

核心资源龙头，步入成长新阶段

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司是广西唯一有色金属上市平台，体外矿山资产较多，注入可期；2) 锡、锑供需缺口将长期存在，推动价格进入上行周期；3) 公司主力矿山均有扩产计划，高峰矿开采规模将由33万吨提升至45万吨，铜坑矿年产规模将由237.6万吨提升至350万吨，业绩弹性可期。
- 华锡有色是广西唯一国有有色金属上市平台。**公司是广西境内唯一具备锡、锑、铟、锌、铅、银六种矿产资源的国有控股企业，其中锡、锑、铟的保有资源量位居全球前列。公司旗下主力矿山铜坑矿与高峰矿位于南丹试验区，是支撑其资源禀赋的核心资产，2025年上半年末，两大矿山与佛子冲铅锌矿合计保有矿石资源量达8959.10万吨，金属资源量高达449.25万吨，为公司长期发展奠定了坚实基础。
- 锡、锑供需缺口将长期存在，推动价格进入上行周期。**供给端方面，全球锡、锑矿资源禀赋下降，供给端缺乏弹性并且地缘政治扰动加剧；需求端方面，传统领域稳中有增，新兴领域的光伏和半导体将持续驱动锡、锑需求增长。我们预计2025-2026年锡供需缺口分别为-0.3/-1.7万吨，锑供需缺口分别为-3.9/-3.7万吨。供需缺口将长期存在，锡、锑价格处在上行周期。
- 三大主力矿山为战略支点，进一步增强资源控制力。**高峰矿作为公司盈利核心，其100号与105号矿体以1.62%的锡平均品位位居世界前列。高峰矿正通过100+105号矿体深部开采项目，将原矿年开采规模由33万吨提升至45万吨，增幅达36%，锡储量增长33%，开采年限延长至34年，显著拉长了盈利久期；铜坑矿虽因品位衰减短期承压，但其全资控股地位与年产规模由237.6万吨提升至350万吨的扩产计划，带来47%的弹性空间，成为未来利润增长的关键引擎；佛子矿则以稳健的铅锌产能为基础，完成增储后铅、锌储量同比大幅提升58%与78%，进一步夯实了资源储备的多样性与抗周期能力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计未来三年归母净利润分别为8.5/15.0/16.8亿元，实现EPS分别为1.34/2.37/2.66元，对应PE分别为28/16/14倍。考虑到锡、锑价格处在上行周期，公司成长性可期，给予2026年20倍PE，目标价47.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求复苏或不及预期风险，缅甸复产超预期风险，锡价或大幅下跌风险，矿山事故风险，资产注入或不及预期风险。

西南证券研究院

分析师: 黄鹏飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	6.33
流通A股(亿股)	2.75
52周内股价区间(元)	16.78-40.67
总市值(亿元)	248.22
总资产(亿元)	83.64
每股净资产(元)	7.10

相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4630.94	5676.63	6801.49	7668.55
增长率	58.40%	22.58%	19.82%	12.75%
归属母公司净利润(百万元)	657.74	849.23	1501.12	1684.17
增长率	109.79%	29.11%	76.76%	12.19%
每股收益EPS(元)	1.04	1.34	2.37	2.66
净资产收益率ROE	21.33%	21.97%	27.97%	23.88%
PE	36	28	16	14
PB	6.00	5.06	3.84	3.03

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

锡锭：根据高峰矿产能爬坡和扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1.2/1.2/1.3 万吨，产销率分别为 95%/96%/97%。考虑到锡供应刚性，需求高成长性，预计 2025-2027 年锡金属单位价格增速为 20%/15%/-3%；因 2025 年公司金属销量增加，原料外购量增长明显，推动营业成本显著增长，2025-2027 年锡金属单位成本增速为 30%/-5%/2%，对应的毛利率分别为 26.9%/39.6%/36.5%。

铅锑精矿：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1.5/1.5/1.8 万吨，产销率分别为 90%/95%/95%。考虑到锑出口管制放开，海外价差将逐步收敛，预计 2025-2027 年单位价格增速为 30%/8%/3%，对应的毛利率分别为 83.5%/84.6%/84.9%。

锌锭：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 3.3/3.3/3.3 万吨，产销率分别为 100%/100%/100%。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2025-2027 年单位价格增速为 10%/5%/5%，对应的毛利率分别为 26.5%/28.6%/30.0%。

锑精矿：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 5.5/5.5/5.5 万吨，因部分原料为外购，所以自有矿产销率分别为 40%/40%/40%。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2025-2027 年单位价格增速分别为 10%/10%/5%，对应的毛利率分别为 48.8%/52.1%/53.0%。

锑锭：根据五吉矿业 2026 年注入预期和扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1000/2000/3000 吨，产销率分别为 50%/60%/80%。考虑到锑出口管制放开，2026 年公司锑产品将直接受益海外高价，预计 2025-2027 年单位价格增速分别为 0%/80%/-10%，对应的毛利率分别为 56.3%/75.7%/73.0%。

我们区别于市场的观点

1) 市场普遍认为公司估值核心在于现有资源储量和品位，增长依赖探矿增储。但公司作为广西省唯一的有色金属上市平台，未来体外矿山注入预期较强，应享有一定的估值溢价。

2) 市场可能将锡视为普通工业金属，但锡在半导体/光伏焊料、新能源电力连接等领域“不可替代性”被系统性低估，估值逻辑应从“周期商品”转向“成长性材料”。

股价上涨的催化因素

锡、锑价格大幅上涨；公司体外矿山资产注入超预期。

估值和目标价格

预计未来三年归母净利润分别为 8.5/15.0/16.8 亿元，实现 EPS 分别为 1.34/2.37/2.66 元，对应 PE 分别为 28/16/14 倍。考虑到锡、锑价格处在上行周期，公司成长性可期，给予 2026 年 20 倍 PE，目标价 47.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

下游需求复苏或不及预期风险，缅甸复产超预期风险，锡价或大幅下跌风险，矿山事故风险，资产注入或不及预期风险。

目 录

1 重组赋能，锡矿领航	1
1.1 华南锡锑产业龙头，全链布局铸就多金属资源战略高地	1
1.2 矿产资源禀赋优秀，资源储量大幅增加	2
1.3 盈利能力稳定，业绩势头正猛	4
2 供应刚性叠加需求高成长性，锡价有望进入上行周期	5
2.1 全球锡资源相对集中，中国产量居首	5
2.2 供给：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力	6
2.3 需求：消费电子复苏抬升锡需求空间	10
2.4 供需格局：供给缺口持续扩大，有望推动锡价进入上行周期	13
3 供应刚性叠加需求改善，锑价有望进入上行周期	15
3.1 资源分布不均匀，资源枯竭，品位持续下降	15
3.2 供给：矿源增长有限，供给日趋乏力	16
3.3 需求：传统领域稳中有增，新兴领域需求强劲	21
3.4 锑的进出口情况	28
3.5 供需格局：供给缺口持续存在，锑价高位运行	29
4 体内优质矿山仍有增储潜力，体外资产注入可期	31
4.1 体内矿山	31
4.2 体外资产	34
5 财务分析	36
6 盈利预测与估值	37
6.1 盈利预测	37
6.2 绝对估值	39
6.3 相对估值	40
7 风险提示	41

图 目 录

图 1: 华锡有色发展历程	1
图 2: 公司股权结构	1
图 3: 2020-2025 前三季度营业收入及同比 (亿元)	4
图 4: 2020-2025 前三季度归母净利润及同比 (亿元)	4
图 5: 2021-2025H1 公司营业收入构成情况	4
图 6: 2021-2025H1 公司毛利构成情况	4
图 7: 公司 2023-2025 H1 主要产品毛利率	5
图 8: 公司 2021-2025H1 毛利率及净利率	5
图 9: 2021-2025 前三季度期间费用率	5
图 10: 2021-2025 前三季度资产负债率	5
图 11: 2024 年全球锡资源储量分布	6
图 12: 2024 年全球锡精矿生产分布	6
图 13: 2020-2024 全球精炼锡产量	6
图 14: 国内从缅甸进口锡矿历史数据 (吨)	7
图 15: 缅甸锡矿产量及增速变化	7
图 16: 2024 年印尼锡矿产量 50000 吨	8
图 17: 2024 年印尼精锡产量 49900 吨	8
图 18: 2010-2025 年 9 月印尼精炼锡进口数量及环比增速	8
图 19: 2012-2024 年中国锡矿及同比	9
图 20: 中国锡矿砂及其精矿进出口情况 (吨)	9
图 21: 2024 年锡的消费结构	10
图 22: 锡焊料的应用领域	10
图 23: 全球半导体销售额季度环比改善	11
图 24: 2023 年集成电路需求回暖	11
图 25: 全球智能手机的出货量及同比	11
图 26: 全球笔记本电脑和平板电脑的出货量	11
图 27: 申万消费电子指数	12
图 28: 中国计算机、通信和其他电子设备产成品存货同比	12
图 29: 我国汽车产量及同比	12
图 30: 我国新能源车产量及同比	12
图 31: 光伏焊带横截面	13
图 32: 光伏焊带工作原理	13
图 33: 锡成本分布及预测	15
图 34: 锡成本曲线	15
图 35: LME 锡价及库存走势	15
图 36: 上期所库存情况	15
图 37: 2024 年全球锑资源分布	16
图 38: 2024 年全球锑生产布局	16
图 39: 全球典型含锑矿床分布示意图(2017)	16

图 40: 2024 年中国锑矿储量省份分布	17
图 41: 2024 年中国锑矿储量类型分布	17
图 42: 2010-2024 年中国锑矿产量	17
图 43: 2022 年中国锑的消费结构	21
图 44: 2019 年阻燃剂的种类占比	22
图 45: 2021 年中国溴系阻燃剂需求结构分布	22
图 46: 阻燃剂终端下游产量 (传统市场)	23
图 47: 阻燃剂终端下游新能源汽车产量	23
图 48: 阻燃剂终端下游 5G 手机产量	23
图 49: 单玻组件	24
图 50: 双玻组件	24
图 51: 双玻组件发电优势示意图	25
图 52: 2017-2024 中国聚酯产量	26
图 53: 江浙地区长丝开工率	26
图 54: 铅酸蓄电池终端应用	27
图 55: 中国铅酸蓄电池产量及同比	28
图 56: 中国锑产品进出口数量对比	29
图 57: 中国锑矿砂及其精矿进口情况	29
图 58: 铜坑矿区地质略图	31
图 59: 铜坑矿地质剖面图	31
图 60: 至 2023 年铜坑矿资源金属量及储量情况	32
图 61: 广西大厂构造纲要与地质简图	32
图 62: 高峰矿区 100 号矿体地质剖面图	32
图 63: 主要矿产品保有金属量变化及品位	33
图 64: 广西佛子冲铅锌交通位置图	33
图 65: 广西佛子冲铅锌矿床地质图	33
图 66: 采矿范围金属资源储量	34
图 67: 箭猪坡矿区地质略图	35
图 68: 箭猪坡矿区 300 号勘探线剖面示意图	35
图 69: 箭猪坡铅锌锑矿主要矿脉特征	35
图 70: 来治公司锡冶炼工艺流程及排污节点图	36
图 71: 来治公司锌冶炼工艺流程及排污节点图	36
图 72: 公司净资产收益率	36
图 73: 可比公司净资产收益率情况	36
图 74: 公司杜邦分析	37
图 75: 公司流动资产周转率情况	37
图 76: 公司应收账款及存货周转天数	37

表 目 录

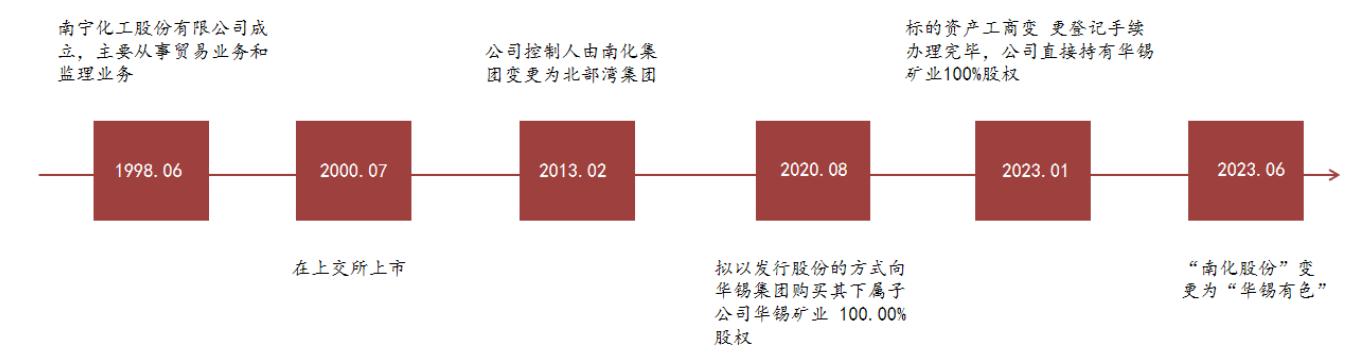
表 1: 高峰矿产保有资源量及变动情况.....	2
表 2: 铜坑矿保有资源量 (数据截至 2024 年报)	2
表 3: 佛子冲矿区保有资源量 (数据截至 2025 年 4 月 27 日)	3
表 4: 未来主要锡矿新增项目.....	10
表 5: 全球光伏行业耗锡量测算	13
表 6: 锡全球供需平衡表	14
表 7: 我国出台多项政策保护锡资源.....	18
表 8: 未来全球锡矿新增项目	19
表 9: 全球锡矿产能分布	19
表 10: 全球锡供应预测表.....	20
表 11: 不同阻燃剂性能对比	22
表 12: 全球阻燃剂领域锡需求测算	23
表 13: 全球光伏领域锡需求测算	25
表 14: 全球聚酯催化剂领域锡需求测算	27
表 15: 全球铅酸蓄电池领域锡需求测算	28
表 16: 锡全球供需平衡表.....	30
表 17: 分业务收入及毛利率	38
表 18: 绝对估值假设条件.....	39
表 19: FCFF 估值结果	40
表 20: FCFF 估值敏感性分析	40
表 21: 可比公司估值	41
附表: 财务预测与估值	42

1 重组赋能，锡矿领航

1.1 华南锡锑产业龙头，全链布局铸就多金属资源战略高地

广西华锡有色金属股份有限公司是广西北部湾国际港务集团有限公司的控股子公司，也是广西唯一国有有色金属行业上市公司。主营业务为有色金属勘探、开采、选矿业务，主要产品为锡、锌、铅锑精矿，华锡有色拥有的多项关键战略性资源位居全球前列，锡、锑、锌、铅、银、铟 6 种矿产保有储量均位居广西第一。其中国家战略性矿产资源锡、锑、稀散金属铟位居全球前列。

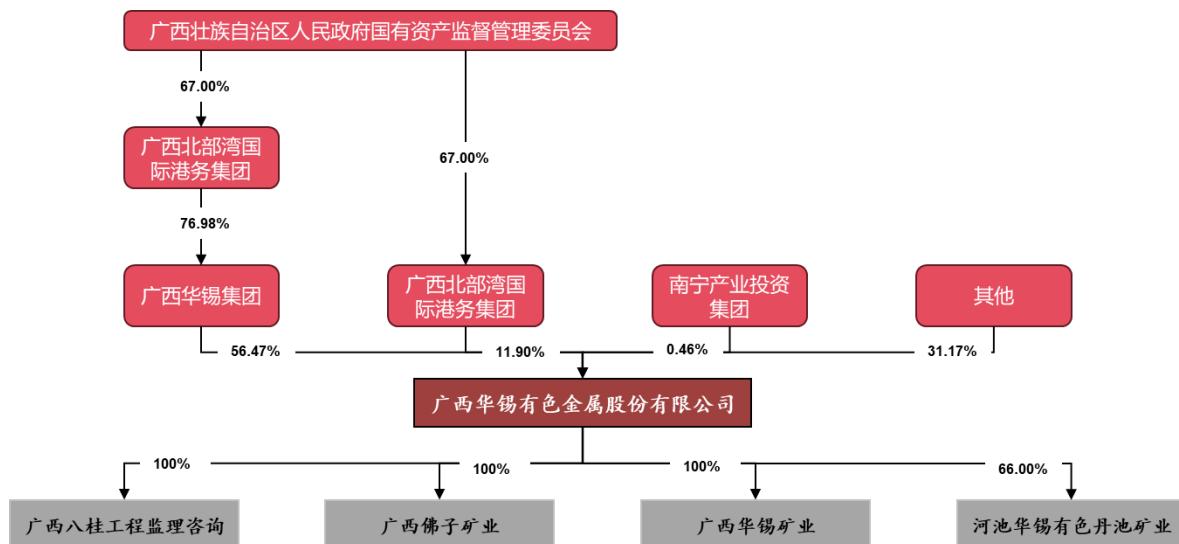
图 1：华锡有色发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构清晰，产业链完善。截至 2025 年三季报，广西国资委为间接控制主体，通过广西北部湾国际港务集团持有广西华锡集团 76.98% 股权，广西华锡集团以 56.47% 的持股比例成为华锡有色主要控股股东。广西北部湾国际港务集团持股 11.90%，南宁产投集团持股 0.46%，其他股东持股 31.17%，股权更为集中。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 矿产资源禀赋优秀，资源储量大幅增加

有色金属矿产储量丰富，具有良好的资源基础。华锡有色拥有品位在全国领先的优质矿山资源——铜坑矿、高峰矿的采矿权以及5座矿山的探矿权。截至2025年上半年，公司铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿保有矿石资源量8959.1万吨，保有锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等资源金属量449.3万吨。

据2024年1月公司公告，高峰公司在地质探矿方面取得重大突破，高峰公司在矿区内原矿体勘查新增和发现新矿体，资源储量大幅增长，该矿区矿山为在产矿山，原设计采选规模为33万吨/年，开采方式为地下开采。资源量增加一方面是因为矿石量增加，保有资源量由936.3万吨增长至1114.8万吨，增长178.5万吨，增幅19%。另一方面是金属量的增长，锡、锌、铅、锑、银资源储量大幅增加。

表1：高峰矿产保有资源量及变动情况

矿产组合		主矿产	共生矿产			
矿种			锡	锌	铅	锑
累计动用资源量	金属量/元素量 (t)	311785	1751819	797955	671137	2334.09
	矿石量 (10 ⁴ t)	2170.69	2170.69	2170.69	2170.69	1505.04
	品位 (%)、AgGa g/t	1.44	8.07	3.68	3.09	155.08
累计查明资源量	金属量/元素量 (t)	492332	2472470	1008789	858041	3185.54
	矿石量 (10 ⁴ t)	3285.47	3285.47	3285.47	3285.47	2549.71
	品位 (%)、AgGa g/t	1.5	7.53	3.07	2.61	124.94
保有资源量	金属量/元素量 (t)	180547	720651	210834	186904	851.45
	矿石量 (10 ⁴ t)	1114.78	1114.78	1114.78	1114.78	1044.67
	品位 (%)、AgGa g/t	1.62	6.46	1.89	1.68	81.5
2021年报告		金属量/元素量 (t)	135277	551222	180071	160628
保有资源量		品位 (%)、AgGa g/t	1.44	5.89	1.92	1.72
保有资源变动量 (t)		45370	169429	30763	26276	134.08
保有资源变动幅度 (%)		33%	31%	17%	16%	19%
品位变动幅度 (%)		13%	10%	-2%	-2%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

铜坑矿是华锡集团储量和出矿量最大的矿山，为地下开采，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，年金属产量1.86万吨。即使经历了长达近半个世纪的开采，铜坑矿每年的出矿量仍然高达上百万吨。

表2：铜坑矿保有资源量（数据截至2024年报）

矿山名称	主要品种	资源量 (金属吨)	品位 (%、克/吨)	储量 (金属吨)	年产量 (金属万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
广西华锡矿业有限公司 铜坑矿	原生锡矿	锡	44085.69	0.41	25843.20	1.86	2022年9月 6日至2030年 5月23日
		锌	271087.10	2.53	112701.01		
		铅	13978.79	0.65	-		
		锑	28250.99	0.26	-		
		银	214.74	20.03	-		

矿山名称	主要品种	资源量 (金属吨)	品位 (%, 克/吨)	储量 (金属吨)	年产量 (金属万吨)	资源剩余 可开采年限	许可证/采矿权 有效期
佛子冲铅锌矿 (+150 标高以上)	铟	549.49	51.26	-			
	锡	12305.00	0.34	10152.00			
	锌	11410.00	0.40	-			
	铅	11875.00	0.38	-			
	锑	7181.00	0.23	-			
	锌	1133777.00	3.51	417327.00			
	银	1183.09	188.48	-			
	锡	26579.00	0.22	-			
	铅	69844.00	0.97	-			
	锑	9394.00	0.66	-			
	铜	67337.00	0.21	-			
	铟	933.10	31.87	-			

数据来源：公司公告，西南证券整理

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。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 528.6 万吨，增幅达 93.6%。

表 3：佛子冲矿区保有资源量（数据截至 2025 年 4 月 27 日）

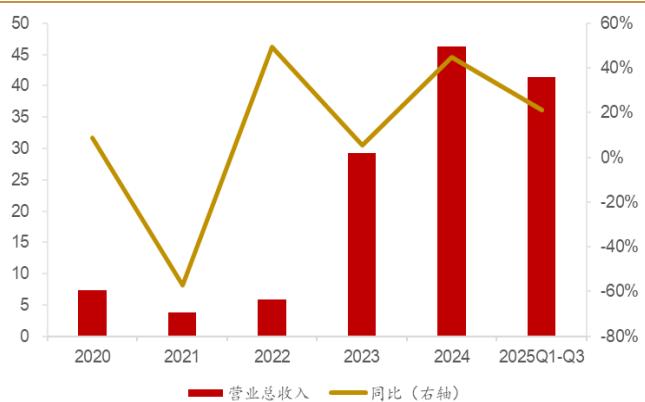
范围	矿石 类型	资源利用 情况	资源量类型	矿石量 (万吨)	金属量(吨)		平均品位(%)		备注
					锌	铅	锌	铅	
矿区采矿权范围内 (+570.1 米至 -160.1 米标高)	铅锌矿石	保有	控制资源量	299.7	108878	80,967	3.63	2.7	/
			推断资源量	580.3	205857	153251	3.55	2.64	
			合计	880	314735	234218	3.58	2.66	
采矿权范围外 (采矿权平面范围内 -160.1 米 标高以下)	铅锌矿石	查明	控制资源量	80.7	21248	5408	2.63	0.67	勘查 新增
			推断资源量	132.6	30312	17349	2.29	1.31	
			合计	213.3	51560	22757	2.42	1.07	
矿区合计 (采矿权范围内+采矿权范围外)	铅锌矿石	保有	控制资源量	380.4	130126	86375	3.42	2.27	/
			推断资源量	712.9	236169	170600	3.31	2.39	
			合计	1093.30	366295	256975	3.35	2.35	

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 盈利能力稳定，业绩势头正猛

业绩稳中有进，2024年实现新突破。2022年之后营业总收入持续上升，2024年实现突破性增长。2023年公司业绩激增主要是完成重大资产重组后，华锡矿业成为公司全资子公司所致。2025年前三季度公司实现营业收入41.4亿元，同比+21.2%；归母净利润4.9亿元，同比-8.5%，主要是公积金弥补前期亏损所致。

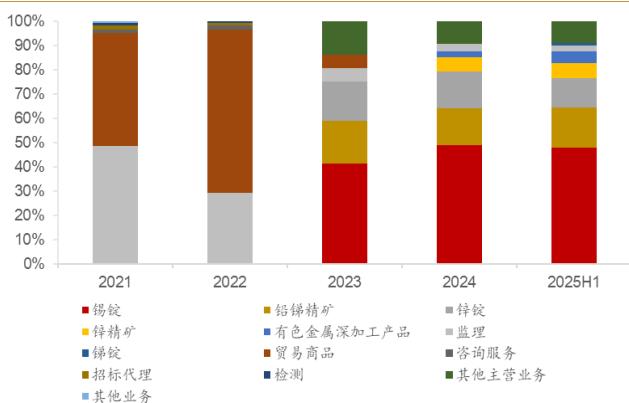
图3：2020-2025前三季度营业收入及同比（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

营业收入和毛利构成由单一走向多元，锡锭贡献主要业绩。2021年到2022年贸易商品和监理业务贡献主要业绩。2023年主营业务转变为有色金属勘探采选业务，主要产品为锡、锌、铅锑等有色金属产品。2025H1公司锡锭毛利占总毛利比重达到31.7%，铅锑精矿毛利占总毛利比重达到39.3%，成为公司盈利主要来源。

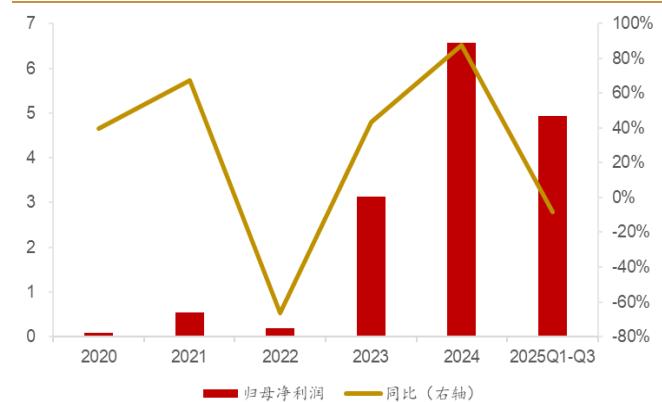
图5：2021-2025H1公司营业收入构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

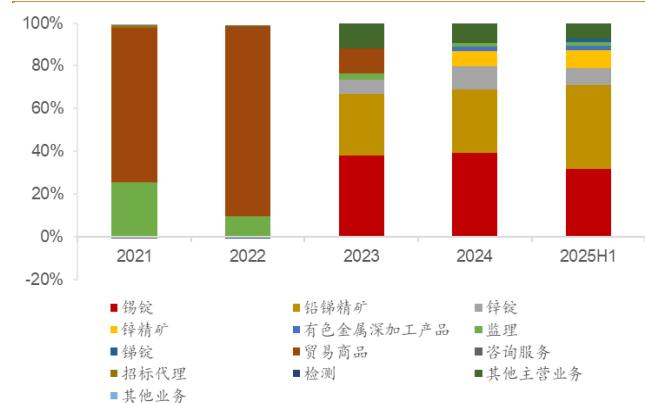
公司盈利能力持续改善。2023年以来，在公司金属产量大幅提高和金属价格上涨的驱动下，公司盈利能力改善明显。2025H1，公司锡锭、铅锑精矿、锌锭、锌精矿毛利率分别为24.1%、85.6%、24.3%、46.5%。铅锑产品盈利能力较高，主要由于锑价大幅上涨以及华锡矿业的矿石品位高、采选成本低，自给率较高。

图4：2020-2025前三季度归母净利润及同比（亿元）

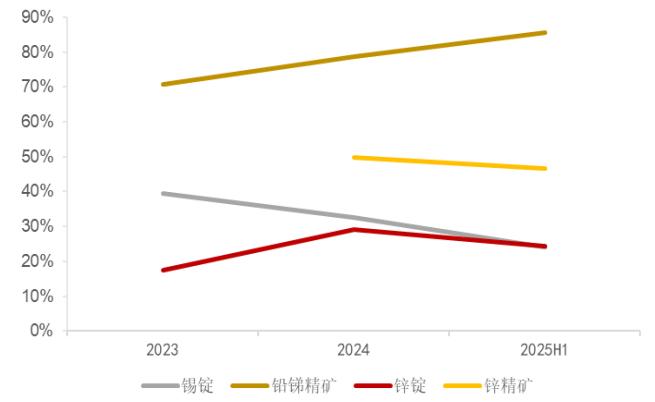


数据来源：Wind，西南证券整理

图6：2021-2025H1公司毛利构成情况

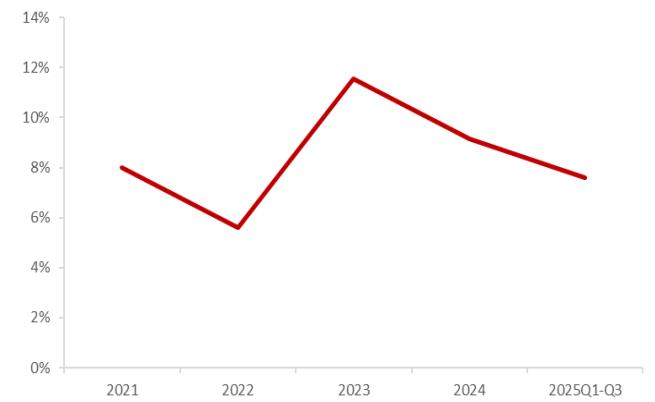


数据来源：Wind，西南证券整理

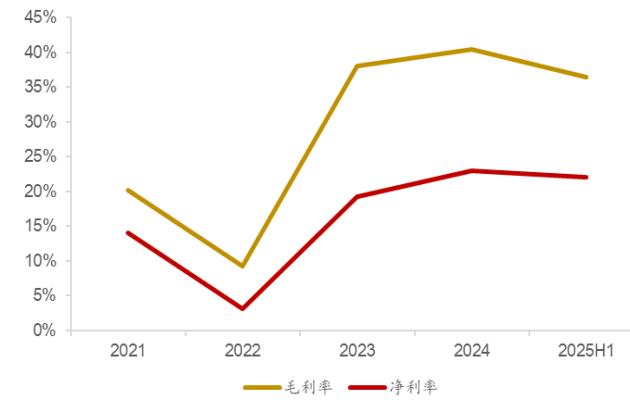
图 7：公司 2023-2025 H1 主要产品毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

期间费用率改善明显，资产负债率维持健康。2023 年以来，公司的期间费用下降显著，2025 年前三季度期间费用率降至 7.6%，成本管控良好。公司资产负债率维持在健康水平，2025 年前三季度公司资产负债率为 35.0%。

图 9：2021-2025 前三季度期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：公司 2021-2025H1 毛利率及净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

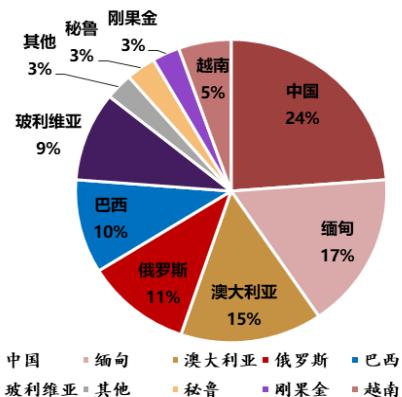
2 供应刚性叠加需求高成长性，锡价有望进入上行周期

2.1 全球锡资源相对集中，中国产量居首

全球锡资源主要分布在中国、缅甸、澳大利亚，这三个国家的储量占全球储量总量的 55.3%。根据 USGS，2024 年全球锡储量约为 420 万吨。其中，中国锡储量 100 万吨，占全球总储量的 23.8%，位居世界首位。缅甸、澳大利亚的锡储量分列二三位，分别为 70 万吨和 62 万吨，储量占比为 16.7% 和 14.8%。

全球 2024 年锡精矿产量主要分布在中国、印度尼西亚、缅甸、秘鲁、巴西，这五个国家的产量占全球产量的 73%。2024 年中国仍以 6.9 万吨的年产量居全球之首，占全球总产量的 23%。印度尼西亚、缅甸年产量分别为 5.0 万吨（全球占比 17%）和 3.4 万吨（全球占比 12%）。

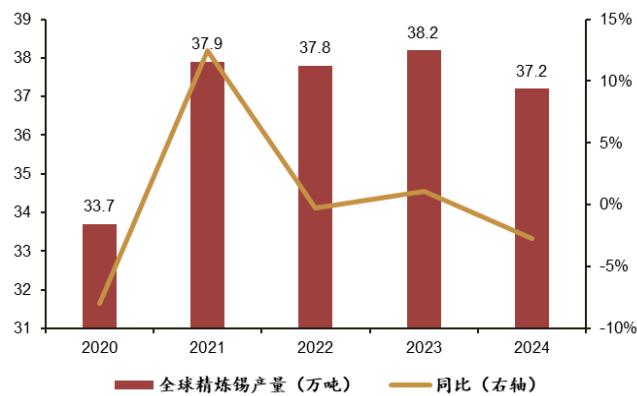
图 11：2024 年全球锡资源储量分布



数据来源：USGS，西南证券整理

全球精炼锡产量主要集中在中国。根据 ITA，2024 年全球精炼锡产量 37.2 万吨，同比-2.6%；中国以 18.4 万吨的精炼锡产量居全球之首，占全球精炼锡总产量的 49%。

图 13：2020-2024 全球精炼锡产量



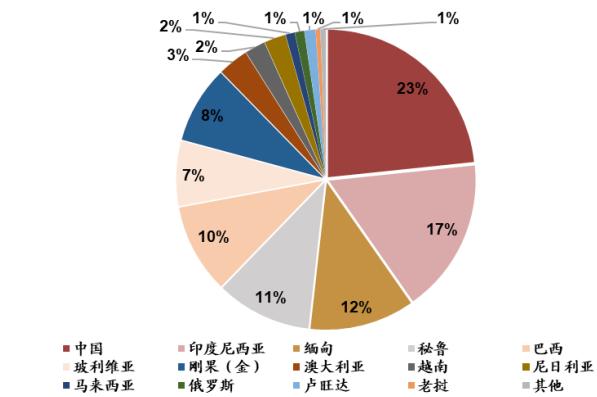
数据来源：ITA，西南证券整理

2.2 供给：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

2.2.1 缅甸：产能释放高峰已过，锡产量维持低位

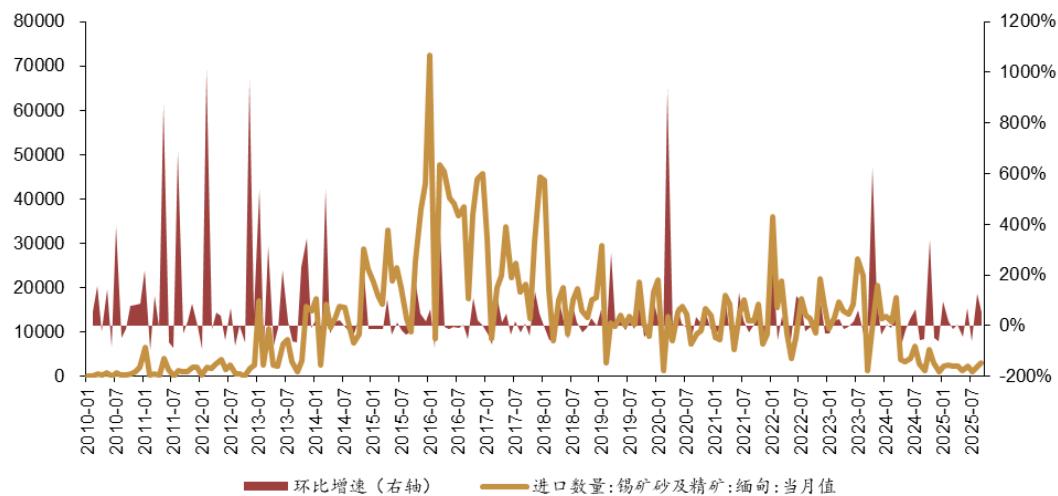
自 2013 年起，缅甸锡矿呈现无序的产能扩张状态。缅甸的两个矿区拥有良好的先天条件，但基于缅甸当地政府对锡矿业的监管不力，自 2013 年起，缅甸锡矿出现无序的产能扩张。锡矿产能不断扩大与当地不完善的冶炼工业体系形成矛盾，导致锡矿砂等上游原料出口加剧。由于中国与缅甸距离近，因此 2013 年后，缅甸的锡矿砂及精矿等产品持续进口至中国。至 2022 年末，当地锡原矿品位已经下降到 1-2%，仅少数矿体能维持在 3% 左右的品位。锡原矿品位的下跌使得采矿费用提高。缅甸于 2023 年 8 月 1 日开始全面禁止锡矿开采，此后一直在消耗库存，锡矿进口量逐步下滑，至今维持在低位。

图 12：2024 年全球锡精矿生产分布



数据来源：USGS，西南证券整理

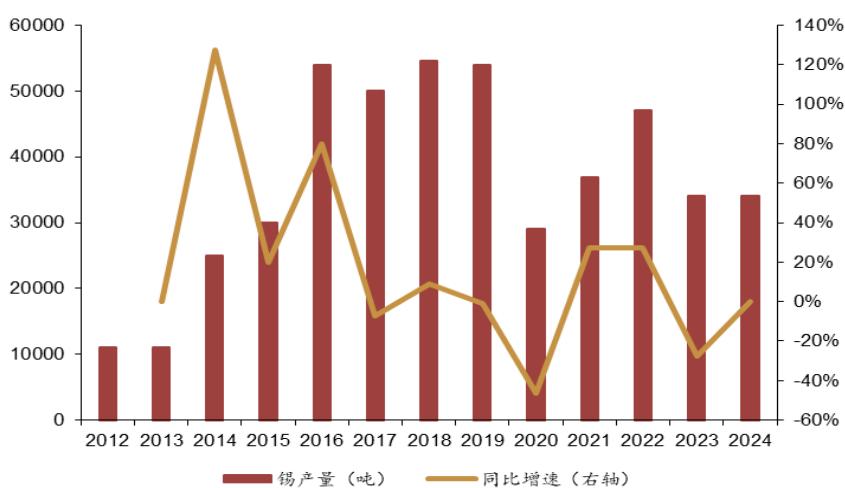
图 14：国内从缅甸进口锡矿历史数据（吨）



数据来源: Wind, 西南证券整理

自 2020 年起，缅甸锡产量明显下跌。USGS 数据显示，2019 年缅甸锡生产量为 54000 吨，2023 年锡生产量仅为 34000 吨，较 2019 年下降 37.0%。究其原因，一方面，新冠疫情背景下，缅甸锡矿开采受阻；另一方面，缅甸锡矿品位下降，使得开采成本提高。2023 年受缅甸于 2023 年 8 月 1 日开始全面禁止锡矿开采影响，锡矿产量大幅下滑，2024 年产量同比持平。

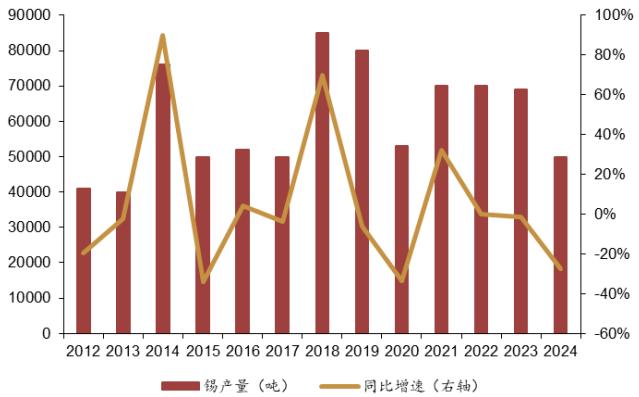
图 15：缅甸锡矿产量及增速变化



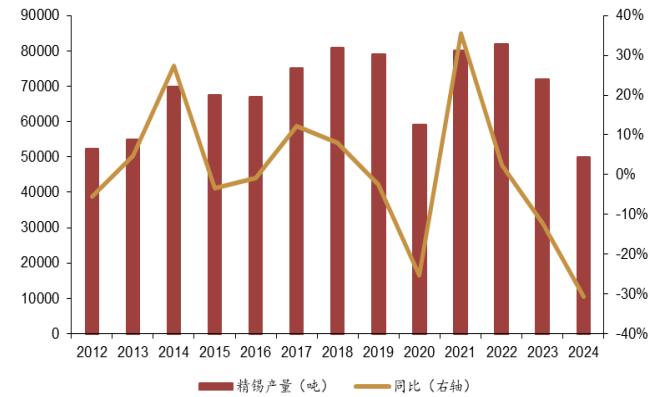
数据来源: USGS, 西南证券整理

2.2.2 印尼：全球锡供应的重要扰动因素，锡产量呈下降趋势

印度尼西亚锡矿产量持续下滑。目前，印度尼西亚锡矿的开采深度已至地下 100-150 米，矿床更深，开采难度更大，叠加印尼锡矿品位下降，这使得锡矿产量严重受限。根据历史数据来看，印尼锡矿产量近几年呈下降趋势，相比于 2018 年 8.5 万吨的峰值，2024 年锡矿产量为 5.0 万吨。但印尼仍为世界第二大锡矿供给国，2024 年全球产量占比为 16.9%。

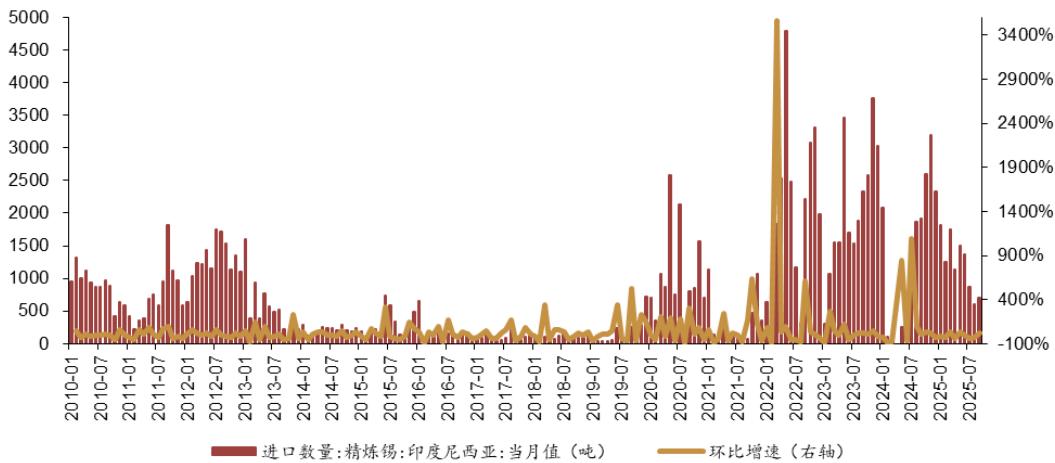
图 16: 2024 年印尼锡矿产量 50000 吨


数据来源: USGS, ITA, 西南证券整理

图 17: 2024 年印尼精锡产量 49900 吨


数据来源: USGS, ITA, 西南证券整理

印尼是全球第二大精锡生产国，其精锡供应总量和供应弹性逐步下降。一方面，印尼锡原矿出口政策持续收紧。早在 2014 年，印尼颁布 44/2014 号文，禁止粗锡出口。44 号文执行后，印尼锡矿产量开始进入下行期。这是因为印尼冶炼产能低于锡矿产能，国内冶炼产能短期内难以消化原本用于出口的锡矿，故锡矿产量有所下降。2024 年上半年印尼受反腐和配合审批较慢的原因，锡锭出口量大幅下滑，直到 2024 年 8 月逐步恢复正常。2025 年 1-9 月国内进口印尼精炼锡为 1.1 万吨，同比+51.2%。

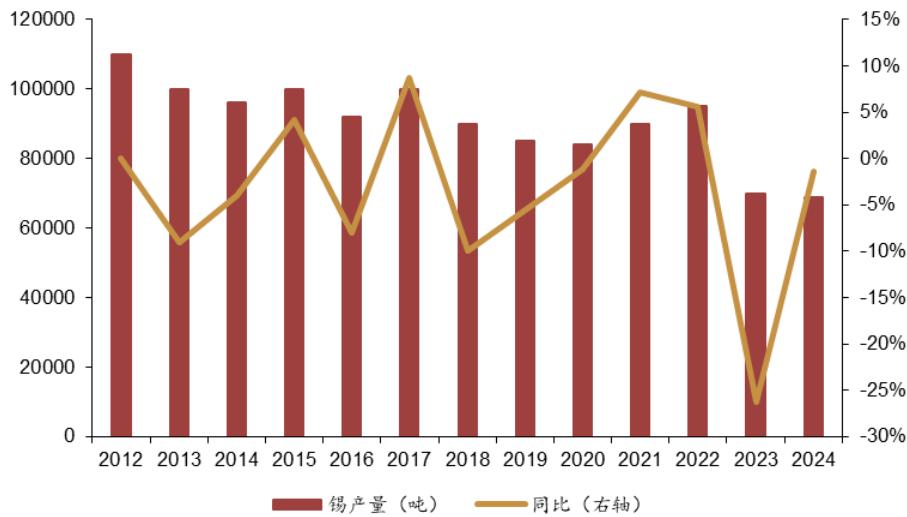
图 18: 2010-2025 年 9 月印尼精炼锡进口数量及环比增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.3 中国：锡矿资源短缺，国内冶炼厂增产意愿弱

我国锡矿产量稳中向弱。2012-2022 年，国内锡产量较为稳定，但资源禀赋逐步下降，整体产量维持在 8-10 万吨，占全球比重维持在 30% 左右。2023 年以来受国内环保和安全政策的常态化、高压化，叠加部分矿山资源枯竭和品位下降的结构性问题，产量出现下滑。2024 年国内锡矿产量 6.9 万吨，同比-1.4%。

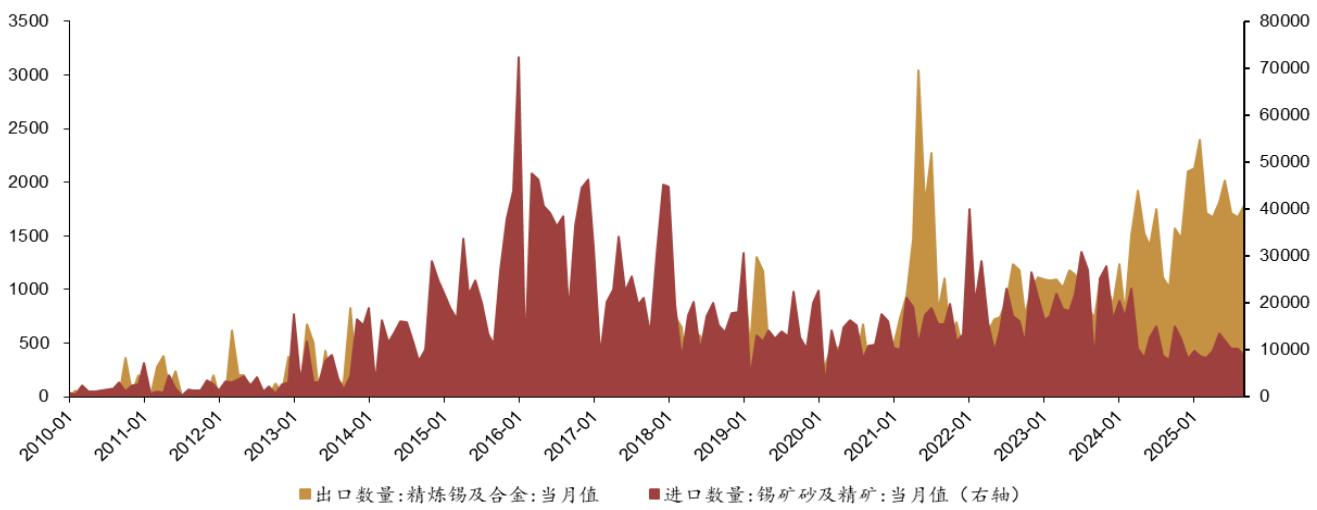
图 19：2012-2024 年中国锡矿及同比



数据来源：USGS, ITA, 西南证券整理

中国锡精矿需求主要依赖进口。虽然中国是精锡最大生产国，但目前大部分锡矿已进入地下开采阶段，矿石品位下降较大，这使得开采成本提高，精锡产能下降。除此之外，我国锡矿资源分布分散，新增查明资源储量有限，很多环保不达标的小型矿山被关停。因此，目前我国精锡主要依赖进口，2024 年中国进口锡矿砂及其精矿共计 15.9 万吨，同比-36.3%。2025 年 1-9 月中国进口锡矿砂及其精矿共计 9.1 万吨，同比-25.9%。

图 20：中国锡矿砂及其精矿进出口情况（吨）



数据来源：USGS, ITA, 西南证券整理

2026 年前中国锡矿新增项目仅 1 个。2025-2026 年，中国新增锡矿项目中仅银漫矿业可合计新增锡产出 0.5 万吨/年。全球来看，新建锡矿项目投资不足，项目数量有限且整体进展较为缓慢。许多项目都是晚于预期且还未能投产。2026 年缅甸佤邦地区的复产不能如期来临的话，预计全球锡矿供应还将面临紧张局面。

表 4：未来主要锡矿新增项目

国家	公司	项目名称	2025年新增 (万吨)	2026年新增 (万吨)
中国	兴业银锡	银漫矿业	0.24	0.25
巴西	Auxico Resources	MASSANGANA TIN TAILINGS PROJECT	0.18	0.1
刚果 (金)	Alphamin Resources	Bisie Mpama South	0	0.46
秘鲁	Tinka Resources	Aysw ilca	0	0
秘鲁	Minsur	Planta B2	0	0
秘鲁	Minsur	San Rafael	0	0
纳米比亚	AfriTin Mining	UIS	0.03	0.26
澳大利亚	AusTinMining	Taronga	0	0
澳大利亚	MetalX	Rentails	0	0.1
德国	Anglo Saxony Mining	Tellerhauser	0	0.2
西班牙	Infinity Lithium	San Jose	0	0
哈萨克斯坦	JSC Tin One Mining	Syrymbet	0.15	0.4
缅甸		佤邦	0	0.8
印尼	PT Timah		0	0
摩洛哥	Atlantic Tin	Achmmach	0	0.1

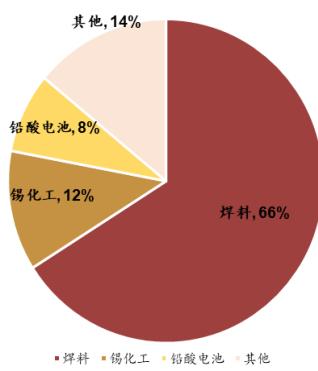
数据来源: SMM, ITA, 西南证券整理

2.3 需求：消费电子复苏抬升锡需求空间

2.3.1 下游结构稳定，光伏+半导体打开需求潜力空间

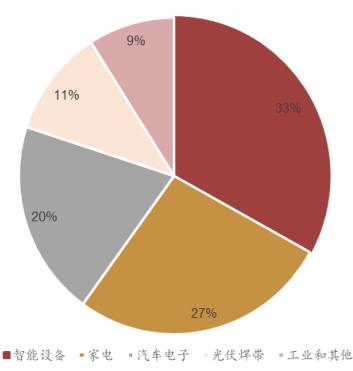
根据国际锡协的数据，2024年全球锡的下游需求以焊料为主。锡的消费结构主要以焊料为主，占比66%。按照终端市场来划分，锡焊料应用于智能设备、家电、汽车电子、光伏焊带的比例分别为33%、27%、20%和11%。

图 21：2024年锡的消费结构



数据来源: ITA, 西南证券整理

图 22：锡焊料的应用领域



数据来源: ITA, 西南证券整理

2.3.2 焊料：消费电子需求回暖，半导体行业迎来景气周期

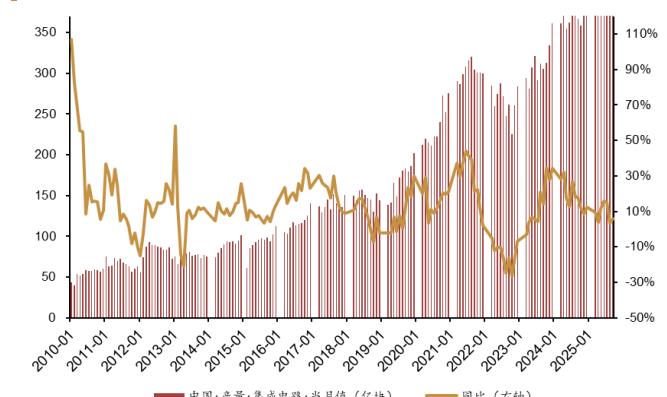
半导体行业发展前景较为广阔。现如今，电子产品更偏向小轻薄，虽然单个产品的锡耗量有所下降，但基于行业整体增速高，锡焊料用量仍保持上涨。因此，伴随汽车电子、5G等产业发展，半导体消费发展前景广阔，锡焊料的需求有望保持增长。据美国半导体产业协会数据，2025Q3 全球半导体销售额达 2084 亿美元，环比+16.0%。作为半导体的重要组成部分，2025 年 1-11 月集成电路产量高达 3898.5 亿块，同比+18.0%，需求回暖。

图 23：全球半导体销售额季度环比改善



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2023 年集成电路需求回暖



数据来源：Wind，西南证券整理

智能电子产品迎来景气周期。锡粉、锡膏主要应用于手机、电脑、汽车电子等 3C 产品。2025 年 1-9 月全球智能手机出货量为 9.2 亿台，同比+3%；笔记本电脑和平板电脑同比分别+9%、+24.5%。消费电子行业在经历了过去一年持续的终端去库存后，目前处于补库周期，随着经济复苏以及 AI 投资驱动，需求有望持续景气。截至 12 月 16 日，消费电子申万行业指数 9406.5，较 2025 年初+44.2%。

图 25：全球智能手机的出货量及同比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：全球笔记本电脑和平板电脑的出货量

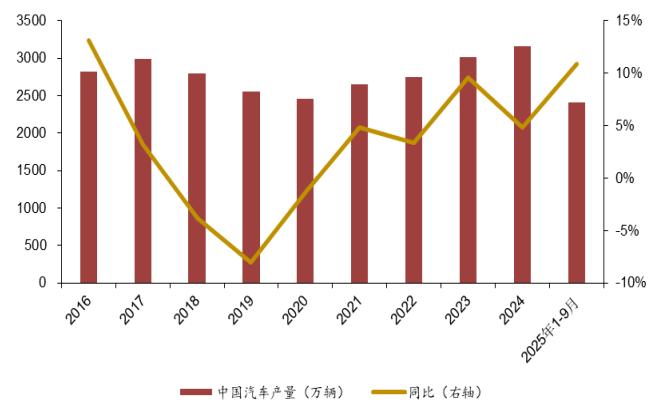


数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：申万消费电子指数


数据来源: Wind, 西南证券整理

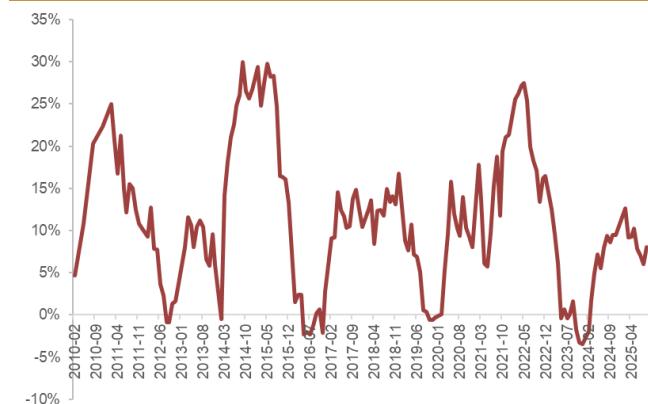
新能源汽车产量高增, 推动锡需求增加。自 2021 年起, 我国新能源汽车产量大幅增长, 2024 年产量为 1316.8 万辆, 同比+39.4%; 截至 2025 年 9 月, 新能源车产量 1096.2 万辆, 同比+29.9%。相比于传统燃油车, 新能源汽车电子设备更多, 随着新能源汽车更加智能化, 单车耗锡量将明显增高。随着新能源汽车产量持续高增以及渗透率的提升, 锡消费需求将进一步增加。

图 29：我国汽车产量及同比


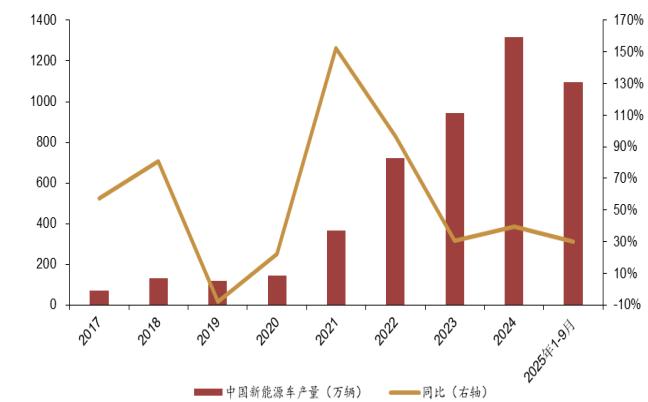
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3.3 光伏焊带: 未来需求保持稳定

光伏焊带打开锡消费的新增长空间。光伏焊带由基材和表面涂层构成, 基材是不同尺寸的铜材, 表面涂层主要是锡合金。光伏焊带的质量好坏直接影响光伏组件中电流的收集效率。

图 28：中国计算机、通信和其他电子设备产成品存货同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 30：我国新能源车产量及同比


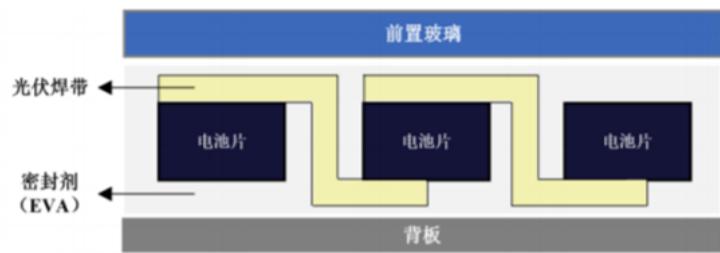
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 31：光伏焊带横截面



数据来源：宇邦新材招股说明书，西南证券整理

图 32：光伏焊带工作原理



数据来源：宇邦新材招股说明书，西南证券整理

1MW 光伏组件所需锡金属量约为 105kg。据 ITA 数据显示，1MW 光伏电池所需光伏焊带约 500kg，且焊料占焊带重量的 35%左右。考虑到主流焊料中锡占比约 60%，以此为依据，1MW 光伏组件所需锡金属的量约为 105kg。根据 CPIA 预测，2025 年全球新增装机规模范围为 570-630GW，我们假设 2025 年全球新增光伏装机量 570GW，考虑到 CPIA 预测 2026 年光伏装机增速放缓，我们假设 2026 年全球新增光伏装机量 600GW。预计 2026 年光伏行业耗锡量为 6.3 万吨，同比+5.3%。

表 5：全球光伏行业耗锡量测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
光伏新增装机量 (GW)	133	230	390	530	570	600
单位 MW 光伏组件所需光伏焊带量 (kg/MW)	500	500	500	500	500	500
焊料在焊带中占比	35%	35%	35%	35%	35%	35%
焊料中锡金属占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%
单位 MW 光伏组件所需锡金属量 (kg/MW)	105	105	105	105	105	105
单位 GW 光伏组件所需锡金属量 (吨/GW)	105	105	105	105	105	105
光伏行业耗锡量 (吨)	13965	24150	40950	55650	59850	63000
YOY	19.0%	72.9%	69.6%	35.9%	7.5%	5.3%

