

## 锡锑共振助力业绩增长，未来增储潜力可期

2025 年 08 月 18 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1，公司实现营业收入 27.87 亿元，同比+23.66%，归母净利润 3.82 亿元，同比+9.49%，扣非归母净利润 3.74 亿元，同比+12.65%。2025Q2，公司实现营业收入 15.43 亿元，环比+23.95%，同比+26.64%；实现归母净利润 2.28 亿元，环比+48.87%，同比+7.83%；实现扣非归母净利润 2.25 亿元，环比+50.63%，同比+8.84%。

➤ **量：2024 年公司金属产量同比稳中有增，受到春节假期叠加冶炼厂检修等影响自产矿销售量或同比小幅下降。**2025H1，公司锡精矿产量约 3273.80 吨，同比-6.18%，销量约 124.34 吨，同比+41.02%；锡锭产量约 6147.02 吨，同比+19.30%，销量约 5781.59 吨，同比+7.39%；锌精矿产量约 2.71 万吨，同比-1.17%，销量约 1.10 万吨，同比-4.67%；锌锭产量约 1.65 万吨，同比+8.47%，销量约 1.65 万吨，同比+8.06%；铅锑精矿产量约 7845.67 吨，同比+4.82%，销量约 6824.97 吨，同比-8.71%；锑锭产量约 408 吨，销售约 170.6 吨。。

➤ **价：锑价同环比显著提升带动业绩稳步增长，锡价较为平稳维持高位。**2025H1，公司综合毛利率为 36.36%，同比-2.56pct。分产品看，2025H1，锡锭毛利率为 24.11%，同比-8.54pct，或因为外购锡矿占比提升；铅锑精矿毛利率为 85.63%，同比+12.49pct，主要系锑价同比大幅上涨；锌锭毛利率为 24.34%，同比-5.24pct，锌精矿毛利率为 46.49%，同比+6.59%；深加工产品毛利率为 18.99%，同比-16.97%。2025H1，公司主要产品价格锡/锑/锌/铅/铜分别为 26.21 万元/吨、18.90 万元/吨、2.31 万元/吨、1.70 万元/吨、7.76 万元/吨，同比分别变动+2.12/+8.31/+0.09/-0.01/+0.27 万元/吨。2025Q2，公司主要产品价格锡/锑/锌/铅/铜分别为 26.33 万元/吨、22.03 万元/吨、2.23 万元/吨、1.69 万元/吨、7.77 万元/吨，环比分别变动+0.25/+6.42/-0.16/-0.03/+0.03 万元/吨。

➤ **资源端布局稳步推进，增储潜力可期。**2025 年 4 月 9 日，公司完成“广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿勘探”探矿权转采矿权合并变更登记，并取得自然资源部颁发变更后的《采矿许可证》，铜坑矿开采矿种为锡矿、锌矿、铅矿（新增锌矿、铅矿），证载规模由原 237.6 万吨/年跃升至 350 万吨/年。2025 年 4 月 27 日，《广西壮族自治区岑溪市佛子冲矿区铅锌矿资源储量核实报告》通过广西壮族自治区自然资源厅评审备案，佛子公司保有铅锌资源矿石储量达 1093.3 万吨，较 2024 年末披露的储量增长 528.55 万吨，增幅达 93.59%。截至 2025H1，铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿保有矿石资源量 8959.10 万吨，保有锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等资源金属量 449.25 万吨。

➤ **投资建议：**公司为锡、锑双龙头，矿产资源储量丰富。公司拥有铜坑矿、高峰矿两大矿山的采矿权，参考 2024 年年报数据，铜坑矿储量锡/锌分别是 3.6/53 万吨，高峰矿储量锡/锑/铅/锌分别是 9.58/10.05/10.70/33.54 万吨，佛子矿储量锌/铅分别是 6.64/5.46 万吨。此外公司共有矿田铜坑矿深部锌多金属矿、大厂矿田羊角尖区锌铜矿、龙口铅锌矿、大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿、冷水塘锌矿 5 个探矿权，未来还有五吉矿存注入预期，仍有进一步增储空间。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 9.84/11.39/13.23 亿元，对应 2025 年 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锡、锑、锌价格大幅波动，安全环保风险，下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 4,631 | 5,412 | 5,830 | 7,410 |
| 增长率 (%)          | 44.7  | 16.9  | 7.7   | 27.1  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 658   | 984   | 1,139 | 1,323 |
| 增长率 (%)          | 87.7  | 49.6  | 15.8  | 16.2  |
| 每股收益 (元)         | 1.04  | 1.56  | 1.80  | 2.09  |
| PE               | 25    | 17    | 14    | 12    |
| PB               | 4.1   | 3.3   | 2.7   | 2.2   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 26.04 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

### 相关研究

1.华锡有色 (600301.SH) 2024 年三季度报点评：锡锑量价双升，业绩同比显著增长-2024/11/01

2.华锡有色 (600301.SH) 2023 年三季度报点评：锡板块量价齐升，业绩同比增长-2023/10/31

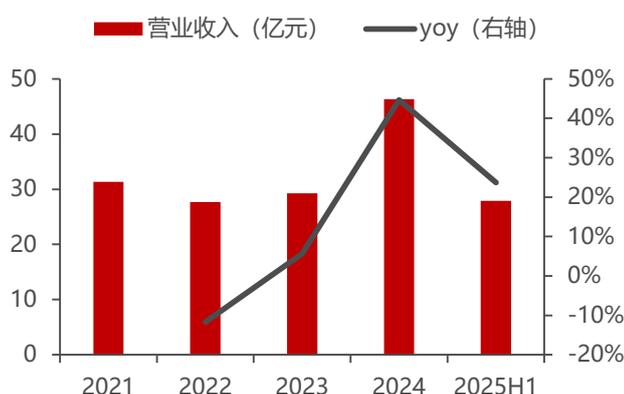
# 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 公司发布 2025 年半年报，单季度业绩实现上市以来新高</b> | <b>3</b>  |
| <b>2 锡铋共振，业绩稳步增长</b>                  | <b>4</b>  |
| 2.1 同比来看，铋价上行驱动利润稳步增长                 | 4         |
| 2.2 环比来看，铋价环比上行驱动盈利增长                 | 8         |
| <b>3 核心看点：锡、铋行业龙头，增储潜力可期</b>          | <b>10</b> |
| 3.1 公司锡、铋行业龙头地位稳固                     | 10        |
| 3.2 需求旺季来临叠加出口政策放松，锡铋有望迎共振行情          | 12        |
| <b>4 盈利预测与投资建议</b>                    | <b>17</b> |
| <b>5 风险提示</b>                         | <b>18</b> |
| <b>插图目录</b>                           | <b>20</b> |
| <b>表格目录</b>                           | <b>20</b> |

# 1 公司发布 2025 年半年报，单季度业绩实现上市以来新高

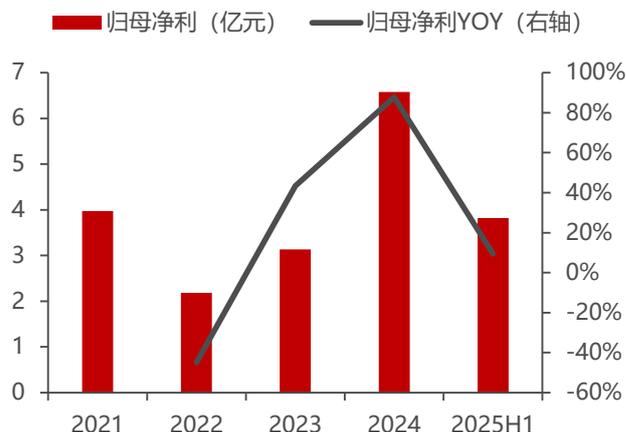
**公司发布 2025 年半年报，单季度业绩实现上市以来新高：**2025 年上半年，公司实现营业收入 27.87 亿元，同比增长 23.66%，归母净利润 3.82 亿元，同比增长 9.49%，扣非归母净利润 3.74 亿元，同比增长 12.65%。分季度来看，2025Q2，公司实现营业收入 15.43 亿元，环比增长 23.95%，同比增长 26.64%；实现归母净利润 2.28 亿元，环比增长 48.87%，同比增长 7.83%；实现扣非归母净利润 2.25 亿元，环比增长 50.63%，同比增长 8.84%。

图1：2021-2025H1 收入 (亿元) 及增速



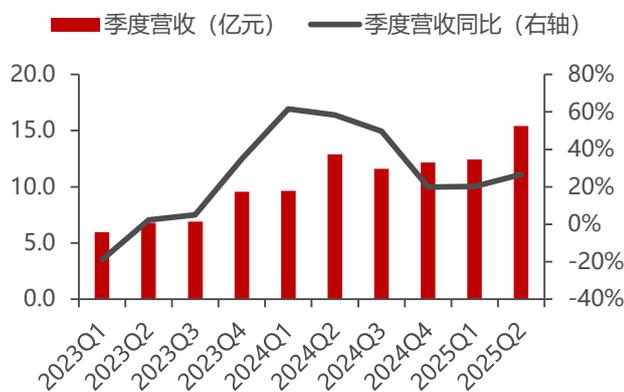
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2021-2025H1 净利润 (亿元) 及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023-2025Q2 季度收入 (亿元) 及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023-2025Q2 季度净利润 (亿元) 及增速



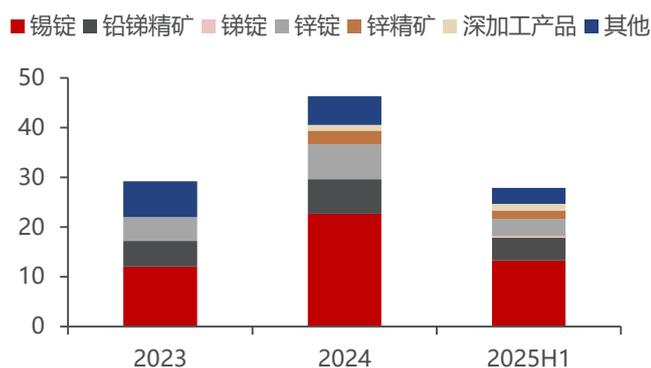
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 锡铟共振，业绩稳步增长

### 2.1 同比来看，铟价上行驱动利润稳步增长

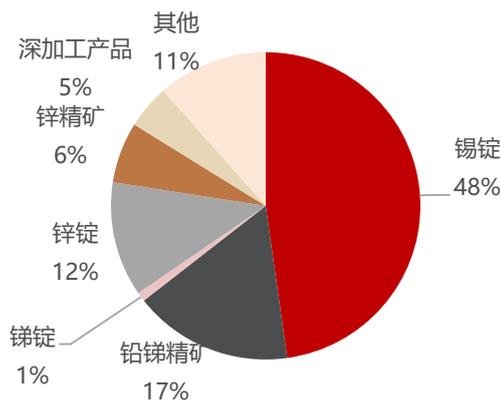
锡、铟、锌业务占据公司营收合计比重达 84%。2025H1，锡产品共实现营收 13.32 亿元，同比增长 18.04%，营收占比 47.77%；铅铟精矿实现营收 4.64 亿元，同比增长 43.43%，营收占比 16.66%；铟锭实现营收 0.27 亿元，营收占比 0.97%；锌铟实现营收 3.37 亿元，同比增长 12.90%，营收占比 12.07%；锌精矿实现营收 1.78 亿元，同比增长 8.92%，营收占比 6.40%；深加工产品实现营收 1.28 亿元，同比增长 86.84%，营收占比 4.61%，主要系公司加大深、新材料研发和市场开发力度，2025H1 培育深、新材料 553 吨，同比增长 71%。

图5：公司分产品营收结构情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

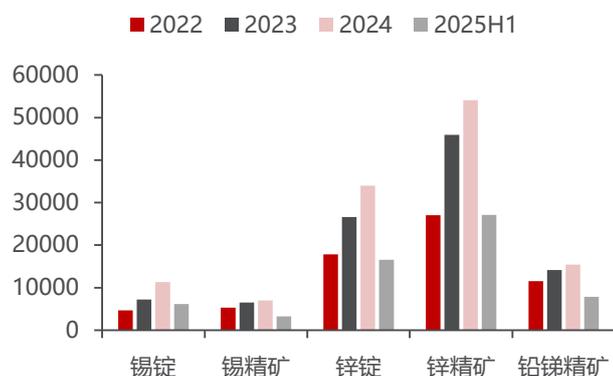
图6：2025H1 公司分产品营收占比结构



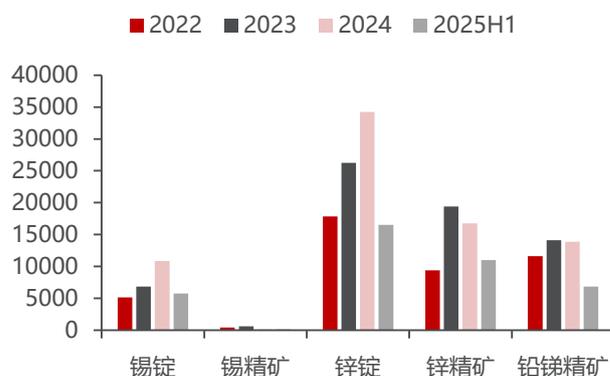
资料来源：ifind，民生证券研究院

公司各类有色金属产量基本保持平稳，受到春节假期叠加冶炼厂检修等影响，自产矿销售量同比小幅下降。2025H1，公司锡精矿产量约 3273.80 吨，同比-6.18%，销量约 124.34 吨，同比+41.02%；锡铟产量约 6147.02 吨，同比+19.30%，销量约 5781.59 吨，同比+7.39%；铟锭产量约 408 吨，销售约 170.6 吨。整体来看，公司科学编排生产计划，统筹资源配置，精准调度春节期间安全稳产与计划性检修之间的衔接，抓好“三级”矿量平衡，着力提高选矿技术和金属回收率，2025H1 完成选矿综合金属量 43099.40 吨，同比增长 0.7%。铜坑矿业分公司加快推进采矿、选矿数字化、智能化转型，完成车河尾矿库安全在线监测系统；采用 CSY50 凿岩远程遥控台车完成凿岩工作和成槽实验，工作效率显著提升。高峰公司开展铅铟浮选机技术升级，铅铟综合回收率同比提高约 1%；应用推广中深孔爆破技术，落矿效率与安

全性效果显著。佛子公司做好球磨机更新改造工作，磨矿分级流程设计处理能力从1200吨/日增加到1500吨/日。

**图7：公司分产品产量情况（吨）**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图8：公司分产品销量情况（吨）**


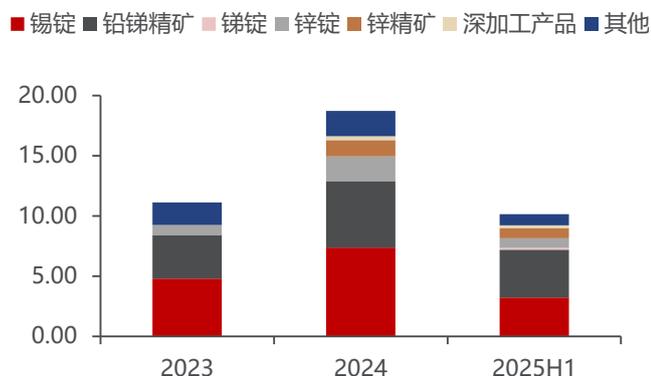
资料来源：ifind，民生证券研究院

**锑价同比显著提升带动锑板块毛利显著增长。**2025H1，公司锡锭实现毛利3.21亿元，同比-18.03%，毛利占比约31.68%；铅锑精矿实现毛利3.98亿元，同比+67.94%，毛利占比约39.22%；锑锭实现毛利约0.15亿元，毛利占比约1.51%；锌锭实现毛利约0.82亿元，同比-7.10%，毛利占比约8.08%；锌精矿实现毛利0.83亿元，同比+26.92%，毛利占比约8.19%；深加工产品实现毛利约0.24亿元，同比+1636.31%，毛利占比约2.41%。

**跟踪主要价格指标可以看到，25H1锡价同环比稳定，锑价格同环比显著上行。**2025H1，公司主要产品价格锡/锑/锌/铅/铜分别为26.21万元/吨、18.90万元/吨、2.31万元/吨、1.70万元/吨、7.76万元/吨，同比分别变动+2.12/+8.31/+0.09/-0.01/+0.27万元/吨。2025Q2，公司主要产品价格锡/锑/锌/铅/铜分别为26.33万元/吨、22.03万元/吨、2.23万元/吨、1.69万元/吨、7.77万元/吨，环比分别变动+0.25/+6.42/-0.16/-0.03/+0.03万元/吨。

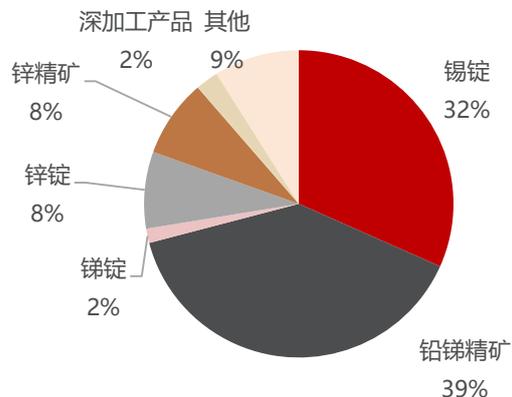
**2025H1公司综合毛利率为36.36%，同比-2.56pct。**分产品看，2025H1，锡锭毛利率为24.11%，同比-8.54pct，主要系外购锡矿占比提升；铅锑精矿毛利率为85.63%，同比+12.49pct，主要系锑价同比大幅上涨；锌锭毛利率为24.34%，同比-5.24pct，锌精矿毛利率为46.49%，同比+6.59%；深加工产品毛利率为18.99%，同比-16.97%。

图9：公司分产品毛利结构情况（单位：亿元）



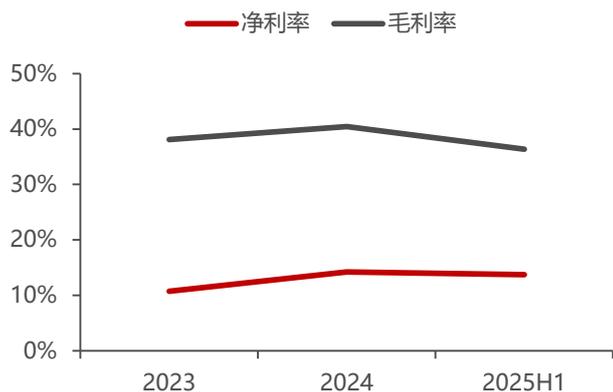
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：2025H1 公司分产品毛利占比结构



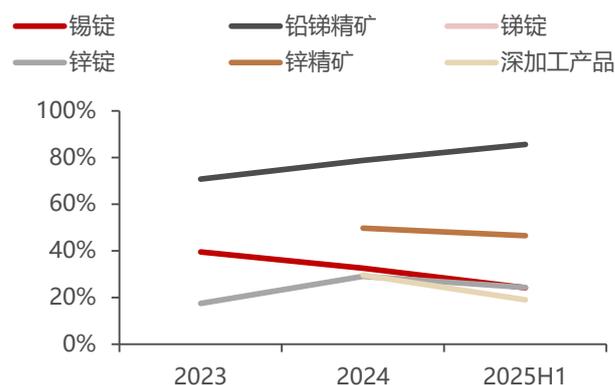
资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

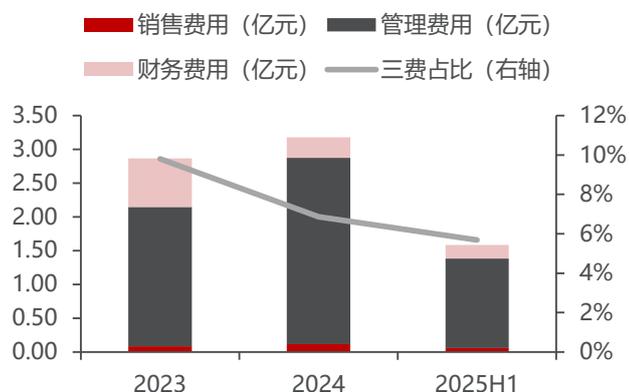
图12：公司分产品毛利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

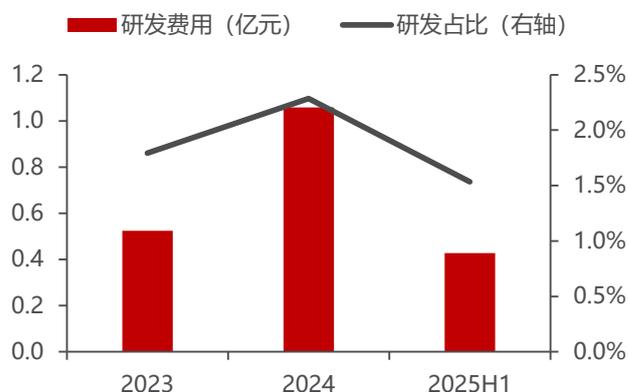
**2024 年公司期间费用率持续优化。**2025H1，公司期间费用约 2.01 亿元，同比增长 15.90%，占营收比重约 7.21%，同比下降 0.48pct，其中公司销售、管理、财务和研发费用占营收比重分别为 0.12%、2.87%、0.43%和 1.53%，同比分别变化-0.08pct、-2.52pct、-0.41pct、+0.26pct；从绝对值变化来看，2025H1，公司销售费用同比增加 20.99%，主要系销售量增加，仓储费及销售人员工资、差旅费增加；管理费用同比增加 9.45%，主要系销售量增加，仓储费及销售人员工资、差旅费增加；研发费用同比增加 49.37%，主要系持续提升研发强度，加速核心技术突破，资金、人才、设备投入同比增加；财务费用同比增加 5.43%，主要系经营规模扩张推动银行借款规模增长，财务费用有所抬升。

图13: 公司三费情况 (销售、管理、财务)



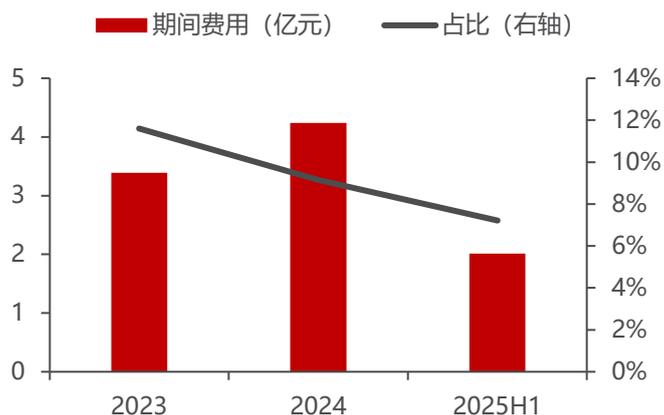
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 公司研发费用情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

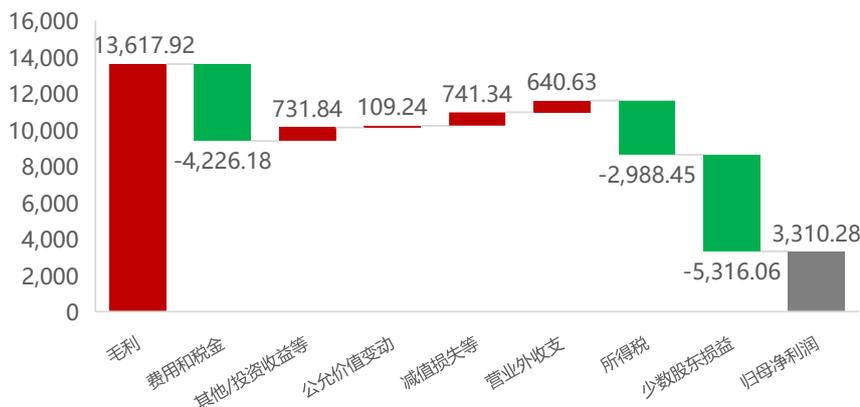
图15: 公司期间费用整体情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

综合来看, 2025H1 业绩同比增长主要系毛利显著增加。增利项主要来自毛利 (+1.36 亿元)、其他/投资收益等 (+0.07 亿元)、公允价值变动 (+0.01 亿元)、减值损失等 (+0.07 亿元)、营业外收支 (+0.06 亿元); 减利项主要来自费用及税金 (-0.42 亿元)、所得税 (-0.30 亿元)、少数股东损益 (-0.53 亿元) 等。

图16: 2024 公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



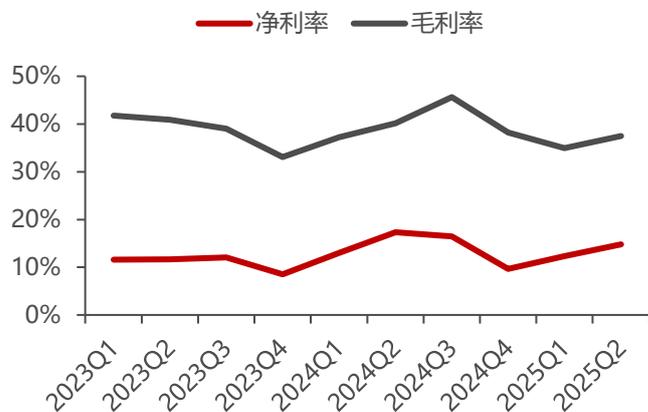
资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2.2 环比来看, 锡价环比上行驱动盈利增长

2025Q2, 公司毛利率环比提升 2.49pct 到 37.47%, 净利率环比提升 2.48pct 到 14.81%, 主要系锡金属价格环比上涨。公司主要产品价格锡/锑/锌/铅/铜分别为 26.33 万元/吨、22.03 万元/吨、2.23 万元/吨、1.69 万元/吨、7.77 万元/吨, 环比分别变动+0.25/+6.42/-0.16/-0.03/+0.03 万元/吨。

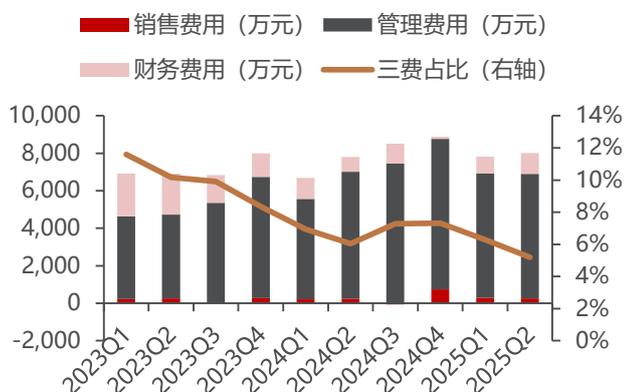
2025Q1, 公司期间费用率稳步下行。2025Q2 公司期间费用合计 1.02 亿元, 占营收比重约 6.61%, 环比-1.36pct, 销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占营收比重分别为 0.17%/4.31%/0.71%/1.42%, 环比变化-0.07pct/-1.02pct/-0.01pct/-0.26pct。

图17: 公司分季度毛利率与净利率情况



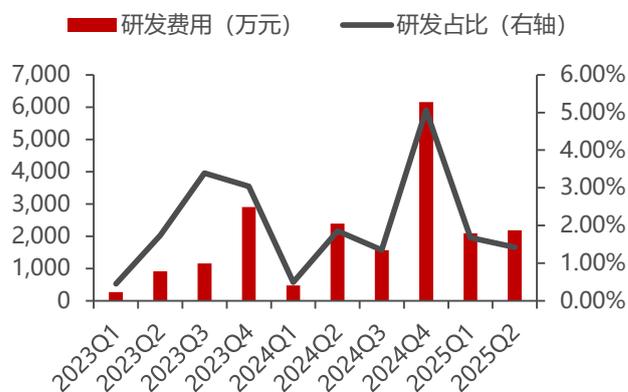
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 公司分季度三费情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 公司分季度研发费用率情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

**同比来看, 2025Q2 v.s. 2024Q2:** 2025Q2, 公司归母净利润同比增加 0.05 亿元。增利项主要来自于毛利 (+0.59 亿元)、其他投资收益 (+0.07 亿元)、公允价值变动 (+0.01 亿元)、营业外收支 (+0.04 亿元); 减利项主要来自于费用和税金 (-0.05 亿元)、减值损失 (-0.04 亿元)、少数股东损益 (-0.19 亿元)、所得税 (-0.39 亿元)。

**环比来看, 2025Q2 v.s. 2025Q1:** 2025Q2, 公司归母净利润环比增加 0.75 亿元。增利项主要在于毛利 (+1.43 亿元)、其他/投资收益等 (+0.06 亿元); 减利主要来自于费用和税金 (-0.10 亿元)、减值损失等 (-0.11 亿元)、所得税 (-0.27 亿元) 少数股东损益 (-0.26 亿元)。

图20: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图21: 2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3 核心看点：锡、锑行业龙头，增储潜力可期

#### 3.1 公司锡、锑行业龙头地位稳固

公司为锡、锑行业龙头，资源禀赋优异，公司生产出来的锡精矿、锌精矿和部分铅锑精矿主要用于委托加工生产出锡锭、锌锭、锑锭后对外销售，铅锑精矿、锌精矿、铜精矿、铅精矿直接对外销售。

公司持有并经营三座矿山，分别为铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿。铜坑矿位于南丹县大厂镇境内，矿区面积为 15.7786 平方公里，矿山证载开采规模 350 万吨/年，主要含有锡、锌、铅、锑、铟等金属。高峰锡矿位于广西南丹大厂锡多金属成矿带内的西矿带，矿区面积 2.1981 平方公里，矿山开采规模 33 万吨/年。开采的主矿体 100+105 号矿体是世界上罕见的特大型特富锡多金属矿体，伴生矿种多，品位高，主要含有锡、锌、铅、锑、铟等金属，矿石中的锡、锌、铅、锑的含量均达到独立矿床的工业要求。佛子冲铅锌矿位于岑溪市诚谏镇和安平镇，矿区面积为 13.2852 平方公里，矿山开采规模 45 万吨/年，主要含有锌、铅、铜等金属。

公司主要选矿厂为车河选矿厂、新巴里选矿厂、古益选矿厂、砂坪选矿厂，其中车河选矿厂为铜坑矿的配套选矿厂（设计处理能力 165 万吨/年）、新巴里选矿厂为高峰锡矿的配套选矿厂（设计处理能力 33 万吨/年）、古益选矿厂为佛子冲铅锌矿的配套选矿厂（设计处理能力 45 万吨/年）、砂坪选矿厂用以开展尾矿资源综合回收业务（尾矿处理能力为 66 万吨/年）。**公司还在加快推进公司金属资源强链发展战略：**高峰公司投资建设 100+105 号深部开采工程项目，项目达产后高峰公司矿石产能由 33 万吨/年提升至 45 万吨/年，矿山规模将进一步扩大，金属资源利用率将进一步提高；公司加快推进广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目，铜坑锡锌矿顺利完成深部探矿权转为采矿权，证载生产规模扩大到 350 万吨/年。

截至 2024 年，公司铜坑矿储量锡/锌分别是 3.59/53 万吨，高峰矿储量锡/锑/铅/锌分别是 9.58/10.05/10.70/33.54 万吨，佛子矿储量锌/铅分别是 6.64/5.46 万吨。2025 年 4 月 9 日，“广西南丹县大厂矿田铜坑矿深部锌多金属矿勘探”探矿权转采矿权合并变更登记，并取得自然资源部颁发变更后的《采矿许可证》，铜坑矿开采矿种为锡矿、锌矿、铅矿（新增锌矿、铅矿），证载规模由原 237.6 万吨/年跃升至 350 万吨/年。2025 年 4 月 27 日，《广西壮族自治区岑溪市佛子冲矿区铅锌矿资源储量核实报告》通过广西壮族自治区自然资源厅评审备案，佛子公司保有铅锌资源矿石储量达 1093.3 万吨，较 2024 年末披露的储量增长 528.55 万吨，增幅达 93.59%。截至 2025H1，铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿保有矿石资源量 8959.10 万吨，保有锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等资源金属量 449.25 万吨。

表1：2024年新增有色金属资源情况

| 矿山名称                       | 主要品种               | 资源量<br>(金属吨) | 品位<br>(%, 克/吨) | 储量<br>(金属吨) | 年产量<br>(金属万吨) | 资源剩余可<br>开采年限 | 许可证/采<br>矿权有效期 |        |
|----------------------------|--------------------|--------------|----------------|-------------|---------------|---------------|----------------|--------|
| 广西华锡<br>矿业有限<br>公司铜坑<br>矿  | 锡                  | 44,085.69    | 0.41           | 25,843.20   |               |               |                |        |
|                            | 锌                  | 271,087.10   | 2.53           | 112,701.01  |               |               |                |        |
|                            | 原生锡<br>矿           | 铅            | 13,978.79      | 0.65        | -             | 1.86          | 8.1            |        |
|                            |                    | 锑            | 28,250.99      | 0.26        | -             |               |                |        |
|                            |                    | 银            | 214.74         | 20.03       | -             |               |                |        |
|                            |                    | 铟            | 549.49         | 51.26       | -             |               |                |        |
|                            |                    | 锡            | 12,305.00      | 0.34        | 10,152.00     |               |                |        |
|                            | 砂锡矿                | 锌            | 11,410.00      | 0.4         | -             | 未动用           | 8              | 2022年9 |
|                            |                    | 铅            | 11,875.00      | 0.38        | -             |               |                | 月6日至   |
|                            |                    | 锑            | 7,181.00       | 0.23        | -             |               |                | 2030年5 |
|                            |                    | 锌            | 1,133,777.00   | 3.51        | 417,327.00    |               |                | 月23日   |
|                            | 硫化锌<br>矿           | 银            | 1,183.09       | 188.48      | -             |               |                |        |
|                            |                    | 锡            | 26,579.00      | 0.22        | -             |               |                |        |
|                            | (+150<br>标高以<br>上) | 铅            | 69,844.00      | 0.97        | -             | 未动用           | 19             |        |
| 锑                          |                    | 9,394.00     | 0.66           | -           |               |               |                |        |
| 铜                          |                    | 67,337.00    | 0.21           | -           |               |               |                |        |
|                            | 铟                  | 933.1        | 31.87          | -           |               |               |                |        |
| 广西高峰<br>矿业有限<br>责任公司<br>锡矿 | 锡                  | 169,754.84   | 1.62           | 95,766.16   |               |               |                |        |
|                            | 铅                  | 191,118.53   | 1.83           | 107,044.23  |               |               | 2017年5         |        |
|                            | 锌                  | 637,073.10   | 6.09           | 335,412.44  | 4.63          | 31.7          | 月1日至           |        |
|                            | 锑                  | 170,449.89   | 1.63           | 100,549.14  |               |               | 2027年5         |        |
|                            | 银                  | 768.96       | 73.48          | 445.32      |               |               | 月1日            |        |
|                            | 铟                  | 1,849.66     | 189.45         | -           |               |               |                |        |
| 广西岑溪<br>市佛子冲<br>矿区铅锌<br>矿  | 锌                  | 205,990.80   | 3.65           | 66,431.84   |               |               | 2024年7         |        |
|                            | 铅                  | 162,183.33   | 2.87           | 54,612.97   | 2.01          | 12.3          | 月25日至          |        |
|                            | 铜                  | 11,939.65    | 0.21           | -           |               |               | 2039年7         |        |
|                            | 银                  | 138.73       | 24.56          | -           |               |               | 月24日           |        |

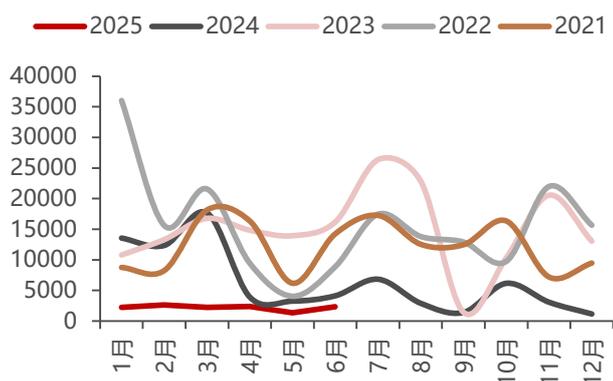
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司存资产注入预期，增储潜力巨大。**公司在重组上市时承诺将广西佛子矿业  
有限公司、广西河池五吉有限公司、来宾华锡冶炼有限公司等资产注入上市公司，  
佛子铅锌矿已经完成注入，公司仍存五吉锑矿、来宾冶炼注入预期，增储潜力巨大。

### 3.2 需求旺季来临叠加出口政策放松,锡锑有望迎共振行情

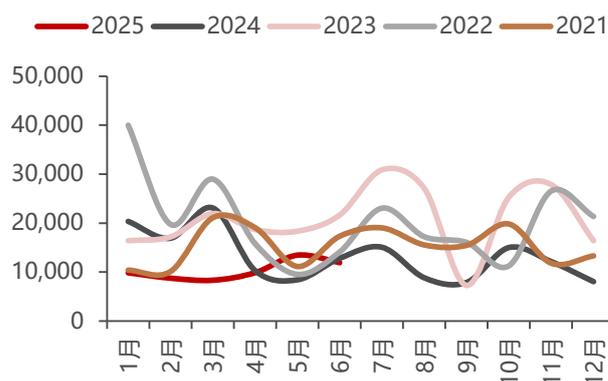
**缅甸复产进度或继续延迟,缅甸减量影响持续加剧锡矿紧缺局势。**缅甸是我国主要的锡矿进口国,2023年8月1日起,缅甸佤邦已停止一切勘探、开采、加工等作业,目前尚未复产。因此自2024年4月起,缅甸锡精矿进口量显著下降,月均锡精矿进口量不足1000金属吨,2024年缅甸锡精矿进口量约7.64万实物吨(不足2万金属吨),同比减少58%。2025年3月底,缅甸佤邦传出复产计划,原定4月1日召开筹备会议,但受到缅甸地震影响,复产筹备推迟。考虑复产活动需要一定筹备周期,25年缅甸锡矿复产量预计难以对冲24年减量,矿端紧缺局势难改。2025年1-6月,国内自缅甸进口锡矿约1.32万吨,同比减少76%,国内进口锡矿约6.21万吨,同比减少32%。

图22: 国内自缅甸月度进口锡矿量 (实物吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

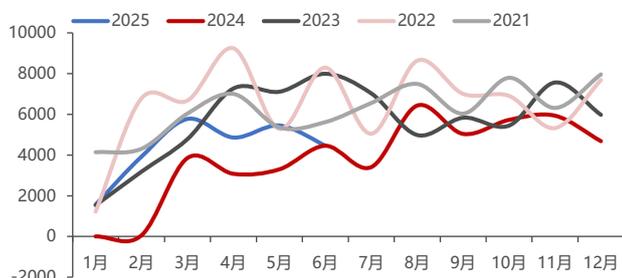
图23: 国内月度进口锡矿量 (实物吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

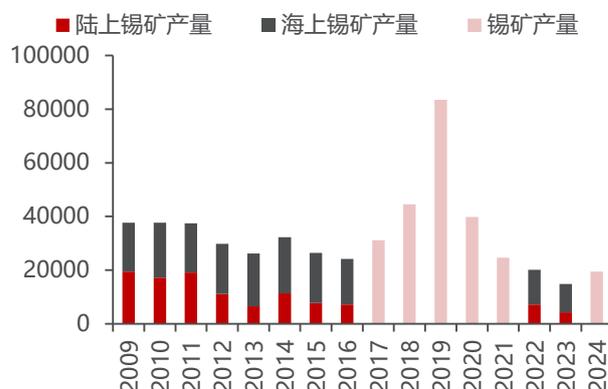
**受出口许可证颁布延迟影响,印尼2024年精炼锡出口量显著下降,印尼锡资源枯竭趋势增加锡供给不确定性。**2024年,受印尼出口许可证颁布延迟影响,24Q1印尼精炼锡出口基本处于暂停状态,后续伴随许可证陆续发放精炼锡出口量呈现逐步修复趋势。2024年,印尼精炼锡出口量约4.6万吨,同比显著下降33%,对全球精炼锡供应产生较大扰动。2025年1-6月,印尼精炼锡出口量约2.61万吨,对比23年上半年精炼锡出口量仍同比减少18%,尚未恢复至历史水平。同时,印尼锡矿资源枯竭趋势显著,印尼锡行业的垄断企业天马公司近些年陆地锡矿产量显著下降,其锡矿产出更加依赖于滨海锡矿,未来锡矿供应不确定性增加。

图24: 印尼精炼锡月度出口量 (金属吨)



资料来源: 印尼贸易部, 民生证券研究院

图25: 印尼精炼锡年度出口量 (金属吨)



资料来源: 印尼天马官网, 民生证券研究院

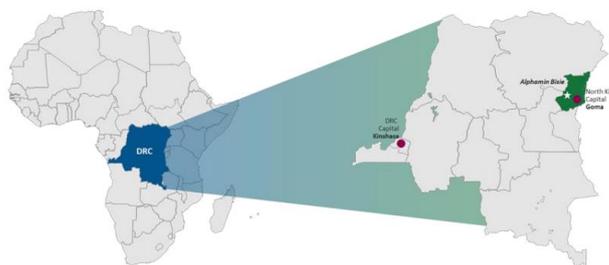
**刚果金战乱导致 Alphamin 的 Bisie 锡矿暂停运营, 加剧锡矿供应扰动。**2025年3月13日, Alphamin 公告宣布其 Bisie 锡矿因武装袭击在暂停运营。Alphamin 的 Bisie 锡矿有两个矿区, MpamaNorth 矿是世界上品位最高的锡矿, 目前生产的原矿的平均锡品位约为 4%, MpamaSouth 的锡品位为 2%。Alphamin 的 Mpama North 加工厂于 2019 年第二季度完工, MpamaSouth 加工厂于 2024 年第二季度完工, Bisie 的年产能于 2024 年提高了约 60%, 目前每年的总产量约为 20000 吨金属锡。2024 年, Alphamin 锡矿产锡约 1.73 万吨, 同比提升 38%, 占据全球锡矿供应约 6.2%。受刚果金战乱影响, Alphamin 锡矿 25Q2 产量仅 4106 吨, 环比减少 3.84%。

图26: Alphamin 锡矿产量 (金属吨)



资料来源: Alphamin 官网, 民生证券研究院

图27: Alphamin 锡矿受到刚果金战乱影响暂停运营

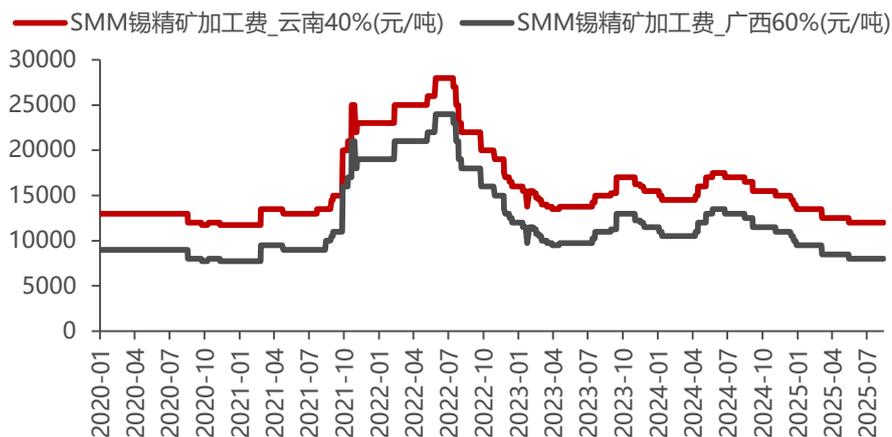


资料来源: Alphamin 官网, 民生证券研究院

**锡矿供应持续紧张, 锡精矿加工费持续下行。**国内锡矿产区产量基本保持平稳, 缅甸进口矿为国内锡矿重要补充渠道, 2024 年由于缅甸进口锡矿显著减量, 国内锡矿供需持续紧张, 锡精矿加工费持续下行。2024 年 6 月至今, 锡精矿加工费 (云

南) 从 17500 元/吨下行至 12000 元/吨, 基本处于行业盈亏平衡线, 2024 年 12 月至今锡精矿加工费下行更是呈现加速趋势。目前缅甸复产进度缓慢, 国内锡矿紧缺局势难改。

图28: 国内锡精矿加工费持续下行



资料来源: SMM, 民生证券研究院

**电子需求稳步复苏, 光伏装机需求企稳。** 电子行业需求自 2023 年下半年以来持续修复, 2024 年全球半导体销售额实现 6181.5 亿美元, 同比增长 18.95%, 2025 年 6 月, 全球半导体销售额实现 599.1 亿美元, 同比增速达 20%, 电子需求上行趋势确定, 有望受益 AI 应用叠加汽车电子放量持续增长。2025 年 1 月和 2 月, 光伏市场发布两个重磅政策:《分布式光伏发电开发建设管理办法》和《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》, 明确 4 月 30 日后并网的分布式项目将无法全额上网, 5 月 31 日起新增项目需全面通过电力市场竞价交易。因此部分投资商加紧争取在 5 月 1 日和 6 月 1 日之前实现并网, 以锁定政策红利, 带动光伏抢装需求迅速增长, 也带动了企业排产和出货增加。抢装结束后光伏装机需求环比出现下滑, 目前也已企稳。光伏焊带耗锡量占精炼锡需求近些年快速提升已接近 10%, 深度受益光伏行业需求。

图29: 电子行业需求持续修复 (十亿美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

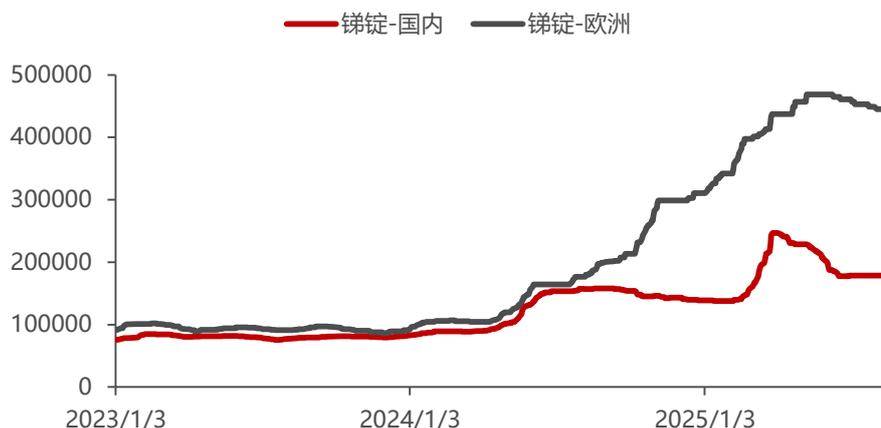
图30: 光伏电池片月度产量



资料来源: SMM, 民生证券研究院

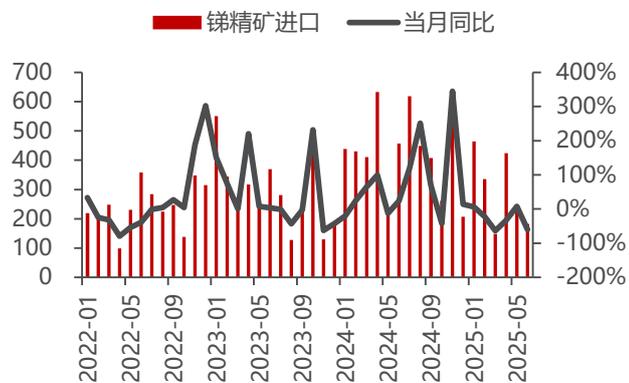
**供需持续短缺刺激锡价持续抬升, 锡品出口管制驱动国内外锡价分化, 出口政策边际放松有望刺激锡价修复。**近些年锡价整体呈现持续上涨趋势, 主要系供给维持刚性, 下游受益于光伏需求快速增长, 锡供需维持持续缺口局面。2024年8月15日, 商务部、海关总署联合发布公告, 自9月15日起对锡实施出口管制。2024年12月3日, 商务部发布公告称, 根据《中华人民共和国出口管制法》等法律法规有关规定, 决定加强相关两用物项对美国出口管制, 原则上不予许可锡等相关两用物项对美国出口。对锡进行出口管制, 短期对于国内需求侧产生压制, 导致国内锡价略微承压, 但加剧海外锡供给短缺, 海外锡价因此加速上行, 国内外锡价价差分化巨大。但伴随国内外锡价走势持续分化, 锡精矿进口盈利窗口关闭导致进口锡精矿量显著减少, 国内供给偏紧刺激国内锡价向海外锡价收敛。2025年1-6月, 国内锡精矿进口量约1787万吨, 同比减少31%, 氧化锡出口量约465万吨, 同比减少73%。2025年7月份商务部对于战略矿产合理民用需求出口略有放松, 有望带动锡出口需求逐步修复, 刺激锡价上涨。

图31: 海内外锡价走势 (元/吨)



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图32: 国内锑精矿进口月度数据 (万实物吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 国内氧化锑出口月度数据 (万实物吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

公司为锡、锑双龙头，矿产资源储量丰富。公司拥有铜坑矿、高峰矿两大矿山的采矿权，参考 2024 年年报数据，铜坑矿储量锡/锌分别是 3.6/53 万吨，高峰矿储量锡/锑/铅/锌分别是 9.58/10.05/10.70/33.54 万吨，佛子矿储量锌/铅分别是 6.64/5.46 万吨。此外公司共有矿田铜坑矿深部锌多金属矿、大厂矿田羊角尖区锌铜矿、龙口铅锌矿、大厂矿田翁罗-贯洞区锌铅矿、冷水塘锌矿 5 个探矿权，未来还有五吉矿存注入预期，仍有进一步增储空间。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 9.84/11.39/13.23 亿元，对应 2025 年 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 锡、锑、锌价格大幅波动风险。**公司主营产品为锡、锑、锌等金属产品，公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。若相关金属产品价格波动剧烈，公司经营业绩可能存在一定波动风险。

**2) 安全环保风险。**随着国家产业升级和深化改革步伐的深入，国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格，相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

**3) 下游需求不及预期风险。**国内外全球经济复苏节奏或不及预期，导致锡、锌、铜等下游需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 4,631 | 5,412 | 5,830 | 7,410 |
| 营业成本      | 2,759 | 2,753 | 2,881 | 3,957 |
| 营业税金及附加   | 158   | 189   | 192   | 222   |
| 销售费用      | 11    | 16    | 17    | 22    |
| 管理费用      | 276   | 325   | 350   | 445   |
| 研发费用      | 106   | 124   | 134   | 170   |
| EBIT      | 1,319 | 2,006 | 2,261 | 2,600 |
| 财务费用      | 31    | 40    | 27    | 5     |
| 资产减值损失    | -53   | -37   | 0     | 0     |
| 投资收益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 1,253 | 1,929 | 2,234 | 2,595 |
| 营业外收支     | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 1,247 | 1,929 | 2,234 | 2,595 |
| 所得税       | 184   | 289   | 335   | 389   |
| 净利润       | 1,063 | 1,640 | 1,899 | 2,206 |
| 归属于母公司净利润 | 658   | 984   | 1,139 | 1,323 |
| EBITDA    | 1,600 | 2,309 | 2,600 | 2,978 |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,175 | 2,771 | 4,582  | 6,789  |
| 应收账款及票据     | 67    | 308   | 335    | 426    |
| 预付款项        | 4     | 55    | 58     | 79     |
| 存货          | 718   | 491   | 553    | 759    |
| 其他流动资产      | 175   | 402   | 425    | 515    |
| 流动资产合计      | 2,139 | 4,026 | 5,953  | 8,568  |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 固定资产        | 1,672 | 1,689 | 1,672  | 1,655  |
| 无形资产        | 2,057 | 2,050 | 2,033  | 2,014  |
| 非流动资产合计     | 5,601 | 5,613 | 5,576  | 5,537  |
| 资产合计        | 7,740 | 9,639 | 11,529 | 14,105 |
| 短期借款        | 655   | 655   | 655    | 655    |
| 应付账款及票据     | 706   | 490   | 513    | 705    |
| 其他流动负债      | 443   | 636   | 606    | 786    |
| 流动负债合计      | 1,804 | 1,781 | 1,775  | 2,146  |
| 长期借款        | 562   | 845   | 845    | 845    |
| 其他长期负债      | 390   | 386   | 385    | 384    |
| 非流动负债合计     | 952   | 1,232 | 1,230  | 1,229  |
| 负债合计        | 2,756 | 3,013 | 3,005  | 3,375  |
| 股本          | 633   | 633   | 633    | 633    |
| 少数股东权益      | 986   | 1,642 | 2,402  | 3,284  |
| 股东权益合计      | 4,984 | 6,626 | 8,524  | 10,730 |
| 负债和股东权益合计   | 7,740 | 9,639 | 11,529 | 14,105 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 44.68 | 16.87 | 7.72  | 27.09 |
| EBIT 增长率        | 66.66 | 52.09 | 12.68 | 15.02 |
| 净利润增长率          | 87.72 | 49.58 | 15.79 | 16.18 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 40.42 | 49.14 | 50.58 | 46.59 |
| 净利润率            | 14.20 | 18.18 | 19.54 | 17.86 |
| 总资产收益率 ROA      | 8.50  | 10.21 | 9.88  | 9.38  |
| 净资产收益率 ROE      | 16.45 | 19.74 | 18.61 | 17.77 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.19  | 2.26  | 3.35  | 3.99  |
| 速动比率            | 0.71  | 1.78  | 2.83  | 3.42  |
| 现金比率            | 0.65  | 1.56  | 2.58  | 3.16  |
| 资产负债率 (%)       | 35.60 | 31.26 | 26.06 | 23.93 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 2.78  | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 存货周转天数          | 95.02 | 70.00 | 70.00 | 70.00 |
| 总资产周转率          | 0.62  | 0.62  | 0.55  | 0.58  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.04  | 1.56  | 1.80  | 2.09  |
| 每股净资产           | 6.32  | 7.88  | 9.68  | 11.77 |
| 每股经营现金流         | 1.96  | 2.64  | 3.53  | 4.12  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 25    | 17    | 14    | 12    |
| PB              | 4.1   | 3.3   | 2.7   | 2.2   |
| EV/EBITDA       | 10.35 | 7.17  | 6.37  | 5.56  |
| 股息收益率 (%)       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 1,063 | 1,640 | 1,899 | 2,206 |
| 折旧和摊销       | 281   | 302   | 339   | 378   |
| 营运资金变动      | -195  | -356  | -65   | -36   |
| 经营活动现金流     | 1,237 | 1,673 | 2,233 | 2,608 |
| 资本开支        | -114  | -305  | -296  | -332  |
| 投资          | -523  | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -637  | -305  | -296  | -332  |
| 股权募资        | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | -30   | 285   | -58   | 0     |
| 筹资活动现金流     | -381  | 228   | -126  | -69   |
| 现金净流量       | 218   | 1,596 | 1,812 | 2,207 |

## 插图目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 2021-2025H1 收入 (亿元) 及增速    | 3  |
| 图 2: 2021-2025H1 净利润 (亿元) 及增速   | 3  |
| 图 3: 2023-2025Q2 季度收入 (亿元) 及增速  | 3  |
| 图 4: 2023-2025Q2 季度净利润 (亿元) 及增速 | 3  |
| 图 5: 公司分产品营收结构情况 (单位: 亿元)       | 4  |
| 图 6: 2025H1 公司分产品营收占比结构         | 4  |
| 图 7: 公司分产品产量情况 (吨)              | 5  |
| 图 8: 公司分产品销量情况 (吨)              | 5  |
| 图 9: 公司分产品毛利结构情况 (单位: 亿元)       | 6  |
| 图 10: 2025H1 公司分产品毛利占比结构        | 6  |
| 图 11: 公司毛利率净利率情况                | 6  |
| 图 12: 公司分产品毛利率情况                | 6  |
| 图 13: 公司三费情况 (销售、管理、财务)         | 7  |
| 图 14: 公司研发费用情况                  | 7  |
| 图 15: 公司期间费用整体情况                | 7  |
| 图 16: 2024 公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)  | 8  |
| 图 17: 公司分季度毛利率与净利率情况            | 8  |
| 图 18: 公司分季度三费情况                 | 9  |
| 图 19: 公司分季度研发费用率情况              | 9  |
| 图 20: 2025Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)  | 9  |
| 图 21: 2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)  | 9  |
| 图 22: 国内自缅甸月度进口锡矿量 (实物吨)        | 12 |
| 图 23: 国内月度进口锡矿量 (实物吨)           | 12 |
| 图 24: 印尼精炼锡月度出口量 (金属吨)          | 13 |
| 图 25: 印尼精炼锡年度出口量 (金属吨)          | 13 |
| 图 26: Alphamin 锡矿产量 (金属吨)       | 13 |
| 图 27: Alphamin 锡矿受到刚果金战乱影响暂停运营  | 13 |
| 图 28: 国内锡精矿加工费持续下行              | 14 |
| 图 29: 电子行业需求持续修复 (十亿美元)         | 15 |
| 图 30: 光伏电池片月度产量                 | 15 |
| 图 31: 海内外锡价走势 (元/吨)             | 15 |
| 图 32: 国内锡精矿进口月度数据 (万实物吨)        | 16 |
| 图 33: 国内氧化锡出口月度数据 (万实物吨)        | 16 |

## 表格目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 盈利预测与财务指标             | 1  |
| 表 1: 2024 年新增有色金属资源情况 | 11 |
| 公司财务报表数据预测汇总          | 19 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048