

兴业银锡 (000426.SZ)

手握多座世界级矿山，银锡龙头未来可期

立足银、锡、锌，公司资源版图由内蒙走向全球。公司上市以来经历了2011、2014-2016、2023-至今三轮矿山资源扩充。立足银、锌、锡资源压舱石，目前旗下银漫、乾金达、融冠已具备三座亿级利润的大型矿山，成为支撑公司高成长的现金奶牛。2023年起，公司陆续完成了博盛矿业（黄金）、宇邦矿业（银铅锌）收购，托管大股东旗下布敦银根矿业（银铅锌），拟要约收购大西洋锡业（锡），完成新一轮资源版图扩充。

手握三座世界级银矿，扬帆起航正当时。目前子公司银漫矿业拥有白银资源量8058吨，平均品位185g/吨；宇邦矿业保有白银资源量1.79万吨，平均品位125g/吨，单体银矿储量排名位列亚洲第一，全球第五；托管大股东的布敦银根矿业拥有白银资源量1.1万吨，平均品位158g/吨。根据世界白银协会披露的全球前十大在产矿山，剔除第一大KGHM后（资源量8.3万吨，平均品位58.3g/吨）平均资源量7100吨，平均品位166g/吨，可见公司三座矿山资源量均有潜力支撑产量进入全球前十。

远期规划银矿石产能有望增长2.7倍，成长性领跑全球矿企。全球前十大在产矿山白银产量均超过350吨/年，而公司银漫、乾金达、荣邦旗下三座矿山2024年白银产量仅229吨，以上三座矿山与宇邦（2025年收购）合计矿石处理能力为405万吨/年，远期银漫、宇邦、布敦银根旗下三座矿山达产后，公司矿石处理量将达1494万吨/年（假设布敦银根投产后注入），较现有产能增长2.7倍，有望使公司跻身世界一流银多金属矿企。

当下我们认为银、锡价格处于低估状态：

其一，工业金属相对黄金比价存在修复可能。工业金属与黄金比价与制造业PMI呈显著正相关，2022年11月以来美国制造业PMI在多数时间低于荣枯线，目前锡金比、银金比均降至1990年以来的极低水平。未来若制造业周期回归扩张区间，则工业金属相对黄金比价存在较大修复空间。

其二，白银中期供需缺口问题难以缓解，低库存下静待催化。2021年以来伴随光伏需求爆发，白银已连续4年维持供需缺口，尽管2025年伴随光伏需求放缓，供需缺口或将收窄，但光伏绝对需求量已由2021年的2766吨增长至6086吨（据世界白银协会），而供给端弹性不足或将导致供需缺口中长期存在。

其三，锡矿供应不稳定性问题难解，AI驱动半导体周期上行。供给端，尽管缅甸佤邦禁矿、印尼出口限制、刚果（金）武装冲突等供给侧担忧有望在2025年缓和，但缅甸佤邦资源费提升、印尼陆上资源枯竭、中国锡矿资源接续不足等因素，仍使得锡矿供给不足的中长期忧虑难以缓解。**需求端**，锡作为算力金属有望受益于AI驱动的全球半导体市场高景气。

投资建议：我们预计公司2025-2027年营业收入分别为58.6/66.8/83.2亿元，归母净利润分别为20.6/24.1/31.3亿元，对应PE分别为11.4/9.7/7.5倍。公司作为高成长性银锡多金属矿企，未来伴随项目投产与行业景气回暖，业绩有望受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期，金属价格波动，测算误差风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,706	4,270	5,858	6,680	8,321
增长率 yoy (%)	77.7	15.2	37.2	14.0	24.6
归母净利润（百万元）	969	1,530	2,059	2,413	3,132
增长率 yoy (%)	457.4	57.8	34.6	17.2	29.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76
净资产收益率 (%)	15.0	19.4	21.0	20.1	21.0
P/E (倍)	24.2	15.4	11.4	9.7	7.5
P/B (倍)	3.6	3.0	2.4	2.0	1.6

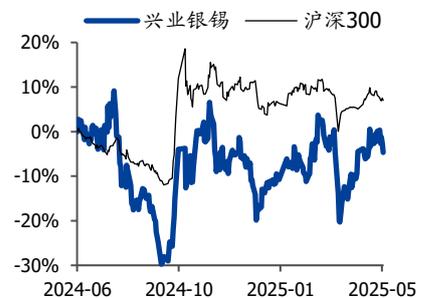
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年05月30日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	工业金属
05月30日收盘价（元）	13.23
总市值（百万元）	23,491.66
总股本（百万股）	1,775.64
其中自由流通股（%）	99.98
30日日均成交量（百万股）	41.12

股价走势



作者

分析师 张航
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	924	1705	2727	4110	6566
现金	339	1139	1894	3197	5472
应收票据及应收账款	254	4	138	208	154
其他应收款	42	47	78	80	101
预付账款	6	5	9	9	11
存货	276	506	605	614	824
其他流动资产	6	4	4	4	4
非流动资产	10160	10460	13036	14143	15172
长期投资	404	219	1819	1819	1819
固定资产	4382	4326	4498	4622	4698
无形资产	4159	4124	4631	5109	5560
其他非流动资产	1215	1792	2089	2592	3095
资产总计	11083	12165	15764	18253	21738
流动负债	2953	3033	4260	4511	5096
短期借款	384	304	304	304	304
应付票据及应付账款	903	948	1509	1470	1838
其他流动负债	1666	1781	2447	2737	2954
非流动负债	1545	1150	1607	1607	1607
长期借款	1149	740	740	740	740
其他非流动负债	396	410	867	867	867
负债合计	4498	4183	5867	6118	6703
少数股东权益	110	82	103	125	147
股本	1837	1776	1776	1776	1776
资本公积	2248	2309	2309	2309	2309
留存收益	2306	3717	5608	7824	10702
归属母公司股东权益	6476	7901	9794	12010	14888
负债和股东权益	11083	12165	15764	18253	21738

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1750	1815	3318	3121	4153
净利润	953	1502	2080	2434	3154
折旧摊销	500	555	366	443	519
财务费用	136	117	0	0	0
投资损失	18	10	9	7	8
营运资金变动	135	-402	869	171	406
其他经营现金流	7	33	-7	66	65
投资活动现金流	-950	-1004	-2947	-1621	-1623
资本支出	-656	-662	-1609	-1609	-1609
长期投资	-280	-46	-1605	-5	-5
其他投资现金流	-14	-296	267	-7	-9
筹资活动现金流	-583	-23	385	-196	-254
短期借款	-12	-80	0	0	0
长期借款	876	-409	0	0	0
普通股增加	0	-62	0	0	0
资本公积增加	1	61	0	0	0
其他筹资现金流	-1448	466	385	-196	-254
现金净增加额	217	788	755	1303	2275

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3706	4270	5858	6680	8321
营业成本	1746	1582	2172	2435	2906
营业税金及附加	218	256	351	401	499
营业费用	3	4	5	6	8
管理费用	317	376	516	588	733
研发费用	82	94	129	147	183
财务费用	137	119	166	170	213
资产减值损失	-38	-48	-26	-26	-26
其他收益	2	2	3	4	4
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资净收益	-18	-10	-9	-7	-8
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	1138	1787	2488	2905	3751
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	67	22	41	41	41
利润总额	1072	1765	2447	2864	3711
所得税	118	263	367	430	557
净利润	953	1502	2080	2434	3154
少数股东损益	-16	-28	22	22	22
归属母公司净利润	969	1530	2059	2413	3132
EBITDA	1832	2516	2980	3477	4443
EPS (元/股)	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	77.7	15.2	37.2	14.0	24.6
营业利润(%)	430.0	57.0	39.3	16.7	29.1
归属母公司净利润(%)	457.4	57.8	34.6	17.2	29.8
获利能力					
毛利率(%)	52.9	63.0	62.9	63.5	65.1
净利率(%)	26.2	35.8	35.1	36.1	37.6
ROE(%)	15.0	19.4	21.0	20.1	21.0
ROIC(%)	14.3	17.0	18.8	18.3	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	40.6	34.4	37.2	33.5	30.8
净负债比率(%)	20.9	9.0	0.6	-10.3	-23.4
流动比率	0.3	0.6	0.6	0.9	1.3
速动比率	0.2	0.4	0.5	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	530.9	524.9	795.4	566.1	625.2
应付账款周转率	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.86	1.16	1.36	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.02	1.87	1.76	2.34
每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.45	5.52	6.76	8.38
估值比率					
P/E	24.2	15.4	11.4	9.7	7.5
P/B	3.6	3.0	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	9.9	8.1	7.9	6.4	4.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年05月30日收盘价

内容目录

一、立足内蒙，走向全球的多金属矿业新星.....	5
1.1 历经三轮矿山资源扩充，资源版图由内蒙走向全球.....	5
1.2 控股股东资产重组稳步推进，公司实控人稳定.....	5
1.3 矿山运营步入正轨，经营业绩稳步提升.....	7
二、手握世界级银锡矿，扬帆起航正当时.....	10
2.1 三座世界级银矿蓄势待发.....	10
2.1.1 银漫矿业：公司在产主力矿山，二期项目有望再造一个银漫.....	12
2.1.2 宇邦矿业：全球第五大单体银矿，未来潜力极大.....	13
2.1.3 布敦银根：托管集团旗下万吨级银矿，投产后具备注入预期.....	14
2.2 其余子公司基本面梳理.....	15
2.2.1 次主力银多金属矿：乾金达、荣邦.....	15
2.2.2 锌铁铅矿：融冠矿业、锡林矿业、锐能矿业.....	16
2.2.3 铜镍矿：唐河时代.....	17
2.2.4 黄金矿：博盛矿业.....	17
2.3 大西洋锡业：启动要约收购，扩张海外资源版图.....	18
三、全球银锡供应弹性不足，若经济复苏价格弹性可期.....	20
3.1 工业金属相对黄金处于低估状态，未来比价有望修复.....	20
3.2 白银：全球白银库存保持低位，银价静待催化.....	22
3.3 锡：供给端风险增加，算力有望驱动需求中枢上移.....	25
3.3.1 缅甸佤邦禁矿令或将解除，费用提升仍将影响中长期供应.....	27
3.3.2 印尼锡矿出口限制加码，海上锡矿开发加剧供应不稳定性.....	28
3.3.3 刚果（金）武装冲突再起，为 2025 年供应蒙上阴影.....	29
四、盈利预测与估值分析.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图表 1: 兴业银锡发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	6
图表 3: 兴业集团重整计划方案.....	7
图表 4: 2022-2024 年公司各矿产品产量（吨）.....	7
图表 5: 公司营业收入与增速.....	8
图表 6: 公司归母净利润与增速.....	8
图表 7: 公司分业务营收占比（2024）.....	8
图表 8: 公司分业务毛利占比（2024）.....	8
图表 9: 公司分产品毛利率.....	8
图表 10: 公司近年来盈利能力逐年改善.....	8
图表 11: 公司资产负债率水平显著低于同行（%）.....	9
图表 12: 公司矿产资源分布.....	10
图表 13: 2024 年子公司净利润（亿元）.....	11
图表 14: 公司资源保有储量以及价值量.....	11
图表 15: 兴业银锡旗下矿山与全球前十大矿山（产量排名）资源量与品位.....	11
图表 16: 2024 年兴业银锡与全球前 20 大公司白银年产量（吨）.....	12
图表 17: 银漫一期技改后各金属产量情况（吨）.....	13
图表 18: 银漫矿业营业收入.....	13
图表 19: 银漫矿业净利润.....	13
图表 20: 宇邦矿业拥有一宗采矿权和三宗探矿权.....	14
图表 21: 宇邦矿业银金属产量（吨）.....	14
图表 22: 宇邦矿业营业收入与净利润（百万元）.....	14
图表 23: 乾金达矿业收入与净利润.....	15

图表 24:	荣邦矿业收入与净利润	15
图表 25:	融冠矿业收入与利润	16
图表 26:	锡林矿业收入与利润	16
图表 27:	锐能矿业收入与利润 (百万元)	17
图表 28:	唐河时代尚未形成利润贡献.....	17
图表 29:	大西洋锡业股权结构图 (截至 2025/5/6)	18
图表 30:	SAMINE 萤石矿与 Achmmach 锡矿毗邻	19
图表 31:	Achmmach 锡矿保有资源量	19
图表 32:	Achmmach 项目经济性评估	19
图表 33:	金、银、锡比价复盘	20
图表 34:	1970-1980 年金属价格与通胀成正相关.....	21
图表 35:	1970-1980 年大宗商品涨幅 (倍)	21
图表 36:	当下全球经济呈现一定的滞胀特征.....	21
图表 37:	全球白银需求 (吨)	22
图表 38:	全球白银工业需求 (吨)	22
图表 39:	全球白银下游需求结构 (2024)	22
图表 40:	2024 年全球白银产量分布.....	23
图表 41:	2024 年全球白银储量分布.....	23
图表 42:	全球白银供给 (吨)	23
图表 43:	全球矿产银来源 (2024)	23
图表 44:	全球白银供需平衡表 (吨)	24
图表 45:	全球白银库存与银价	24
图表 46:	全球交易所白银库存与银价.....	24
图表 47:	2022 年全球锡需求结构.....	25
图表 48:	2021 年锡焊料下游需求占比	25
图表 49:	锡价与全球半导体销售额同比增速	25
图表 50:	锡价与费城半导体指数	25
图表 51:	2024 年全球锡矿产量占比.....	26
图表 52:	2024 年全球锡矿储量占比.....	26
图表 53:	全球精炼锡供需平衡 (万吨)	26
图表 54:	中国锡矿产量	26
图表 55:	锡精矿加工费与锡价	27
图表 56:	期货交易所锡库存与锡价	27
图表 57:	缅甸锡矿产量	27
图表 58:	中国锡矿进口量	27
图表 59:	中国锡矿砂及其精矿进口数量 (吨)	28
图表 60:	天马公司锡金属产量	29
图表 61:	天马公司锡矿储量占比 (2024)	29
图表 62:	中国精炼锡年度进口量	29
图表 63:	中国精炼锡月度进口量	29
图表 64:	Alphamin 锡矿产量.....	30
图表 65:	公司分板块盈利预测表	31
图表 66:	可比公司估值表	32

一、立足内蒙，走向全球的多金属矿业新星

1.1 历经三轮矿山资源扩充，资源版图由内蒙走向全球

2011年借壳上市，完成第一轮矿山资产注入。兴业银锡前身为赤峰晶新钢丸厂，1996-2000年，公司先后投资开采大新铅锌矿等多个矿山进军有色资源领域。公司曾于1996年在深交所挂牌上市（兴业矿业，000426），2011年，经证监会批准，兴业集团通过重大资产重组，将锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业和富生矿业等矿业资产注入富龙热电，完成借壳上市。

2014年起公司加大矿山并购力度，扩充资源储备。2014-2015年，公司收购兴业集团控股股东旗下唐河时代、荣邦矿业100%股权，2016年通过重大资产重组注入银漫矿业100%股权、乾金达矿业100%股权，银漫矿业自2017年达产后成为公司主力矿山，进一步丰富了金属品种，扩充了矿产资源储备。

2023年公司开启新一轮资源扩充进程，资源版图由内蒙走向全球。自2022年控股股东进入重整计划后，上市公司开启新一轮资源扩充进程。2023年收购博盛矿业70%股权，同年与西藏山南市政府签订金矿资源整合战略合作协议，进军金矿领域；2024年与控股股东兴业集团签订布敦银根矿业托管协议，该矿山投产后未来存在注入可能；2025年，公司收购宇邦矿业85%股权，银矿储量跃居亚洲第一、全球第八（据世界白银协会统计截至2023年底数据）。近期，公司披露拟要约收购大西洋锡业全部股权，进军海外锡矿业务。

图表1：兴业银锡发展历程

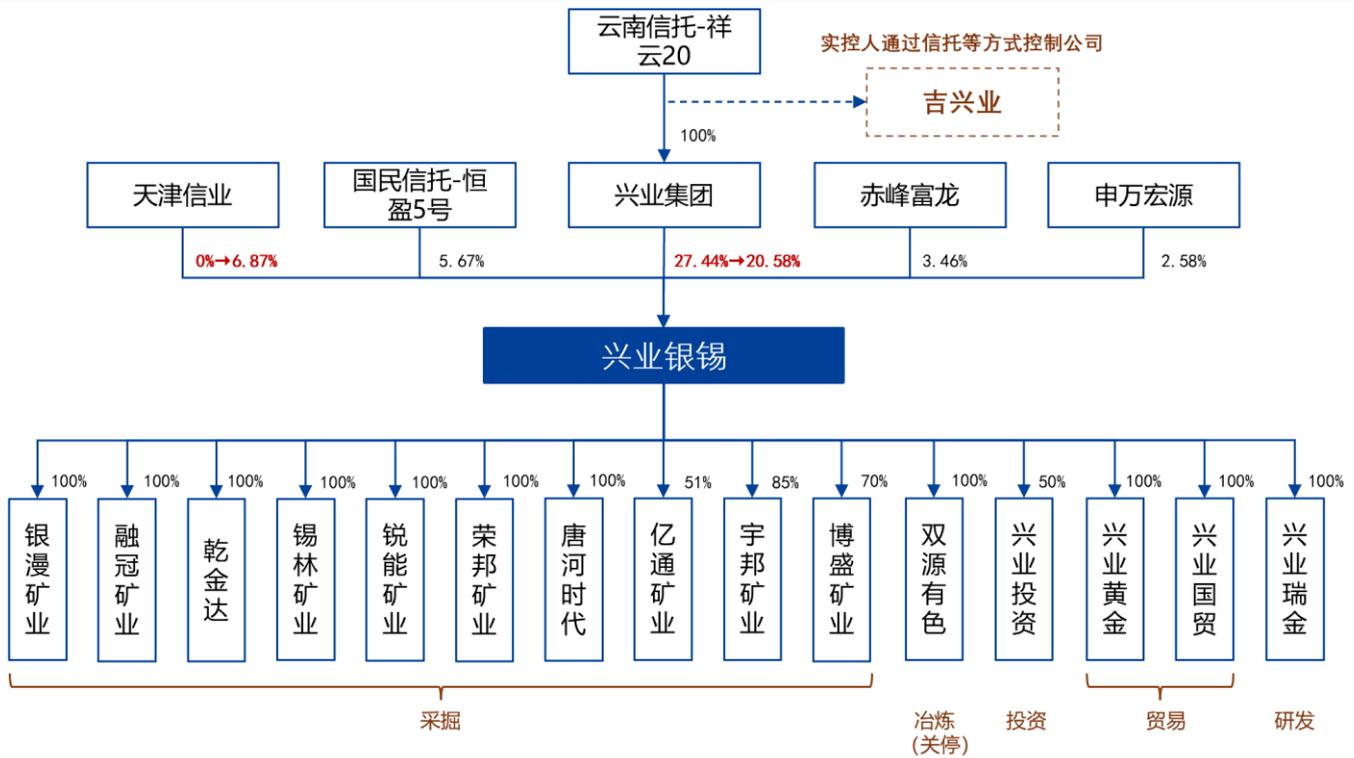


资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

1.2 控股股东资产重组稳步推进，公司实控人稳定

公司控股股东为兴业集团，吉氏家族通过信托等方式作为公司实际控制人。2025年5月19日，兴业集团拟与中国信达通过设立不超过36.6亿信托计划向兴业集团进行纾困救济，信托计划拟通过天津信业以14.7亿元受让兴业集团持有的兴业银锡6.87%股权（每股转让价格12.08元），兴业集团持股比例降至20.58%（本次权益变动尚需取得深圳证券交易所出具股份转让申请的确认意见书，并经中国证券登记结算公司深圳分公司办理股份过户登记等手续）。

图表2: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, Ifind, 国盛证券研究所

注: 截至 2024 年底, 兴业集团持有公司 27.44% 股权, 天津信业股权转让完成后, 股权比例降至 20.58%

2019 年 8 月, 控股股东兴业集团由于未能清偿贷款被债权人申请进入重整流程, 2020 年 7 月法院裁定赤峰玉龙、布敦银根矿业、兴业集团 3 家公司进行实质合并重整, 2022 年 8 月进入执行阶段。根据《重整方案》兴业集团三类债务处理方式如下:

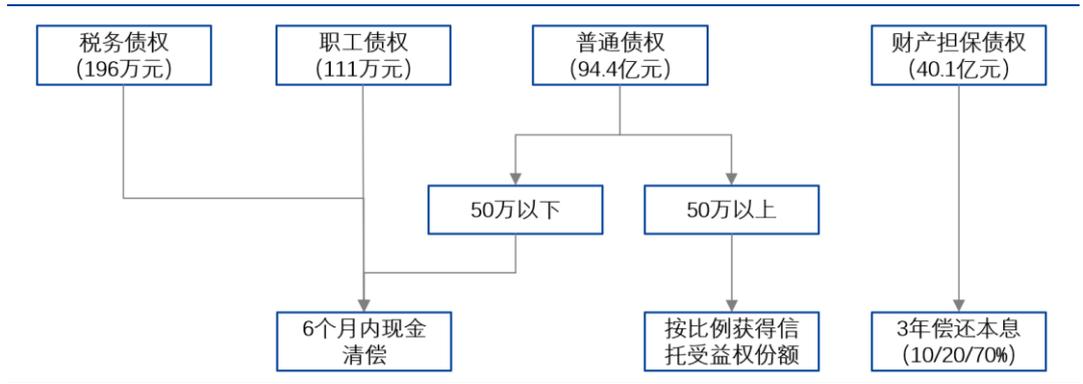
- ✓ **职工债权 110.8 万元、税款债权 195.9 万元:** 税务债权、职工债权自重整计划获得法院裁定批准之日起 6 个月内以现金方式一次性全额清偿。
- ✓ **普通债权 94.4 亿元:** 每家债权人 50 万元 (含) 以下的部分与税务债权、职工债权处理方法相同。50 万元以上的部分将按比例获得信托受益权份额进行抵偿, 信托计划以兴业集团 100% 股权为信托资产, 存续期 8 年, 如 3 年后财产担保债权清偿完毕, 普通债权人可通过出售信托资产、兴业集团回购股权等方式退出。2024 年 7 月, 兴业集团吉兴业、吉兴军、吉兴民、李建英、吉兴辉等五位股东将所持兴业集团 100% 股权转让至“云南信托-祥云 20 号重整服务信托”, 履行普通债权清偿义务。
- ✓ **有财产担保债权 40 亿元:** 自重整计划实施起 3 年内偿还本金 10%、20%、70%, 利率按一年期 LPR 上浮 30% 确定。

2025 年 5 月 19 日, 兴业集团重整取得重要进展。根据重整进展公告, 兴业集团除有财产担保债权及优先债权等债权本金 35 亿元、利息 1.49 亿元以外, 其余重整计划执行相关事项均已完成, 兴业集团拟与中国信达通过设立不超过 36.6 亿信托计划向兴业集团进行纾困救济:

- ✓ 信托计划拟以不超过 21.8 亿向兴业集团进行债权投资;
- ✓ 信托计划拟通过天津信业以 14.7 亿元受让兴业集团持有的兴业银锡 6.87% 股权 (每股转让价格 12.08 元), 兴业集团持股比例降至 20.58%, 控股股东与实控人未发生变化;

- ✓ 根据《重整计划》的规定，兴业集团需要在2025年8月12日之前完成上述债务的清偿。

图表3: 兴业集团重整计划方案



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 矿山运营步入正轨，经营业绩稳步提升

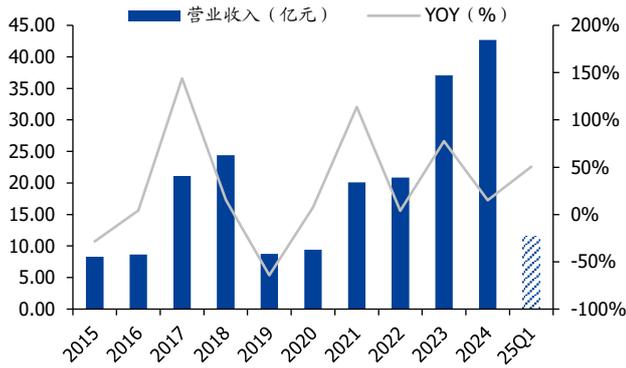
近年来公司生产运营逐步稳定，经营业绩伴随金属价格显著改善。2019-2020年，银漫矿业因重大事故停产叠加有色周期底部，公司收入与利润承压下行；2021年伴随银漫生产运营步入正轨，公司实现扭亏为盈；2022年美联储激进加息导致公司多数金属价格下滑，公司归母净利润同比下滑29%；2022-2024年，银价分别同比增长-9%/18%/30%、锡价分别同比增长10%/-14%/17%，伴随公司主力矿种价格格逐年上涨，公司经营业绩显著改善，2023-2025Q1，公司归母净利润分别同比增长457%/58%/63%。

图表4: 2022-2024年公司各矿产品产量(吨)

	2022	2023	2024
矿产银	148	200	229
矿产锡	3,042	7,769	8,902
矿产锌	41,408	54,972	59,741
矿产铅	6,025	15,695	16,959
矿产锑	860	1,020	1,352
矿产铜	2,147	2,770	2,906
矿产铁	351,795	352,284	339,088
矿产铋		181	176

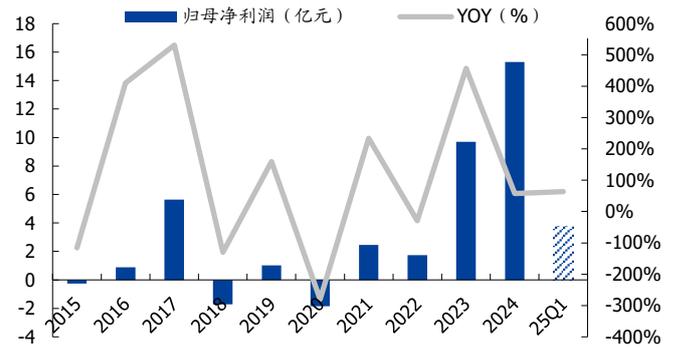
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 公司营业收入与增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

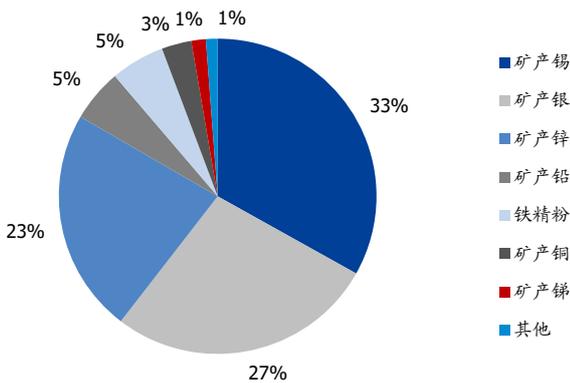
图表6: 公司归母净利润与增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

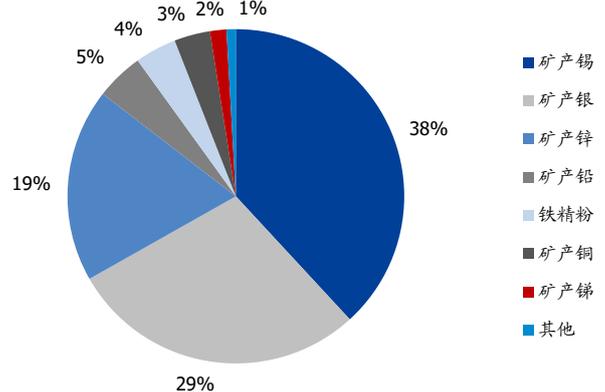
分产品来看, 锡、银、锌为公司主要盈利来源。2024年, 锡银锌分别占公司营业收入的33%/27%/23%, 占公司毛利的38%/29%/19%。2022-2024年, 公司毛利率分别实现44%/53%/63%, 净利率分别实现8%/26%/35%。

图表7: 公司分业务营收占比 (2024)



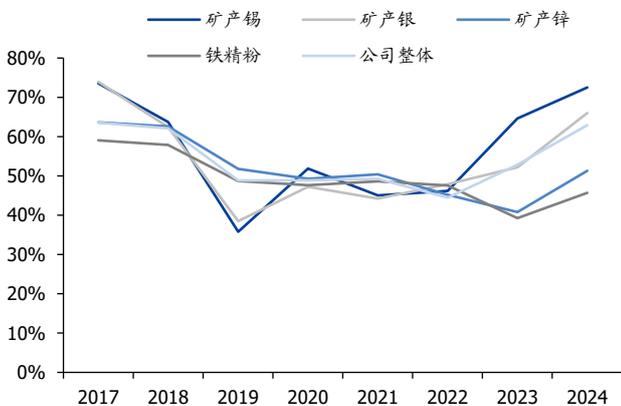
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司分业务毛利占比 (2024)



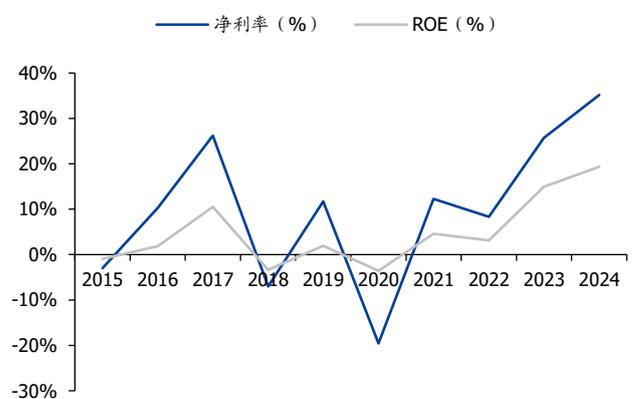
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

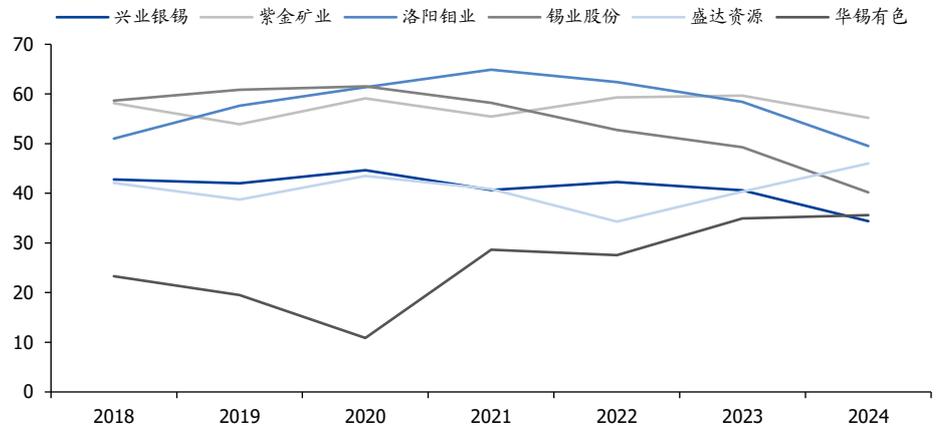
图表10: 公司近年来盈利能力逐年改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

目前公司资产负债率低于同行平均水平。2022-2024年，上市公司资产负债率分别为42%/41%/34%，低于同行业约47%/49%/45%的平均水平，具有良好的偿债能力，为后续公司收购与资本开支提供更广的融资渠道。

图表11: 公司资产负债率水平显著低于同行 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

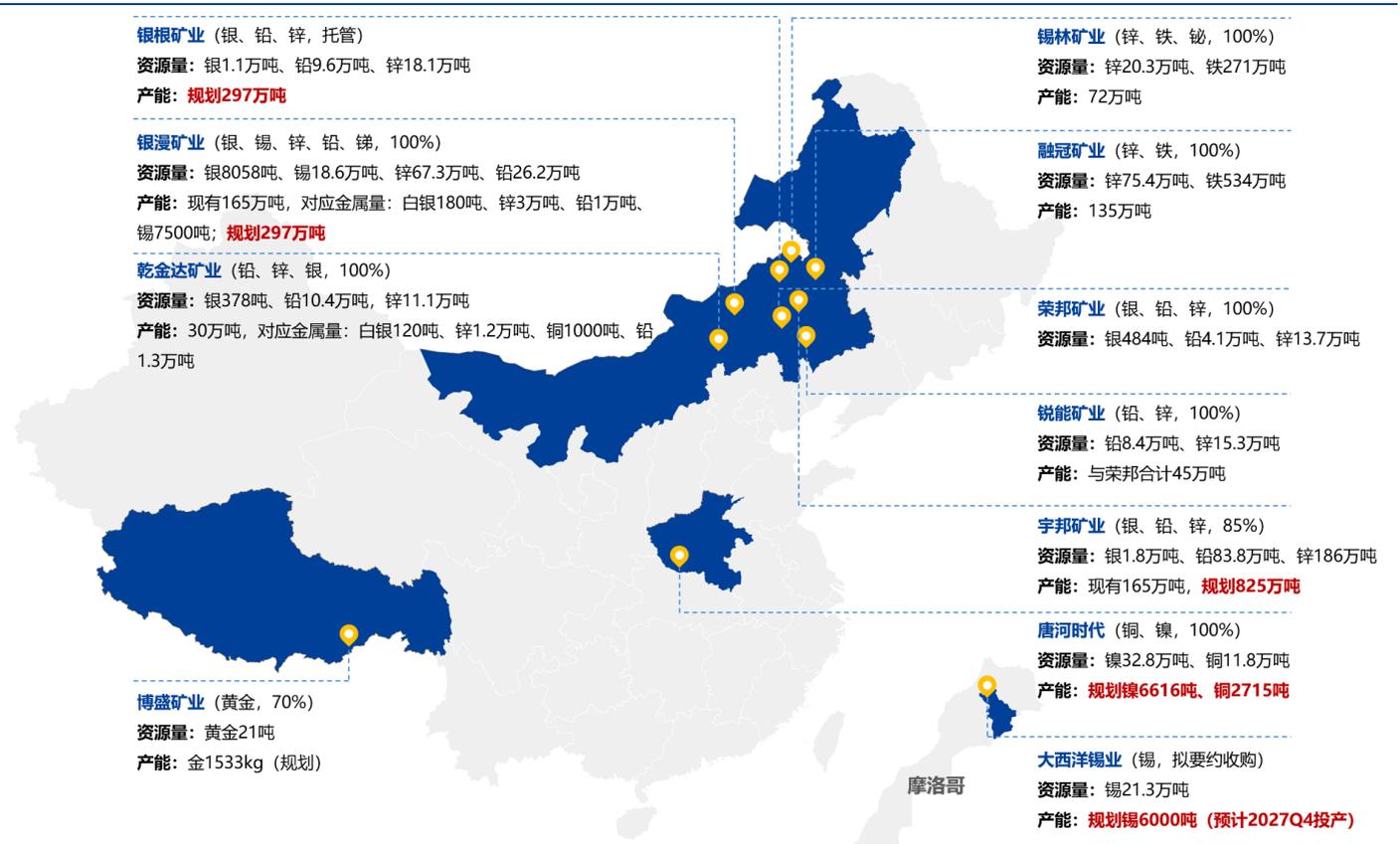
二、手握世界级银锡矿，扬帆起航正当时

2.1 三座世界级银矿蓄势待发

得天独厚的区位优势保障公司增储潜力，银、锌、锡是公司资源压舱石。公司所在的内蒙古自治区地域辽阔，资源丰富，成矿条件优越，矿产资源储量居全国之首，发现和已查明储量的矿种多，储量大，矿产地分布广且相对集中。截止2024年底，公司保有银、锌、锡资源储量分别为3、389、19万吨（含宇邦，不含布敦银根），按照2024年金属均价测算，对应价值量分别为1966、910、460亿元。

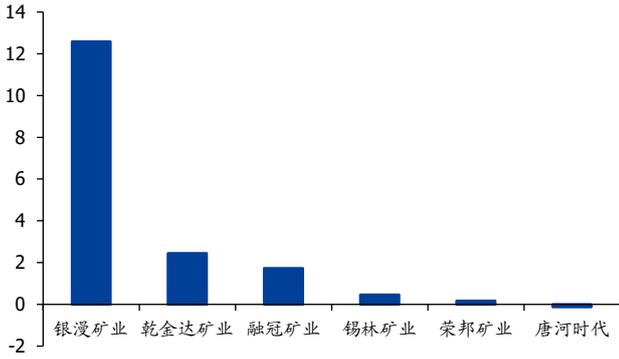
目前银漫矿业贡献公司主要业绩。截至2024年底，公司旗下拥有11家矿业子公司，其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，锡精矿产量国内排名第二；融冠矿业和乾金达矿业为所在地的龙头企业。

图表12: 公司矿产资源分布



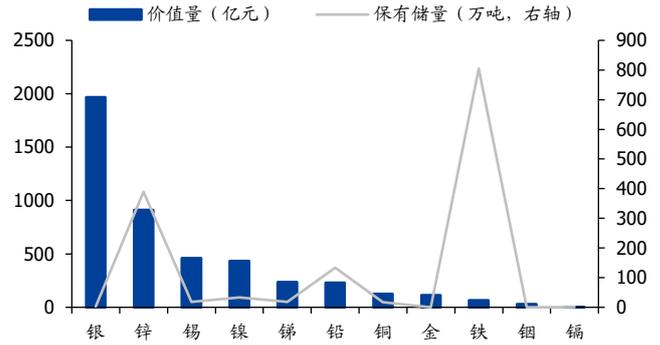
资料来源: 公司公告, 内蒙古兴业集团股份有限公司, 锡林郭勒盟工业和信息化局, 公司官网, Google map, 公司投资者交流纪要, 国盛证券研究所
注: 资源量、产能统计截至2024年年报披露时, 括号内百分比表示公司对子公司的持股比例 (截至2024年)

图表13: 2024年子公司净利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 公司资源保有储量以及价值量

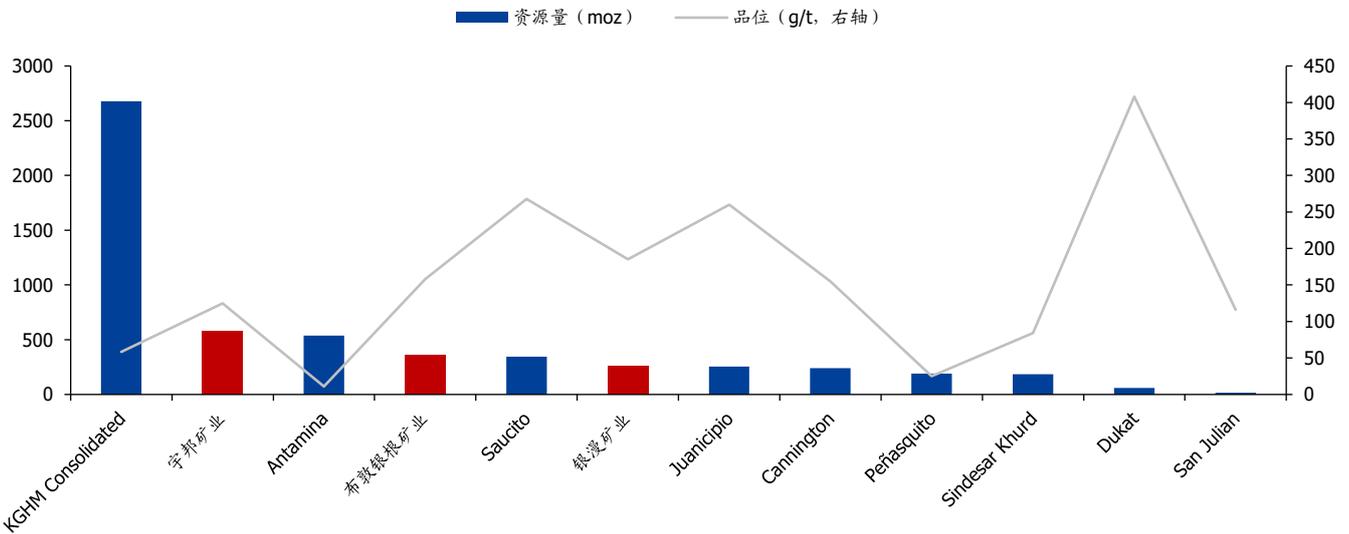


资料来源: 公司公告, Ifind, 国盛证券研究所
注: 资源储量截止 2024 年底, 价值量采用 2024 年对应金属平均价格

公司已手握三座世界级白银矿山(布敦银根为托管), 远期增产空间巨大。目前子公司银漫矿业拥有白银资源量 8058 吨, 平均品位 185g/吨; 宇邦矿业保有白银资源量 1.79 万吨, 平均品位 125g/吨, 根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据, 该单体银矿储量排名位列亚洲第一, 全球第五; 托管大股东的布敦银根矿业拥有白银资源量 1.1 万吨, 平均品位 158g/吨。根据世界白银协会披露的全球前十大在产矿山, 剔除第一大 KGHM 后(资源量 8.3 万吨, 平均品位 58.3g/吨)平均资源量 7100 吨, 平均品位 166g/吨, 可见公司三座矿山资源量均有潜力支撑产量进入全球前十。

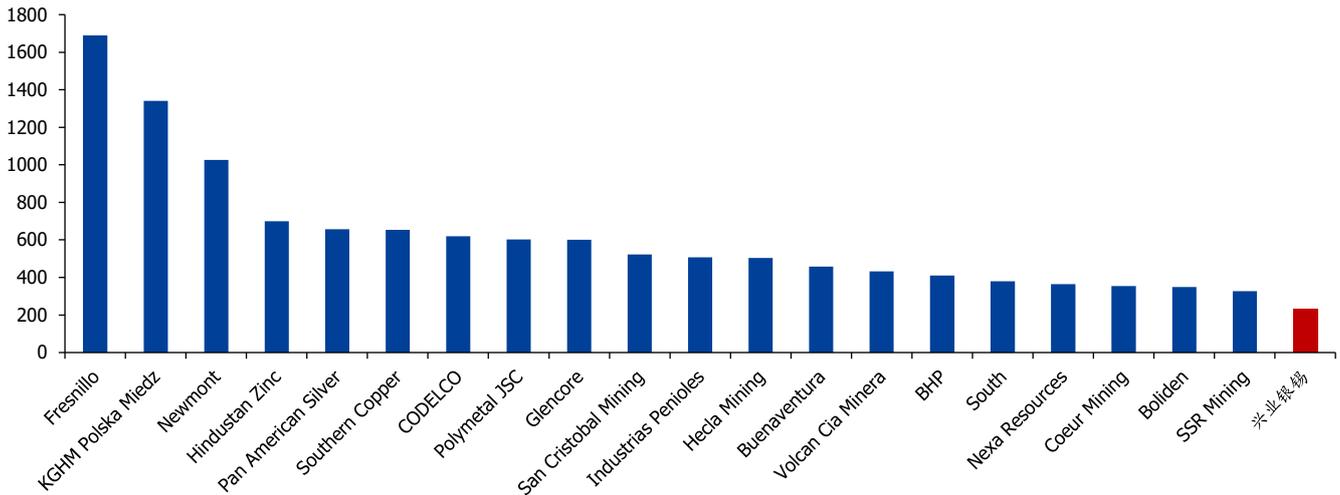
远期规划银矿石产能有望增长 2.7 倍, 成长性领跑全球矿企。全球前十大在产矿山白银产量均超过 350 吨/年, 而公司银漫、乾金达、荣邦旗下三座矿山 2024 年白银产量仅 229 吨, 以上三座矿山与宇邦(2025 年收购)合计矿石处理能力为 405 万吨/年, 远期银漫、宇邦、布敦银根旗下三座矿山达产后, 公司矿石处理量将达 1494 万吨/年(假设布敦银根投产后注入), 较现有产能增长 2.7 倍, 有望使公司跻身世界一流银多金属矿企。

图表15: 兴业银锡旗下矿山与全球前十大矿山(产量排名)资源量与品位



资料来源: 各公司公告, 世界白银协会, 各公司官网, 国盛证券研究所

图表16: 2024年兴业银锡与全球前20大公司白银年产量(吨)



资料来源: 公司公告, 世界白银协会, 国盛证券研究所

2.1.1 银漫矿业: 公司在产主力矿山, 二期项目有望再造一个银漫

银漫矿业是国内大型银锡矿山, 同时也是公司的主力矿山。2024年银漫矿业实现净利润12.6亿元, 占公司全部子公司净利润的77%。2016年, 公司通过发行股份结合现金支付, 完成了对银漫矿业全部股权的收购。截至2024年底, 银漫矿业保有矿石资源量5640万吨, 其中主力矿产金属量: 银8058吨, 锡18.6万吨, 锌67.3万吨。根据中国有色金属工业协会锡业分会数据, 2023年银漫矿业锡精矿产量国内排名第二, 市场占有率8.7%。

2019-2020年银漫矿业因安全事故停产, 2021年起开始逐步复产。2019年2月24日起, 银漫矿业因安全事故暂停生产并进行整顿。2020年7月, 银漫矿业整改达标, 重新取得《安全生产许可证》, 随后逐步恢复生产。2021年2月3日, 公司根据西乌珠穆沁旗应急管理局的通知自行停产整改, 选矿厂于同年5月2日复产, 采矿区于8月12日恢复作业。2021年, 公司收入显著回升, 母公司净利润也实现了扭亏为盈。

2023年公司完成一期技改项目, 回收率与产量大幅提升。2023年6-7月, 银漫矿业联合北矿院和广州院开展提高锡石回收率的选矿工艺研究, 通过锡石浮选改造项目、原矿石抛废项目以及全流程优化调试方面的技改, 从以往所采的低锡高硫难选矿石转变为富锡低硫型原矿, 大幅提升了锡的入选品位(0.6%-0.7%提升至1%-1.2%)与回收率(50%提升至70%)。

二期项目获批, 产能将由165万吨扩至297万吨。银漫矿业一期项目于2017年达产, 具备165万吨/年矿石处理规模, 其中铅锌矿系统和铜锡系统各82.5万吨/年; 可年产白银180吨、锌金属3万吨、铅金属1万吨、锡金属7500吨、铜金属5000吨产能。2025年1月, 银漫二期项目获得内蒙古发改委核准批复, 二期项目建设规模由165万吨/年扩建为297万吨/年, 项目建设计划总投资22.4亿元, 建设期3年。

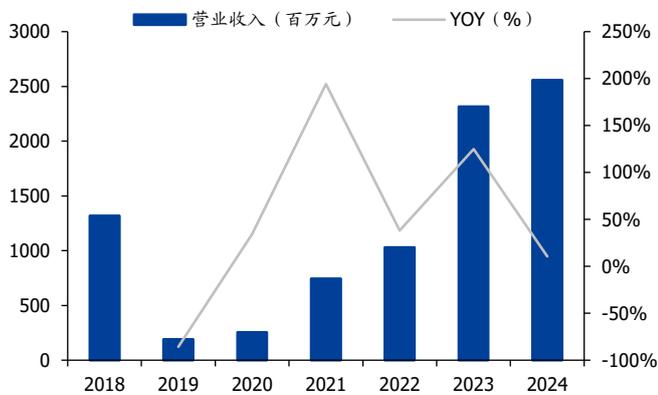
图表17: 银漫一期技改后各金属产量情况 (吨)

产品	2021年产量	2022年产量	技改后预计年产	较22年提升幅度 (%)
锌金属	4912	6814	13276	95%
银金属	68	118	168	43%
铅金属	1068	1358	1876	38%
铜金属	946	1869	3880	108%
镉金属	248	860	1408	64%
锡金属	1161	2758	14332	420%
锡次金属	311	284	948	233%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

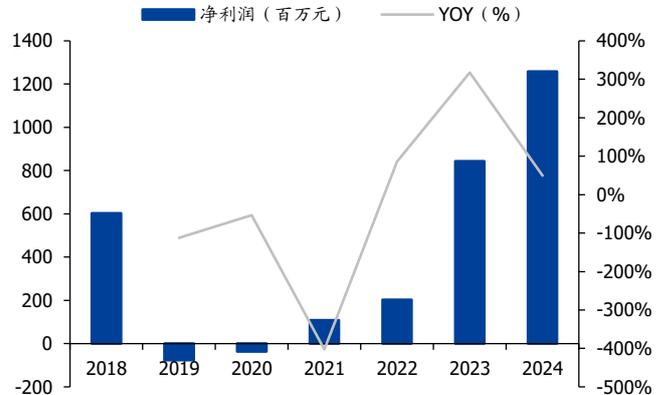
注: 技改后预计年产采用公司最高单季度产量年化求得

图表18: 银漫矿业营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 银漫矿业净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1.2 宇邦矿业: 全球第五大单体银矿, 未来潜力极大

公司收购宇邦矿业 **85%股份**, 旗下银矿储量排名位列亚洲第一位, 全球第五位。2025年1月, 公司以对价 23.88 亿元完成宇邦矿业 85% 股权收购。根据美国地质勘探局截至 2023 年 5 月的数据, 宇邦矿业双尖子山矿区银铅锌矿白银保有储量占国内总储量的 20.9%, 占全球白银储量的 2.7%, 根据世界白银协会统计截至 2023 年底的数据, 该单体银矿排名位列亚洲第一位, 全球第五位。公司收购宇邦矿业后, 白银保有储量增至 24536.7 吨, 占国内总储量的 34.6%, 占全球白银储量的 4.5%。

核心采矿权资产拥有白银储量 **1.79 万吨**, 考虑其余三宗探矿权或有巨大增储空间。宇邦矿业拥有一宗采矿权和三宗探矿权, 核心资产为双尖子山矿区银铅矿采矿权, 证载生产规模 825 万吨/年, 面积 10.9 平方公里。矿区有村级水泥路面与省县级公路互通, 与外部四季均可通行汽车; 另外, 林东镇有铁路与外部相通, 并设有林东站, 交通方便。宇邦矿业采矿证已备案的主、共生矿产保有资源储量为 3.1 亿吨矿石量, 其中银金属量 1.79 万吨, 铅金属量 83.8 万吨, 锌金属量 186 万吨。此外, 与采矿权相邻的探矿权面积达 21.9 平方公里, 是公司现有采矿权面积的 2 倍, 未来或赋予公司巨大的增储潜力。

图表20: 宇邦矿业拥有一宗采矿权和三宗探矿权

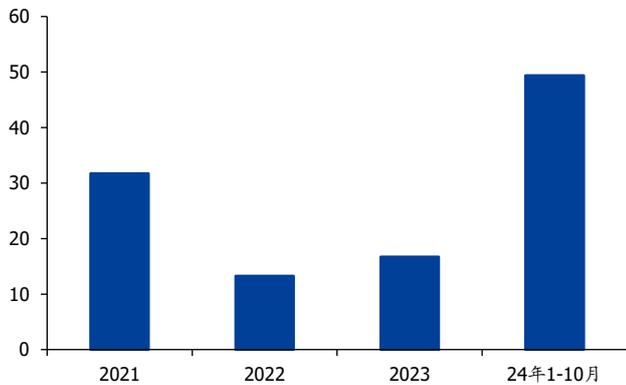
类型	项目名称	矿权面积 (平方公里)	有效期限	取得方式	地理位置
采矿权	双尖子山银铅矿采矿权	10.9	2023.10.27-2048.10.26	探转采	内蒙古自治区赤峰市巴林左旗
探矿权	双尖子山铅锌多金属勘探探矿权	14.2	2022.3.15-2025.7.20	协议转让	内蒙古自治区赤峰市巴林左旗
探矿权	兴隆山铅锌多金属矿普查探矿权	4.2	2024.1.7-2029.1.6	挂牌出让	内蒙古自治区赤峰市巴林左旗富河镇 兴隆山村
探矿权	苏木上井嘎查硅石矿勘探	3.6	2024.3.7-2026.3.24	协议转让	赤峰市巴林左旗

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2024 年公司业绩扭亏, 收购完成后生产经营有望逐步稳定。宇邦矿业现有采矿产能 5000 吨/天 (约 165 万吨/年), 目前主要在东采取兴隆山矿段进行开采, 西采区双尖子山仅有探矿工程, 尚未进行开采。2021-2023 年期间发生安全事故, 未能正常生产运营, 因此亏损较为严重。2024 年以来, 矿山逐步恢复正常生产, 2024 年 1-10 月, 公司入选矿石量 95 万吨, 生产精矿含银 49 吨, 净利润扭亏为盈, 实现 2837 万元。未来随着生产量的扩大, 矿山规模效应将逐步显现, 经营业绩有望逐渐稳定。

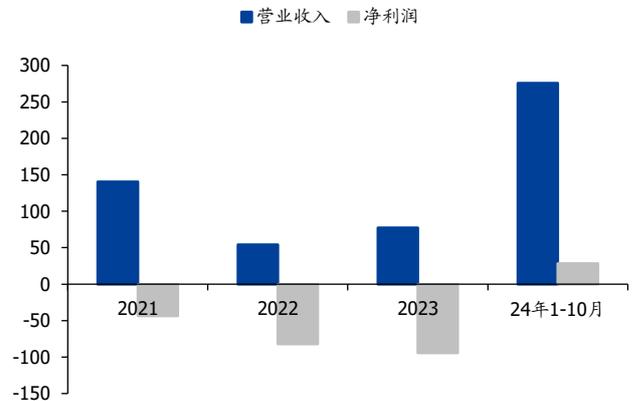
未来公司拟采用自然崩落法, 将矿山生产规模增加至 825 万吨/年。目前公司采用地下开采方案, 未来公司拟新增 16 亿元投资, 规划两期将产能提升至 825 万吨。按照设计规划, 一期基建期 2 年, 期间原生产系统 2000t/d (66 万吨/年) 的生产规模不停产; 二期基建期 2 年, 一期扩建完成后达到生产规模为 330 万吨/年亦不停产; 二期基建完毕后矿山生产规模逐步达 825 万吨/年 (扩建后崩落法达产期 1 年, 产能为建成后崩落法产能的 80%); 崩落法开采完毕后, 矿山采用充填法产能提升至 325 万吨/年继续生产, 直至评估计算年限届满。

图表21: 宇邦矿业银金属产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 宇邦矿业营业收入与净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1.3 布敦银根: 托管集团旗下万吨级银矿, 投产后具备注入预期

大股东旗下布敦乌拉银多金属矿已交由上市公司托管, 投产后将启动注入工作。布敦银根矿业核心资产为布敦乌拉银多金属矿, 兴业集团系布敦银根矿业的控股股东, 持有其 54.31% 股权, 嘉兴锦悦星材持有布敦银根 45.69% 股权, 嘉兴锦悦星材在入股时明确布敦银根的经营管理由兴业集团负责。2024 年 12 月 30 日兴业集团拟将其子公司布敦银根矿业委托兴业银锡进行经营、管理, 托管期限为自协议生效之日起 3 年, 托管费为 10 万元/年。兴业集团作出承诺, 在完成探转采当年, 兴业集团将相关采矿权或采矿业务子

公司交由公司托管经营，项目投产且形成利润后一年内，兴业集团将启动将相关采矿权或采矿业务子公司转让给上市公司的工作。

矿区银资源储量巨大。布敦乌拉矿已于2024年9月取得内蒙古自治区国土资源厅核发的采矿许可证，完成探转采手续。2025年6月资源储量核实报告通过评审备案，主矿产银：累计查明银矿资源量矿石量7032.5万吨，金属量1.1万吨，平均品位Ag158.1g/t。伴生矿产：Pb矿石量3957.1万吨，金属量9.6万吨，平均品位0.24%；Zn矿石量5956.5万吨，金属量18万吨，平均品位0.30%；Ga矿石量7027.1万吨，金属量3603吨，平均品位0.0051%；Cd矿石量1091.3万吨，金属量1092吨，平均品位Cd0.01%。

项目规划297万吨产能，预计2026年中开工。2025年2月，根据锡林郭勒盟工业和信息化局，兴业集团旗下西乌旗布敦银根矿业有限公司计划建设布敦乌拉矿区银矿采选建设项目，项目总投资20亿元，年可处理银矿297万吨。项目预计2026年6月开工建设，目前该项目正在进行采矿证变更、增储报告等手续，其他手续正在稳步推进。

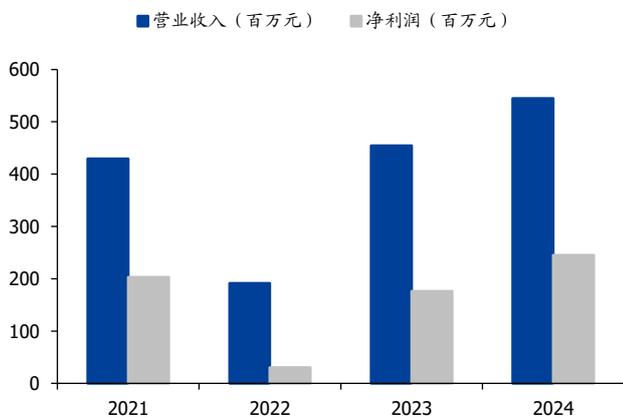
2.2 其余子公司基本面梳理

2.2.1 次主力银多金属矿：乾金达、荣邦

乾金达旗下拥有公司第二大在产矿山，2020年实现投产。乾金达旗下银矿品位高达325g/吨，是公司品位最高的银多金属矿。2016年公司通过发行股份以9.8亿元对价收购乾金达矿业100%股权。乾金达旗下拥有东胡银铅锌矿采矿权，矿山现有采选产能30万吨/年，可年产白银120吨、锌金属1.2万吨、铜金属1000吨、铅金属1.3万吨。项目自2020年11月投入运营后爬坡较为顺利，2024年已成为公司第二大在产矿山，全年实现净利润2.45亿元，占公司全部子公司利润的15.0%。

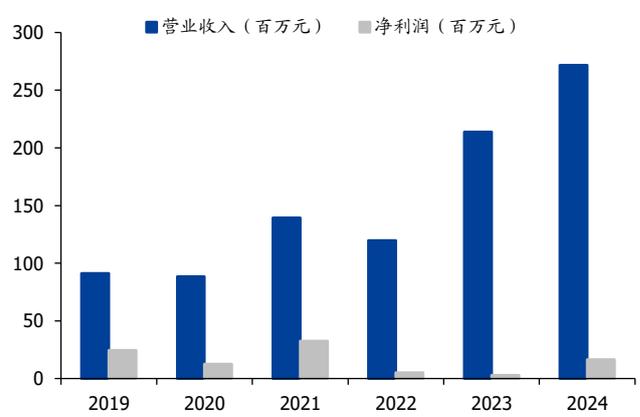
荣邦矿业拥有油房西矿区银铜铅锌矿采矿权，与锐能合计拥有45万吨/年采选规模。2004年兴业集团获得矿区采矿权，2015年1月完成探转采，2015年上市公司以3665万元收购兴业集团持有的荣邦矿业100%股权。矿山原设计采选规模为30万吨，可生产铅金属量1598吨、锌金属量3342吨。项目于2019年1月带水试车，2020年3月正式投产，投产后收入稳定增长，2022年荣邦停车技改导致选矿量减少，净利润下滑，目前与锐能矿业合计采选规模45万吨/年。2024年实现净利润1630万元，同比增长477%。

图表23: 乾金达矿业收入与净利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表24: 荣邦矿业收入与净利润



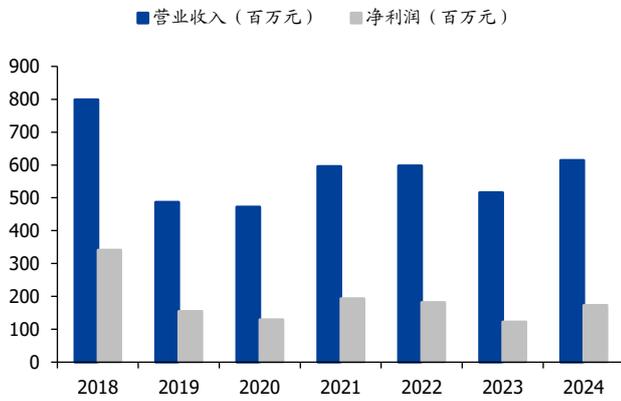
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2.2 锌铁铅矿：融冠矿业、锡林矿业、锐能矿业

融冠矿业核心资产为敖包铁锌矿，主要矿种为铁锌矿。公司 2010 年通过股权置换将融冠矿业注入上市公司，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采矿权，证载生产规模为 135 万吨/年，主要产品为锌精矿、铁精矿。兴业集团于 2002 年获得融冠多金属矿区探矿权，2005 年办理探转采手续。2019 年矿山因全盟非煤矿山全面停产停建进行自查自纠的影响收入出现较大下降，后续经营情况较为稳定，2024 年融冠矿业实现收入 6.14 亿元，净利润 1.73 亿元。

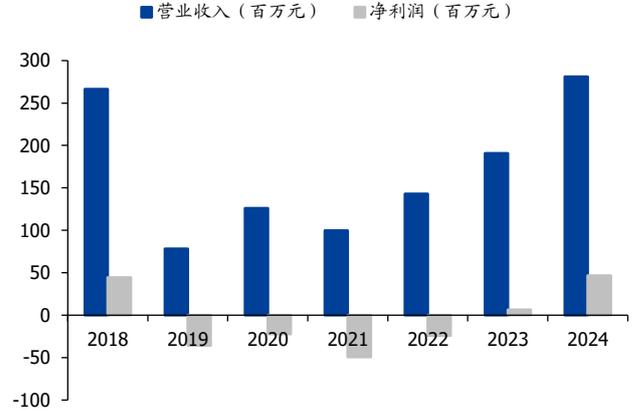
锡林矿业核心资产为朝不楞矿区铁锌矿，主要矿种为铁锌矿。公司 2010 年通过股权置换将锡林矿业注入上市公司，锡林矿业拥有内蒙古朝不楞矿区铁锌矿采矿权，证载生产规模 72 万吨/年，开采矿种为铁矿、锌矿、铋矿。截至 2024 年底，矿区保有矿石资源量 906 万吨，其中锌金属量 20 万吨、铁金属量 271 万吨；2024 年 9 月，上市公司以对价 5350 万元收购兴业集团持有的相邻矿区探矿权，探矿证保有矿石量 109 万吨，可对现有采矿权形成资源接续补充；2024 年锡林矿业实现收入 2.81 亿元，净利润 4649 万元。

图表25: 融冠矿业收入与利润



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表26: 锡林矿业收入与利润

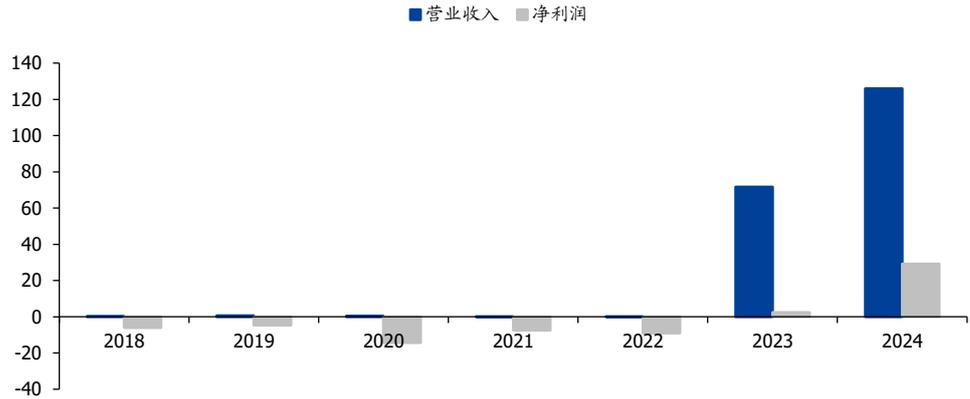


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

锐能矿业核心资产为大座子山铅锌矿，主要矿种为铅锌矿。锐能矿业由公司全资子公司融冠矿业于 2016 年 8 月设立，2017 年 2 月以 1.66 亿元拍卖竞得赤峰市翁牛特旗大座子山铅锌矿三宗矿业权（一宗采矿+两宗探矿权）。截至 2024 年末，锐能矿业采矿许可证范围内保有资源量（TM+KZ+TD）574 万吨。铅金属量 8.1 万吨，平均品位 1.89%；锌金属量 14.8 万吨，平均品位 3.36%；银金属量 91 吨，平均品位 77.14 克/吨；铜金属量 12057 吨，平均品位 0.70%。

锐能矿业投产于 2023 年，与荣邦合计拥有 45 万吨/年采选规模。矿区面积 1.20 平方公里，矿山收购时停产多年，证载开采规模 30 万吨/年，开采方式地下开采。公司于 2019 年开始建设矿区井建工程，追加投入约 3900 万元，并于 2023 年投产，目前与荣邦矿业合计采选规模 45 万吨/年，2024 年实现净利润 2923 万元。

图表27: 锐能矿业收入与利润 (百万元)

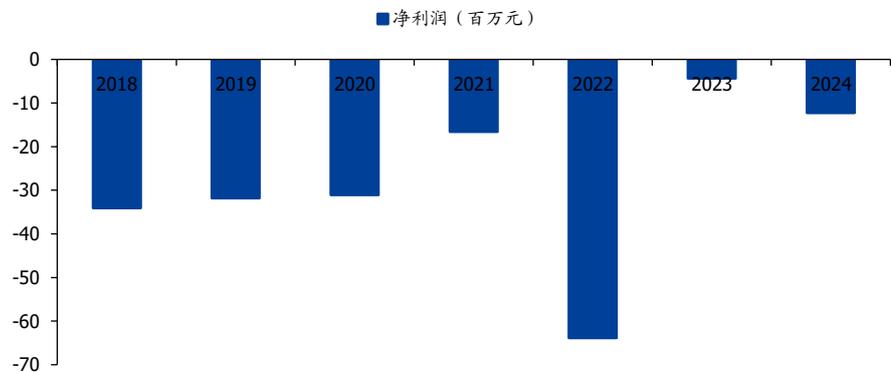


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.3 铜镍矿: 唐河时代

唐河时代拥有周庵铜镍矿采矿权, 项目仍未正式投产。2004年兴业集团获得矿区探矿权, 2014年8月完成探转采, 上市公司于2015年以1.2亿元收购兴业集团持有的唐河时代100%股权。根据采矿权评估报告, 产品方案为铜镍混合精矿, 设计采选规模为330万吨/年, 年精矿金属产量: 镍6616吨、铜2715吨; 钴117吨、金220千克、伴银1609千克、铂327千克、钯253千克; 项目设计投资总额14.3亿元, 截至2024年底, 工程进度约25%, 尚未形成利润贡献。

图表28: 唐河时代尚未形成利润贡献



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.4 黄金矿: 博盛矿业

2023年4月, 公司以自有资金2.8亿元收购了甘肃乾金达矿业开发集团有限公司持有的西藏博盛矿业开发有限公司70%股权, 西藏盛源矿业持有30%股权。博盛矿业核心资产为西藏自治区山南市加查县洛林乡邦布岩金矿一宗采矿权和一宗探矿权, 截至2024年末, 采矿许可证范围内保有资源量: 矿石量312万吨, 金金属20.5吨, 平均品位6.57克/吨。

邦布岩金矿位于西藏重要的造山型金成矿带, 2023年公司与山南市政府签订金矿资源整合战略合作协议。2023年11月, 兴业银锡与山南市政府签订《战略合作协议》, 双方在山南市金矿资源整合开发领域建立战略合作关系。邦布岩金矿是西藏地区为数不多的

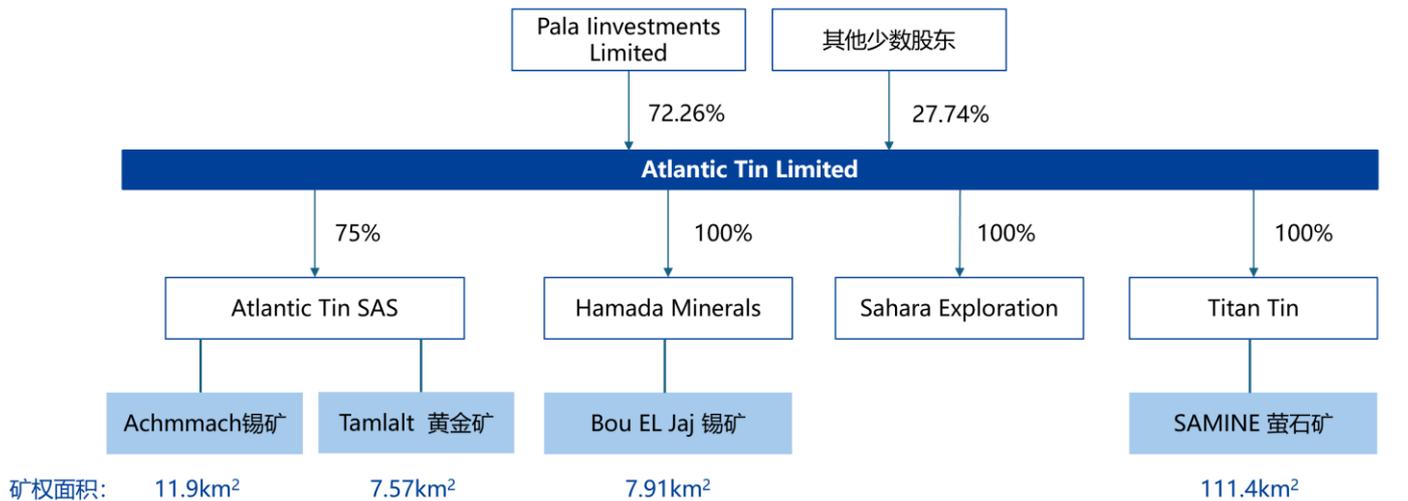
大型规模岩金矿床，其所处的北喜马拉雅成矿带是西藏重要的造山型金成矿带，基于西藏兴业黄金的资源和采选基础优势，可为西藏兴业黄金推进该区域金矿资源战略整合提供重要条件。博盛矿业是西藏地区为数不多的拥有金矿采矿权证的企业之一且配套选矿厂和尾矿库等成熟的生产条件，具备整合周边资源的优势。

目前矿区处于技改优化设计阶段，实际产出较少。当前的采矿证范围内的生产规模为15万吨/年，2014年向西藏自治区国土资源厅提交扩大矿区范围及增加生产规模申请，结合矿山现状及地质储量情况，推荐的矿山生产规模为30万吨/年，所产金精矿含金金属量可达1.53吨/年。2024年7月，博盛矿业采矿承包方采矿作业时发生一起安全事故后停产，2025年4月正式复产。地表约有24万吨矿石，可供应博盛矿业选厂生产一年半时间。未来将加快落实监管部门针对巷道断面的整改要求，同步对采区进行技术改造，优化采矿方法及采矿流程。实施上述整改及技改前，主要工作包括编制考察报告、设计技改方案及履行相关报备审批手续等。

2.3 大西洋锡业：启动要约收购，扩张海外资源版图

要约收购大西洋锡业，扩张海外资源版图。2025年5月6日，公司与澳大利亚非上市公司大西洋锡业签订《要约实施协议》，拟以现金收购目标公司全部股权，若目标公司全部股东接受要约，交易总金额约0.98亿澳元（折4.54亿RMB）。大西洋锡业拥有四宗采矿权，分别是控股子公司Atlas Tin SAS下属的Achmmach锡矿和Tamlalt黄金矿、全资子公司Titan Tin SARLAU下属的SAMINE萤石矿、全资子公司Hamada Minerals SARLAU下属的BOU EI JAJ锡矿。其中Achmmach锡矿为目标公司核心矿业项目，该项目已完成了主要的勘探工作。

图表29: 大西洋锡业股权结构图（截至2025/5/6）

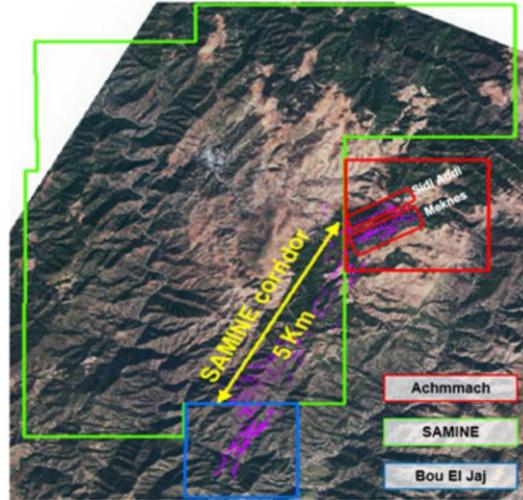


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Achmmach、SAMINE、Bou El Jaj 三矿连接成为整体的锡矿走廊，具有较高的锡矿勘探前景。Achmmach 锡矿项目位于摩洛哥中北部 Meknès 市西南约 40 公里处，采矿权面积 11.9 平方公里。根据资源估算报告，矿区拥有锡金属量 21.3 万吨，平均品位 0.55%。2022 年 1 月，公司完成矿权续签，有效期延长至 2032 年 1 月。SAMINE 萤石矿由 Titan Tin SARLAU 在 2024 年 8 月从摩洛哥国有企业处收购而来，采矿权（LE343180）面积 111.39 平方公里，目前矿区萤石矿已开采完毕，2021 年以来处于停产状态。根据

Atlantic Tin 官网，SAMINE 项目将 Achmmach 锡矿项目和 Bou El Jaj 锡矿项目连接成为整体的锡矿走廊，该区域具有较高的锡矿勘探前景。

图表30: SAMINE 萤石矿与 Achmmach 锡矿毗邻



资料来源: Atlantic Tin 官网, 国盛证券研究所

图表31: Achmmach 锡矿保有资源量

资源类别	矿石量(百万吨)	品位 Sn%	金属量(千吨)
探明资源量	2.1	0.85	18.1
控制资源量	25.8	0.61	157.7
推断资源量	11.2	0.33	37.5
合计	39.1	0.55	213.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

Achmmach 项目规划年产锡金属 6000 吨, 预计 2027 年四季度投产。根据 2024 年 5 月公司完成的范围界定研究, 项目初始规划产能 5000 吨, 锡精矿现金成本为 13569 美元/金属吨, AISC 成本为 15368 美元/金属吨, 按照 30000 美元/金属吨税后价格测算, 项目 NPV 可达 3.07 亿美元, IRR 达 45%, 年均 EBITDA 可达 6600 万美元。根据公司投资者交流纪要, 目前项目已取得开工前所有手续, 满足开工要求, 预计 2027 年四季度实现投产, 预计年产锡金属 6000 吨左右。

图表32: Achmmach 项目经济性评估

	值	单位
设计产能	5000	吨
现金成本	13569	美元/金属吨
AISC 成本	15368	美元/金属吨
价格假设 (税后)	30000	美元/金属吨
生产年限	17	年
CAPEX	8200	万美元
NPV(8%)	3.07	亿美元
IRR (税后)	45%	%
年均 EBITDA	6600	万美元

资料来源: Atlantic Tin 官网, 国盛证券研究所

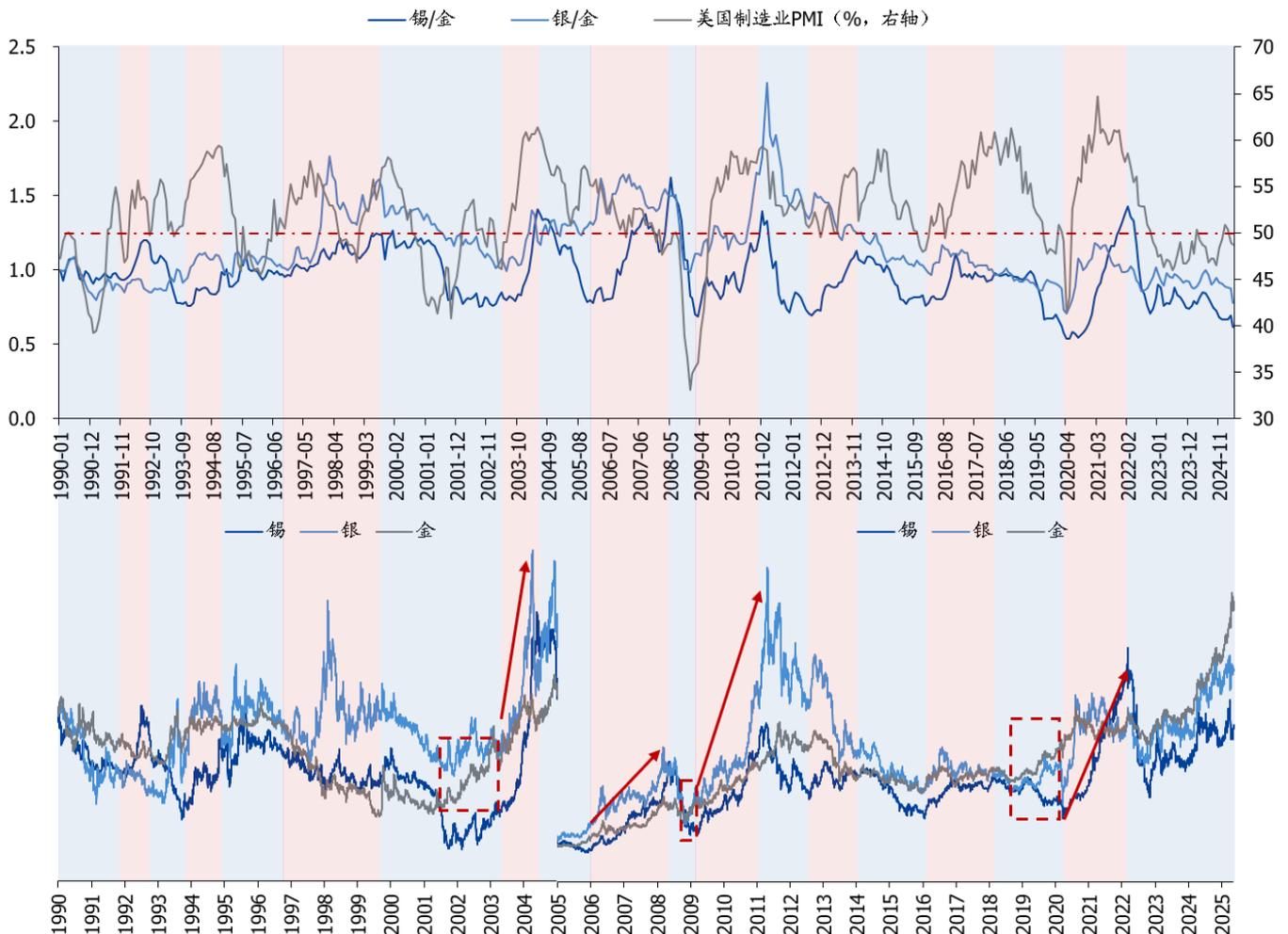
三、全球银锡供应弹性不足，若经济复苏价格弹性可期

3.1 工业金属相对黄金处于低估状态，未来比价有望修复

2022年以来，黄金领涨有色金属板块，多数金属与黄金比价来到历史极低水平。由于白银、锡等工业金属受工业消费驱动，黄金则更多由利率和通胀预期驱动。因而在经济复苏期工业金属往往具有更高的价格弹性，而黄金价格则因避险需求、货币紧缩等预期驱动偏下行；经济低迷期，黄金在市场交易宽松预期的背景下先于工业金属上行。

未来若全球制造业重回扩张周期，工业金属比价存在较大修复空间。历史上看，工业金属与黄金比价与制造业PMI呈显著正相关，2022年11月以来美国制造业PMI在多数时间低于荣枯线，目前锡金比、银金比均降至1990年以来的极低水平。展望未来，若全球制造业周期因货币政策宽松等因素重回上行区间，则工业金属价格存在较大的上行空间。

图表33: 金、银、锡比价复盘



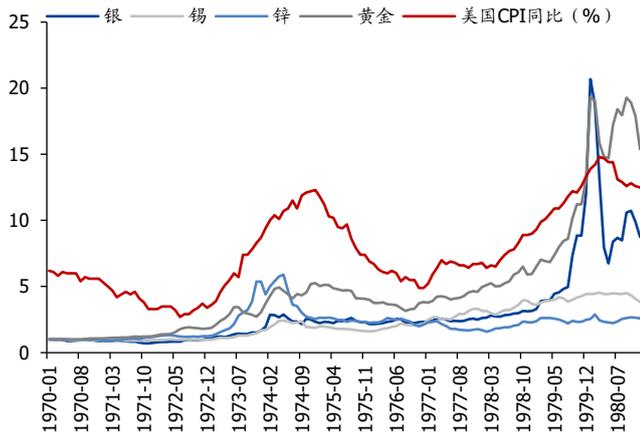
资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 下图以1990年为基数, 各金属价格涨跌幅情况

工业金属相对黄金比价修复的风险在于滞胀，但价格仍有可能受益于通胀上行。1980年以来的多数时间，10年期美债利率与美国制造业PMI多数时间呈正相关性，长端美债利率综合反映增长、通胀和流动性预期，相对低通胀环境下，货币政策可以充分发挥逆周

期经济调节的作用，如图表-36 红色区间。然而在高通胀时期，特别是供给端引发的通胀时期，美联储货币政策将进入两难境地，加息会进一步压制经济活力，而降息则可能引发通胀预期失控，如图表-36 蓝色区间。参考 1970 年代，未来若全球经济发生滞胀风险，工业金属价格也有望受益于成本通胀上行，但价格弹性可能弱于黄金。

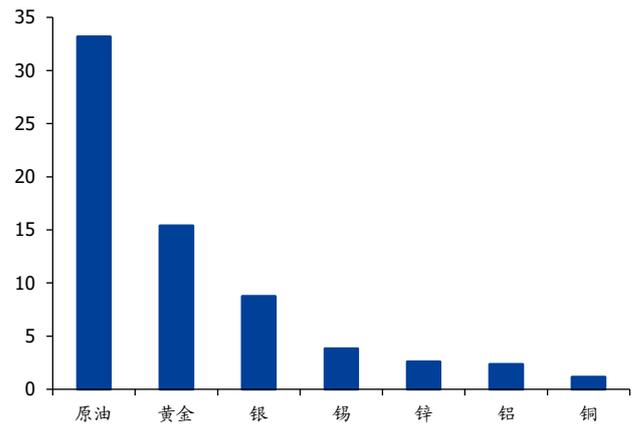
下一阶段需重点关注关税政策的变化情况，参考 1970 年代，滞胀周期往往起源于货币和财政的过度宽松，供给引发的价格暴涨则会将滞胀推向高潮。当下供给端的风险在于特朗普的关税政策，若未来趋于缓和，则通胀可能是暂时的，若进一步恶化，则可能将美国经济拖入滞胀深渊。

图表34: 1970-1980 年金属价格与通胀成正相关



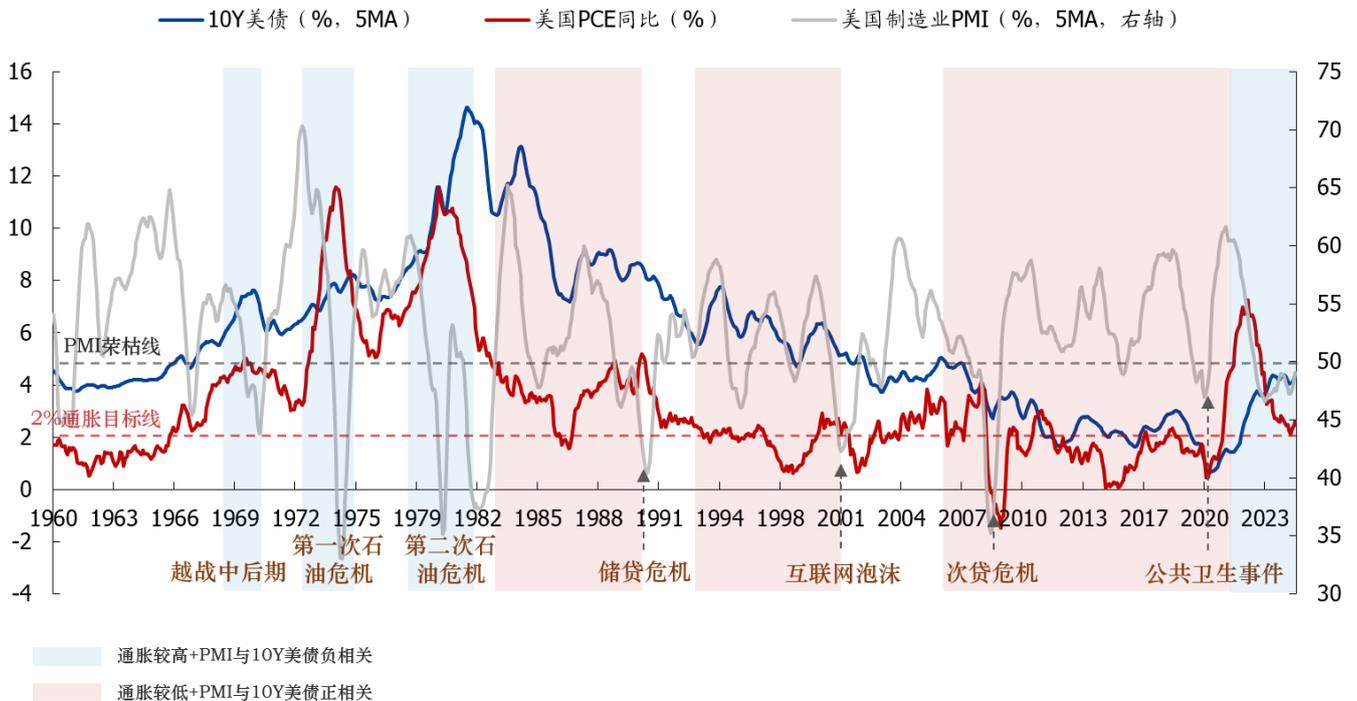
资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 以 1970 年份基数, 各金属价格涨跌幅情况

图表35: 1970-1980 年大宗商品涨幅(倍)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 当下全球经济呈现一定的滞胀特征



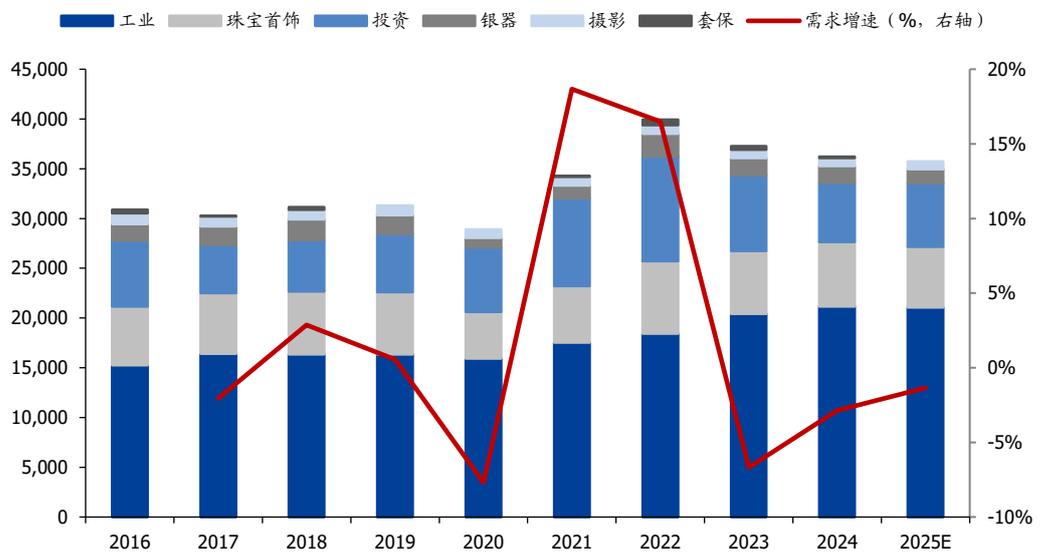
资料来源: Wind, Britannica, investopedia, 中国宏观经济论坛, 国盛证券研究所

3.2 白银：全球白银库存保持低位，银价静待催化

白银兼具金融属性和工业属性。工业属性方面，白银具有良好的导热、导电性，且具有很高的延展性。白银作为催化剂、导电材料以及抗微生物剂等，被广泛应用在电子设备中作为导电材料、太阳能板反射材料以及医疗卫生等工业领域。**金融属性方面**，白银作为贵金属的一种，在历史上很长时间曾作为货币使用，具有和黄金类似的货币和金融属性。

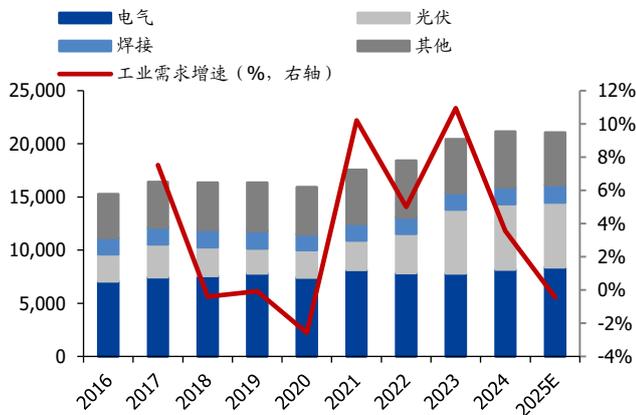
白银工业需求占比高达 58%，光伏近年来需求增量贡献接近八成。分类别来看，据世界白银协会，2024 年白银下游需求中，工业、珠宝首饰、投资分别占比 58%、18%、16%，工业需求中，电气领域占比 23%，光伏领域占比 17%。近年来，光伏成为白银需求的重要增长点，2019-2024 年，光伏领域需求由 2330 吨增长至 6147 吨，增量高达 3817 万吨，同期白银总需求由 31302 吨增长至 36207 吨，增量为 4905 吨，期间光伏贡献了白银 78% 的需求增长。

图表37: 全球白银需求 (吨)



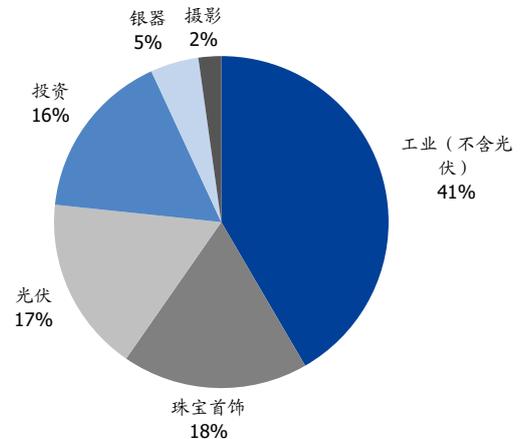
资料来源：世界白银协会，国盛证券研究所

图表38: 全球白银工业需求 (吨)



资料来源：世界白银协会，国盛证券研究所

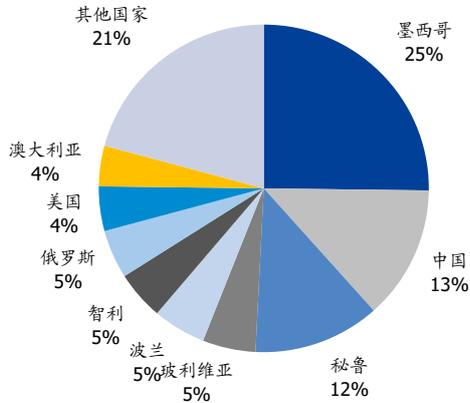
图表39: 全球白银下游需求结构 (2024)



资料来源：世界白银协会，国盛证券研究所

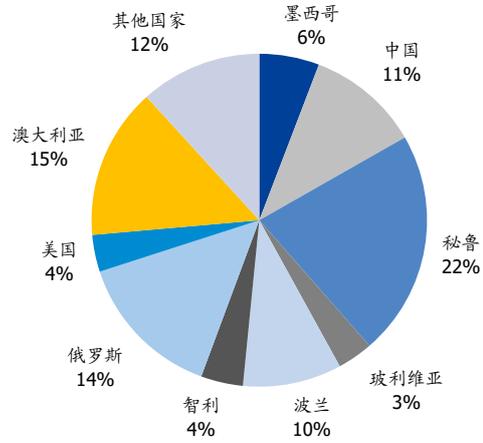
美洲地区是白银重要的供给来源，其余地区较为分散。根据 USGS，2024 年全球白银产量约 2.5 万吨，其中，墨西哥（25%）、中国（13%）、秘鲁（12%）三国占比超 50%。2024 年全球白银资源储量约 64 万吨，资源分布集中度相比产量相对分散，秘鲁、澳大利亚、俄罗斯排名前三，储量占比分别为 22%、15%、14%。

图表40: 2024 年全球白银产量分布



资料来源: USGS, 国盛证券研究所

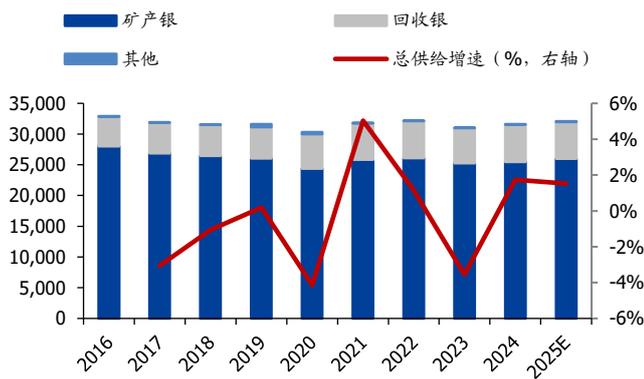
图表41: 2024 年全球白银储量分布



资料来源: USGS, 国盛证券研究所

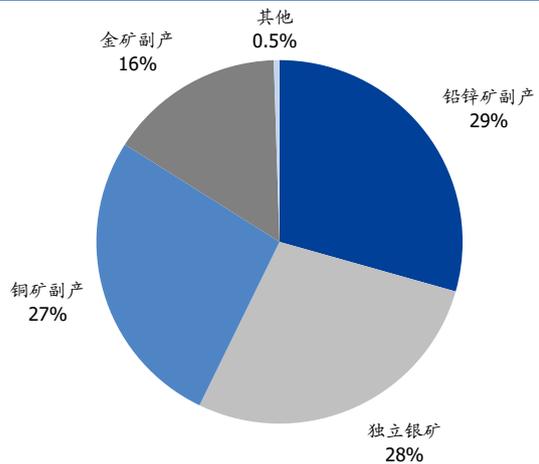
因矿业资本开支低迷，矿产银供给长期受限。根据世界白银协会，2024 年白银供给中，矿产银占比 81%，其余主要来自回收银。矿产银当中，银矿多与其他金属伴生，2024 年，全球独立银矿产量占比仅 28%，伴生矿供给占比高达 72%，其中铅锌矿伴生、铜矿伴生、金矿伴生分别占比 29%、27%、16%。近年来，由于矿业资本开支低迷，全球新矿勘探愈发困难，重大找矿发现较少，矿产银供给增长有限。2016-2024 年，全球白银供给由 32890 吨下滑至 31574 吨，供应下滑 1316 吨，其中回收银增加 1171 吨、矿产银下滑 2499 吨。

图表42: 全球白银供给 (吨)



资料来源: 世界白银协会, 国盛证券研究所

图表43: 全球矿产银来源 (2024)



资料来源: 世界白银协会, 国盛证券研究所

光伏需求放缓叠加矿山银产量小幅增长，预计 2025 年白银供需缺口将有所收窄。需求端，光伏领域是 2019-2024 年白银重要的需求增长来源，但随着新增装机放缓，世界白银协会预计 2025 年光伏需求将小幅下滑 1.0%，但电气领域需求预计将增长 2.7%，预计 2025 年白银整体需求增速为-1.0%。供给端，预计 2025 年全球供应量将增长 2.0%，

供应增量主要来自墨西哥 Juanicipio、Peñoles、Terronera 项目，以及智利部分矿山产量的提升。整体来看，预计 2025 年白银供需缺口为 3659 吨，较 2024 年有所收窄。

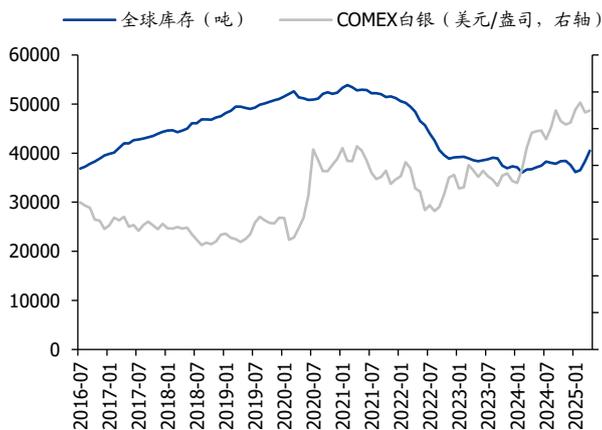
图表44: 全球白银供需平衡表 (吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	24YOY	25F-YOY
供给												
矿产银	27996	26869	26463	26046	24379	25842	26107	25278	25497	25972	1.0%	2.0%
回收银	4861	4984	5049	5095	5615	5932	6020	5708	6032	6009	6.0%	-0.4%
套保	-	-	-	434	264	-	-	-	-	27		
官方销售	33	33	37	32	37	48	54	51	46	48	-9.0%	4.0%
供给合计	32890	31886	31549	31606	30296	31821	32181	31037	31574	32056	2.0%	2.0%
需求												
工业	15273	16421	16354	16342	15921	17546	18422	20439	21165	21070	4.0%	-0.5%
电气	7075	7458	7569	7830	7422	8142	7857	7829	8176	8397	4.4%	2.7%
光伏	2537	3088	2706	2330	2575	2766	3672	5993	6147	6086	3.0%	-1.0%
焊接	1527	1582	1617	1629	1479	1570	1529	1561	1605	1646	3.0%	3.0%
其他	4134	4293	4462	4553	4445	5067	5363	5056	5237	4941	4.0%	-6.0%
摄影	1080	1009	977	956	836	862	860	851	792	751	-7.0%	-5.0%
珠宝	5883	6103	6322	6270	4694	5661	7295	6316	6491	6104	3.0%	-6.0%
银器	1664	1848	2086	1906	969	1267	2286	1715	1684	1432	-2.0%	-15.0%
投资	6621	4844	5160	5828	6474	8844	10522	7599	5939	6359	-22.0%	7.0%
套保	374	35	230			110	557	357	135		-62.0%	
需求合计	30896	30260	31129	31302	28894	34289	39943	37276	36207	35716	-3.0%	-1.0%
供给-需求	1995	1625	421	304	1402	-2468	-7762	-6240	-4632	-3659	-26.0%	-21.0%

资料来源: 世界白银协会, 国盛证券研究所

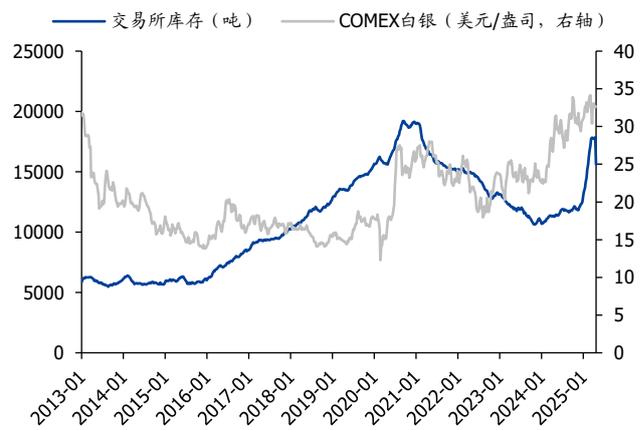
全球白银库存保持低位，银价静待催化。2016-2020 年，因供应刚性叠加需求疲软，全球白银供给持续处于过剩状态，造成了全球白银库存持续增加，2021 年以来光伏需求的爆发使得白银连续几年维持供给紧缺的状态，银价高位震荡。展望后市，虽然光伏需求增速下滑，但绝对需求量有望由 2019 年的 2330 吨增长至 2025 年的 6086 吨（据世界白银协会），电气需求预计也将伴随制造业周期回暖稳定提升，而供给端弹性不足或将使得白银维持供给不足的状态。因此，我们认为经历过去四年的库存消化后，未来如果需求企稳或反弹，白银价格存在较大的补涨空间。

图表45: 全球白银库存与银价



资料来源: Ifind, 国盛证券研究所

图表46: 全球交易所白银库存与银价

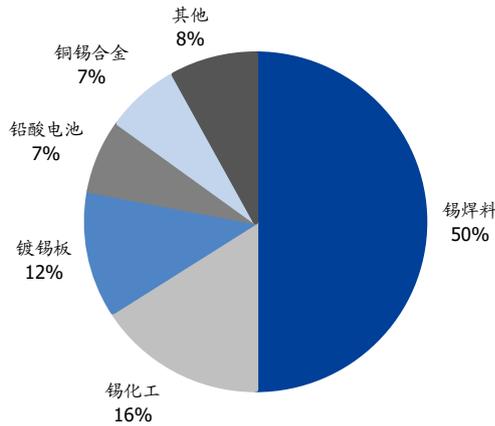


资料来源: Ifind, 国盛证券研究所

3.3 锡：供给端风险增加，算力有望驱动需求中枢上移

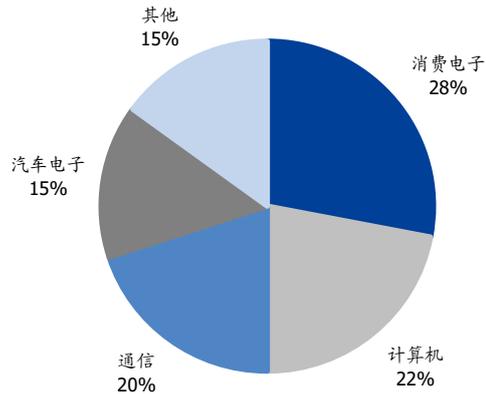
锡焊料需求占比 50%，下游用于电子通信等领域，是有色板块的“算力金属”。锡化学性质稳定，耐弱酸弱碱腐蚀，常温时与空气几乎不起作用，而通过化学反应，可以生成特性相差比较大的各种化合物。锡无毒，是国际公认的“绿色金属”。根据国际锡业协会，2022 年，全球锡下游需求中，锡焊料占比 50%、锡化工占比 16%、镀锡板（马口铁）占比 12%、铅酸电池 7%、锡铜合金 7%。根据紫金资产，从锡焊料 2021 年消费结构来看，28%应用于消费电子，22%应用于计算机，20%应用于通信，15%应用于汽车电子，15%应用于工业及其他用途。

图表47: 2022 年全球锡需求结构



资料来源: ITA, 国盛证券研究所

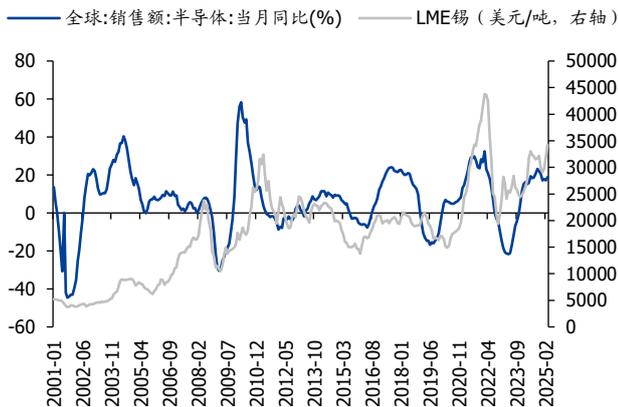
图表48: 2021 年锡焊料下游需求占比



资料来源: 紫金资产, 国盛证券研究所

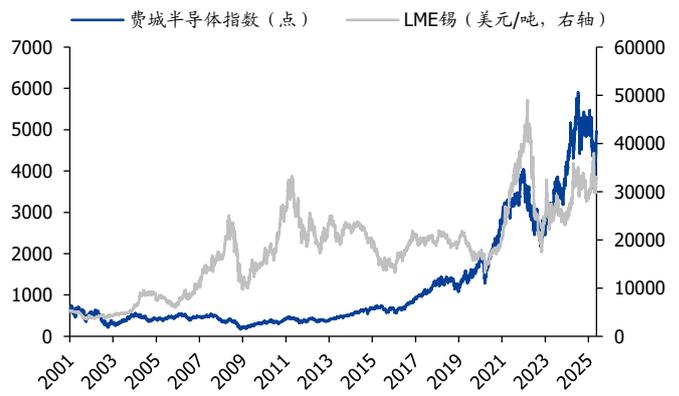
AI 算力需求驱动半导体周期上行，锡价有望受益。锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数具有明显的相关性。2024 年生成式 AI 全面爆发，车载电子、工业自动化等应用持续扩张，带动全球半导体市场复苏。根据 WSTS 最新发布的市场预测报告，2024 年全球半导体销售额为 6305 亿美元，同比增长 20%，预计 2025 年全球半导体市场规模有望达到 6971 亿美元，同比增长 11%。增长的主要动力依然来自 AI，此外 5G/6G 和智能汽车等新兴市场也正在成为半导体市场需求增长的重要驱动力。

图表49: 锡价与全球半导体销售额同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表50: 锡价与费城半导体指数

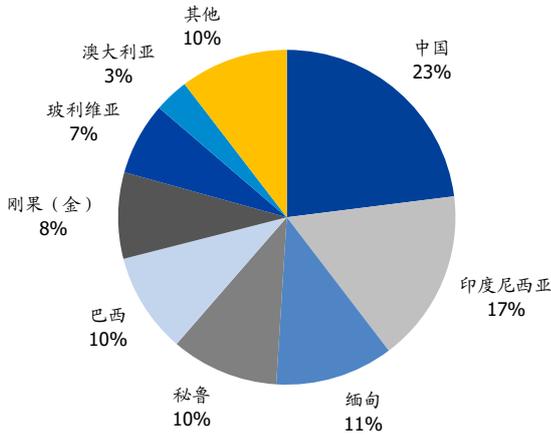


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

全球锡矿供应集中在亚洲地区。根据 USGS，2024 年全球锡矿产量为 30 万吨，同比下降 1.6%；其中，中国/印尼/缅甸锡矿产量分别为 6.9/5.0/3.4 万吨，占比分别为 23%/17%/11%。

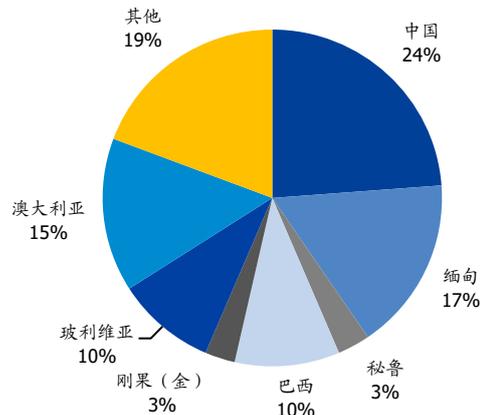
近年来锡矿供给干扰不断，不稳定性因素加剧锡价波动。2023年以来，受缅甸佤邦禁矿、印尼锡矿出口限制、刚果（金）武装冲突等影响，全球锡矿供应干扰不断，供给端不稳定性加剧造成了锡价波动，根据天马公司公告，2024年，全球精炼锡产量为37.2万吨，同比下滑2.8%。尽管以上供给侧担忧有望在2025年逐步缓和，但缅甸佤邦矿区收费标准提升、印尼陆上资源枯竭、刚果（金）武装冲突仍未全面消除、中国锡矿因资源接续不足产量趋势性下移等因素，仍使得锡矿供给不足的中长期忧虑难以缓解。

图表51: 2024年全球锡矿产量占比



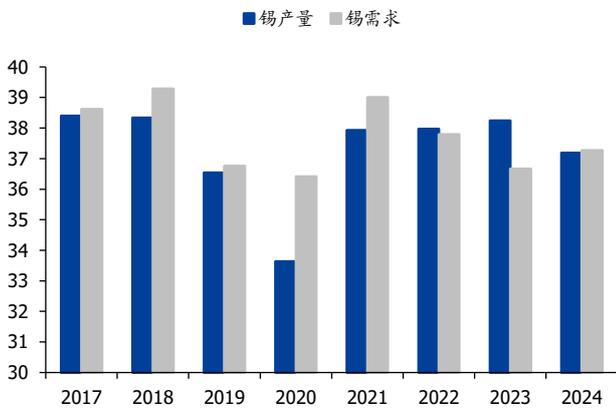
资料来源: USGS, 国盛证券研究所

图表52: 2024年全球锡矿储量占比



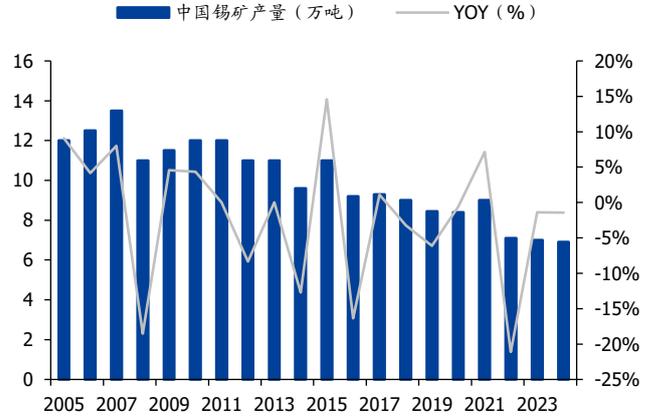
资料来源: USGS, 国盛证券研究所

图表53: 全球精炼锡供需平衡 (万吨)



资料来源: 天马公司公告, 国盛证券研究所

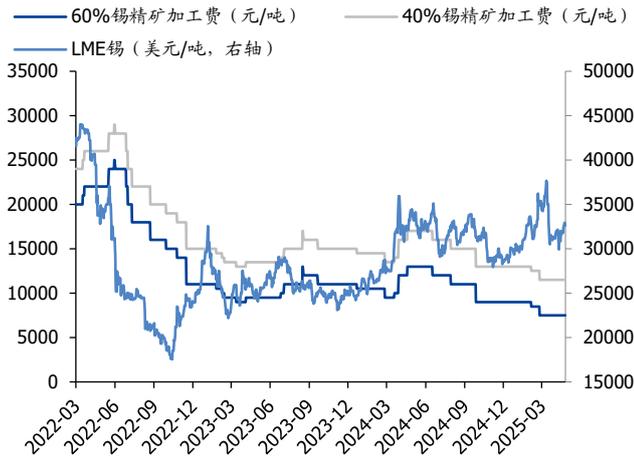
图表54: 中国锡矿产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

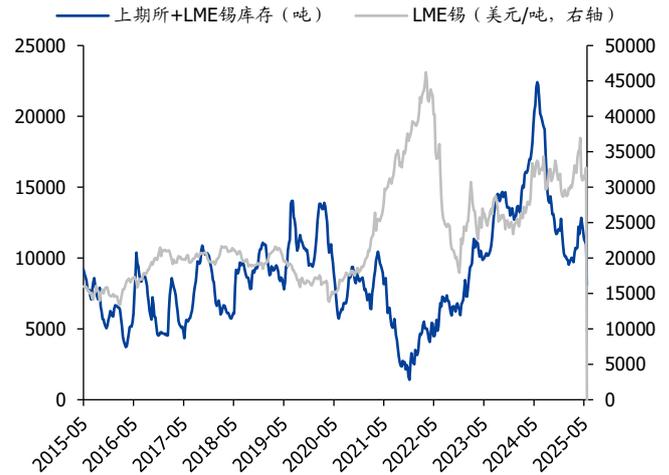
2024年以来，供应扰动全球锡库存快速回落，国内矿端供应短缺导致加工费持续下行。2024年以来，印尼进口下滑、缅甸禁矿等因素严重干扰全球锡供应，上期所与LME锡库存从2024年5月的2.2万吨高位快速下滑至当前的1万吨左右水平。由于矿端供给不足，国内锡精矿加工费也处于下行通道，国内冶炼厂盈利承压，需警惕炼厂因利润下滑所导致的超预期停产风险。

图表55: 锡精矿加工费与锡价



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表56: 期货交易所锡库存与锡价

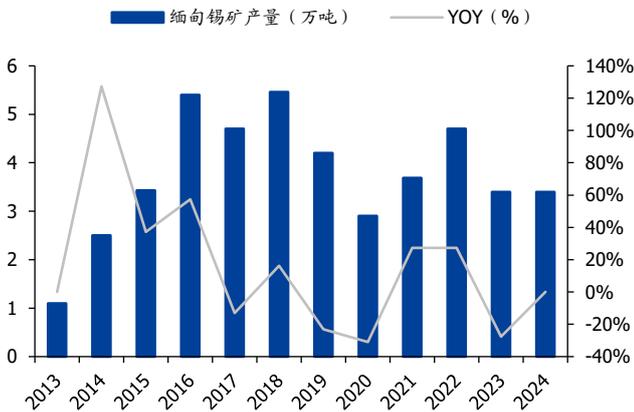


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.1 缅甸佤邦禁矿令或将解除, 费用提升仍将影响中长期供应

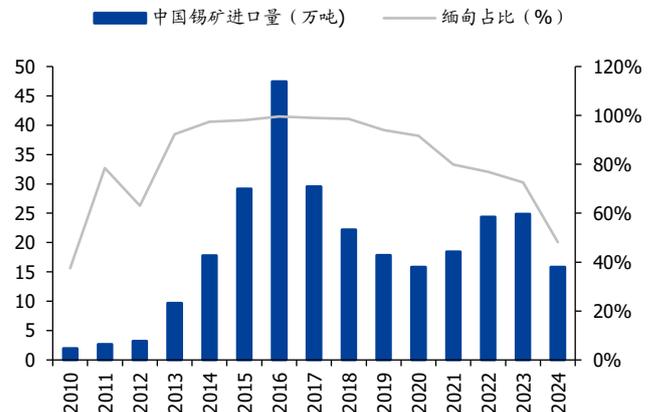
中国锡精矿 40%左右依赖于进口, 缅甸为主要进口国。因为地理位置以及资源量的优越性, 缅甸几乎 90%以上的锡矿都供应给中国, 缅甸的锡矿出口数量和品位对国内精炼锡的市场影响相对较大。缅甸佤邦地区锡产量占该国的 90%, 佤邦最初开采主要靠手工收矿, 2010 年前后曼相区发现新的矿源并开始正式开采, 随着锡矿供应逐步放量, 缅甸成为全球第三大锡矿开采国, 2013-2016 年曾是全球重要的供应增量来源。中国每年的锡矿进口中, 缅甸矿占比长期高于 70%。2017 年之后, 随着露天高品位矿石资源枯竭迹象显现, 锡矿开采逐步转移至地下, 缅甸锡矿产量拐点显现, 此后出现趋势性下行。

图表57: 缅甸锡矿产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表58: 中国锡矿进口量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

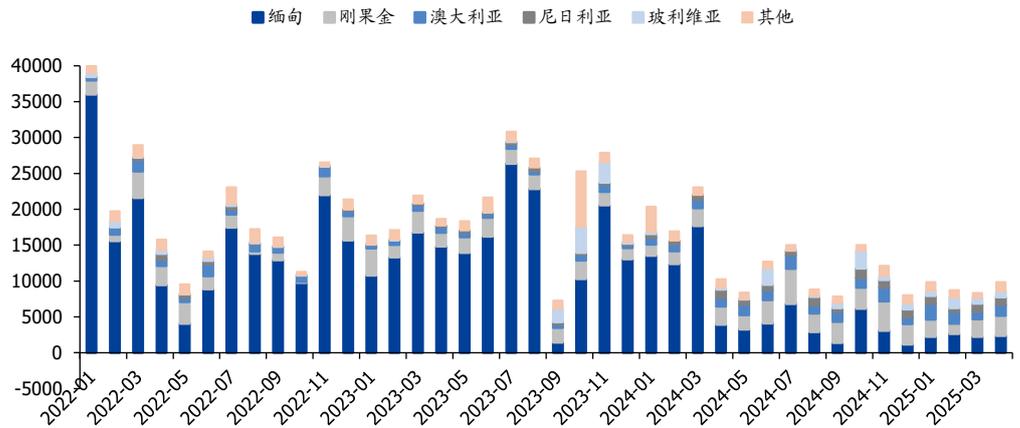
2023 年以来受佤邦禁矿影响, 全球锡矿供给蒙上阴影。佤邦地区长期以来存在因开采作业不规范、无计划性勘探开发导致的矿区资源浪费、自然环境污染、安全事故频发的问题。2023 年 4 月 15 日, 缅甸佤邦中央经济计划委员会发布文件称, 为了保护剩余的矿产资源, 2023 年 8 月起, 缅甸佤邦锡矿将停止一切勘探、开采、加工等作业。2024 年 2 月政府加码征收 30% 实物税, 低品位矿企未来或因成本过高被迫关停。

2024 年缅甸矿产量同比下滑 50%, 严重影响中国精矿进口。根据 ITA, 受缅甸佤邦禁矿的影响, 2024 年缅甸矿供应同比下降近 50%, 跌至 2.1 万吨。2024 年 4 月至 2025

年4月，我国锡矿砂及精矿进口量大幅下滑，尽管增加了其他地区的精矿进口，但相比2024年前三月平均进口量下滑9730吨，其中自缅甸进口量下滑11276吨。中国对缅甸的精矿进口量占比也由2023年的73%下滑至2024年的48%，2025年前四个月进一步降低至26%。

2025年低邦或将逐步复产，但费用提升仍将影响中长期供应。2025年以来，低邦中央经济计划委员会开始逐步推进低邦地区的复产进程，根据4月23日最新消息，低邦工业矿产管理局就曼相矿山复工复产事宜召开专题座谈会。最新的《曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证》文件内明确了矿硐和选厂的收费标准，较2023年12月发布的“低经字2023-08”号文件中提及的费用大幅提高。此次调价对高海拔矿硐影响有限，但低海拔矿硐及中小型选厂成本压力增加，部分资金薄弱的选厂可能面临重启困难。

图表59: 中国锡矿砂及其精矿进口数量(吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.2 印尼锡矿出口限制加码，海上锡矿开发加剧供应不稳定性

印尼自2009年起逐步加大对锡矿出口的限制。印尼是全球重要的锡矿生产国，2024年占全球供应量的17%。然而，伴随着陆地锡矿资源逐渐枯竭，印尼面临资源贫化和开采难度上升的问题。为鼓励本地加工产业发展、提高资源利用率并吸引外资，印尼政府从2009年起出台一系列政策限制锡矿出口。

- ✓ 2014年，印尼全面禁止锡原矿出口，并对精炼锡产品的纯度和含量提出严格要求。
- ✓ 2021年末，印尼总统表态将在2024年禁止锡锭出口，以吸引更多工业投资，推动锡产业链的本土化。
- ✓ 2023年9月，印尼出台新规将RKAB（工作计划和预算）延长至3年，并提出更严格的审核标准。
- ✓ 2024年3月，雅加达期货交易所（JFX）恢复交易，目前仅有国有企业PT Timah获准恢复出口。

由于更为严格的RKAB审核标准的实施，2024年，中国自印尼精锡进口量下滑38%至1.54万吨。

印尼面临陆上资源枯竭问题，转向海上生产，不稳定性加剧。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，天马公司拥有印尼获准开采锡矿陆地面积的90%。2018年，印尼实施新出口法规，天马公司得以在统计口径上取得许可权范围内非法矿商的产量，随后天马公司锡产量持续下降，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，公司转向开发海底锡矿，2022年公司锡矿产量65%来自海上开采，截至2024年，公司锡矿储量31.3万吨，其中海上储量19.3万吨，占比

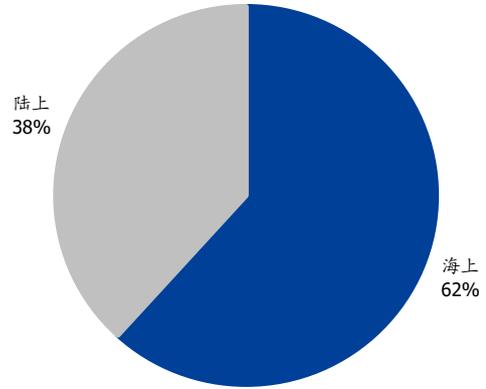
62%。海底锡矿开发依靠挖泥船与吸水船作业，极易受到恶劣天气影响，相较陆上生产更加不稳定，2022和2024年，公司均因恶劣天气和船只故障，海上采矿活动受到影响。海底锡矿开采难度较高，将给未来产量增长带来一定程度限制。

图表60: 天马公司锡金属产量



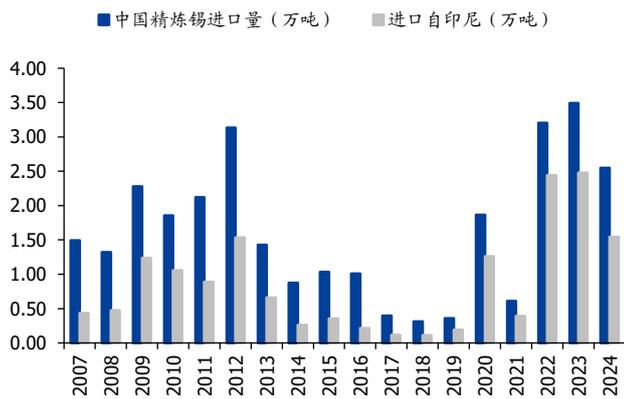
资料来源: 天马公司公告, 国盛证券研究所

图表61: 天马公司锡矿储量占比 (2024)



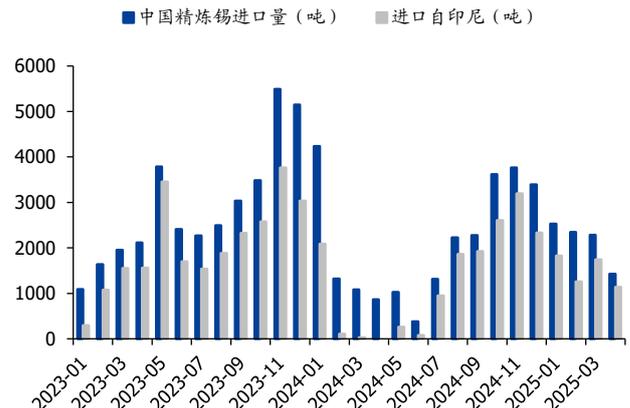
资料来源: 天马公司公告, 国盛证券研究所

图表62: 中国精炼锡年度进口量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表63: 中国精炼锡月度进口量

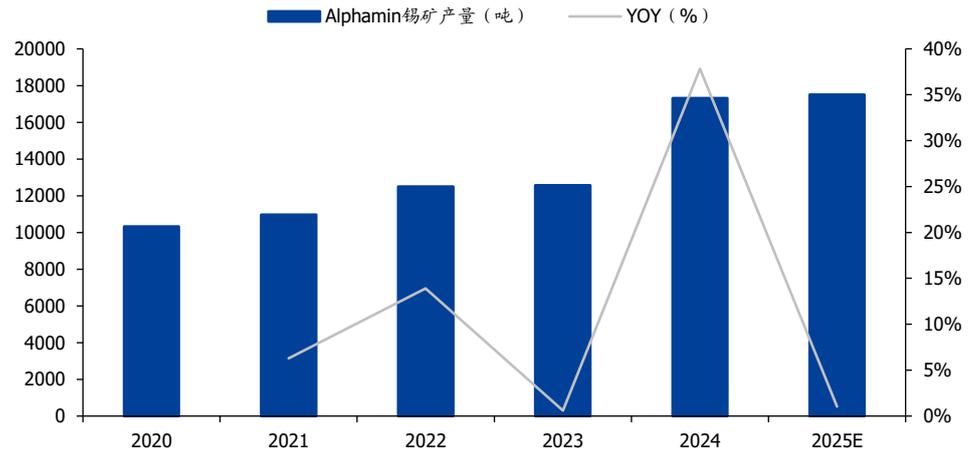


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.3 刚果(金)武装冲突再起, 为2025年供应蒙上阴影

刚果(金)最大矿山受冲突影响, 2025年产量指引下调 2500 吨。Bisie 锡品位约 4.5%, 是世界上品位最高的锡矿资源。Bisie 是刚果(金)重要锡矿供应来源, 2024 年占该国产量达 69%。项目一期投产于 2019 年, 2024 年完成二期扩产, 使得公司总产能由 1.25 万吨提升至 2 万吨, 项目自开发以来运行较为顺利, 2024 年实现产量 1.73 万吨, 同比增长 38%。2025 年 3 月 13 日, 由于刚果(金)北部的政治冲突, Alphamin Resources 宣布暂停刚果民主共和国(DRC) Bisie 锡矿的采矿作业, 造成市场供应恐慌。2025 年 4 月 9 日, 公司宣布重启工厂运行。根据 ITA, 受到停产影响, 公司将 2025 年生产目标由 2 万吨下调至 1.75 万吨。

图表64: Alphamin 锡矿产量



资料来源: Alphamin 公司官网, ITA, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值分析

关键假设:

- ✓ **矿产锡:** 子公司银漫矿业完成技改后产能逐步释放, 远期银漫二期投产将贡献新的产量增长, 锡价在供给干扰不断叠加需求端半导体周期复苏有望维持上涨, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 19.5/21.5/30.5 亿元, 假设 2025-2027 年毛利率为 75%/74%/74%。
- ✓ **矿产银:** 子公司银漫矿业完成技改后产能逐步释放, 远期银漫二期、宇邦矿业投产将贡献新的产量增长, 银价未来有望受益于制造业周期复苏维持上涨, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 19.5/23.4/28.6 亿元, 假设 2025-2027 年毛利率为 63%/64%/65%。
- ✓ **矿产锌:** 子公司融冠矿业、锡林矿业、乾金达矿业近年来运行较为稳定, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 10.4/11.3/12.2 亿元, 假设 2025-2027 年毛利率为 52%/53%/53%。
- ✓ **矿产铅:** 子公司乾金达矿业 2020 年投产以来爬产较为顺利, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 2.3/3.2/3.4 亿元, 假设 2025-2027 年毛利率为 47%/50%/50%。
- ✓ **矿产铁:** 子公司融冠矿业、锡林矿业近年来运行较为稳定, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 2.2/2.2/2.2 亿元, 假设 2025-2027 年毛利率为 45%/45%/45%。

图表65: 公司分板块盈利预测表

板块	项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
矿产锡	收入 (百万元)	1330	1415	1952	2150	3046
	成本 (百万元)	470	389	495	549	778
	毛利 (百万元)	860	1026	1457	1601	2269
	毛利率 (%)	65%	72%	75%	74%	74%
矿产银	收入 (百万元)	997	1165	1946	2344	2855
	成本 (百万元)	477	396	721	846	1006
	毛利 (百万元)	520	769	1224	1498	1849
	毛利率 (%)	52%	66%	63%	64%	65%
矿产锌	收入 (百万元)	712	981	1038	1133	1221
	成本 (百万元)	422	478	494	529	570
	毛利 (百万元)	290	503	544	604	651
	毛利率 (%)	41%	51%	52%	53%	53%
矿产铅	收入 (百万元)	211	230	234	322	337
	成本 (百万元)	118	107	124	161	169
	毛利 (百万元)	94	124	110	160	169
	毛利率 (%)	44%	54%	47%	50%	50%
矿产铁	收入 (百万元)	229	235	215	215	215
	成本 (百万元)	139	127	119	119	119
	毛利 (百万元)	90	107	96	96	96
	毛利率 (%)	39%	46%	45%	45%	45%
其他	收入 (百万元)	227	244	474	516	646
	成本 (百万元)	116	75	220	231	264
	毛利 (百万元)	111	170	254	285	382
	毛利率 (%)	49%	69%	54%	55%	59%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 58.6/66.8/83.2 亿元，归母净利润分别为 20.6/24.1/31.3 亿元，对应 PE 分别为 11.4/9.7/7.5 倍。我们选取锡银标的锡业股份、盛达资源、华锡有色作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 12.1/10.0/8.6 倍，考虑到公司作为高成长性银锡多金属矿企，未来伴随项目投产与行业景气回暖，业绩有望受益。首次覆盖给予“买入”评级。

图表66: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华锡有色	18.5	1.04	1.61	1.82	2.08	16.4	11.5	10.2	8.9
锡业股份	13.7	0.88	1.40	1.55	1.70	15.7	9.8	8.8	8.0
盛达资源	13.1	0.57	0.88	1.19	1.50	21.2	15.0	11.0	8.7
均值						17.7	12.1	10.0	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期, 截至 2025/5/30

风险提示

项目投产不及预期: 公司规划项目较多, 若未来投产进度不及预期, 或将影响上市公司的盈利。

金属价格波动: 金属价格波动将直接影响公司的产品销售价格, 业绩预测存在一定不确定性。

测算误差风险: 文中涉及部分行业协会或机构的预测数据, 可能存在测算误差的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com