数据来源：CPIA, ITA, 西南证券

2.4 供需格局：供给缺口持续扩大，有望推动锡价进入上行周期

供给端方面，全球矿端资源禀赋下降，供给端缺乏弹性。考虑到银漫矿业放量，中国产量将小幅增长，缅甸地区在推进复产工作，明年产量有望小幅增加，其他地区新投产项目产能释放集中在 23 和 24 年，故我们预计 2025-2026 年全球锡供给增速分别为 2.0%/2.9%。需求端方面，光伏焊带和半导体为锡消费增添了新的活力，我们假设 2025-2026 年锡焊料需求增速分别为 7%/8%，其他传统领域增速保持稳定。因此，锡的供给缺口将长期存在。根据测算，预计 2025-2026 年锡供需平衡分别为 -0.3/-1.7 万吨，供需缺口进一步扩大有望推动锡价持续上涨。

表 6：锡全球供需平衡表

单位 (万吨)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球锡产量	36.8	31.6	37.9	38.0	37.1	37.7	38.5	39.6
<code>yoy</code>	-	-14.2%	20.0%	0.3%	-2.6%	1.8%	2.0%	2.9%
中国	18.1	19.4	15.4	16.9	17.4	17.9	18.5	19.2
<code>yoy</code>	-	7.2%	-20.6%	9.7%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%
印尼	8.0	5.3	7.1	7.3	7.5	7.8	8.0	8.2
<code>yoy</code>	-	-33.8%	34.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%
缅甸	5.4	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	3.0
<code>yoy</code>	-	-46.3%	-3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%
其他	0.5	0.5	5.8	3.5	4.0	3.9	3.8	3.7
<code>yoy</code>	-	-5.6%	1041.2%	-39.3%	13.9%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
再生锡	4.8	3.5	6.8	7.5	5.3	5.4	5.4	5.5
<code>yoy</code>	-	-27.1%	94.3%	10.3%	-29.3%	1.0%	1.0%	2.0%
全球锡消费量	36.9	36.4	39.1	37.1	36.0	37.3	38.8	41.3
<code>yoy</code>	-	-1.3%	7.3%	-5.1%	-2.9%	3.5%	4.0%	6.4%
锡焊料	15.7	16.0	18.0	19.1	20.2	21.4	22.9	24.8
<code>yoy</code>	-	1.9%	12.5%	6.0%	6.0%	6.0%	7.0%	8.0%
锡化工	6.0	6.0	6.1	6.2	6.3	6.5	6.6	6.7
<code>yoy</code>	-	0.0%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
马口铁	4.6	4.7	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3
<code>yoy</code>	-	2.2%	6.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
铅酸电池	2.2	2.1	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<code>yoy</code>	-	-4.5%	4.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	8.4	7.6	7.8	4.3	1.9	1.7	1.6	2.0
<code>yoy</code>	-	-9.1%	2.1%	-45.3%	-56.1%	-7.0%	-10.9%	28.6%
供需平衡	-0.1	-4.8	-1.2	0.9	1.0	0.4	-0.3	-1.7

数据来源: ITA, USGS, DLA, Minem, 公司公告, 西南证券

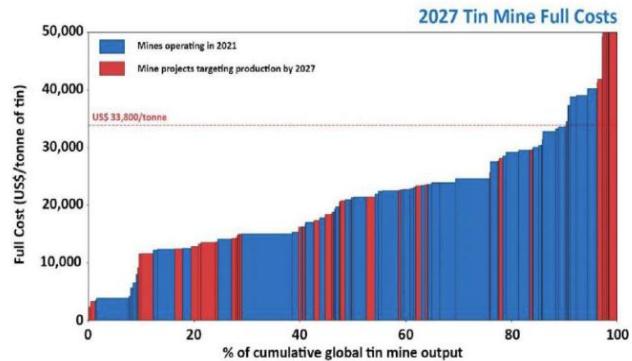
2.4.1 锡矿成本曲线不断抬升, 锡价弹性可期

受后备资源不足和品位下滑影响, 锡成本曲线不断抬升。根据 ITA 数据, 2022 年锡矿 90 分位完全成本 25581 美元/吨, 2030 年 90 分位完全成本将达到 53974 美元/吨, 较 2022 年 +110.0%。成本不断抬升对锡价形成支撑。

图 33：锡成本分布及预测

	Points on cost distribution			
	2010	2020	2022	2030
NBP Cash Costs				US\$/tonne
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290
NBP Full Costs				
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974
NBP Cash Costs (Real 2022)				
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089
NBP Full Costs (Real 2022)				
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547
US inflation index	0,74	0,87	1,00	1,27

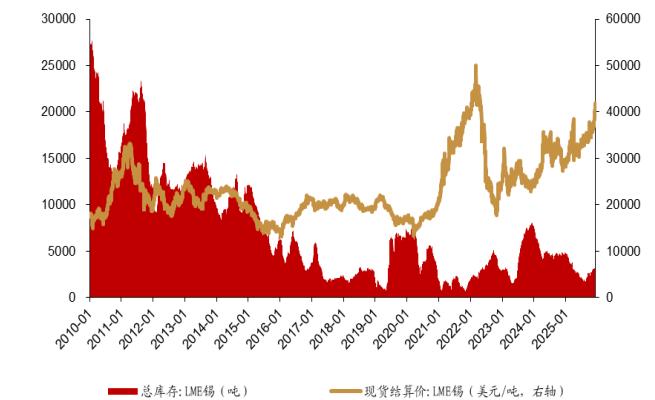
数据来源: ITA, 西南证券整理

图 34：锡成本曲线


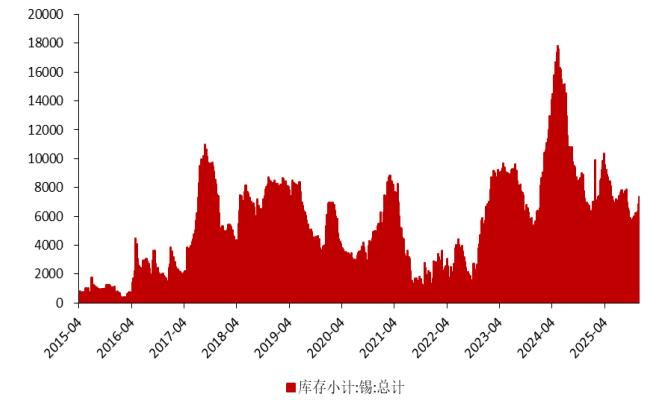
数据来源: ITA, 西南证券整理

2.4.2 全球库存处于低位

库存处在低水平, LME 大幅去库。截止 2025 年 12 月 12 日, LME+上期所库存合计 11061 吨, 较年初-0.8%, 其中, LME 库存较年初-22.9%, 上期所库存较年初+15.7%。在供应刚性+需求高成长性+低库存格局下, 锡价上涨可期。

图 35：LME 锡价及库存走势


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 36：上期所库存情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 供应刚性叠加需求改善, 锡价有望进入上行周期

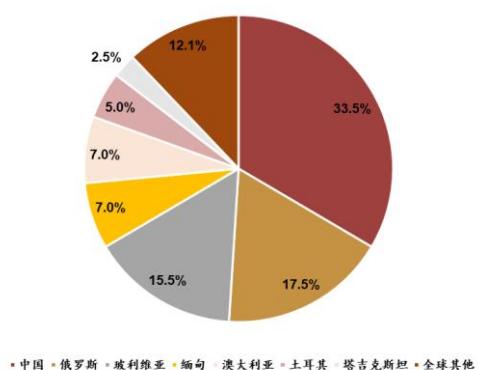
3.1 资源分布不均匀, 资源枯竭, 品位持续下降

从现有资源来看, 2024 年全球探明储量为 200 万吨, 全球锡资源静态储采比约为 20:1, 锡已经成为全球最为稀缺的资源之一, 目前已被中国、美国、英国、日本、欧盟等多个国家和地区列入战略性资源。总体来看, 全球锡矿资源分布不均匀, 主要分布在中国、俄罗斯、玻利维亚, 这三个国家的储量占全球储量总量的约 66.5%。

受矿石品位下降和资源枯竭影响, 全球锡矿产量持续下降。USGS 数据显示, 2010-2024 年, 全球锡矿产量逐年下降。2024 年全球锡产量主要分布在中国、俄罗斯、塔吉克斯坦,

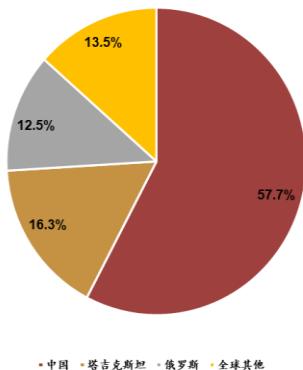
这三个国家的产量占全球产量的 86.5%。其中，中国自 2009 年开始逐步加大对锑资源生产的监管力度，每年下达锑矿总量控制指标，管理锑产量规模，产量呈下降趋势，但 2024 年中国仍以 6 万吨的年产量居全球之首，占全球总产量的 57.7%；塔吉克斯坦、俄罗斯年产量为 1.7 万吨（全球占比 16.3%）和 1.3 万吨（全球占比 12.5%）位居世界第二、第三。

图 37：2024 年全球锑资源分布



数据来源：USGS 西南证券整理

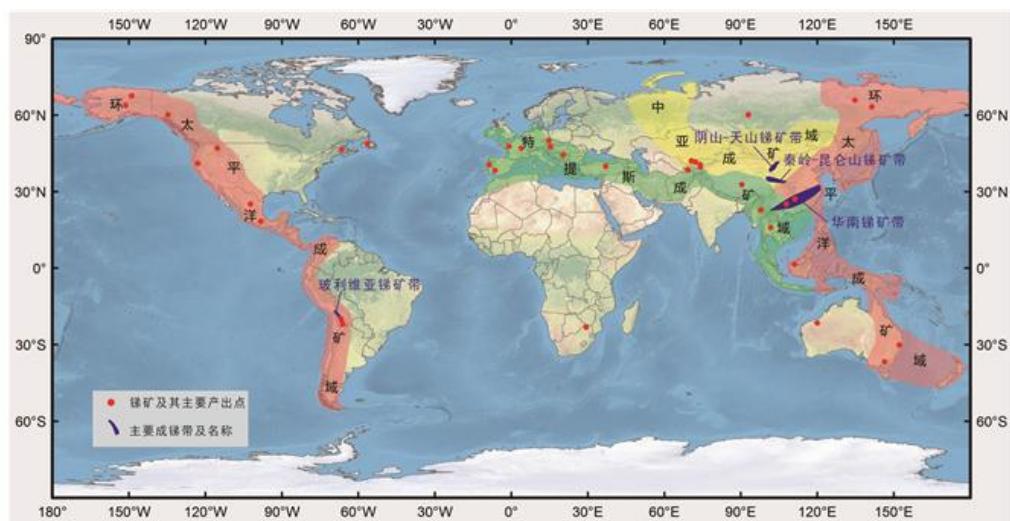
图 38: 2024 年全球锑生产布局



数据来源：USGS 西南证券整理

全球锡矿床主要分布在环太平洋带、特提斯-喜马拉雅带和中亚天山带。其中，环太平洋带含有全球约80%的锡资源。锡矿床常见于辉长质深成岩相关的硫化物矿床、花岗岩相关的硫化物矿床、碎屑岩赋矿的钨-锡-汞层控矿床和热液型铅锌矿床中。这些矿床主要分布在大陆边缘和造山带，受断裂构造影响，形成于中新生代地质时期。

图 39: 全球典型含锑矿床分布示意图(2017)



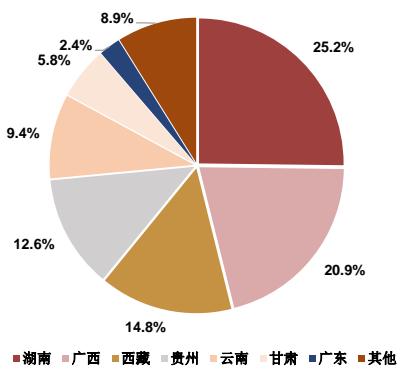
数据来源：USGS，西南证券整理

3.2 供给：矿源增长有限，供给日趋乏力

3.2.1 中国：资源枯竭，供应乏力

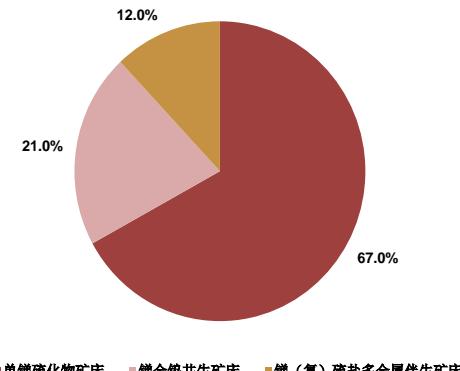
国内锑矿多为大型矿床，分布在湖南、广西，储量分别占全国的 25.2%、20.9%。其中湖南具有我国最大的锑矿山—湖南省冷水江市的锡矿山锑矿田(中国五矿—湖南闪星锑业全资矿山)。我国锑矿工业类型的构成以单锑硫化物矿床为主，目前我国已探明的 166 个锑矿中，已开发的为 71 个，占全国总储量的 42.8%，当前经济技术条件下可规划利用的锑矿仅为 36 个，且大多是中小型的锑金钨共生矿床，成分复杂，综合价值高，但属于难以洗选、冶炼的矿石类型。

图 40：2024 年中国锑矿储量省份分布



数据来源：USGS，西南证券整理

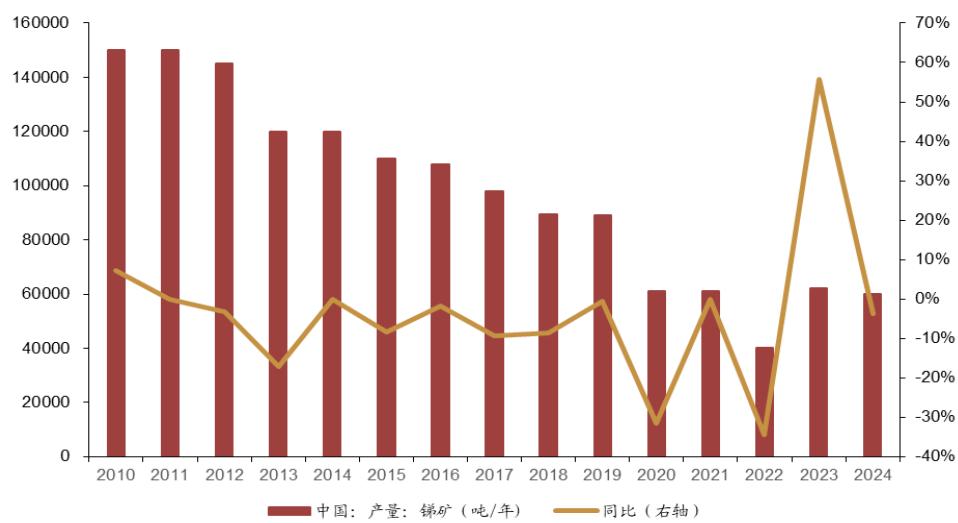
图 41：2024 年中国锑矿储量类型分布



数据来源：USGS，西南证券整理

产量不断下滑，供应刚性凸显。根据 USGS 数据统计，2024 年全球锑资源产量为 10.4 万吨，我国产量为 6 万吨，占全球生产总量的 57.7%。我国锑产量长期处于全球第一，但由于早期锑资源开采过度，我国锑资源枯竭加剧，2011 年以来，中国锑矿产量由 15 万吨下降至 2024 年的 6 万吨，降幅为 60%。

图 42：2010-2024 年中国锑矿产量



数据来源：USGS，西南证券整理

严格的环保政策和资源保护性政策限制了国内锑矿产量的释放。为了减缓辉锑矿等锑资源的枯竭，加上锑精矿冶炼过程中要加入纯碱或片碱进行脱砷处理，由此产生的固体浮渣—砷碱渣有剧毒、易溶于水，易对环境造成污染且尚未找到安全处理方法，是世界卫生组织、美国环保局和欧盟公认的新晋污染物。我国也出台一系列环保政策和锑矿资源保护性政策，锑的行业壁垒提升，探矿权和采矿权的办理难度增加，因此，近年来，环保督察和开采政策显著影响了锑行业的生产稳定性。

表 7：我国出台多项政策保护锑资源

时间	发布单位	政策文件	重点解读
2010年3月4日	国土资源部	《关于下达2010年度稀土矿钨矿锑矿开采总量控制指标的通知》	除特别规定情况外，国土资源部暂停受理新的钨、锑和稀土矿勘查、采矿登记申请
2011年12月24日	发改委	《外商投资产业指导目录》	锑矿勘查、开采列入禁止外商投资产业目录
2012年5月23日	发改委、国土资源部	《禁止用地项目目录(2012年本)》	“新建、扩建钨、锡、锑开采、冶炼项目”列入禁止用地项目目录中
2013年9月6日	国土资源部	《关于下达2013年度稀土矿钨矿锑矿开采总量控制指标的通知》	国土资源部解除对锑矿的矿业权暂停政策，将锑矿综合利用指标从约束性改为指导性——锑矿的勘查、开采登记不再暂停，可按规定程序和要求办理；新立锑矿采矿权的，应符合采总量控制的要求
2014年6月19日	国土资源部	《关于下达2014年度稀土矿钨矿开采总量控制指标的通知》	不再下达锑矿开采总量控制指标
2014年7月1日	生态环境部	《锡、锑、汞工业污染物排放标准》	规定了锡、锑、汞采选及冶炼工业企业生产过程中水污染物和大气污染物排放限值、监测和监控要求，对重点区域规定了水污染物和大气污染物特别排放限值
2017年12月27日	生态环境部	《排污许可证申请与核发技术规范总则有色金属工业——锑冶炼》	规定了锑冶炼排污单位排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值确定、实际排放量核算、合规判定的方法
2018年2月8日	生态环境部	《排污许可证申请与核发技术规范总则》	加强大气、水、土壤污染防治，落实相关治理措施和企业主体责任，完善排污许可技术支撑体系，指导排污单位排污许可证申请与核发工作
2018年6月22日	自然资源部	《有色金属行业绿色矿山建设规范》	规定了矿区环境、资源开发方式、资源综合利用、节能减排、科技创新与数字化矿山、企业管理与企业形象方面的基本要求
2019年6月17日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《中央生态环境保护督察工作规定》	2019-2021年中央生态环境保护督察包括例行督察、2022年执行专项督察和“回头看”等
2019年12月31日	自然资源部	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》	自2020年5月1日起，自然资源部负责锑等14种重要战略性矿产的探矿权采矿权新立、延续、变更(涉及变更矿种的，以变更后的主矿种为准)、保留、注销登记以及划定矿区范围
2023年8月21日	发改委、自然资源部等5个部门	《有色金属行业稳增长工作方案》	支持有色金属产业基础较好的地区建设精深加工产业集群，构建龙头企业牵引、上下游协调、大中小企业融通发展的产业生态，围绕能源转型金属、轻量化材料、集成电路材料等战略方向，从资源配置、品牌价值、创新能力、国际化程度等方面与世界一流企业对标对表，提升企业综合竞争力，激励企业向卓越质量攀升，从而培育一批专精特新“小巨人”企业、单项冠军企业

数据来源：中国政府网，西南证券整理

3.2.2 海外：全球增量关键因素，短期内难以释放

未来2年全球供给的关键增量将主要来自于海外矿山的开采计划。根据USGS数据，塔吉克斯坦的康桥奇锑精矿（华钰矿业海外投资项目—塔铝金业）和俄罗斯的Solonechenskoye 锡矿（英国远东锑业）是全球锑资源的主要增产来源。塔铝金项目已部分投产，预计达产会有1.6万金属吨的锑产出，而Solonechenskoye 锡矿尚未投产，该锑矿原本预定于2022年底或2023年初开始运营，受到地缘政治冲突等因素的影响，项目的实施进度不达预期且投产时间不详，待其达产预计会有0.6万吨的锑产出。

2020年12月，珀特图阿矿业发布了斯蒂布奈特金锑矿可行性研究报告，数据显示该矿山黄金储量达600万盎司，拥有锑资源9.34万吨。根据可研报告的规划，斯蒂布奈特金锑矿将于2026年开始商业化运营，具体产能尚未公布。

表8：未来全球锑矿新增项目

国家	公司	项目名称	锡储量（万吨）	预计投产时间
塔吉克斯坦	华钰矿业	康桥奇锑金矿	26.1	已部分投产
俄罗斯	远东锑业（FEA）	Solonechenskoye 锡矿	6.1	不详
美国	珀特图阿矿业	斯蒂布奈特金锑矿	9.34	2026

数据来源：公司公告，西南证券整理

尽管华钰的塔铝金项目在2023年至2025年期间发布公告预计将产出0.52/1.6/1.6万吨锑，然而，目前该项目进展缓慢，项目进度远不及预期。但预计随着塔铝金项目的逐步完善和俄罗斯Solonechenskoye 锡矿的投产，海外矿山将在未来几年成为全球锑供给增长的重要来源。

表9：全球锑矿产能分布

国家	相关企业	矿山名称	储量	产能
中国	湖南有色-锡矿山闪星锑业	湘中锡矿山锑矿	300000	15000
	湖南黄金	湘西沅陵沃溪金锑钨矿	152600	17584
		新邵龙山金锑矿	22407	250
		安化渣滓溪锑钨矿	18065	8000
	木利锑业	云南木利锑矿	17380	10000
	久通锑业	板溪锑矿	40000	8000
	贵州晴隆黔富龙矿业	晴隆锑矿	199600	10000
	云南文冶有色金属	广南那丹锑矿、西畴县小锡板矿山	未知	5000
	贵州东峰锑业	独山半坡锑矿	30000	10000
	华锡有色	柳州华锡集团铜坑矿	58696	未知
		高峰矿	186904	10000
	华钰矿业	扎西康	140541	未知
塔吉克斯坦	COMSAP	Anzob 汞锑矿	150000	10000
	华钰矿业（50%）	康桥奇锑金矿	264600	16000
俄罗斯	Geo Pro Mining	Sarylakh 和 Sentachan 金锑矿	180000	7200
	Polyus	奥林匹亚金锑矿	120000	10958
	英国远东锑业	Solonechenskoye 锡矿	61000	6000
	NOK	Udereyskoe	38000	未知

国家	相关企业	矿山名称	储量	产能
吉尔吉斯斯坦	国有	卡达姆兹哈锑矿	200000	未知
	国有	卡森签铅锑矿	39000	未知
澳大利亚	Mandalay Resources	科斯菲尔德金锑矿	17800	2100-2700
	Calidus Resources	蓝规金锑矿	5200	-
	Red River Resources	希尔格罗夫金锑矿	75000	4500
加拿大	湖南有色	水獭溪锑矿	78000	6000
玻利维亚	国有	奥鲁罗金锑矿	310000	2000-2700
格鲁吉亚	高加索矿产公司 Caucasus Minerals	Zopkhito 锑金矿	28500	未知
美国	Midas Gold	Stibnite gold	66560	未知

数据来源：中国有色金属工业协会锑业分会，公司官网，西南证券整理

我们预计 2026 年全球锑金属供应量将达到 10.7 万吨，2025/2026 的增速为 -5%/8%：

- 1) 随着银漫矿业产能逐步释放，2026 年中国锑矿年产量将小幅增长；
- 2) 俄罗斯极地黄金锑资源枯竭，未来无产量；
- 3) 假设华钰矿业持股 50% 的塔铝金项目产能将在 2025 年逐步释放，2026 年达产。

表 10：全球锑供应预测表

单位 (吨)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国	61000	61000	60000	57600	60000	60000	63000
同比 (YOY)	-31%	0%	-2%	-4%	4%	0%	5%
俄罗斯	25000	20000	20000	27000	13000	0	0
同比 (YOY)	-17%	-20%	0%	35%	-52%	-	-
缅甸	2200	4600	4600	4370	4500	4500	4500
同比 (YOY)	-63%	109%	0%	-5%	-2%	0%	0%
澳大利亚	2030	3900	4000	3960	3000	3000	3000
同比 (YOY)	-6%	92%	3%	-1%	-24%	0%	0%
塔吉克斯坦	13000	16800	17000	17000	17000	25000	30000
同比 (YOY)	-54%	29%	1%	0%	0%	47%	20%
土耳其	1330	1300	1274	1249	2000	2000	2000
同比 (YOY)	-45%	-2%	-2%	-2%	60%	0%	0%
玻利维亚	2600	2600	2500	2450	2758	2786	2813
同比 (YOY)	-13%	0%	-4%	-2%	-2%	1%	1%
全球其他国家	1970	1700	1200	1176	1742	1759	1777
同比 (YOY)	25%	-14%	-29%	-2%	48%	1%	1%
全球锑矿产量	111000	112000	110000	114805	104000	99045	107090
同比 (YOY)	-31%	1%	-2%	4%	-9%	-5%	8%

数据来源：USGS，公司官网，西南证券

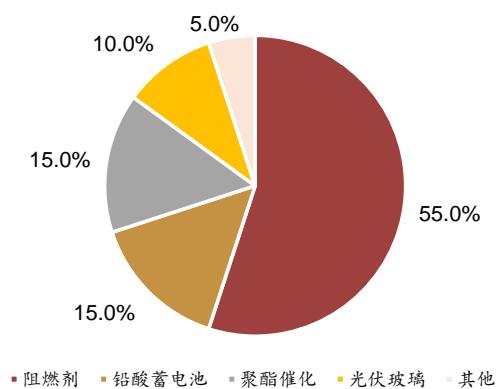
3.3 需求：传统领域稳中有增，新兴领域需求强劲

锑被广泛使用于工业制造领域，充当重要的添加剂，赢得了“工业味精”的称号。观察锑的产业链结构可以发现，在中游的深加工阶段，锑矿石经过冶炼过程，生产出如氧化锑、锑乙二醇和锑合金等多种产品。锑化合物因其广泛的应用而需求旺盛，其消耗量已经超越了锑合金。中国不仅是世界上最大的锑生产国，同时也是最大的消费国。

锑在电气、化学、医药等多个工业部门发挥着重要作用。根据中国的消费模式，锑的下游需求主要集中在阻燃剂和铅酸电池上，这两者加起来占据了 70% 的比重。在过去二十年里，中国的锑消费模式发生了显著的变化，主要体现在蓄电池产品对锑需求的减少，以及阻燃剂和光伏玻璃行业对锑需求的增加。据百川盈孚的数据显示，2022 年阻燃剂行业的锑消耗量占到了锑总消费量的 55%。此外，锑在光伏玻璃的消费量从 8% 增长到了 10%，而在蓄电池行业的消费量从 2002 年的 59% 下降到了 2022 年的 15%。

随着中国对防火安全意识的增强以及相关法规的完善，预计阻燃剂将继续成为推动锑需求增长的主要因素。同时，光伏产业的快速发展也可能成为推动锑需求增长的另一个重要力量。

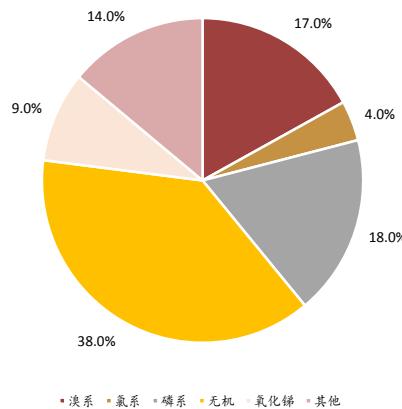
图 43：2022 年中国锑的消费结构



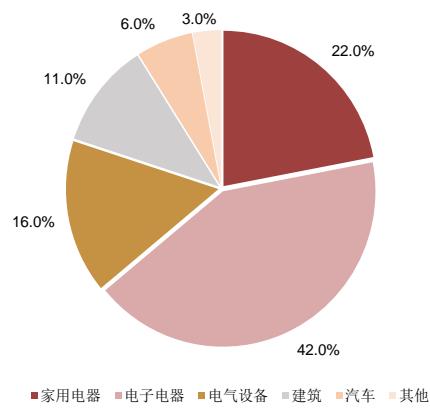
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

3.3.1 阻燃剂：难以被替代

溴系阻燃剂与锑化合物共同构建高效阻燃体系。按组成成分，阻燃剂主要可分为四大类：有机溴系阻燃剂、有机磷系阻燃剂、无机阻燃剂、其它阻燃剂。溴系阻燃剂属于卤系阻燃剂，主要是通过溴化合物有效阻止塑料等高分子材料的燃烧，并抑制火焰传播。锑氧化物单独使用时无阻燃效果，只有将其与溴系有机化合物共同使用时，才能形成有效的锑/溴阻燃体系，可以显著提高阻燃效果。

图 44：2019 年阻燃剂的种类占比


数据来源：Chemnews，西南证券整理

图 45：2021 年中国溴系阻燃剂需求结构分布


数据来源：中国化工信息杂志，西南证券整理

在中国消费升级、产业升级的多重作用下，建筑、汽车、电子电器、家用电器、电气设备作为溴系阻燃剂的主要应用领域将逐渐步入稳健发展阶段，其中家用电器主要包括空调、电视、冰箱、电饭煲、空气炸锅等大小家用电器；电器设备包括电器开关，断电器，配电盘、光纤电缆等设备；电子电器包括电子产品线路板，显示屏，手机，平板、电脑等。

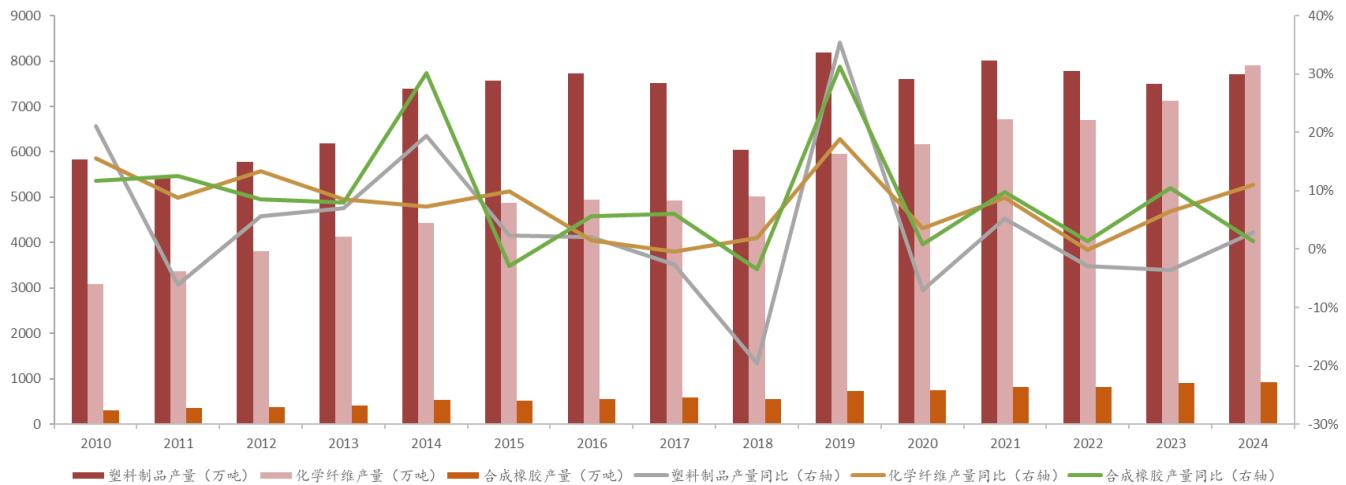
在产业方面，溴系阻燃剂与无卤阻燃剂将会长期相互竞争，溴锑（卤系）阻燃剂被替代效果不明显，尽管锑—溴素阻燃剂因其发烟量大、有毒等具有环境安全风险，引起了其可能被替代导致锑需求下滑的担忧，但目前的无卤阻燃剂的阻燃效率仍无法与溴系阻燃剂抗衡，且锑溴阻燃剂具有阻燃效率高、与基材相容性好、添加量少的优点，因此不影响基材物理机械性能，所以短期内锑—溴素（卤系）阻燃剂在阻燃效率要求高的领域难以被完全替代。

表 11：不同阻燃剂性能对比

公司	溴系阻燃剂	磷系阻燃剂	无机阻燃剂
原理	气相中通过干扰自由基链反应降低燃烧热量，受热条件下卤系阻燃剂分解吸收热量，释放大量氮气排走空气、稀释可燃气体	形成隔离膜达到阻燃效果	受热分解释放水蒸气，填充、阻燃
阻燃效率	最高	高	低
环保性	释放有毒、腐蚀性气体	低毒、低腐蚀	低毒、低腐蚀
价格	20~40/千克	50~100/千克	2000~5000/吨
缺点	气体有毒	挥发性强、热稳定性差	效率低、添加量大、影响材料物理机械性能

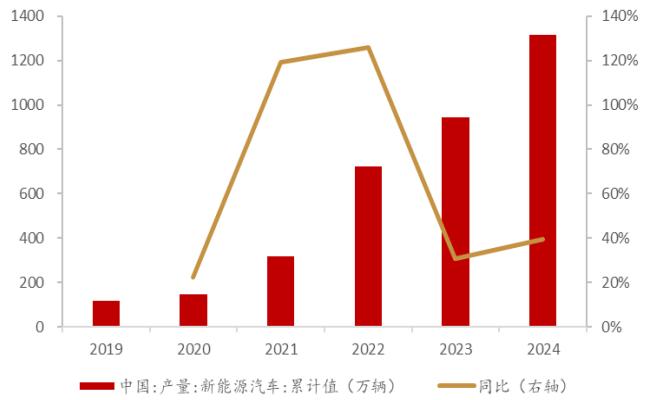
数据来源：Chemnews，西南证券整理

在传统应用领域，中国化纤、塑料制品、合成橡胶产量逐年攀升，溴系阻燃剂的需求量仍将维持一定增速，从阻燃剂应用终端来看，截止至 2024 年，我国塑料、合成橡胶和化学纤维产品的产量累计同比增速分别为 3%、1% 和 11%。阻燃剂终端需求增速总体为正，我们认为锑的传统需求稳中有增。

图 46：阻燃剂终端下游产量（传统市场）


数据来源: Wind, 西南证券整理

新兴产业的快速发展，如 5G 通讯和新能源汽车，将进一步推动溴系阻燃剂的需求。5G 通讯技术推广需要更新材料，其中包括塑料制品，从而带动了工程塑料阻燃剂的需求。同时，工程塑料在新能源汽车领域的广泛应用也将促进对阻燃剂的需求增长。随着新能源汽车市场的扩大，工程塑料阻燃剂的需求量预计将持续上升。

图 47：阻燃剂终端下游新能源汽车产量


数据来源: wind, 西南证券整理

根据中研网的测算，我们预计 2025-2026 阻燃剂的需求为 338/349 万吨，由于其危害环境等因素，我们预测其占比会逐步降低，2025-2026 年降至 13%，溴系阻燃剂与锑氧化物搭配比例为 3:1，锑在锑氧化物中的分子质量占比为 41.77%。基于以上假设，我们预测 2025-2026 年全球阻燃剂锑需求为 4.6/4.7 万吨，同比-4%/+3%。

表 12：全球阻燃剂领域锑需求测算

单位 (万吨)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球阻燃剂需求量	290	300	309	319	328	338	349
溴系阻燃剂占比	21.0%	18.0%	17.0%	16.0%	14.0%	13.0%	13.0%
溴系阻燃剂需求量	60.90	54.00	52.53	50.96	45.97	44.00	45.35

单位 (万吨)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
锑/溴系阻燃剂:氧化锑需求量	15.23	13.50	13.13	12.74	11.49	11.00	11.34
锑用量	6.36	5.64	5.49	5.32	4.80	4.59	4.74
同比	-13%	-11%	-3%	-3%	-10%	-4%	3%

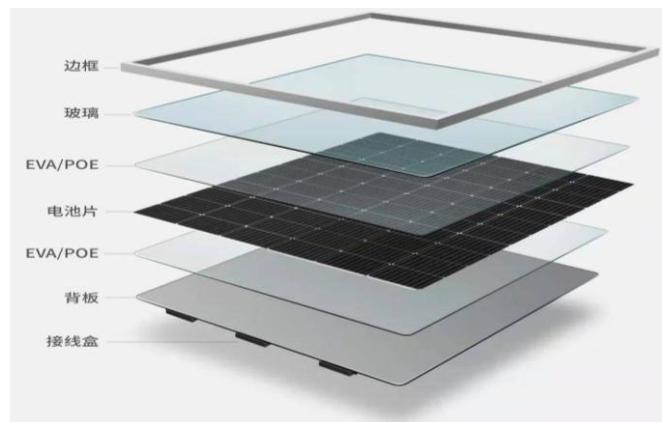
数据来源: Wind, 公司官网, 西南证券

3.3.2 光伏: 超白玻璃澄清剂带动锑需求

光伏玻璃是用在光伏组件上的一种封装材料, 光伏玻璃在组件当中起到的作用是保护电池片和电极不受水气侵蚀、防止氧化, 是组件封装的必需品。光伏玻璃生产中, 为了更大限度地利用太阳光, 光伏超白压延玻璃主要采用压延成型的工艺方式, 去达成其低铁、高透光率的特性。相比于普通光伏背板, 光伏玻璃无需在背板最外层添加薄膜, 因此光伏玻璃的质量直接决定了光伏组件的发电效率和组件的使用年限。玻璃透光率决定光伏组件性能, 澄清剂效果至关重要, 必须使用澄清剂来达到澄清消泡的目的。作为玻璃澄清剂, 不仅可消除杂质, 提高玻璃的色泽和透明度, 还能增强玻璃的化学稳定性和机械强度, 减少玻璃在高温下的变形和破裂。

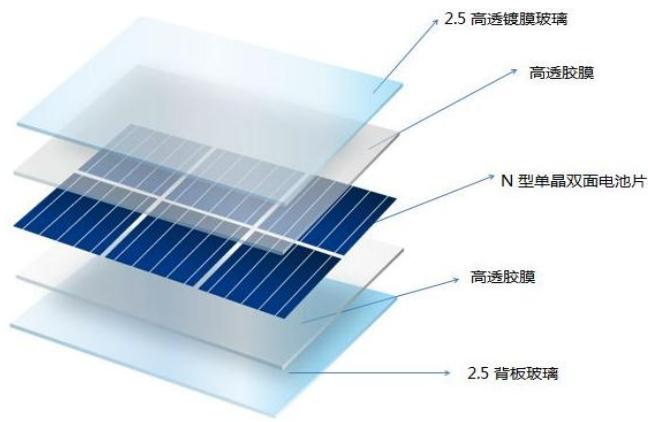
双玻即正反两面都是玻璃和电池片组成的, 正面和背面均可以发电的组件; 单玻主要由边框、钢化玻璃、胶膜、电池片、胶膜、背板、接线盒组成。单玻电池片背面采用铝浆印刷, 背面由全铝层覆盖。单玻即电池片是单面电池片+背面全铝层。

图 49: 单玻组件



数据来源: Chemnews, 西南证券整理

图 50: 双玻组件

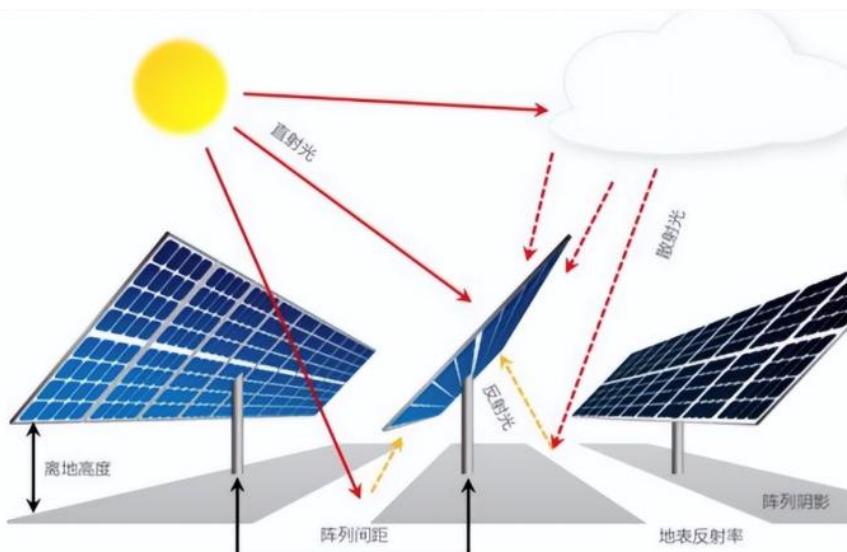


数据来源: 中国化工信息杂志, 西南证券整理

双玻组件具有如下优势:

- 1) 结构对称, 重量一致性好, 可有效提高机械强度, 更好的保护电池片;
- 2) 使用材料更简单, 五层结构只采用了三种材料, 有利于后期降低成本和解决回收问题;
- 3) 无需边框, 可避免金属材料上涨带来的组件成本上升;
- 4) 可大幅提高发电效率 (15%~30%), 吸收直射光、地面反射光以及空间散射光。

图 51：双玻组件发电优势示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

早期双玻组件存在重量过大、搬运不方便、功率损失大等问题，一直未能实现大规模量产。而有机材料背板因成本低等优势逐渐取代背玻璃成为市场主流，根据 CPIA 预测，2025 年双玻组件渗透率将逐步提升至 60%；焦锑酸钠在玻璃的添加比重为 0.2%-0.4%，基于保守预测，我们采取 0.23%；锑在焦锑酸钠中的分子质量占比为 63.2%。

基于以上假设，我们预计 2025-2026 年全球在光伏玻璃领域贡献的金属锑需求将分别达到 4.2/4.6 万吨。

表 13：全球光伏领域锑需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球光伏装机(GW)	146	170	239	390	530	500	550
单玻组件(GW)	103	107	143	195	239	200	220
双玻组件(GW)	43	63	96	195	292	300	330
双玻渗透率(%)	30%	37%	40%	50%	55%	60%	60%
光伏玻璃需求 (万吨)	735	880	1252	2126	2944	2830	3113
焦锑酸钠需求(万吨)(澄清剂)	1.72	2.06	2.94	4.98	6.90	6.64	7.30
金属锑需求 (万吨)	1.09	1.30	1.86	3.15	4.36	4.19	4.61
同比	33%	20%	42%	70%	39%	-4%	10%

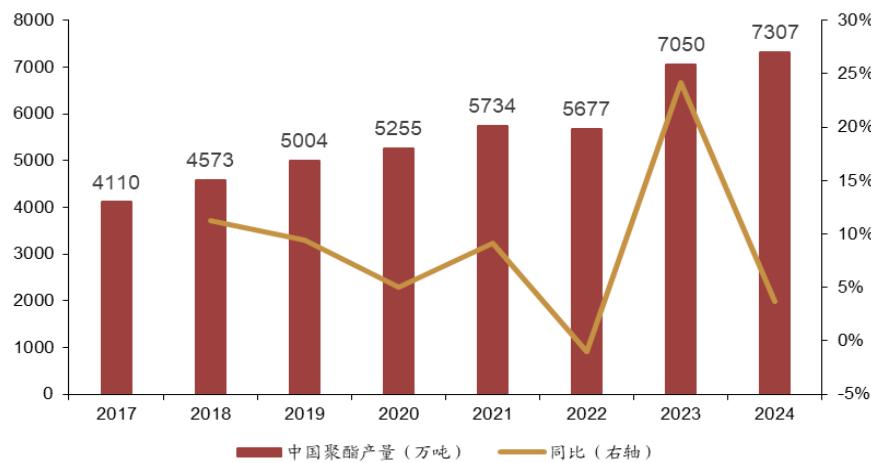
数据来源：USGS，公司官网，西南证券

3.3.3 锑系聚酯催化剂：打开锑需求新的增长空间

锑系催化剂是聚酯主流催化剂，锑系催化剂在缩聚过程中能大大促进缩聚反应，而对热降解反应的促进程度较小。主要用于涤纶下游纺织品以及塑料和薄膜等工业产品，主要品种有三氧化二锑、醋酸锑以及近年来开始受到广泛关注的乙二醇锑，具有反应活性高、副反应少、价格便宜等特点。

PET 具体包括涤纶短纤和长丝、聚酯瓶片、聚酯切片，终端需求有明显的淡旺季之分，一般而言 3-4 月份和 9-10 月份是聚酯及下游纺织传统旺季，春节前后和夏季是纺织的传统淡季。近年来聚酯的产能增速较 2018 年有所放缓，叠加随着环保意识的提高，人们希望减少锑的使用量，如钛系催化剂（当前主要研究的方向），但仍存在稳定性差，易水解，造成切片发黄等问题，尚未大规模商业化应用，所以锑系催化剂短期内难以被替代，预计聚酯催化剂对锑金属需求量短期维持平稳，长期稳中有增。

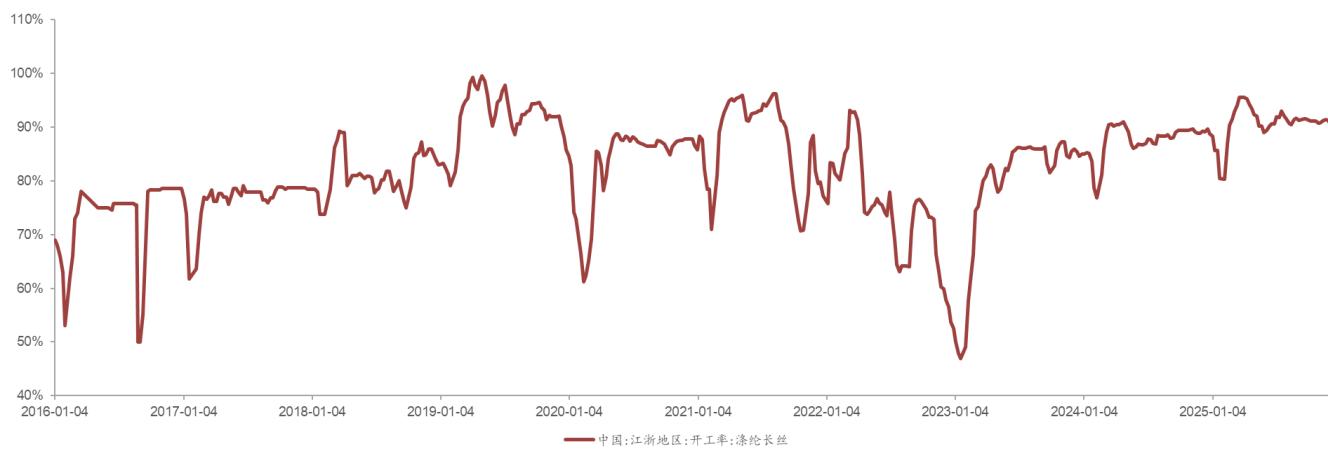
图 52：2017-2024 中国聚酯产量



数据来源: Wind, 西南证券整理

预计未来几年全球聚酯市场将持续增长，尤其在纺织和包装行业的需求上。此外，聚酯材料在汽车、建筑和电子等领域的应用也将增加，这些领域的发展对聚酯市场提供了新的增长机会。由于 2023 年下游长丝需求逐渐复苏，涤纶长丝供给端进入高开工、低库存阶段，2017-2021 年行业平均开工率为 84%。受疫情影响 2023 年初最低降至 47%，后逐步回升，截止 2025 年 11 月 27 日，开工率已达 90%。鉴于国内经济逐步复苏，我们预计聚酯产量将逐步增长。假设 2025-2026 年中国聚酯产量增速均为 5%，约占全球聚酯产量的 64%。市面上锑添加剂的含量普遍为 0.03%，以三氧化二锑为例，锑的质量分数占比为 41.77%。根据上述假设，预计 2025/2026 年全球聚酯对锑系催化剂的需求量分别为 1.5/1.6 万吨。

图 53：江浙地区长丝开工率



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 14：全球聚酯催化剂领域锑需求测算

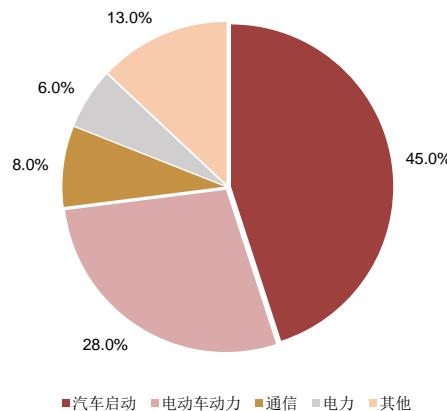
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国聚酯产量 (万吨)	5255	5734	5677	7050	7307	7672	8056
全球聚酯产量 (万吨)	8166	8911	8822	10956	11355	11923	12519
聚酯催化剂 (锑用量, 万吨)	1.02	1.12	1.11	1.37	1.42	1.49	1.57
同比	1.77%	9.12%	-0.99%	24.19%	3.65%	5.00%	5.00%

数据来源: Wind, 中国化纤信息网, 西南证券

3.3.4 铅酸蓄电池：需求较为稳定

铅蓄电池不可替代，市场规模稳定扩大。铅酸蓄电池是蓄电池的一种，铅酸蓄电池主要由极板、隔板、壳体、电解液、铅连接条、极柱等部分组成，锑在此领域主要应用于起动型铅蓄电池正极板栅合金，栅架是容纳活性物质并使极板成形，加入锑是为了提高栅架的力学性能并改善浇铸性能，但易引起蓄电池的自放电和栅架的膨胀、溃烂。铅蓄电池在高低温性能、组合一致性、回收处理循环利用等方面具有优势，长期以来广泛应用于汽车、电动车、电力、通信基站等各个领域，已成为推动国民经济和社会可持续发展必不可少的基础性产品。铅蓄电池市场规模稳定，预计在今后较长时期内不能被其他电池产品完全取代。

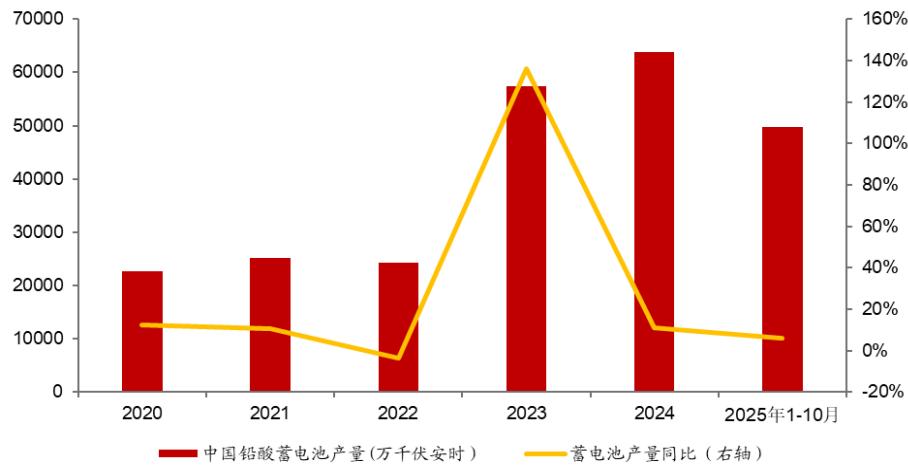
铅锑合金机械性能好，熔点低，流动性好，易于浇铸，是制备铅酸蓄电池板栅的典型材料。铅酸电池中下游应用中占比最高的为汽车启动器，为 45%;其次是电动车动力，占 28%;而通信、电力及其他领域分别占 8%、6%和 13%。

图 54：铅酸蓄电池终端应用


数据来源: Wind, 西南证券整理

目前，锂电池和钠电池将代替部分两轮电动车的电池需求，由于铅酸蓄电池在汽车领域的优势显著，暂时无法替代。2024 年国内铅酸电池产量 63846 万千瓦时，同比+11.3%。

图 55：中国铅酸蓄电池产量及同比



数据来源: Wind, 西南证券整理

根据 2024 年锂、钠电池电动车领域渗透率为 35%，我们预计 2025/2026 年的渗透率将逐步提升至 40%/45%，替代量达到 3253/4025 万千瓦时。考虑到锂、钠电池替代加快将影响铅酸电池产量，假设 2025-2026 年铅酸蓄电池产量为 57000/58000 万千瓦时；两轮电动车销量为 6000/6600 万辆。假设两轮电动车电池容量为 48V24AH，比能为 35kWh/吨，铅酸蓄电池中锑的添加量为 0.15%（普遍 0.12%~0.19%，取中间值），全球占比稳定在 42%，功率因素为 0.85。我们预计 2025-2026 年铅酸蓄电池的锑需求量为 2.9/2.9 万吨。

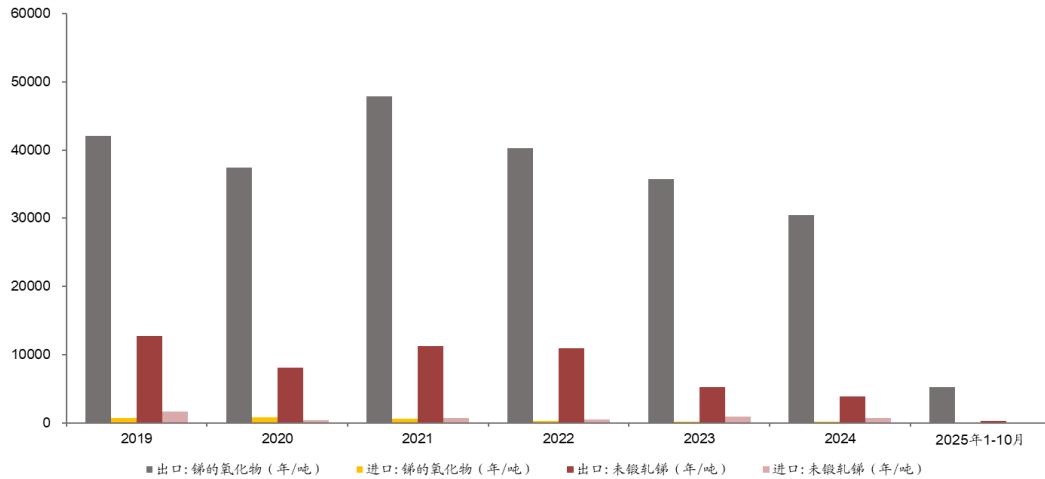
表 15：全球铅酸蓄电池领域锑需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国铅酸蓄电池产量(万千瓦时)	22735	25187	24300	57385	63846	57000	58000
两轮电动车产量 (万辆)	4760	4100	5010	5500	5000	6000	6600
锂、钠电动车领域渗透率	0.155	15.80%	23.10%	30%	35%	40%	45%
锂、钠电池替代量 (万 kWh)	1000	878	1568	2236	2372	3253	4025
中国铅酸蓄电池产量(万千瓦时)	21735	24309	22732	55149	61474	53747	53975
全球铅酸蓄电池产量(万千瓦时)	51750	57880	54123	68936	76843	67184	67468
比能 (kWh/吨)	35	35	35	35	35	35	35
含锑量	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
全球铅酸蓄电池锑需求 (万吨)	2.22	2.48	2.32	2.95	3.29	2.88	2.89
同比	9.30%	11.84%	-6.49%	27.37%	11.47%	-12.57%	0.42%

数据来源: Wind, 公司官网, 西南证券

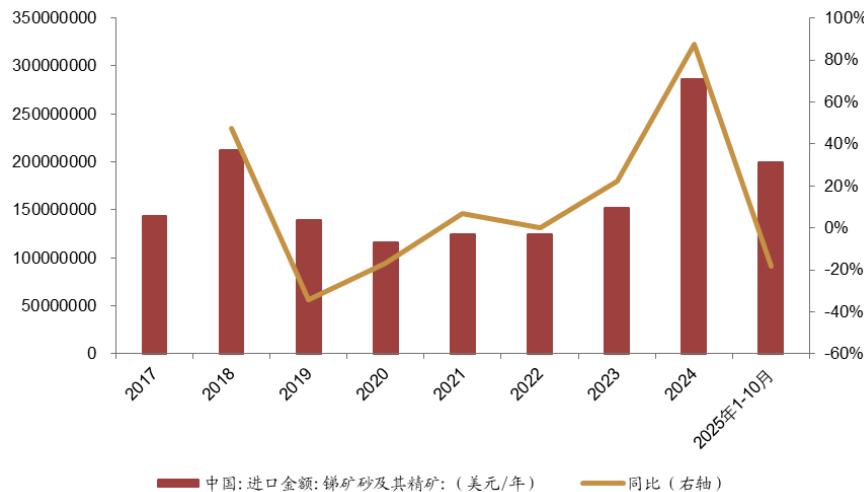
3.4 锑的进出口情况

根据海关总署数据，中国主要锑产品中，锑的氧化物、未锻轧锑以出口为主。因中国实施锑产品出口管制，2025 年 1-10 月中国锑的氧化物出口量为 5213.8 吨，同比 -81.4%；未锻轧锑出口量骤降至 327 吨，同比 -91.5%。

图 56：中国锑产品进出口数量对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

根据海关总署数据，中国主要锑产品中，锑矿砂及其精矿以进口为主，2025年1-10月进口金额为19974万美元，同比-18.3%。

图 57：中国锑矿砂及其精矿进口情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.5 供需格局：供给缺口持续存在，锑价高位运行

供应端方面，现有矿山品位下降以及环保成本增加，锑矿开采成本上升支撑价格底部抬升。国内现有的大型锑矿山开采年限久、开采难度深度加大，国内大部分锑矿由于矿脉薄，受限于已成型的开拓系统，难以实行机械化采矿，传统采矿方法又面临人力成本和生产成本刚性上升的困境，随着采矿深度不断增加、难度加大，锑矿开采成本将保持逐年上升趋势，叠加环保等因素限制，锑在中国扩产项目有限，预计2025-2026年国内锑矿产量增量有限，基本维持在6万吨左右，抬高锑价格下限。

海外方面，除中国外，全球锡矿都面临品位下滑的趋势，故锡产量同比减少 2%。2024 年俄罗斯极地黄金锡产量枯竭，未来无产量贡献。2025-2026 年全球新投产项目有限，且主要增量来源华钰—塔铝金项目产能释放可能不及预期。故我们预计 2025-2026 年全球锡供给增速分别为-5%/8%。

需求端方面，卤素优秀的物理特性使其短时间内难以被替代，锡作为添加剂需求逐渐趋于刚性，价格上涨对于需求的影响逐渐弱化；2025-2026 年光伏领域仍是锡需求主要驱动力。故我们预计 2025-2026 年全球锡需求增速分别为-5%/5%。因此，锡的供需缺口将长期存在。根据测算，预计 2025-2026 年锡供需缺口分别为-3.9/-3.7 万吨。

表 16：锡全球供需平衡表

单位 (万吨)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球锡供应量	11.10	11.20	11.00	11.48	10.40	9.90	10.71
yoY	-31%	1%	-2%	4%	-9%	-5%	8%
其中，中国	6.10	6.10	6.00	5.76	6.00	6.00	6.30
yoY	-31%	0%	-2%	-4%	4%	0%	5%
其中，俄罗斯	2.50	2.00	2.00	2.70	1.30	0.00	0.00
yoY	-17%	-20%	0%	35%	-52%	-100%	-
其中，缅甸	0.22	0.46	0.46	0.44	0.45	0.45	0.45
yoY	-63%	109%	0%	-5%	3%	0%	0%
其中，澳大利亚	0.20	0.39	0.40	0.40	0.30	0.30	0.30
yoY	-6%	92%	3%	-1%	-24%	0%	0%
其中，塔吉克斯坦	1.30	1.68	1.70	1.70	1.70	2.50	3.00
yoY	-54%	29%	1%	0%	0%	47%	20%
其中，土耳其	0.13	0.13	0.13	0.12	0.20	0.20	0.20
yoY	-45%	-2%	-2%	-2%	-2%	0%	0%
其中，玻利维亚	0.26	0.26	0.25	0.25	0.28	0.28	0.28
yoY	-13%	0%	-4%	-2%	-2%	0%	0%
其中，全球其他国家	0.20	0.17	0.12	0.12	0.17	0.18	0.18
yoY	25%	-14%	-29%	-2%	-2%	1%	1%
全球锡消费量	11.29	11.14	11.37	13.40	14.48	13.76	14.41
yoY	-4%	-1%	2%	18%	8%	-5%	5%
光伏	1.09	1.30	1.86	3.15	4.36	4.19	4.61
yoY	33%	20%	42%	70%	39%	-4%	10%
阻燃剂	6.36	5.64	5.49	5.32	4.80	4.59	4.74
yoY	-13%	-11%	-3%	-3%	-10%	-4%	3%
铅酸蓄电池	2.22	2.48	2.32	2.95	3.29	2.88	2.89
yoY	9%	12%	-6%	27%	11%	-13%	0%
聚酯催化剂	1.02	1.12	1.11	1.37	1.42	1.49	1.57
yoY	2%	9%	-1%	24%	4%	5%	5%
其他	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
yoY	0%						
供需缺口	-0.19	0.06	-0.37	-1.92	-4.08	-3.86	-3.70

数据来源: Wind, USGS, SolarPower Europe, Chemnews, itdcw, 中国化纤信息网, 公司公告, 西南证券

4 体内优质矿山仍有增储潜力，体外资产注入可期

4.1 体内矿山

华锡有色核心业务以有色金属勘探、开采及选矿为主，通过矿山扩产、资源注入及绿色智能化升级，实现产能与盈利能力的双提升。2024年上半年，公司完成出矿量113.08万吨，同比增长32.98%。其中，铜坑矿区74.39万吨、高峰矿区17.39万吨、佛子冲矿区21.3万吨。

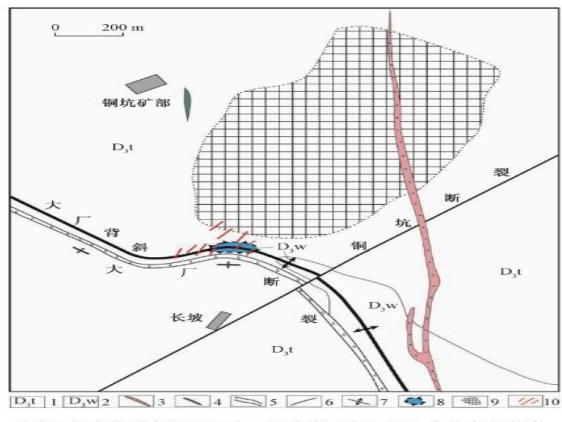
4.1.1 铜坑矿

铜坑矿是广西华锡集团股份有限公司(现为华锡有色)旗下的核心矿山之一,始建于1978年,位于广西河池市南丹县大厂镇,距南丹县城约46公里,隶属于广西北部湾国际港务集团(原华锡集团)。该矿以锡、锌、铅、锑、铟等16种伴生金属资源著称,总储量达4200万吨,被誉为“地球上矿物学家的天堂”,其矿区面积为15.78平方公里,采用地下开采方式,设计年生产规模为237.6万吨。

铜坑矿床位于大厂矿床地矿田的西矿带，是区内成矿分带最典型、矿物组合和成矿元素最复杂、规模最大的一个超大型矿床。

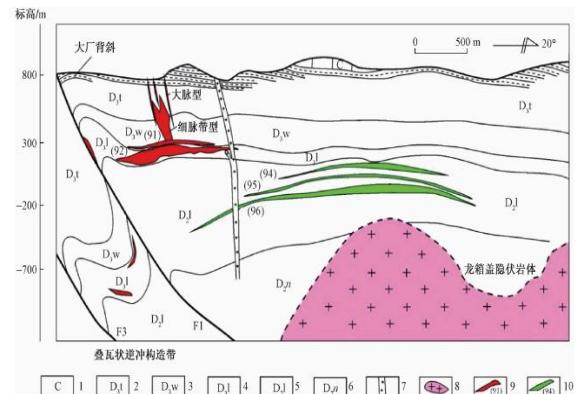
铜坑矿床成矿分带特征明显。在垂直方向上，矿体呈现出明显的分层变化——深部主要为锌铜矿化，上部则以锡多金属矿化为主。矿体的形态也呈现出“上脉下层”的分布规律：自上而下依次为脉状的锡多金属矿体（包括大脉型和细脉带型）、近似层状的锡多金属矿体（如 91 号和 92 号矿体），以及近似层状的锌铜矿体。在平面分布上，矿区南部以锡多金属矿为主，北部则以锌铜矿为主，呈现出一定的空间分带性。

图 58: 铜坑矿区地质略图



数据来源：《广西大厂铜坑锡多金属矿床地质特征及成因分析》，
西南证券整理

图 59: 铜坑矿地质剖面图



数据来源：《广西大厂铜坑锡多金属矿床地质特征及成因分析》，西南证券
整理

铜坑矿资源储量丰富,保有探明及推断资源量中,锡金属量达 6.99 万吨(品位 0.41%),锌金属量 38.38 万吨(品位 2.53%),并伴生铅、锑、银、硫等矿产。2025 年 4 月,广西华锡有色金属股份有限公司旗下华锡矿业完成铜坑矿采矿权变更登记,将深部多金属探矿权合并纳入采矿权范围。新采矿许可证显著提升了铜坑矿的生产规模与矿种范围,并延长了采矿年限至 2052 年,为公司未来资源保障与产能扩张奠定基础。

图 60: 至 2023 年铜坑矿资源金属量及储量情况

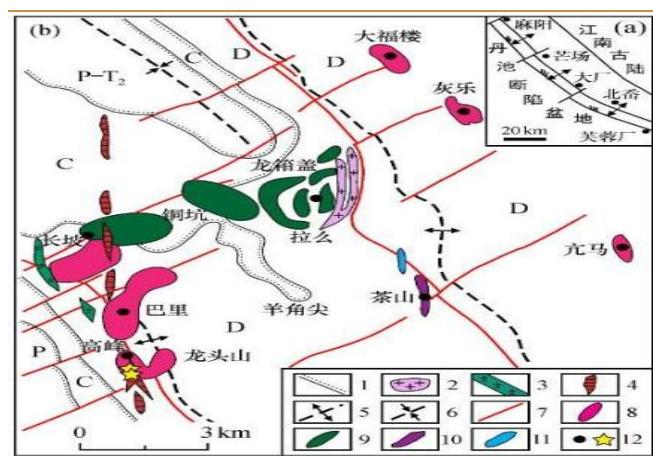
主要品种	资源量 (金属吨)	品位 (% , 克/吨)	储量 (金属吨)	年产量 (金属万吨)
原生锡矿	锡 44085.69	0.41	25843.20	1.86
	锌 271087.10	2.53	112701.01	
	铅 13978.79	0.65	-	
	锑 28250.99	0.26	-	
	银 214.74	20.03	-	
	铜 549.49	51.26	-	
砂锡矿	锡 12305.00	0.34	10152.00	未动用
	锌 11410.00	0.40	-	
	铅 11875.00	0.38	-	
	锑 7181.00	0.23	-	
硫化锌矿 (+150 标高以上)	锌 1133777.00	3.51	417327.00	未动用
	银 1183.09	188.48	-	
	锡 26579.00	0.22	-	
	铅 69844.00	0.97	-	
	锑 9394.00	0.66	-	
	铜 67337.00	0.21	-	
	钼 933.10	31.87	-	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.1.2 高峰矿

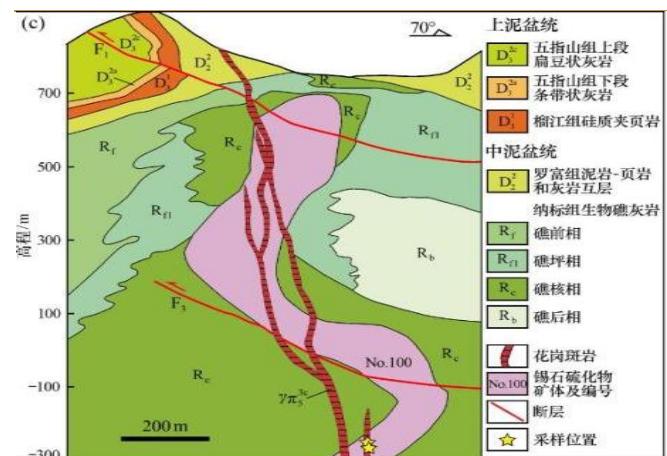
广西高峰矿业有限责任公司是华锡有色旗下的重要控股子公司,位于广西壮族自治区河池市南丹县大厂镇。该矿区主要开采锡矿,并伴生锌、铅、锑、银等多种金属资源。高峰矿区位于广西南丹大厂锡多金属成矿带内的西矿带,矿区面积 2.1981 平方公里,矿区范围标高由 923.62m 至 -399.82m。矿区范围内矿产资源极为丰富,累计探明资源储量矿石量 2000 多万吨。开采的主矿体 100、105 号矿体是世界上罕见的特富矿体,伴生矿种多,品位高,矿石中的 Sn、Zn、Pb、Sb 的含量都达到独立矿床的工业要求。

图 61: 广西大厂构造纲要与地质简图



数据来源:《广西大厂矿田高峰锡多金属矿床花岗斑岩白云母化学特征及其地质意义》,西南证券整理

图 62: 高峰矿区 100 号矿体地质剖面图



高峰矿业的矿山开采规模为 33 万吨/年，配套的选矿厂为新巴里选矿厂，设计处理能力同为 33 万吨/年。2024 年，矿区内原矿体勘查新增和发现新矿体，资源量发生重大变化。该公司旗下的河池南丹县大厂矿田巴力—龙头山矿区矿石保有资源量由 936.3 万吨增长至 1114.78 万吨，增长 178.48 万吨，增幅达 19%。此次新增和发现的新矿体，属于世界罕见的特富锡多金属矿体，原生锡矿最低工业品位为 0.3%，边界品位为 0.15%，资源禀赋优秀，为公司的可持续发展提供了坚实的资源保障。

图 63：主要矿产品保有金属量变化及品位

主要品种	资源量 (金属吨)	品位 (%，克/吨)	储量 (金属吨)
锡	169754.84	1.62	95766.16
铅	191118.53	1.83	107044.23
锌	637073.10	6.09	335412.44
锑	170449.89	1.63	100549.14
银	768.96	73.48	445.32
铟	1849.66	189.45	-

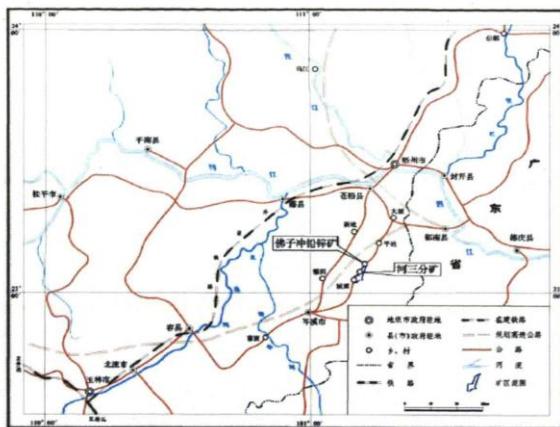
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.3 佛子冲铅锌矿

广西佛子冲铅锌矿是华锡有色股份有限公司旗下的重要矿山之一，位于广西壮族自治区梧州市苍梧县与岑溪市交界处。该矿区地处中低山丘陵地貌，地形起伏较大，交通便利，水电资源充足，为矿山的开发和运营提供了良好的基础条件。矿区共计保有铅锌矿体 164 个，其中 51 个已开采，113 个尚未开采，具有较大的资源潜力。矿体主要分布在六塘-石门-刀支口、佛子冲、大罗坪等矿段。

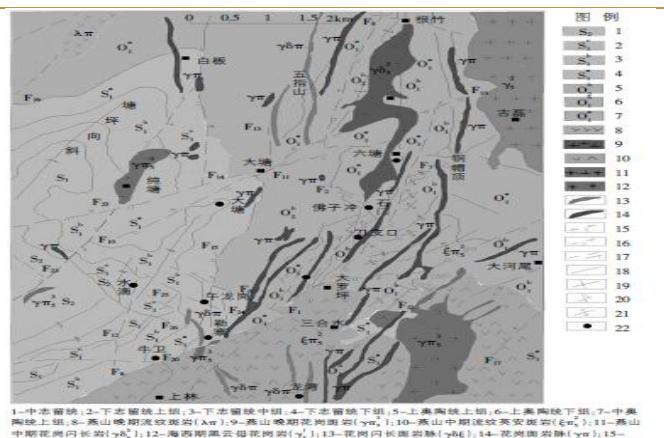
佛子冲铅锌矿的采矿权由广西佛子矿业有限公司持有，该公司为华锡有色的全资子公司。佛子冲铅锌矿采矿面积为 13.2852 平方公里，开采深度范围为 570.1 米至-160.1 米，采矿方式为地下开采，设计生产规模为 45 万吨/年。

图 64：广西佛子冲铅锌交通位置图



数据来源：《广西佛子冲铅锌矿矿床地质特征及矿床成因探讨》，西南证券整理

图 65：广西佛子冲铅锌矿床地质图



数据来源：中国期刊网，西南证券整理

该矿区主要矿种为铅矿和锌矿，伴生有铜和银等有益元素。矿石类型主要为硫化物矿石，矿石结构以自形—半自形粒状结构、他形粒状结构为主，矿石构造较简单，以条带状构造为主。

25年佛子冲矿区铅锌矿资源储量核实报告公布采矿权范围内保有铅金属 25.7 万吨、锌金属 36.6 万吨，伴生铜 1.5 万吨，银 343 吨。

图 66：采矿范围金属资源储量

矿产组合	矿种	本次报告保有金属量 (吨)	2024年末保有金属量 (吨)	变动量 (吨)	变动幅度 (%)
共生矿产	锌	366295	205990.80	160304.20	77.82
	铅	256975	162183.33	94791.67	58.45
伴生矿产	铜	15246	11939.65	3306.35	27.69
	银	343	138.73	204.27	147.24
	镓	175	/	175	/

数据来源：公司公告，西南证券整理

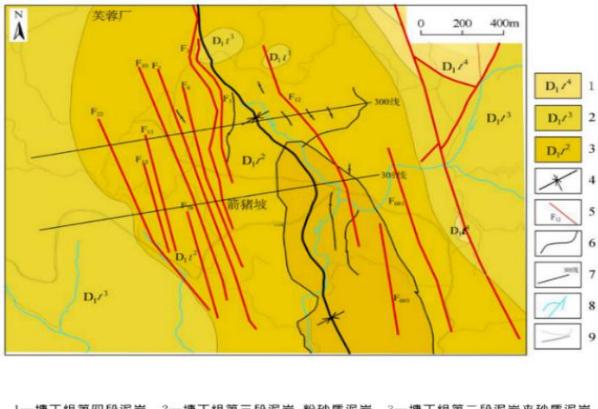
4.2 体外资产

2024年，华锡有色公司在业绩说明会上表示，公司按照2023年重大资产重组时的承诺，目前已完成收购佛子公司100%股权工作，正在积极推进将河池五吉有限责任公司、来宾华锡冶炼有限公司注入上市公司的工作。

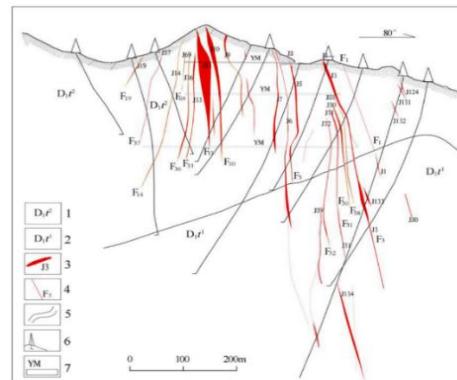
4.2.1 五吉公司（河池五吉有限责任公司）

河池五吉有限责任公司成立于2004年08月18日，注册地位于河池市金城江区五圩镇五圩社区龙马村。经营范围包括井巷工程的服务及管理、测绘，采矿（仅限五圩矿区）、洗选矿、有色金属冶炼及综合回收，硫酸生产销售，经营本企业自产和生产所需产品及技术的进出口业务，进料加工和“三来一补”业务等。五吉公司自身具有采矿权的矿山为五圩箭猪坡矿区锑锌铅矿，箭猪坡铅锌锑矿位于江南古陆南缘、右江再生地槽北部边缘的丹池多金属成矿带上。矿区出露地层以泥盆系泥岩、泥灰岩、砂岩为主。

箭猪坡矿床在普查及生产勘探期间，共圈定矿脉74条，其中13条出露地表，其余为盲矿脉。矿脉中规模较大（延长大于300m）的矿脉累计有10条，即J1、J3、J6、J7、J31、J32、J34、J50、J59、J130。其矿石储量占矿区总量的85.81%

图 67: 箭猪坡矿区地质略图


数据来源:《广西河池五圩矿田箭猪坡铅锌锑矿地质特征与成矿规律》,
 西南证券整理

图 68: 箭猪坡矿区 300 号勘探线剖面示意图


数据来源:《广西河池五圩矿田箭猪坡铅锌锑矿地质特征与成矿规律》,
 西南证券整理

图 69: 箭猪坡铅锌锑矿主要矿脉特征

序号	矿脉编号	标高 (m)	矿脉产状(°)		矿脉规模(m)			平均品位(%)			
			倾向	倾角	走向长度	倾向延深	平均厚度	Pb	Zn	Sb	Ag(10^{-6})
1	J1	0~355	80	75~79	800	210	1.04	0.70	2.84	0.97	90.92
2	J3	420~50	80	67~83	1400	370	1.52	0.73	2.74	2.18	66.00
3	J6	-350~460	80	77~86	1000	350	1.29	0.92	2.13	1.79	36.62
4	J7	-310~470	80	76~87	1400	360	1.67	0.85	2.49	1.53	65.66
5	J31	-180~470	80	76~87	480	400	0.91	0.84	3.83	0.95	95.29
6	J32	-220~350	80	72~85	500	570	1.00	0.89	3.39	2.02	76.34
7	J34	-100~150	80	70~80	400	280	1.09	0.73	1.39	0.74	83.25
8	J50	-150~100	80	70~80	420	130	0.98	1.67	1.13	1.65	202.50
9	J59	-330~100	80	70~80	700	370	1.25	0.76	2.32	1.65	65.44
10	J130	-350~-110	80	70~75	430	250	3.63	0.96	2.01	0.90	88.38

数据来源:《广西河池五圩矿田箭猪坡铅锌锑矿地质特征与成矿规律》, 西南证券整理

根据河池五吉箭猪坡矿业有采矿权出让收益评估报告, 其矿山所拥有的可采储量颇为可观。其中, 锡金属量达 6190 吨, 铅金属量为 4538 吨, 锌金属量有 13069 吨, 银金属量则为 29.5 吨。目前, 公司的生产能力为每年 9 万吨矿石处理量。

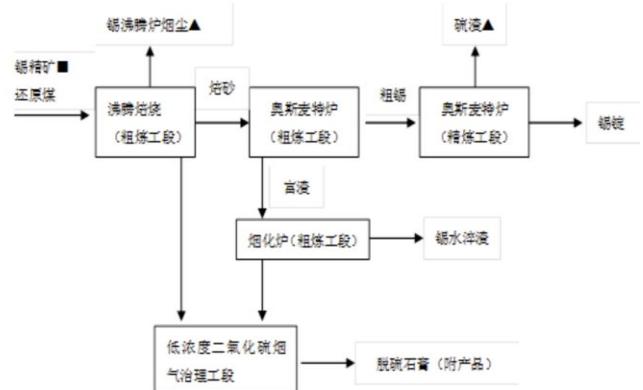
4.2.2 来宾华锡冶炼有限公司 (来冶公司)

来宾华锡冶炼有限公司 (简称“来冶公司”) 是北部湾国际港务集团公司控股的华锡的全资子公司, 成立于 2010 年 11 月 9 日, 其前身是创建于 1976 年的来宾冶炼厂, 是华锡下属的锡、锌、铟冶炼生产基地。公司位于广西来宾市河南工业园区, 目前占地面积共 272 万平方米, 其中生产区占地 136 万平方米, 生产区建筑面积约 20 万平方米。已形成固定资产 14.42 亿元。

公司有锡、锌、铟三大生产系统, 分别于 1991 年、1999 年、1998 年建成投产, 主要产品有锡锭、锌锭、铟锭、硫酸, 年生产能力分别达 2 万吨、6 万吨、80 吨、12 万吨。同时, 公司采用奥斯麦特炉还原熔炼技术, 已经形成了完整的锡、锌、铟金属生产一体化产业链。

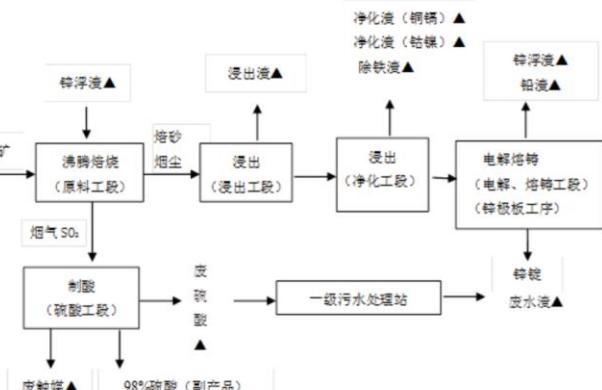
此外，公司近年持续加大环保投入，自 2020 年起实施锡系统再生原料综合升级改造项目，总投资 729.64 万元，其中环保投入占比达 87.71%。项目重点包括富氧顶吹奥炉改造、危废暂存库及废气处理系统建设，显著提升资源回收效率与环保水平，推进节能减排，形成技术先进、绿色可持续的冶炼体系。

图 70：来冶公司锡冶炼工艺流程及排污节点图



数据来源：广西来宾市生态环境局，西南证券整理

图 71：来冶公司锌冶炼工艺流程及排污节点图

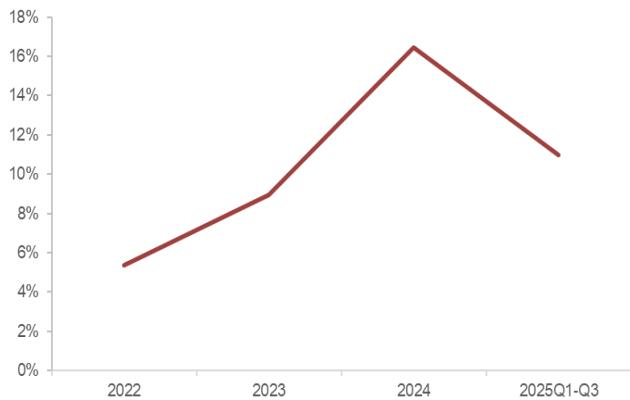


数据来源：广西来宾市生态环境局，西南证券整理

5 财务分析

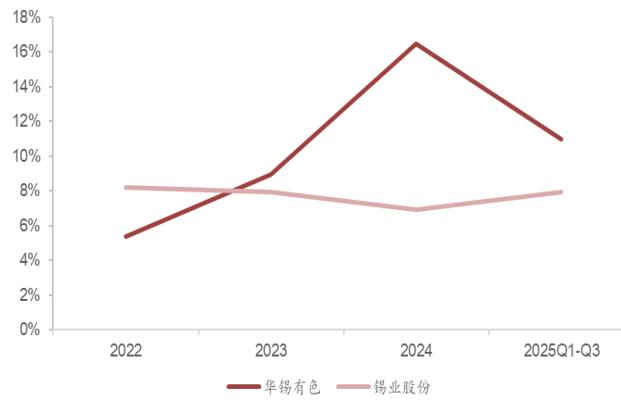
公司 ROE 持续提升，未来仍有提升空间。公司 2022 年 ROE 仅为 5.4%，受益于金属价格上涨以及产能爬坡，公司盈利能力呈现快速抬升态势，2025 年前三季度净资产收益率达到 11.0%，高于可比公司锡业股份 3.1pp。

图 72：公司净资产收益率



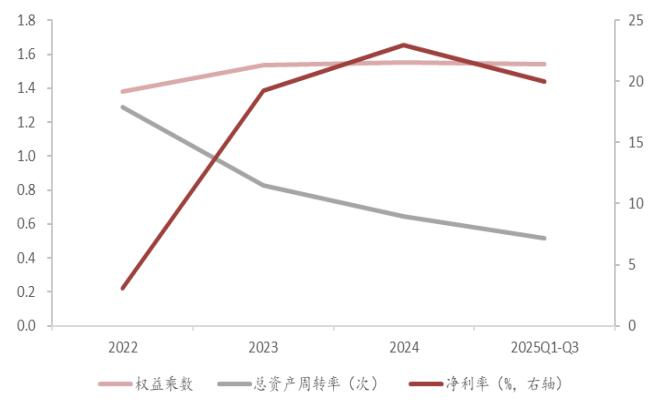
数据来源：Wind，西南证券整理

图 73：可比公司净资产收益率情况



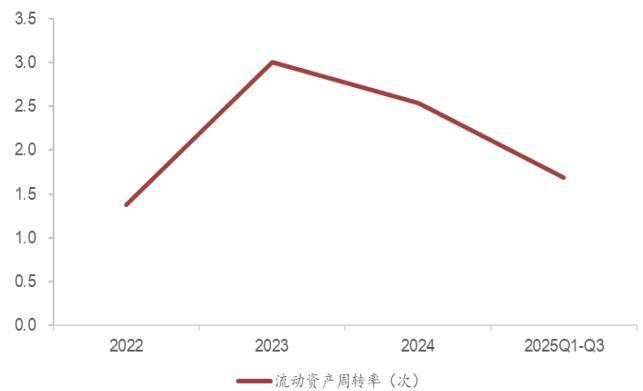
数据来源：Wind，西南证券整理

拆分来看，净利率持续上行是公司净资产收益率提升的主要驱动力。受益于金属价格上涨以及产能爬坡，公司产品量价齐升，盈利能力显著提高，净利率从 2022 年的 3.1% 跃升至 2025 年前三季度的 20.0%。

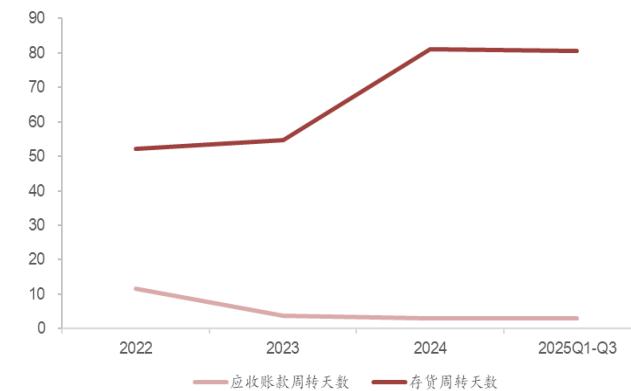
图 74：公司杜邦分析


数据来源: Wind, 西南证券整理

资金周转能力有所下降。2025 年前三季度公司流动资产周转率 1.7 次，较 2024 年下降 0.9pp。2025 年前三季度公司应收账款、存货周转天数分别为 3、80 天，较 2024 年保持稳定。

图 75：公司流动资产周转率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 76：公司应收账款及存货周转天数


数据来源: Wind, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

锡锭：根据高峰矿产能爬坡和扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1.2/1.2/1.3 万吨，产销率分别为 95%/96%/97%。考虑到锡供应刚性，需求高成长性，预计 2025-2027 年锡金属单位价格增速为 20%/15%/-3%；因 2025 年公司金属销量增加，原料外购量增长明显，推动营业成本显著增长，2025-2027 年锡金属单位成本增速为 30%/-5%/2%，对应的毛利率分别为 26.9%/39.6%/36.5%。

铅锑精矿：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1.5/1.5/1.8 万吨，产销率分别为 90%/95%/95%。考虑到锑出口管制放开，海外价差将逐步收敛，预计 2025-2027 年单位价格增速为 30%/8%/3%，对应的毛利率分别为 83.5%/84.6%/84.9%。

锌锭：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 3.3/3.3/3.3 万吨，产销率分别为 100%/100%/100%。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2025-2027 年单位价格增速为 10%/5%/5%，对应的毛利率分别为 26.5%/28.6%/30.0%。

锌精矿：根据公司矿山扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 5.5/5.5/5.5 万吨，因部分原料为外购，所以自有矿产销率分别为 40%/40%/40%。考虑到下游需求逐步复苏，预计 2025-2027 年单位价格增速分别为 10%/10%/5%，对应的毛利率分别为 48.8%/52.1%/53.0%。

锑锭：根据五吉矿业 2026 年注入预期和扩产节奏，预计 2025-2027 年公司产量分别为 1000/2000/3000 吨，产销率分别为 50%/60%/80%。考虑到锑出口管制放开，2026 年公司锑产品将直接受益海外高价，预计 2025-2027 年单位价格增速分别为 0%/80%/-10%，对应的毛利率分别为 56.3%/75.7%/73.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 17：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
锡 锭	收入	2266.6	2741.8	3324.8
	增速	87.3%	21.0%	21.3%
	成本	1528.7	2003.2	2006.7
	毛利率	32.6%	26.9%	39.6%
铅 锡 精 矿	收入	700.3	884.3	1008.2
	增速	36.7%	26.3%	14.0%
	成本	148.8	146.0	155.6
	毛利率	78.8%	83.5%	84.6%
锌 锭	收入	703.5	745.8	783.1
	增速	46.7%	6.0%	5.0%
	成本	498.9	548.2	559.1
	毛利率	29.1%	26.5%	28.6%
锌 精 矿	收入	272.2	393.5	432.8
	增速	-	44.5%	10.0%
	成本	136.8	201.3	207.3
	毛利率	49.8%	48.8%	52.1%
锑 锭	收入	-	80	345.6
	增速	-	-	332.0%
	成本	-	35	84
	毛利率	-	56.3%	75.7%
有色金属深加工	收入	114.2	228.4	274.1
	增速	-	100.0%	20.0%
	成本	80.4	182.7	205.5
	毛利率	29.6%	20.0%	25.0%
监 理	收入	141.9	148.9	156.4
	增速	-12.7%	5.0%	5.0%

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
成本	105.2	111.7	117.3	123.2
	毛利率	25.8%	25.0%	25.0%
其他主营业务	收入	432.2	453.8	476.5
	增速	-17.6%	5.0%	5.0%
	成本	260.3	317.7	333.6
	毛利率	39.8%	30.0%	30.0%
合计	收入	4630.9	5676.6	6801.5
	增速	58.4%	22.6%	19.8%
	成本	2759.1	3545.7	3669.1
	毛利率	40.4%	37.5%	46.1%

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 2.0%;
- 2) 无杠杆 β 系数 0.93: 公司上市以来相对于沪深 300 指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值;
- 3) 有效税率继续保持 15%。

表 18: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	3%
永续期增长率	2%
无风险利率 R_f	2.0%
市场组合报酬率 R_m	10.00%
有效税率 T_x	15%
β 系数	0.93
债务资本成本 K_d	5.28%
债务资本比重 W_d	3.5%
股权资本成本 K_e	9.76%
WACC	9.76%

数据来源: 西南证券

表 19: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	450.58
净债务价值 (亿元)	(46.51)
股票价值 (亿元)	497.09
每股价值 (元)	78.58

数据来源: 西南证券

表 20: FCFF 估值敏感性分析

WACC 永续增长率	8.26%	8.76%	9.26%	9.76%	10.26%	10.76%	11.26%
0.5%	84.60	79.48	74.98	70.99	67.43	64.23	61.34
1.0%	88.19	82.52	77.58	73.22	69.36	65.91	62.81
1.5%	92.35	86.00	80.52	75.73	71.52	67.78	64.44
2.0%	97.21	90.03	83.89	78.58	73.95	69.87	66.25
2.5%	102.97	94.73	87.78	81.85	76.71	72.23	68.28
3.0%	109.90	100.31	92.34	85.62	79.87	74.90	70.56
3.5%	118.41	107.02	97.74	90.03	83.53	77.96	73.15

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 78.58 元。该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来。特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 Ke 的计算、永续增长率的假设都加入了很多主观的判断:

- 1) 可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2) 股权资金成本 Ke 对公司的估值影响较大, 我们在计算 Ke 时采用的无风险利率 2.0% 有可能偏低, 导致 Ke 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3) 我们假定公司永续增长率为 2.0%, 公司属于强周期行业, 金属价格跟随行业供需以及宏观经济波动剧烈。当行业供需发生扭转时金属价格波动较大, 那么公司持续成长实际偏低或者负增长, 从而导致公司估值高估的风险。

绝对估值方法较为刻板导致对因素变动性的考虑不足, 且无法很好地兼顾多类产品的估值需要, 不足以充分客观的反映公司的动态估值水平。采用相对估值法更适合当下的市场投资环境, 故不采用绝对估值。

6.3 相对估值

我们选取了行业中与华锡有色业务最为相近的三家公司华钰矿业、湖南黄金、兴业银锡, 2025-2027 年平均 PE 为 24/19/15 倍。华锡有色未来最大的看点有两个: 1) 公司主力矿山均在推进扩产工作, 业绩增长可期; 2) 锡、锑价格处在上行周期, 公司直接受益于价格弹性。结合对标公司估值, 给予公司 2026 年 20 倍 PE, 对应目标价 47.4 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601020.SH	华钰矿业	25.82	0.31	1.06	1.53	2.08	40.85	24.42	16.83	12.41
002155.SZ	湖南黄金	20.44	0.70	1.08	1.32	1.57	22.34	18.94	15.46	13.05
000426.SZ	兴业银锡	32.83	0.86	1.16	1.39	1.66	12.91	28.34	23.57	19.77
平均值							25.36	23.90	18.62	15.07
600301.SH	华锡有色	37.91	1.04	1.34	2.37	2.66	36.46	28.24	15.98	14.24

数据来源: Wind, 西南证券整理 数据截止 2025.12.16

7 风险提示

- 下游需求复苏或不及预期风险:** 下游消费电子行业受存储涨价影响增速可能不及预期；
- 缅甸复产超预期风险:** 若缅甸政局稳定，锡复产时间或超预期加快；
- 锡价或大幅下跌等风险:** 若供应端扰动减少或下游需求不及预期，锡价有大幅下跌风险；
- 矿山事故风险:** 若出现矿山事故会影响公司业绩释放；
- 资产注入或不及预期风险:** 若大股东旗下五吉矿业的中小股东股权问题处理不善，资产注入时间或延后。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4630.94	5676.63	6801.49	7668.55	净利润	1063.05	1372.54	2426.14	2721.98
营业成本	2759.06	3545.70	3669.14	4106.58	折旧与摊销	275.75	465.07	465.07	465.07
营业税金及附加	158.40	198.68	170.04	191.71	财务费用	30.73	54.33	12.41	3.07
销售费用	11.40	14.63	17.27	19.56	资产减值损失	-52.97	0.10	-50.00	-50.00
管理费用	276.06	283.83	163.24	230.06	经营营运资本变动	-62.55	760.54	146.31	226.72
财务费用	30.73	54.33	12.41	3.07	其他	-17.22	4.69	7.75	40.69
资产减值损失	-52.97	0.10	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	1236.79	2657.27	3007.67	3407.53
投资收益	-0.01	30.00	30.00	30.00	资本支出	-683.15	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.11	-0.06	-0.07	-0.07	其他	46.07	29.94	29.93	29.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-637.07	49.94	29.93	29.93
营业利润	1253.02	1609.31	2849.33	3197.49	短期借款	-155.04	-55.44	200.00	200.00
其他非经营损益	-5.70	5.44	4.95	4.84	长期借款	562.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	1247.32	1614.75	2854.28	3202.33	股权融资	-306.03	-100.00	0.00	0.00
所得税	184.28	242.21	428.14	480.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1063.05	1372.54	2426.14	2721.98	其他	-482.75	-118.64	-12.41	-3.07
少数股东损益	405.31	523.31	925.01	1037.81	筹资活动现金流净额	-381.37	-274.08	187.59	196.93
归属母公司股东净利润	657.74	849.23	1501.12	1684.17	现金流量净额	218.34	2433.13	3225.20	3634.39
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1174.56	3607.69	6832.89	10467.27	成长能力				
应收和预付款项	110.77	214.84	221.74	251.59	销售收入增长率	58.40%	22.58%	19.82%	12.75%
存货	718.25	622.38	548.37	482.41	营业利润增长率	88.70%	28.43%	77.05%	12.22%
其他流动资产	135.77	85.50	102.44	115.50	净利润增长率	89.17%	29.11%	76.76%	12.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.00%	36.50%	56.28%	10.18%
投资性房地产	64.19	64.19	64.19	64.19	获利能力				
固定资产和在建工程	2752.20	2628.79	2505.39	2381.98	毛利率	40.42%	37.54%	46.05%	46.45%
无形资产和开发支出	2604.43	2250.93	1917.44	1583.94	三费率	6.87%	6.21%	2.84%	3.30%
其他非流动资产	179.97	171.80	163.64	155.47	净利率	22.96%	24.18%	35.67%	35.50%
资产总计	7740.15	9646.13	12356.09	15502.36	ROE	21.33%	21.97%	27.97%	23.88%
短期借款	655.44	600.00	800.00	1000.00	ROA	13.73%	14.23%	19.64%	17.56%
应付和预收款项	880.62	1313.68	1378.98	1537.65	ROIC	21.34%	29.46%	61.16%	79.33%
长期借款	562.46	562.46	562.46	562.46	EBITDA/销售收入	33.68%	37.50%	48.91%	47.80%
其他负债	657.18	921.45	939.97	1005.58	营运能力				
负债合计	2755.69	3397.59	3681.41	4105.70	总资产周转率	0.64	0.65	0.62	0.55
股本	632.57	632.57	632.57	632.57	固定资产周转率	2.98	3.52	4.57	5.62
资本公积	1255.32	1155.32	1155.32	1155.32	应收账款周转率	90.06	79.26	67.60	70.35
留存收益	2101.87	2951.10	4452.23	6136.40	存货周转率	4.91	5.13	6.17	7.87
归属母公司股东权益	3998.21	4738.99	6240.11	7924.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.05%	—	—	—
少数股东权益	986.25	1509.55	2434.57	3472.38	资本结构				
股东权益合计	4984.46	6248.54	8674.68	11396.66	资产负债率	35.60%	35.22%	29.79%	26.48%
负债和股东权益合计	7740.15	9646.13	12356.09	15502.36	带息债务/总负债	44.20%	34.21%	37.01%	38.06%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.19	1.85	2.82	3.59
EBITDA	1559.50	2128.70	3326.81	3665.64	速动比率	0.79	1.60	2.62	3.44
PE	36.46	28.24	15.98	14.24	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	6.00	5.06	3.84	3.03	每股指标				
PS	5.18	4.22	3.53	3.13	每股收益	1.04	1.34	2.37	2.66
EV/EBITDA	15.25	9.98	5.48	4.03	每股净资产	6.32	7.49	9.86	12.53
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	1.96	4.20	4.75	5.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

公司评级 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

行业评级 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn