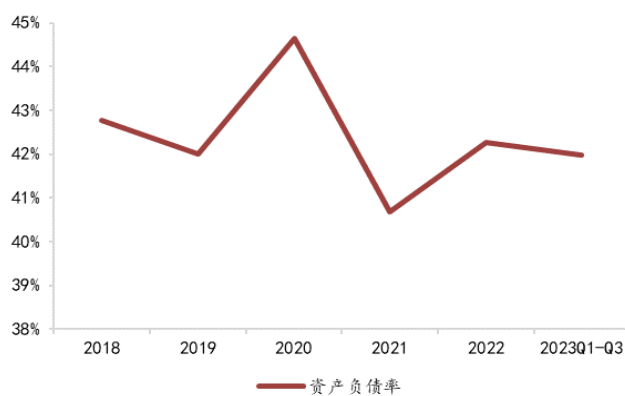
期间费用率持续下降，资产负债率处于安全水平。公司的期间费用率在 2019 年后整体持续呈下降趋势，由 2019 年的 48.7% 降至 2023 年前三季度的 12.5%，为近五年来最低。除 2020 年恢复重组旗下子公司银漫矿业的影响外，公司从 2018 至今资产负债率维持在 42% 附近，具有良好的信用，企业活力以及抗风险能力。

图 9：2018-2023 前三季度期间费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2018-2023 前三季度资产负债率



数据来源：Wind, 西南证券整理

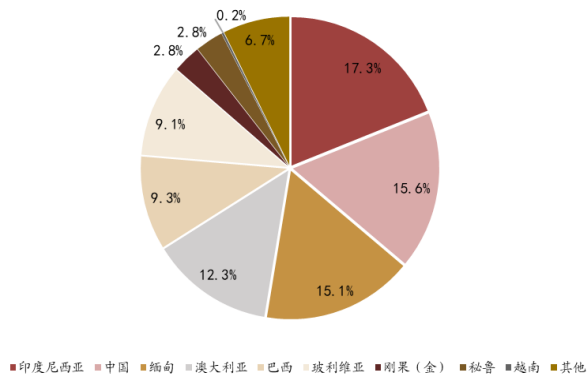
2 供应刚性叠加需求改善，锡价有望进入上行周期

2.1 全球锡资源相对集中，国内主要集中于云南

全球锡资源主要分布在印度尼西亚、中国、缅甸，这三个国家的储量占全球储量总量的约 50%。根据 USGS，2022 年全球锡储量为 460 万吨。其中，印度尼西亚锡储量 80 万吨，占全球总储量的 17.3%，位居世界首位。中国、缅甸的锡储量分列二三位，分别为 72 万吨和 70 万吨，储量占比为 15.6% 和 15.1%。

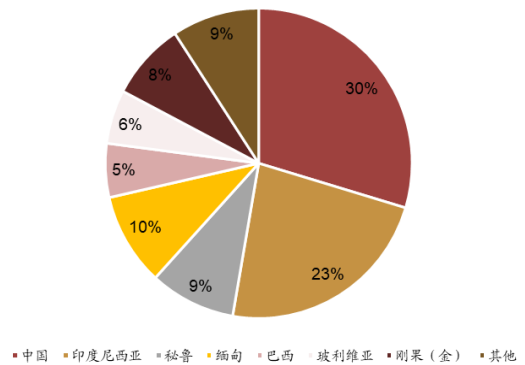
全球 2022 年锡产量主要分布在中国、印度尼西亚、秘鲁、缅甸、巴西，这五个国家的产量占全球产量的 72%。2022 年中国仍以 9.5 万吨的年产量居全球之首，占全球总产量的 30%。印度尼西亚、缅甸年产量为 7.4 万吨（全球占比 23%）和 3.1 万吨（全球占比 9%）。

图 11：2022 年全球锡资源分布



数据来源：USGS，西南证券整理

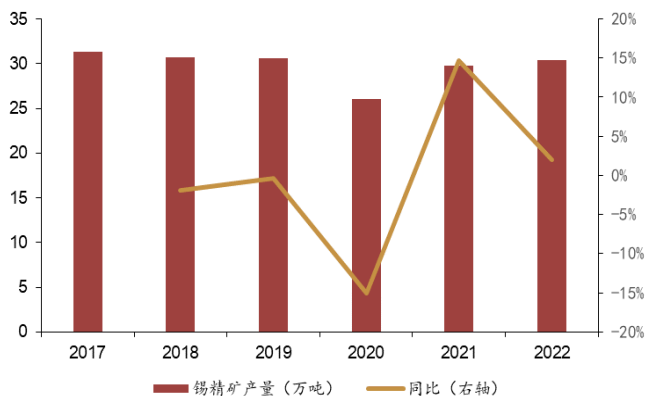
图 12：全球锡生产布局（2022 年）



数据来源：USGS，西南证券整理

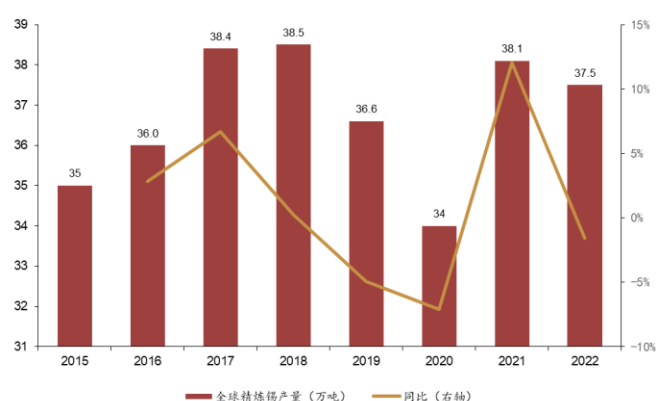
全球锡精矿产量小幅上涨，精炼锡产量有所下滑。2022 年全球范围内矿端生产逐步恢复，年度矿端供应有所增长，据 ITA 数据，2022 年全球锡精矿产量为 30.4 万吨，同比+2.0%。冶炼端，国内冶炼厂受大面积停产检修的影响，产量有所下滑，2022 年全球精炼锡产量 37.5 万吨，同比-1.6%。

图 13：2017-2022 全球锡精矿产量



数据来源：ITA，西南证券整理

图 14：2017-2022 全球精炼锡产量



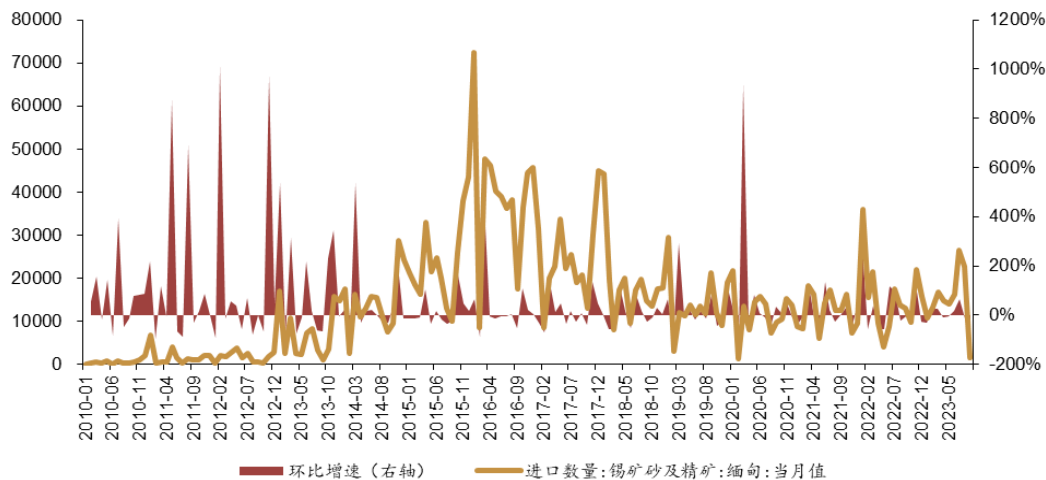
数据来源：ITA，西南证券整理

2.2 供给：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

2.2.1 缅甸：产能释放高峰已过，锡产量逐步下滑

自 2013 年起，缅甸锡矿呈现无序的产能扩张状态。缅甸的两个矿区拥有良好的先天条件，但基于缅甸当地政府对锡矿业的监管不力，自 2013 年起，缅甸锡矿出现无序的产能扩张。锡矿产能不断扩大与当地不完善的冶炼工业体系形成矛盾，导致锡矿砂等上游原料出口加剧。由于中国与缅甸距离近，因此 2013 年后，缅甸的锡矿砂及精矿等产品持续进口至中国。至 2022 年末，当地锡原矿品位已经下降到 1-2%，仅少数矿体能维持在 3% 左右的品位。锡原矿品位的下跌使得采矿费用提高。缅甸于 2023 年 8 月 1 日开始全面禁止锡矿开采，导致我国 9 月锡矿进口量出现断崖式减少。根据海关总署公布的数据，9 月份我国进口锡矿砂及精矿总量为 1421.0 吨，相较于 8 月份下降了 93.8%

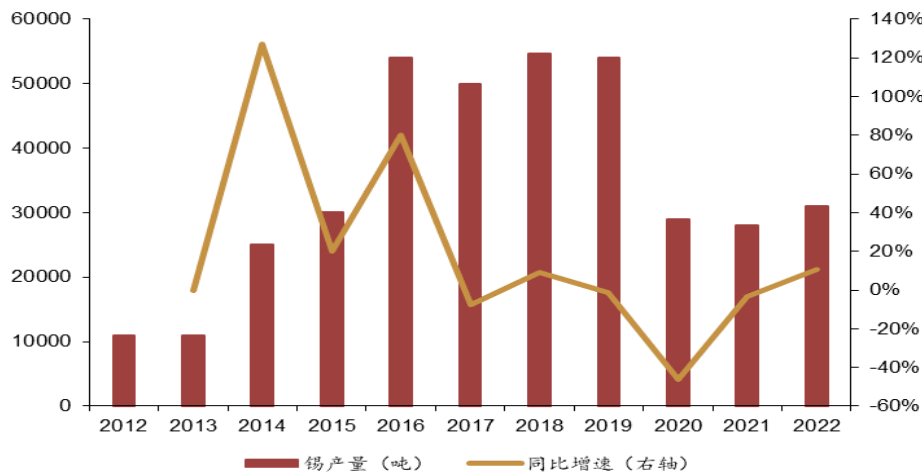
图 15：国内从缅甸进口锡矿历史数据（吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

自 2019 年起，缅甸锡产量明显下跌。USGS 数据显示，2019 年缅甸锡生产量为 54000 吨，2021 年锡生产量仅为 28000 吨，较 2019 年下降 48.2%。究其原因，一方面，新冠疫情背景下，缅甸锡矿开采受阻；另一方面，缅甸锡矿品味下降，使得开采成本提高。2022 年缅甸锡矿产量 3.1 万吨，同比+10.7%。2023 年受缅甸于 2023 年 8 月 1 日开始全面禁止锡矿开采影响，锡矿产量将大幅下滑。

图 16：缅甸锡矿产量及增速变化

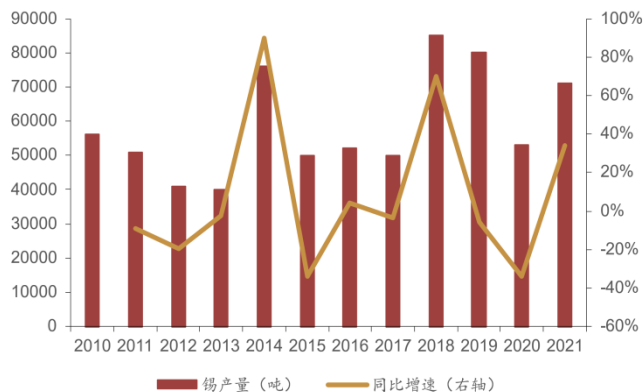


数据来源：USGS, 西南证券整理

2.2.2 印尼：全球锡供应的重要扰动因素，锡产量呈下降趋势

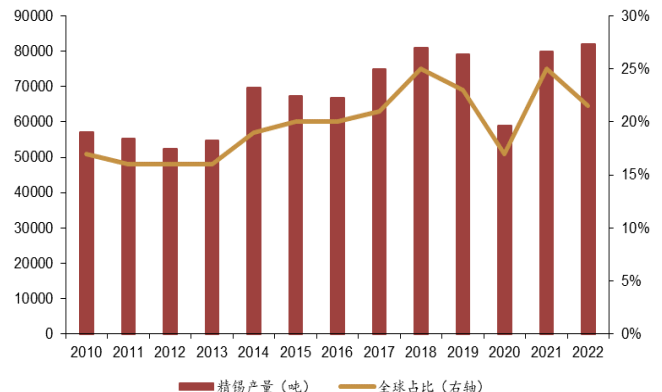
印度尼西亚锡矿储量为 80 万吨，全球占比 17.3%。目前，印度尼西亚锡矿的开采深度已至地下 100-150 米，矿床更深，开采难度更大，叠加印尼锡矿品味下降，这使得锡矿产量严重受限。根据历史数据来看，印尼锡矿产量近几年呈下降趋势，相比于 2018 年 8.5 万吨的峰值，2022 年锡矿产量为 7.4 万吨，同比-12.9%。虽仍为世界第二大锡矿供给国，但全球产量占比由 2011 年的 35% 下降至 2022 年的 21.6%。

图 17：2022 年印尼锡矿产量全球占比仅 21.6%



数据来源：USGA, ITA, 西南证券整理

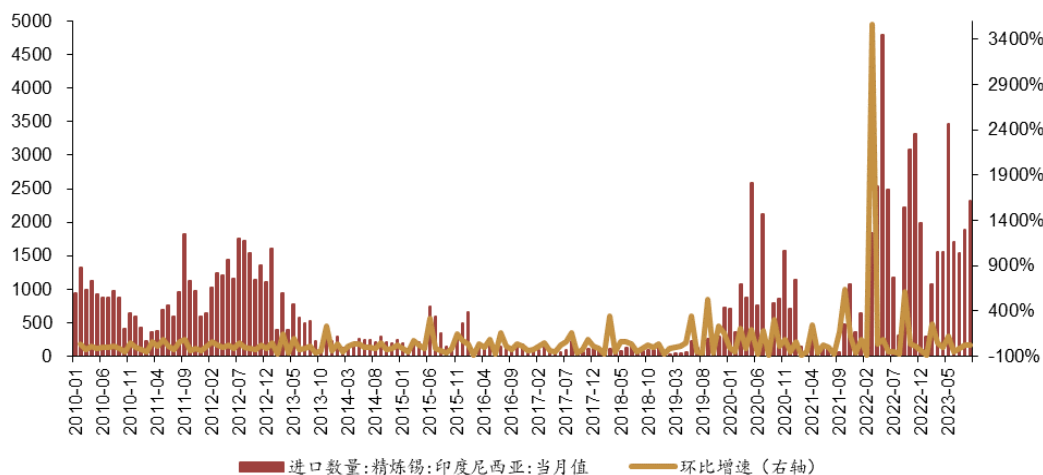
图 18：2022 年印尼精锡产量全球占比 22%



数据来源：USGA, ITA, 西南证券整理

印尼是全球第二大精锡生产国，其精锡供应总量和供应弹性逐步下降。一方面，印尼锡原矿出口政策持续收紧。早在 2014 年，印尼颁布 44/2014 号文，禁止粗锡出口。44 号文执行后，印尼锡矿产量开始进入下行期。这是因为印尼冶炼产能低于锡矿产能，国内冶炼产能短期内难以消化原本用于出口的锡矿，故锡矿产量有所下降。2021 年末，印度尼西亚总统宣称将在 2024 年停止锡矿出口。

图 19：2010-2022Q2 印尼锡出口及同比增速

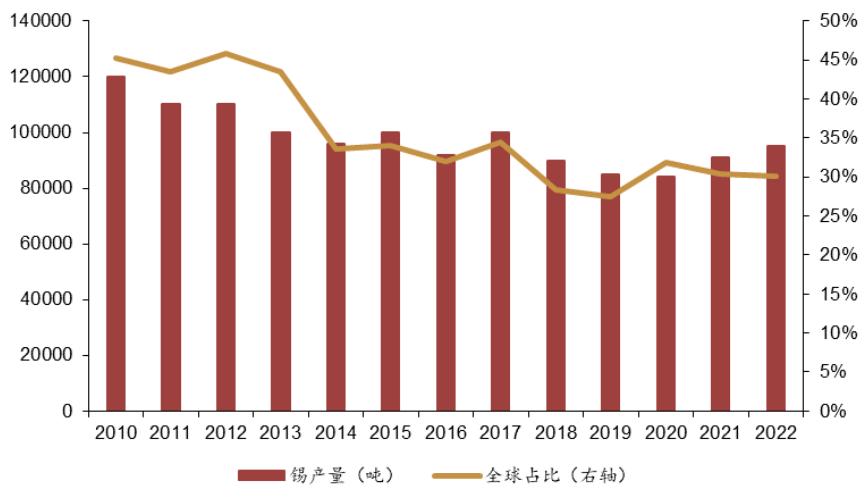


数据来源：Wind, 西南证券整理

2.2.3 中国：锡矿资源短缺，国内冶炼厂增产意愿弱

我国锡矿产量稳中向弱。自 2010 年以来，国内锡产量较为稳定，但资源禀赋逐步下降，目前整体产量维持在 8-10 万吨，占全球比重维持在 30% 左右，2022 年国内锡产量 9.5 万吨，全球占比为 30.2%。据 ITA 数据显示，未来 5 年中国锡精矿产量预计继续维持在 8.5-9.0 万吨水平。

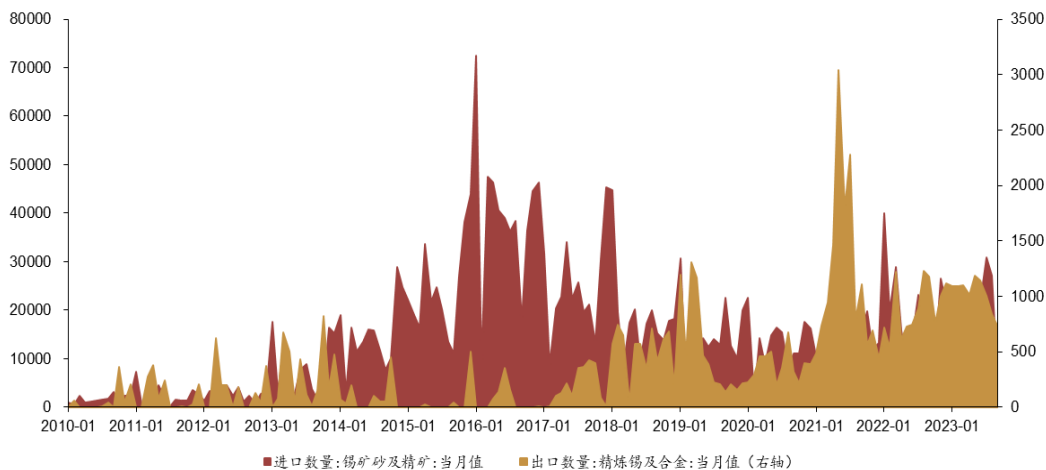
图 20：2010-2022 年中国锡产量及全球占比



数据来源: USGA, ITA, 西南证券整理

中国锡精矿需求主要依赖进口。虽然中国是精锡最大生产国,但目前大部分锡矿已进入地下开采阶段,矿石品位下降较大,这使得开采成本提高,精锡产能下降。除此之外,我国锡矿资源分布分散,新增查明资源储量有限,很多环保不达标的小型矿山被关停。因此,目前我国精锡主要依赖进口,2022 年中国进口锡矿砂及其精矿共计 24.4 万吨,同比+32.3%。2023 年 1-9 月中国进口锡矿砂及其精矿共计 17.9 万吨,同比-2.8%。

图 21：中国锡矿砂及其精矿进出口情况



数据来源: USGA, ITA, 西南证券整理

2025 年前中国锡矿新增项目仅 1 个。2022-2025 年,中国新增锡矿项目中仅银漫矿业技改项目可投产,该项目实现后,可新增锡产出 7500 金属吨/年。全球来看,新建锡矿项目投资不足,2022-2025 年全球新建项目有限,大多数项目均在 2025 年以后进行投产。据 SMM、ITA 不完全统计显示,2023 年仅有的新项目是刚果的 Bisie Mpama South 项目和巴西的 Massangana Tin Tailings 项目,产能分别为 7200 吨/年和 3600 吨/年,因此,未来两年,锡矿供应难有大幅增长。

表 3：2022-2205 年锡矿新增项目

国家	公司	项目名称	锡含量（万吨）	预计投产时间
中国	兴业银锡	银漫矿业	0.75/y	2025 年以后
中国	维拉斯托矿业	锂锡矿	5.8	2025 年以后
巴西	Auxico Resources	MASSANGANA TIN TAILINGS PROJECT	0.36/y	2023 年 Q2
刚果	Alphamin Resources	Bisie Mpama South	0.72/y	2023 年 12 月
秘鲁	Minsur	Nazareth Project	8.3	2025 年以后
德国	Firsr Tin	Gottesberg	11.4	2025 年以后
澳大利亚	Firsr Tin	Taronga	5.7	2025 年以后
俄罗斯	Seligdar	Pyrkakay	26.7	2025 年以后
西班牙	Elementos	Oropesa Project	6.6	2025 年以后
澳大利亚	Elementos	Cleveland	5.5	2025 年以后
哈萨克斯坦	TINONE	Syrymbet	49.0	2025 年以后
加拿大	AvalonAdvanced Materials	East Kemptville	5.0	2025 年以后
摩洛哥	Kasbah Resources	Achmmach	15.6	2025 年以后
澳大利亚	Aurora Metals	Mt Garnet	4.9	2025 年以后
澳大利亚	Venture	Mindsay	8.1	2025 年以后
澳大利亚	Stellar Resources	Heemskirk	7.1	2025 年以后
英国	Strongbow	Sth Grofty	4.4	2025 年以后
德国	Firsr Tin	Tellehauser	10.2	2025 年以后

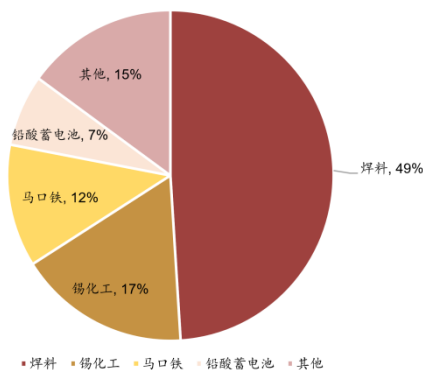
数据来源：SMM, ITA, 西南证券整理

2.3 需求：消费电子复苏抬升锡需求空间

2.3.1 下游结构稳定，光伏+半导体提供新动能

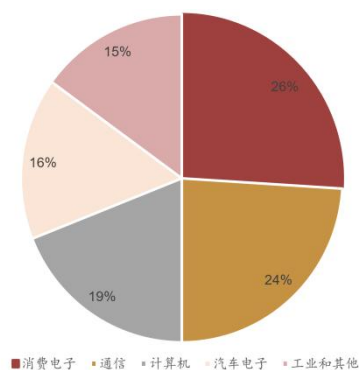
根据国际锡协的数据，2022 年全球锡的下游需求以焊料为主。锡的消费结构主要以焊料为主，占比 49%。按照终端市场来划分，锡焊料应用于消费电子、通信、计算机、汽车电子的比例分别为 26%、24%、19%和 16%。

图 22：2022 年锡的消费结构



数据来源：ITA, 西南证券整理

图 23：锡焊料的应用领域

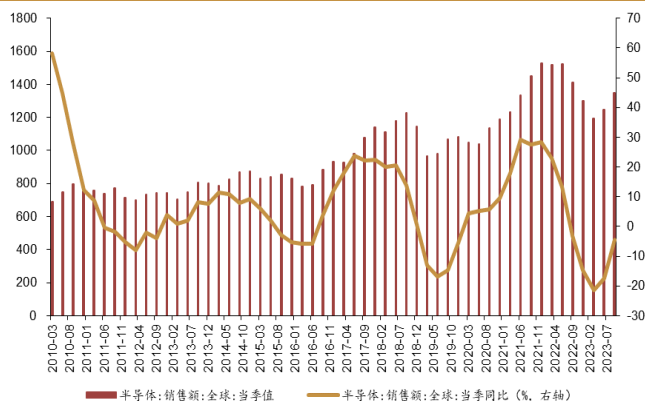


数据来源：ITA, 西南证券整理

2.3.2 焊料：消费电子需求回暖，半导体行业有望迎来景气周期

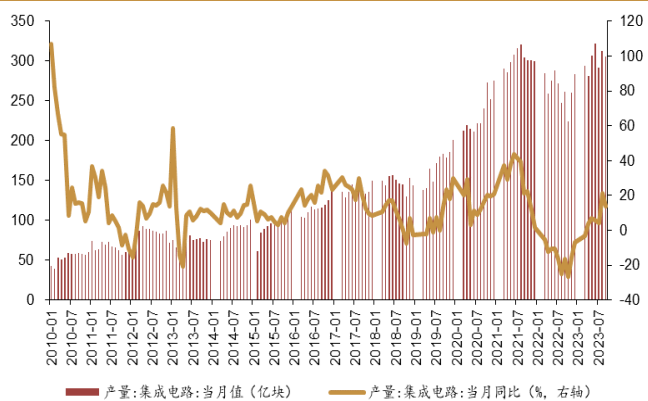
半导体行业发展前景较为广阔。现如今，电子产品更偏向小轻薄，虽然单个产品的锡耗量有所下降，但基于行业整体增速高，锡焊料用量仍保持上涨。因此，伴随汽车电子、5G 等产业发展，半导体消费发展前景广阔，锡焊料的需求有望保持增长。据美国半导体产业协会数据，2023Q3 全球半导体销售额达 1347 亿美元，环比+8.2%。作为半导体的重要组成部分，2023 年 1-9 月集成电路产量高达 2112.9 亿块，同比+11.9%，需求逐步回暖。

图 24：全球半导体销售额季度环比改善



数据来源：Wind，西南证券整理

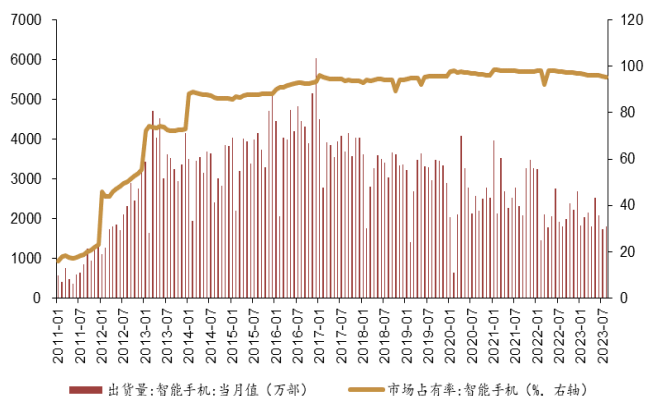
图 25：2023 年集成电路需求回暖



数据来源：Wind，西南证券整理

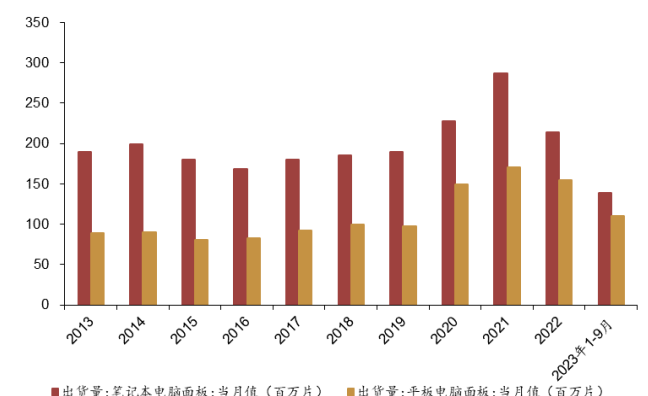
智能电子产品有望迎来复苏周期。锡粉、锡膏主要应用于手机、电脑、汽车电子等 3C 产品。2023 年 1-9 月全球智能手机出货量为 1.6 亿台，同比-6.6%；笔记本电脑和平板电脑同比分别-19.5%、-0.1%。消费电子行业在经历了过去一年持续的终端去库存后，目前下游库存处于较低水平，随着经济复苏以及新机型的发布，需求有望边际修复。截至 10 月 30，消费电子申万行业指数 5724.4，较 2023 年初+15.2%。

图 26：全球智能手机的出货量及市场占有率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：全球笔记本电脑和平板电脑的出货量



数据来源：Wind，西南证券整理

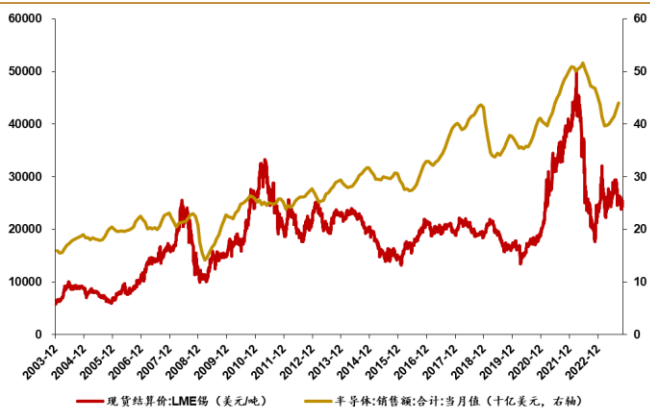
图 28：申万消费电子指数



数据来源: Wind, 西南证券整理

根据世界半导体贸易统计组织最新数据,2023 年 8 月全球半导体销售额 440.4 亿美元,同比-6.8%,环比+1.9%,9 月同比-4.5%,环比+1.9%,同比降幅进一步缩窄,需求逐步回暖。

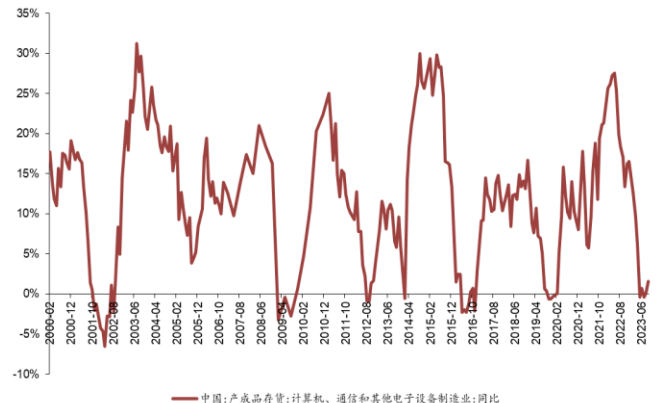
图 30：锡价与半导体销售额相关性



数据来源: Wind, 西南证券整理

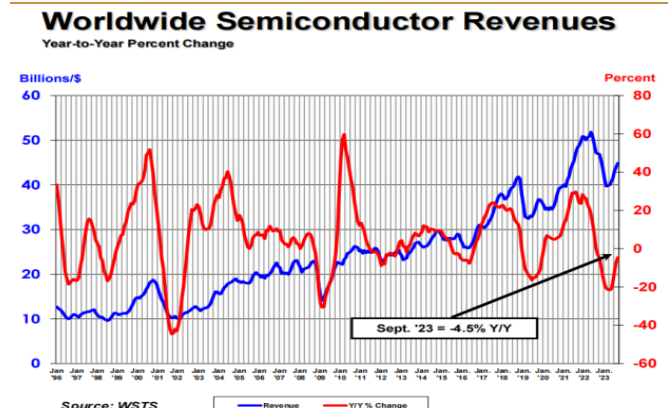
MR 新兴需求未来有望成为锡价上行周期的主要驱动力。2023 年 6 月 6 日,苹果在 WWDC 开发者大会上发布了重磅产品 Vision Pro,预计 2024 年初正式发售。产品颠覆性的体验可能会带来市场对产品渗透率的重新认识,爆款真人互动游戏+手机生态的加持也有望加速 MR 渗透。过去每轮锡价上行周期都伴随着主产区供应的下滑和新兴需求的爆发,我们认为头显市场未来有望成为锡价上行周期的主要驱动力。

图 29：中国计算机、通信和其他电子设备产成品存货同比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 31：全球半导体营收及同比 (十亿美元)



数据来源: WSTS, 西南证券整理

图 32：苹果 Vision Pro 头显



数据来源：苹果开发者大会，西南证券整理

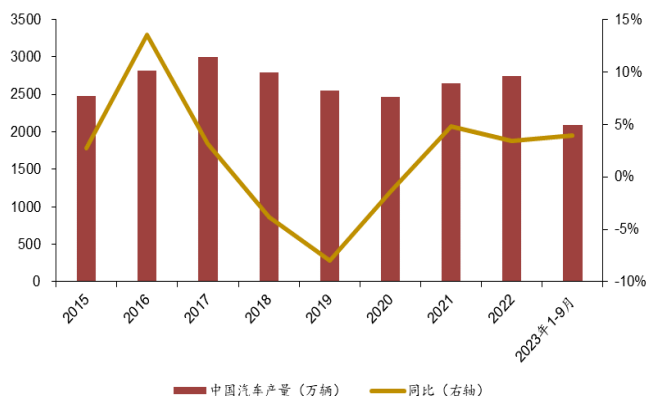
图 33：Vision Pro 应用展示



数据来源：苹果开发者大会，西南证券整理

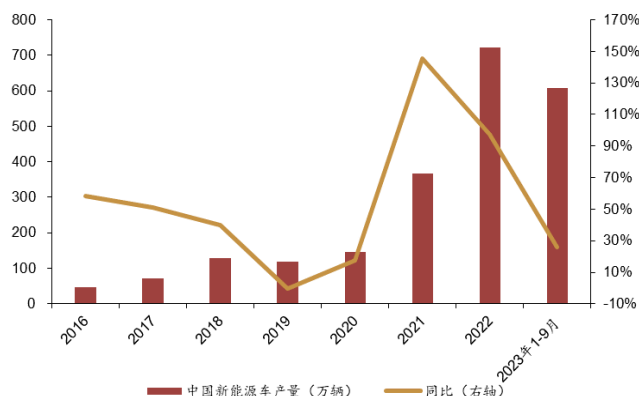
新能源汽车产量高增，推动锡需求增加。自 2021 年起，我国新能源汽车产量大幅增长，2022 年产量为 687.2 万辆，同比+95.9%；截至 2023 年 9 月，新能源车产量 609 万辆，同比+25.9%。相比于传统燃油车，新能源汽车电子设备更多，单车耗锡量明显增高。随着新能源汽车产量持续高增以及渗透率的提升，锡消费需求将进一步增加。

图 34：我国汽车产量及同比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：我国新能源车产量及同比

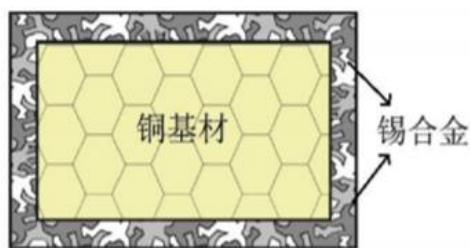


数据来源：Wind，西南证券整理

2.3.3 光伏焊带：打开锡需求新的增长空间

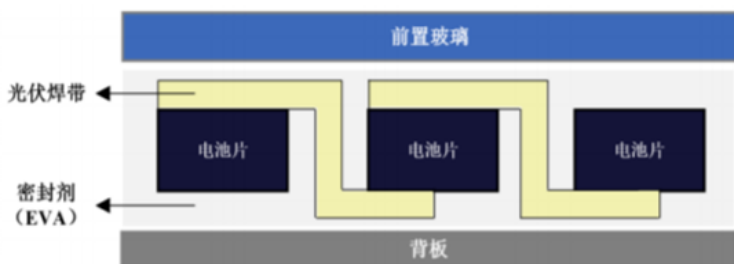
光伏焊带打开锡消费的新增长空间。光伏焊带由基材和表面涂层构成，基材是不同尺寸的铜材，表面涂层主要是锡合金。光伏焊带的质量好坏直接影响光伏组件中电流的收集效率。

图 36：光伏焊带横截面



数据来源：宇邦新材招股说明书，西南证券整理

图 37：光伏焊带工作原理



数据来源：宇邦新材招股说明书，西南证券整理

1MW 光伏组件所需锡金属量约为 105kg。据 ITA 数据显示，1MW 光伏电池所需光伏焊带约 500kg，且焊料占焊带重量的 35% 左右。考虑到主流焊料中锡占比约 60%，以此为依据，1MW 光伏组件所需锡金属的量约为 105kg。以此推算，2022 年，光伏行业用锡量可达 2.6 万吨，到 2025 年达到 5.5 万吨，2022-2025 年光伏耗锡 CAGR 将达到 27.7%，锡消费市场将不断增长。

表 4：全球光伏行业耗锡量测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏新增装机量 (GW)	134	183	250	350	430	520
单位 MW 光伏组件所需光伏焊带量 (kg/MW)	500	500	500	500	500	500
焊料在焊带中占比	35%	35%	35%	35%	35%	35%
焊料中锡金属占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%
单位 MW 光伏组件所需锡金属量 (kg/MW)	105	105	105	105	105	105
单位 GW 光伏组件所需锡金属量 (吨/GW)	105	105	105	105	105	105
光伏行业耗锡量 (吨)	14070	19215	26250	36750	45150	54600
YOY	-	36.57%	36.61%	40.00%	22.86%	20.93%

数据来源：CPIA, ITA, 西南证券整理

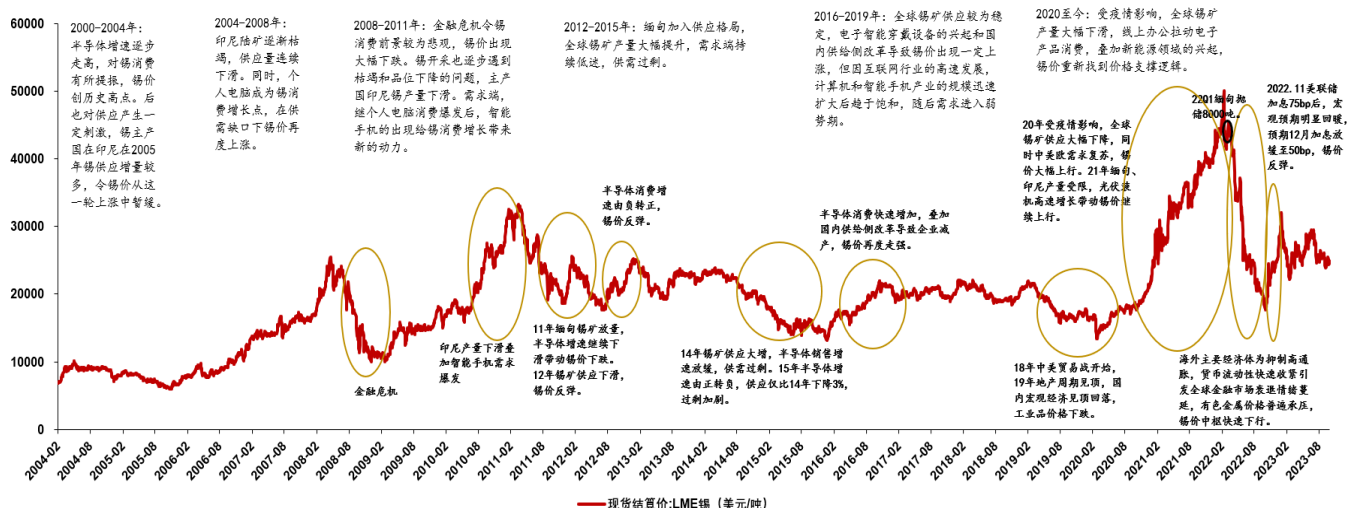
2.4 供需格局：供给缺口持续扩大，有望推动锡价进入上行周期

从价格走势来看，从 2009 年至今，锡价出现了数次较明显的周期性波动。2009 年智能手机的兴起带动半导体消费快速增长，锡矿品味下滑，供需缺口扩大推动锡价上涨；2011 年起，缅甸矿石冲击全球市场，导致锡价大幅下跌；2016 年，电子智能穿戴设备兴起，中国、印度尼西亚等多个锡主要生产国产量大幅下跌，锡价上涨；2017 年，全球经济稳中向好发展，基本金属的需求稳步增加。与此同时，缅甸锡矿枯竭和品位下滑、中国取消精锡出口关税、印尼出口精锡增加，全球锡市场的供应相对维稳；2018-2020 年，缅甸供应预期下降、中国环保政策出台、印尼出口政策变更，导致锡价全年中高位波动；2021 年，缅甸新冠疫情加剧、中国进口口岸受疫情影响、原材料费用暴涨，对全球锡供应端造成了较大影响。且疫情背景下，线上办公助推需求增长，锡库存消耗加速，在此背景下，锡价一路暴涨。

2022 年锡价先扬后抑，波动较大。一季度，全球宽松货币政策提供的充足的流动性，使基础金属继续 2021 年的涨势。但随着国际高通胀的持续，美联储持续加息，全球流动性收紧，全球经济衰退预期加强。叠加国内新冠疫情的反复，自 2022 年三季度起，大宗商品

市场进入了阶段性熊市，锡价也在“伦镍”事件后大幅跳水并开启了下行周期。2023 年初美联储加息放缓至 50bp，锡价反弹；3 月受美联储货币政策紧缩以及秘鲁明苏公司复产影响，锡价大幅回调。我们预计在未来供应刚性的背景下，国内下游终端消费逐渐复苏，ChatGPT 算力芯片+MR 产业趋势，锡价有望在 24 年迎来上行周期。

图 38：锡价复盘



数据来源：Wind，西南证券整理

供给端方面，全球矿端资源禀赋下降，供给端缺乏弹性。考虑到兴业银锡放量，中国产量将小幅增长，缅甸地区受禁令影响产量大幅下滑，其他地区新投产项目产能释放集中在 23 和 24 年，故我们预计 2023-2025 年全球锡供给增速分别为-1.2%/2.3%/2.5%。需求端方面，光伏焊带和半导体为锡消费增添了新的活力，据 ITA 预测，2022-2025 年需求 CAGR 约为 3.9%，因此，锡的供给缺口将长期存在。根据测算，预计 2023-2025 年锡供需平衡分别为 0.2/-0.2/-0.4 万吨。我们认为未来 3 年供需缺口进一步扩大有望推动锡价持续上涨。

表 5：锡全球供需平衡表

单位 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球锡产量	38.5	37.8	37.0	37.8	37.5	37.0	37.9	38.9
yoy	26.1%	-1.8%	-2.1%	2.3%	-0.9%	-1.2%	2.3%	2.5%
中国	17.8	18.1	19.4	15.4	16.9	17.1	17.8	18.1
yoy	-2.5%	1.9%	7.1%	-20.5%	9.7%	1.0%	4.0%	2.0%
印尼	8.1	8.0	7.4	7.1	7.3	7.5	7.4	7.4
yoy	11.5%	-1.7%	-7.5%	-4.1%	2.8%	3.0%	-1.0%	-1.0%
缅甸	5.5	5.4	2.9	2.8	2.8	1.8	2.0	2.5
yoy	9.2%	-1.8%	-46.3%	-3.4%	0.0%	-35.0%	8.0%	25.0%
其他	2.1	1.5	3.1	5.7	3.0	3.1	3.1	3.1
yoy	-1.8%	-28.1%	107.3%	83.4%	-47.7%	2.0%	1.0%	1.0%
再生锡	5	4.8	4.2	6.8	7.5	7.6	7.7	7.8
yoy		-4.0%	-12.5%	61.9%	10.3%	1.0%	1.0%	2.0%

单位 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球锡消费量	39.3	36.8	36.3	39.0	37	36.8	38.1	39.3
yoy	1.7%	-6.4%	-1.4%	7.3%	-5.0%	-0.4%	3.3%	3.2%
锡焊料	17.4	15.7	16	18	19.1	18.7	19.7	20.6
yoy	3.6%	-9.8%	1.9%	12.5%	6.1%	-2.0%	5.0%	5.0%
锡化工	6.3	6	6	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5
yoy	4.3%	-4.8%	0.0%	1.7%	1.6%	2.0%	1.0%	1.0%
马口铁	4.9	4.6	4.7	5	5.1	5.1	5.2	5.2
yoy	-2.0%	-6.1%	2.2%	6.4%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
铅酸电池	2.3	2.2	2.1	2.2	2.5	2.5	2.6	2.6
yoy	0.0%	-4.3%	-4.5%	4.8%	13.6%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	8.4	8.3	7.5	7.7	4.1	4.2	4.3	4.4
yoy	-3.2%	-1.2%	-9.6%	2.0%	-46.4%	2.0%	2.0%	3.0%
供需平衡	-0.8	1.0	0.7	-1.1	0.5	0.2	-0.2	-0.4

数据来源: ITA, USGS, DLA, Minem, 公司公告, 西南证券整理

2.4.1 锡矿成本曲线不断抬升, 锡价弹性可期

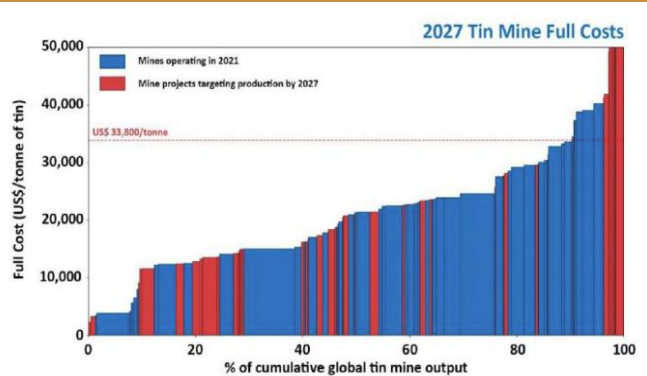
受后备资源不足和品位下滑影响, 锡成本曲线不断抬升。根据 ITA 数据, 2022 年锡矿 90 分位完全成本 25581 美元/吨, 2030 年 90 分位完全成本将达到 53974 美元/吨, 较 2022 年+111.0%。成本不断抬升对锡价形成支撑。

图 39: 锡成本分布及预测

Points on cost distribution				
	US\$/tonne			
	2010	2020	2022	2030
NBP Cash Costs				
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290
NBP Full Costs				
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974
NBP Cash Costs (Real 2022)				
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089
NBP Full Costs (Real 2022)				
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547
US inflation index	0.74	0.87	1.00	1.27

数据来源: ITA, 西南证券整理

图 40: 锡成本曲线

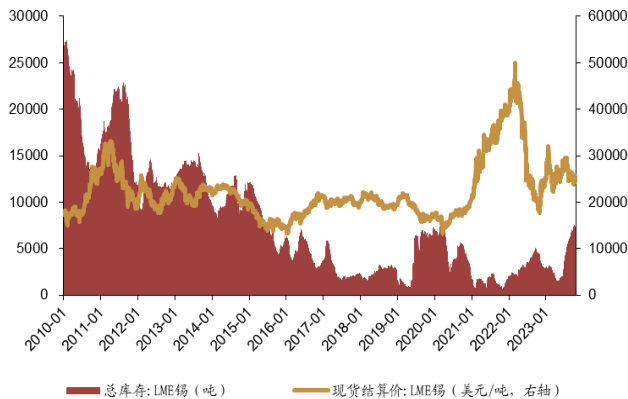


数据来源: ITA, 西南证券整理

2.4.2 高库存抑制锡价上行动力, 去库速度可能快于预期

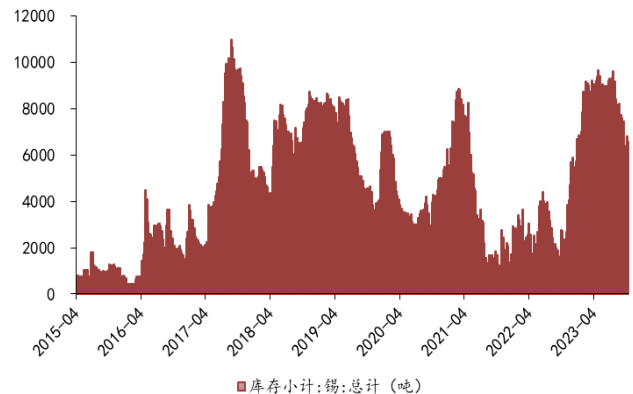
前期疫情导致库存低位, 2023 年开始补库。截至 2023 年 10 月底, LME+上期所合计锡库存为 13691 吨, 较年初+57.1%。短期来看, 锡库存累积, 令锡价上行动力不足, 但受终端补库+缅甸禁令影响显现, 去库速度可能快于预期, 锡价启动将滞后于消费电子复苏。

图 41: LME 锡价及库存走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 42: 上期所库存情况



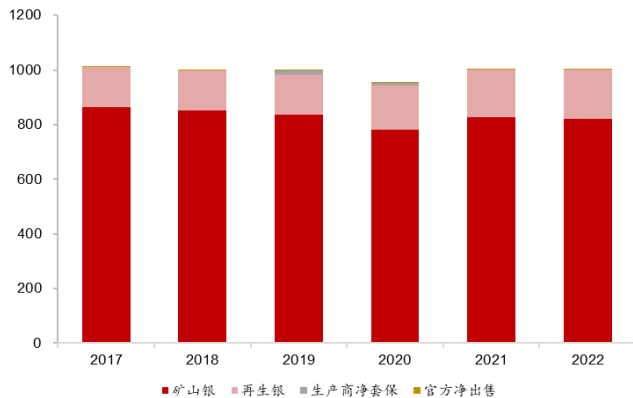
数据来源: Wind, 西南证券整理

3 美联储加息尾声叠加金银比高位，白银或进入上行周期

矿山银供应稳定，再生银稳步提升。2022 年，全球矿产银产量小幅下降 0.6% 至 822.4 百万盎司。主要由于铅、锌矿的副产品产量下降 3.5% 至 248.2 百万盎司。回收银产量连续第三年增长，3% 的增长使回收总量达到 10 年来的新高，为 180.6 百万盎司。

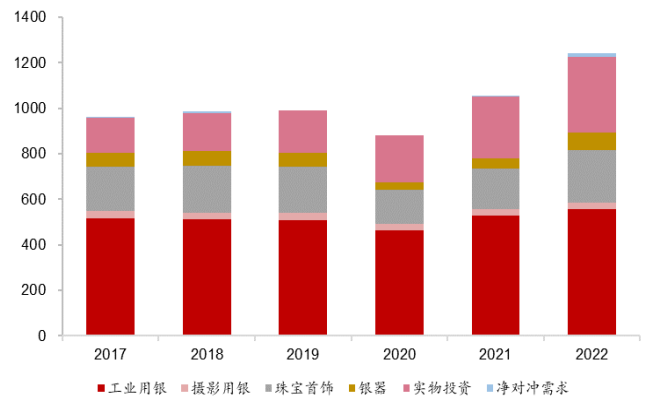
工业用银占比最大，光伏用银为主要增量。白银需求主要分为工业制造、珠宝首饰银器、实物投资三个部分，其中工业需求占总需求超过 50%。光伏用银增长迅速，2022 年占比达 11.3%，随着 N 型电池市占率的提升，白银需求量或显著增加。

图 43: 全球白银供应量构成



数据来源: 世界白银协会, 西南证券整理

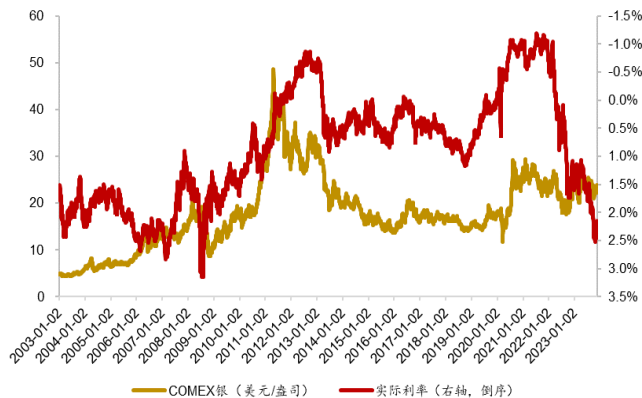
图 44: 全球白银需求量构成



数据来源: 世界白银协会, 西南证券整理

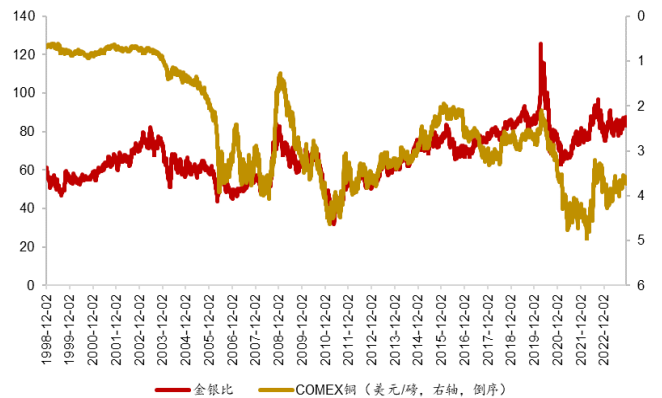
美联储降息预期增强，白银的金融属性支撑价格。白银兼具金融与商品属性，价格与黄金、铜高度相关。金银比与通胀预期具有显著负相关性，美联储加息进入尾声，货币周期的切换背景下，长端美债实际收益率和美元大周期仍向下，白银配置地位提升。

图 45: COMEX 银与实际利率高度负相关



数据来源: Wind, 西南证券整理

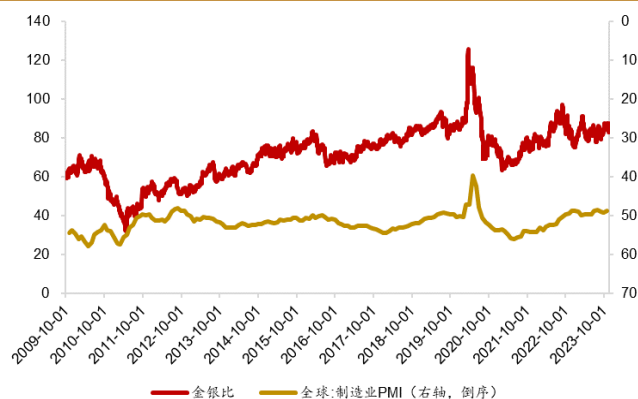
图 46: 金银比与 COMEX 铜高度负相关



数据来源: Wind, 西南证券整理

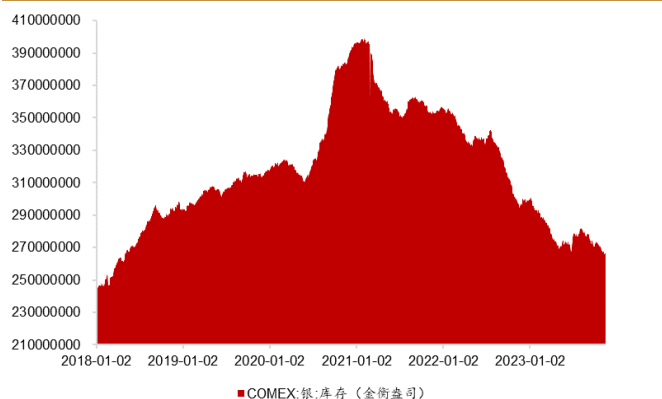
白银工业属性凸显, 金银比有望高位回落。从 22 年 8 月起金银比与通胀预期负相关关系出现背离, 显示白银定价逻辑向实物端回归, 很大程度上是由白银的工业属性所影响。中长期白银供给产能受限, 需求稳步增长, 库存处于 5 年低位, 如果白银短缺持续, 在贵金属进入上涨周期中, 白银相对黄金将有更高弹性。根据世界白银协会, 白银连续三年处于需求缺口中, 2023 年预期缺口为 142.1 百万盎司, 工业需求增量是过去三年白银需求最大亮点。

图 47: 金银比与全球制造业 PMI



数据来源: CME, 西南证券整理

图 48: COMEX 银库存



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 6: 白银全球供需平衡表

单位: 百万盎司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供应量							
矿产银	863.6	850	835.9	781.1	827.6	822.4	842.1
回收银	147	148.6	147.7	162.2	175.3	180.6	181.1
生产商净套保			13.9	8.5			
官方净出售	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.7
总供应量	1011.6	999.8	998.5	953	1004.4	1004.7	1024.9
需求量							
工业用银	515.3	511.2	509.7	464.9	528.2	556.5	576.4
---光伏	101.8	92.5	98.7	101	110	140.3	161.1

单位：百万盎司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
摄影用银	32.4	31.4	30.7	27.8	27.7	27.5	26.4
珠宝首饰	196.2	203.1	201.4	149.8	181.5	234.1	199.5
银器	60	67.1	61.3	32.4	40.7	73.5	55.7
实物投资	156	165	187	205	274	332.9	309
净对冲需求	1.1	7.4			3.5	17.9	
总需求量	961	985.2	990.1	879.9	1055.6	1242.4	1167
商品供需缺口	50.6	14.6	8.4	73.1	-51.2	-237.7	-142.1
ETPs 净投资	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-30
供需平衡(除 ETPs 外)	43.4	36	-74.9	-258	-116.1	-111.9	-112.1

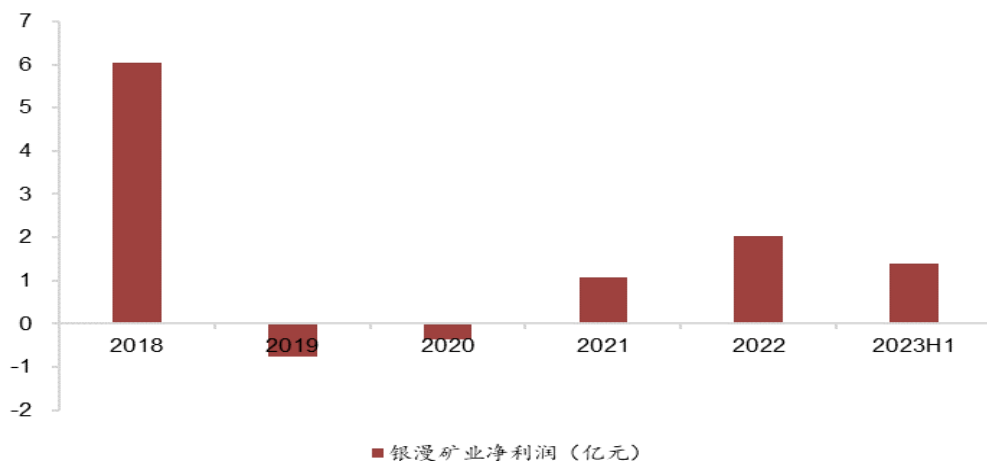
数据来源：世界白银协会，西南证券整理

4 主力矿山复产+技改+扩产三管齐下，产能进入爆发期

4.1 银漫矿业：银锡主力矿山，技改放量在即

银漫矿业产量回升，盈利能力持续提升。2019 年，子公司银漫矿业因事故进行停产停业整顿，因此导致 2019 年净利润急剧下滑。银漫矿业于 2020 年底实现了全面复工复产，业绩持续快速增长。截至 2023H1，银漫矿业净利润 1.4 亿元，同比+27.6%。

图 49：2018-2023H1 银漫矿业净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

技改完成后，产量提升明显。银漫矿业于 2023 年 6 月进行停产技改项目，7 月已复产。本次技改主要为提升锡的回收率及入选品位，本次技改后银漫矿业锡的回收率已由原本的 50% 提高至 60%，未来将逐步提高至 70%。银、锡单季度产量将分别达到 42 吨、3583 吨。

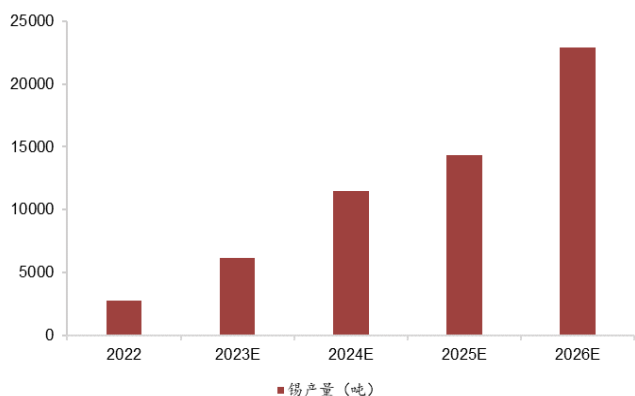
表 7：银漫矿业一期技改后产能

产品	2021 年度 各金属产量	2022 年度 各金属产量	2023 年度分季度各金属预计产量（本次技改后）				
			Q1	Q2	Q3	Q4	小计
锌金属（吨）	4911.59	6813.96	2306.83	2558	2482	3319	10665.83
银金属（吨）	68.15	117.74	29.75	32	28	42	131.75
铅金属（吨）	1068.15	1358.02	559.09	542	630	469	2200.09
铜金属（吨）	945.78	1869.27	404.32	274	309	970	1957.32
铋金属（吨）	248.11	859.68	341.36	426	503	352	1622.36
锡金属（吨）	1160.75	2757.74	555.26	738	1276	3583	6152.26
锡次金属（吨）	311.22	284.45	61.22	81	264	237	643.22

数据来源：公司公告，西南证券整理

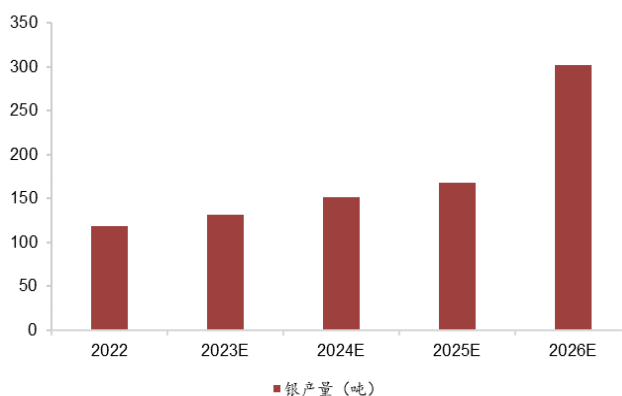
二期项目稳步推进，远期产能有望翻倍。银漫矿业一期生产规模是 165 万吨，一、二期合计产能为 297 万吨/年。根据公司 2023 年 6 月在投资者互动平台表示，银漫二期预计投资为 18 亿元，建设期二年，预计 2026 年投产。根据公司 2023 年 11 月在投资者互动平台表示，银漫二期可行性研究报告已通过专家评审并定稿，目前仍在办理相关审批手续。

图 50：银漫矿业锡产量预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：银漫矿业银产量预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

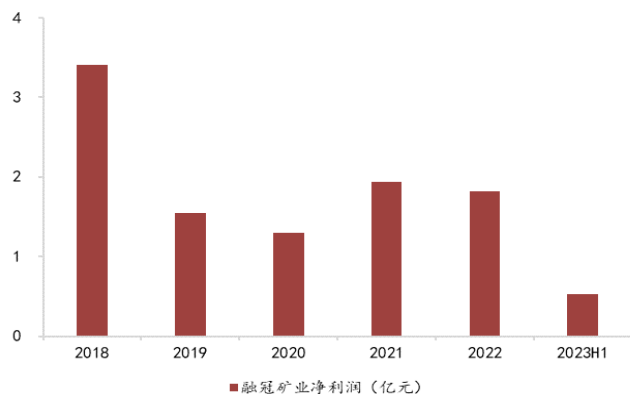
4.2 锡林、融冠矿业：铁锌主力矿山，运行相对稳定

锡林矿业部分采场已达开采状态，盈利开始修复。锡林矿业保有矿石量 1019.5 万吨，锌金属量 22.4 万吨，锌平均品位 2.2%；铁金属量 292.9 万吨，铁平均品位 28.7%。目前矿石年采选规模为 72 万吨，年产量铁金属 19 万吨、锌金属 1.6 万吨、铋金属 936 吨。锡林矿业 2023 年上半年度净利润同比增加 1272.3 万元，主要系公司 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。目前仍处在充填采场阶段，产能得不到释放，充填投入高，采场形成规模后可提高产能降低成本。

融冠矿业盈利相对稳定，但受品位下滑影响未来盈利有走弱趋势。融冠矿业拥有一项采矿权和一项探矿权，保有矿石量 1173.1 万吨，锌金属量 52.4 万吨，锌平均品位 5.4%，铁金属量 314.8 万吨，铁平均品位 29.9%。生产规模为每年 135 万吨，主要产品为锌精矿和铁精矿。目前年产量为铁 30 万吨、锌 4.1 万吨。由于 2019 年应政府非煤矿山停产排查的要求

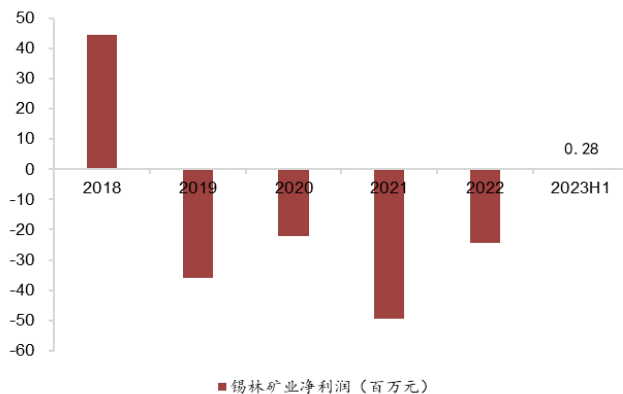
阶段性停产,融冠矿业业绩在 2019 年出现短暂下跌,但复产后业绩稳定回升。截至 2023H1,融冠矿业净利润为 0.5 亿元,同比-44.3%,主要系矿体开采深度加深,井下采掘运输成本增加,部分大宗材料采购价格上涨导致成本增加以及产品销售价格同比下降。

图 52: 2018-2023H1 融冠矿业净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 53: 2018-2023H1 锡林矿业净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 8: 锡林矿业、融冠矿业产能预测

矿山名称	产品名称	2023E	2024E	2025E
锡林矿业	矿产量 (万吨/年)	72	72	72
	锌金属 (万吨/年)	1.6	1.6	1.6
	铁金属 (万吨/年)	19	19	19
融冠矿业	矿产量 (万吨/年)	135	135	135
	锌金属 (万吨/年)	4.1	4.1	4.1
	铁金属 (万吨/年)	22	30	30

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

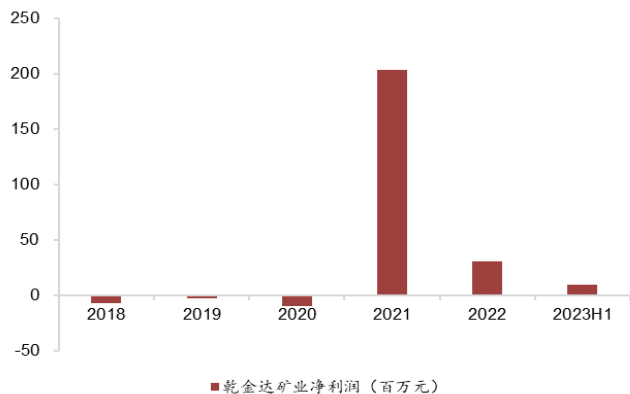
4.3 乾金达、荣邦矿业: 技改项目完成, 24 年有望满产运行

荣邦矿业技改完成, 远期选矿规模 60 万吨/年。荣邦矿业主要产品为银、铜、铅、锌, 可采总矿石量 1210.4 万吨, 服务年限 21 年。其中银金属量 147.3 吨, 银品位 111 克/吨; 铅金属量 38164.2 吨, 铅品位 1.2%; 锌金属量 139849.2 吨, 锌品位 1.7%; 铜金属量 8382.6 吨, 铜品位 0.6%。2023 年计划处理量 42.9 万吨, 远期规划 60 万吨, 其中 30 万吨为外购锐能矿。荣邦矿业 2023 年上半年净利润同比增加 1448.1 万元, 主要原因: 1、技改后选矿处理矿量由 30 万吨/年增加至 45 万吨/年; 2、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。

乾金达矿业 2023Q2 实现达产, 采选规模 30 万吨/年。乾金达已于 2023 年二季度实现达产, 但因一季度未生产, 全年计划处理矿量 24 万吨, 预计 2024 年可以实现满产运营。乾金达矿业主要产品为银、铜、铅、锌, 具备年采选矿石量 30 万吨的生产能力, 服务年限 10 年。上述项目达产后, 可年生产白银 120 吨、锌金属 1.2 万吨、铜金属 1000 吨、铅金属 1.3 万吨。乾金达矿业拥有共生矿产银矿石量 165.2 万吨, 银金属量 616.3 吨, 银平均品位 373.1 克/吨。乾金达矿业 2023 年上半年度净利润同比减少 2201.5 万元, 主要系受 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

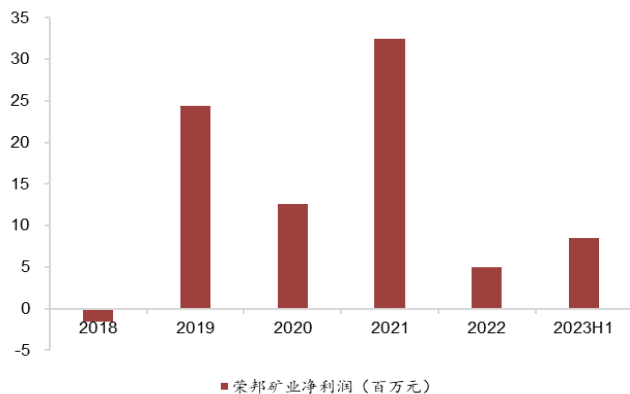
矿业 2023 年一季度采出矿石储备不足, 选厂一季度停产(2023 年 3 月 20 日采区恢复生产, 2023 年 4 月 1 日选厂恢复生产) 致使 2023 年上半年利润同比下降。

图 54: 2018-2023H1 乾金达矿业净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 55: 2018-2023H1 荣邦矿业净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 9: 乾金达、荣邦矿业产能预测

矿山名称	产品名称	2023E	2024E	2025E
乾金达矿业	矿石量 (万吨/年)	24	30	30
	白银 (吨/年)	100	120	120
	锌金属 (万吨/年)	1.0	1.2	1.2
	铜金属 (吨/年)	1000	1000	1000
	铅金属 (万吨/年)	1.5	2.3	2.3
荣邦矿业	矿产量 (万吨/年)	42.9	42.9	60
	白银 (吨/年)	19.9	19.9	27.9
	锌金属 (万吨/年)	0.5	0.5	0.7
	铅金属 (万吨/年)	0.3	0.3	0.5

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

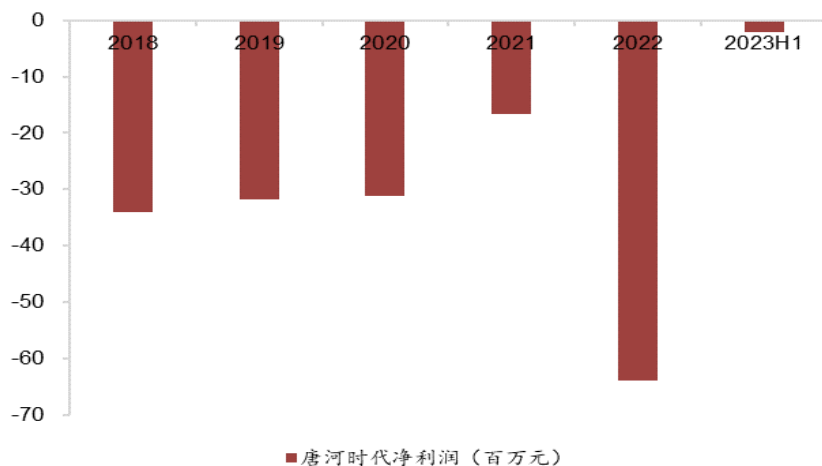
4.4 唐河时代、博盛矿业: 镍金储备矿山, 放量可期

唐河时代是公司重要镍金储备矿山, 24 年有望放量。唐河时代矿业目前主要进行河南唐河周庵铜镍矿区探矿工作, 目前探明两个矿体矿石资源量 9754 万吨, 设计利用矿石量 7433 万吨, 矿石平均品位: 镍 0.35%, 铜 0.13%。镍金属储量 32.4 万吨, 铜金属储量 11.5 万吨, 金金属 12.2 吨、银 402.2 吨、铂 18.4 吨、钯 15.7 吨、钴 13090 吨。子公司于 2014 年 8 月获取了采矿许可证。2020 年 10 月, 根据公司整体的经营情况和财务状况, 本着合理进行资金规划、优先建设重点项目的原则, 公司暂缓建设了唐河时代工程项目。2021 年 6 月, 作为公司重要的铜、镍储备资源, 公司决定重新启动唐河时代工程项目。根据 2023 年 7 月公司在投资者交流平台回复, 预计唐河时代于 2023 年底前无法实现投产。

收购博盛矿业, 深化贵金属布局。博盛矿业拥有邦布岩金矿一宗采矿权和一宗探矿权, 博盛矿业资源储量矿石量 459.5 万吨, 银金属量 31.0 吨, 平均品位 6.74g/t, 是西藏地区为数不多的拥有金矿采矿权证的企业之一, 同时, 博盛矿业拥有配套选矿厂和尾矿库, 具备成熟的生产条件。根据公司公告, 2023 年 10 月博盛矿业已更名为西藏黄金。西藏黄金现有选

厂规模为 480t/d，年工作 300d，根据公司 11 月 7 日在投资者互动平台表示，西藏黄金未来计划将生产规模增加为 30 万吨/年，目前尚未复产。

图 56：2018-2023H1 唐河时代矿业净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

表 10：子公司产能预测

矿山名称	产品名称	2023E	2024E	2025E
唐河时代	矿产量 (万吨/年)	-	330	330
西藏黄金	矿石量 (万吨/年)	-	15	30
	金 (吨/年)	-	0.4	0.8

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.5 未来产能持续放量，业绩增长可期

根据我们预测，2023 年公司银年产量达到 252 吨，锡/锌/铁/铅年产量将分别达到 0.6/7.1/41/2.0 万吨，2024 年随着银漫矿业和乾金达满产运营，银锡金属将继续放量，公司业绩增长可期。

表 11：2023-2025 年兴业银锡产量预测

	2023E	2024E	2025E
银 (吨/年)	252	291	316
锡 (万吨/年)	0.6	1.1	1.4
锌 (万吨/年)	7.1	7.3	7.5
铁 (万吨/年)	41	49	49
铅 (万吨/年)	2.0	2.8	4.0
金 (吨/年)	-	0.4	0.8

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

锌精粉：根据公司产能释放节奏，预计 2023-2025 年公司产量分别为 7.5/8.9/10.7 万吨。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速为 -5%/3%/5%，对应的毛利率分别为 44.0%/45.1%/46.2%。

锡精粉：根据公司产能释放节奏，预计 2023-2025 年公司产量分别为 6067/12134/14561 吨。考虑到下游消费电子领域逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速为 -8%/5%/5%，对应的毛利率分别为 43.2%/44.8%/46.4%。

铜银精粉：根据公司产能释放节奏，预计 2023-2025 年公司产量分别为 12.8/13.5/14.1 万吨。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速为 -2%/5%/5%，对应的毛利率分别为 48.6%/50.0%/51.0%。

铅精粉：根据公司产能释放节奏，预计 2023-2025 年公司产量分别为 1.2/1.3/1.3 万吨。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速分别为 -2%/2%/2%，对应的毛利率分别为 25.5%/26.2%/27.0%。

铅银精粉：根据公司产能释放节奏，预计 2023-2025 年公司产量分别为 4.1/4.5/4.7 万吨。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速分别为 10%/5%/5%，对应的毛利率分别为 43.8%/45.4%/46.5%。

铁精粉：根据公司产能规模，预计 2023-2025 年公司产量分别为 38.7/40.6/42.7 吨。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2023-2025 年单位价格增速分别为 10%/2%/2%，对应的毛利率分别为 46.6%/47.1%/47.6%。

锡次精粉：根据公司产能规模，预计 2023-2025 年公司产量分别为 625.8/1001.3/1101.4 吨。考虑到次精粉品质较低价格波动较小，预计 2023-2025 年单位价格增速分别为 1%/1%/1%，对应的毛利率分别为 47.2%/47.7%/48.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
锌精粉	收入	772.3	1187.2	1467.4	1848.9
	增速	32.7%	53.7%	23.6%	26.0%
	成本	423.2	664.3	805.1	995.1
	毛利率	45.2%	44.0%	45.1%	46.2%
锡精粉	收入	433.2	1069.3	2245.5	2829.3
	增速	94.8%	146.8%	110.0%	26.0%
	成本	233.3	607.2	1238.7	1516.1
	毛利率	46.1%	43.2%	44.8%	46.4%
铜银精粉	收入	330.4	613.6	676.5	745.9

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-7.9%	85.7%	10.3%	10.3%
	成本	168.3	315.7	338.1	365.7
	毛利率	49.1%	48.6%	50.0%	51.0%
铅精粉	收入	193.4	395.2	443.4	474.9
	增速	-55.8%	104.3%	12.2%	7.1%
	成本	141.2	294.3	327.0	346.8
	毛利率	27.0%	25.5%	26.2%	27.0%
铅银精粉	收入	133.5	233.8	270.1	297.8
	增速	53.4%	75.2%	15.5%	10.3%
	成本	73.6	131.3	147.3	159.3
	毛利率	44.8%	43.8%	45.4%	46.5%
铁精粉	收入	198.2	266.2	285.1	305.3
	增速	-25.4%	34.3%	7.1%	7.1%
	成本	104.0	142.2	150.8	159.9
	毛利率	47.5%	46.6%	47.1%	47.6%
锡次精粉	收入	18.8	42.9	69.3	77.0
	增速	-35.3%	128.5%	61.6%	11.1%
	成本	9.8	22.6	36.2	39.8
	毛利率	47.7%	47.2%	47.7%	48.3%
其他业务	收入	6.1	6.2	6.2	6.3
	增速	-52.1%	1.0%	1.0%	1.0%
	成本	4.9	4.9	5.0	5.0
	毛利率	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	2085.9	3814.4	5463.5	6585.4
	增速	3.8%	82.9%	43.2%	20.5%
	成本	1158.4	2182.6	3048.3	3587.9
	毛利率	44.5%	42.8%	44.2%	45.5%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了行业中与兴业银锡业务最为相近的三家公司锡业股份、华锡有色、盛达资源，2023-2025 年平均 PE 为 18/14/12 倍。兴业银锡未来最大的看点有两个：1) 公司产能规模大幅释放，业绩增长可期；2) 下游消费电子复苏有望推动锡价上行。结合对标公司估值，给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 11.04 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000960.SZ	锡业股份	14.20	0.82	1.04	1.36	1.54	21.32	13.59	10.43	9.19
600301.SH	华锡有色	13.41	0.08	0.73	0.91	1.03	34.03	18.47	14.70	12.95
000603.SZ	盛达资源	12.37	0.53	0.57	0.69	0.85	30.66	21.56	17.95	14.55
平均值							28.67	17.87	14.36	12.23
000426.SZ	兴业银锡	8.99	0.09	0.53	0.92	1.16	94.98	16.91	9.81	7.77

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观经济下行风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，锡价或大幅下跌等风险，行业政策变动风险；矿山事故风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2085.89	3814.40	5463.51	6585.36	净利润	173.89	976.65	1682.63	2125.81
营业成本	1158.35	2182.64	3048.30	3587.92	折旧与摊销	340.56	739.76	777.76	811.96
营业税金及附加	137.51	251.46	344.20	414.88	财务费用	149.08	114.43	81.95	85.61
销售费用	1.70	1.91	1.64	1.98	资产减值损失	-85.12	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	258.30	228.86	218.54	263.41	经营营运资本变动	431.61	-930.32	85.84	431.67
财务费用	149.08	114.43	81.95	85.61	其他	-233.30	37.44	32.60	34.14
资产减值损失	-85.12	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	776.72	917.95	2640.78	3469.19
投资收益	-7.96	-11.15	-11.71	-12.29	资本支出	-525.97	-1080.00	-800.00	-860.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	59.25	-11.15	-11.71	-12.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-466.72	-1091.15	-811.71	-872.29
营业利润	214.75	1043.94	1777.17	2239.27	短期借款	-145.47	104.50	100.00	180.00
其他非经营损益	-32.40	-26.60	-24.43	-24.88	长期借款	273.00	950.00	665.00	532.00
利润总额	182.35	1017.34	1752.74	2214.39	股权融资	1.45	1.00	1.00	1.00
所得税	8.46	40.69	70.11	88.58	支付股利	0.00	-17.39	-97.67	-168.28
净利润	173.89	976.65	1682.63	2125.81	其他	-470.37	-150.25	-147.69	-148.06
少数股东损益	-0.01	-0.08	-0.14	-0.18	筹资活动现金流净额	-341.38	887.85	520.64	396.66
归属母公司股东净利润	173.90	976.73	1682.77	2125.99	现金流量净额	-31.38	714.66	2349.71	2993.55
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	293.84	1008.50	3358.21	6351.76	成长能力				
应收和预付款项	46.16	167.52	180.16	227.53	销售收入增长率	3.84%	82.87%	43.23%	20.53%
存货	413.34	781.13	1091.62	1285.26	营业利润增长率	-44.59%	386.13%	70.24%	26.00%
其他流动资产	26.91	49.20	70.47	84.95	净利润增长率	-29.45%	461.66%	72.29%	26.34%
长期股权投资	465.60	465.60	465.60	465.60	EBITDA 增长率	-16.83%	169.47%	38.92%	18.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4518.85	4557.20	4695.55	4933.89	毛利率	44.47%	42.78%	44.21%	45.52%
无形资产和开发支出	3190.18	3495.34	3382.50	3195.46	三费率	19.61%	9.05%	5.53%	5.33%
其他非流动资产	669.10	665.84	662.57	659.31	净利率	8.34%	25.60%	30.80%	32.28%
资产总计	9623.98	11190.33	13906.68	17203.76	ROE	3.13%	15.22%	21.02%	21.34%
短期借款	395.50	500.00	600.00	780.00	ROA	1.81%	8.73%	12.10%	12.36%
应付和预收款项	1345.75	940.04	1241.32	1849.37	ROIC	5.53%	15.86%	22.93%	28.99%
长期借款	273.00	1223.00	1888.00	2420.00	EBITDA/销售收入	33.77%	49.76%	48.26%	47.63%
其他负债	2053.39	2109.13	2173.24	2191.73	营运能力				
负债合计	4067.65	4772.17	5902.56	7241.11	总资产周转率	0.22	0.37	0.44	0.42
股本	1837.19	1837.19	1837.19	1837.19	固定资产周转率	0.56	0.98	1.50	1.95
资本公积	2247.09	2248.09	2249.09	2250.09	应收账款周转率	403.97	118.89	97.67	112.67
留存收益	1368.01	2327.35	3912.45	5870.16	存货周转率	3.12	3.64	3.25	3.01
归属母公司股东权益	5550.72	6412.63	7998.73	9957.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.40%	—	—	—
少数股东权益	5.61	5.53	5.39	5.21	资本结构				
股东权益合计	5556.34	6418.16	8004.12	9962.65	资产负债率	42.27%	42.65%	42.44%	42.09%
负债和股东权益合计	9623.98	11190.33	13906.68	17203.76	带息债务/总负债	16.43%	36.11%	42.15%	44.19%
					流动比率	0.23	0.65	1.32	1.83
					速动比率	0.11	0.40	1.02	1.53
					股利支付率	0.00%	1.78%	5.80%	7.92%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.53	0.92	1.16
					每股净资产	3.02	3.49	4.35	5.42
					每股经营现金	0.42	0.50	1.44	1.89
					每股股利	0.00	0.01	0.05	0.09
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	704.39	1898.13	2636.88	3136.84					
PE	94.98	16.91	9.81	7.77					
PB	2.98	2.58	2.06	1.66					
PS	7.92	4.33	3.02	2.51					
EV/EBITDA	24.85	9.44	6.17	4.44					
股息率	0.00%	0.11%	0.59%	1.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn