

锡业股份 (000960.SZ)

打造全球精锡龙头

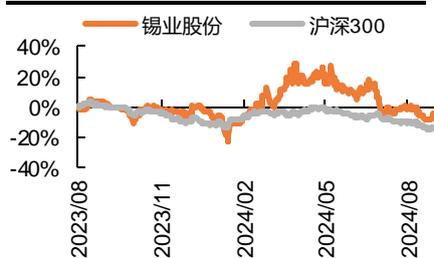
推荐 (首次)

09月23日: 13.31元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.ytl.com.cn
大股东/持股	云南锡业集团有限责任公司/ 32.97%
实际控制人	云南省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1646
流通A股(百万股)	1646
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	219
流通A股市值(亿元)	219
每股净资产(元)	11.04
资产负债率(%)	45.10

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

平安观点:

- 锡业股份: 打造全球精锡龙头。**公司具有锡、铟、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工产业链一体化布局,锡、铟资源储量均居全球第一,2023年公司锡金属全球市占率达22.92%,国内市占率达47.92%,处于全球精锡冶炼绝对龙头地位。
- 锡行业供给: 资源丰度低,在产扰动大。**目前全球锡储采比不足15年,是工业金属中唯一在过去二十余年中储量规模下行的金属。全球锡矿产量主要分布在中国、印尼、缅甸等国家。印尼锡资源枯竭情况较为严峻,已逐步转为海底开采,预计未来印尼锡供应或呈逐步缩减态势。2023年以来缅甸锡矿主产区政策扰动加大,当前来看曼相矿区复产不确定仍较大,随着库存原矿逐步消化,预计缅甸对外出口锡矿量或逐步萎缩。项目情况来看,近年投产的大型项目较少,未来2-3年内难形成增量。资源稀缺性凸显叠加在产矿山生产扰动频发,预计未来锡资源供应瓶颈将呈加速显现态势。
- 锡行业需求: 半导体景气回升,需求空间打开。**半导体作为锡焊料消费的基本盘,景气上行有望带动锡焊料需求快速回暖。从历史表现来看,LME锡价与费城半导体指数一定程度上呈正相关性。2024年以来费城半导体指数整体处于上行通道,随着半导体景气周期开启,锡焊料需求有望快速回暖。随着光伏新增装机维持高增,光伏焊带为锡焊需求的另一增长极,预计光伏组件对应精锡需求2023-2025年CAGR超17%。
- 锡平衡: 全球精锡平衡预计持续收紧。**随着长期AI领域加速发展,半导体步入景气上行周期,锡焊料需求有望打开成长空间,为精锡需求核心驱动。矿产锡刚性预计随着资源稀缺性以及海外供应的不稳定性逐步显现,精锡供给预计逐步收紧,全球精锡平衡预计呈收紧趋势。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51998	42359	44998	45333	45815
YOY(%)	-3.4	-18.5	6.2	0.7	1.1
归母净利润(百万元)	1346	1408	1970	2849	3212
YOY(%)	-52.2	4.6	39.9	44.6	12.7
毛利率(%)	9.6	9.2	10.1	12.4	13.2
净利率(%)	2.6	3.3	4.4	6.3	7.0
ROE(%)	8.2	7.9	10.1	13.1	13.1
EPS(摊薄/元)	0.82	0.86	1.20	1.73	1.95
P/E(倍)	16.3	15.6	11.1	7.7	6.8
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

■ 盈利预测与投资建议：

行业层面来看，随着半导体进入景气周期，长期 AI 领域加速发展，精锡需求预计进入高速增长时期。供应端来看，资源稀缺性仍为长期锡供应弹性释放的核心制约因素，此外印尼、缅甸等国家的存量项目扰动正逐步加剧，未来精锡供应难言乐观，锡价或进入长周期景气通道。

行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 450.0、453.3、458.2 亿元，归母净利润为 19.7、28.5、32.1 亿元。对应 PE 为 11.1、7.7、6.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

- 1、供应增量大幅超预期释放。若全球锡矿供应增量实现大幅超预期增长，则锡价面临下跌风险。
- 2、下游需求不及预期。若半导体等终端领域需求增速放缓，则锡价面临下跌风险。
- 3、替代技术和产品出现。若短期内出现相关的替代技术和产品，则可能对精锡长周期需求起到较大影响，进而对公司业绩产生影响。

正文目录

一、 锡业股份：打造全球精锡龙头	6
1.1 全产业链布局的锡业龙头	6
1.2 锡业为矛，多金属协同发展	6
1.3 锡矿资源储量全球第一	8
二、 锡行业供给：资源丰度低，在产扰动大	9
2.1 储量：储量规模小，储采比低	9
2.2 产量：在产扰动大，集中度高	11
2.3 项目：未来几年内增量规模较小	14
三、 锡行业需求：半导体景气回升，需求空间打开	16
3.1 半导体景气上行，锡焊料需求加速回暖	17
3.2 光伏装机高增，焊带耗锡提升	18
四、 锡平衡：全球精锡平衡预计持续收紧	19
五、 盈利预测与投资建议	20
5.1 基本假设	20
5.2 投资建议	21
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1	公司业务布局	6
图表 2	公司营收及同比增速	6
图表 3	公司归母净利润及同比增速	6
图表 4	近年来公司营收结构	7
图表 5	2023 年公司营收结构	7
图表 6	2023 年公司毛利结构	7
图表 7	公司主要产品毛利率情况	7
图表 8	公司主要产品产量	8
图表 9	公司主要产品销量	8
图表 10	公司矿山（采矿权）名称	9
图表 11	公司近两年相关矿产资源储量	9
图表 12	主要工业金属储量变化情况	10
图表 13	2023 年主要工业金属储采比（年）	10
图表 14	全球锡储量变动	10
图表 15	全球锡矿产量变动	10
图表 16	锡资源全球分布情况	11
图表 17	主要锡资源分布国储量变化	11
图表 18	2023 年全球锡资源分布结构	11
图表 19	全球锡矿产量变化及同比增速	12
图表 20	2023 年全球精炼锡产量分布结构	12
图表 21	全球前十大精锡供应商产量情况	12
图表 22	主要锡矿生产国近年来产量变化	13
图表 23	印尼及全球锡储采比变化对比	13
图表 24	天马公司锡资源储量结构	13
图表 25	天马公司近年来锡产量显著减少	13
图表 26	缅甸锡矿产量及同比增速	14
图表 27	我国近年来锡矿进口结构	14
图表 28	中国锡矿产量	14
图表 29	我国近年来各矿种勘查资金投入	14
图表 30	近年来全球主要锡矿项目梳理	15
图表 31	中国锡矿进口	15
图表 32	中国精锡进口	15

图表 33	印尼锡锭出口	16
图表 34	锡精矿加工费走势	16
图表 35	2023 年全球精锡消费结构	16
图表 36	2023 年全球锡焊料终端消费结构	16
图表 37	2023 年中国精锡消费结构	17
图表 38	2023 年海外精锡消费结构	17
图表 39	中国集成电路产量及累计同比	17
图表 40	全球半导体销量及同比	17
图表 41	费城半导体&锡价	18
图表 42	互连焊带和汇流焊带	18
图表 43	中国近年来光伏新增装机规模及同比增速	18
图表 44	全球近年来光伏新增装机规模及同比增速	19
图表 45	全球光伏组件锡需求测算	19
图表 46	全球精锡平衡	19
图表 47	国内精锡社会库存	20
图表 48	LME 全球精锡库存	20
图表 49	公司各板块业务预测	20
图表 50	可比公司估值表	21

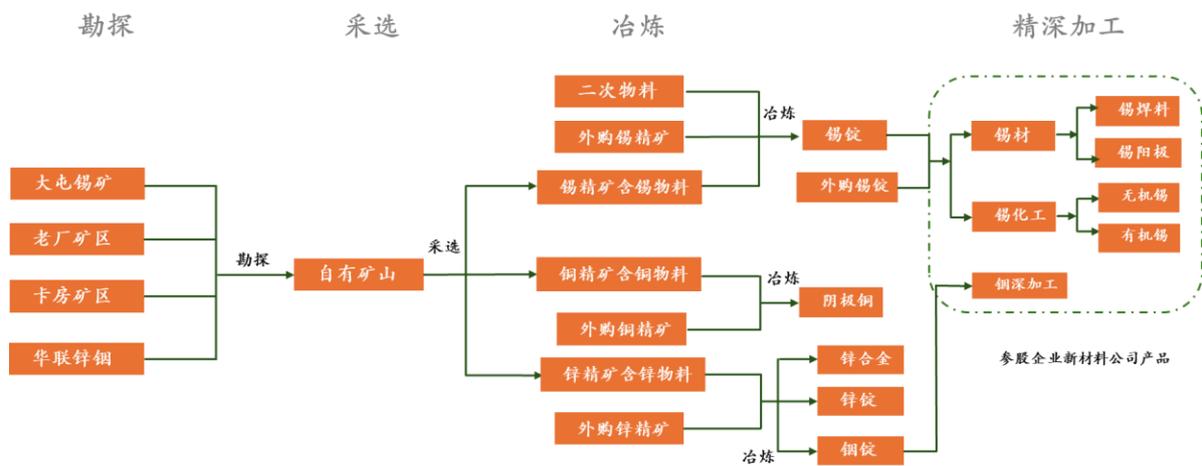
一、锡业股份：打造全球精锡龙头

1.1 全产业链布局的锡业龙头

云南锡业股份有限公司改制成立于 1998 年 11 月，2000 年 2 月在深圳证券交易所上市挂牌交易，根据公司公告披露，公司具有锡、铜、锌、铅等有色金属资源探采、选冶、深加工产业链一体化布局，锡、铜资源储量均居全球第一，2023 年公司锡金属全球市占率达 22.92%，国内市占率达 47.92%，处于全球精锡冶炼绝对龙头地位。

公司实控人为云南省国资委，控股股东为云南锡业集团。截至 2024 年 6 月末，云锡集团直接持有公司 32.97% 股份，为公司控股股东；云锡控股直接持有公司 10.81% 股份，为云锡集团的控股股东，云南省国资委为公司实际控制人。

图表1 公司业务布局

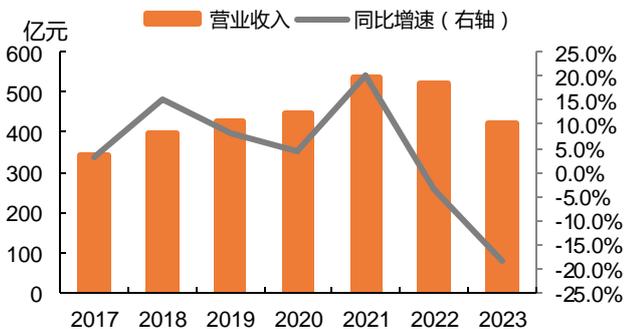


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 锡业为矛，多金属协同发展

公司 2017-2022 营业收入 CAGR 达 8.6%，2023 年公司营收 423.59 亿元，同比下滑 18.5%。自 2023 年 5 月起，新材料公司及锡化工公司不再纳入公司合并范围，对公司营收端产生一定影响，此外锡、锌等金属价格下跌一定程度上拖累营收。2023 年公司归母净利润 14.08 亿元，同比增长 4.61%。2017-2023 年公司归母净利润 CAGR 达 12.2%。2024 年上半年公司归母净利润为 8.0 亿元，同比增长 16.35%。

图表2 公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司归母净利润及同比增速

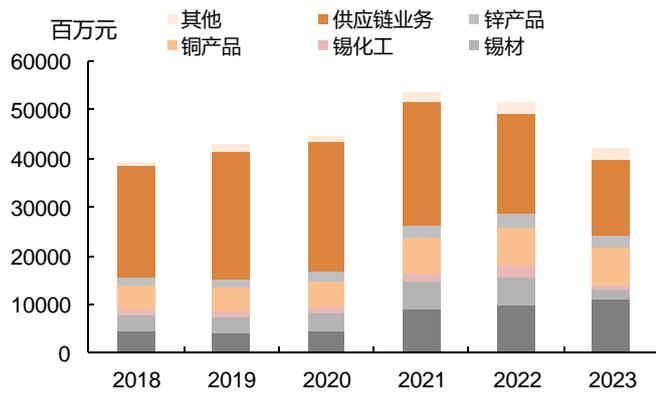


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司主要产品包括锡锭、铜、锌以及锡锭等。2023年公司实现主营业务收入422.12亿元，其中锡板块（包括锡锭、锡材、锡化工）实现营业收入137.85亿元，占比约32.5%；锌产品实现营业收入25.87亿元，占比约6.1%。毛利方面，锡板块及锌板块贡献公司主要利润，2023年公司锡产品毛利16.13亿元，占比41.6%，锌产品毛利9.17亿元，占比23.6%。同时近年来公司贸易收入占比现稳步下降。

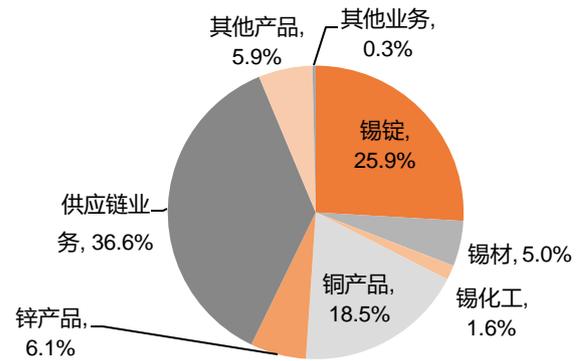
毛利率方面，公司主要产品毛利率近年来基本维持稳定。受锡、锌等金属价格下降影响，2023年公司锡板块产品及锌产品毛利率同比走低，2023年锡锭及锌产品毛利率分别为11.73%和35.43%。2024年上半年锡锭及锌产品毛利率均实现一定程度提升，分别达12.79%和37.60%。

图表4 近年来公司营收结构



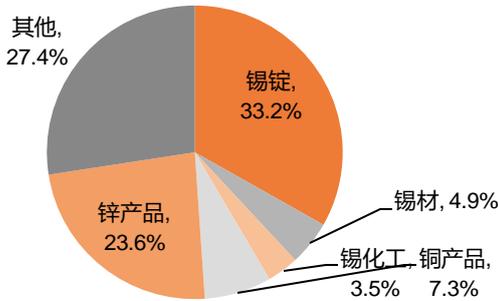
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2023年公司营收结构



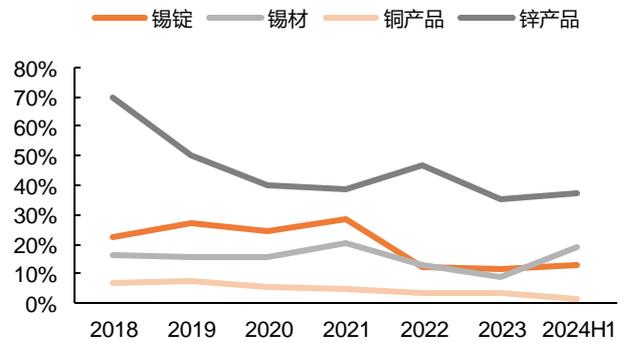
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 2023年公司毛利结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

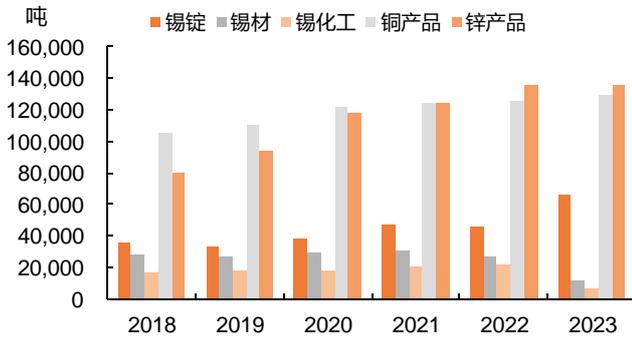
图表7 公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2023年公司锡钢产品产销实现大幅增长，稳居行业龙头地位。2023年公司锡锭产量6.57万吨，同比增长42.6%。锡锭产量102吨，同比增长39.7%。根据公司公告披露，公司自2005年以来锡产销量位居全球第一，根据国际锡业协会统计，公司位列2023年十大精锡生产商中之首。根据公司自身产销量和行业组织公布的相关数据测算，2023年公司锡金属国内市场占有率为47.92%，全球市场占有率为22.92%。同时公司是全国最大的原生钢生产基地，2023年公司精钢国内市场占有率为6.92%，全球市场占有率为4.38%。

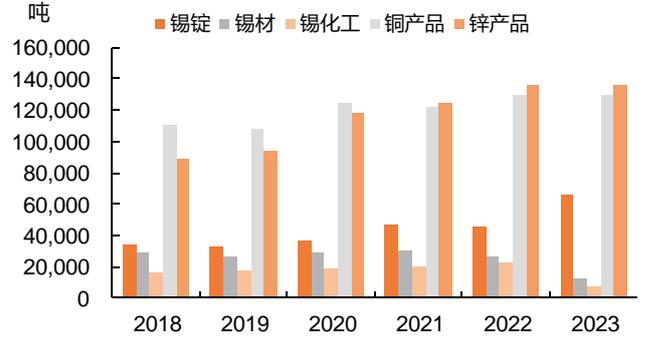
图表8 公司主要产品产量



资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:自2023年5月起,新材料公司及锡化工公司不再纳入锡业股份合并范围,因对比口径发生较大变化,导致相关数据大幅减少。

图表9 公司主要产品销量



资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:自2023年5月起,新材料公司及锡化工公司不再纳入锡业股份合并范围,因对比口径发生较大变化,导致相关数据大幅减少。

政策优势扩大海外市场空间。公司于2017年4月获得国家商务部批准开展锡精矿加工贸易业务,在进出口业务中享受较优惠的税收政策,近年来公司充分利用政策优势,锡产品进料加工复出口量逐年递增。根据公司公告披露,2021年公司锡精矿加工复出口锡锭同比增长68%;2022年锡精矿加工复出口锡锭同比增长72%。2023年在海外需求下滑带来销售难度增加的影响下,公司产品出口量仍同比增加1.49%。

1.3 锡铟资源储量全球第一

公司的资源主要集中在红河个旧和文山都龙两大矿区,原料主要由公司下属矿山大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司及华联锌铟生产,共有采矿权8个。截止2023年12月31日,公司各种金属保有资源储量情况: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。公司持续推进周边资源勘探,根据公司公告披露,2023年共投入勘探支出0.85亿元,全年新增有色金属资源量4.1万吨。公司整体资源储备丰富,为可持续发展提供有力保障。

根据公司公告披露,华联锌铟现年采矿能力360万吨,日选矿能力13000吨,拥有全国首个废石综合回收利用产业化项目。云南锡业股份有限公司大屯锡矿成立于1952年,主要以生产、加工原矿锡为主,铜、铅、银等金属为辅,原矿年生产能力200万吨以上,选矿年处理能力超过300万吨。

图表10 公司矿山（采矿权）名称

	矿山（采矿权）名称	主要矿种
1	云南锡业股份有限公司老厂分公司	锡铜铅
2	云南锡业股份有限公司大屯锡矿	锡铜
3	云南锡业股份有限公司卡房分公司	锡铜
4	云南锡业股份有限公司卡房分矿	铜钨
5	云南华联锌铟股份有限公司铜街、曼家寨矿区	锌锡
6	云南华联锌铟股份有限公司马关县都龙金石坡锌锡矿	锌锡
7	云南华联锌铟股份有限公司小老木山锌锡矿	锌锡
8	云南华联锌铟股份有限公司都龙锡矿花石头矿区	锡钨

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 公司近两年相关矿产资源储量

	单位	2023 年末	2022 年末	变化率
锡金属量	万吨	64.64	66.7	-3.09%
铜金属量	万吨	116.72	119.36	-2.21%
铅金属量	万吨	9.54	9.69	-1.55%
锌金属量	万吨	376.28	383.71	-1.94%
银	吨	2491	2548	-2.24%
铟	吨	4945	5082	-2.70%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

冶炼产能方面，根据公司公告披露，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、铟冶炼产能 60 吨/年。参股的新材料公司拥有锡材产能 4.1 万吨/年、锡化工产能 2.4 万吨/年。自给率来看，2023 年公司锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 30.94%、18.32%、76.04%，其中锌精矿自给率较 2022 年提升 7 个百分点。

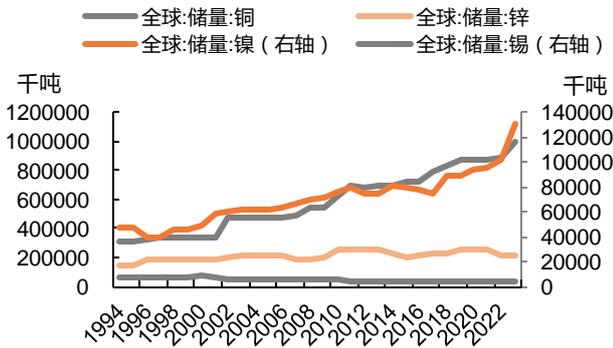
二、锡行业供给：资源丰度低，在产扰动大

2.1 储量：储量规模小，储采比低

锡在地壳中含量相对较低，全球锡矿资源多为小型矿床且分布分散，同时小型矿矿山生命周期短，因此与铜、锌等其他工业金属相比，锡全球储量规模小且储采比低，据 USGS，2023 年全球锡储量 430 万吨，储采比不足 15 年。

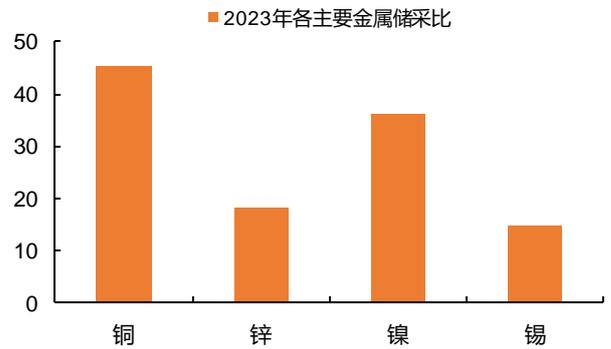
由于全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿项目较少，同时在产锡矿分布分散，小型矿山资源禀赋较低，因此 2000 年以来全球锡储量规模总体处于下行趋势，全球锡储采比或进一步下行，锡资源稀缺性预计持续凸显。

图表12 主要工业金属储量变化情况



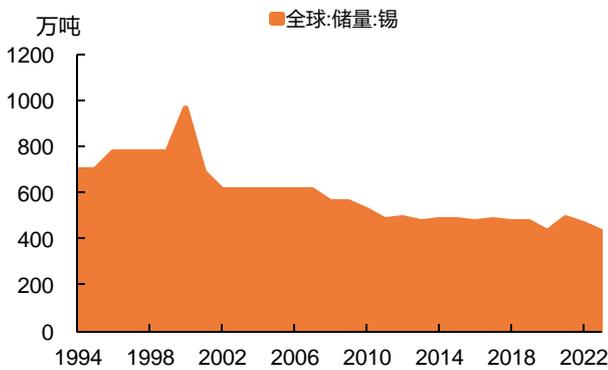
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2023年主要工业金属储采比(年)



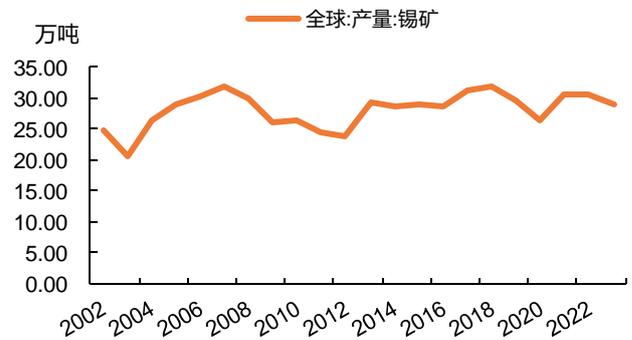
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 全球锡储量变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 全球锡矿产量变动



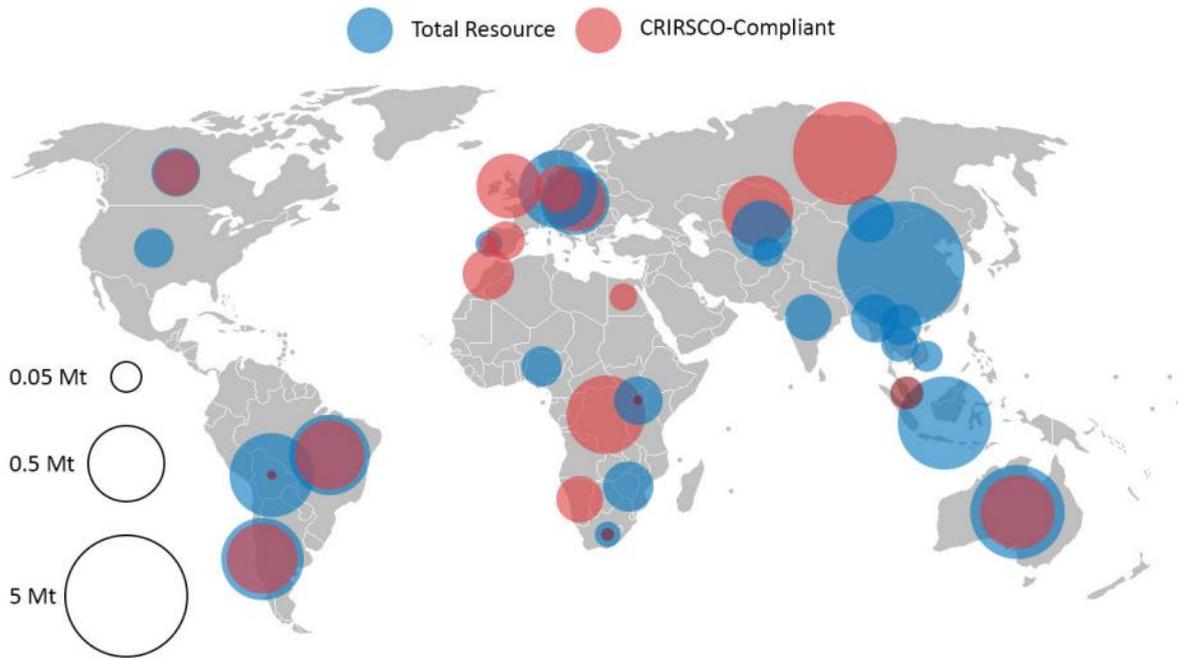
资料来源: Wind, 平安证券研究所

从锡资源分布结构来看,中国、俄罗斯、印尼以及玻利维亚、巴西等国家资源较为丰富。其中南美洲锡矿大型矿山较多,2023年玻利维亚锡储量约40万吨,锡资源主要集中在Huanuni和Colquiri两座矿山。2023年巴西锡矿资源储量锡储量约42万吨,集中在Pitinga矿山。南美洲锡矿矿山开发较早,后期勘查投入不足,锡资源品位呈逐步下降态势。

印尼、缅甸和马来西亚等为目前全球最重要锡矿带之一。印度尼西亚锡矿资源储量在该区最大;缅甸主要以小型矿床为主,2015年后缅甸锡矿产量快速增长,成为全球主要锡矿生产国家之一。

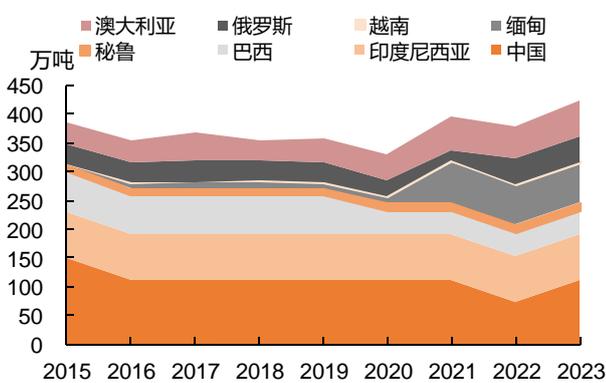
我国锡资源储量丰富,据USGS,2023年中国锡储量达110万吨,全球占比26%,国内锡矿分布相对集中、以大中型矿山为主,集中分布在云南、广西、广东、湖南等地。

图表16 锡资源全球分布情况



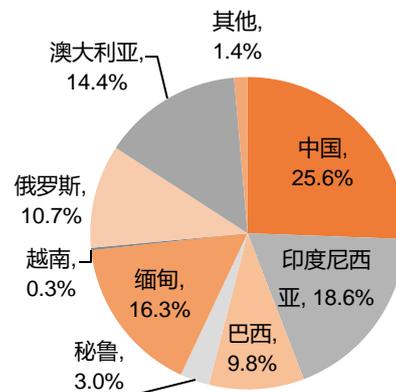
资料来源：ITA，平安证券研究所

图表17 主要锡资源分布国储量变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 2023年全球锡资源分布结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

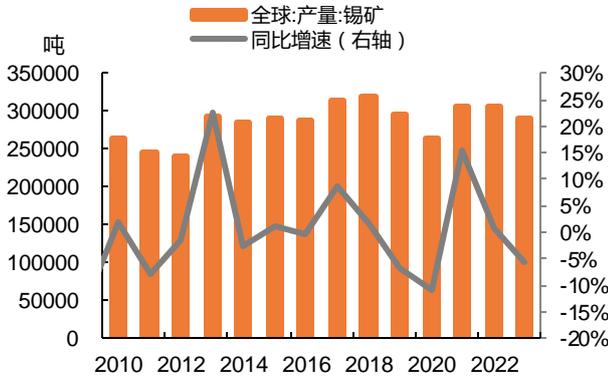
2.2 产量：在产扰动大，集中度高

全球锡矿产量区域集中度较高。近年来锡矿产量规模总体维持 30 万吨左右，据 USGS，2023 年全球锡矿产量 29 万吨，同比下降 5.5%。区域分布来看，锡矿供应结构与锡资源分布较为匹配，主要分布在中国、印尼、缅甸以及秘鲁等国家，2023 年四国产量占比合计近 68%，其中中国锡矿产量全球第一，产量占比达 23.4%。

海外锡冶炼厂行业集中度较低，公司处于全球绝对龙头地位。据 ITA，2023 年全球前十大精锡生产商精锡产量约 22 万吨，CR10 约达 60%。其中公司全球市占率约 23%，国内市占率近 48%，处于全球精锡冶炼绝对龙头地位。此外，国内方面云

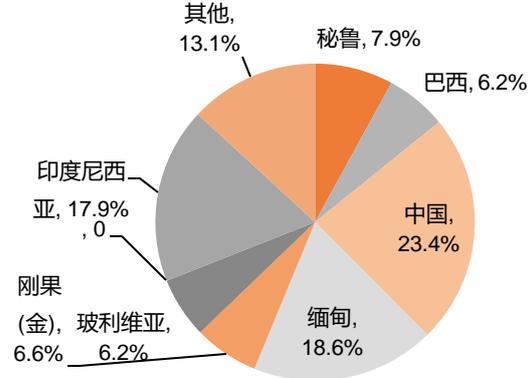
南乘风、广西华锡均处于头部地位，2023 年产量分别为 2.18、1.2 万吨。海外方面，秘鲁的 Minsur、马来西亚冶炼集团以及印尼天马精锡生产规模位居前列，2023 年产量分别为 3.17、2.07、1.53 万吨。

图表 19 全球锡矿产量变化及同比增速



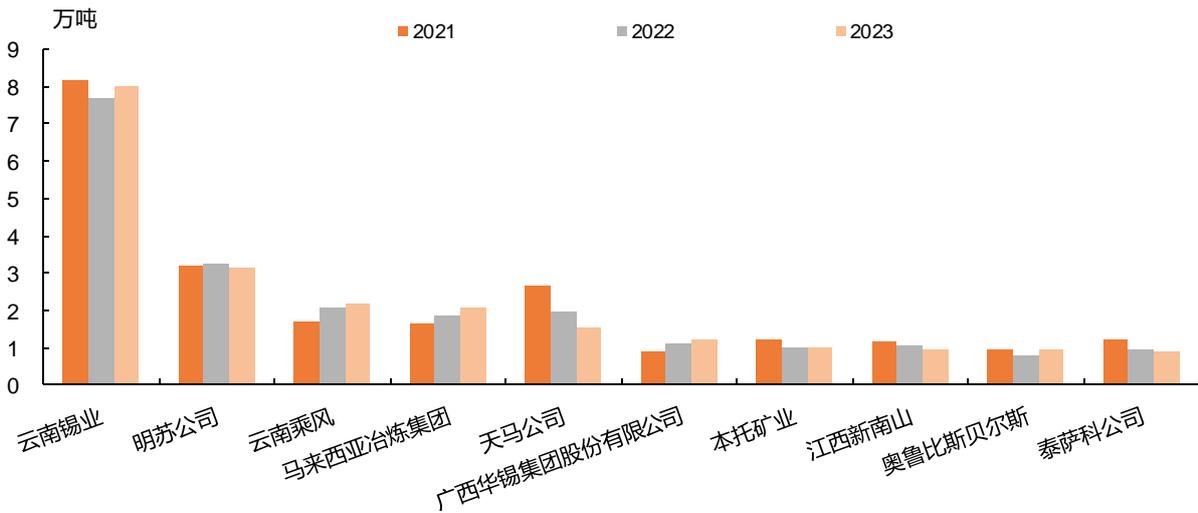
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 2023 年全球精炼锡产量分布结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 21 全球前十大精锡供应商产量情况



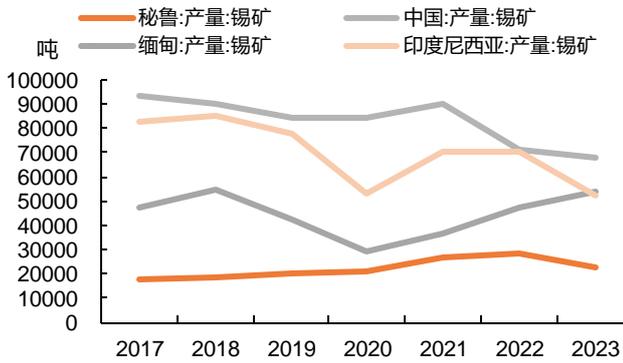
资料来源: 各公司公告, iFind, 平安证券研究所, 注: 各公司产能统计截至 23H1

■ 印尼: 资源枯竭问题逐步显现

从各主要锡矿生产国产量变动来看，印尼及缅甸近年来锡矿产量波动较大。印尼锡矿资源基本由其国有上市矿业公司天马公司垄断，其他多为小规模开采。2023 年天马公司锡产量 1.53 万吨。印尼锡矿开采历史较长，资源储量未有显著提升下，储采比当前已处于较低水平，2022 年印尼储采比仅 10.8，显著低于全球平均水平。从天马锡资源储量结构来看，随着几十年来陆地资源的持续开采，当前当地锡资源储量已以海底资源为主，截至 2023 年底，天马公司海底锡储量约为 26.4 万吨，占比超 77%。随着陆地锡资源枯竭，近年来天马公司锡产量下行趋势显著，海底锡矿开采难度较高，将对未来产量增长带来一定程度限制。

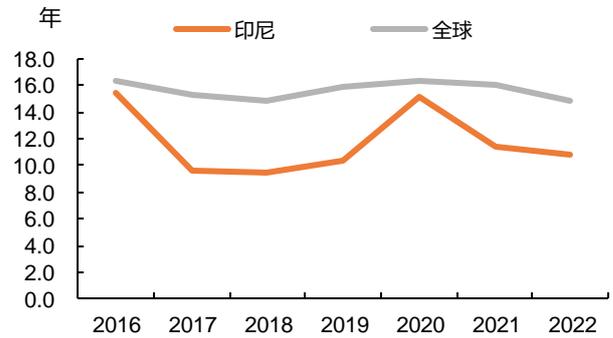
未来印尼锡供应或逐步缩减。一方面由于印尼能源和矿产资源部已将锡列入关键矿物清单，锡资源监管或将逐步加强；此外，随着印尼锡矿转为海底开采，开采难度加大，预计未来印尼锡供应或呈逐步缩减态势。

图表22 主要锡矿生产国近年来产量变化



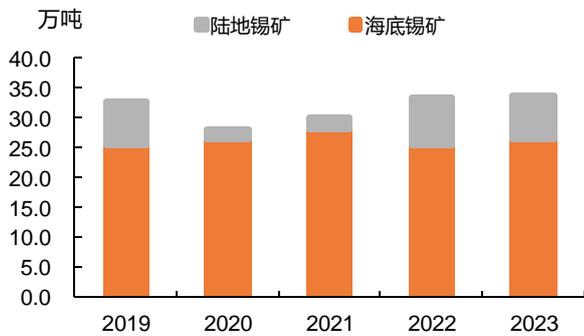
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 印尼及全球锡储采比变化对比



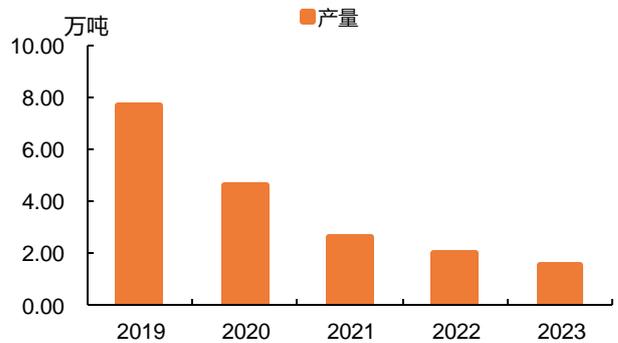
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 天马公司锡资源储量结构



资料来源: 天马公司公告, 平安证券研究所

图表25 天马公司近年来锡产量显著减少



资料来源: 天马公司公告, 平安证券研究所

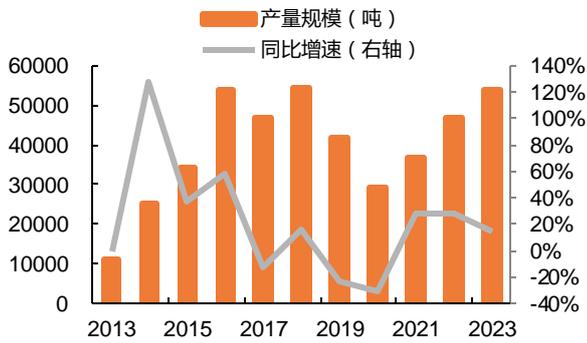
■ 缅甸: 资源枯竭问题逐步显现

缅甸锡矿产量位居全球第三位, 中国锡矿进口主要来自缅甸, 2023年1-7月缅甸占比约57.7%。据SMM, 佤邦是缅甸的主要锡矿区, 佤邦的锡矿产量占比缅甸全国约90%。佤邦最初开采主要靠手工收矿, 2010年前后曼相区发现新的矿源并开始正式开采, 随着锡矿供应逐步放量, 缅甸成为全球第三大锡矿开采国。2018年之后, 露天高品位矿石资源枯竭迹象显现, 锡矿开采逐步转移至地下, 矿石品位下降, 缅甸锡矿产量拐点显现, 2018年之后产量出现趋势性下行。

2023年以来缅甸锡矿主产区政策扰动加大, 锡矿供应不确定性加剧。2023年4月, 佤邦政府发布了《关于暂停一切矿产资源开采的通知》, 通知要求2023年8月开始禁止矿场开采, 缅甸锡矿供应扰动加剧。2024年4月, 发布《关于除曼相矿区外其他矿区复工复产的通知》, 对除曼相矿区以外的铅锌矿进行复工复产, 曼相矿区仍维持禁采。由于非曼相矿区产量不足缅甸全国锡产量的10%, 因此供应扰动本质并未解除, 曼相矿区复产情况仍不乐观。

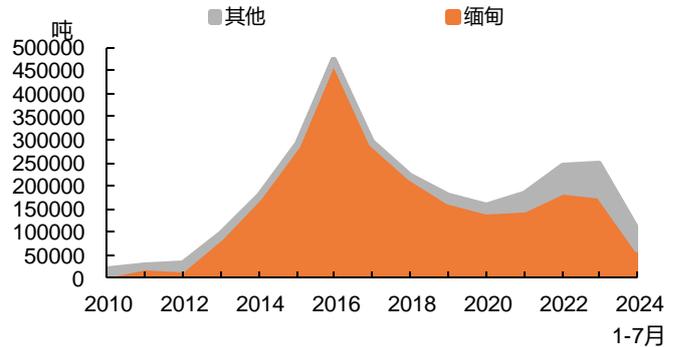
未来缅甸锡矿供应或仍难言乐观。短期曼相矿区复产不确定仍较大, 随着库存原矿逐步消化, 预计缅甸对外出口锡矿量或呈现较大波动; 长期来看缅甸锡矿资源面临品位下降、优质资源枯竭等问题, 供应或仍面临萎缩。

图表26 缅甸锡矿产量及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 我国近年来锡矿进口结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 中国：锡矿产量中枢总体下降

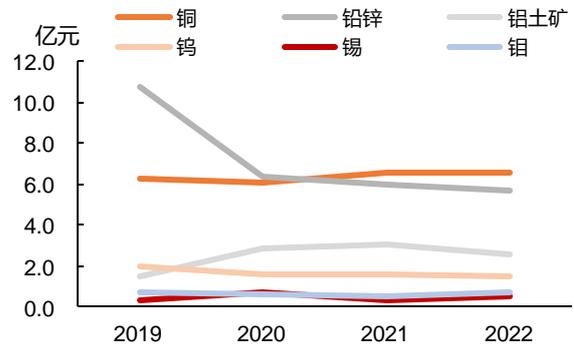
中国锡矿产量位居全球首位，2023 年我国锡矿产量 6.8 万吨，占全球锡矿产量 23.4%。我国锡资源主要分布在云南、广西、湖南、内蒙古等地区。受矿山资源下降以及品位降低影响，2017 之后我国锡矿产量中枢总体呈下降趋势。2021-2022 年受锡价上涨刺激在产矿山产能利用率有所提升，但新增矿山贡献较少，从我国矿产勘探投入看，锡矿资源投入相较于其他矿种长期偏低，资源瓶颈逐步凸显。

图表28 中国锡矿产量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 我国近年来各矿种勘查资金投入



资料来源: 自然资源部, 平安证券研究所

2.3 项目：未来几年内增量规模较小

项目情况来看，未来几年内全球新增锡矿项目主要分布在以澳大利亚及巴西、刚果等为代表的锡资源品位相对较高的地区。2024-2025 年，刚果的 Bisie Mpama South 以及巴西 Massangana 将贡献全球锡矿主要增量。First Tin 在德国以及澳大利亚分别拥有 Tellehauser 及 Taronga 两个锡矿项目，预计 2025 年后逐步释放增量。此外，远期大型增量项目主要包括哈萨克斯坦 Syrymbet、摩洛哥 Achmach 项目，澳大利亚 MountLindsay 等，未来 2-3 年内难形成增量。

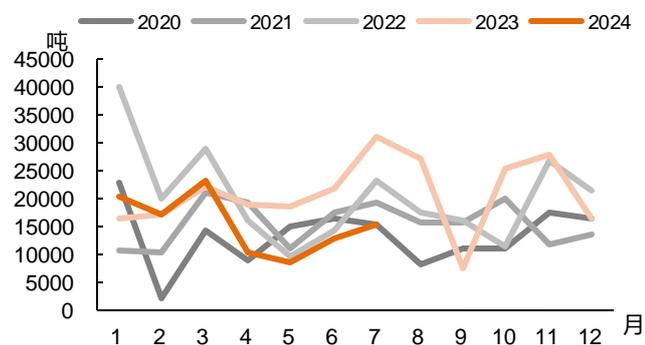
图表30 近年来全球主要锡矿项目梳理

国家	公司	项目名称	年产能（万吨）	预计投产时间
刚果	Alphamin Resources	Bisie Mpama South	0.72	2024
巴西	Auxico Resources	Massangana	0.36	2025
澳大利亚	First Tin	Taronga	0.36	2026
德国	First Tin	Tellehauser	0.33	2027
澳大利亚	MetalX	Rentails	0.5	2027
纳米比亚	Afri Tinming	UIS 一、二期	0.9	2029
澳大利亚	Venture	Mt Lindsay	0.3	2025年后
摩洛哥	Kasbah Resources	Achmach	0.45	远期投产
哈萨克斯坦	TIN ONE	Syrymbet	0.65	远期投产

资料来源：各公司公告，SMM，平安证券研究所

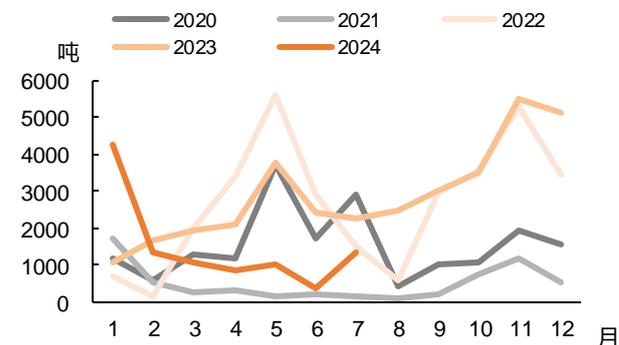
受缅甸禁矿影响和上半年印尼许可证发放延迟影响，2024年以来我国锡矿及精锡进口量均呈现一定下行。2024年1-7月我国锡矿累计进口同比下降26.2%；精锡累计进口同比下降33.0%。印尼方面来看，2024年1-7月锡锭出口1.81万吨，同比下降53.0%。从锡精矿加工费来看，虽然二季度佧邦当局宣布曼相地区的部分矿企恢复运输，少量锡精粉补充下，加工费有所回升，但增量总体有限，上半年加工费整体处于相对较低水平。7月以来加工费重现下行趋势，缅甸复矿仍未有乐观预期，预计下半年矿端供应仍维持紧张态势。

图表31 中国锡矿进口



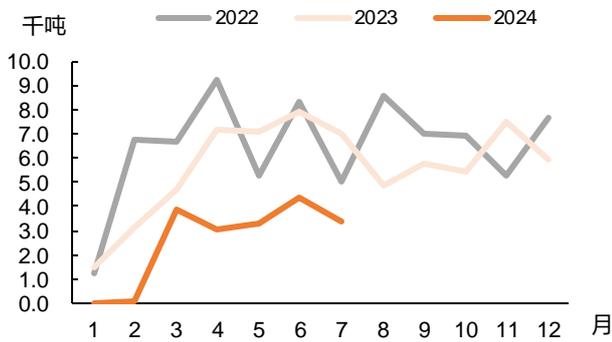
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表32 中国精锡进口



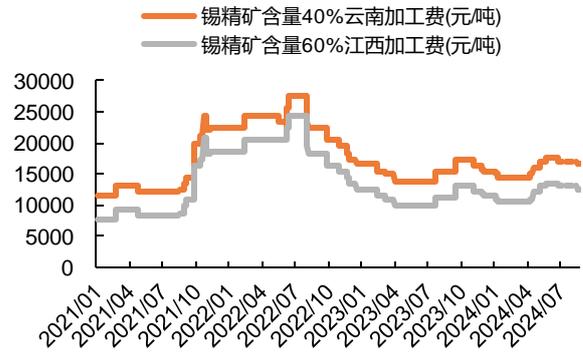
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表33 印尼锡锭出口



资料来源: SMM, 平安证券研究所

图表34 锡精矿加工费走势

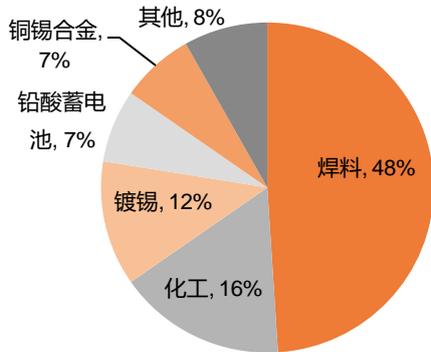


资料来源: 百川盈孚, 平安证券研究所

三、锡行业需求：半导体景气回升，需求空间打开

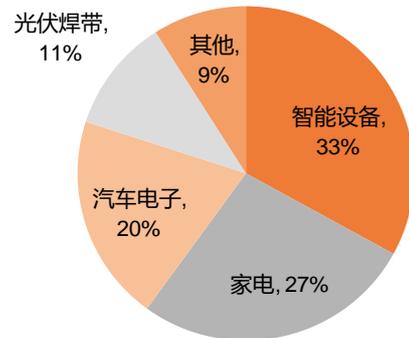
锡焊料为精锡主要消费领域。从 2023 年全球锡消费结构来看，锡焊料占比 48%、锡化工占比 16%、铅蓄电池占比 7%、锡合金占比 7%。锡具有熔点低、导电性强、不易氧化等特点，能够与多种金属和非金属材料形成牢固的接合，因此被广泛用作焊接材料，主要用来连接电子元器件的线路，终端消费与半导体、光伏等密切相关。从锡焊料消费结构来看，智能设备占比 33%、家电占比 27%、汽车电子占比 20%、光伏焊带占比 11%。分区域来看，我国精锡消费更为集中，锡焊料消费占比达 67%；海外锡消费结构相对分散，锡焊料、锡化工以及镀锡合计占比超 70%。

图表35 2023 年全球精锡消费结构



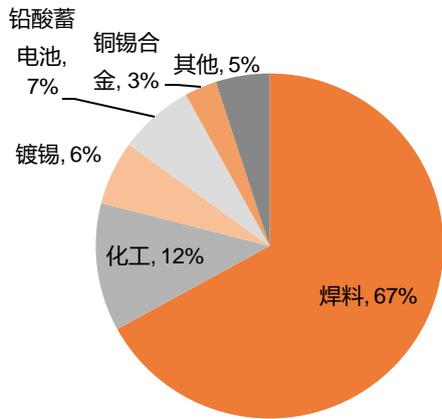
资料来源: ITA, 平安证券研究所

图表36 2023 年全球锡焊料终端消费结构



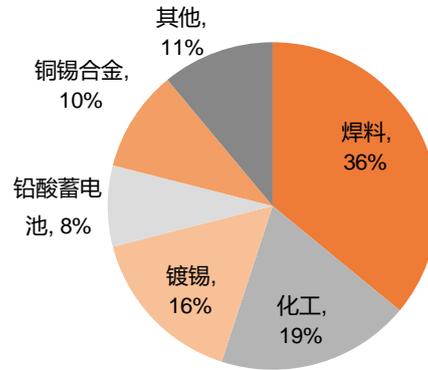
资料来源: ITA, 平安证券研究所

图表37 2023年中国精锡消费结构



资料来源: ITA, 平安证券研究所

图表38 2023年海外精锡消费结构

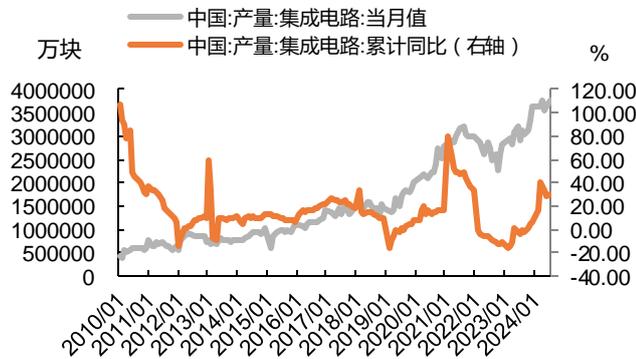


资料来源: ITA, 平安证券研究所

3.1 半导体景气上行, 锡焊料需求加速回暖

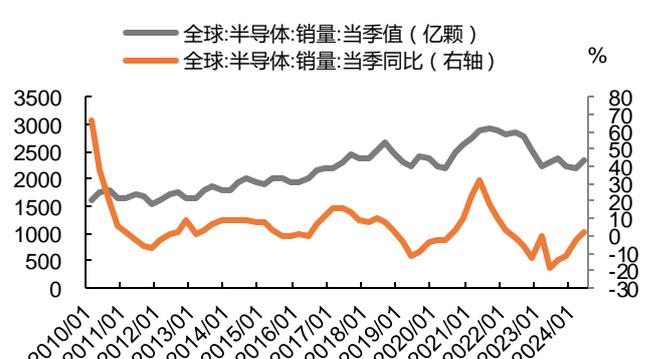
半导体作为锡焊料消费的基本盘, 景气上行有望带动锡焊料需求快速回暖。2023年上半年全球终端需求较疲软, 芯片整体库存仍处高位、市场以主动去库为主, 下半年开始全球主要芯片企业库存去化节奏向好, 全球半导体销售额开始改善需求逐步回暖。中国集成电路产量自2023年四季度起现显著回升, 2024年7月累计同比达29.3%。从历史表现来看, LME锡价与费城半导体指数一定程度上呈正相关性。2024年以来费城半导体指数整体处于上行通道, 随着半导体景气周期开启, 锡焊料需求有望快速回暖。

图表39 中国集成电路产量及累计同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 全球半导体销量及同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 费城半导体&锡价



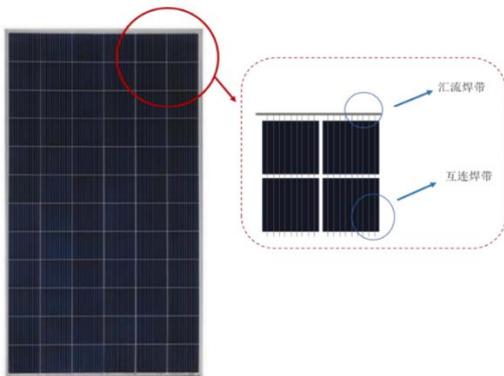
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 光伏装机高增，焊带耗锡提升

光伏焊带又称光伏涂锡焊带，由铜材和锡合金组成。应用上主要分为互连焊带和汇流焊带。根据宇邦新材公告，对于常规光伏组件，互连焊带和汇流焊带的耗用量配比约为 4:1；对于多栅组件，互连焊带和汇流焊带的耗用量配比约为 5:1。

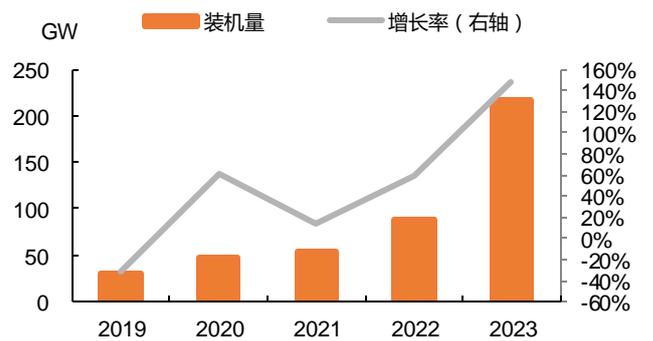
根据欧洲光伏协会，1GW 光伏组件所需主流 MBB 光伏焊带约 550 吨。根据平安证券电新组数据，预计 2024-2025 年全球光伏新增装机对应规模为 546、614GW，考虑 1.2 容配比进行测算，假设光伏焊带行业锡耗均为 550 吨/GW，锡合金重量占比 17%，锡含量 60%，则全球光伏组件对应精锡需求分别为 3.68、4.13 万吨，2023-2025 年 CAGR 超 17%。

图表42 互连焊带和汇流焊带



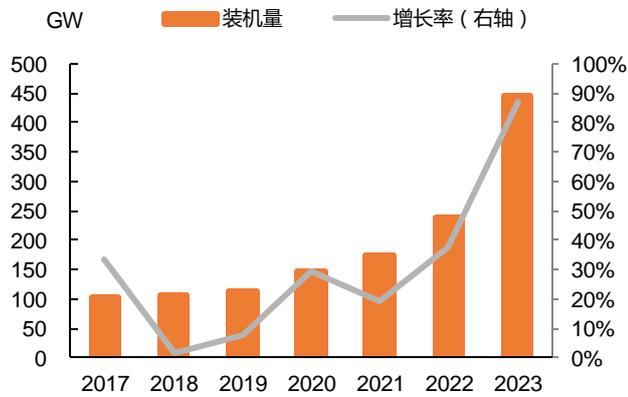
资料来源: 宇邦新材招股说明书, 平安证券研究所

图表43 中国近年来光伏新增装机规模及同比增速



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表44 全球近年来光伏新增装机规模及同比增速



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表45 全球光伏组件锡需求测算

	2022A	2023A	2024E	2025E
光伏新增装机 (GW)	239	447	546	614
考虑容配比 (GW)	287	536	655	737
锡焊料需求 (万吨)	15.77	29.50	36.04	40.52
精锡需求 (万吨)	1.61	3.01	3.68	4.13
YOY	35.6%	87.0%	22.1%	12.5%

资料来源: iFind, 平安证券研究所

四、锡平衡：全球精锡平衡预计持续收紧

随着长期AI领域加速发展，中期半导体步入景气上行周期，锡焊料需求有望打开成长空间，为未来精锡需求的核心驱动。供给端来看，矿产锡刚性预计随着资源稀缺性以及海外供应的不稳定性逐步显现，再生锡由于其固有的低弹性特点，增量释放节奏预计仍较为平稳，精锡供给预计逐步收紧，全球精锡平衡预计呈收紧趋势。

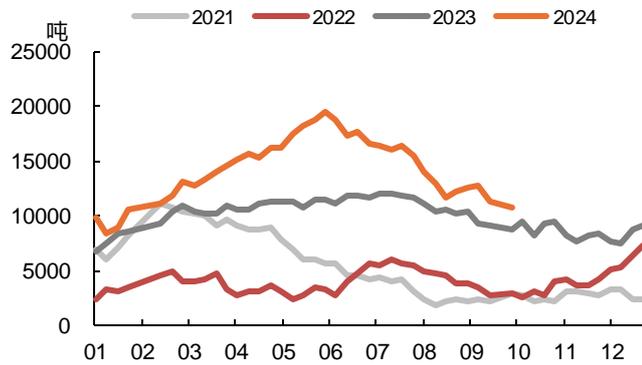
库存方面来看，受产业链景气度传导节奏影响，2023年国内及海外精锡库存均处于偏高水平，2024年二季度开始精锡需求加速回暖，全球精锡开启去库，相较于历年同期2024年去库节奏显著加速，我们认为以半导体为代表的景气上行的终端驱动已经开始显现，随着供弱需强格局持续，精锡库存将同步持续回落。

图表46 全球精锡平衡

单位：万吨	2021	2022	2023	2024E
矿产锡	30.5	30.6	30.1	28.9
再生锡	7.5	7.5	7.0	7.5
精锡供应总计	37.9	38.0	37.1	36.4
焊锡	18.4	18.2	17.5	18.3
锡化工	6.3	6.3	6.1	6.0
镀锡板	4.4	4.4	4.3	4.2
其他	9.7	9.9	9.0	9.0
精锡需求总计	38.8	38.8	36.9	37.6
平衡	-0.9	-0.8	0.2	-1.2

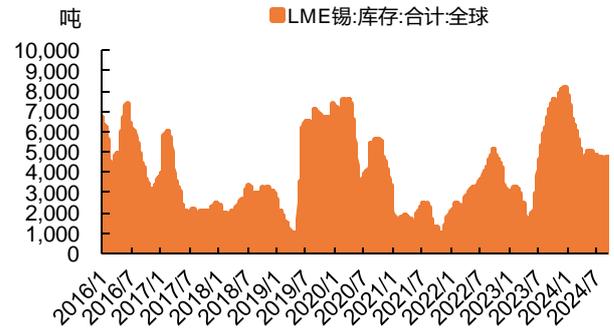
资料来源: ITA, SMM, 平安证券研究所

图表47 国内精锡社会库存



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表48 LME全球精锡库存



资料来源：Wind，平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 基本假设

5.1.1 锡板块业务

由于自 2023 年 5 月起新材料公司及锡化工公司不再纳入锡业股份合并范围，我们预计锡板块业务集中于锡锭产品。根据公司 2023 年年报中披露的 2024 年计划产量（2024 年为 8.5 万吨），假设 2025-2026 年公司锡锭销量维持 8.5 万吨。锡价方面，我们认为全球锡资源供应瓶颈逐步凸显，半导体等终端需求增长下，锡价有望进入长周期上行。假设 2024-2026 年精锡年均价分别为 26、27、28 万元（税前）。随着公司锡资源勘探推进，预计资源自给率有望小幅提升，毛利率小幅提升。

5.1.2 铜板块业务

铜价方面，我们认为铜供应端瓶颈为铜价长周期背景下的强支撑，需求向好背景下，铜价中枢有望逐步上移，假设 2024-2026 年铜年均价分别为 7.5、7.7、8.0 万元（税前），对应铜产品毛利率小幅提升。公司铜产品产量预计总体维持稳定，假设铜产品销售量维持 13 万吨。

5.1.3 锌板块业务

假设 2024-2026 年锌年均价分别为 2.2、2.2、2.2 万元（税前），对应锌产品毛利率基本稳定。公司锌产品产量预计总体维持稳定，假设锌产品销售维持 13 万吨。

图表49 公司各板块业务预测

	2023	2024E	2025E	2026E
锡锭				
收入（亿元）	109.8	195.6	203.1	210.6
毛利（亿元）	12.9	30.7	33.0	35.2
毛利率	11.7%	15.7%	16.2%	16.7%
铜产品				
收入（亿元）	78.4	86.3	88.6	92.0

毛利 (亿元)	2.8	3.9	4.6	5.5
毛利率	3.6%	4.5%	5.2%	5.9%
锌产品				
收入 (亿元)	25.9	25.6	25.6	25.6
毛利 (亿元)	9.2	8.7	8.7	8.7
毛利率	35.4%	33.9%	33.9%	33.9%
其他收入 (亿元)	209.5	142.5	136.0	130.0
营业收入总计 (亿元)	423.6	450.0	453.3	458.2

资料来源：公司官网，平安证券研究所

5.2 投资建议

行业层面来看，随着半导体进入景气周期，长期 AI 领域加速发展，精锡需求预计进入高速增长时期。供应端来看，资源稀缺性仍为长期锡供应弹性释放的核心制约因素，此外印尼、缅甸等国家的存量项目扰动正逐步加剧，未来精锡供应难言乐观，锡价或进入长周期景气通道。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 450.0、453.3、458.2 亿元，归母净利润为 19.7、28.5、32.1 亿元。

公司主营业务为锡、锌等有色金属，我们选取主营业务较为一致的兴业银锡、华锡有色作为可比公司，按 2024 年 9 月 23 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2024 年市盈率均值为 12.5 倍，处于行业相对较高水平。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表50 可比公司估值表

证券代码	证券名称	股价 (元)		EPS (元/股)			P/E (倍)		
		2024/9/23	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000426.SZ	兴业银锡	10.31	1.00	1.21	1.40	10.3	8.5	7.4	
600301.SH	华锡有色	14.48	0.99	1.23	1.53	14.6	11.8	9.5	
可比公司平均 PE						12.5	10.2	8.5	
000960.SZ	锡业股份	13.31	1.20	1.73	1.95	11.1	7.7	6.8	

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：可比公司盈利预测为2024年9月23日Wind一致预期

六、风险提示

- 1、供应增量大幅超预期释放。若全球锡矿供应增量实现大幅超预期增长，则锡价面临下跌风险。
- 2、下游需求不及预期。若半导体等终端领域需求增速放缓，则锡价面临下跌风险。

3、替代技术和产品出现。若短期内出现相关的替代技术和产品，则可能对精锡长周期需求起到较大影响，进而对公司业绩产生影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10850	12423	14382	15171
现金	2084	4500	4533	4582
应收票据及应收账款	791	838	1101	1138
预付账款	246	308	373	439
其他应收款	624	493	559	628
存货	6468	5543	7071	7631
其他流动资产	637	741	746	754
非流动资产	26211	25674	24929	25021
长期投资	1167	1297	1427	1557
固定资产	17619	17108	16780	16596
无形资产	3371	3483	3875	4247
其他非流动资产	4054	3786	2848	2621
资产总计	37060	38097	39311	40192
流动负债	7816	9022	9622	9204
短期借款	2107	3171	3872	3439
应付票据及应付账款	1581	1500	1472	1475
其他流动负债	4129	4351	4278	4290
非流动负债	10434	8419	6366	4656
长期借款	9023	7008	4955	3245
其他非流动负债	1411	1411	1411	1411
负债合计	18250	17441	15987	13860
少数股东权益	1020	1233	1541	1888
股本	1646	1646	1646	1646
资本公积	8328	8328	8328	8328
留存收益	7817	9449	11809	14470
归属母公司股东权益	17790	19423	21783	24444
负债和股东权益	37060	38097	39311	40192

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2193	5561	3468	4150
税后经营利润	1526	2184	3157	3560
折旧摊销	1751	2038	2075	1138
财务费用	438	492	427	342
投资损失	-122	-188	-188	-188
营运资金变动	-1596	984	-2027	-725
其他经营现金流	196	52	24	24
投资活动现金流	-613	-1365	-1166	-1066
资本支出	1299	1400	1200	1100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	686	35	34	34
筹资活动现金流	-1934	-1781	-2269	-3035
短期借款	-381	1064	701	-432
长期借款	1072	-2015	-2054	-1710
其他筹资现金流	-2625	-830	-916	-893
现金净增加额	-347	2416	33	48

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42359	44998	45333	45815
营业成本	38482	40462	39704	39790
税金及附加	373	294	297	300
销售费用	82	83	84	85
管理费用	1036	1091	1099	1111
研发费用	245	261	263	266
财务费用	438	492	427	342
资产减值损失	17	0	0	0
信用减值损失	-74	0	0	0
其他收益	79	97	97	97
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	122	188	188	188
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1852	2600	3744	4208
营业外收入	17	19	19	19
营业外支出	124	122	122	122
利润总额	1745	2496	3641	4105
所得税	219	313	483	545
净利润	1526	2184	3157	3560
少数股东损益	118	213	308	347
归属母公司净利润	1408	1970	2849	3212
EBITDA	3934	5026	6143	5584
EPS (元)	0.86	1.20	1.73	1.95

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-18.5	6.2	0.7	1.1
营业利润(%)	0.2	40.3	44.0	12.4
归属于母公司净利润(%)	4.6	39.9	44.6	12.7
获利能力				
毛利率(%)	9.2	10.1	12.4	13.2
净利率(%)	3.3	4.4	6.3	7.0
ROE(%)	7.9	10.1	13.1	13.1
ROIC(%)	6.8	9.1	11.8	12.4
偿债能力				
资产负债率(%)	49.2	45.8	40.7	34.5
净负债比率(%)	48.1	27.5	18.4	8.0
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	58.5	60.8	49.6	49.6
应付账款周转率	24.3	27.0	27.0	27.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.20	1.73	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	3.38	2.11	2.52
每股净资产(最新摊薄)	10.81	11.80	13.24	14.85
估值比率				
P/E	15.6	11.1	7.7	6.8
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.0	6.6	5.2	5.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层