

标配（维持）

小金属系列专题之钼、铟、铋行业深度报告

战略金属添劲骨，先进制造绽锋芒

2025年2月24日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

申万有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **出口管制持续升级，战略金属地位提升。**2023年以来，国家针对战略小金属的出口管制措施持续升级。2023年7月3日，商务部、海关总署发布关于对锆、铍相关物项实施出口管制的公告。2024年8月15日，商务部、海关总署公告，对铋等物项实施出口管制。2024年12月3日，商务部公告，不予许可铍、锆、铋、超硬材料相关两用物项对美国出口。2025年2月4日，商务部、海关总署联合发布公告，决定对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。战略金属多具备稀缺性与不可再生性，在国防军事、经济发展、科技进步、贸易博弈等方面扮演着关键角色，其在全球发展格局中的地位正与日俱增。本篇为小金属系列专题的第四篇，将着重介绍钼、铟、铋三种战略小金属。
- **钼——千锤百炼精钢铸，钼铁熠熠展雄图。**钼在特种钢材等高端产品中表现卓越。含钼钢种多为中高端钢种，在国家推动高质量发展的背景下，钢铁行业产业结构正加快转型升级，高端含钼不锈钢、优特钢、高速工具钢等产品需求有望持续增加。同时，钼是高端制造业中不可或缺的元素，随着科技水平的提升，钼在新能源、航空航天等领域的应用加快拓展，预计未来钼价有望维持高位。
- **铟——屏显流光添幻彩，光伏聚力韵非凡。**铟在电子信息产业及新能源领域中具有重要意义。铟主要用于生产ITO（氧化铟锡）靶材，是显示技术及触控技术中的关键材料。半导体行业中，铟及其化合物可用于制造高频低耗的电子元器件。新能源领域中，ITO靶材可作为太阳能电池的电极材料，提升光电转换效率，是未来光伏发电技术的重要发展方向。未来，在显示面板市场和光伏产业发展下，铟金属的需求量有望持续增长。
- **铋——医疗入药胃肠护，工业合金结构新。**铋具备独特的逆磁性，与其他重金属不同的是，铋的毒性相对较小，不致癌，且不损害DNA结构。铋的化合物具有收敛、止泻、保护胃黏膜等功效，在医药领域广泛用于消化系统疾病。由于具备良好的核性能，铋在核工业中可作为冷却剂、载热体和屏蔽材料等。2025年铋的冶炼供给将继续受到资源端趋紧的限制，且我国于2月4日出台对铋相关物项的出口管制，预计未来全球的铋供给将受到限制。需求端，电子行业与医药行业对铋的需求较为稳定，且军工、新能源领域对铋的需求日益增长。在供给受限，需求持稳的背景下，未来铋价有望再度上行。
- **投资建议。**小金属的战略地位日益凸显，且国内出口管制措施趋严，预计小金属价格中枢有望进一步抬升。建议关注洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）、兴业银锡（000426）、锡业股份（000960）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、环保风险、美联储超预期加息的风险、原材料和能源价格波动风险、金属下游实际需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 钼——千锤百炼精钢铸，钼铁熠熠展雄图	4
1.1 金属钼介绍与产业链分析	4
1.2 钼行业供需两端及价格展望	5
1.2.1 钼行业供给与需求	5
1.2.2 钼价走势回顾及未来展望	7
2. 铟——屏显流光添幻彩，光伏聚力韵非凡	8
2.1 金属铟介绍与产业链分析	8
2.2 铟行业供需两端及价格展望	9
2.2.1 铟行业供给与需求	9
2.2.2 铟价走势回顾及未来展望	10
3. 铋——医疗入药胃肠护，工业合金结构新	11
3.1 金属铋介绍与产业链分析	11
3.2 铋行业供需两端及价格展望	12
3.2.1 铋行业供给与需求	12
3.2.2 铋价走势回顾及未来展望	13
4. 重点公司	14
1) 洛阳钼业（603993）	14
2) 西部矿业（601168）	15
3) 兴业银锡（000426）	16
4) 锡业股份（000960）	17
5. 投资建议	18
6. 风险提示	20

插图目录

图 1：洛阳钼业栾川三道庄钼矿	4
图 2：金钼股份百花岭选矿厂	4
图 3：2024 年全球钼资源储量分布情况	5
图 4：2024 年全球钼矿产量占比情况	5
图 5：钼产业链全景图	5
图 6：国内钼精矿产量当月值（吨）	6
图 7：全球钼矿产量（公吨）	6
图 8：2022 年中国钼行业下游需求分布	6
图 9：钼精矿平均价（元/吨度）	7
图 10：钼铁平均价（万元/基吨）	7
图 11：2024 年全球铟产能分布情况	8
图 12：2024 年全球铟产量分布情况	8
图 13：铟产业链全景图	9
图 14：2020-2024 年全球铟产量情况（公吨，包括原生铟及再生铟）	9

图 15 : 2020-2024 年中国钢产量情况 (公吨, 包括原生钢及再生钢)	9
图 16 : 钢下游市场应用情况	10
图 17 : 精钢及粗钢价格 (元/千克)	10
图 18 : 2024 年全球铋产量分布情况	11
图 19 : 铋产业链全景图	12
图 20 : 2016-2024 年全球及中国钢产量 (吨)	12
图 21 : 我国铋行业下游应用结构	13
图 22 : 精铋平均价 (元/吨)	13
图 23 : 洛阳钼业 2019-2024Q3 归母净利润 (亿元)	15
图 24 : 洛阳钼业主要毛利构成 (按 2024 年三季报)	15
图 25 : 西部矿业 2019-2024Q3 归母净利润 (亿元)	16
图 26 : 西部矿业主要毛利构成 (按 2023 年年报)	16
图 27 : 兴业银锡 2019-2024Q3 归母净利润 (亿元)	17
图 28 : 兴业银锡主要毛利构成 (按 2024 年中报)	17
图 29 : 锡业股份 2019-2024Q3 归母净利润 (亿元)	18
图 30 : 锡业股份主要毛利构成 (按 2024 年中报)	18

表格目录

表 1 : 重点公司盈利预测 (截至 2 月 21 日收盘价)	19
---------------------------------------	----

1. 钼——千锤百炼精钢铸，钼铁熠熠展雄图

1.1 金属钼介绍与产业链分析

钼（Mo）是一种银白色的可塑性金属，常温下化学性质稳定，熔点高，强度高，且具有良好的导电导热性及延展性。钼主要用于钢铁行业，能提高钢铁的强度、弹性限度、抗磨性及耐冲击、耐腐蚀、耐高温等性能，含钼合金钢广泛应用于机械制造、汽车工业、国防军工、航空航天。因具备良好的导电导热性和耐高温性，金属钼大量用于电子管、晶体管、集成电路等电子元件中电极、引线和散热器等部件。在化工工业中，钼的化合物可作为重要的工业催化剂，用于煤化工、石油化工等领域。

图 1：洛阳钼业栾川三道庄钼矿



数据来源：洛阳钼业2023年年报，东莞证券研究所

图 2：金钼股份百花岭选矿厂



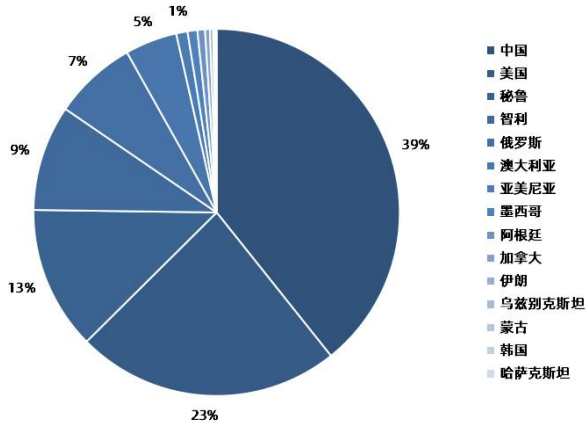
数据来源：金钼股份官网，东莞证券研究所

根据美国地质调查局数据，钼资源的主要存在形式为大型低品位斑岩中的金属硫化物以及低品位斑岩铜矿床中的伴生金属硫化物，目前全球可确认的钼资源合计 2540 万吨，足以满足未来全球的需求。

2024 年，中国的钼资源储量为 590 万吨，占到全球总量约 39%，位于世界第一，其他钼资源分布于美国、秘鲁、智利等国。2024 年全球钼矿生产总量约 26 万吨（金属量），较 2023 年增长 6%，中国、秘鲁、智利、美国、墨西哥等 5 国贡献了约 90% 的钼矿产量，其中中国贡献 11 万吨，秘鲁 4.1 万吨、智利 3.8 万吨，美国 3.3 万吨。全球前五大钼生产国中，仅中国与美国通过原生钼矿和铜钼伴生矿生产钼。

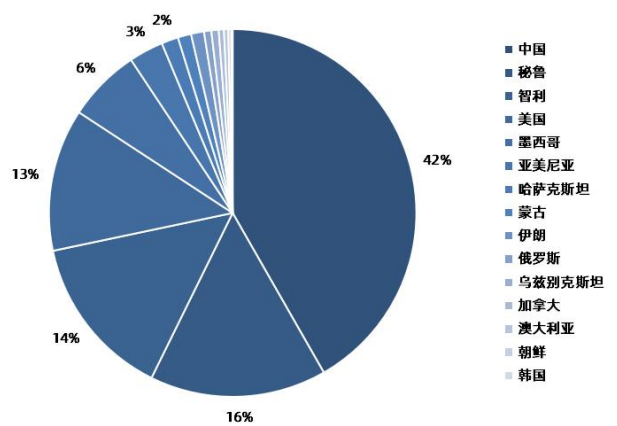
钼以多种形态进行商品交易，包括钼精矿、氧化钼、钼铁、钼化工产品（钼酸铵、钼酸钠等）及钼金属制品（钼粉、钼条、钼丝等）。钼精矿、氧化钼及钼铁是国内及国际市场的主要交易品种。钼在钢材和铸铁中的应用几乎没有替代品，凭借着其多功能性和高可用性，工业界一直在寻求开发受益于钼合金特性的新材料。

图 3：2024 年全球钼资源储量分布情况



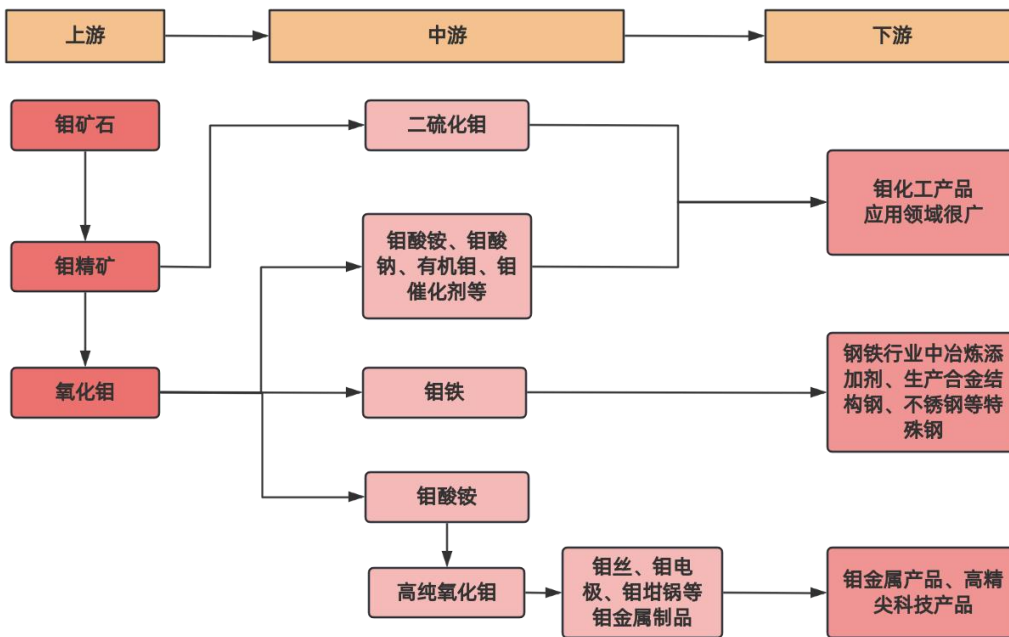
数据来源：美国地质调查局（USGS），东莞证券研究所

图 4：2024 年全球钼矿产量占比情况



数据来源：美国地质调查局（USGS），东莞证券研究所

图 5：钼产业链全景图



资料来源：洛阳钼业招股说明书，东莞证券研究所

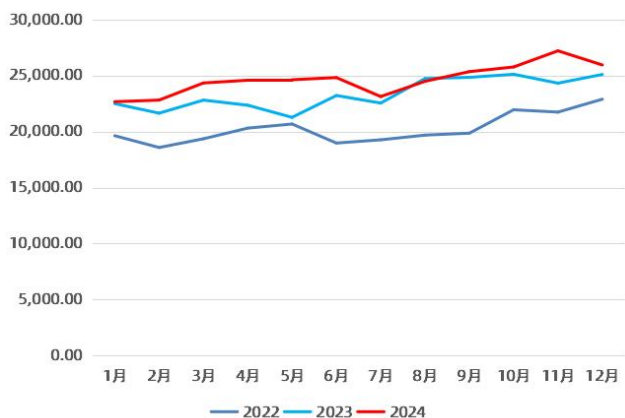
1.2 钼行业供需两端及价格展望

1.2.1 钼行业供给与需求

钼矿供给或难出现较大提升。近年来，斑岩铜矿的矿石品位下降持续影响着钼的生产，美国地质调查局预计全球范围内几个大型斑岩铜矿将在 2030 年代中期达到使用寿命，未来钼的供应将继续受到影响。

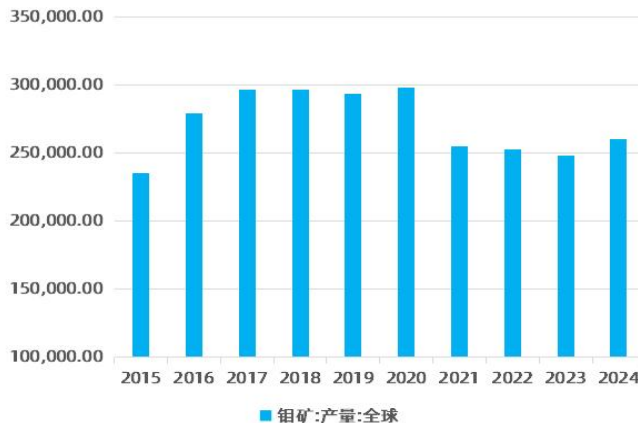
中国作为全球最大的钼生产国和消费国，钼精矿供给较为稳定，国内钼行业的集中度较高。2024 年国内钼精矿产量为 29.6 万吨（实物量），较 2023 年增长 14.29%。2023 年以来，钼价维持在较高水准，且新兴需求如高温合金、风电材料等行业对钼需求增加，使得国内矿山生产意愿提升。

图 6：国内钼精矿产量当月值（吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：全球钼矿产量（公吨）

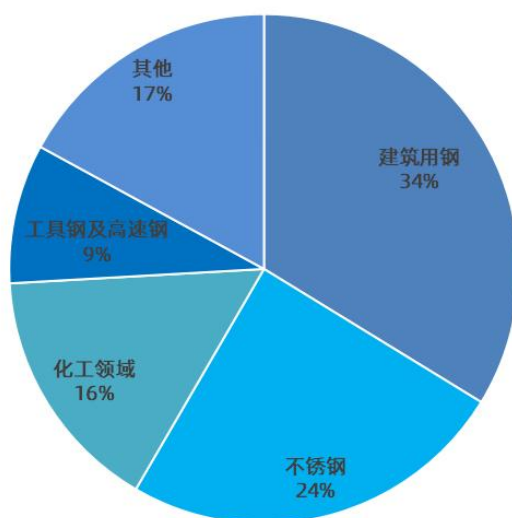


数据来源：iFind，美国地质调查局，东莞证券研究所

综合来看，钼的供给主要受到资源储备、钼精矿价格、钢材需求、贸易政策等影响。钼精矿价格受到钢材市场影响较大，尽管钢材终端市场逐步回暖，或对钼精矿需求形成一定提升，但预计带来的增量有限。同时，因全球范围内钼矿品位出现下滑，未来钼矿供应或难出现较大提升，钼价将继续得到支撑。

新旧需求接替发力。钼行业下游需求集中在钢铁、化工、电子电气等领域中，以钢铁行业需求最大。2022 年国内钼行业下游需求结构中，建筑用钢、不锈钢、工具钢和高速钢的钼需求占比合计 67%，化工领域占比 16%，高温合金、铸铁等其他领域合计占比 17%。

图 8：2022 年中国钼行业下游需求分布



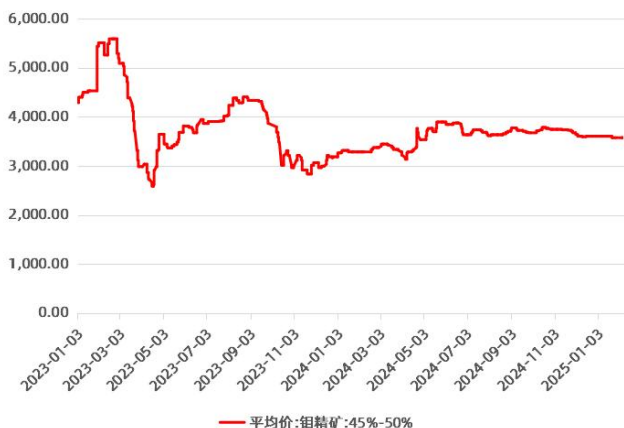
数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

具体来看，高强度合金钢、高端不锈钢、工具钢、高速钢等、高温合金等多个钢材品种均大量使用钼原料，因为钼具备大幅提升钢材强度、增加耐腐蚀性及耐高温性、提高钢材韧性等性能。

凭借着诸多优良特性，钼在多个终端行业的高端钢材中得到广泛使用。汽车制造中的发动机曲轴、连杆、齿轮等部分采用含钼合金钢可提升汽车的使用寿命。航空航天中的机翼结构件，通过使用含钼钢材可加强飞机的稳定性和安全性。随着全球能源体系加速转型，水电、风电、核电等领域景气快速提升，其中，水电涡轮叶片使用含钼不锈钢可保证涡轮叶片的性能和寿命，核电压力容器使用高强度钼合金钢可有效提升抗辐照性能。同时，传统的火力发电中火电锅炉管道广泛使用含钼的耐热钢从而可确保高温环境下的稳定运行。随着各国继续优先考虑清洁能源以应对气候变化，预计全球发电以及基建项目将继续对钼产生强劲需求。此外，模具制造、石油化工等行业中可采用高强度含钼合金钢及不锈钢等来保证生产过程中的安全性及稳定性。

1.2.2 钼价走势回顾及未来展望

图 9：钼精矿平均价（元/吨度）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 10：钼铁平均价（万元/基吨）



数据来源：iFind，上海有色网，东莞证券研究所

2024 年钼价较 2023 年有所下降，但整体价格维持在较高水平区间。2024 年第一季度钼价呈现先涨后跌态势，期间因节假日较多、环保政策趋严等影响，钼精矿供应量有所减少，但随后因钢材价格持续低迷，钼价在小幅上涨后出现回落。

进入第二季度，尽管国内外钼矿供给继续稳步供给，但在新旧需求接替释放的背景下，特钢、新能源汽车、电子电气等行业需求开始攀升，供需缺口逐步打开，推动钼精矿及钼铁价格上行。2024 年上半年，国内钢厂招标钼铁量为 72,652 吨，同比 2023 年增长 25.4%。

三季度以来，受制于钢材需求低迷，钢厂多有减停产计划，钼铁招标量环比有所减少，使得钼价受到压制。至 9 月末，随着美联储开启降息、国内经济刺激政策发布等利好，钼市需求预期转好，推动价格逐步回升。

第四季度，在“金九银十”的消费旺季助推下，钼价维持高位震荡。11月末以来，因钢材价格持续阴跌，且钢厂对钼铁出价施压的影响，钼产品价格均出现下跌。截至2024年12月末，钼精矿（45%~50%）均价收于3605元/吨，全年平均价格为3596元/吨，同比下降7%；钼铁（60%）平均价格收于23.30万元/吨，全年平均价格为23.38万元/吨，同比下降8.62%。

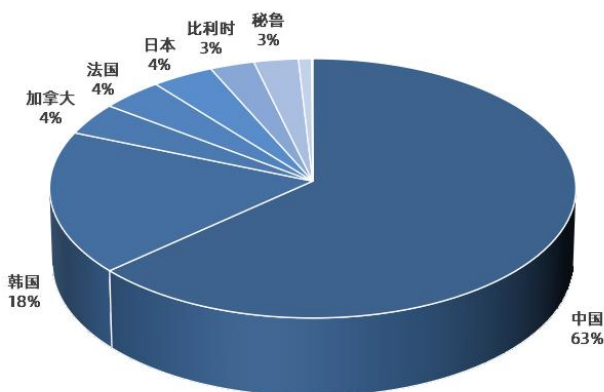
展望未来，钢铁将继续作为钼下游最大的需求领域，含钼钢种多为中高端钢种，在国家推动高质量发展的背景下，钢铁行业产业结构正加快转型升级，高端特钢包括高端含钼不锈钢、优特钢、高速工具钢等的产品需求有望持续增加。钼是高端制造业不可或缺的元素，且随着科技水平的提升，钼在新能源、航空航天等领域的应用加快拓展，预计未来钼价有望维持高位。

2. 钼——屏显流光添幻彩，光伏聚力韵非凡

2.1 金属铟介绍与产业链分析

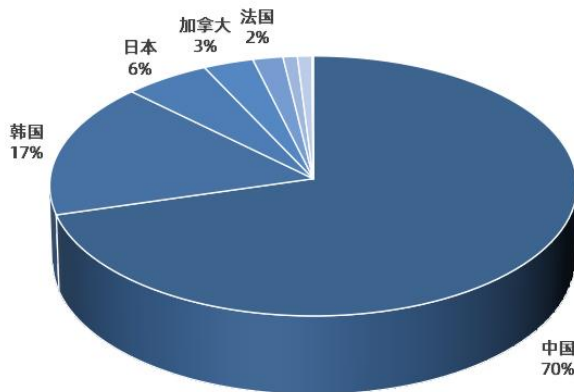
铟（In）为银白色且略带淡蓝色光泽的稀散金属，质地软、可塑性强、延展性好、可压成片。铟在全球的储量较少，通常仅微量伴生于锡石和闪锌矿中。铟主要用于生产ITO靶材（用于生产液晶显示器和平板屏幕），在半导体、合金焊料、高温填充材料、医学等领域有着广泛应用。

图 11：2024 年全球铟产能分布情况



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 12：2024 年全球铟产量分布情况



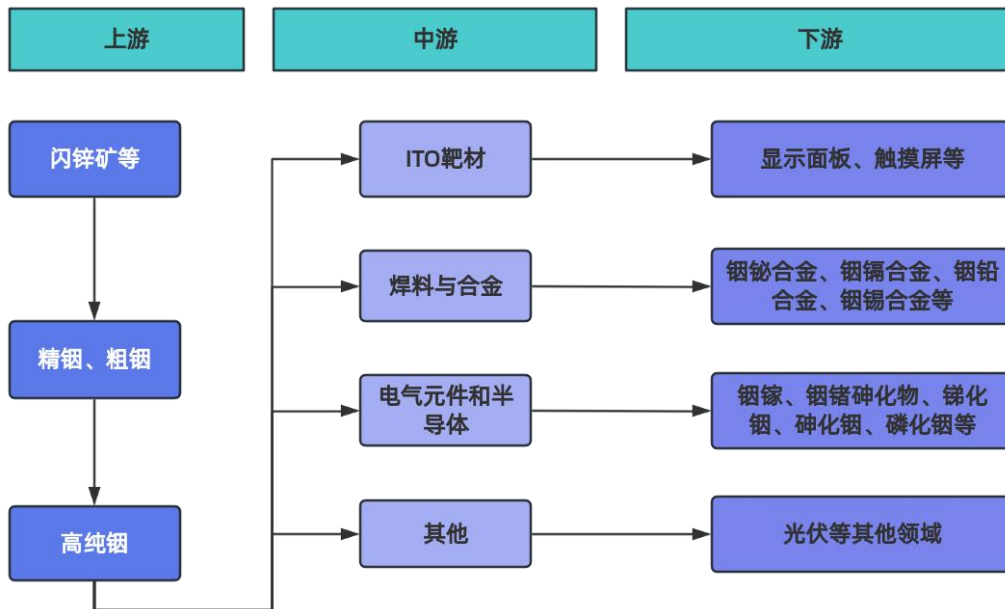
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

根据美国地质调查局数据，2024 年全球铟产能合计约 1800 吨，其中中国产能达到 1100 吨。2024 年全球合计生产 1080 吨铟，中国贡献 760 吨，占比达到 70.4%。

氧化铟锡制成的芯片可进行更高级别的计算，未来人工智能有望增加对氧化铟锡等专用芯片材料的需求。氧化铟锡可用作数据中心光纤和电缆的涂层，从而增加信号传输并减少损耗。磷化铟还可用于高速光电探测器和光通信的半导体激光管。此外，数据中心中一些电气元件会采用铟基合金。替代品方面，碳纳米管涂层、铋锡氧化物涂层、石墨烯等材料在部分领域能替代 ITO 靶材的作用。目前，5G 技术继续增加对铟的需求。磷

化钢基的基板可用于 5G 光纤网络，通过磷化铟激光器和接收器发送数据，可实现更快的速度、更低的延迟以及更少的信号损失。

图 13：钢产业链全景图



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2.2 铟行业供需两端及价格展望

2.2.1 铟行业供给与需求

铟主要来源于锌矿的冶炼，目前现有锌矿冶炼产能稳定运行，且随着部分新项目的开发，预计后续全球铟的供给将稳中有升。近年来，随着铟价逐步上行，原生铟企业的开工意愿提升，中国作为全球最大的铟生产国，将继续在铟的供给中占据主导地位。

图 14：2020-2024 年全球铟产量情况（公吨，包括原生铟及再生铟）

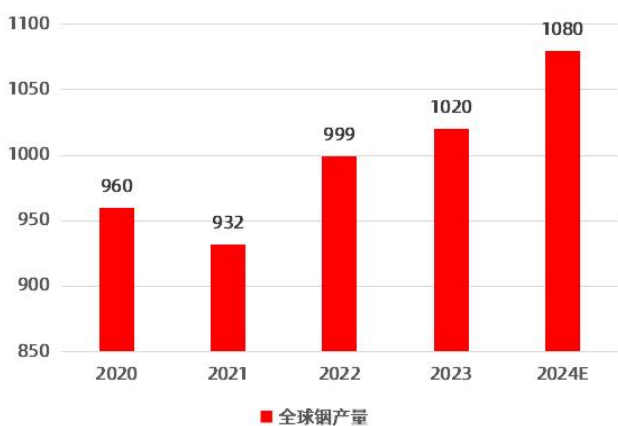
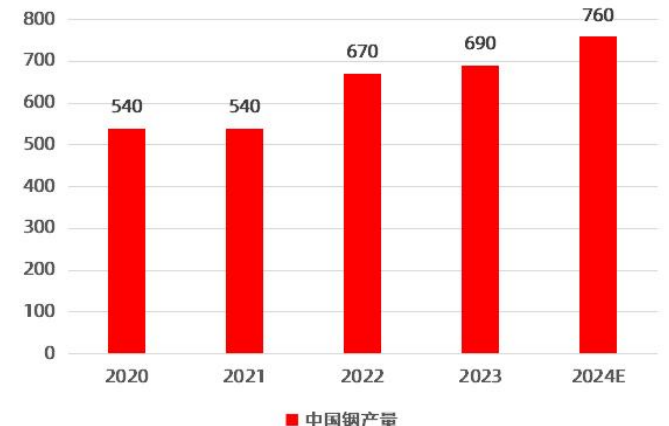


图 15：2020-2024 年中国铟产量情况（公吨，包括原生铟及再生铟）



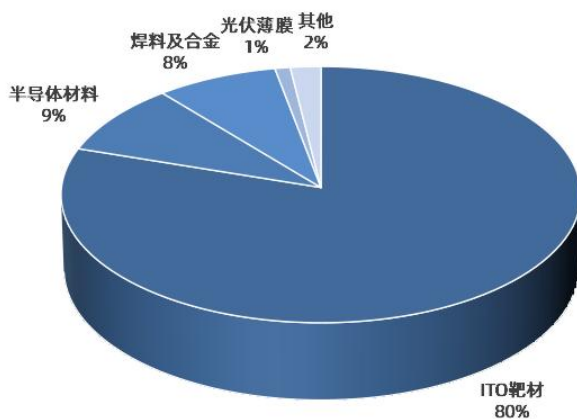
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

ITO（氧化铟锡）靶材的需求占据全球铟消费的主要部分，占比达到 80%。氧化铟具备良好的光学透明性，因此 ITO 材料主要应用于各显示器中的导电需求。

具体来看，显示技术中，ITO 靶材可在液晶显示器、发光二极管等显示器件中作为透明电极，保证透光显示及传输信号；触控技术里面，包括智能手机、平板电脑等设备中，ITO 靶材的高透光率及导电特性使其成为透明导电层的关键材料；此外，光伏产业中，ITO 靶材可作为太阳能电池的电极材料，提升光电转换效率。铟的其他用途包括合金、焊料、电气组件及半导体等。

图 16：铟下游市场应用情况

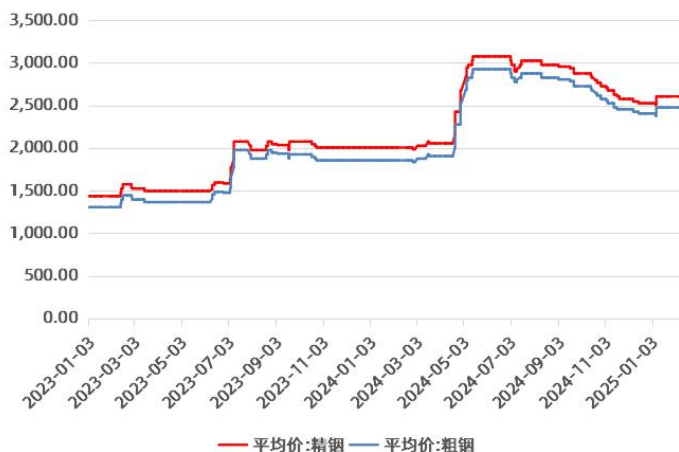


数据来源：中金企信国际咨询，东莞证券研究所

2.2.2 铟价走势回顾及未来展望

2024 年一季度至二季度前期，铟价处于相对低位。二季度中旬，粗铟原料供应持续偏紧，小金属交易热度提升，同时显示器、平板电脑、智能手机等出货量提升，拉动对 ITO 靶材的需求，铟价快速上涨。因终端市场需求未及此前乐观预期，且高位铟价抑制下游采购意愿，使得铟价在三季度及四季度持续走弱。

图 17：精铟及粗铟价格（元/千克）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

目前，锌冶炼行业基本处于满产状态，铟作为锌冶炼的副产品，其供给在短期预计保持稳定，近年来原生铟供给相对稳定，因此铟的供给弹性相对有限。2月4日，商务部公告，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制，其中包括磷化铟、三甲基铟、三乙基铟及生产以上3项的技术及资料。中国是铟的主要生产国及出口国，长期来看，全球铟市场的供给或逐步下降，以往出口的铟产品或转入国内市场。

需求端，ITO靶材凭借着良好的透明性及导电性，在显示领域、触摸屏领域以及光伏电池等领域中得到了广泛应用。中长期来看，在显示面板市场和光伏产业发展下，铟金属的需求量有望持续增长。

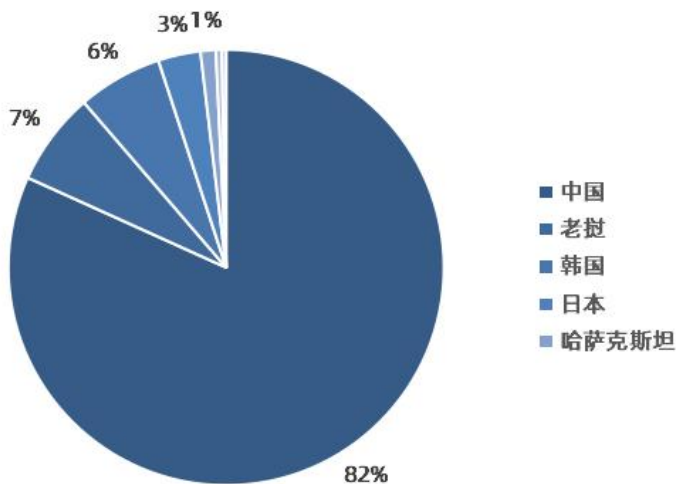
3. 铋——医疗入药胃肠护，工业合金结构新

3.1 金属铋介绍与产业链分析

铋（Bi）为银白色至粉红色的金属，质脆有金属光泽，导电性及导热性都较差，具备独特的逆磁性，在磁场作用下，其电阻会显著放大。与其他重金属不同的是，铋的毒性相对较小，不致癌，且不损害DNA结构。

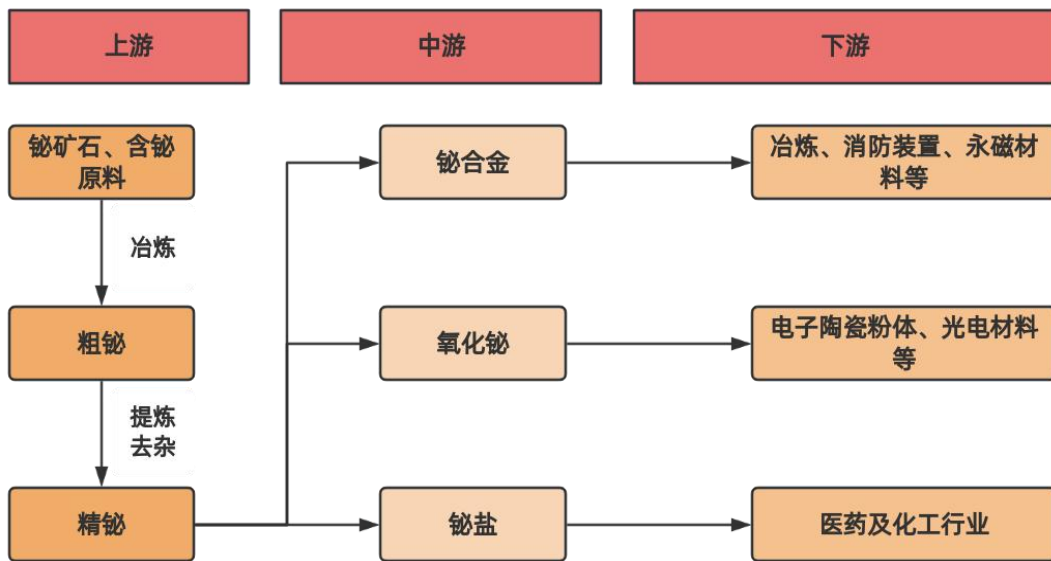
由于铋的储量较少，通常不作为主要产品进行开采，铋最常作为铅矿石加工过程中的副产品生产，部分钨、锌矿石中同样含有铋。

图 18：2024 年全球铋产量分布情况



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 19：铋产业链全景图



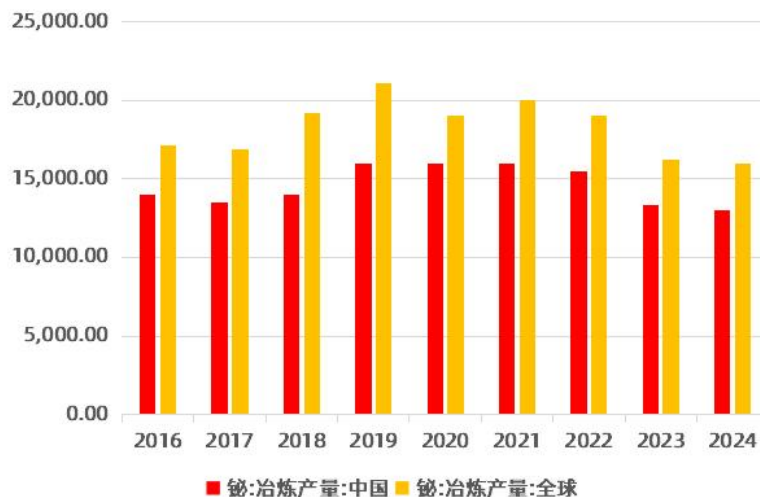
资料来源：观研天下，东莞证券研究所

3.2 铋行业供需两端及价格展望

3.2.1 铋行业供给与需求

中国是全球最大的铋生产国及出口国。2024 年全球铋产量预计为 1.60 万吨，较 2023 年的 1.62 万吨基本持平。2024 年中国铋产量为 1.30 万吨，占到全球约 81.25%。随着铋资源的逐步下降，使得全球铋冶炼产量出现下滑的趋势。

图 20：2016–2024 年全球及中国铋产量（吨）

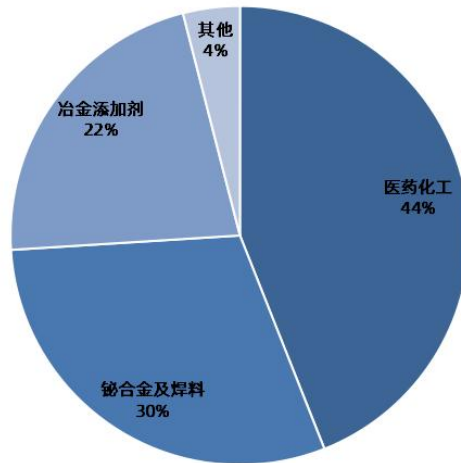


数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

需求端，电子行业中，因具备独特的热电性能，铋可用于制造电子元件、导电材料等，在半导体器件及照明等领域得到了广泛使用。冶金行业中，凭借着熔点低等特性，铋可用于制备易熔合金及冶金添加剂等。医药行业中，因铋毒性小、不致癌等特点，铋的一些化合物在治疗胃功能失调方面具有良好效果。核工业领域中，铋在中子吸收材料、冷却剂、核燃料及辐射防护材料等方面发挥着重要应用。

替代物方面，铋化合物在医药领域可被氧化铝、抗生素、碳酸钙和氧化镁替代。铟、镉、铅和锡可部分替代低温焊料中的铋。尽管铋在医药及化工领域中存在部分可替代性，但在核工业、超导、集成电路等高精尖领域中，铋凭借着高密度、超导等特殊性质使其难以被替代。

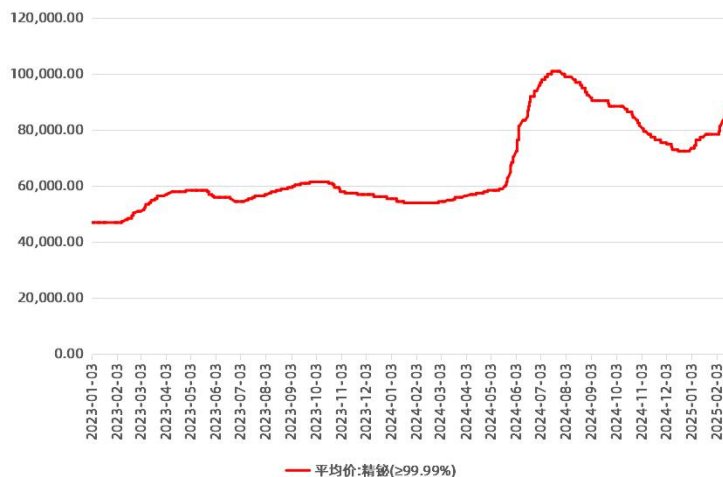
图 21：我国铋行业下游应用结构



数据来源：观研天下，东莞证券研究所

3.2.2 铋价走势回顾及未来展望

图 22：精铋平均价（元/吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

近年来，随着铋资源供给逐步减少，冶炼厂对铋矿石的竞争加剧，使得铋原料价格高企。2024年上半年，铋供给端受到资源开采限制以及环保因素等影响，叠加部分投机资金入场，使得铋价涨幅明显。2024年三季度以来，投机情绪减退同时需求端出货缓慢，致使铋价逐步下滑。2024年铋的平均价格为每磅5.30美元，较2023年上涨约30%，为2018年以来新高。

2025年铋的冶炼供给将继续受到资源端趋紧的限制，且中国于2月4日出台对铋相关物项的出口管制，未来全球的铋供给预计持续受限。需求端，电子行业与医药行业对铋的需求较为稳定，且军工、新能源领域对铋的需求日益增长，在供给受限，需求持稳的背景下，未来铋价有望再度上行。

4. 重点公司

1) 洛阳钼业（603993）

公司属于有色金属矿采选业，主要从事基本金属、稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和金属贸易业务。目前，公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲，是全球领先的铜、钴、钼、钨、铌生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司金属贸易业务位居全球前列。业务模式方面，公司形成了“矿山+贸易”双轮驱动的发展模式。

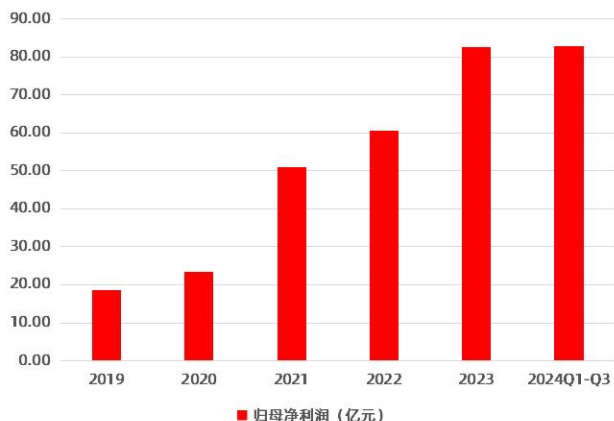
矿山端，公司拥有优质的资源禀赋和丰富的产品组合，完善的生产流程和配套的人才、技术、管理体系，覆盖勘探—采矿—选矿—冶炼4个环节，布局新能源金属铜和钴，战略金属钼、钨、铌及磷肥。

公司拥有的矿山均为世界级资源，刚果（金）TFM是全球最大的铜钴矿之一，KFM是全球第一大钴矿、巴西铌矿是世界第二大铌矿，中国三道庄钼钨矿是世界最大的钼矿之一。TFM拥有5条生产线，目前具备年产45万吨铜的能力，作为伴生矿的钴拥有3.7万吨的生产能力。在持续的挖潜增效下，KFM目前具备年产15万吨铜、5万吨钴以上的生产能力。2024年，三道庄难选矿石钨回收率和上房沟钼回收率均实现突破。

贸易端，IXM（洛阳钼业全资子公司）构建全球金属贸易网络，拥有全球化的仓储和物流体系，业务覆盖亚洲、欧洲、南美洲、北美洲等80多个国家，通过采购—仓储—运输—销售—信息5个环节，致力实现贸易与矿业战略协同。

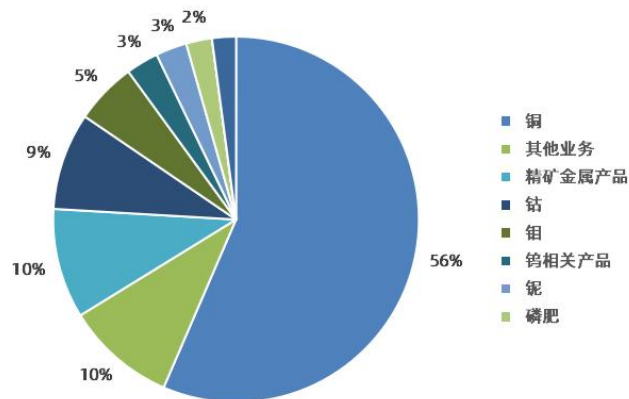
公司资源品种覆盖基本金属、特种金属，与能源转型和产业升级领域紧密相关。在新能源金属领域，公司具有铜、钴重要布局，是全球领先的新能源金属生产商，同时拥有钼、钨、铌、磷等独特稀缺的产品组合，均具有领先的行业地位。独特而多元化的产品组合，有利于抵御资源周期波动，增强抗风险能力，享受不同资源品种价格周期轮动带来的收益。

图 23：洛阳钼业 2019–2024Q3 归母净利润（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：洛阳钼业主要毛利构成（按 2024 年三季度报）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

公司预计 2024 年度实现归属于上市公司股东的净利润为人民币 128 亿元到 142 亿元，与上年同期相比增加 45.50 亿元到 59.50 亿元，同比增加 55.15%到 72.12%；预计 2024 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 124 亿元到 138 亿元，与上年同期相比增加 61.67 亿元到 75.67 亿元，同比增加 98.94%到 121.40%。公司 2024 年业绩同比大幅上升的原因系主要产品铜钴产销量同比实现大幅增长，叠加铜产品价格同比上升、降本增效等措施效果明显，使公司实现利润同比增长。

2) 西部矿业 (601168)

公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及钼、镍、钒、黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售，同时涉足盐湖化工产业。公司矿山主要产品有铜精矿、钼精矿、锌精矿、铅精矿、铁精粉等；冶炼主要产品有电解铜、锌锭、电铅、偏钒酸铵等；盐湖化工主要产品有高纯氢氧化镁、高纯氧化镁、无水氟化氢等。

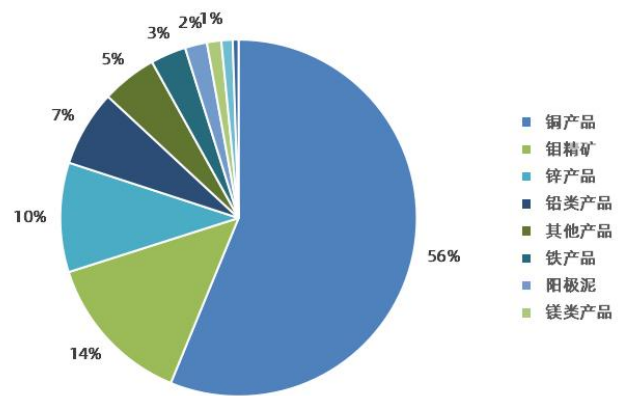
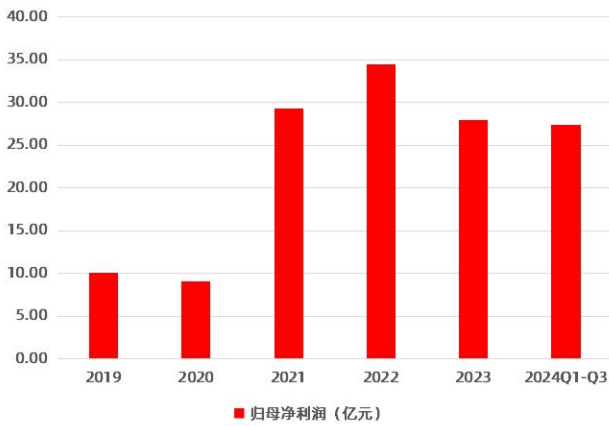
截至 2024 年 6 月 30 日，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 593 万吨、铅金属量 154 万吨、锌金属量 266 万吨、钼金属量 37 万吨、五氧化二钒 64 万吨、镍金属量 27 万吨、金金属量 13 吨、银金属量 2,052 吨，铁（矿石量）29,649 万吨，氯化镁 3,046 万吨。

公司主要拥有锡铁山铅锌矿、玉龙铜矿、呷村银多金属矿、获各琦铜矿、会东铅锌矿、拉陵高里河下游铁多金属矿、哈密黄山南铜镍矿、肃北七角井钒及铁矿、团结湖镁盐矿等。上述矿山主要分布在国内重要成矿带，这些地区具有良好的成矿地质条件和巨大的找矿前景，为公司建成“全省领先、国内一流、国际知名”的企业集团提供了良好的资源基础。

工业金属方面，公司手握优质矿产资源，铜、锌、铅等顺周期品种在国内稳增长政策发力、全球降息浪潮到来等背景下，其下游需求有望加快释放。小金属方面，公司在

稳步提升铜、金、银等主要产品下，高效回升钼、铋、铟、锡等有价金属，提高共生资源综合利用效率，形成新的发展优势和增长动能。

图 25：西部矿业 2019-2024Q3 归母净利润（亿元） 图 26：西部矿业主要毛利构成（按 2023 年年报）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

3) 兴业银锡 (000426)

公司的主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼。上市公司自身为控股型公司，不从事采矿生产业务。截至报告期末，公司下属 15 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。

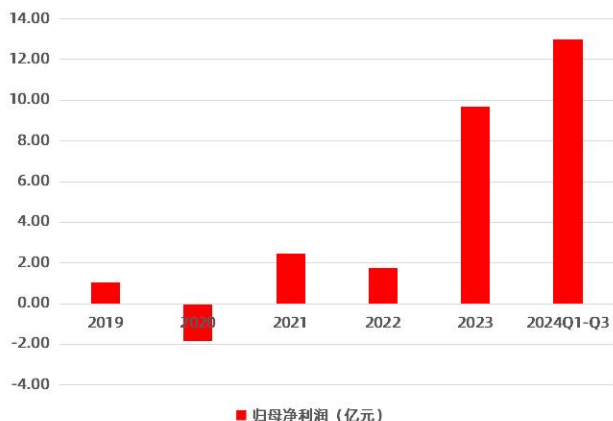
公司控股股东兴业集团及其下属矿业公司拥有多项金属矿探矿权，覆盖金、银、铜、铅、锌、锡、铁等基本金属、稀贵金属种类。公司子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余服务年限较长，为国内最大的白银生产矿山之一，同时也是我国生产锡精矿骨干企业。根据中国有色金属工业协会锡业分会数据，银漫矿业 2023 年锡精矿产量国内排名第二，国内市场占有率 8.7%。2023 年公司子公司锡林矿业铋金属原矿品位上升，且选矿处理量同比增加，2023 年公司铋精粉产量为 162 吨，销量为 152 吨，均同比增长 100%。

2024 年，兴业银锡成功收购宇邦矿业，公司白银保有储量将增至 2.45 万吨；根据美国地质勘探局发布截至 2023 年 5 月的数据，兴业银锡保有白银储量占国内总储量的 34.56%，占全球储量的 4.46%；根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据，宇邦矿业双尖子山矿区银铅锌矿排名位列亚洲第一位，全球第五位。银矿公司兴业银锡排名位列亚洲第一位，全球第八位。银资源储量更为丰富，资源禀赋优势持续凸显。

1 月 9 日，公司公告，全资子公司银漫矿业取得内蒙古发改委关于 297 万吨/年扩建工程项目的核准批复。项目建成投产后，银漫矿业采选产能将由 165 万吨/年提升至 297 万吨/年，将进一步增强公司的盈利能力和市场竞争力。

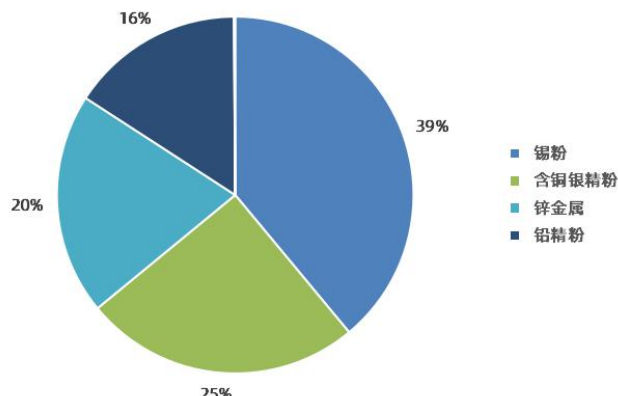
1 月 20 日，兴业银锡公告，预计 2024 年归属于上市公司股东的净利润为 13.5 亿元-16.5 亿元，比上年同期增长 39.27%-70.22%。业绩增长的主要原因是公司子公司银漫矿业自选矿厂技改完成后，主营矿产品产量增加，以及报告期内公司主营矿产品销售价格上涨。

图 27：兴业银锡 2019–2024Q3 归母净利润（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 28：兴业银锡主要毛利构成（按 2024 年中报）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

4) 锡业股份 (000960)

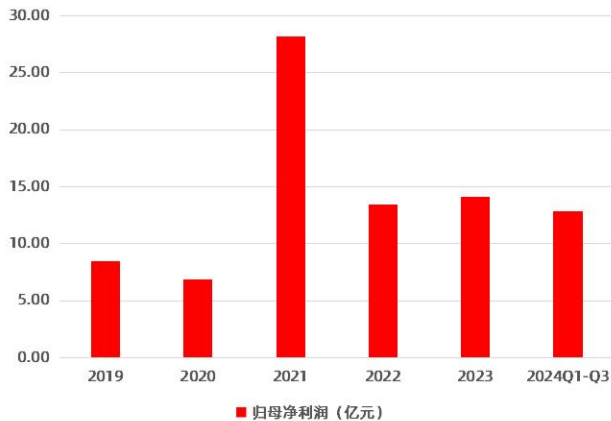
公司的主营业务为锡、锌、铜、钼等金属矿的勘探、开采、选矿和冶炼。公司前身始于清光绪（1883 年）朝廷拨款建办的个旧厂务招商局，历经 141 年的积淀和上市以来的高速发展，形成了锡、铜、锌、钼等金属矿的勘探、开采、选矿、冶炼及锡材、锡化工有色金属深加工（重要参股公司主要业务）的产业格局，拥有着锡行业内丰富的资源、最完整的产业链以及齐全的门类，为我国最大的锡生产加工基地。公司拥有的锡资源储量和钼资源储量成就了公司锡、钼双龙头产业地位。

自 2005 年以来公司锡产销量稳居全球第一，占有全球锡市场最大份额。2023 年公司锡金属国内市场占有率为 47.92%。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。公司的资源主要集中在红河个旧和文山都龙两大矿区，目前已探明的锡、铜、锌、钼等金属总量较大，其中锡和钼资源储量均位居全球第一，锌、铜资源规模位居云南省前列。同时，公司两个矿区工业设施齐全，生产系统完备，对于资源集中开发利用十分有利。现有矿区富含多种有价金属，找矿潜力和开发条件较好，资源保障充足确保生产持续，随着开发利用技术水平的提升，资源综合价值有望进一步提升。

公司预计 2024 年归属于上市公司股东的净利润为 14.2 亿元–15.2 亿元，比上年同期上升 0.83%–7.93%。报告期内，公司克服市场加工费下降等不利影响，抢抓市场机遇，实现扣非后归母净利润的同比大幅提升。

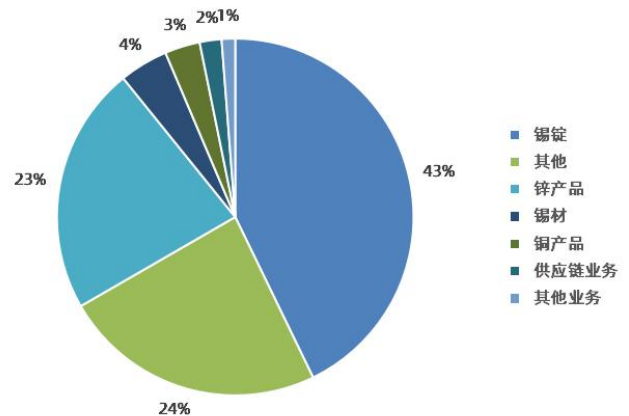
1 月 21 日电，锡业股份公告，与兴业银锡签署《战略合作框架协议》。根据协议，双方将围绕优势矿产资源，在勘查、采选、冶炼、投资等领域建立战略合作伙伴关系，实现优势互补、强强联合，共同提升资源储备、技术实力和市场地位。双方将加强在国内外矿产资源勘查与开发、市场行情、矿业政策、科研成果、装备技术等方面的信息共享，积极探索通过合资、并购等方式进行合作，就获取和开发国内外优质有色金属矿产项目实现协同发展。本协议有效期为三年。

图 29：锡业股份 2019-2024Q3 归母净利润（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 30：锡业股份主要毛利构成（按 2024 年中报）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 投资建议

出口管制持续升级，战略金属地位提升。2023 年以来，国家针对战略小金属的出口管制措施持续升级。2023 年 7 月 3 日，商务部、海关总署发布关于对锗、镓相关物项实施出口管制的公告。2024 年 8 月 15 日，商务部、海关总署公告，对铋等物项实施出口管制。2024 年 12 月 3 日，商务部公告，不予许可镓、锗、铋、超硬材料相关两用物项对美国出口。2025 年 2 月 4 日，商务部、海关总署联合发布公告，决定对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制。战略金属多具备稀缺性与不可再生性，在国防军事、经济发展、科技进步、贸易博弈等方面扮演着关键角色，其在全球发展格局中的地位正与日俱增。本篇为小金属系列专题的第四篇，将着重介绍钼、铟、铋三种战略小金属。

钼——千锤百炼精钢铸，钼铁熠熠展雄图。钼在特种钢材等高端产品中表现卓越。含钼钢种多为中高端钢种，在国家推动高质量发展的背景下，钢铁行业产业结构正加快转型升级，高端含钼不锈钢、优特钢、高速工具钢等产品需求有望持续增加。同时，钼是高端制造业中不可或缺的元素，随着科技水平的提升，钼在新能源、航空航天等领域的应用加快拓展，预计未来钼价有望维持高位。

铟——屏显流光添幻彩，光伏聚力韵非凡。铟在电子信息产业及新能源领域中具有重要意义。铟主要用于生产 ITO（氧化铟锡）靶材，是显示技术及触控技术中的关键材料。半导体行业中，铟及其化合物可用于制造高频低耗的电子元器件。新能源领域中，ITO 靶材可作为太阳能电池的电极材料，提升光电转换效率，是未来光伏发电技术的重要发展方向。未来，在显示面板市场和光伏产业发展下，铟金属的需求量有望持续增长。

铋——医疗入药胃肠护，工业合金结构新。铋具备独特的逆磁性，与其他重金属不同的是，铋的毒性相对较小，不致癌，且不损害 DNA 结构。铋的化合物具有收敛、止泻、保护胃黏膜等功效，在医药领域广泛用于消化系统疾病。由于具备良好的核性能，

铋在核工业中可作为冷却剂、载热体和屏蔽材料等。2025 年铋的冶炼供给将继续受到资源端趋紧的限制，且我国于 2 月 4 日出台对铋相关物项的出口管制，预计未来全球的铋供给将受到限制。需求端，电子行业与医药行业对铋的需求较为稳定，且军工、新能源领域对铋的需求日益增长。在供给受限，需求持稳的背景下，未来铋价有望再度上行。

投资建议。小金属的战略地位日益凸显，且国内出口管制措施趋严，预计小金属价格中枢有望进一步抬升。建议关注洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）、兴业银锡（000426）、锡业股份（000960）。

表 1：重点公司盈利预测（截至 2 月 21 日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
603993.SH	洛阳钼业	6.91	0.38	0.56	0.61	13.61	12.33	11.20	买入	维持
601168.SH	西部矿业	16.39	1.17	1.56	1.80	12.19	10.53	9.11	增持	维持
000426.SZ	兴业银锡	12.94	0.53	0.95	1.18	17.21	13.29	10.76	买入	维持
000960.SZ	锡业股份	14.61	0.86	1.15	1.44	16.73	12.67	10.15	买入	首次

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

6. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属下游市场需求与国内外宏观经济高度相关，相关产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致小金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**有色金属企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。
- (5) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (6) **原材料和能源价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (7) **金属下游实际需求下滑的风险：**有色金属行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对有色金属产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (8) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时间更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn