华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

锡专题：供应扰动频繁，AI+半导体催化需求增长

分析师：许勇其　　执业证书编号：S0010522080002
分析师：黄玺　　执业证书编号：S0010524060001

2026年1月12日

核心观点

- **供应集中且增量有限、需求保持高景气。**全球锡市场呈现结构性紧缺，供给端高度依赖少数资源国，2024 年全球锡矿产量30万吨（同比-1.63%），其中缅甸、印尼和中国合计占比达51%，矿端政策与品位下降使新增产能有限。需求端，2024年全球锡需求量38.52万吨（同比+3.33%），锡工业属性突出，2024年全球电子焊料用锡需求15.41万吨，同比+3.35%，占总需求的40.01%。

- **锡价上行主要由供弱需强驱动。**2025年初以来缅甸矿产停工时间超过预期，冶炼厂开工率被迫下调。外加刚果锡精矿因冲突停产，影响全球约6%的锡供应，加剧原材料紧张。在需求端AI服务器、光伏等对锡焊料需求扩张，锡供需持续紧张，驱动锡价上行。

- **相关个股：锡业股份：**立足锡资源丰富的云南个旧，建立一体化锡产业链，锡产销量居全球第一。**兴业银锡：**银锡齐增，旗下银漫矿业锡精矿产量国内第二，收购海外锡矿资源持续增长。**华锡有色：**锡锑双主业，采选+冶炼协同，公司作为广西国资有色上市平台，充分受益于广西矿权整合与产业集聚。

- **风险提示：**宏观经济和全球经贸环境变动；锡价大幅波动风险；下游需求不及预期；供给超预期等。

目录

01 锡行业基本情况

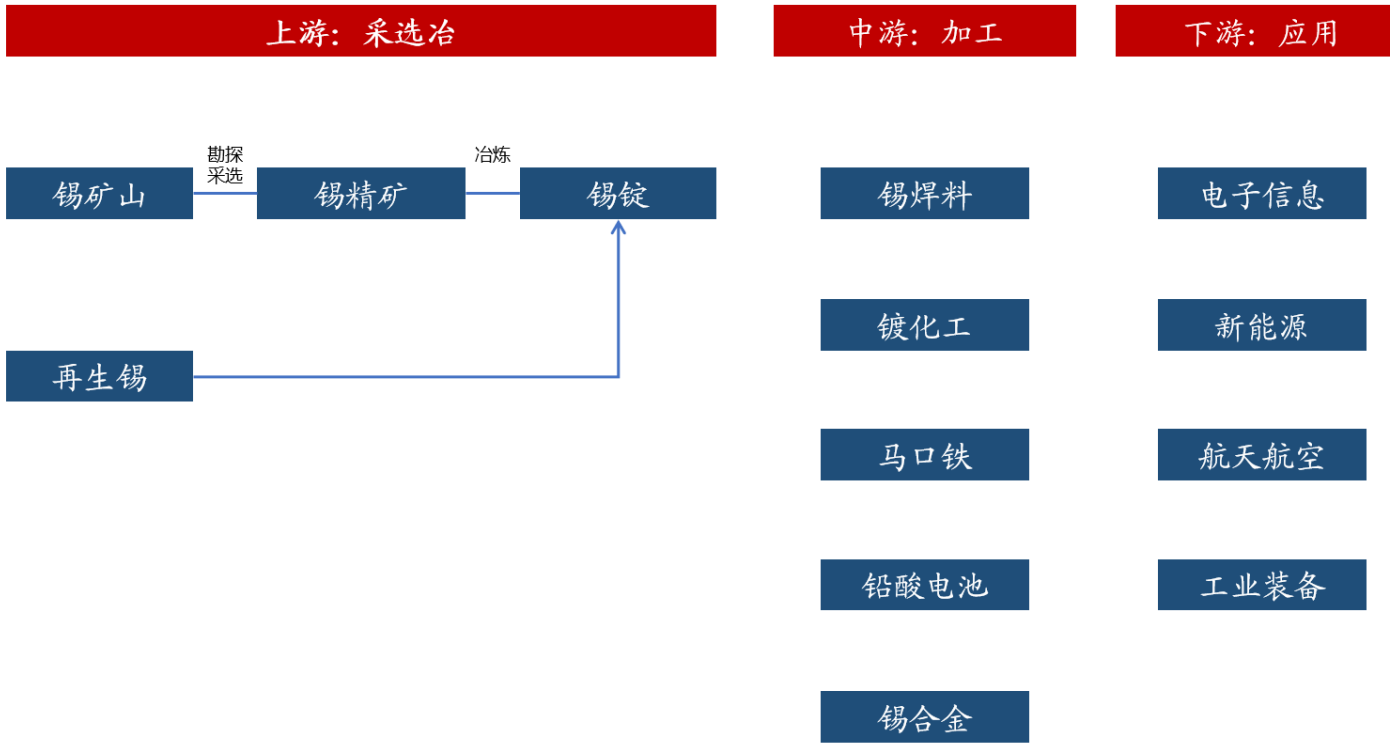
02 锡价走势

03 相关公司

锡的特性

- **锡是电子焊接领域的重要金属。**锡的化学性质相对稳定，在常温干燥空气中不易被氧化，能够在表面形成致密氧化膜以抵抗腐蚀，锡具备延展性且相对安全无毒，可用于罐料涂层、焊料等。

锡产业链

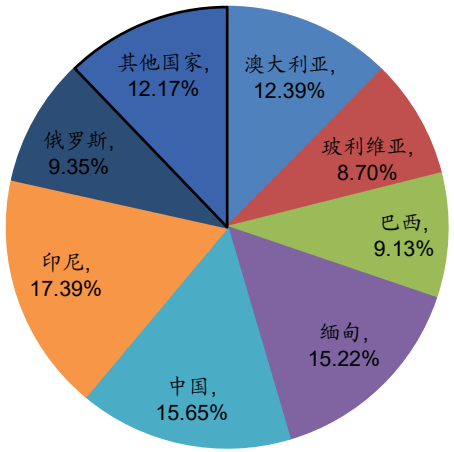


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

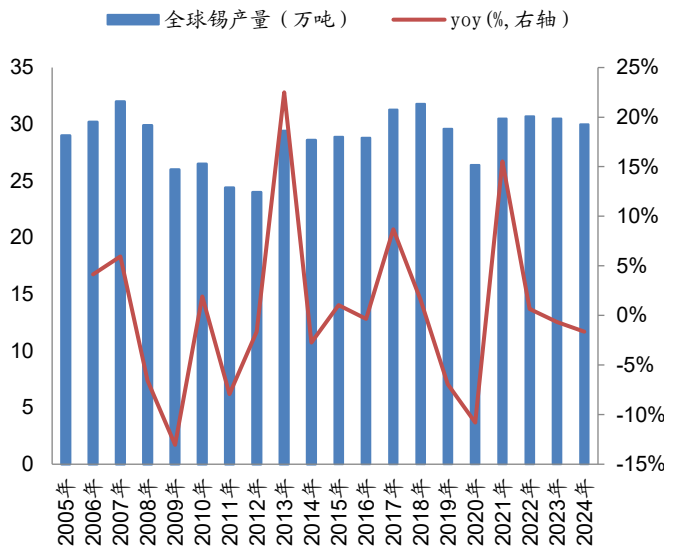
供给端相对集中，产量略有下滑

- **锡矿储量相对集中，CR4 占比超六成。**根据美国地质调查局（USGS）数据，2024年全球锡矿储量约 430 万吨。储量相对集中，以2022年为例，印尼（17.4%）、中国（15.65%）、缅甸（15.2%）、澳大利亚（12.4%）位居前四，合计占全球锡储量的60%以上。
- **产量方面，**USGS 统计显示，2024 年全球锡矿产量30万吨（同比-1.63%），其中中国产量 6.9 万吨（约占 23%）、印尼 5 万吨（约 17%）、缅甸 3.4 万吨（约 11%）。
- **相比铜、铅、锌等基本金属，锡的储采比相对较低。**全球锡储量和年产量的比值低于15，全球锡矿储备衰竭将对供应造成压力。

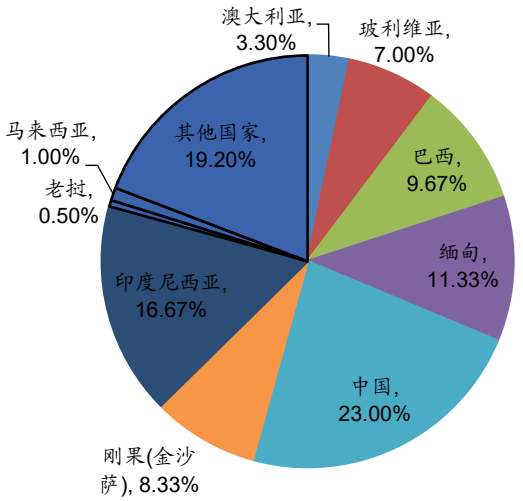
2022年全球锡储量分布



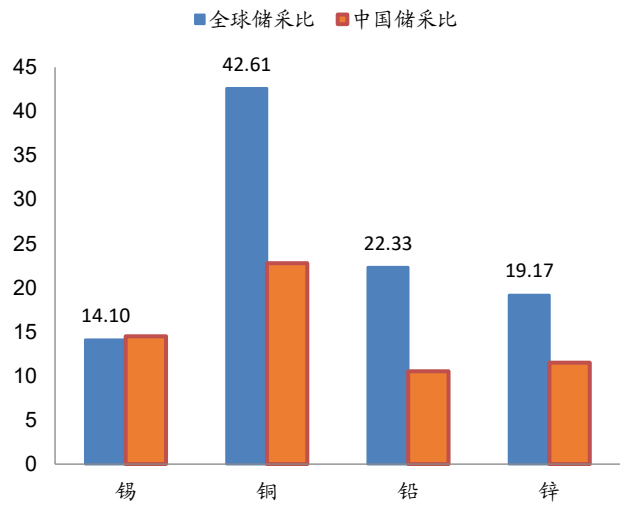
锡产量及变化



2024年锡产量占比



基本金属最新储采比



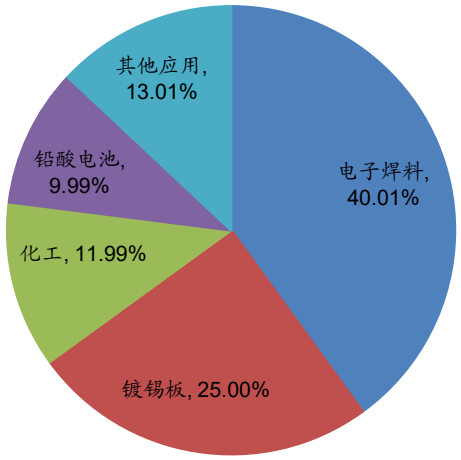
注：2022年之后未披露印尼储量

资料来源：美国地质调查局，iFinD，华安证券研究所

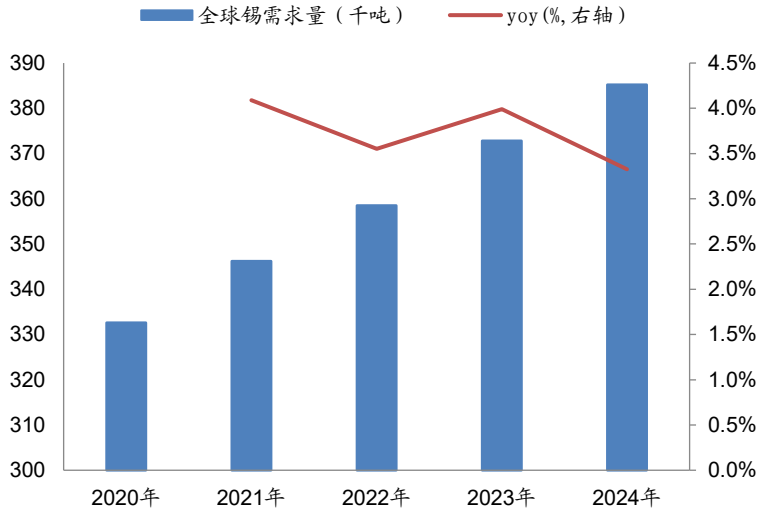
需求稳步提升，焊料需求占比高

- **锡需求量平稳提升，供需或存缺口。**2024年全球锡需求量38.52万吨，同比+3.33%，锡需求增长相对平稳，考虑到矿供应有限、供给端扰动频繁，后续供需或存在缺口。
- **锡工业属性突出，电子焊料需求占40%。**2024年全球电子焊料用锡需求15.41万吨，同比+3.35%，占总需求的40.01%。

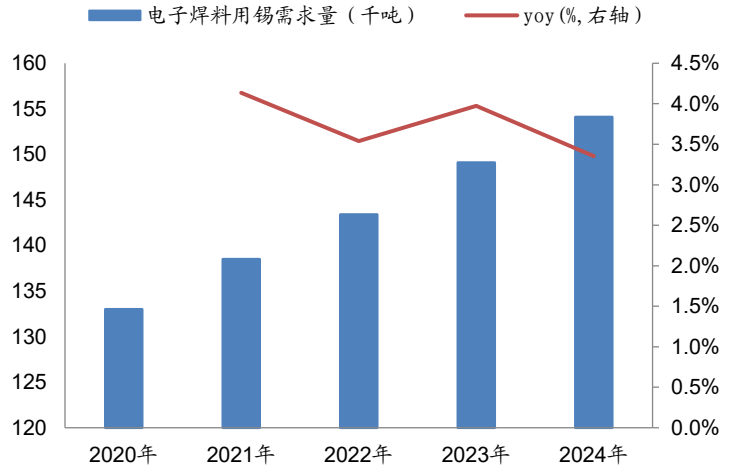
2024年锡需求分布



锡需求量及变化



电子焊料用锡需求量及变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

目录

01 锡行业基本情况

02 锡价走势

03 相关公司

价格走势及研判

➢ **供给约束强化叠加需求高景气扩张带动锡价上行。**供给端高度集中、资源属性稀缺与产业链事件敏感性导致价格弹性显著，而需求结构向新能源与智能科技领域的转型则推动价格中枢上移。展望未来，若主要锡矿新增产能释放有限、回收体系提升速度不及需求增长，则锡价有望保持高位运行。

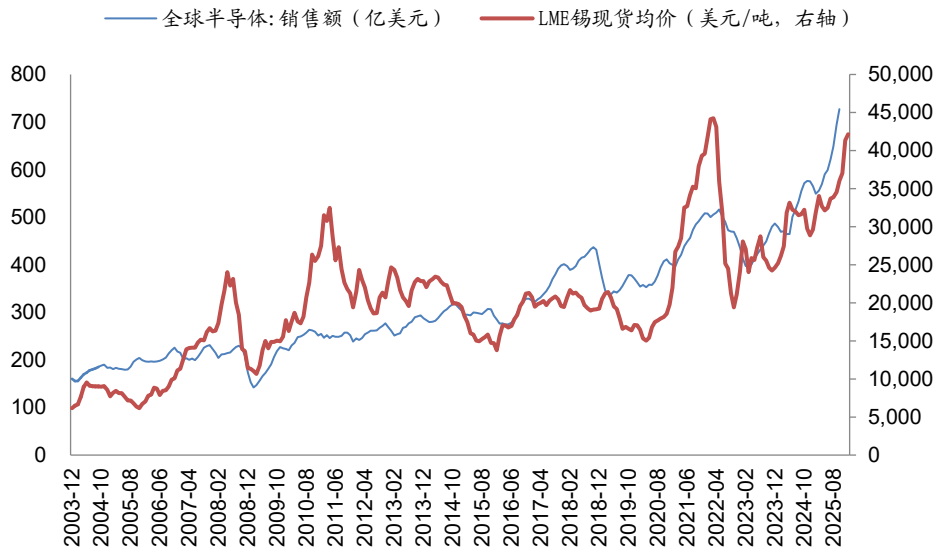


资料来源：ifinD，百川盈孚，华安证券研究所

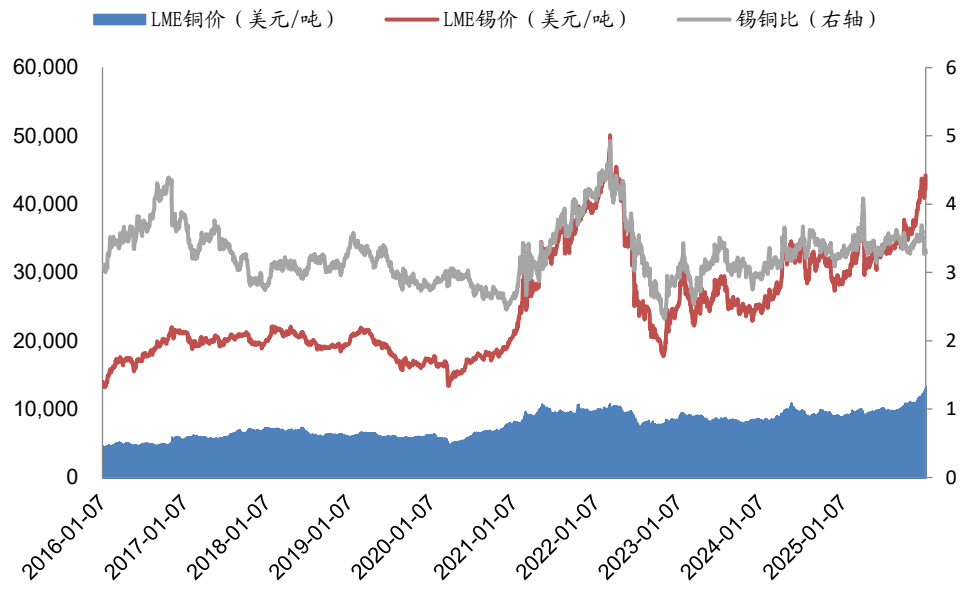
锡价走势与半导体销售额增长趋势性相近

- **由于锡的特殊用途，其价格与半导体周期高度相关。**全球半导体销售额自2020年1月至2021年12月上涨40%，锡价同步从1.71万美元/吨上涨至3.96万美元/吨；而 2022年1月至2024年1月半导体销售额下降5.5%，锡价也随之下行至2.5万美元/吨。锡下游主要应用于电子焊料，其价格与半导体销售额走势相近。随着AI 行业发展，先进封装对于锡的需求量提升，锡在新一轮半导体景气周期中进入需求强化阶段。
- **铜、锡下游主要领域相近，价格有一定联动性。**铜、锡下游主要应用于电子领域，在应用方面有一定协同性，从十年期维度来看，锡铜价格比值在2.3-4.9之间，平均值为3.27，锡储量更低，供应更易受到冲击。截至2026年1月6日锡铜比为3.33，接近过去十年平均水平。

半导体销售额和锡价走势



铜锡价格比值



资料来源：ifinD，华安证券研究所

目录

01 锡行业基本情况

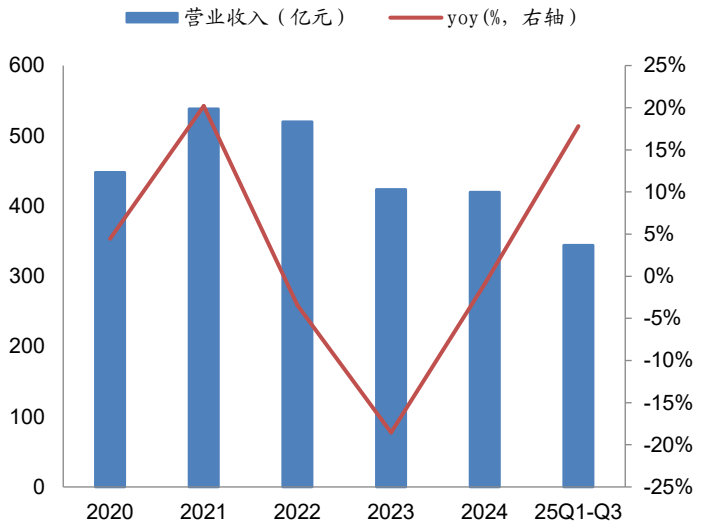
02 锡价走势

03 相关公司

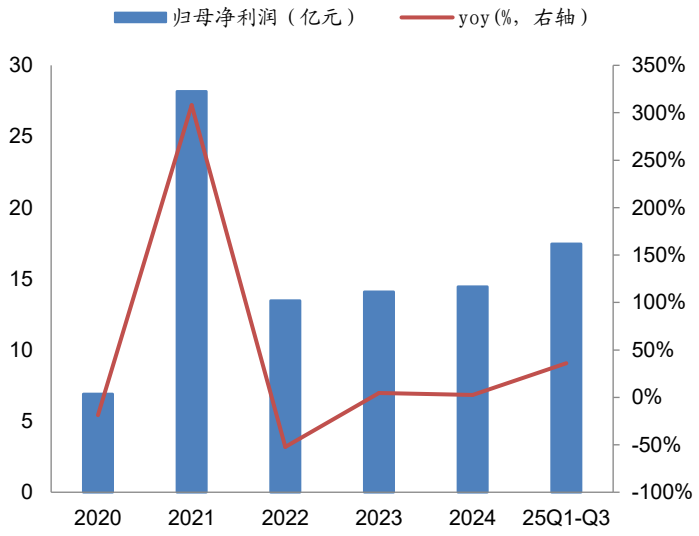
锡业股份：立足云南，锡产业链一体布局

- **借助云南优质资源，打造一体化产业链优势。**锡业股份立足“锡都”云南个旧，构建了“资源-冶炼-精深加工”的完整产业链闭环，自2005年以来锡产销量稳居全球第一，据测算，公司2024年国内市场占有率为47.98%，全球市场占有率为25.03%。公司持续向高端锡材、特种焊料及环保锡化工等高附加值领域拓展，并形成“原生矿+再生锡”双资源保障，显著增强供应链韧性，同时符合绿色循环发展趋势，夯实长期发展基础。
- **锡板块贡献业绩增量。**公司2025年前三季度实现营收/归母净利润分别为344.17/17.45亿元，同比分别+17.81%/+35.99%，业绩增长主要来自锡板块贡献，25H1锡锭收入/毛利占比分别为43.61%/46.76%。

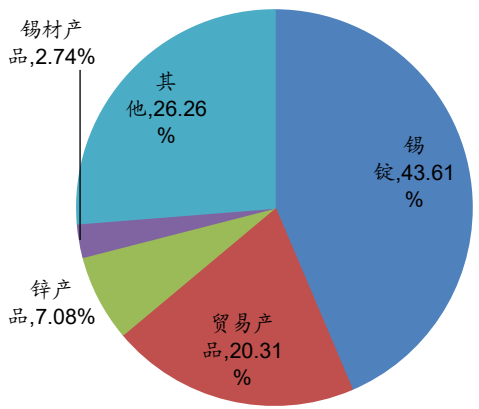
营收及增速



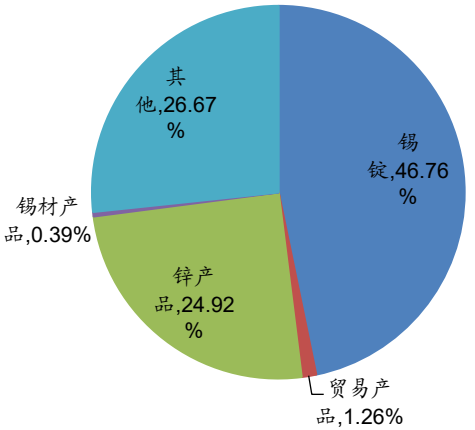
归母净利润及增速



25H1分产品收入占比



25H1分产品毛利占比

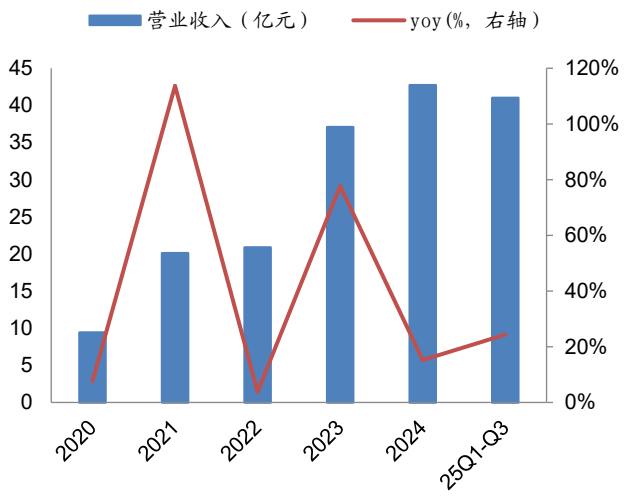


资料来源：iFinD，华安证券研究所

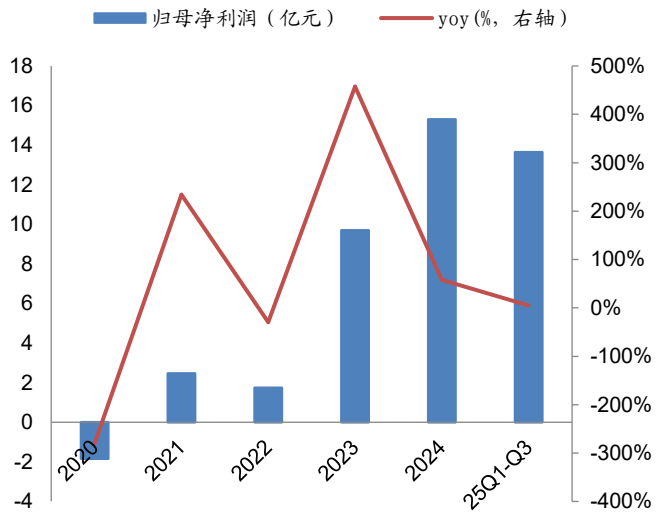
兴业银锡：银锡齐涨，收购海外锡矿资源有望持续放量

- **银锡价涨贡献业绩增量。**兴业银锡2025年前三季度实现营收/归母净利润分别为40.99/13.64亿元，同比分别+24.36%/+4.94%。2025上半年矿产银/矿产锡贡献收入占比分别为34.8%/30.8%，贡献毛利占比分别为33.4%/37.0%。
- **背靠内蒙民营股东，矿山资源深厚。**公司旗下银漫矿业锡精矿产量国内第二，同时控股股东兴业集团具备资源基础，并承诺在相关采矿权或相关采矿业务子公司投产且形成利润后一年内将启动转让给上市公司。
- **收购海外锡矿，资源有望持续放量。**据公告，公司通过全资子公司兴业黄金（香港）完成对于大西洋锡业（ATL）的收购，实现100%控股。ATL核心项目为持股75%的Achmmach锡矿，资源量约为矿石量合计3910万吨，锡平均品位0.55%，锡金属量21.33万吨。

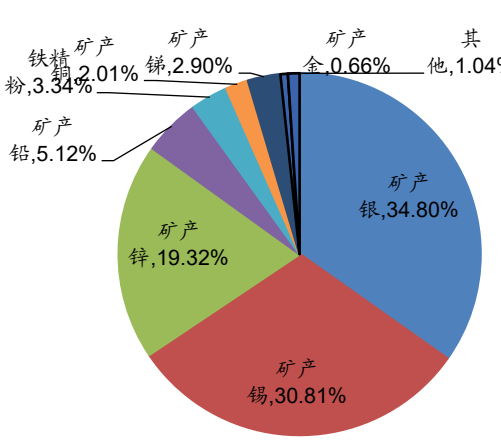
营收及增速



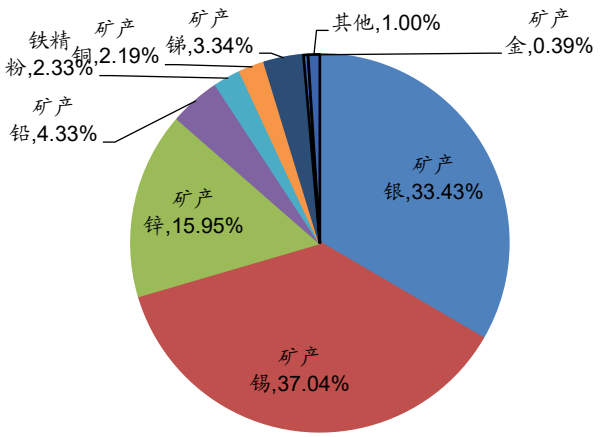
归母净利润及增速



25H1分产品收入占比



25H1分产品毛利占比

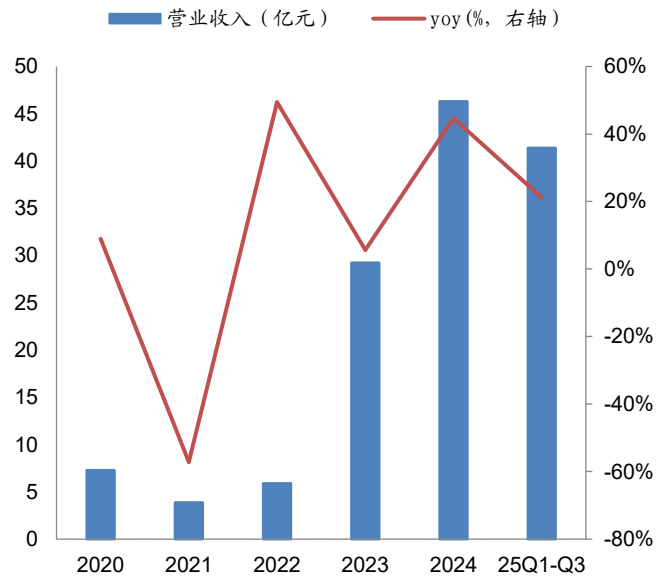


资料来源：iFinD，华安证券研究所

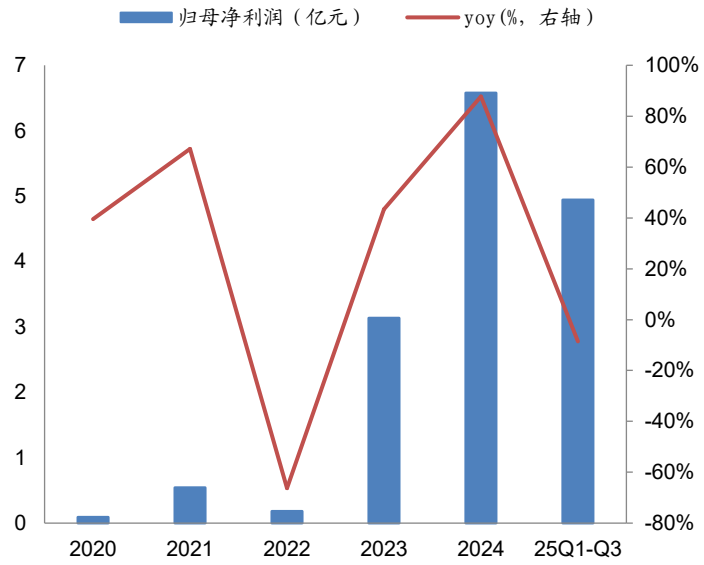
华锡有色：广西国资有色上市平台，多金属资源赋能

- **锡锭收入占比近半。**华锡有色锡资源主要来自旗下铜坑矿和高峰矿，其中高峰矿的主矿体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。公司2025年前三季度营收/归母净利润分别为41.38/4.94亿元，同比分别+21.16%/-8.54%，其中锡锭占收入/毛利的比重分别为47.77%/31.68%。
- **依托一体化产业链基础，资源和技术双轮驱动。**华锡有色构建了集探采选冶于一体的基本产业链条，在矿产资源获取和初级冶炼环节建立了区域性的基础优势。依托优质锡多金属资源禀赋，公司正加大在伴生金属综合回收、材料化应用等领域的技术投入，推动资源价值向产业链下游延伸。公司积极推进矿山绿色开发与冶炼技术改造，并开始布局有色金属再生回收业务，提升资源综合利用效率，培育可持续发展能力。

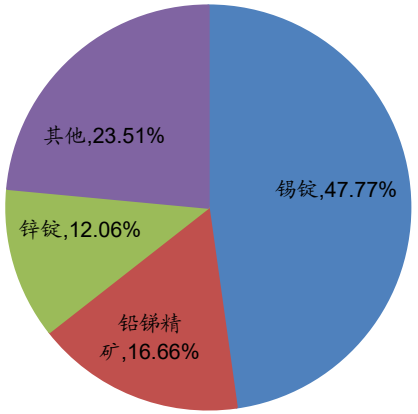
营收及增速



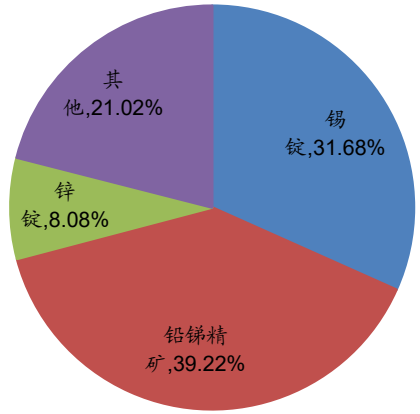
归母净利润及增速



25H1分产品营收占比



25H1分产品毛利占比



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

相关公司对比

- **锡业股份**：立足锡资源丰富的云南个旧，建立一体化锡产业链，锡产销量居全球第一，利润率受到冶炼和贸易板块的拖累，但公司估值低于可比公司。
- **兴业银锡**：银锡齐增，利润集中于矿端因此利润率较高。
- **华锡有色**：锡锑双主业，采选+冶炼协同，公司作为广西国资有色上市平台，充分受益于广西矿权整合与产业集聚。

估值对比

公司	股价	市值（亿元）	PE-TTM	EPS				PE			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
锡业股份	33.82	556.61	29.20	0.88	1.45	1.65	1.80	15.99	23.37	20.50	18.76
兴业银锡	42.27	750.56	47.08	0.86	1.16	1.39	1.65	12.91	36.58	30.48	25.69
华锡有色	42.29	267.51	43.74	1.04	1.45	1.81	2.19	16.36	29.25	23.32	19.29

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所；

注：股价截至2026/1/9收盘，预测来自一致预期均值

杜邦分析对比

	2021	2022	2023	2024	25Q1-Q3
ROE					
华锡有色	16.63%	5.51%	16.33%	17.54%	11.64%
兴业银锡	4.69%	3.19%	16.12%	21.28%	15.99%
锡业股份	19.99%	8.44%	8.24%	7.48%	8.16%
销售净利率					
华锡有色	14.02%	3.08%	19.22%	22.96%	20.02%
兴业银锡	12.27%	8.34%	25.72%	35.17%	33.02%
锡业股份	5.64%	3.02%	3.60%	3.74%	5.36%
总资产周转率					
华锡有色	0.94	1.29	0.82	0.64	0.51
兴业银锡	0.22	0.22	0.36	0.37	0.28
锡业股份	1.37	1.34	1.15	1.14	0.94
权益乘数					
华锡有色	1.26	1.39	1.85	1.91	1.90
兴业银锡	1.75	1.71	1.72	1.62	1.74
锡业股份	2.78	2.43	2.16	1.91	1.71

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

谢 谢！

欢迎联系华安金属新材料团队：
许勇其/牛义杰/黄玺

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。