



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 07 月 24 日

基础数据

07 月 24 日收盘价（元）	19.50
总市值（亿元）	346.25
总股本（亿股）	17.76

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】兴业银锡半年报点评：银锡价格上行推动业绩增长-2024.08.31

分析师：李怡然

S0190525040001

liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

S0190525070012

tangluyang@xyzq.com.cn

研究助理：陈权

chenquan1@xyzq.com.cn

兴业银锡(000426.SZ)

银、锡矿业巨舰内延外购，扬帆起航

投资要点：

- **公司拥有丰富矿产资源，资源优势领先。**公司依托内蒙古丰厚矿产资源，深耕银锡主业，同时通过专业勘探技术增厚内生资源储量，通过自身的规模优势和资本嫁接能力取得资源勘探权和采矿权，内延外购双线并行持续增厚公司资源优势，产量增量可观。公司所拥有的矿产资源储量规模较大，品位较高，盈利能力较强，目前旗下 11 家矿业子公司中，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；宇邦矿业单体银矿储量排名位列亚洲第一位，全球第五位。
- **在产矿山生产平稳，新增项目稳步推进，银锡等金属产量增量可观。**产量口径看，2024 年公司矿产锡 8902 吨（+14.6%）、矿产银 229 吨（+14.7%）、矿产锌 6.0 万吨（+8.7%）、矿产铅 1.7 万吨（+8.1%）、矿产铁 33.9 万吨（-3.7%）。产能口径看，公司旗下在产矿山中，银漫矿业采选规模 165 万吨/年，宇邦矿业采选规模 165 万吨/年，融冠矿业采选规模 135 万吨/年，锡林矿业采选规模 72 万吨/年，乾金达矿业采选规模 30 万吨/年，荣邦矿业及锐能矿业（采矿系统）采选规模 45 万吨/年，博盛矿业采选规模 15 万吨/年。**成长性角度看**，公司银漫矿业二期工程正在推进，投产后与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模，**预计银、锡现有产量有望翻倍**；宇邦矿业扩建工程正在申请开工许可手续，扩建后可达 825 万吨/年采选规模，**预计年产白银 450 吨**。此外公司要约收购大西洋矿业 100%股份，其主要资产为 Achmmach 锡矿，计划于 2027 年四季度，**投产后预计年产锡 6000 吨**。此外，集团资产布顿银根存在注入预期，目前已进入托管程序，其银资源储量丰富，开采规模与银漫一期、二期合计相当。
- **控股股东重整计划取得实质性进展。**2019 年公司控股股东兴业集团的债权人以兴业集团不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对兴业集团进行重整。截至目前，财产担保债权及优先债权等债权本金 35.06 亿元以及截至 2025 年 4 月 30 日的利息 1.49 亿元未清偿，合计 36.55 亿元。中国信达联合信达证券通过设立信托计划拟向兴业集团进行纾困救济，信托总规模不超过 36.55 亿元。信托计划拟以不超过 21.82 亿元向兴业集团进行债权投资，同时信托计划拟通过天津信业以 14.73 亿元的总价格协议受让兴业集团持有的兴业银锡 1.22 亿股股票（占比 6.87%），全部资金用于偿还兴业集团重整计划中有财产担保及优先债权等相关债权，2025 年 7 月 9 日兴业集团与天津信业已办理完成股份协议转让手续。重整计划实施前，兴业集团持股 4.87 亿股（占比 27.44%）；重整计划实施后兴业集团持股 3.63 亿股（占比 20.46%），天津信业持股 1.22 亿股（占比 6.87%），公司控股股东仍为兴业集团。
- **盈利预测与投资建议：**公司专注银锡主业，在产矿山生产稳定，重点推进银漫矿业 297 万吨/年扩建工程及宇邦矿业 825 万吨/年扩建工程项目建设工作，预计未来银锡产量将进一步提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.49/24.46/30.36 亿元，EPS 分别为 1.21/1.38/1.71 元，7 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 16.1/14.2/11.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**在建项目进展不及预期，银、锡价格大幅波动，安全生产风险，控股股东债务风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4270	5718	6527	7967
同比增长	15.2%	33.9%	14.1%	22.1%
归母净利润（百万元）	1530	2145	2446	3036
同比增长	57.8%	40.2%	14.0%	24.1%
毛利率	63.0%	66.0%	66.2%	66.6%
ROE	19.4%	21.7%	20.2%	20.4%
每股收益（元）	0.86	1.21	1.38	1.71
市盈率	22.6	16.1	14.2	11.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 兴业银锡：依托资源禀赋，银锡龙头再启航	6
（一） 历史发展：扎根内蒙，深耕银锡主业	6
（二） 股权结构：大股东债务重整尘埃落定	7
（三） 财务分析：业绩持续修复，银锡主业贡献主要盈利	8
二、 手握多个大型银锡矿山，资源优势领先	11
（一） 银漫矿业：在产银锡主力矿山，二期项目持续推进	13
（二） 宇邦矿业：亚洲单体最大银矿，银资源量再上一阶	14
（三） 大西洋锡业：收购低成本锡矿，首次布局海外资源	16
（四） 布敦银根：公司托管集团资产，后续存在注入预期	19
三、 白银：金银比修复预期下，弹性空间较大	20
（一） 金银比：静待经济复苏下的金银比修复行情	20
（二） 供给端：长期供给有约束，重视需求变迁及新增动能	22
（三） 需求端：工业需求为主，光伏领域需求贡献新动能	28
四、 锡：锡价中枢长期上移	31
（一） 供给端：关注缅甸复产进度	31
（二） 需求端：消费电子温和复苏，AI 算力驱动增长潜力	36
五、 盈利预测与估值	38
六、 风险提示	41

图目录

图 1、 公司拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山	6
图 2、 公司发展历程	7
图 3、 公司控股股东为兴业集团，实际控制人为吉兴业（截至 2025 年 3 月 31 日）	7
图 4、 2021 年起公司营收稳步回升	8
图 5、 2023 年起公司盈利能力大幅增长	8
图 6、 银、锡、锌、铅四大业务贡献主要营收	9
图 7、 银、锡主业毛利占比持续提升	9
图 8、 公司银、锡产品盈利能力较高	9
图 9、 银漫矿业为公司主力矿山，贡献主要利润	10
图 10、 公司期间费用率有所回落	10
图 11、 公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力逐步增强	10
图 12、 公司资产负债率有所下滑	11
图 13、 公司企业自由现金流量持续改善	11
图 14、 银漫矿业技改后锡产量实现大幅增长	14
图 15、 银漫矿业技改后盈利能力有所提升	14
图 16、 宇邦矿业股权结构	15
图 17、 宇邦矿业 2024 年经营情况有所改善	16
图 18、 大西洋矿业股权结构	17
图 19、 Achmmach 锡矿项目位于摩洛哥中北部	18
图 20、 Achmmach 锡矿项目成本位于全球锡矿 20%分位线	18
图 21、 全球主要在建锡矿项目资源量及品位	18
图 22、 Achmmach 锡矿项目开采计划	

图 23、金银比与美国制造业 PMI 呈现负相关，当前金银比位于 2000 年以来的较高位置	21
图 24、白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间，同时伴随着铜价的上涨	22
图 25、近年全球白银供给增长缓慢	23
图 26、2024 年全球白银储量主要分布在秘鲁、澳洲	23
图 27、全球白银供给增长缓慢	23
图 28、2024 各矿种矿产白银量占比	23
图 29、2010-2024 年各大洲白银供给变化	24
图 30、2010-2024 年各国矿山白银供给占比变化	24
图 31、2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9%至 2.6 万吨	25
图 32、银矿品位与平均产量变化	26
图 33、12 个矿山的品位变化	26
图 34、铜矿前期资本开支不足或将导致产量下降	28
图 35、矿山投产周期不断延长	28
图 36、白银近年需求呈现小幅下降趋势	28
图 37、2014 年以来白银需求占比变化	28
图 38、2024 年工业需求同比增长 5.36%	29
图 39、近十年电子电力需求占比 60%以上	29
图 40、2011 年以来光伏用银量逐年增加	30
图 41、白银库存或完成去化	30
图 42、2025 年初以来锡价冲高回落，随后维持高位震荡	31
图 43、锡精矿加工费降至低位	31
图 44、2024 年前六国储量占全球储量的 86%	32
图 45、2024 年六大生产国锡矿产量全球占比 79%	32
图 46、全球锡储量持续下降	32
图 47、全球锡精矿产量	32
图 48、缅甸及刚果（金）为中国主要锡精矿进口国	33
图 49、全球锡精矿产量	33
图 50、Alphamin 产量	34
图 51、2023 年全球锡下游需求结构	37
图 52、2021 年锡焊料下游主要为消费电子	37
图 53、全球半导体月销售金额同比回升	37
图 54、中国锡锭社会库存呈季节性变化	38
图 55、LME 库存持续去化	38
图 56、公司重点项目扩产计划及产量预测	39
图 57、公司 2025 年业绩对银、锡价格敏感性分析（2025 年 7 月 24 日市值）	40

表目录

表 1、公司资源保有储量（单位：万吨）（截至 2024 年 12 月 31 日）	11
表 2、公司旗下各矿山资源保有储量情况（截至 2024 年 12 月 31 日）	11
表 3、2024 年公司旗下主要子公司经营情况（单位：亿元）	13
表 4、银漫矿业资源储量（截至 2024 年 12 月 31 日）	13

表 5、	宇邦矿业资源储量（截至 2025 年 3 月 31 日）	15
表 6、	Achmmach 资源储量（截至 2024 年 8 月 12 日）	17
表 7、	Achmmach 锡矿项目参数	19
表 8、	布顿银根资源储量（截至 2025 年 1 月 31 日）	19
表 9、	金银比修复阶段往往发生于金银金银同涨期间	21
表 10、	2024 年全球白银矿业企业 CR10 达到 33%	24
表 11、	全球前 30 大矿山产量变化（百万盎司）	26
表 12、	全球白银供需平衡表（万吨）	30
表 13、	2025-2026 年新增锡矿增量有限（单位：吨）	35
表 14、	2025 年锡矿供应（单位：万吨）	36
表 15、	公司分产品盈利预测	38
表 16、	可比公司估值表（2025 年 7 月 24 日市值）	40

一、兴业银锡：依托资源禀赋，银锡龙头再启航

兴业银锡是一家以金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业公司，公司矿产资源品种多样、储备丰富，拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山，主要产品为银、锡、铅、锌、铜、铁、铋、钨、锑、金等有色金属、贵金属及黑色金属，拥有银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业等十余家子公司。

图1、公司拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）历史发展：扎根内蒙，深耕银锡主业

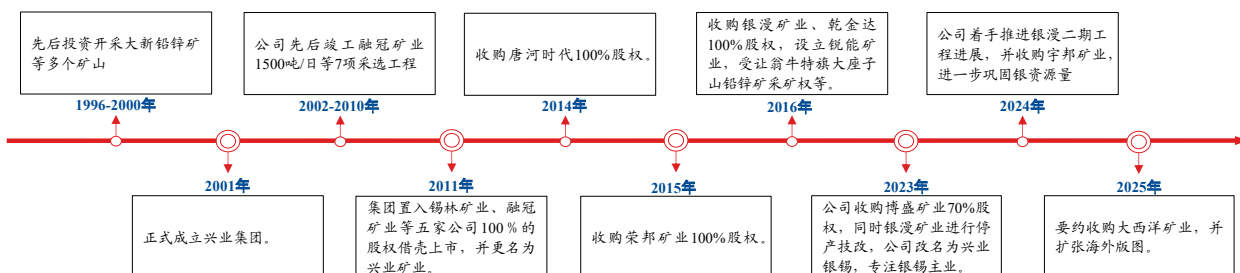
兴业银锡历经多年的创新发展，积累了丰富的矿山建设和有色金属采选生产经验，在人才、管理、技术和设备等方面具有较强的市场竞争能力，已构成集地质、采选、冶炼于一体的产业链。

初创成长阶段（1991-2010年）：1991年创办赤峰晶新钢丸厂，1996-2000年先后投资开采大新铅锌矿等多个矿山，并于2001年正式成立兴业集团。2002-2010年公司先后竣工融冠矿业1500吨/日等7项采选工程。

加速扩张阶段（2011-2022年）：2011年集团置入锡林矿业、融冠矿业、巨源矿业、富生矿业和双源有色五家公司100%的股权借壳上市，并更名为兴业矿业。2014-2016年先后收购唐河时代、荣邦矿业、银漫矿业、乾金达、锐能矿业等多个核心矿山，公司业务规模快速扩张。

稳步发展阶段（2023年-至今）：2023年公司收购博盛矿业70%股权，同时银漫矿业进行停产技改，公司改名为兴业银锡，专注银锡主业。2024年公司着手推进银漫二期工程进展，先后收购宇邦矿业、要约收购大西洋矿业，进一步巩固银锡资源量并扩张海外版图。

图2、公司发展历程

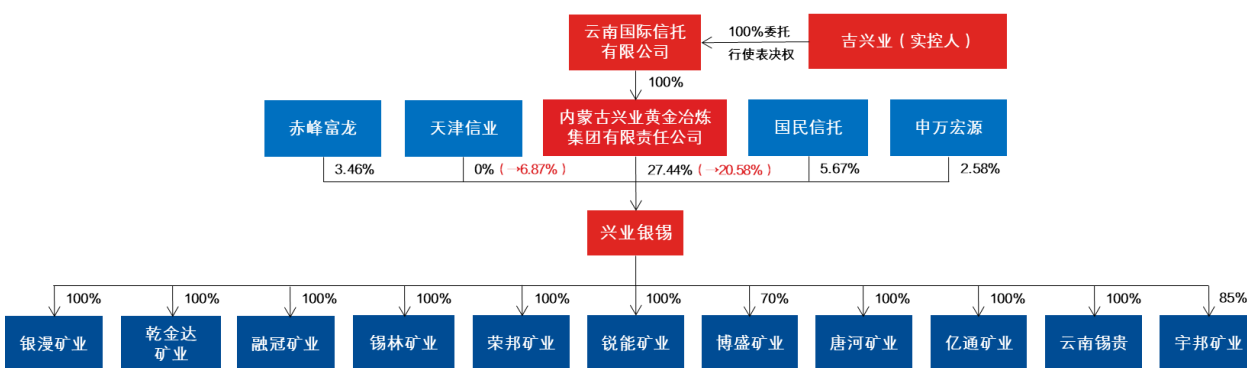


数据来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）股权结构：大股东债务重整尘埃落定

公司的控股股东为兴业集团，实际控制人为吉兴业。截至 2025 年 3 月 31 日，兴业集团持有公司 27.44% 股份，为公司控股股东，云南信托-祥云 20 号重整服务信托 100% 控股兴业集团，并将兴业集团的 100% 股权相关表决权委托吉兴业行使因此吉兴业先生是兴业银锡的实际控制人。公司下属 18 家子公司，其中子公司银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业、宇邦矿业（2025 年初收购成功）等 11 家公司为矿业公司，主要从事有色金属及贵金属的勘探、采选和销售等业务，贡献主要利润来源。

图3、公司控股股东为兴业集团，实际控制人为吉兴业（截至 2025 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

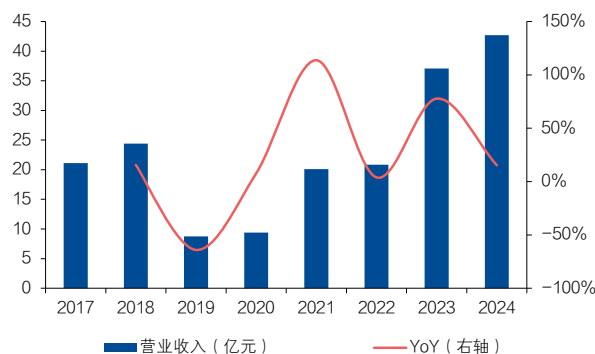
控股股东重整计划取得实质性进展。2019 年公司控股股东兴业集团的债权人以兴业集团不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对兴业集团进行重整。截至目前，财产担保债权及优先债权等债权本金 35.06 亿元以及截至 2025 年 4 月 30 日的利息 1.49 亿元未清偿，合计 36.55 亿元。中国信达联合信达证券通过设立信托计划拟向兴业集团进行纾困救济，信托总规模不超过 36.55 亿元。信托计划拟以不超过 21.82 亿元向兴业集团进行债权投资，同时信托计划拟通过天津信业以 14.73 亿元的总价格协议受让兴业集团持有的兴业银锡 1.22 亿股股

票(占比 6.87%),全部资金用于偿还兴业集团重整计划中有财产担保及优先债权等相关债权,2025 年 7 月 9 日兴业集团与天津信业已办理完成股份协议转让手续。重整计划实施前,兴业集团持股 4.87 亿股(占比 27.44%);重整计划实施后,兴业集团持股 3.63 亿股(占比 20.46%),天津信业持股 1.22 亿股(占比 6.87%),公司控股股东仍为兴业集团。

(三) 财务分析：业绩持续修复，银锡主业贡献主要盈利

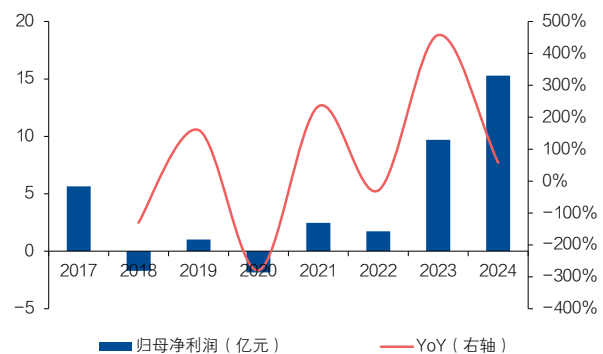
旗下矿山恢复生产，业绩持续修复。2014-2017 年公司通过收购银漫矿业和乾金达矿业等子公司，业绩实现快速增长，2017 年公司实现归母净利润 5.65 亿元，同比增长 531.6%。2018 年子公司双源有色、富生矿业、巨源矿业计提大额资产减值损失，公司合计计提资产减值准备 7.9 亿元，导致归母净利润亏损 1.7 亿元。随后 2019 年公司旗下子公司银漫矿业因发生运输事故而停产，导致 2019-2020 年公司业绩承压下行。2020 年银漫矿业恢复生产，同时乾金达矿业、荣邦矿业正式投产，2021 年公司业绩扭亏为盈。2023 年 7 月银漫矿业选厂技改项目完成并投入使用，2023 年公司实现归母净利润 9.69 亿元，同比大幅增长 457.41%，2024 年公司盈利能力进一步增强，实现归母净利润 15.30 亿元，同比增长 57.82%。

图4、2021 年起公司营收稳步回升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

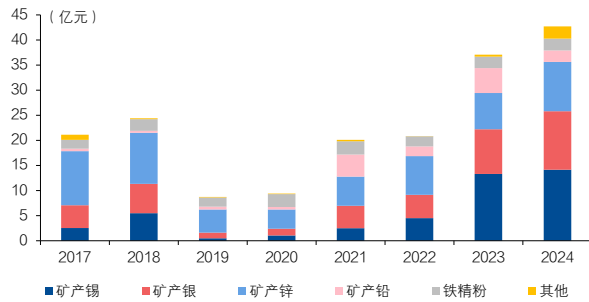
图5、2023 年起公司盈利能力大幅增长



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

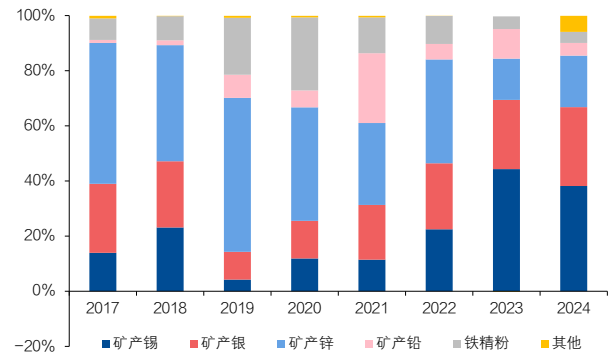
银锡业务贡献主要利润，主业占比持续提升。公司主业为矿产银、矿产锡、矿产锌、矿产铅等业务，2020 年银漫矿山复产以来，公司矿产银、矿产锡两项主业占比持续提升，2024 年公司银锡业务合计营收 25.81 亿元，占比 60.43%；毛利 17.95 亿元，占比 66.77%。从毛利率来看，公司矿产锡、矿产银均维持较高盈利能力，2024 年毛利率分别达 72.5%、66.0%，此外公司矿产锌、矿产铅业务毛利率同样可观，2024 年毛利率分别达 55.0%、53.7%。

图6、银、锡、锌、铅四大业务贡献主要营收



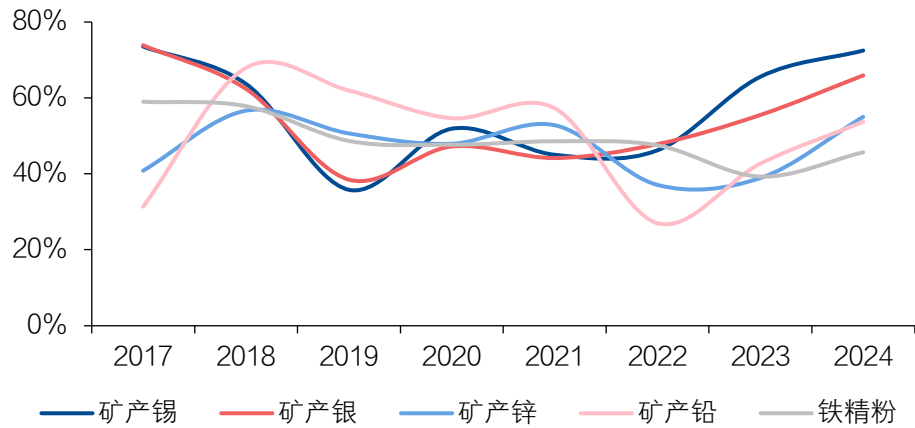
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、银、锡主业毛利占比持续提升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

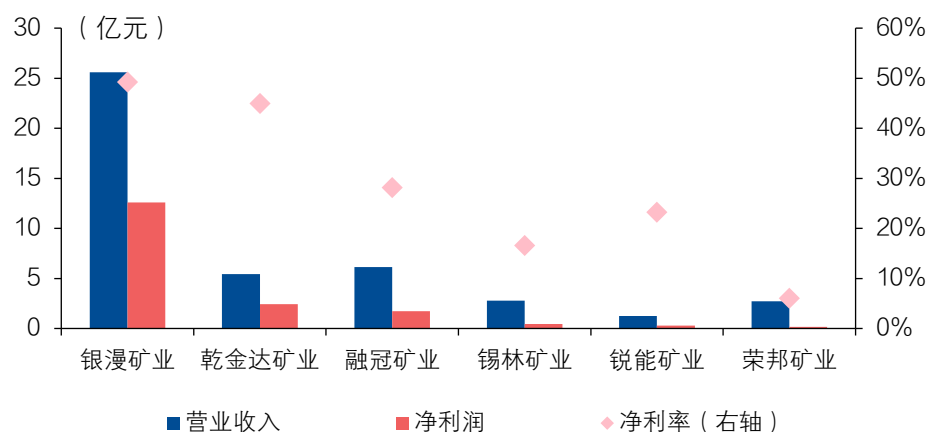
图8、公司银、锡产品盈利能力较高



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

银漫矿业为公司主力矿山，贡献主要利润。银漫矿业为公司重点矿山，得益于丰富的矿产资源和矿山技改项目的落地，2024 年实现营业收入 25.58 亿元，占公司总营收比例约为 60%，实现净利润 12.59 亿元，占公司净利润比例约为 84%，净利率高达 49%。乾金达矿业及融冠矿业同样为公司主要矿山，2024 年分别实现营业收入 5.45/6.14 亿元，实现净利润 2.45/1.73 亿元，净利率分别为 45%/28%。

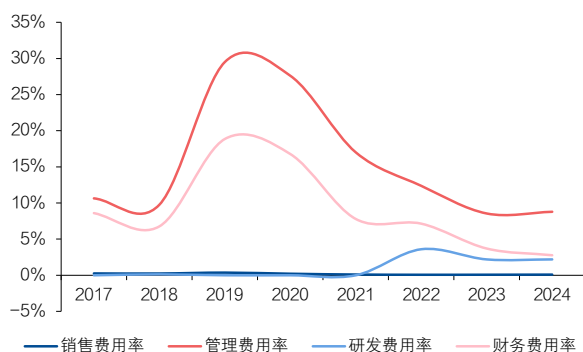
图9、银漫矿业为公司主力矿山，贡献主要利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

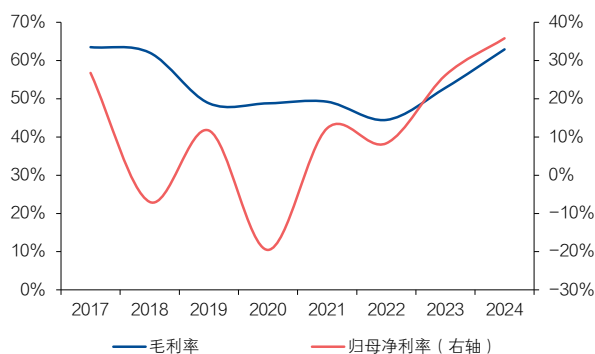
期间费用率持续下行，毛利率及净利率均有所提升。2019年以来公司费用率整体呈下行趋势，其中管理费用率及财务费用率明显下行。2024年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为0.1%/8.8%/2.2%/2.8%，分别-0.01pct/+0.24pct/持平/-0.93pct。整体来看，随公司关键矿山投产、技改项目落地以及费用率逐渐下行，公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力持续增强。

图10、公司期间费用率有所回落



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

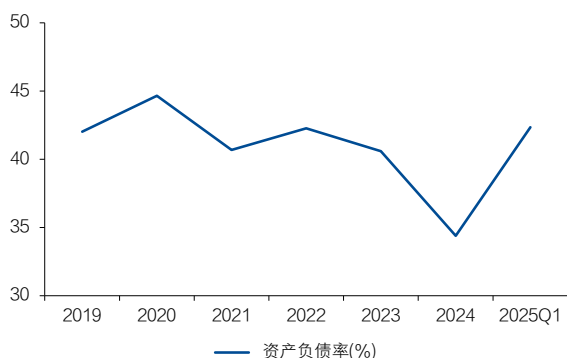
图11、公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力逐步增强



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

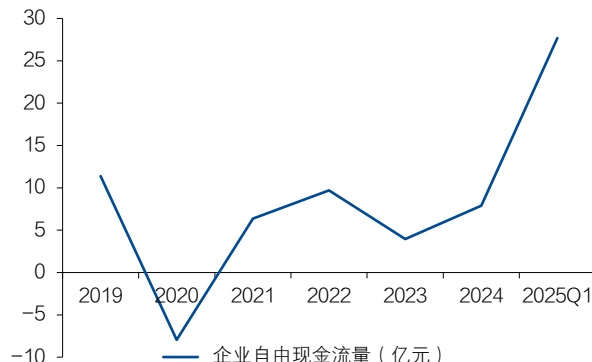
公司资产负债率稳步下降，企业自由现金流持续提升。随着2021年公司主要矿山复产，业务步入正轨，盈利能力逐步增强，助力公司经营持续改善，公司资产负债率由2020年的44.65%下降至2024年的34.39%，企业自由现金流自2021年起由负转正，截至25Q1公司企业自由现金流量为27.66亿元。

图12、公司资产负债率有所下滑



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司企业自由现金流量持续改善



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

二、手握多个大型银锡矿山，资源优势领先

公司拥有丰富矿产资源，资源优势领先。公司依托内蒙古丰厚矿产资源，深耕银锡主业，同时通过专业勘探技术增厚内生资源储量，通过自身的规模优势和资本嫁接能力取得资源勘探权和采矿权，内延外购双线并行持续增厚公司资源优势，产量增量可观。公司所拥有的矿产资源储量规模较大，品位较高，盈利能力较强，目前旗下 11 家矿业子公司中，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；宇邦矿业单体银矿储量排名位列亚洲第一位，全球第五位；融冠矿业和乾金达矿业为所在地的龙头企业。

表1、公司资源保有储量（单位：万吨）（截至 2024 年 12 月 31 日）

金属	锌	铅	铁	银	锡	铜
保有储量	389.26	132.92	804.35	2.72	18.57	16.81
金属	锑	镍	金（吨）	镉（吨）	铟（吨）	
保有储量	18.27	32.84	20.60	9104	1130.7	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、公司旗下各矿山资源保有储量情况（截至 2024 年 12 月 31 日）

矿业子公司	持股比例	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（万吨）	品位	备注
锡林矿业	100%	906.1	锌	20.29	2.24%	
			铁	270.75	29.88%	
融冠矿业	100%	1892.6	锌	68.99	3.90%	
			铁	314.80	29.86%	
			银	0.02	13.76 克/吨	伴生矿
			铟	0.02	0.01%	
银漫矿业	100%	1518.8	锌	46.68	3.55%	
			铅	13.50	1.67%	铅锌银矿
			银	0.22	183.83 克/吨	
		4121.3	锌	20.64	2.92%	
			银	0.58	184.99 克/吨	铜锡银锌矿
			铜	2.29	0.57%	
			锡	18.57	0.73%	
			铟	0.10	16.84 克/吨	伴生矿

			镉	0.91	0.02%	
			锑	18.27	0.32%	
			铅	12.69	0.32%	
乾金达矿业采	100%	201.6	铅	10.44	5.18%	铅锌矿
			锌	11.12	5.52%	
		116.2	银	0.04	325.39 克/吨	共生矿
		60.4	铜	0.39	0.64%	
荣邦矿业	100%	107.1	银	0.01	1104.47 克/吨	
		283.3	铅	3.34	1.18%	
		821.9	锌	13.14	1.60%	
		128.4	铜	0.84	0.65%	
			铅	0.79	0.34%	
			锌	0.53	0.68%	
			银	0.04	42.58 克/吨	伴生矿
			铜	0.14	0.25%	
锐能矿业	100%		金	0.00	0.12 克/吨	
		462.6	铅	8.09	1.89%	
			锌	14.80	3.36%	
			银	0.01	77.14 克/吨	
			铜	1.21	0.70%	
			铅	0.30	0.28%	伴生矿
			锌	0.51	0.37%	
			银	0.01	33.50 克/吨	
			铜	0.20	0.25	
唐河时代矿业	100%	9754.9	镍	32.84	0.34%	
			铜	11.75	0.12%	
博盛矿业	70%	312.2	金	0.00	6.57 克/吨	
		29489.7	银	2.16	73.29 克/吨	
宇邦矿业	85%	16358.8	铅	78.96	0.48%	
		27974.7	锌	236.53	0.85%	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处宇邦矿业为增储前资源储量数据（截至 2024 年 12 月 31 日）

在产矿山生产平稳，新增项目稳步推进，银锡等金属产量存增量预期。公司旗下在产矿山中，银漫矿业采选规模 165 万吨/年，宇邦矿业采选规模 165 万吨/年，融冠矿业采选规模 135 万吨/年，锡林矿业采选规模 72 万吨/年，乾金达矿业采选规模 30 万吨/年，荣邦矿业及锐能矿业（采矿系统）采选规模 45 万吨/年，博盛矿业采选规模 15 万吨/年。公司在建项目中，银漫矿业二期工程正在推进，投产后与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模，预计银、锡产量有望翻倍；宇邦矿业扩建工程已启动，预计 2027 年建成投产，扩建后可达 825 万吨/年采选规模，预计年可产白银 450 吨。此外公司要约收购大西洋矿业 100% 股份，其主要资产为 Achmmach 锡矿，该项目计划于 2027 年四季度投产，扩产后年采选规模将由 90 万吨矿石量增长至 150 万吨矿石量，预计年产锡 6000 吨。

表3、2024 年公司旗下主要子公司经营情况（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润	净利率
银漫矿业	46.05	31.41	25.58	14.83	12.59	49.2%
乾金达矿业	8.31	4.56	5.45	2.85	2.45	45.0%
融冠矿业	12.01	7.10	6.14	2.06	1.73	28.2%
锡林矿业	4.18	3.10	2.81	0.63	0.46	16.6%
锐能矿业	3.28	2.87	1.26	0.39	0.29	23.2%
荣邦矿业	4.67	1.18	2.72	0.18	0.16	6.0%
亿通矿业	0.21	0.11		0.00	0.00	
云南锡贵	0.10	0.09		-0.01	-0.01	
唐河时代	7.23	4.66		-0.16	-0.12	
博盛矿业	2.39	-9.70	0.04	-0.89	-0.85	-2091.4%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：空白处为公告未披露

集团拥有多项探矿权，未来存注入预期。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。兴业集团已针对部分探矿权做出承诺：在兴业集团及下属子公司（除上市公司）从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关矿业务子公司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矿业务子公司转让给上市公司工作。未来兴业集团下属的探矿权转为采矿权并置入上市公司将进一步丰富公司的产品种类，增加公司的资源储备从而提升公司的行业地位。同时，兴业集团通过三十多年的行业积淀，储备了雄厚的基本金属、稀贵金属资源，而上市公司利用其嫁接资本市场的资金、人才和管理等优势，进行优质矿产资源的开发和生产，使兴业集团和上市公司形成较好的互补态势，增强了上市公司的市场竞争能力和抗风险能力。

（一）银漫矿业：在产银锡主力矿山，二期项目持续推进

银漫矿业为公司全资子公司，以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，主要产品有铅、锌、银、铜、锡、锑、硫，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，锡精矿产量国内排名第二位。

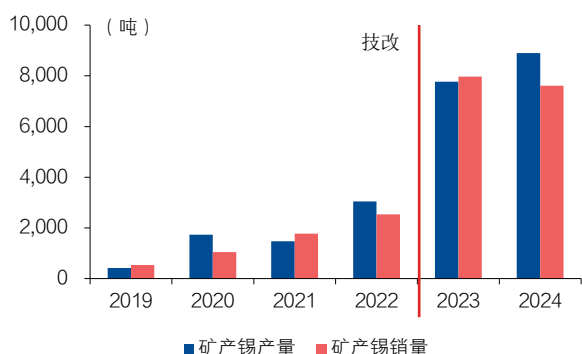
表4、银漫矿业资源储量（截至 2024 年 12 月 31 日）

矿业子公司	持股比例	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（万吨）	品位	备注
银漫矿业	100%	1518.8	锌	46.68	3.55%	铅锌银矿
			铅	13.50	1.67%	
			银	0.22	183.83 克/吨	
		4121.3	锌	20.64	2.92%	铜锡银锌矿
			银	0.58	184.99 克/吨	
			铜	2.29	0.57%	
			锡	18.57	0.73%	
			铟	0.10	16.84 克/吨	伴生矿
			镉	0.91	0.02%	
			锑	18.27	0.32%	
			铅	12.69	0.32%	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

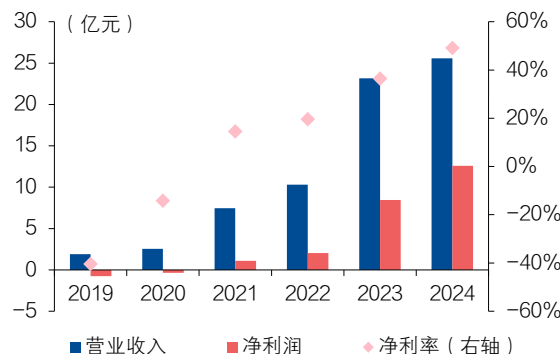
技改落地，产量大幅增长。2019 年，银漫矿业因事故停产整顿，2020 年底实现全面复工复产，产销量及净利润开始逐年攀升。2023 年 6 月 9 日，银漫矿业进行停产技改，并于 7 月 10 日起正式恢复生产，选矿工艺在原有的基础上增加锡石浮选，在原矿品位增加的同时（锡由 2022 年的 0.76% 提高到 2023 年的 1.2%），锡石回收率已经由原来的 44% 提高至 60%。技改落地后银漫矿业盈利实现大幅提升，2023 年银漫矿业实现净利润 8.4 亿元，同比增长 317.57%，利润率大幅提升至 36.4%。2024 年受益于矿产锡量价齐升，银漫矿业实现净利 12.59 亿元，同比增长 49.2%，净利率提升至 49.2%。

图14、银漫矿业技改后锡产量实现大幅增长



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、银漫矿业技改后盈利能力有所提升



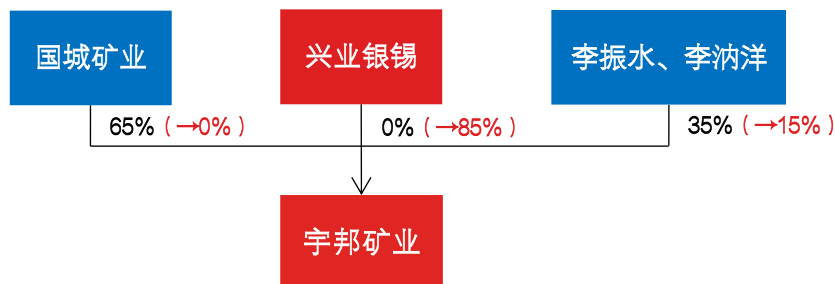
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

银漫二期持续推进，银锡产量有望翻倍。银漫矿业一期 165 万吨/年目前已实现满产运营，主要由三区供矿，选矿分成铜锡系统及铅锌系统，两个系统可以调换使用，也可以全部处理铜锡矿石；银漫二期投产后，与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模，主要由一、四区供矿，主要处理铅锌银系列，矿石品种与一期变化不大。自 2023 年三季度，银漫二期地下工程井巷开拓开始开工，到 2024 年底井巷开拓工作已经完成了总工程量的 50% 左右。银漫二期主要工程为选矿厂和两口竖井的建设，目前仍处于前期准备阶段，已取得立项批复，正在推进征地工作，预计项目建设期为 1-2 年，银漫矿业二期达产后预计银和锡的产量有望翻倍。

（二）宇邦矿业：亚洲单体最大银矿，银资源量再上一阶

收购宇邦矿业 85% 股权。2024 年 12 月公司公告拟以自有资金及自筹资金人民币 238,800 万元收购国城矿业持有的宇邦矿业 65% 股权以及李振水、李汭洋持有的宇邦矿业 20% 股权，2025 年 1 月交易完成后公司成为宇邦矿业控股股东。

图16、宇邦矿业股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

宇邦矿业为亚洲单体最大银矿山，增储后资源量大幅增长，助力公司白银储量进一步提升。宇邦矿业主营业务为自有银铅锌矿开采及选矿业务，主要产品为银铅精矿，拥有一宗采矿权和三宗探矿权。宇邦矿业拥有双尖子山银铅矿采矿权，采矿权面积为 10.9 平方公里，截至 2025 年 3 月 31 日，该矿山保有银资源量 21621 吨，平均品位 Ag73.29g/t，银金属量较 2024 年底增加了 6146.58 吨。根据 USGS 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 30.9%，占全球白银储量的 3.4%，单体银矿排名位列亚洲第一位。公司收购宇邦矿业后，白银保有储量增至 30987.33 吨，占国内总储量的 44.3%，占全球白银储量的 4.8%，公司在白银公司中排名位列亚洲第一位。

表5、宇邦矿业资源储量（截至 2025 年 3 月 31 日）

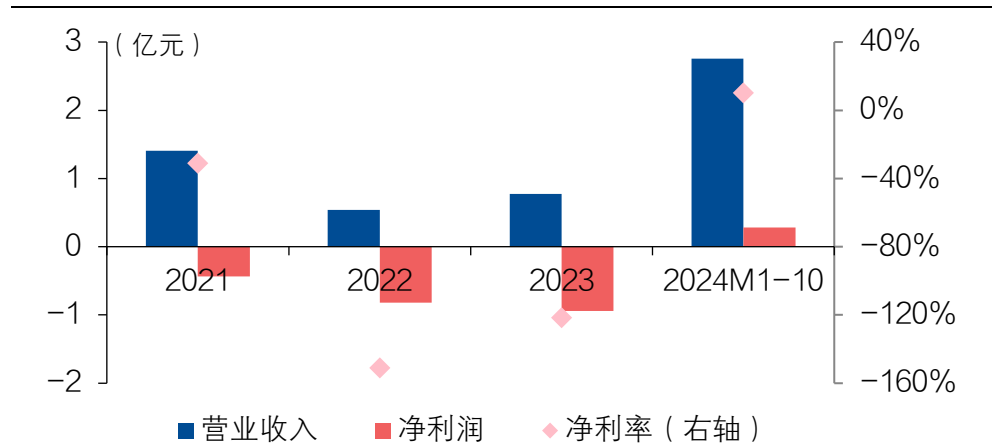
矿业子公司	持股比例	资源量	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（万吨）	品位
宇邦矿业	85%	探明	2990.5	银	0.22	74.42 克/吨
			1197.9	铅	4.88	0.41%
			2536.1	锌	18.86	0.74%
		控制	12076.2	银	0.82	67.84 克/吨
			6309.2	铅	27.98	0.44%
			12007.8	锌	94.09	0.78%
		推断	14423.0	银	1.12	77.61 克/吨
			8851.7	铅	46.10	0.52%
			13430.8	锌	123.59	0.92%
		合计	29489.7	银	2.16	73.29 克/吨
			16358.8	铅	78.96	0.48%
			27974.7	锌	236.53	0.85%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

扩建完成后公司银产量有望大幅增长。宇邦矿业 2021 年-2023 年期间发生安全事故，长期未能正常生产运营，2024 年以来矿山逐步恢复正常生产，2024 年 1-10 月实现银产量约 65.2 吨，实现净利润 2837.23 万元。目前赤峰宇邦矿业扩建项目已开工建设，项目建成后采矿项目将在现有 60 万吨/年银铅采矿基础上扩建到 825 万吨/年，选矿项目将在现有 5000 吨/日选矿厂的基础上，新建 20000 吨/

日选矿厂，建设期为 3 年，预计 2027 年建成投产。根据可行性研究报告，宇邦矿业 825 万吨/年采选项目达产后，预计年可产白银 400-450 吨。

图17、宇邦矿业 2024 年经营情况有所改善



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）大西洋锡业：收购低成本锡矿，首次布局海外资源

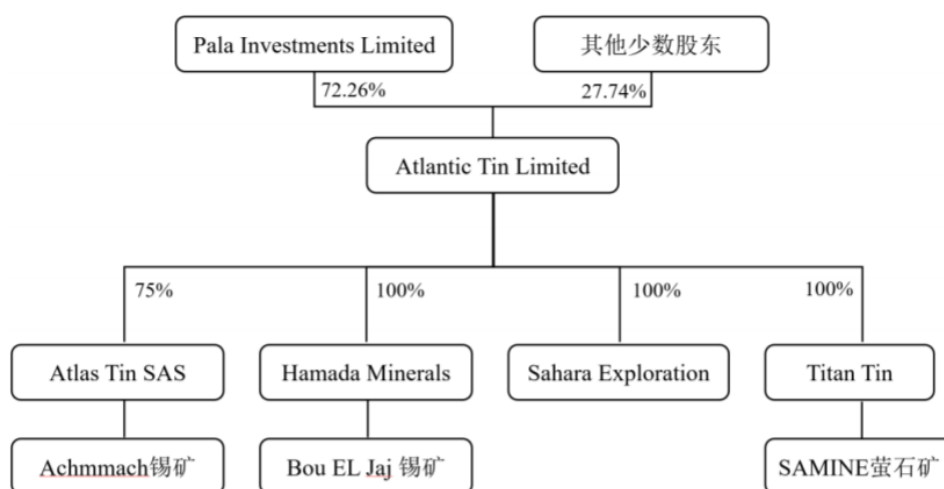
要约收购大西洋锡业 100%股份。公司与大西洋锡业有限公司于 2025 年 4 月 30 日签署《要约实施协议》，公司拟通过场外要约收购方式向持有大西洋锡业全部已发行股份，目前大西洋锡业接受要约的股东所占股份 95.1%，豁免要约剩余所有条件，本次要约已无条件。Pala Investments Limited 持有大西洋锡业 72.26% 股份，为大西洋锡业控股股东。大西洋锡业拥有四宗矿业项目，分别是控股子公司 Atlas Tin SAS 下属的 Achmmach 锡矿和 Tamlalt 黄金矿、全资子公司 Titan Tin SARLAU 下属的 SAMINE 萤石矿、全资子公司 Hamada Minerals SARLAU 下属的 BOU EI JAJ 锡矿。

- **Achmmach 锡矿：**控股子公司 Atlas Tin SAS 下属矿业项目，为大西洋锡业核心矿业项目，采矿权面积 11.9 平方公里，该项目已完成了主要的勘探工作，并由澳大利亚专业咨询公司编制了 JORC 报告，为项目后续开发设计奠定了基础。
- **Tamlalt 黄金矿：**控股子公司 Atlas Tin SAS 下属矿业项目，采矿权面积 7.57 平方公里，矿区内部有若干土路贯穿，东侧 5 公里处建有水库，无其他重要基础设施。该采矿权已完成部分勘探工作，但尚未完成可信度较高的勘探报告。
- **SAMINE 萤石矿项目：**全资子公司 Titan Tin SARLAU 下属矿业项目，采矿权面积 111.39 平方公里，萤石矿已经开采完毕，2021 年以来处于停产状态，其加工厂等基础设施运行时间较长，利用价值不大。该采矿权许可证位于

Achmmach 与 Bou El Jaj 两采矿权之间，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。

- **Bou El Jaj 锡矿项目**：全资子公司 Hamada Minerals SARL 下属矿业项目，两个采矿权合计面积 7.91 平方公里，位于 Achmmach 项目采矿权南西 8 公里处，该采矿权已完成部分勘探工作，但尚未完成可信度较高的勘探报告。

图18、大西洋矿业股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

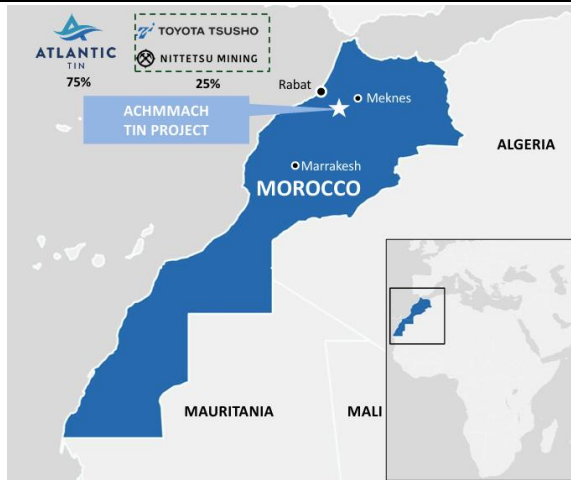
Achmmach 锡矿为大西洋锡业核心矿产资源。Achmmach 锡矿项目位于摩洛哥中北部 Atlas 山脉中央高原东北部，2017 年 Atlas Tin SAS 取得 Achmmach 锡矿项目开采许可证，采矿权面积范围为 11.9 平方公里，经过延期后许可有效期至 2032 年 1 月 17 日。截至 2024 年 8 月 12 日，Achmmach 保有资源量矿石量 3910 万吨，锡金属量 21.33 万吨，平均品位 0.55%。根据全球主要在建锡矿项目横向对比来看，Achmmach 矿山锡金属量位于前列，根据《矿产资源储量规模划分标准》（DZ/T 0400-2022），锡矿大型矿山的划分标准为金属储量 ≥ 4 万吨，Achmmach 锡矿目前已相当于 5 个大型矿床，据 USGS 数据，该矿山锡金属量占全球锡储量的 5%。同时据大西洋锡业年报，Achmmach 矿山 AISC 成本约为 15368 美元/吨，位于全球锡矿 20%分位线左右，属于低成本锡矿。

表6、Achmmach 资源储量（截至 2024 年 8 月 12 日）

矿业子公司	资源量	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（吨）	品位
Achmmach	探明	210	锡	18100	0.85%
	控制	2580		157700	0.61%
	推断	1120		37500	0.33%
	合计	3910		213300	0.55%

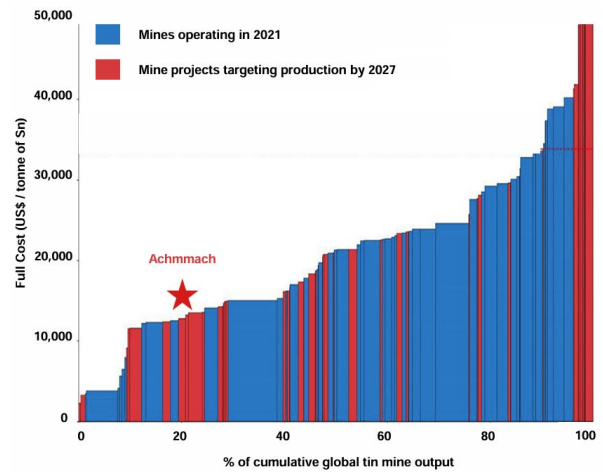
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、Achmmach 锡矿项目位于摩洛哥中北部



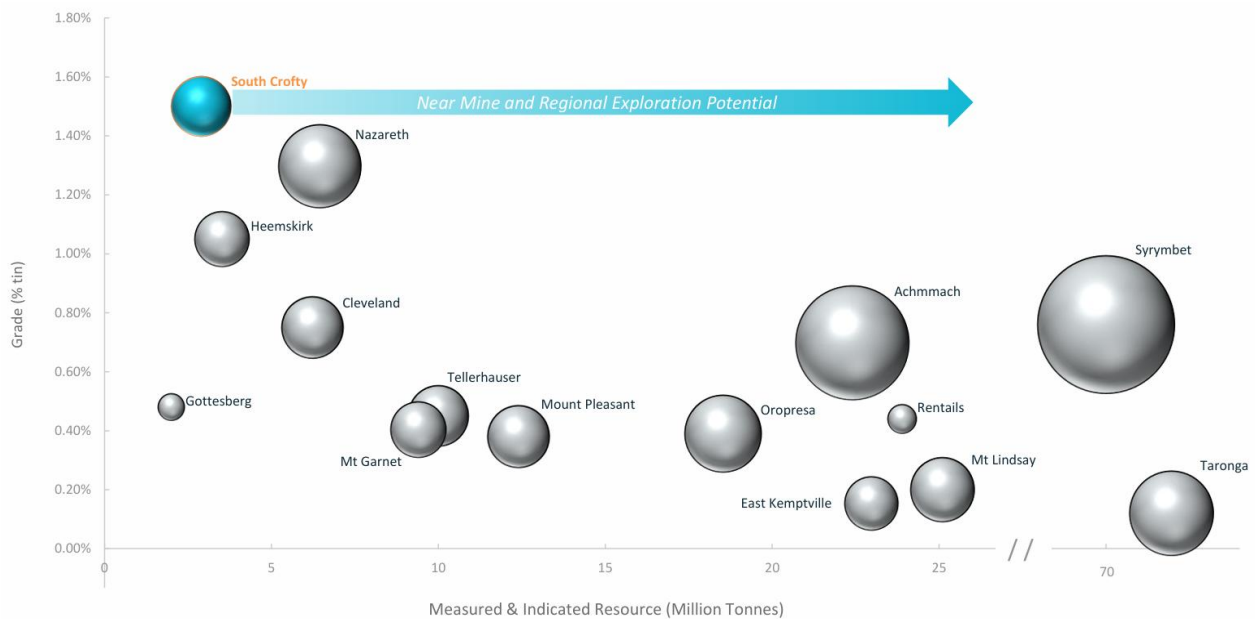
数据来源：Atlantic Tin 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、Achmmach 锡矿项目成本位于全球锡矿 20%分位线



数据来源：Atlantic Tin 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、全球主要在建锡矿项目资源量及品位



数据来源：South Crofty 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

项目预计 2027Q4 投产，锡金属产量增量可期。根据公司投资者交流纪要，该矿目前设计产能是年采选 90 万吨矿石量，公司接手后计划全力推进该矿扩产至年采选 150 万吨，锡的平均品位是 0.55%，回收率为 70%左右，吨矿石采选成本预计在 200 元人民币左右。目前矿山尚未开采生产，已经取得开工前的所有手续，包括采矿权许可证、环评、征地等，该项目预计于 2027 年四季度实现投产。该项目投产后，将提升公司锡金数产量，并进一步降低成本，增强公司持续经营能力和盈利规模。

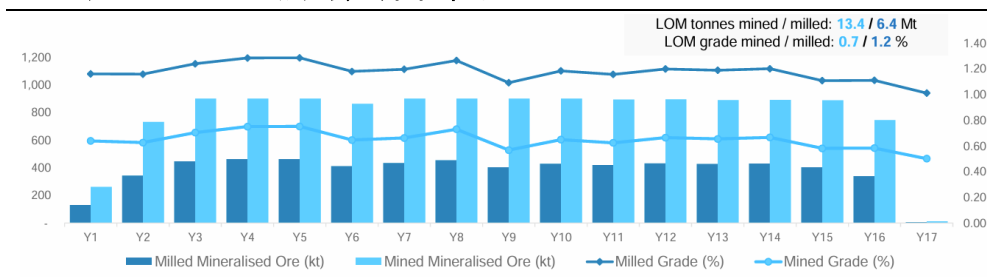
表7、Achmmach 锡矿项目参数

项目参数	数值
可开采年限（年）	17
锡平均品位（%）	0.55
回收率（%）	70
设计产能（万吨）	90（→150）
吨矿石采选成本（元）	200
C1 现金成本（美元/吨）（锡价 3000 美元/吨假设）	13569
AISC 成本（美元/吨）（锡价 3000 美元/吨假设）	15368
锡金属年产量（吨）	6000
预计投产时间	2027Q4

数据来源：Atlantic Tin 官网，公司投资者交流纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

迈出锡矿国际化布局重要的一步。公司的战略目标是“根植内蒙，专注资源主业；面向全球，布局产业延伸”，坚定不移执行“走出去”战略，加大对境外矿产资源的投资力度。收购大西洋锡业后，公司通过整合境外锡矿资源，加大锡矿国际化布局，为公司发展储备战略资源，有利于丰富公司业务布局，积累海外市场投资运营经验，符合公司全体股东利益，为公司的持续发展提供有力的支撑。

图22、Achmmach 锡矿项目开采计划



数据来源：Atlantic Tin 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）布敦银根：公司托管集团资产，后续存在注入预期

集团优质银矿资产，银资源量可观。布敦银根矿业为公司控股股东兴业集团的子公司，兴业集团持有布敦银根矿业 54.31% 股权，系布敦银根矿业控股股东。根据储量报告，截至 2025 年 1 月 31 日，布敦银根累计查明银金属量 11114 吨，平均品位 Ag158.07g/t，银金属量较 2024 年 3 月增加了 10273.1 吨。布敦银根矿业增储完成后，未来计划采选规模为年处理矿石量 297 万吨，与银漫矿业一期及二期合计采选规模相当。

表8、布敦银根资源储量（截至 2025 年 1 月 31 日）

矿业子公司	资源量	矿石量（万吨）	资源种类	金属量（吨）	品位
布敦银根	探明	1424.3	银	3456	248.95g/t
	控制	2251.2		3573	158.74g/t
	推断	3357.0		3995	119.05g/t
	合计	7032.5		11114	158.07g/t
	伴生矿	3957.1	铅	95643	0.24%

5956.5	锌	180818	0.30%
7027.1	镓	3603	0.0051%
1091.3	镭	1092	0.01%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

托管程序已经启动，后续注入公司后银资源量有望进一步增厚。2024 年 9 月 24 日,布敦银根矿业取得采矿许可证。2024 年 12 月 30 日，公司与兴业集团签署了《托管协议》，兴业集团将布敦银根矿业委托公司进行经营、管理。兴业集团承诺：在兴业集团及下属子公司(除上市公司)从事探矿业务完成探矿权转为采矿权后，在相关采矿权或相关采矿业务子公司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工作。若后续布敦银根注入公司，公司白银保有储量将增长至超过 4.2 万吨。

三、白银：金银比修复预期下，弹性空间较大

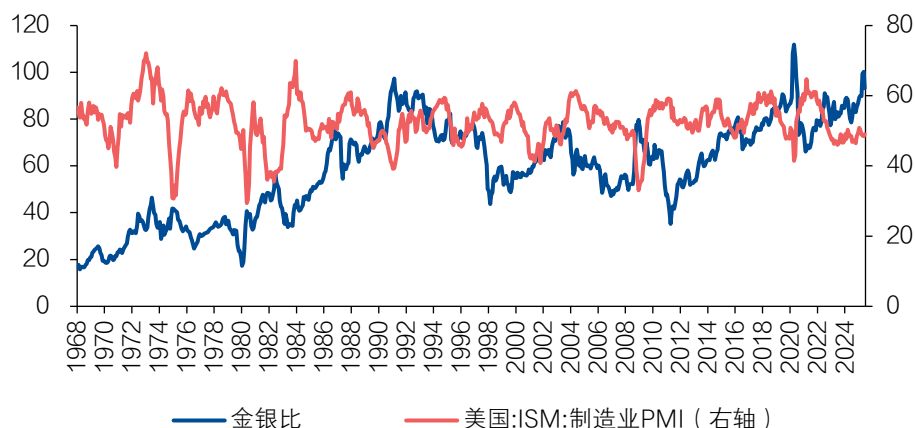
美元周期确定白银方向，工业属性放大白银弹性。根据我们的白银分析框架，我们对待白银弹性分析并非简单的测算供需平衡表或者展望长期的供需关系，这不仅可能令基于此视角的基本面分析失效，也会难以把握投资节奏。通过分析 1970 年代以来的金银价格走势、金银比走势与铜价走势，我们认为美元周期确定白银方向，工业属性放大白银弹性。当前，地缘政治扰动与通胀上行的预期，金银易涨难跌，较低的金银比具备修复空间，美国已经进入降息周期，2025-2026 年仍具备持续降息的可能性，工业属性加持下的白银值得高度重视。

（一）金银比：静待经济复苏下的金银比修复行情

金银比的拉大源于经济下行周期，白银的工业属性受抑制，白银的弹性或者金银比的向下修复是因为工业属性的发挥，而这往往依赖大的经济或者财政周期。美联储降息周期，静待经济复苏下的金银比修复行情。

截至 2025 年 6 月，金银比为 93.3，1968 年以来的平均值为 58.7，200 年以来的平均值为 68.7，2000 年以来的极值点为 2020 年 4 月的 111.95，当前位于 2000 年以来的第二高点位置。金银比的持续拉大源于货币超发带来的流动性空转，金银比与铜价、美国制造业 PMI 指数往往呈现负相关关系，从历史看，金银比的拉大往往伴随着 PMI 指数和铜价的下行，这意味着经济周期的下行，而金银比的修复，往往伴随着经济复苏周期中金、银、铜的齐涨，这也往往是最后一涨。

图23、金银比与美国制造业 PMI 呈现负相关，当前金银比位于 2000 年以来的较高位置



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间。我们复盘 1970s 以来黄金、白银的走势，金银比较大程度修复一共发生 9 段，其中 7 段发生于金银同涨期间，1 段发生在金银同跌期间，1 段发生于金跌银涨期间。金银比的平均修复幅度为 25%，白银的平均价格涨幅为 94%。

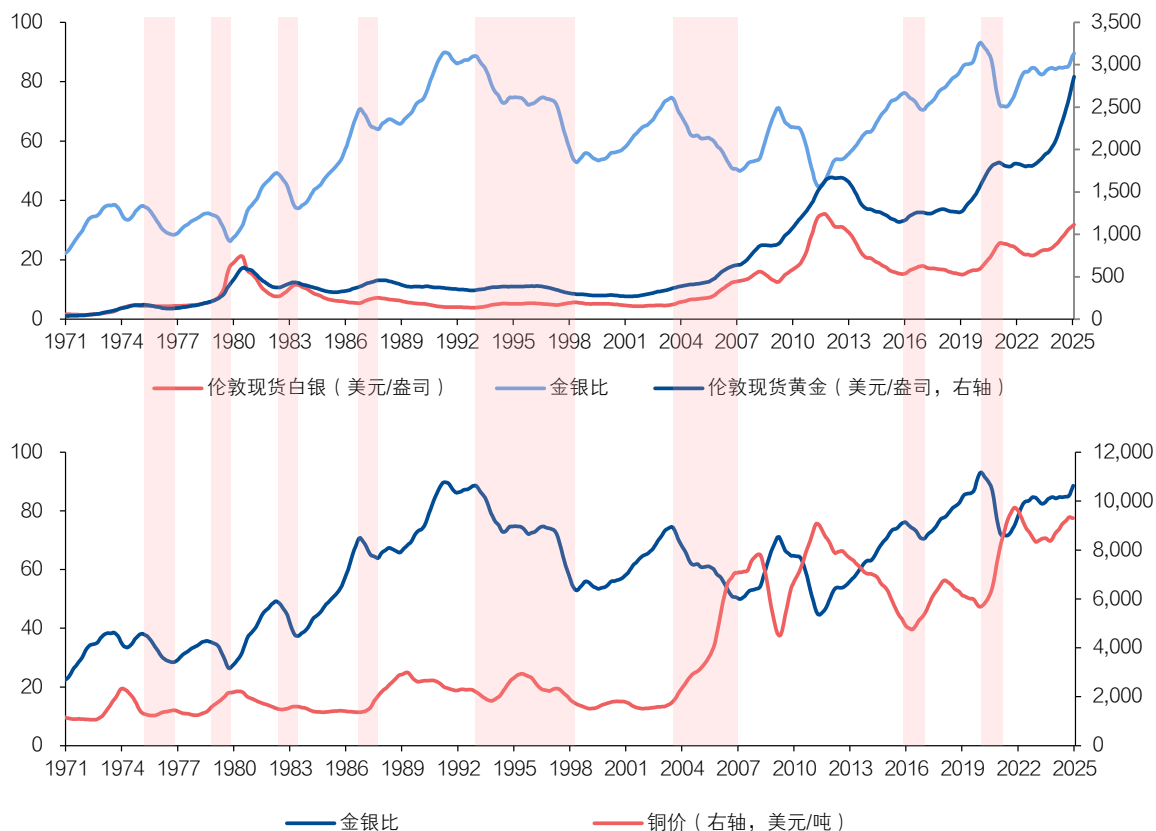
白银的弹性或者金银比的向下修复是因为工业属性的发挥，而这往往依赖大的经济或者财政周期。我们认为，白银的价格弹性是由工业属性带来的，而这依赖经济上行周期或者流动性宽裕周期，不仅仅白银，铜等大宗商品亦是如此。我们用“工业之母”铜的价格走势代替财政周期或者经济周期，会发现，当金银比出现向下修复时，铜价都处在较为强势的上涨阶段，9 段金银比向下修复阶段，其中 8 段铜价处于上涨期，铜平均价格涨幅为 74%。

表9、金银比修复阶段往往发生于金银同涨期间

起始时间	结束时间	黄金变动	白银变动	金银比变动	铜变动
1975-02	1976-09	-26%	-0.5%	-26%	9%
1978-07	1979-10	113%	228%	-26%	57%
1982-04	1983-05	15%	52%	-24%	5%
1986-10	1987-10	19%	32%	-9%	52%
1992-12	1998-05	-14%	46%	-40%	-23%
2003-06	2007-02	78%	167%	-33%	304%
2009-04	2011-05	69%	165%	-36%	99%
2015-12	2016-12	8%	17%	-8%	8%
2020-02	2021-05	12%	43%	-23%	58%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间，同时伴随着铜价的上涨



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

美联储降息周期，静待经济复苏下的金银比修复行情。我们认为，美元周期定方向，金银长期中枢上移的趋势不变；工业属性扩弹性，当经济周期上行或者宽财政、宽流动性时，金银比的阶段性修复行情会彰显白银价格的弹性。当前，外国投资者持有美国国债占比持续下降，根据特里芬悖论，美元无法保持长期的稳定性，去美元化正徐徐展开，货币属性的回摆将持续抬升金银的价格中枢。从经济周期角度看，当前位于美联储降息周期，美联储缩表也已结束并很有可能开启扩表周期，宽货币流动性阶段逐步确立，根据美林时钟理论，虽然当前美国经济在关税扰动下情势不容乐观，但是经济必将迎来回暖，在经济复苏阶段，金银比或将下修，白银价格弹性空间或将打开。

（二）供给端：长期供给有约束，重视需求变迁及新增动能

白银供给约束为银价的长期上涨提供的坚实基础。白银矿山供给端呈现两个特征，一是矿山分布相对集中，二是来源主要为伴生矿，长期供给受限。与铜矿供给类似，也存在供给收紧的约束，预计在未来的一段时间内全球并无明显的新增供给，特别是白银产出多以铅锌伴生矿产出，供给刚性约束更为明显，这将为后续上升阶段弹性埋下伏笔。

1. 白银储量相对集中，产量增速缓慢

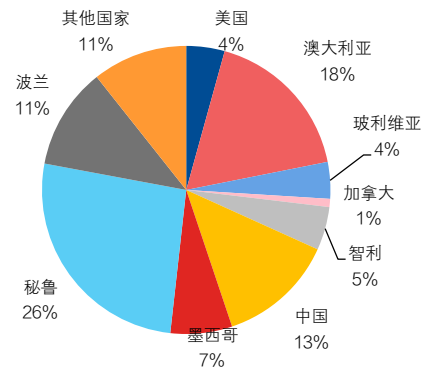
白银储量相对有限,地理分布相对集中。2024 年全球白银资源储量可达 64 万吨,资源主要集中在美国、澳大利亚、智利、中国、墨西哥、秘鲁、波兰等七个国家,占全球总量约 70%,集中度相对较高。以 2024 年全球白银生产能力 2.55 万吨来计算,静态储采比约为 25 年。根据世界白银协会数据,2024 年全球白银供应达 3.16 万吨,同比增长 1.7%,与 2023 年相比出现小幅增长,预计 2025 年全球白银供应会继续回暖,达到 3.21 万吨,同比增速约 1.5%。

图25、近年全球白银供给增长缓慢



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2025 年为预测值

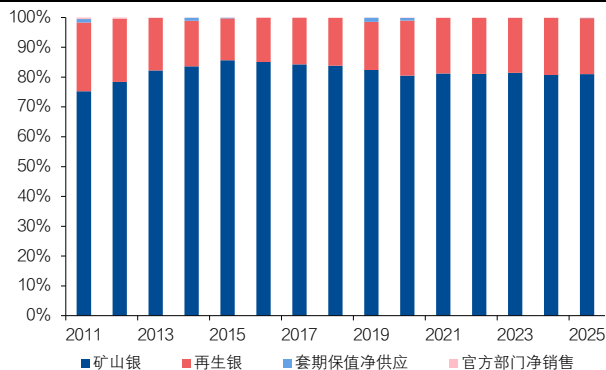
图26、2024 年全球白银储量主要分布在秘鲁、澳洲



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

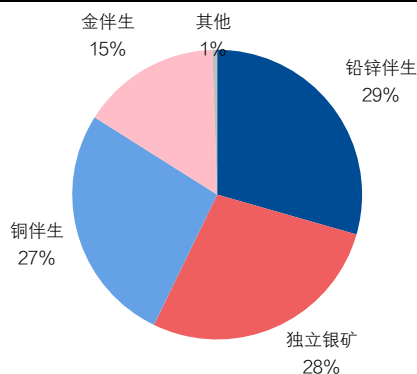
矿产银是白银供给的主要来源，其中铅锌矿半生的副产银居多。长期以来矿产银占白银总供给的 80%以上，20%左右来自回收后产生的再生银。矿产银中，纯银单体矿山相对较少，更多以硫化物形式伴生于其他矿产品种之中，多于铜、铅锌等矿山共生。根据 Metals Focus 数据，2024 年，全球矿山银产量同比增长 0.9%至 2.55 万盎司，主要系澳大利亚铅/锌矿产量的增加以及墨西哥随着 Newmont 的 Peñasquito 恢复满负荷生产而恢复供应。从来源矿山看，2024 年矿产银产量中来自铅锌矿山、铜矿矿山、黄金矿山的比例分别为 29%、27%、15%，来自银矿矿山（白银为其主要收入来源）的比例仅为 28%。

图27、全球白银供给增长缓慢



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2025 年为预测值

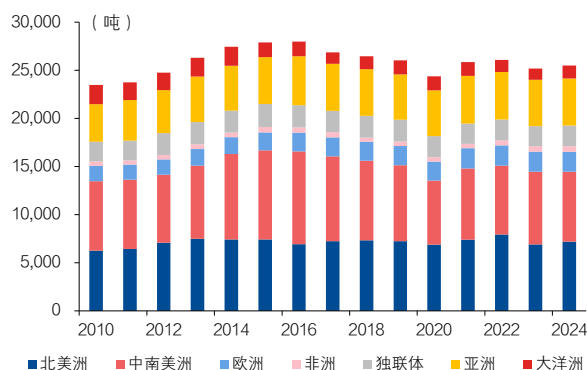
图28、2024 各矿种矿产白银量占比



数据来源：Metals Focus，兴业证券经济与金融研究院整理

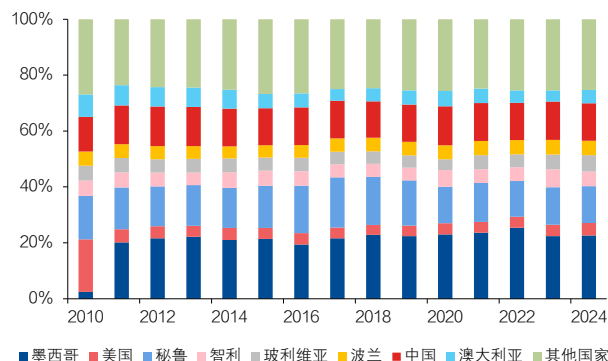
矿山白银供给相对集中，CR10 达到 33%。分地区看，白银主要集中在北美洲和中南美洲，2024 年北美洲、南美洲矿山银产量分别为 0.72、0.73 万吨，占比分别为 28%、29%。分国家看，墨西哥、中国、秘鲁三国的产量占比较高，2024 年产量分别为 0.58、0.34、0.34 万吨，占比分别为 23%、13%、13%。分企业看，矿山银主要集中在 Fresnillo、KGHM、Newmont、Glencore、Codelco 等企业，CR10 占比达到 33%，显示出较高的集中度。

图29、2010-2024 年各大洲白银供给变化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2010-2024 年各国矿山白银供给占比变化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、2024 年全球白银矿业企业 CR10 达到 33%

序号	企业名称	2020	2021	2022	2023	2024	Y/Y
1	Fresnillo	50.3	50	51.1	53.5	54.3	1.5%
2	KGHM Polska Miedz	43.5	43.9	42.7	45.9	43.1	-6.1%
3	Newmont	27.8	31.4	29.7	18	33	83.3%
4	Hindustan Zinc	21.6	22.2	22.3	23.8	22.5	-5.5%
5	Pan American Silver	17.3	19.2	18.5	20.4	21.1	3.4%
6	Southern Copper	21.5	19	18.6	18.4	21	14.1%
7	CODELCO	24.6	23.6	19.2	19.2	19.9	3.6%
8	Polymetal Intl.	18.8	20.4	21	17.7	19.4	9.6%
9	Glencore	32.8	31.5	23.8	20	19.3	-3.5%
10	Industrias Peñoles	12.3	14.5	15.9	18.9	16.3	-13.8%
11	Hecla Mining	13.5	12.9	14.2	14.3	16.2	13.3%
12	Volcan Cia Minera	12.1	15	14.3	15.2	13.9	-8.6%
13	BHP	12	12.5	11.7	11.8	13.2	11.9%
14	South32	11.6	14.4	12.3	13	12.2	-6.2%
15	Nexa Resources	8.8	10	10	10.3	11.7	13.6%
16	Coeur Mining	10.1	10.1	9.8	10.3	11.4	10.7%
17	Boliden	11.4	11.9	12.1	10.4	11.2	7.7%
18	SSR Mining	-	-	8.4	9.7	10.5	8.2%
19	San Cristobal Mining	-	-	-	12.6	16.8	33.3%
20	Buenaventura	-	-	-	8	14.7	83.8%
	世界矿产银总量	783.80	830.80	839.40	812.70	819.70	0.9%
	CR5	20%	20%	20%	20%	21%	
	CR10	35%	33%	31%	31%	33%	

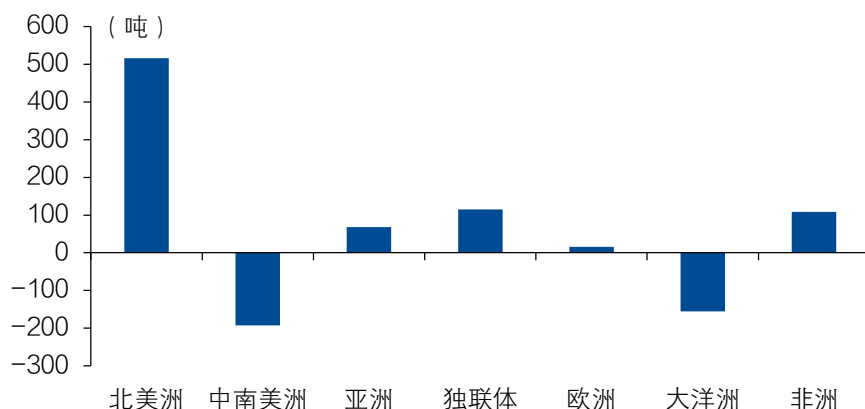
数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 短期供给增量较少，长期供给增长有硬约束

短期来看，白银矿山新增项目产量有限。梳理全球增量矿山，分为 Prefeasibility、Feasibility、Under Construction 三个阶段，Prefeasibility 矿山共计 23 座，2025 年可以投产的矿山预计有 12 座，预期满产产量 1228 吨；Feasibility 矿山共计 35 座，2025 年投产的矿山约 16 座，预期满产产量 1089 吨；Under Construction 矿山仅有 8 座，2025 年预计投产 5 座，预期满产产量 224 吨。

在产矿山中，增减不一，整体产量小幅增加。增量方面，智利的 La Coipa 产量可能会恢复到更高的产量水平，Salares Norte 产量将会继续增加，俄罗斯的 Ozeroye 矿山产能利用率提升或许刺激产量增加，墨西哥 Malku Khota 矿或爬产而增加产量，Juanicipio 的产量预计将达到峰值，而 Peñoles 的矿山在 2024 年面临运营挑战后将恢复满负荷生产，同时 Terronera 项目将投入使用。减量方面，澳大利亚的 Cannington 和 Dugald River 矿山产量会继续下降，秘鲁的 Cerro Lindo 和 El Porvenir 矿山因为铅锌产量的下降导致伴生银的产量下降。2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9%至 2.6 万吨。

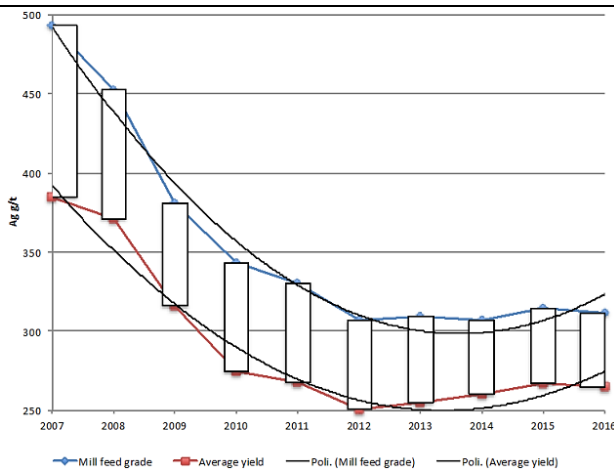
图31、2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9%至 2.6 万吨



数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

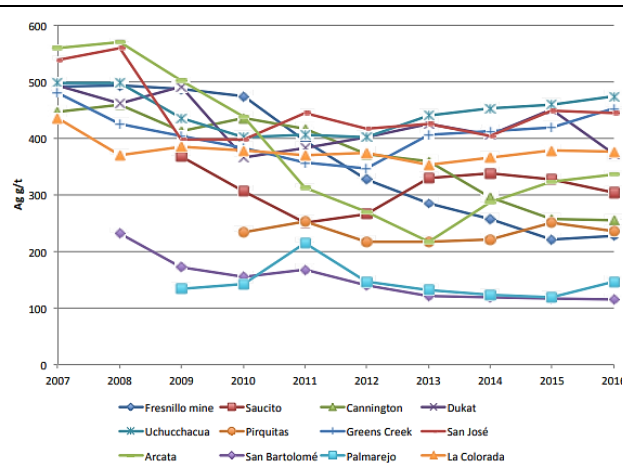
独立银矿品位下降明显，产量整体呈收紧趋势。2014-2024 年，全球矿山银产量年均复合增速为-0.7%，显示出中长期的产量制约。2024 年，虽然全球矿产银产量小幅增长，但是全球矿产银生产前列企业在 2024 年多数都出现了产量下降的情况，前 30 大产银矿山产量共计 329.7 百万盎司，占比 40%，其中仅有 10 座矿山有量增，13 座矿山出现不同程度的产量下滑，另有 7 座矿山维持产量不变。过去 10 年，产量不断下滑的主要原因是白银矿山品位下降、储量减少、成本抬升、新项目少等。资源禀赋下降与利润的下降导致较低的生产意愿，白银供给长期有望处于收紧态势。Marcello Ruberti (2018) 将世界上最大的 12 个白银矿山为样本，发现白银品位在 2007 年至 2016 年中逐渐下降，下降幅度达 35%左右，以致于矿产银量也逐年下跌。

图32、银矿品位与平均产量变化



数据来源：《Are the World-Leading Primary Silver Mines Exhausting?》Marcello Ruberti (2018)，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、12个矿山的品位变化



数据来源：《Are the World-Leading Primary Silver Mines Exhausting?》Marcello Ruberti (2018)，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、全球前30大矿山产量变化（百万盎司）

排序	矿山	国家	股权结构	2020	2021	2022	2023	2024	Y/Y
1	KGHM Polska Miedz	Poland	KGHM Polska Miedz (100%)	39.2	41.9	42.3	41.1	41	-0.2%
2	Peñasquito	Mexico	Newmont (100%)	30.9	34.2	32.4	18	33	83.3%
3	Dukat	Russia	Polymetal International (100%)	18.2	18.8	18.3	14.9	14.6	-2.0%
4	Antamina	Peru	Glencore (33.75%) / BHP (33.75%) / Teck Resources (22.5%)	16.4	18.2	14.7	11.6	11.4	-1.7%
5	Sindesar Khurd	India	Hindustan Zinc (100%)	17.3	17.7	17.9	19	18	-5.3%
6	San Julian	Mexico	Fresnillo (100%)	13.3	16.8	14.3	13.4	11.8	-11.9%
7	Cannington	Australia	South32 (100%)	11.6	14.4	11.7	12.4	11.6	-6.5%
8	Saucito	Mexico	Fresnillo (100%)	15.5	12.4	12	12.1	14.5	19.8%
9	San Cristobal	Bolivia	Sumitomo Corporation (100%)	5.4	12.1	9.2	8.1	16.8	107.4%
10	Fresnillo	Mexico	Fresnillo (100%)	13.1	12	13.6	12.8	10.2	-20.3%
11	Collahuasi	Chile	Glencore (44%) / Anglo American (44%) / Mitsui & Co (12%)	13	9.6	7.6	9.2	8.3	-9.8%
12	Greens Creek	United States	Hecla Mining Company (100%)	10.5	9.2	9.7	9.7	8.5	-12.4%
13	Ministro Hales	Chile	Codelco (100%)	8.4	9.1	7.6	6.8	6.5	-4.4%
14	Garpenberg	Sweden	Boliden (100%)	7.9	8.8	8.8	7.4	8.2	10.8%
15	Chuquicamata	Chile	Codelco (100%)	10	8.5	7.1	7.8	8.2	5.1%
16	Puna	Argentina	SSR Mining (100%)	5.6	8	8.4	9.7	10.5	8.2%
17	San Dimas	Mexico	First Majestic Silver (100%)	6.4	7.6	6.2	10.3	10.3	0.0%
18	Cerro Los Gatos	Mexico	Gatos Silver (70%) / Dowa Metals and Mining (30%)	4.2	7.6	10.3	9.2	9.7	5.4%
19	Yauli	Peru	Volcan Compañía Minera (100%)	5.3	7.4	6.7	7.8	7	-10.3%
20	Palmarejo	Mexico	Coeur Mining (100%)	6.3	6.8	6.7	6.6	6.8	3.0%
21	Toromocho	Peru	Chinalco (100%)	5.7	6.6	6.5	7.4	7.1	-4.1%
22	Red Dog	United States	Teck Resources (100%)	6.5	6.6	6.5	7.1	7.3	2.8%
23	San Jose	Mexico	Fortuna Silver Mines (100%)	6.2	6.4	5.8	5.8	5.8	0.0%
24	Inmaculada	Peru	Hochschild Mining (100%)	4	6.2	5.9	6.4	6.4	0.0%

25	El Brocal	Peru	Buenaventura (61.43%) / Private & Other (38.57%)	3.7	6.2	6.2	6.2	6.2	0.0%
26	Tizapa	Mexico	Industrias Peñoles (51%) / Dowa Mining Corporation (39%) ⁵	6	6	5.7	5.8	5.7	-1.7%
27	Grasberg	Indonesia	Government of Indonesia (51.2%) / Freeport McMoRan (48.8%)	3.6	5.9	6.3	6.5	6.9	6.2%
28	Jiaman	China	China Gold International Resource (100%)	7.3	5.7	5.7	5.7	5.7	0.0%
29	Ying	China	Silvercorp Metals (77.5%) ⁵	5.2	5.7	6.3	5.6	5.6	0.0%
30	Cerro Moro	Argentina	Yamana Gold (100%)	5.4	5.6	6.1	6.1	6.1	0.0%

数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

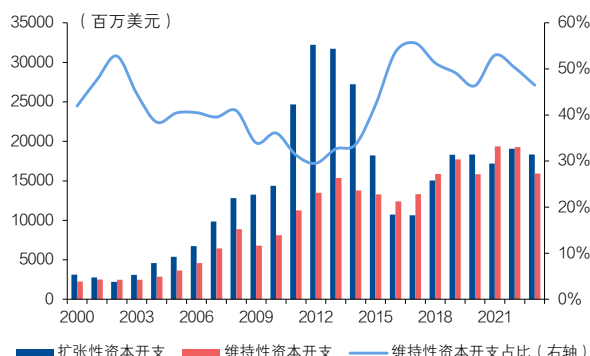
长期视角看，铜、铅、锌矿山的增量短缺或许是白银产量难以增长的关键。国际铅锌研究小组的数据显示，2024 年，全球铅产量同比增长 2%，而锌同比下降 3%，根据 USGS，2024 年全球铜矿产量 2300 万吨，同比+1.8%。短期看，2024 年，铜、铅、锌矿冶炼费用持续下降，反应出矿端供应紧缺的现象。从长期看，铜、铅、锌矿的资本开支不足是导致未来供应缺口产生的关键原因，以铜矿为例：

2000 年以来，铜资本开支扩张周期经历过两轮。2002-2013 年为第一轮，伴随中国工业化与城镇化，铜价加速上涨，全球 496 座铜矿资本开支从 52.7 亿美元达到峰值 471 亿美元，CAGR 达到 23%，对应后续 2016-2017 年产能集中释放。2016 年-现在为第二轮，2016-2021 年房地产去库存，2021 年以来新能源逐渐支撑铜的需求，铜价再次创历史新高并刺激新一轮资本开支，截至 2023 年数据，2023 年全球 496 座铜矿资本开支总额为 343 亿美元，2016-2023 年 CAGR 为 6%。

资本开支领先铜矿产能释放 4-5 年时间，本轮资本开支总量与结构均不足，总量看，本轮资本开支仅为 2013 年的 81%，结构看，维持型资本开支占比较高，在 50%左右。

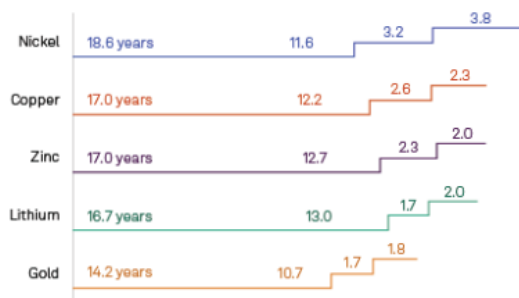
矿山投产时间不断延长，2025 年后矿山从发现到生产将需要 27.9 年时间。据 S&P Global 统计，全球 214 矿山从发现到生产平均耗时 15.5 年，其中勘探、可行性研究等平均耗时 11.3 年，可行性研究通过后建设准备 2.1 年，基建到矿山生产平均耗时 2.1 年。2000 年至 2009 年期间矿山从发现到生产的平均耗时为 10.6 年，并且一直稳步增长至今。2020-2024 年期间矿山从发现到生产时间跃升至 17.8 年，主要原因在于矿山勘探、许可和研究耗时的增加，以及由于获得融资和施工许可证所花费的时间增加，导致可行性研究结束和施工开始之间的时间间隔的延长。根据 S&P Global 预测，2025 年后矿山从发现到生产将需要 27.9 年时间，其中勘探、可研 19.4 年，建设准备 7 年，基建 1.6 年。

图34、铜矿前期资本开支不足或将导致产量下降



数据来源：S&P，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、矿山投产周期不断延长



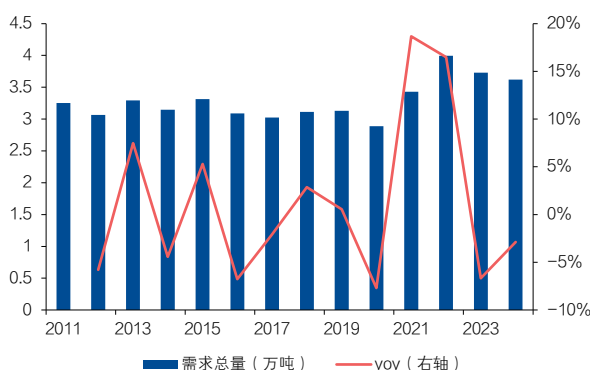
数据来源：S&P，兴业证券经济与金融研究院整理

矿产银的地质构造结构使得银矿产量受制于铜、铅、锌矿的产能周期，铜、铅、锌矿的前期资本开支不足、投产周期延长、勘探投入降低等从中长期维度上限制主矿产量的增加，进而使得银矿增量受限。

（三）需求端：工业需求为主，光伏领域需求贡献新动能

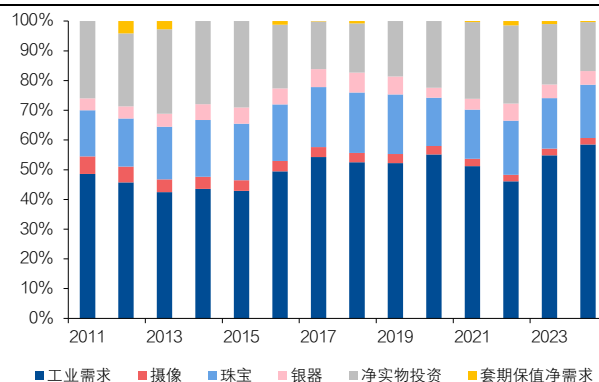
白银实物需求里，工业需求占比最大，其次是珠宝银饰、银器和投资需求，长期看白银需求呈缓慢增长趋势。2014-2024 年，白银总需求年复合增长率为 1.4%，2023 年以来，白银需求开始下降，2024 年白银总需求进一步下降至 3.62 万吨，同比下降 2.9%。2024 年，工业、摄像、珠宝、银器、净实物投资、套期保值净需求分别为 2.12、0.08、0.65、0.17、0.59、0.01 万吨，分别同比+4%、-7%、+3%、-2%、-22%、-62%，占总需求比例为 58%、2%、18%、5%、16%和 0%，白银的实物投资、银器、摄影需求出现下降，而工业需求则创下了新高，工业需求对于白银总需求来讲较为重要。

图36、白银近年需求呈现小幅下降趋势



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、2014 年以来白银需求占比变化

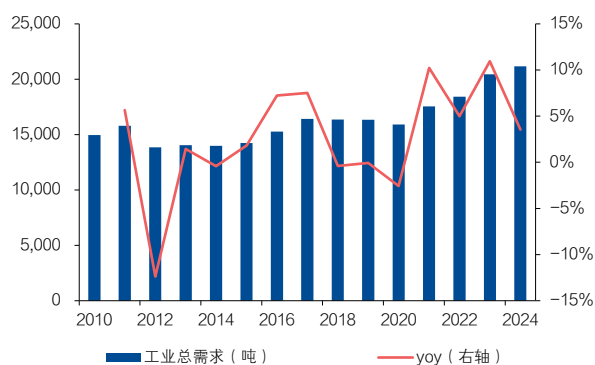


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

工业需求是白银需求的主要部分，2024 年工业需求量为 2.12 万吨，同比增加 3.6%，在白银需求中占比 58%。工业需求分为电子电力需求、钎焊合金及焊料、其他需求，2024 年依次占比为 68%、8%、25%，电子电力需求一直是工业需求的主要

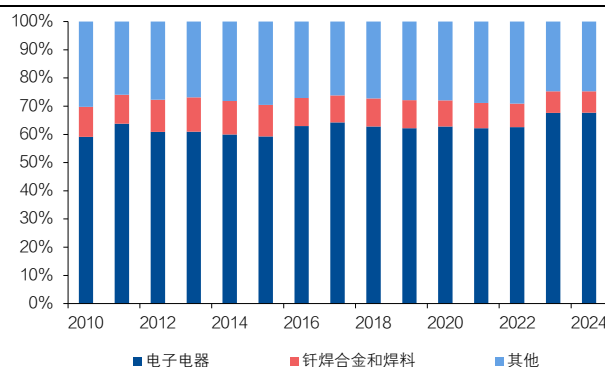
部分，近十年间占比一直在 60%以上，较为稳定。2024 年工业需求增长主要得益于光伏和汽车行业带来的绿色经济结构性收益，以及电网基础设施的发展。同时，与人工智能相关的应用推动了消费电子产品出货量的增长，进一步带动白银需求。然而，光伏行业在银浆替代方面取得显著进展，导致白银含量急剧下降，这使得工业总需求增长率从 2023 年的 11%放缓至 2024 年的 4%。

图38、2024 年工业需求同比增长 5.36%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、近十年电子电力需求占比 60%以上

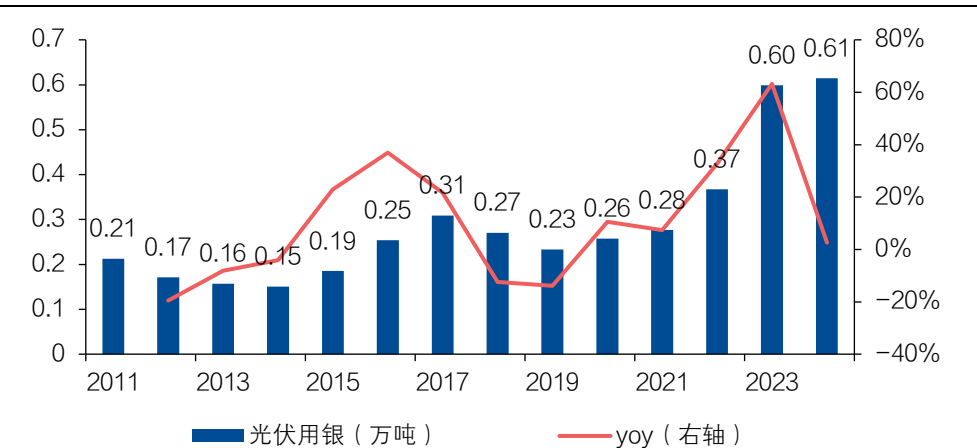


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

光伏需求是电子电力需求增长的重要推动力。光伏银浆上游主要是银粉等原材料，银粉占光伏银浆原材料成本结构比例达 98%。2024 年光伏用银 0.61 万吨，同比增加 3%，在工业需求中占比从 2014 年 11%到 2024 年 29%，规模不断扩大。2016 年黑硅与 PERC 技术降本提效，光伏用银同比增加 37%，2023 年光伏装机量创下历史新高，光伏用银同比增加 63%，2024 年出于组件价格下降，企业降库存的需求，光伏组件和电池片产量不及装机量增速，光伏用银仅同比增加 3%。

光伏用银短期大幅替代风险较小。在光伏产业技术更新与产业链降成本的趋势下，光伏用银结构正发生变化，目前市场上的替代技术主要有电镀铜、银包铜、纳米铜浆、铝浆四种，其中 HJT 电池的银包铜技术较为领先。引用兴业证券电新组报告《聚和材料：光伏浆料龙头企业，少银/无银化驱动技术变革》关于光伏用银的假设，一方面全球新增光伏装机量在逐年增加，另一方面 HJT 银包铜电池渗透率的增长需要时间，因此，2025-2030 年光伏用银的需求量仍在稳健增长，其中 2025-2027 年仍有 5%以上的增速。

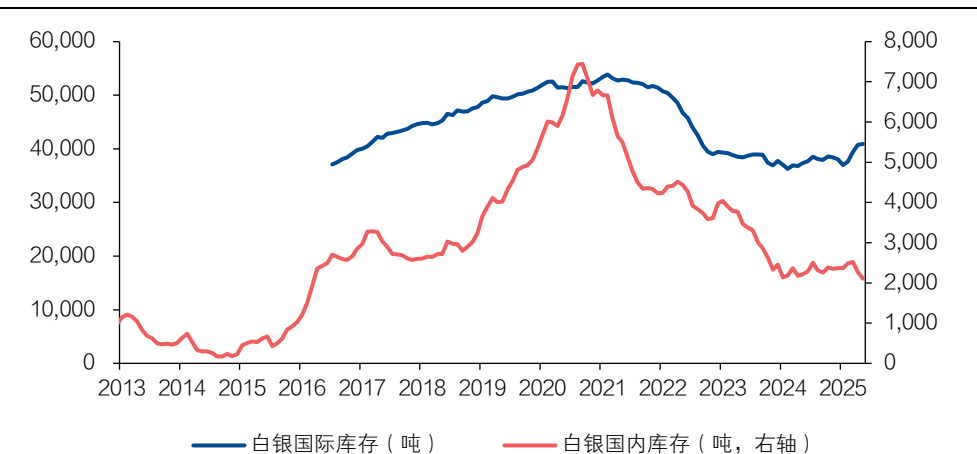
图40、2011年以来光伏用银量逐年增加



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年以来，白银库存去化基本完成，短期显性和隐性库存以及回收二次供应均处于较低位置，我们认为白银的供需缺口对价格的影响力度逐渐变大，价格变动趋向敏感。2021 年起白银库存表现为去化后趋于平稳。2021 年 2 月，库存达到近年高点 5.4 万吨，全球显性库存开始下降，2024 年 2 月起，库存趋于平稳，达到 3.6 万吨，去库幅度 33%，2024 年 2 月-2025 年 5 月，库存存在 3.6-4.1 万吨之间波动，我们认为，这或许表明全球白银显性库存去化基本完成，截至 2025 年 5 月，全球显性库存总量为 4.09 万吨，库销比为 1.14。

图41、白银库存或完成去化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、全球白银供需平衡表（万吨）

	2025E	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
供给端										
矿山产量	2.60	2.55	2.53	2.61	2.58	2.44	2.60	2.65	2.69	2.80
再生银	0.60	0.60	0.57	0.60	0.59	0.56	0.51	0.50	0.50	0.49
净套期保值供应	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04	0.00	0.00	0.00
政府部门净售额	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总供应量	3.21	3.16	3.10	3.22	3.18	3.03	3.16	3.15	3.19	3.29

需求端

工业用银	2.11	2.12	2.04	1.84	1.75	1.59	1.63	1.64	1.64	1.53
工业用银：光伏	0.61	0.61	0.60	0.37	0.28	0.26	0.23	0.27	0.31	0.25
摄影用银	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.10	0.10	0.10	0.11
珠宝	0.61	0.65	0.63	0.73	0.57	0.47	0.63	0.63	0.61	0.59
银器	0.14	0.17	0.17	0.23	0.13	0.10	0.19	0.21	0.18	0.17
实物投资	0.64	0.59	0.76	1.05	0.88	0.65	0.58	0.52	0.48	0.66
净对冲需求	0.00	0.01	0.04	0.06	0.01	0.00	0.00	0.02	0.00	0.04
总需求量	3.57	3.62	3.73	3.99	3.43	2.89	3.13	3.11	3.03	3.09
商品供需缺口	-0.37	-0.46	-0.62	-0.78	-0.25	0.14	0.03	0.04	0.16	0.20
ETPs 净投资	-0.22	-0.19	0.12	0.37	-0.20	-1.03	-0.26	0.07	-0.02	-0.17
供需平衡（除 ETPs 外）	-0.58	-0.65	-0.51	-0.41	-0.45	-0.89	-0.23	0.11	0.14	0.03

数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

四、锡：锡价中枢长期上移

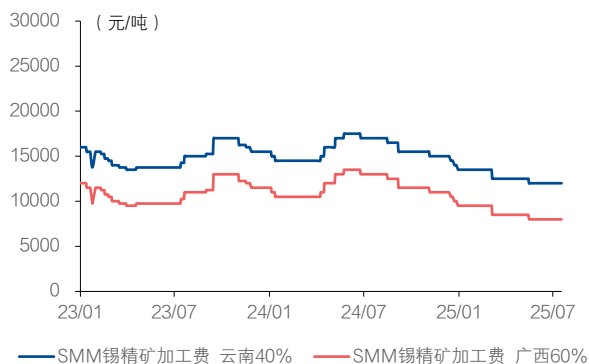
年初以来供给扰动推升锡价，后受关税及复产影响回落。年初由于刚果（金）M23 扰动不断，叠加宏观情绪向好及金三银四旺季，锡价整体偏强运行。2025 年 3 月 13 日刚果（金）Alphamin 公司受武装叛乱影响宣布停产，推动锡价大幅上行至 29 万元/吨，随后三月底缅甸发生地震，原定复产计划后移，锡价再度上行至近 30 万元/吨。清明节后美国关税落地，叠加 Alphamin 复产冲击，锡价大幅回落至 25 万元/吨，后随关税预期缓和逐步修复至 26-27 万元/吨区间。

图42、2025 年初以来锡价冲高回落，随后维持高位震荡



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、锡精矿加工费降至低位



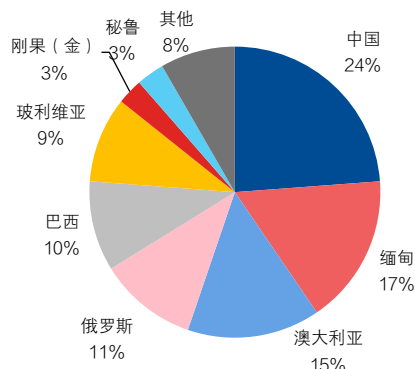
数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）供给端：关注缅甸复产进度

印尼、中国、缅甸为主要锡矿供给地。锡矿在全球范围分布广泛，主要分布于环太平洋的东西两岸，如东南亚、东亚和澳大利亚等国家和地区。由于全球锡矿资源的赋存特点为小型矿床多且分散，很多锡矿资源勘探程度没有达到可计算储量的标准，储量无法得到统计。据 USGS 数据，2024 年全球锡矿储量为 420 万吨，除印尼外主要储量国依次为中国(24%)、缅甸(17)、澳大利亚(15%)、俄罗斯、巴西、玻利维亚，六国储量共占全球储量的 87%。从 2024 年锡矿产量来看，USGS

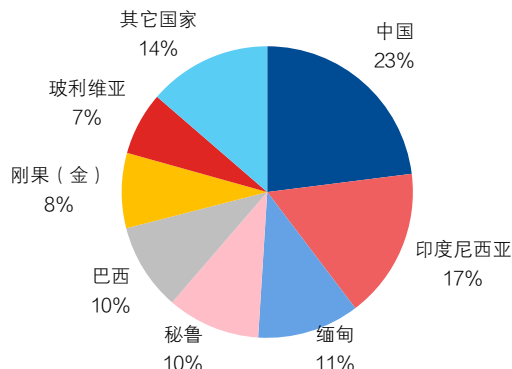
预计全球锡矿产量达到 30 万吨，其中中国锡矿产量为 6.9 万吨，占比 23%，印尼、缅甸、秘鲁、巴西、刚果(金)锡矿产量分别为 5.2 万吨(17%)、3.4 万吨(11%)、3.1 万吨(10%)、2.9 万吨(10%)、2.5 万吨(8%)，六大生产国合计占比为 79%，而马来西亚和泰国由于以往锡矿资源的过度开发，锡矿产量份额不断下降。

图44、2024 年前六国储量占全球储量的 86%



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

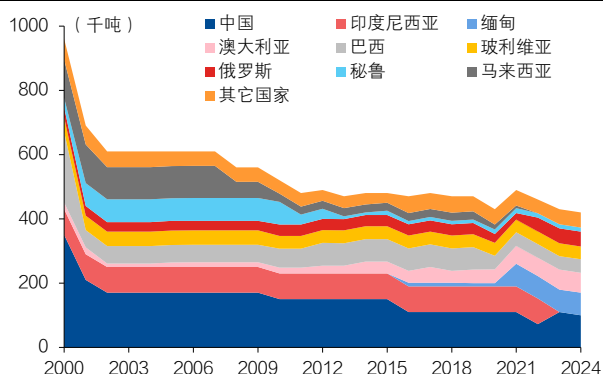
图45、2024 年六大生产国锡矿产量全球占比 79%



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

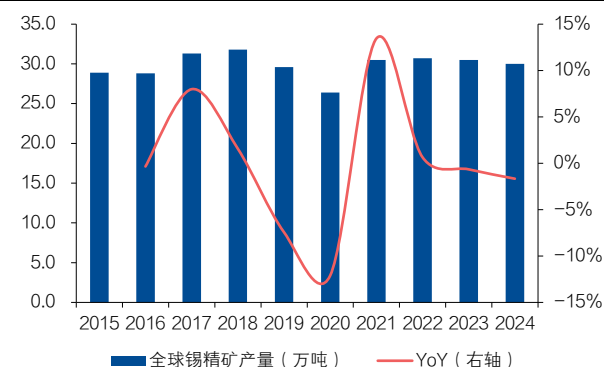
锡资源储量有限，锡矿产量相对平稳。锡是储量持续下降的矿种，近年来全球未新发现的大型矿床，后备资源有限，同时和其他金属相比，锡矿床规模通常较小。40%的锡矿开采是由当地、个人、小规模或手工采矿者开采的。全球在运行的主力锡矿包括中国云锡锡矿、中国银漫矿业、秘鲁圣拉斐尔(San Rafael)锡铜矿、刚果(金) Bisie 锡矿、印尼邦加(Bangka)锡矿、玻利维亚瓦努尼(Huanuni)锡矿和科尔基里(Colquiri) 锌锡矿、马来西亚 Rahman Hydraulic 锡矿以及缅甸瓦邦锡矿。根据 ITA 数据，除 2020 年受疫情影响外，近年来锡矿供应维持 29-32 万吨水平，2023 年以来全球锡供应因秘鲁抗议事件以及瓦邦停产事件等扰动不断，锡矿产量小幅下滑，2024 年全球锡矿产量为 30 万吨。

图46、全球锡储量持续下降



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、全球锡精矿产量

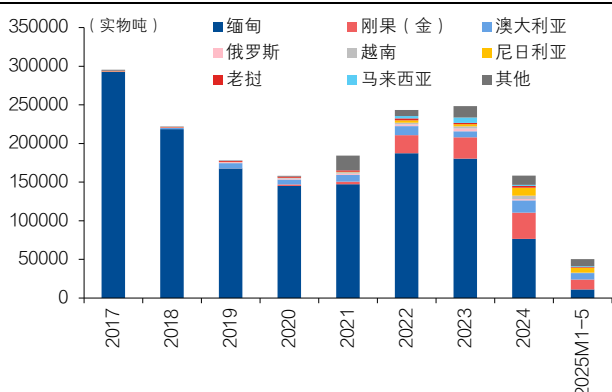


数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

中国锡精矿 40%左右依赖于进口，瓦邦停产刚果(金)进口份额提升，为我国第一大锡矿进口国。国内目前处于地下开采阶段，原矿品位下降，导致国内采选

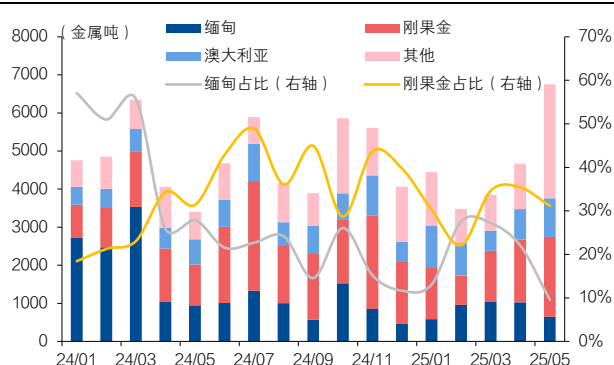
成本加大，且高品位矿量逐渐下降，自 2008 年开始我国从传统的锡出口大国转为净进口国。2023 年国内锡矿砂及其精矿进口量为 24.9 万实物吨，折合 6.6 万金属吨，同比增长 2.21%，其中缅甸为我国最大锡矿进口国，进口 18.1 万实物吨占比约 73%，刚果（金）进口 2.8 万实物吨占比约 11.1%，已经成为我国锡矿进口第二来源国，除此之外锡矿进口来自澳大利亚、俄罗斯等国家。受厄邦停产影响，2024 年国内锡矿砂及其精矿进口量为 15.9 万实物吨，同比下滑 36.11%，其中缅甸进口下滑 58%至 7.64 万实物吨，占比大幅下滑至 48%，刚果（金）进口增长 24%至 3.42 万实物吨，占比提升至 21%。从金属吨来看，2024 年国内共进口 5.76 万金属吨，其中自缅甸进口 1.75 万金属吨，占比 30%；自刚果（金）进口 1.97 万金属吨，占比 34%，在 21 个国家中排名第一。

图48、缅甸及刚果（金）为中国主要锡精矿进口国



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、全球锡精矿产量



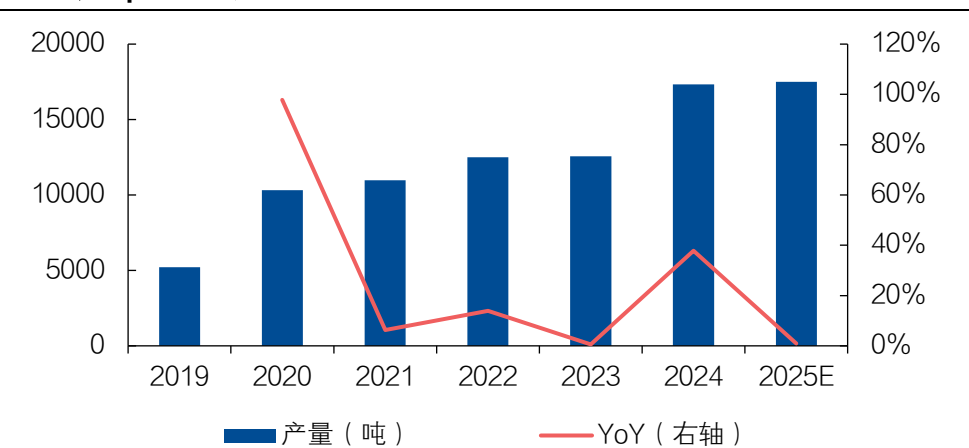
数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 刚果（金）：停产风波已平，年内指引下调。

刚果（金）是全球重要的锡矿产区，Bisie 矿为主力矿山。Alphamin 旗下 Bisie 矿山分为 Mpama North 和 South 两个矿区，该矿山品位较高，24Q4 锡品位高达 3.0%，选矿回收率提高 2 个百分点至 75.1%，成本位于 25%分位线以下。同时公司产量增长较快，2024 年实现锡产量 1.7 万吨，同比增长 38%，据 USGS，2024 年全球锡产量为 30 万吨，Alphamin 占比达 6%。

Alphamin 已复产，年内生产指引下调。自年初以来非国家武装组织 M23 占领了刚果（金）东部北基伍（North Kivu）和南基伍（South Kivu），2025 年 3 月 13 日，由于叛乱分子向西推进到矿区和距离矿区 110 公里以内，Alphamin 公告暂时停止采矿作业。2025 年 4 月 9 日，公司宣布在叛乱分子从 Walikale 镇向东撤离马西西后开始分阶段恢复运营，2025 年 4 月 15 日开始分阶段恢复锡生产。受停产影响，2025 全年锡生产指引由 20,000 吨下调至 17,500 吨。公司 2025 年一季度锡产量/销量为 4,270/3,863 吨，二季度锡产量/销量为 4,106/4,587 吨，产量环比出现小幅下滑，上半年实现产量合计 8376 吨。若下半年公司单季度产能能够达到目标产量 5000 吨，全年产量有望完成下调后的生产指引。

图50、Alphamin 产量



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 缅甸：佤邦复产不及预期，关注复产进度

此前佤邦复产进度不及预期。缅甸原定4月1日召开的复产前交流座谈会议，后因缅甸3月底强震取消。4月23日上午，佤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，明确了曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证的流程，最新的《曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证》文件内矿硐和选厂的收费标准较此前大幅提高。据ITA，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，相比之下，资金雄厚的大型企业则更具优势，新规或推动曼相矿区资源向规模化、集约化方向发展。成本方面，关键物资成本激增，炸药、选矿药剂等核心采矿与选矿物资采购成本同比大幅上涨，且三年管理费将显著推高矿山整体开采成本。品位方面，原矿品位显著下降，资源质量面临严峻挑战。此外，受长达两年的停产影响，矿山库存重建需求迫切，历史库存已消耗殆尽，需严控发运量并逐步重建库存，直至年底累库完成。

3. 总结：矿端供应紧张逐步缓解，但年内增量仍有限

刚果（金）及缅甸复产持续推进，但预计年内增量有限。目前随刚果（金）Bisie矿复产，缅甸佤邦复产会议明确采矿许可流程，预计锡矿供应紧张情况将有所缓解，锡矿进口量有望逐步回升。但是刚果（金）Alphamin公司受停产影响，年内生产指引由2万吨下降至1.75万吨，同比2024年持平；同时缅甸复产进度不及预期，年内增量或在0.5万吨左右。

受资源及资本开支限制，全球锡矿新增供给增量有限。在产矿山方面，目前传统主产区资源品质下降，开采成本中枢逐步上移，矿山产量呈现不同程度下滑趋势，资源稀缺问题凸显。新增矿山方面，全球锡矿资本开支不足，导致开采投资周期长、开发周期时间长、勘查成果有限，加之近年来金属价格剧烈波动、海外资金

成本高企等因素影响，一定程度抑制了矿山开发投资意愿及矿山项目投产进度，2026 年之前全球锡矿新增产能投产较少。从目前规划的新项目来看，预计 2025-2026 年全球锡矿供给新增产能分别为 1100、7250 吨，主要来自于刚果（金）、中国等国家。

表13、2025-2026 年新增锡矿增量有限（单位：吨）

国家	公司	项目名称	预计投产时间	新增实际产能（吨/年）			备注
				2024	2025E	2026E	
刚果(金)	AVA 矿产公司	Manono	2023 年	500	450		预计增量 1400 吨/年
	Alphamin Resources	Mpama South	2024 年	4800	150	2500	2024 年 4 月投产后公司产量由 1.25 万吨增加至 2024 年的 1.73 万吨，2025 年产量指引为 1.75 万吨，后续年产能增长至 2 万吨
中国	维拉斯托	维拉斯托	2026 年以后				锂锡矿，2025 年 4 月获颁采矿许可证，一期建设 240 万吨年采选项目，二期打造 1000 万吨/年锂锡矿露天采选工程
	兴业银锡	银漫技改	2023 年	1000	500		2023 年 7 月技改已完成
		银漫二期	2027 年				目前推进征地手续，项目建设期为 1-2 年
澳大利亚	MetalX	Rension Bell	2024 年	500			2023 年产量为 9532 吨，更新后矿山寿命延长至 2035 年，年产量超过 10000 吨
		Rentails	2027 年				计划 2026 年进行最终投资决策，建设窗口期为 12-18 个月，预计年产锡约 5400 金属吨
	Aurora Metals	Mt Garnet	2026 年以后				Aurora Metals2024 年被清算，矿山成为废弃矿山
	Venture	M Lindsay	2026 年以后				预计年生产 2600 吨锡精矿
	Stellar Resources	Heemskirk	2026 年以后				2025H2 完成预可研，年生产 3000-3500 吨锡
	Firsr Tin	Taronga	2027 年				预计 2026-2027 年投产，年产 3600 吨锡精矿
	Elementos	Cleveland	2027 年				预计 2027 年投产，年产 2000 吨精矿
	Firsr Tin	Gottesberg	-				
德国		Tellehauser	2027 年				预计 2027 年投产，年产 3000 吨锡精矿
秘鲁	Minsur	Nazareth	-				
		Santo Domingo	2026 年以后				2025 年 2 月批准扩建
英国	Tungsten West	Hemerdon	2025 年				目标是 2025 年下半年恢复生产
	Cornish Metals	South Crofty	2027 年				预计将于 2025 Q3 完成矿山脱水，2026 年底投产，预计投产首年产量接近 4000 吨，投产第 2-6

					年产量约 4700 吨
纳 米 比 亚	Andrada Mining	UIS	2022 年	300	第一阶段已完成, 预计到 2029 年产量增加 5000 吨/年
巴 西	Auxico Resources	Massangana	2023 年	900	2023Q2 投产
西班牙	Elementos	Oropesa	2027 年		2025 年 4 月提交采矿权申请, 预计 2027 年底投产, 年产量为 3405 吨
摩洛哥	Atlantic Tin	Achmmach	2026 年	1000	预计 2026H2 投产, 满产后年产 3700 吨, 最高可达 5000 吨
哈 萨 克 斯 坦	TIN ONE	Syrymbet	2025 年	3750	预计增量为 7500 吨
加 拿 大	Avalon Advanced Materials	EastKemptville	2026 年以后		预计增量为 700 吨, 2019 年土地所有权被拒绝使用, 矿区已关闭
俄罗斯	Seligdar	Pyrkakay	2028 年		计划 2028 年开始开采, 计划到 2030 年年产 14000-16000 吨锡
合计				8000 1100 7250	

数据来源: ITA, SMM, Mysteel, 各公司公告, 各公司官网兴业证券经济与金融研究院整理

因此整体来看, 短期内刚果(金)及缅甸复产或将缓解全球锡矿供应紧张情况, 但长期看锡矿供给约束仍然较强。

表14、2025 年锡矿供应 (单位: 万吨)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国	9.0	7.1	7.0	6.9	7.0	7.2
印尼	7.0	7.0	6.9	5.0	5.5	5.5
缅甸	3.7	4.7	4.0	3.4	3.8	4.3
秘鲁	2.7	2.8	2.6	3.1	3.1	3.1
刚果(金)	1.7	1.9	1.9	2.5	2.5	2.7
其他国家	6.4	7.2	8.1	9.1	9.4	9.9
锡矿合计	30.5	30.7	30.5	30.0	31.3	32.7
再生锡及库存	7.6	6.8	6.5	7.1	7.1	7.1
供给合计	38.1	37.5	37.0	37.1	38.4	39.8

数据来源: USGS, ITA, 锡业股份年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

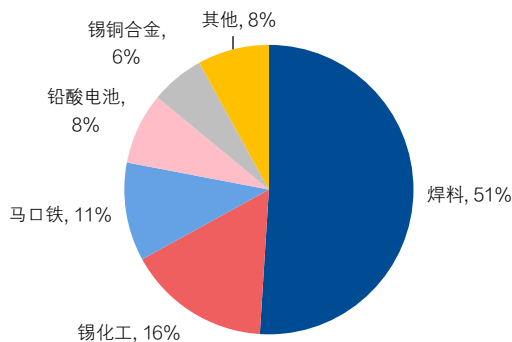
(二) 需求端: 消费电子温和复苏, AI 算力驱动增长潜力

随着锡工业的不断发展, 锡逐渐成为现代工业不可缺少的关键稀有金属, 主要用于生产焊接、锡化工产品、马口铁、电镀、腐蚀科学、材料及锡的其他冶金用途, 被广泛应用于电子、信息、电器、化工、冶金、建材、机械、食品包装以及航天、船舶、燃料、原子能、宇宙飞船等尖端科技领域, 被称之为“工业味精”。

锡焊料为锡主要需求端, 下游主要应用于电子行业。锡下游消费结构中, 锡焊料占比接近一半, 为最大占比应用端。焊锡为熔点低的合金, 在焊接的过程中被用

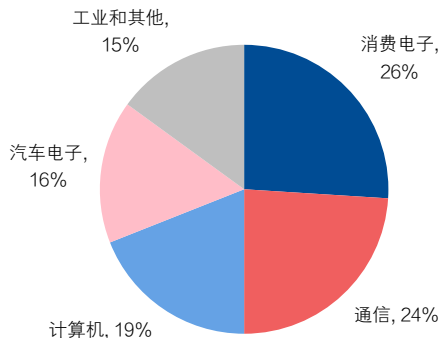
来接合金零件，且熔点必须低于被焊金属，电子产品装配中常常会用到锡焊料。焊料根据形状的不同分位焊锡丝、焊锡条、焊锡膏、焊锡球等，下游应用中消费电子、通信、计算机、汽车电子等电子焊料占焊料需求比例超过 80%，需求主要由半导体支撑。同时未来光伏装机量、新能源车、AI 数据、算力提升等对于锡焊料的需求或将逐步扩大，有望带动锡焊料需求持续增长，贡献锡主要需求增速。

图51、2023 年全球锡下游需求结构



数据来源：ITA，兴业证券经济与金融研究院整理

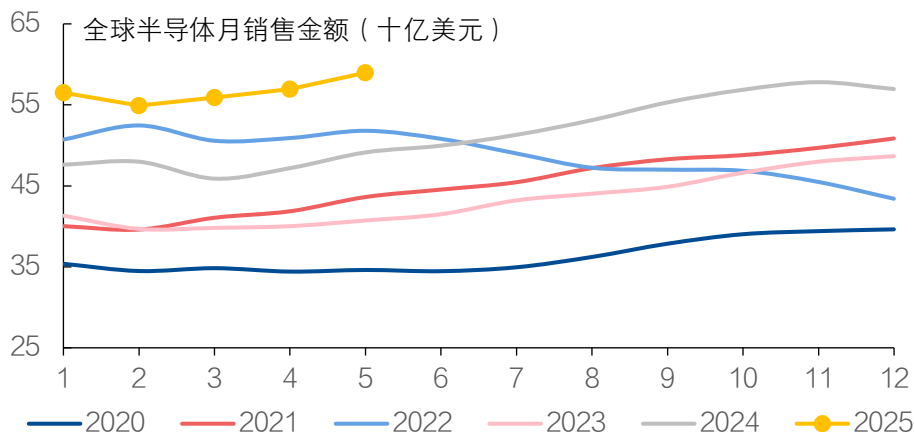
图52、2021 年锡焊料下游主要为消费电子



数据来源：立鼎产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

消费电子温和复苏，关税压力下需求存下行预期。2023 年末以来，全球半导体月销售金额同比转正，消费电子迎来温和复苏，同时国内消费品以旧换新政策持续推行，国补推动消费电子换新热潮，叠加上半年光伏抢装需求，对需求形成支撑。展望远期，ChatGPT 带来算力需求的爆发式增长，人工智能的硬件底层是半导体等电子工业，随着 AI 技术发展的不断深入和扩展，有望进一步带动相关产品耗锡需求增长并成为锡需求的新增长点。

图53、全球半导体月销售金额同比回升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

从库存来看，目前 LME 锡库存降至低位，上期所库存整体呈明显季节性特征，库存相比 2024 年整体呈下降趋势。

图54、中国锡锭社会库存呈季节性变化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、LME 库存持续去化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与估值

关键假设：

矿产锡：(1) 销量：预计 2025-2027 年公司矿产锡销量分别为 0.94/1.2/1.8 万吨，主要考虑银漫一期技改逐步达产，以及银漫二期投产后公司锡产量有望翻倍；(2) 价格：假设 2025-2027 年锡价（含税）分别为 26.5/26.75/27 万元/吨，主要基于锡矿供给增量有限以及消费电子需求温和复苏。

矿产银：(1) 销量：预计 2025-2027 年公司矿产银销量分别为 305/325/345 吨，主要考虑宇邦矿业并表，以及银漫二期投产后公司银产量有望翻倍；(2) 价格：假设 2025-2027 年银价（含税）分别 8500/8800/8800 元/千克，主要基于供给端长期约束以及经济复苏预期下的金银比修复动力。

矿产锌：(1) 销量：预计 2025-2027 年公司矿产锌销量分别为 6/6.2/6.4 万吨，产量较为稳定；(2) 价格：假设 2025-2027 年锌价（含税）分别为 2.3/2.35/2.4 万元/吨。

基于以上假设，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.49/24.46/30.51 亿元。

表15、公司分产品盈利预测

年份	单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
矿产锡	营业收入	14.15	18.80	24.15	36.56
	营业成本	3.89	4.90	6.48	10.08
	不含税单价（万元/吨）	18.59	19.93	20.12	20.31
	营业成本（万元/吨）	5.11	5.20	5.40	5.60
	单位毛利（万元/吨）	13.48	14.73	14.72	14.71
	销量（吨）	7,611.80	9,428.94	12,000	18,000
	毛利率	72.50%	73.91%	73.16%	72.43%
	毛利	10.26	13.89	17.67	26.48
矿产银	营业收入	11.65	19.94	22.02	23.37
	营业成本	3.96	6.10	6.83	7.59

	不含税单价（元/千克）	5,554.35	6544.25	6775.22	6775.22
	营业成本（元/千克）	1,889.61	2000	2100	2200
	单位毛利（元/千克）	3,664.75	4,544.25	4,675.22	4,575.22
	销量（吨）	209.82	304.76	325	345
	毛利率	65.98%	69.44%	69.00%	67.53%
	毛利	7.69	13.85	15.19	15.78
矿产锌	营业收入	9.81	10.94	11.60	12.23
	营业成本	4.78	4.96	5.27	5.44
	不含税单价（万元/吨）	1.66	1.83	1.87	1.91
	营业成本（万元/吨）	0.81	0.83	0.85	0.85
	单位毛利（万元/吨）	0.85	1.00	1.02	1.06
	销量（万吨）	5.93	5.97	6.20	6.40
	毛利率	51.29%	54.69%	54.59%	55.53%
	毛利	5.03	5.98	6.33	6.79
合计	营业收入	42.70	57.18	65.27	79.67
	营业成本	15.82	19.46	22.08	26.61
	毛利率	62.95%	65.98%	66.18%	66.60%
	毛利	26.88	37.72	43.19	53.06
归母净利润（亿元）		15.30	21.45	24.46	30.36
YoY			40.2%	14.0%	24.1%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、公司重点项目扩产计划及产量预测

重要项目	主要产品	矿山分期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
银漫矿业	银、锡	一期	M3 达产	达产			
		二期		建设	建设	H2投产	达产
宇邦矿业	银	扩建			建设	建设	投产
大西洋锡业	锡	一期					Q4投产
重要项目	主要产品	矿山分期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乾金达矿业	铅、锌、银		M6 达产	达产			
融冠矿业	铁、锌						
锡林矿业	锌、铁、铋						
锐能矿业	铅、锌						
荣邦矿业	铅、锌						
唐河时代	铜、镍						
博盛矿业	金		停产	停产	爬产	满产	
合计产量			2023	2024	2025E	2026E	2027E
矿产银（吨）			200	229	305	325	345
矿产锡（吨）			7769	8902	9429	12000	18000
矿产锌（万吨）			5.5	6.0	6.0	6.2	6.4
矿产铅（万吨）			1.6	1.7	1.7	1.7	1.8
矿产铁（万吨）			35.2	33.9	34.0	34.0	34.0

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

敏感性分析：此前在产销量假设下，基于 2025 年锡价均价（含税）26.5 万元/吨、银价均价（含税）8500 元/千克假设，我们预计 2025 年公司归母净利润为 21.49 亿元。根据对银价、锡价的敏感性分析，若 2025 年锡价均价下滑 6%至 25 万元/吨，则公司归母净利润下滑 3%至 20.7 亿元；若 2025 年银价均价下滑 5%至 8100 元/千克，则公司归母净利润下滑 3%至 20.8 亿元。

图57、公司 2025 年业绩对银、锡价格敏感性分析（2025 年 7 月 24 日市值）

2025年归母净利润（亿元）		锡							
银		21.5	25	25.5	26	26.5	27	27.5	28
	7900		19.7	20.0	20.2	20.5	20.7	21.0	21.2
	8100		20.0	20.3	20.5	20.8	21.0	21.3	21.5
	8300		20.4	20.6	20.9	21.1	21.4	21.6	21.9
	8500		20.7	21.0	21.2	21.5	21.7	22.0	22.2
	8700		21.0	21.3	21.5	21.8	22.0	22.3	22.5
	8900		21.4	21.6	21.9	22.1	22.4	22.6	22.9
	9100		21.7	21.9	22.2	22.4	22.7	22.9	23.2
弹性比例		锡							
银			25	25.5	26	26.5	27	27.5	28
	7900		-8%	-7%	-6%	-5%	-3%	-2%	-1%
	8100		-7%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
	8300		-5%	-4%	-3%	-2%	0%	1%	2%
	8500		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
	8700		-2%	-1%	0%	2%	3%	4%	5%
	8900		0%	1%	2%	3%	4%	5%	7%
	9100		1%	2%	3%	5%	6%	7%	8%
PE（倍）		锡							
银		16.1	25	25.5	26	26.5	27	27.5	28
	7900		17.6	17.3	17.1	16.9	16.7	16.5	16.3
	8100		17.3	17.1	16.9	16.7	16.5	16.3	16.1
	8300		17.0	16.8	16.6	16.4	16.2	16.0	15.8
	8500		16.7	16.5	16.3	16.1	16.0	15.8	15.6
	8700		16.5	16.3	16.1	15.9	15.7	15.5	15.4
	8900		16.2	16.0	15.8	15.7	15.5	15.3	15.1
	9100		16.0	15.8	15.6	15.4	15.3	15.1	14.9

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：公司专注银锡主业，在产矿山生产稳定，重点推进银漫矿业 297 万吨/年扩建工程及宇邦矿业 825 万吨/年扩建工程项目建设工作，预计未来银锡产量将进一步提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.49/24.46/30.36 亿元，EPS 分别为 1.21/1.38/1.71 元，7 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 16.1/14.2/11.4 倍。我们选取主业为锡的锡业股份、华锡有色以及主业为银的盛达资源作为可比公司，以 2025 年 7 月 24 日市值计算，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 15.5/12.8/11.1 倍，考虑公司未来产能成长性，维持“增持”评级。

表16、可比公司估值表（2025 年 7 月 24 日市值）

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				PB
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000426.SZ	兴业银锡	346	15.30	21.45	24.46	30.36	22.6	16.1	14.2	11.4	4.2
可比公司											
000960.SZ	锡业股份	311	14.44	23.46	26.76	28.07	21.5	13.3	11.6	11.1	1.6
600301.SH	华锡有色	149	6.58	10.17	11.50	13.15	22.6	14.6	12.9	11.3	3.6
000603.SZ	盛达资源	113	3.90	6.06	8.23	10.37	29.1	18.7	13.8	10.9	3.7
平均								15.5	12.8	11.1	

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：华锡有色、盛达资源盈利预测来自 Wind 一致预期

六、风险提示

在建项目进展不及预期。公司未来产销量增量来自重点在建项目，若在建项目进展不及预期，将影响公司产销量增长，进而影响公司整体盈利水平。

银、锡价格大幅波动。公司属于有色金属行业的上游行业，有色金属属于大宗商品，其价格受国际有色金属价格波动以及国家宏观经济的影响程度较大。有色金属属于周期性较强的行业，如果市场未来发生较大变化而导致产品价格出现较大波动，特别是大幅下跌的情况，将对公司的盈利能力造成重大不利影响。

安全生产风险。自然灾害、设备故障、人为失误都会造成安全隐患。由于采矿活动会对矿体及周围岩层地质结构造成不同程度的破坏，采矿过程中可能存在片帮、冒顶、塌陷等情况，存在安全生产风险。

控股股东债务风险。公司控股股东债务重整已取得实质性进展，目前兴业集团持有公司的全部股份均处于质押状态，需注意相关风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1705	5114	7409	10632
货币资金	1139	4369	6574	9626
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	4	135	154	158
预付款项	5	7	8	9
存货	506	529	594	741
其他	51	74	80	97
非流动资产	10460	10721	11098	11390
长期股权投资	219	219	219	219
固定资产	4326	4801	5215	5560
在建工程	498	578	637	677
无形资产	4124	4050	3967	3874
商誉	193	193	193	193
其他	1100	880	867	867
资产总计	12165	15835	18507	22023
流动负债	3033	3971	4294	4917
短期借款	304	404	434	464
应付票据及应付账款	948	1232	1330	1629
其他	1781	2335	2529	2824
非流动负债	1150	1907	2007	2107
长期借款	740	1040	1140	1240
其他	410	867	867	867
负债合计	4183	5877	6300	7024
股本	1776	1776	1776	1776
未分配利润	3364	5015	6898	9234
少数股东权益	82	82	82	82
股东权益合计	7982	9957	12207	14998
负债及权益合计	12165	15835	18507	22023

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1530	2145	2446	3036
折旧和摊销	555	682	775	859
营运资金的变动	-402	568	202	423
经营活动产生现金流量	1815	3483	3593	4491
资本支出	-662	-1238	-1237	-1234
长期投资	-46	0	0	0
投资活动产生现金流量	-1004	-974	-1250	-1247
债权融资	259	918	130	130
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-23	720	-138	-192
现金净变动	788	3230	2205	3053

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4270	5718	6527	7967
营业成本	1582	1946	2208	2661
税金及附加	256	343	405	494
销售费用	4	6	7	8
管理费用	376	503	587	717
研发费用	94	126	144	175
财务费用	119	169	202	244
投资收益	-10	-13	-13	-12
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	1	-2	-2	-2
资产减值损失	-48	-51	-48	-49
营业利润	1787	2562	2915	3607
营业外收支	-21	-38	-37	-35
利润总额	1765	2524	2878	3572
所得税	263	379	432	536
净利润	1502	2145	2446	3036
少数股东损益	-28	0	0	0
归属母公司净利润	1530	2145	2446	3036
EPS(元)	0.86	1.21	1.38	1.71

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	15.2%	33.9%	14.1%	22.1%
营业利润增长率	57.0%	43.4%	13.8%	23.7%
归母净利润增长率	57.8%	40.2%	14.0%	24.1%
盈利能力				
毛利率	63.0%	66.0%	66.2%	66.6%
归母净利率	35.8%	37.5%	37.5%	38.1%
ROE	19.4%	21.7%	20.2%	20.4%
偿债能力				
资产负债率	34.4%	37.1%	34.0%	31.9%
流动比率	0.56	1.29	1.73	2.16
速动比率	0.39	1.15	1.58	2.01
营运能力				
资产周转率	36.7%	40.8%	38.0%	39.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.86	1.21	1.38	1.71
每股经营现金	1.02	1.96	2.02	2.53
估值比率(倍)				
PE	22.6	16.1	14.2	11.4
PB	4.4	3.5	2.9	2.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn