



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月24日

基础数据

04月22日收盘价（元）	40.58
总市值（亿元）	667.72
总股本（亿股）	16.45

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】锡业股份：Q2扣非利润亮眼，有望充分受益锡价上行-2025.08.27

分析师：李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

锡业股份(000960.SZ)

百年积淀，“十五五”启新章

投资要点：

- **锡业龙头，全产业链布局，资源及规模优势领先。**公司具有集锡、锑、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易等全产业链供应链一体化的产业格局。资源方面，公司拥有大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司和华联锌锑四大主力矿山，锡、锑资源储量均居全球第一。冶炼方面及精深加工方面，公司拥有中国最大的锡生产加工基地，已形成锡冶炼8万吨/年、阴极铜12.5万吨/年、锌冶炼10万吨/年、压铸锌合金产能5万吨/年、锑冶炼产能105吨/年，参股的新材料公司拥有锡材产能4.3万吨/年、锡化工产能2.71万吨/年。市场地位方面，公司为锡业双龙头，公司自2005年以来锡产销销量位居全球第一，位列2025年十大精锡生产商之首，2025年公司锡金属国内市场占有率为53.35%，全球市场占有率为27.16%；公司是全国最大的原生锑生产基地，2025年公司原生锑国内市场占有率为28.78%，原生锑全球市场占有率为11.03%。
- **十五五聚焦成长性，加强尾矿资源利用及卡房勘探打开增量空间。**十五五公司将聚焦成长性，公司将继续加大资源“内增外拓”的力度，进一步加强对卡房矿区的资源勘查，提升公司未来钨、锡相关资源的增储和开发利用水平，公司《云南锡业股份有限公司卡房分矿矿产资源开发利用方案》已通过专家审查；同时公司加大对尾矿资源的综合利用水平，结合实际情况加强对尾矿资源进行综合利用，目前公司风筝山基地项目一期已经进入运营阶段，后续将逐步建成风筝山、官家山、羊坝底三个尾矿资源利用基地，力争成为公司“十五五”期间生产原料的有效补充，不断提升公司的资源保障能力和可持续发展水平。此外，公司布局内蒙古区域产业协同，与克什克腾旗签署产业合作协议，建立长期稳定的锡产业战略合作关系，并与兴业银锡签署战略合作框架，进一步增强双方的市场竞争力和行业竞争力。
- **供给刚性、需求可期，锡价中枢长期上移。**供给端，缅甸方面，佤邦复产持续推进，缅甸1-3月锡矿进口金属量分别为1514/1620/1567吨；印尼方面，2026年印尼锡金属生产配额为6.586万吨，同比2025年5.3万吨出口量增长24.26%。整体来看，尽管在佤邦逐步复产、印尼配额提升影响下锡矿供给边际转向宽松，但过去主产地扰动频发背景下，同时新增锡矿增长有限，因此锡矿供给端仍然刚性。需求端，锡焊料为锡主要需求端，下游主要应用于电子行业，AI服务器、数据中心建设的爆发式增长直接带动高端PCB需求扩容，与半导体存储、AI芯片的锡需求增长形成强联动，同时受益于锡场景正经历从“平面焊接”向“空间堆叠焊接”的范式转移，锡单耗有望不断提升，技术迭代+行业高增驱动存储耗锡量“量价齐升”。因此综合供需来看，全球锡供需仍然维持紧平衡状态，预计2026/2027年分别短缺0.7/1.9万吨。
- **盈利预测与投资建议：**公司为锡行业龙头，在产矿山生产稳定，十五五期间尾矿库资源利用以及卡房资源勘探有望带来增量，进一步提升公司矿石自给率，同时公司具有进料加工资格，有效拓宽公司原料采购渠道。随着锡价中枢长期上移，公司作为锡行业龙头有望充分受益，我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为40.55/45.78/46.73亿元，EPS分别为2.46/2.78/2.84元，2026年4月22日收盘价对应PE分别为16.5/14.6/14.3倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**在建项目进展不及预期，锡价大幅波动，安全生产风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	43535	55335	58011	58011
同比增长	3.7%	27.1%	4.8%	0.0%
归母净利润（百万元）	1966	4055	4578	4673
同比增长	36.1%	106.2%	12.9%	2.1%
毛利率	11.4%	14.7%	15.3%	15.8%
ROE	9.0%	16.4%	16.4%	15.0%
每股收益（元）	1.19	2.46	2.78	2.84
市盈率	34.0	16.5	14.6	14.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 锡业股份：全产业链覆盖，锡铟巨头再攀新高.....	5
（一） 历史发展：百年积淀，稳居行业龙头	5
（二） 股权结构：实控人为云南国资委.....	6
（三） 财务分析：盈利能力增强，资产质量稳步提升.....	7
二、 锡铟双龙头，资源及规模优势显著.....	9
（一） 立足四大矿山，锡铟资源储量世界第一.....	10
（二） 产能优势显著，精炼锡市占率全球第一.....	14
三、 十五五聚焦成长性，打开增量空间.....	15
（一） 尾矿库扩建：加强尾矿资源综合利用	15
（二） 卡房资源勘探：释放资源潜力	17
（三） 战略合作：布局内蒙古，联动区域产业协同.....	18
四、 锡价：供需扰动加剧，锡价中枢长期上移.....	18
（一） 供给端：关注佤邦复产进度.....	20
（二） 需求端：消费电子温和复苏，AI 算力驱动增长潜力.....	24
（三） 供需对接：紧平衡支撑锡价.....	27
五、 盈利预测与估值.....	28
六、 风险提示.....	30

图目录

图 1、 公司具有独特的锡全产业链综合优势.....	5
图 2、 公司发展历程.....	6
图 3、 公司控股股东为云锡集团，实际控制人为云南省国资委（截至 2025 年 12 月 31 日）.....	7
图 4、 公司营业收入维持稳定.....	8
图 5、 公司归母净利润稳步提升.....	8
图 6、 锡锭、铜产品以及锌产品为主要业务.....	8
图 7、 锡锭以及锌产品毛利占比较高.....	8
图 8、 公司锌产品毛利率较高.....	9
图 9、 公司期间费用率有所回落.....	9
图 10、 公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力逐步增强.....	9
图 11、 公司具有集锡、铟、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易等全产业链供应链一体化的产业格局.....	10
图 12、 华联锌铟矿山.....	12
图 13、 老厂分公司矿区.....	13
图 14、 大屯官家山尾矿废弃资源综合回收利用改扩建项目锡平衡表（吨）.....	17
图 15、 全球锡供应扰动频发，推动锡价中枢上移.....	19
图 16、 投资性基金持仓情况.....	19
图 17、 2026 年 3 月 6 日，内盘价格高于外盘.....	20
图 18、 2026 年年初至今海内外持续累库.....	20
图 19、 2025 年印尼、中国、缅甸、巴西四国储量占全球储量的 67%.....	20
图 20、 2025 年中国、印尼、秘鲁、巴西四国产量占全球产量的 67%.....	20
图 21、 全球锡储量相对稳定.....	21
图 22、 全球锡精矿产量.....	

图 23、	缅甸及刚果（金）为中国主要锡精矿进口国	21
图 24、	中国锡精矿进口量（金属吨）	21
图 25、	中国自缅甸锡矿进口量（实物吨）	22
图 26、	中国自缅甸锡矿进口量（金属吨）	22
图 27、	印尼精炼锡出口量	23
图 28、	Alphamin 年度产量	24
图 29、	Alphamin 分季度产量	24
图 30、	2023 年全球锡下游需求结构	25
图 31、	2021 年锡焊料下游主要为消费电子	25
图 32、	全球半导体月销售金额同比回升	25
图 33、	全球 PCB 产值按下游需求分类情况（单位：百万美元）	26
图 34、	按需求分类 PCB 产值 2024~2029F 复合增速情况	26
图 35、	2024 年存储芯片市场份额占比情况	27
图 36、	存储厂商资本开支情况（单位：亿美元）	27
图 37、	公司 2026 年业绩对锡、锌价格敏感性分析（2026 年 4 月 22 日市值）	30

表目录

表 1、	公司资源保有储量（截至 2025 年 12 月 31 日）	10
表 2、	卡房分公司资源储量（截至 2023 年 10 月 31 日）	14
表 3、	公司精炼锡产量位于全球第一	14
表 4、	公司原矿金属产量	15
表 5、	公司冶炼金属产量	15
表 6、	老厂分公司黄茅山背阴山冲尾矿库资源综合利用项目锡元素平衡表	16
表 7、	卡房资源利用主要技术指标	17
表 8、	全球精锡供给及预测（万吨）	24
表 9、	存储企业资本开支规划	27
表 10、	锡供需平衡表（单位：万吨）	28
表 11、	公司分产品盈利预测	29

一、锡业股份：全产业链覆盖，锡钨巨头再攀新高

锡业股份具有集锡、钨、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易等全产业链供应链一体化的产业格局，锡、钨资源储量均居全球第一，拥有中国最大的锡生产、加工基地，主要产品有锡锭、阴极铜、锌锭、钨锭、锡材及锡化工产品等，建立了覆盖国内外主要锡产品市场的营销及分销体系，拥有华联锌钨、文山锌钨等十余家子公司。

图1、公司具有独特的锡全产业链综合优势



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）历史发展：百年积淀，稳居行业龙头

锡业股份前身可追溯至清光绪（1883年）朝廷拨官款建办的个旧厂务招商局，历经143年的发展，公司主导产品形成了独特的市场和品牌优势，核心竞争力与行业话语权持续领跑全球。

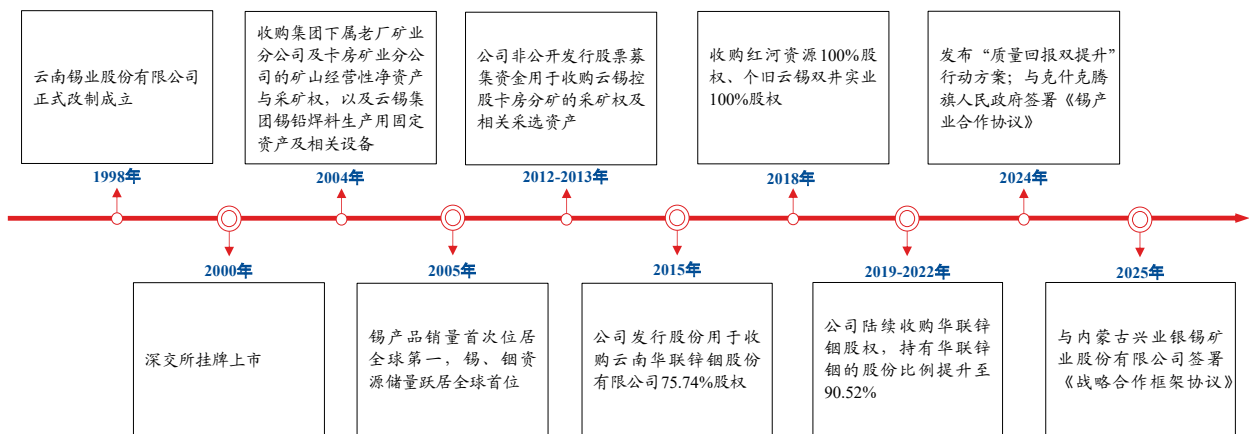
初创奠基阶段（1998-2005年）：1998年云南锡业股份有限公司正式改制成立，2000年2月在深圳证券交易所挂牌上市，同年“YT”牌锡锭取得伦敦金属交易所注册资格。随着2004年公司收购集团下属老厂矿业分公司及卡房矿业分公司的矿山经营性净资产与采矿权，以及云锡集团锡铅焊料生产用固定资产及相关设备，2005年公司锡产品销量首次位居全球第一，锡、钨资源储量跃居全球首位。

规模扩张阶段（2006-2019年）：2012年公司非公开发行股票募集资金，用于收购云锡控股卡房分矿的采矿权及相关采选资产；2015年公司发行股份用于收购云南华联锌钨股份有限公司75.74%股权，2018年收购红河资源与个旧云锡双井实

业 100%股权；2019 年至 2022 年公司多次收购华联锌铟少数股东股权，公司持有华联锌铟的股份比例提升至 90.52%。

高质转型阶段 (2024 年-至今)： 2024 年 8 月公司与印尼 PT 蒂玛公司签署《战略合作框架协议》，9 月发布“质量回报双提升”行动方案，同年 12 月与内蒙古赤峰市克旗人民政府签署《锡产业合作协议》，2025 年与内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司签署《战略合作框架协议》。

图2、公司发展历程

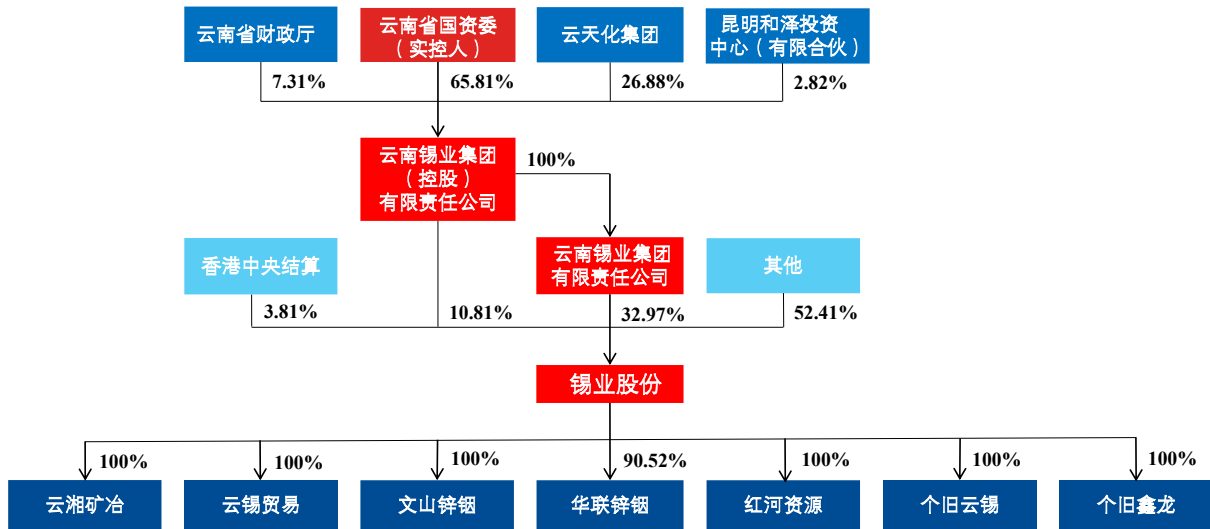


数据来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 股权结构：实控人为云南国资委

公司的控股股东为云锡集团，实际控制人为云南省国资委。截至 2025 年 12 月 31 日，控股股东为云南锡业集团，直接持有公司 32.97% 股权，控股股东及其一致行动人共计持股 43.78%，公司实际控制人为云南省国资委，整体来看主要股东持股集中。公司拥有十余家子公司，覆盖全球锡、铜、锌、铟等金属的勘探、开采、冶炼及深加工，其中华联锌铟、文山锌铟等子公司贡献显著利润。

图3、公司控股股东为云锡集团，实际控制人为云南省国资委（截至 2025 年 12 月 31 日）



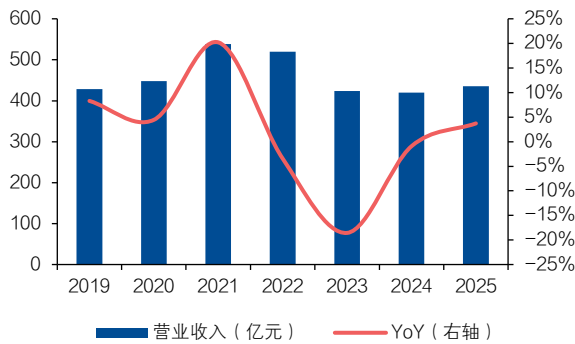
数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司目前正在实施股份回购计划。2025 年 6 月 30 日公司公告拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分人民币普通股（A 股）股票，用于注销并减少注册资本。本次回购股份实施期间，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份 37 万股占公司目前总股本的 0.0225%，成交金额为 700.53 万元（不含交易费用）。本次回购股份已于 2026 年 3 月 2 日完成注销，本次注销完成后，公司总股本由 16.458 亿股减少至 16.454 亿股。

（三）财务分析：盈利能力增强，资产质量稳步提升

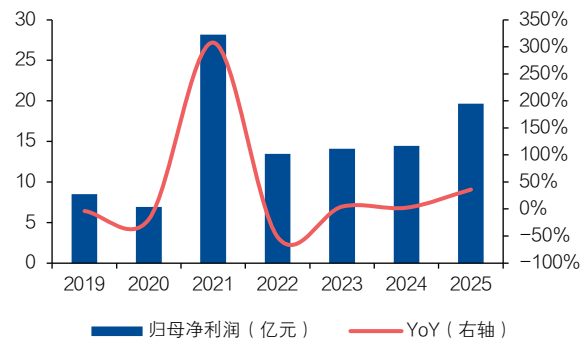
盈利能力增强，公司业绩稳步提升。2020-2022 年上半年，受美联储降息以及公共卫生事件引发消费电子需求爆发影响，锡价大幅上涨创下新高，随后由于美联储货币政策收紧以及需求回落，锡价大幅回落，期间公司业绩波动较大，2021 年实现归母净利润 28.17 亿元，随后 2022 年由于锡价大幅回落带来资产减值损失，归母净利润回落至 13.46 亿元。**2023 年至 2025 年**，随着锡价稳步抬升以及公司治理能力持续提升，公司业绩实现稳步增长，2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.08、14.44、19.66 亿元，盈利能力进一步增强。

图4、公司营业收入维持稳定



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

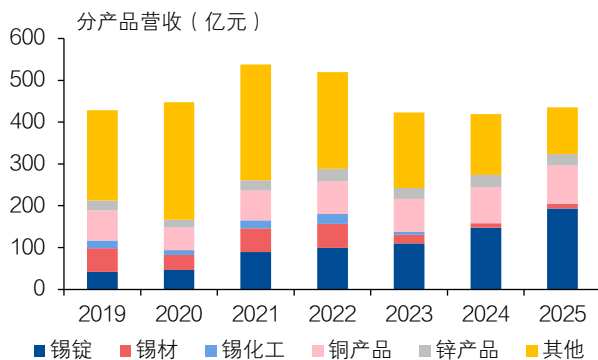
图5、公司归母净利润稳步提升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

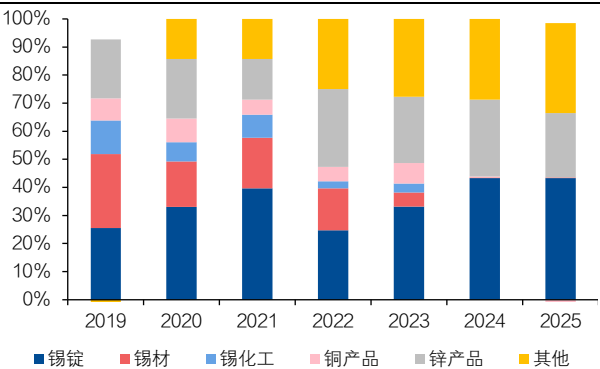
锡、铜、锌业务贡献主要盈利。公司主业为锡锭、铜产品以及锌产品等业务，2025年公司锡锭、铜产品以及锌产品三项业务营收占比达72%，毛利占比达67%，其中锡锭业务为公司主要业务，2025年营收及毛利占比分别为44%/45%。从毛利率看，2025年公司锡锭、铜产品以及锌产品毛利率分别为11%/-1%/43%，其中锌产品由于自给率较高，毛利率在主营业务中最高。

图6、锡锭、铜产品以及锌产品为主要业务



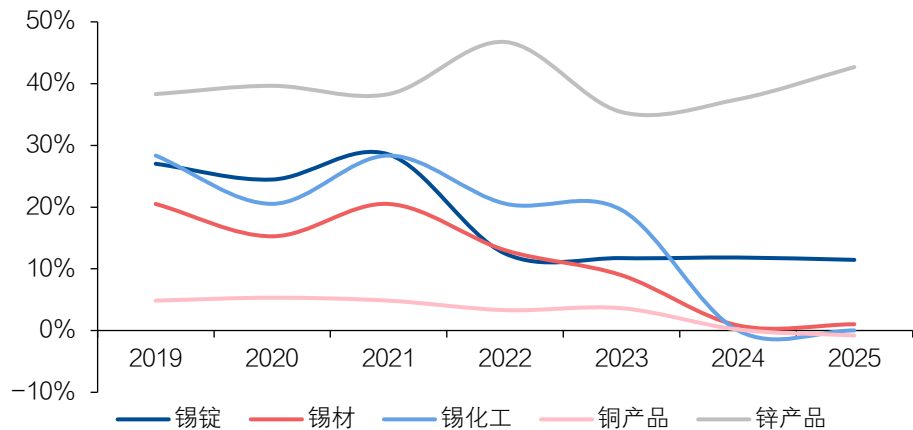
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、锡锭以及锌产品毛利占比较高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

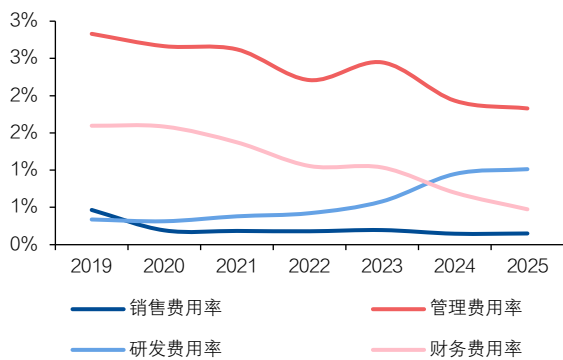
图8、公司锌产品毛利率较高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

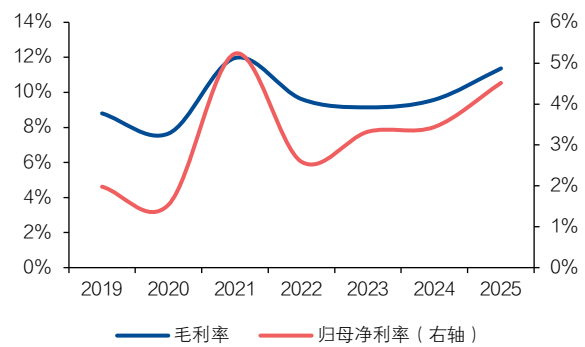
期间费用率持续下行，毛利率及净利率均有所提升。近年以来公司费用率整体呈下行趋势，其中管理费用率以及财务费用率明显下行，2025 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.15%/1.83%/1.01%/0.47%，较 2019 年分别-0.32pct/-1.00pct/+0.67pct/-1.12pct。整体来看，随锡价上涨以及费用率下降，公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力持续增强。

图9、公司期间费用率有所回落



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司毛利率及净利率均有所提升，盈利能力逐步增强

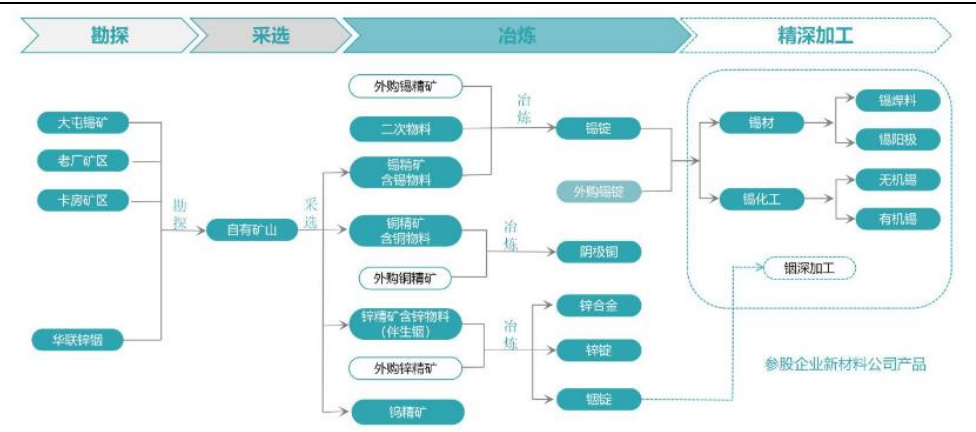


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、锡铟双龙头，资源及规模优势显著

公司具有集锡、铟、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易等全产业链供应链一体化的产业格局。资源方面，公司拥有大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司和华联锌铟四大主力矿山，锡、铟资源储量均居全球第一。冶炼方面及精深加工方面，公司拥有中国最大的锡生产加工基地，已形成锡冶炼 8 万吨/年、阴极铜 12.5 万吨/年、锌冶炼 10 万吨/年、压铸锌合金产能 5 万吨/年、铟冶炼产能 105 吨/年，参股的新材料公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年。

图11、公司具有集锡、铟、锌、铜等有色金属资源探采、选冶、深加工以及新材料研发、贸易等全产业链供应链一体化的产业格局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(一) 立足四大矿山，锡铟资源储量世界第一

公司矿产资源储量丰富，锡铟资源储量位居世界第一。公司矿产资源主要集中在红河个旧和文山都龙两大矿区，其中锡和铟资源储量均位居全球第一，铜、锌资源规模较大其中。公司拥有大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司和华联锌铟四大主力矿山，目前已探明的锡、铜、锌、铟、钨等金属总量较大。截至 2025 年 12 月 31 日公司保有资源储量矿石量 2.56 亿吨，锡金属量 61.38 万吨、铜金属量 114.67 万吨、锌金属量 357.84 万吨、铟 4,701 吨、三氧化钨量 7.69 万吨、铅金属量 9.78 万吨、银 2,453 吨。其中公司锡和铟资源储量均位居全球第一，据 USGS 数据，2025 年全球锡金属储量约为 600 万吨，中国锡资源处理约为 120 万吨，公司锡金属储量约 61.38 万吨，公司锡资源储量占全球比例约 10%，占全国比例约 50%，同时锌、铜、钨资源规模同样位居云南省前列。

表1、公司资源保有储量（截至 2025 年 12 月 31 日）

矿石量（亿吨）	锡金属量（万吨）	铜金属量（万吨）	锌金属量（万吨）
2.56	61.38	114.67	357.84
铟金属量（吨）	三氧化钨量（万吨）	铅金属量（万吨）	银金属量（吨）
4701	7.69	9.78	2453

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，公司两个矿区工业设施齐全，生产系统完备，对于资源集中开发利用十分有利。现有矿区富含多种有价金属，找矿潜力和开发条件较好，资源保障充足确保生产持续，随着开发利用技术水平的提升，资源综合价值有望进一步提升。

1. 大屯锡矿：锡

大屯锡矿成立于 1952 年，主要以生产、加工原矿锡为主，铜、铅、银等金属为辅，原矿年生产能力 200 万吨以上，选矿年处理能力超过 300 万吨。

大屯锡矿矿区：位于个旧市东南方向，行政区划隶属个旧市大屯镇，采用地下开采方式，现有采矿规模为 33 万吨/年，年产锡精矿 12000t、铜精矿 5000t、硫精矿 240000t。

大屯锡矿选厂：位于矿区东南部，共分为氧化矿系统及硫化矿系统，选厂原料来源为大屯锡矿矿山、老厂分公司矿山开采的矿石。(1) 硫化矿系统：生产规模为 8000 吨/天，共设有两条生产线（I、II 系列生产线以及 4000t 系列生产线），采用先浮后重工艺，产品为锡精矿、铜精矿、硫精矿。(2) 氧化矿系统：生产规模为 3200 吨/天，采用重选工艺，产品为锡精矿、粗锡精矿。

2. 华联锌铟：锌、锡、铟

华联锌铟是云锡控股下属的集采矿、选矿、冶炼为一体的国有控股企业，年采矿能力 360 万吨，日选矿能力 13000 吨。公司前身是始建于 1958 年的“文山州都龙锡矿”，现有 5 个采矿权和 5 个探矿权，目前仅有铜街—曼家寨采矿权开采，截至 2024 年保有稀贵金属铟储量 3900 吨，位居全国第一；锡金属储量 23 万吨，居全国第三；锌金属储量 263 万吨，居全省第三。2024 年华联锌铟共生产锌精矿 10.73 万吨、铟精矿 121.98 吨、锡精矿 4880 吨、铜精矿 6130 吨、银精矿 24.36 吨、硫铁精矿 17.68 万吨、铁精矿 26.07 万吨。

华联锌铟现有 1 个矿山（铜街-曼家寨矿山）、2 个选矿车间（新田选矿车间、大坪选矿车间）以及 1 个废石综合回收车间（金竹山资源再生车间）。

(1) 铜街-曼家寨矿山：矿山面积 2.8011km²，开采矿种锌矿、锡矿，开采方式为露天开采，于 2022 年 3 月 17 日完成了采矿规模由 210 万吨/年扩建至 360 万吨/年的扩建工程，服务年限为 14 年。

(2) 新田选矿车间：包含新田选矿车间一座（日处理能力 8000 吨/天）、粗碎站及矿石输送皮带走廊（长约 1.94km）、新田尾矿库（三等库、总库容 366 万 m³）以及扩建铜街大沟尾矿库（；扩建为二等库、总库容 3548 万 m³）。其中新田选矿车间原料为铜街-曼家寨矿段矿石，采用浮选-磁选-重选联合流程，产品为铜精矿、锌精矿、硫精矿、铁精矿、锡精矿、锡富中矿。

图12、华联锌铟矿山



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 老厂分公司：锡、铜

老厂分公司是云南锡业股份有限公司下属矿山选厂一体化的主力生产单位之一，生产主要以锡、铜金属为主，以铅、锌、钨为辅，开采方式为露天开采和地下开采，生产规模为 150 万吨/年。老厂矿区位于老厂镇，开发历史悠久，分散矿权较多，随着个旧矿区资源整合，成立云南锡业股份有限公司老厂分公司，老厂矿区现有 3 个生产坑口（塘子凹坑、马鹿塘坑、竹叶山坑），一个选矿车间（羊坝底选矿厂与风筝山选矿厂）。

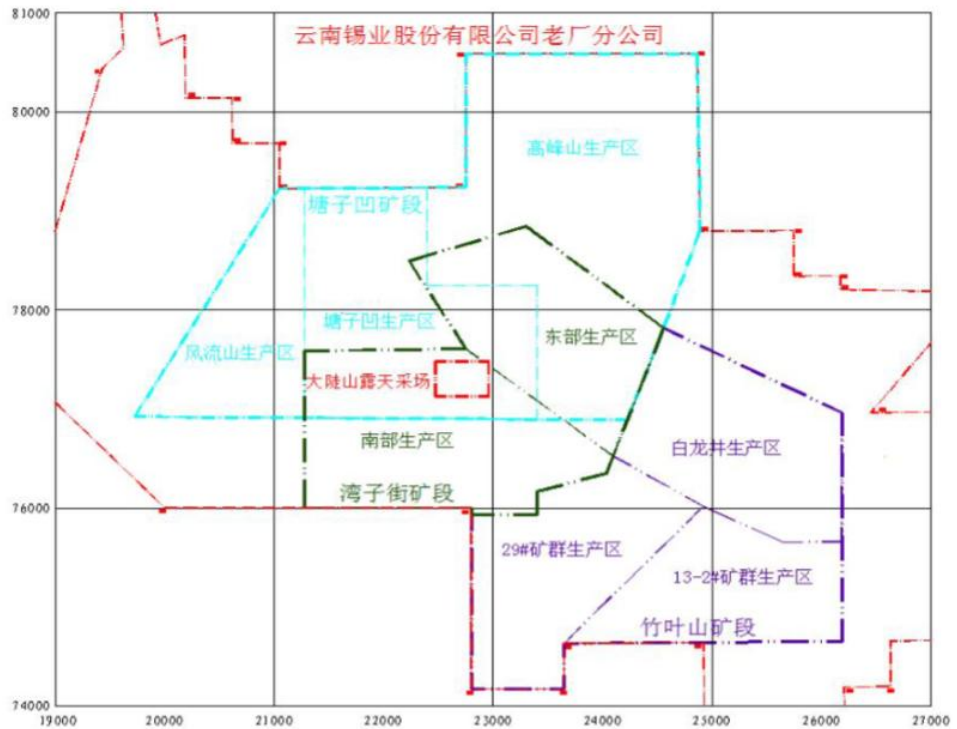
老厂矿区：矿区现有 3 个生产坑口（塘子凹坑、马鹿塘坑、竹叶山坑），目前采出的原矿主要为以锡为主（锡铜共生）的硫化矿、以铜为主的硫化矿、网状矿、锡氧化矿、铜氧化矿、铅氧化矿、铅锌矿。

（1）湾子街：矿段位于老厂矿区中部，是老厂分公司细脉带网状矿、氧化锡矿和锡铜硫化矿的主要生产基地之一，生产能力 1500 吨/天，其中露天开采 800 吨/天，地下开采 700 吨/天（氧化锡矿 500 吨/天、锡铜硫化矿 200 吨/天）。

（2）塘子凹：矿段位于老厂矿区西北部，为锡铜硫化矿和氧化锡矿的主要生产基地之一，生产能力 2200 吨/天（锡铜硫化矿 1150 吨/天、单铜矿 850 吨/天），主要包括塘子凹、高峰山、风流山三个生产区。

（3）竹叶山：矿段位于老厂矿区南部，是老厂矿区锡、铜硫化矿的主要生产基地之一，也是未来矿区新区建设的主要矿段，生产能力 2000 吨/天（锡铜硫化矿 1800 吨/天、氧化锡矿 200 吨/天）。

图13、老厂分公司矿区



数据来源:《云南锡业股份有限公司老厂分公司锡多金属矿 150 万吨/年采矿工程技改项目环境影响报告书》, 兴业证券经济与金融研究院整理

老厂选厂：选矿车间包含羊坝底选矿厂与风筝山选矿厂。

(1) 风筝山选矿厂：主要选塘子凹坑的锡铜共生矿石，可处理共生矿和氧化矿，处理能力 700 吨/日。

(2) 羊坝底选矿厂：主要选马鹿塘坑、竹叶坑及塘子凹坑的矿石，目前有两套选矿系统，一套为氧化矿系统，另一套为硫化矿系统。氧化矿系统主要处理氧化矿和锡铜共生矿，处理氧化矿时处理量为 1000~1200 吨/天，处理共生矿时处理量为 800 吨/天；硫化矿系统分为单铜矿和锡铜共生矿两个系统。

4. 卡房分公司：铜、钨

卡房分公司探有锡、铜、钨、铋、钼、金、银等多种金属，铜和多金属储量居云锡前列，主要开采铜矿、钨矿，开采方式为地下开采，生产规模为 150 万吨/年。截至 2023 年 10 月 31 日资源储量估算基准日，卡方分公司保有探明+控制+推断类资源量 1788.3 万吨，铜金属量 13.78 万吨（含伴生铜），综合品位 0.77%，三氧化钨金属量 2.28 万吨（含伴生钨），综合品位 0.13%；锡金属量 4003 吨，综合品位 0.02%，银金属量 127t，品位 7.10g/t。截至 2025 年卡房选矿工艺具备 600 吨/天共生矿选别系统一套、1000 吨/天锡铜共生硫化矿、2000 吨/天单铜矿选别系统各一套和 2000 吨/天多金属矿选别系统一套，并配套有相应的尾矿输送系统和尾矿库。公司根据云南省自然资源厅 2025 年钨矿开采总量控制指标及相关规

定组织生产和销售，卡房分公司获得云南省自然资源厅 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨 65%）开采总量配额指标 688 吨。

表2、卡房分公司资源储量（截至 2023 年 10 月 31 日）

类别	铜金属量 (万吨)	三氧化钨金属量 (万吨)	锡金属量 (吨)	银金属量 (吨)
金属量	13.78	2.28	4003	127

数据来源：《矿产资源开发利用方案专家组审查意见书》，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）产能优势显著，精炼锡市占率全球第一

锡钨双龙头，精炼锡产销量市占率全球第一。

锡：自 2005 年以来公司锡产销量位居全球第一，位列 2025 年十大精锡生产商之首，根据公司自身产销量和行业组织公布的相关数据测算，2025 年公司锡金属国内市场占有率为 53.35%，同比+5.37pct；全球市场占有率为 27.16%，同比+2.13pct。

钨：公司钨生产基地都龙矿区拥有丰富的钨资源储量，钨资源储量全球第一，是全国最大的原生钨生产基地，2025 年公司精钨国内市场占有率为 5.7%，全球市场占有率为 3.96%；其中，原生钨国内市场占有率为 28.78%，原生钨全球市场占有率为 11.03%。

表3、公司精炼锡产量位于全球第一

公司名称	2023	2024	YOY (%)
云南锡业（中国）	80100	85000	6.1%
明苏（秘鲁）	31700	36300	14.5%
云南乘风（中国）	21800	21800	0.0%
天马集团（印度尼西亚）	15300	18900	23.5%
马来西亚冶炼公司（马来西亚）	20700	16300	-21.3%
广西华锡集团（中国）	12000	16100	34.2%
EN Vinto（玻利维亚）	10000	12700	27.0%
江西新南山（中国）	9500	9700	2.1%
泰萨科公司（泰国）	9200	9500	3.3%
奥鲁比斯（比利时）	9300	7700	-17.2%

数据来源：ITA，兴业证券经济与金融研究院整理

公司产能保持稳定，成本优势明显。截至 2025 年年末，公司拥有锡冶炼 8 万吨/年、阴极铜 12.5 万吨/年、锌冶炼 10 万吨/年、压铸锌合金产能 5 万吨/年、钨冶炼产能 105 吨/年，参股的新材料公司拥有锡材产能 4.3 万吨/年、锡化工产能 2.71 万吨/年，公司产能总体保持稳定，其中 2025 年公司锡、锌、铜原矿金属产量分别为 3.18 万吨、12.07 万吨、2.44 万吨，锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 28.47%、14.00%、82.75%，公司矿山保障自给原料供应，成本竞争优势明显。

表4、公司原矿金属产量

产量	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
锡原矿金属(万吨)	4.50	4.32	3.50	3.44	3.20	3.12	3.18
锌原矿金属(万吨)	11.88	10.14	9.90	10.52	12.26	11.38	12.07
铜原矿金属(万吨)	3.96	3.83	3.55	3.16	3.06	2.69	2.44

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

自产矿山+进料复加工，有效拓宽原材料渠道，冶炼金属产量稳中有增。公司 2023-2025 年锡锭产品产量分别为 6.57/7.85/8.62 万吨，保持稳定增长；锡锭产量分别为 102/127/106 吨，锌锭产量分别为 13.58/14.56/13.55 万吨，阴极铜产量分别为 12.93/13.03/13.01，总体保持平稳。公司冶炼原料来源主要包括矿山自产、国内采购及通过进料加工复出口等多种渠道，在自产矿山以及国内采购原料保持稳定的同时，公司是国内唯一一家同时拥有锡精矿、铜精矿进料加工复出口资质的企业，享受国家特许的政策优势，有效拓宽公司原料采购渠道，通过充分利用国内外两个市场、两种资源，有效应对市场波动。

表5、公司冶炼金属产量

产量	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
锡锭/商品锡锭(万吨)	3.32	3.82	4.70	4.61	6.57	7.85	8.62
锡化工(万吨)	1.85	1.88	2.04	2.17	0.66		
锡材(万吨)	2.73	2.94	3.04	2.66	1.12	0.50	0.46
锌锭(万吨)	11.33	11.82	12.46	13.64	13.58	14.56	13.55
阴极铜(万吨)	11.00	12.22	12.49	12.58	12.93	13.03	13.01
锡锭(吨)	71	73	65	73	102	127	106
银锭(吨)		143	197	180			
铅锭(吨)	2596	3262	3242	3029			

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、十五五聚焦成长性，打开增量空间

（一）尾矿库扩建：加强尾矿资源综合利用

计划逐步建成三个尾矿资源利用基地，有效补充生产原料。目前公司已针对尾矿开展了相关技术研究工作，尾矿库尾矿资源回采再选工业实验平台已经搭建完成，风筝山基地项目一期已经进入运营阶段，后续将进一步提升尾矿再选的技术经济指标，为下一步工业扩大生产提供技术储备。未来，公司将在现有基础上，进一步充分论证研究尾矿开发经济效益、资源品位及回收率、再选工艺技术水平、固定资产投资、产能规模等多重因素的基础上，结合实际情况加强对尾矿资源进行综合利用，逐步建成风筝山、官家山、羊坝底三个尾矿资源利用基地，力争成为公司“十五五”期间生产原料的有效补充。

风筝山：老厂分公司黄茅山背阴山冲尾矿库资源综合利用项目。项目位于云南省个旧市老厂镇，属改建项目，项目回采范围涵盖整个尾矿库内堆存尾矿及堆积坝，

以黄茅山背阴山冲尾矿库现存锡尾矿为回采对象，依托原有风筝山选矿厂改造扩建，采用干采+船采结合的回采方式，回采尾矿经擦洗磨隔渣、浓密后，通过管道输送至风筝山选厂进行再选，选矿产品主要为锡粗精矿、富锡中矿、铁精矿，再选尾矿经管道输送至象冲尾矿库堆放。

尾矿回采工程（新建）：项目范围内估算资源可采量为 1228 万吨，锡金属量 2.42 万吨，锡平均品位 0.197%。项目设计尾矿库回采规模为 3000 吨/天，99 万吨/年，服务年限 13 年（前 12 年达产，第 13 年减产）。

选矿厂工程（改建）：现有风筝山选厂原矿选矿规模为 700t/d，将通过新增装配选矿设备及管路等，实现风筝山选厂新建选矿规模 3000t/d，从而适配前端尾矿回采工程和规模。预计选厂入选尾矿锡平均含量 0.197%，选矿后锡粗精矿平均品位 3.26%、锡富中矿平均品位 3.0%，铁精矿 Sn 平均品位 0.21%，尾矿品位约 0.1%，对应锡元素量约 1060 吨/年（不含再选尾矿及粉尘损失）。

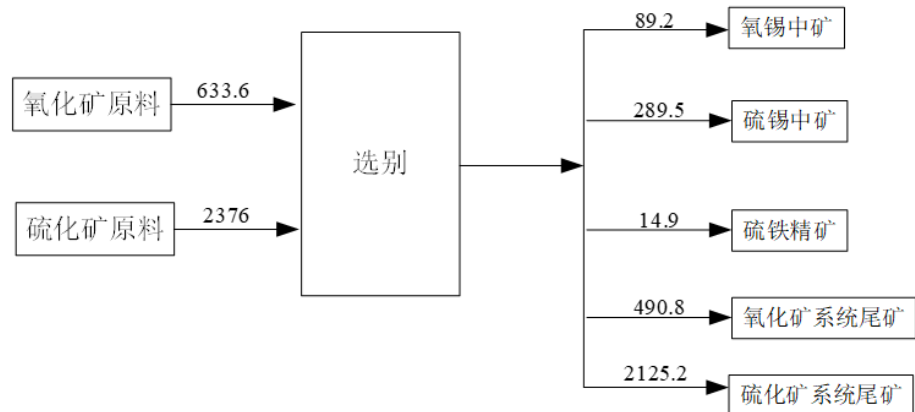
表6、老厂分公司黄茅山背阴山冲尾矿库资源综合利用项目锡元素平衡表

进料（干物料）				出料（干物料）			
物料名称	数量(t/a)	Sn 品位(%)	Sn 元素量(t/a)	物料名称	数量(t/a)	Sn 含量(%)	Sn 元素量(t/a)
入选尾矿	990000	0.197	1950.3	锡粗精矿	25126	3.26	819.1
				锡富中矿	2927	3	87.8
				铁精矿	71431	0.21	152.8
				再选尾矿	890473	0.1	890.5
				粉尘损失	43	0.197	0.1
合计	990000		1950.3	合计	990000		1950.3

数据来源：《云南锡业股份有限公司老厂分公司黄茅山背阴山冲尾矿库资源综合利用项目环境影响报告书》，兴业证券经济与金融研究院整理

官家山：云南锡业天爵再生矿产资源有限公司大屯官家山尾矿废弃资源综合利用改扩建项目。项目位于云南锡业集团(股份)有限公司大屯锡矿选厂的厂区内，属改扩建项目，预计建设 2 条尾矿废弃资源综合利用生产线，1 条规模为 1200 吨/天、1 条规模为 4000 吨/天，项目原料均取自大屯锡矿选厂，1200 吨/天氧化矿系统原料为大屯锡矿选厂氧化矿生产线尾矿，4000 吨/天硫化矿系统原料为大屯锡矿选厂硫化矿生产线尾矿，主要通过对选厂排出的尾矿进行再次重选、磁选，回收锡中矿、硫铁精矿。项目氧化矿系统处理原料 39.6wan 吨/年、硫化矿系统处理原料 132 万吨/年，建成后可生产氧锡中矿 5610 吨/年、硫锡中矿 16830 吨/年、硫铁精矿 16500 吨/年，锡元素量约 394 吨。

图14、大屯官家山尾矿废弃资源综合回收利用改扩建项目锡平衡表（吨）



数据来源：《云南锡业天爵再生矿产资源有限公司大屯官家山尾矿废弃资源综合回收利用改扩建项目（送审稿）》，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）卡房资源勘探：释放资源潜力

卡房分矿资源开发利用方案有望释放资源潜力。公司《云南锡业股份有限公司卡房分矿矿产资源开发利用方案》已通过专家审查，卡房分矿本次采矿权延续矿区范围不变，设计开采对象为采矿权范围的铜、钨矿体，开采方式为地下开采，拟建生产规模 150 万吨/年，其中主矿产铜(含共生矿产铜钨)生产规模 84 万吨/年，主矿产钨生产规模 66 万吨/年，矿山规划设计服务年限为 10 年。选矿工艺采用现有 600 吨/天共生矿选别系统一套、1000 吨/天锡铜共生硫化矿、2000 吨/天单铜矿选别系统各一套和 2000 吨/天多金属矿选别系统一套，并配套有相应的尾矿输送系统和尾矿库。

表7、卡房资源利用主要技术指标

矿种	技术指标	数值
铜矿	铜精矿品位	21.10%
	铜回收率	88.85%
	铜精矿含银品位	241.51g/t
	银回收率	74.57%
	锡富中矿品位	5.76%
	锡回收率	35.00%
	硫铁精矿品位	35.73%
钨矿	硫回收率	44.04%
	铜精矿品位	19.39%
	铜回收率	80.29%
	钨精矿品位	50.72%
	钨回收率	68.35%
	铜精矿含银品位	321.17g/t
	银回收率	8.82%

数据来源：《矿产资源开发利用方案专家组审查意见书》，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）战略合作：布局内蒙古，联动区域产业协同

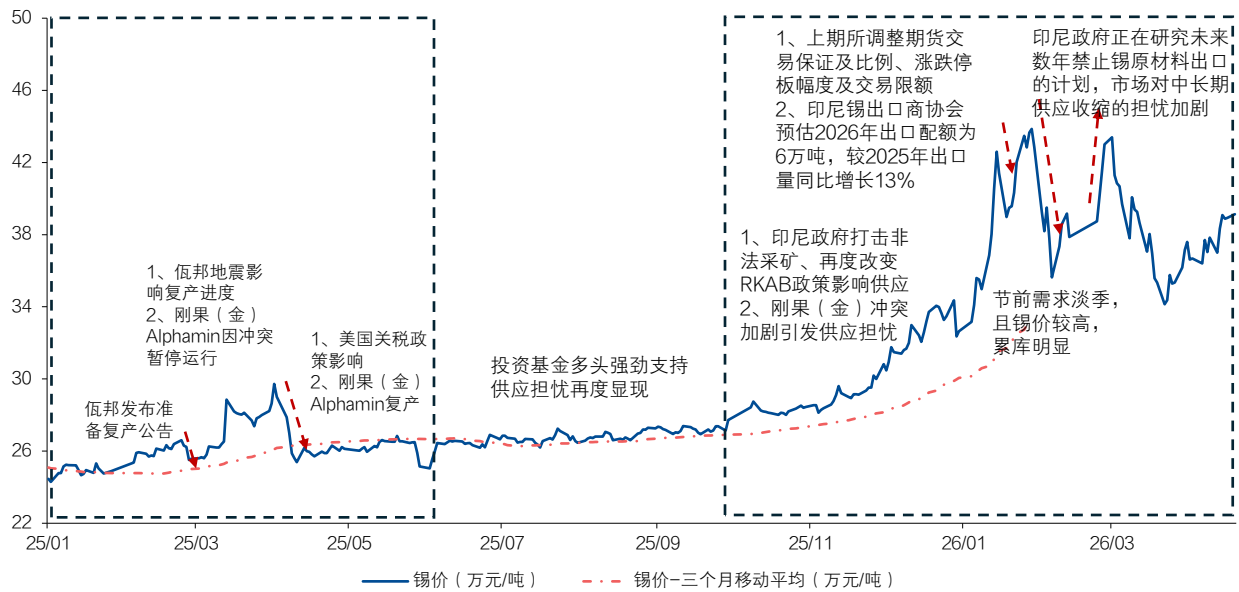
与克什克腾旗签署产业合作协议。公司与克什克腾旗于 2024 年 12 月 23 日在内蒙古赤峰市签署《锡产业合作协议》，双方秉承着绿色和可持续发展的理念在产业链延链补链、尾矿和低品位资源综合利用、资源整合开发、空白区域找矿等领域探索合作，基于优势互补、互利共赢的原则，决定建立长期稳定的锡产业战略合作关系。内蒙古赤峰市克什克腾旗地处大兴安岭中南段有色金属成矿带，矿产资源丰富，是锡资源的中心富集区，截至 2025 年，克旗现已发现铁、铅、锌、锡、银、钼等金属、非金属矿种 38 种，已探明铅锌金属 498 万吨、锡 44.3 万吨、银金属 9470 吨、铁矿石储量 1.17 亿吨，拥有采矿权 73 宗、探矿权 86 宗。本次签订协议有助于双方协同推进克旗锡产业良性发展，共同打造“北方锡都”，实现地企双赢。公司通过国内“南北两极”的资源布局和产业互动，将增强公司对国内锡资源的整合能力，强化资源保障能力和可持续发展能力，对提升公司在全球锡行业影响力和竞争力都具有积极而深远的影响。

与兴业银锡签署战略合作框架。公司与兴业银锡于 2025 年 1 月 21 日签署了有效期三年的《战略合作框架协议》，围绕双方优势矿产资源，在勘查、采选、冶炼、投资等领域建立战略合作伙伴关系，实现优势互补、强强联合，共同提升双方资源储备、技术实力和市场地位，进一步增强双方的市场竞争力和行业竞争力。双方将加强在国内外矿产资源勘查与开发、市场行情、矿业政策、科研成果、装备技术等方面的信息共享，积极探索通过合资、并购等方式进行合作，就获取和开发国内外优质有色金属矿产项目实现协同发展。

四、锡价：供需扰动加剧，锡价中枢长期上移

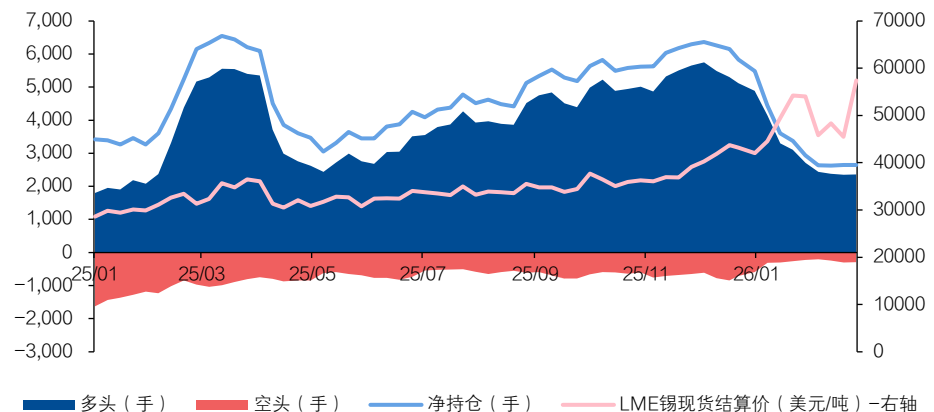
多维度供给扰动持续推升锡价。2025 年以来，锡价面临多维度供给扰动，推升锡价。3 月刚果（金）动乱致 Alphamin 停产，推升锡价冲高近 29 万元/吨，随后 3 月底缅甸地震致复产延后，锡价冲击 30 万元/吨关口。后续受美国关税政策以及 Alphamin 复产影响，锡价回落。9 月末印尼总统对锡非法采矿点进行关闭同时封堵走私通道，且 RKAB 审批由三年改为一年，十一期间伦锡持续上行，假期结束后沪锡再度冲击 29 万元/吨。11 月末起刚果（金）地缘冲突再起，再度扰乱锡供应，供给扰动频发叠加光伏抢出口预期强化锡紧供需格局，同时宏观推动下色金属整体迎来上涨行情，锡价持续攀升，最高突破 45 万元/吨。2026 年 1 月 15 日，上期所调整期货保证金比例、涨跌停板幅度及交易限额，同时印尼锡出口商协会预估 2026 年锡出口配额较 2025 年出口量增长 13%，叠加春节前需求淡季，累库明显，锡价回调，最低接近 35 万元/吨。2 月 13 日，印尼矿业部长称正在研究未来数年禁止锡原材料出口的计划，加剧供应收缩担忧，锡价再次迎来上涨。

图15、全球锡供应扰动频发，推动锡价中枢上移



数据来源：SMM, Mysteel, ITA, 上海期货交易所, Alphamin 官网, 中国驻刚果民主共和国大使馆, 金十期货, 兴业证券经济与金融研究院整理

图16、投资性基金持仓情况



数据来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

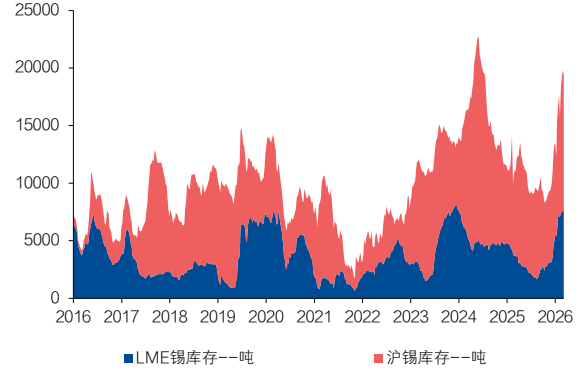
伴随锡价持续高位，2026 年年初至今（2026 年 4 月 17 日）海内外快速累库。2025 年前三季度，海内外均处于去库状态，外盘价格多高于内盘。2025 年四季度，伴随锡价持续高位，海内外开始累库，截至 2026 年 4 月 17 日，沪锡库存 8238 吨，较 2026 年年初累库 1303 吨，累库幅度 19%，沪锡价格涨幅 19%；伦锡库存 8630 吨，较 2026 年年初累库 3215 吨，累库幅度 59%，伦锡价格涨幅 18%。

图17、2026年3月6日，内盘价格高于外盘



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2026年年初至今海内外持续累库

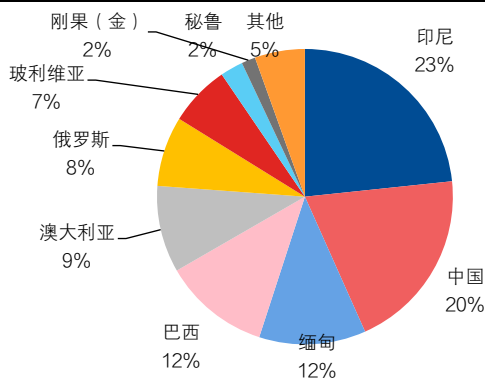


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）供给端：关注佤邦复产进度

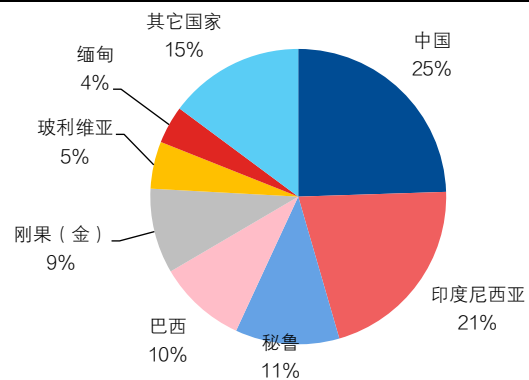
印尼、中国、缅甸为主要锡矿供给地。锡矿在全球范围分布广泛，主要分布于环太平洋的东西两岸，如东南亚、东亚和澳大利亚等国家和地区。由于全球锡矿资源的赋存特点为小型矿床多且分散，很多锡矿资源勘探程度没有达到可计算储量的标准，储量无法得到统计。据 USGS 数据，2025 年全球锡矿储量为 600 万吨，主要储量国依次为印尼（140 万吨/23%）、中国（120 万吨/20%）、缅甸（70 万吨/17%）、巴西（70 万吨/17%）等，四国储量共占全球储量的 67%。从 2025 年锡矿产量来看，USGS 预计全球锡矿产量达到 29 万吨，主要产量国依次为中国（7.1 万吨/25%）、印尼（6.1 万吨/21%）、秘鲁（3.3 万吨/11%）、巴西（2.8 万吨/10%）等，四国产量共占全球产量的 67%。

图19、2025年印尼、中国、缅甸、巴西四国储量占全球储量的67%



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2025年中国、印尼、秘鲁、巴西四国产量占全球产量的67%

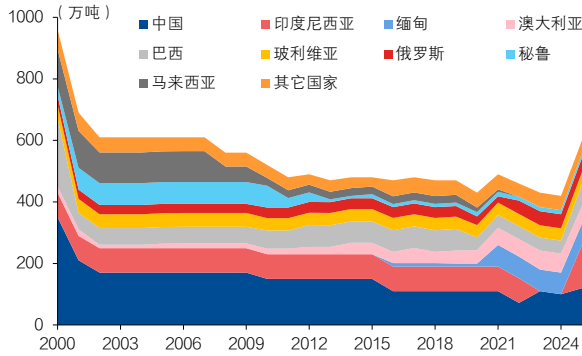


数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

锡资源储量有限，锡矿产量相对平稳。锡是储量持续下降的矿种，近年来全球未新发现的大型矿床，后备资源有限，同时和其他金属相比，锡矿床规模通常较小。40%的锡矿开采是由当地、个人、小规模或手工采矿者开采的。全球在运行的主力锡矿包括中国云锡锡矿、中国银漫矿业、秘鲁圣拉斐尔 (San Rafael) 锡铜矿、

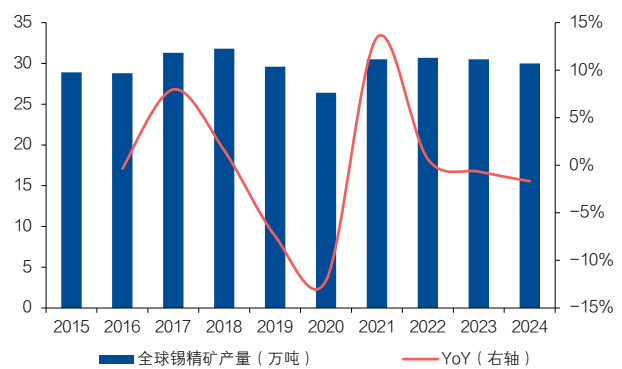
刚果（金）Bisie 锡矿、印尼邦加（Bangka）锡矿、玻利维亚瓦努尼（Huanuni）锡矿和科尔基里（Colquiri）锌锡矿、马来西亚 Rahman Hydraulic 锡矿以及缅甸瓦邦锡矿。根据 ITA 数据，除 2020 年受疫情影响外，近年来锡矿供应维持 29-32 万吨水平，2023 年以来全球锡供应因秘鲁抗议事件以及瓦邦停产事件等扰动不断，锡矿产量小幅下滑，2025 年全球锡矿产量为 29 万吨。

图21、全球锡储量相对稳定



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

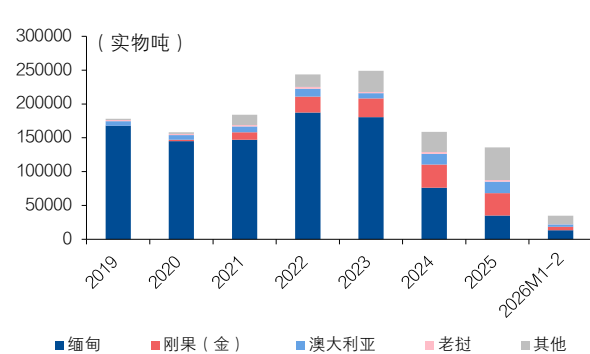
图22、全球锡精矿产量



数据来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

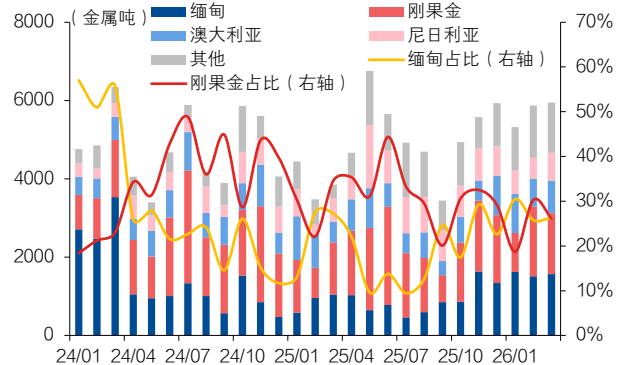
中国锡精矿约 45%依赖于进口，瓦邦停产刚果（金）进口份额提升，为我国第一大锡矿进口国。国内目前处于地下开采阶段，原矿品位下降，导致国内采选成本加大，且高品位矿量逐渐下降，自 2008 年开始我国从传统的锡出口大国转为净进口国，其中缅甸为我国主要锡精矿进口国，实物量占比达 90%以上。受瓦邦停产影响，2024 年开始国内锡矿砂及其精矿进口量出现下滑，同时缅甸进口占比下降，刚果（金）等国家进口占比逐步提升。2025 年国内锡矿砂及其精矿进口量同比下滑 15%至 13.6 万实物吨，折合 5.8 万金属吨，同比增长 1%；其中缅甸进口下滑 54%至 3.5 万实物吨，折合 1.1 万金属吨，占比 20%；刚果（金）进口下滑 3%至 3.3 万实物吨，折合 1.8 万金属吨，占比 32%，为我国锡精矿进口第一大国。

图23、缅甸及刚果（金）为中国主要锡精矿进口国



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、中国锡精矿进口量（金属吨）



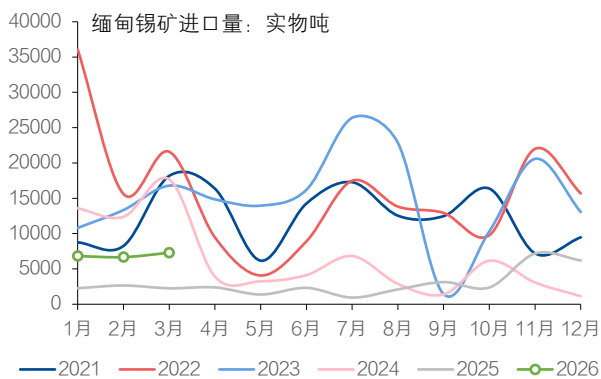
数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 缅甸：复产一波三折，关注后续复产进度

2025 年缅甸复产进度较慢，全年进口量维持低位。2025 年 2 月 26 日，佤邦工业矿产管理局发文《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，随后缅甸原定 4 月 1 日召开的复产前交流座谈会议因缅甸 3 月底强震取消。4 月 23 日上午，佤邦工业矿产管理局就曼相矿山复工复产事宜召开专题座谈会，明确了曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证的流程，最新的《曼相矿区办理开采、选厂、探矿许可证》文件内矿硐和选厂的收费标准较此前大幅提高。然而自 2025 年 7 月开始办理采矿证后，受水淹、高额许可费用和运输限制等因素影响，缅甸整体复产进程缓慢，2025 年全年进口量仍然较少。

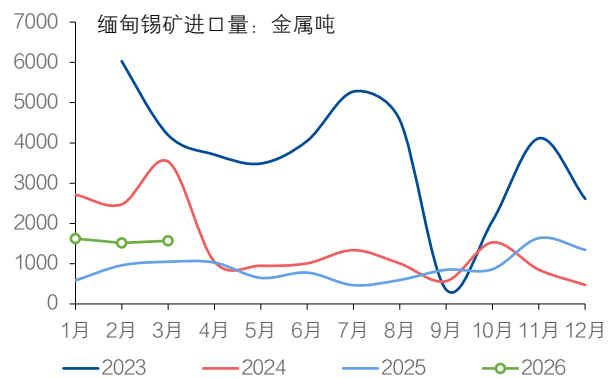
复产持续推进，进口量小幅提升。2026 年 2 月 27 日，缅甸佤邦工矿局发布《关于深部矿洞抽水分摊抽水费流程的通知》，矿洞积水问题正在得到实质性解决，佤邦复产进度持续推进。随着缅甸复产进度持续推进，2025 年末以来我国自缅甸进口量迎来小幅提升，据 Mysteel，2025 年 11 月-2026 年 3 月进口金属量分别为 1636/1342/1621/1514/1567 吨。

图25、中国自缅甸锡矿进口量（实物吨）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中国自缅甸锡矿进口量（金属吨）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

佤邦复产一波三折，关注后续进度。4 月中上旬，缅甸佤邦康炸药厂发生爆炸，曼相矿山有一部分炸药来源该厂，爆炸事故发生后，佤邦用危爆物品管理办公室下发对全邦范围内所有化工厂、炸药厂实施全面停业整顿的通知，或将对后续复产进度产生影响。后续佤邦矿山复工复产进度或将受到一定影响；4 月进口锡矿量预计环比下滑。整体来看，佤邦复产持续推进但中途仍存扰动，考虑佤邦锡矿品位下降、成本抬升以及实物税征收影响，预计复产后单月进口量有望提升至 1800-2000 吨，全年进口量有望达 2-2.4 万吨。

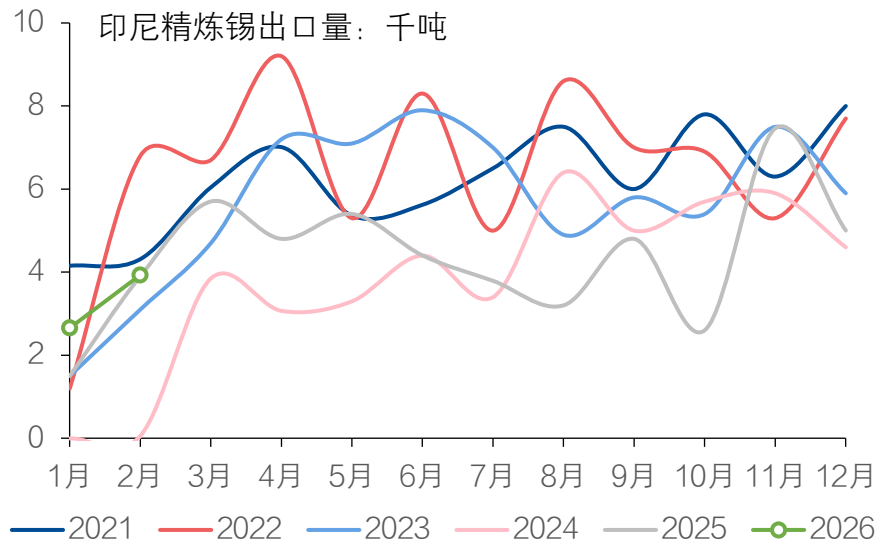
2. 印尼：2026 年出口配额提升，政策摇摆频繁

2026 年出口配额提升，出口量逐步恢复。据印尼能源与矿产资源部(ESDM)，2026 年印尼锡金属生产配额为 6.586 万吨，同比 2025 年的 5.3 万吨增长 24.26%。同

时 RKAB 审批由三年改为一年，年初为出口审批节点，1 月出口量处于全年较低水平。印尼已于 2026 年 1 月 21 日恢复对外出口，2026 年 1-2 月印尼锡锭出口量分别为 2654/3634 吨，3 月印尼交易所出口量约 4400 吨，预计 3 月环比出口将实现环比增长。

印尼政策不确定性较大，摇摆频繁。此前印尼已经禁止锡矿出口，近期据外媒报道，印尼正在研究未来数年禁止出口包括锡在内的多种原材料的计划。印尼为主要锡出口国，若未来印尼禁止精锡出口，将对全球锡贸易流向产生较大影响。

图27、印尼精炼锡出口量



数据来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

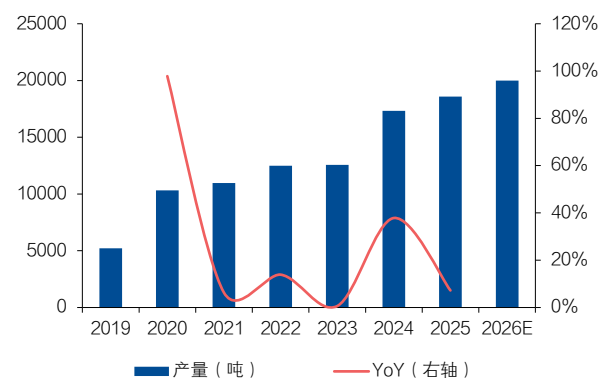
3. 刚果（金）：地缘扰动风险引发供应担忧

刚果（金）Bisie 矿山产量较高，为全球主产锡矿山之一。刚果（金）是全球重要的锡矿产区，Alphamin 旗下 Bisie 矿山位于北基伍省，分为 Mpama North 和 South 两个矿区，该矿山品位较高，2025 年全年锡入选品位高达 3.3%，成本位于 25% 分位线以下。同时公司产量增长较快，2024 年实现锡产量 1.73 万吨，同比增长 38%，2025 年实现锡产量 1.86 万吨，同比增长 7%，2026 年生产计划为 20000 吨，预计同比增速为 8%。据 USGS，2025 年全球锡产量为 29 万吨，Alphamin 占比约 6%，为全球主产矿山之一。

此前刚果（金）武装叛乱影响锡矿生产，推动锡价冲高。年初非国家武装组织 M23 占领了刚果（金）东部北基伍（North Kivu）和南基伍（South Kivu），由于叛乱分子向西推进到矿区和距离矿区 110 公里以内，2025 年 3 月 13 日 Alphamin 公告暂时停止采矿作业，锡价大幅上涨至 29 万元/吨。2025 年 4 月 15 日过公司开始分阶段恢复锡生产，2025 年 Q1-Q4 公司锡产量为别为 4270/4106/5190/5008 吨，受停产影响 2025 年全年产量为 1.86 万吨，较此前生产指引 2 万吨有所下滑。

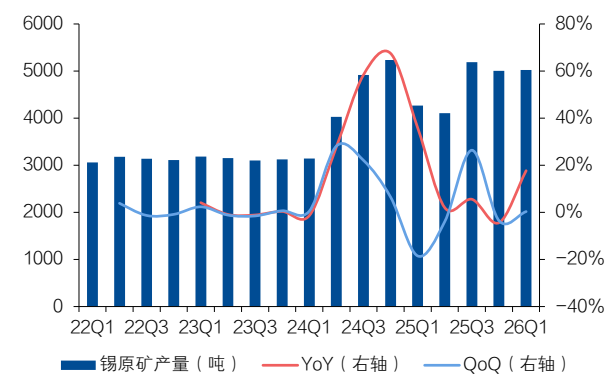
公司 2026 年生产目标为 2 万吨，同比 2025 年有所增长，2026 年 Q1 公司实现锡产量/销量分别为 5026/5016 吨，全年有望完成生产目标。

图28、Alphamin 年度产量



数据来源：Alphamin 公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、Alphamin 分季度产量



数据来源：Alphamin 公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前 Alphamin 生产已恢复正常，短期内供给扰动风险消除，但刚果（金）曾对钴实施出口禁令以及出口配额制度，其对于资源的重视程度持续提升，因此作为锡矿主产国之一，其资源端风险仍然存在。

4. 总结：供给扰动频发，新增产能有限

整体来看，锡矿主产地供给扰动率较高，2025 年锡矿供给端扰动不断，受缅甸复产不及预期、印尼出口量下滑以及刚果（金）地缘冲突等影响，全年供给量整体收缩。因此短期来看，虽然锡矿供应边际转向宽松，但厄邦复产一波三折，印尼供给不确定性同样较高，同时新增锡矿山产有限，锡矿整体供应仍然偏向刚性。

表8、全球精锡供给及预测（万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
中国	9.0	7.1	7.0	7.1	7.1	7.2	7.3	7.8
印尼	7.0	7.0	6.9	5.5	6.1	6.5	6.5	6.5
缅甸	3.7	4.7	3.4	2.0	1.2	2.4	2.4	2.4
秘鲁	2.7	2.8	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
刚果（金）	1.7	1.9	2.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8
其他国家	6.4	7.2	8.6	9.1	8.8	8.8	9.0	9.4
锡矿	30.5	30.7	30.5	29.4	29.0	30.8	31.1	32.0
再生锡及库存	7.4	7.2	7.9	7.6	8.1	8.0	8.0	8.0
供给合计	37.9	37.9	38.4	37.0	37.1	38.8	39.1	40.0

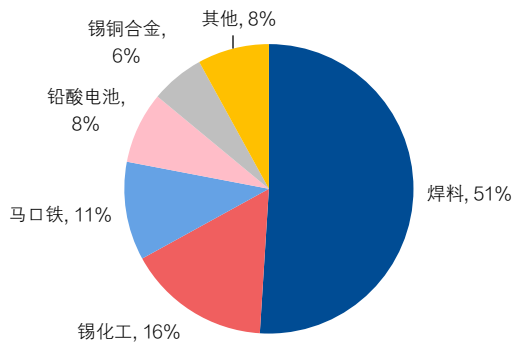
数据来源：ITA，USGS，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）需求端：消费电子温和复苏，AI 算力驱动增长潜力

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

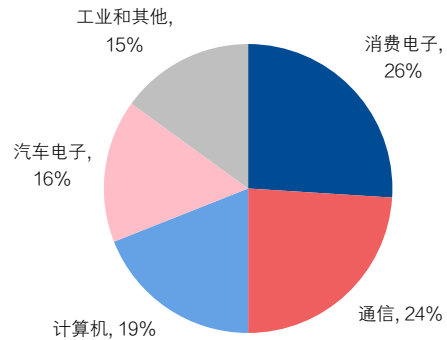
锡焊料为锡主要需求端，下游主要应用于电子行业。锡下游消费结构中，锡焊料占比接近一半，为最大占比应用端。焊锡为熔点低的合金，在焊接的过程中被用来接合金零件，且熔点必须低于被焊金属，电子产品装配中常常会用到锡焊料。焊料根据形状的不同分位焊锡丝、焊锡条、焊锡膏、焊锡球等，下游应用中消费电子、通信、计算机、汽车电子等电子焊料占焊料需求比例超过 80%，需求主要由半导体支撑。同时未来光伏装机量、新能源车、AI 数据、算力提升等对于锡焊料的需求或将逐步扩大，有望带动锡焊料需求持续增长，贡献锡主要需求增速。

图30、2023 年全球锡下游需求结构



数据来源：ITA，兴业证券经济与金融研究院整理

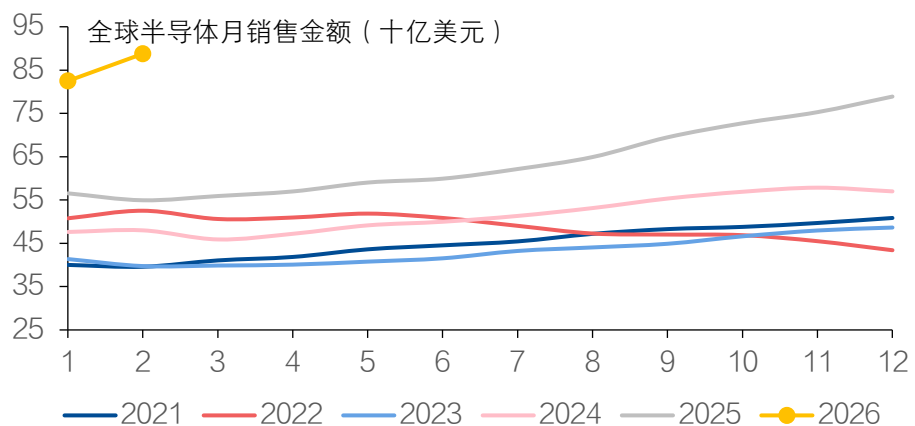
图31、2021 年锡焊料下游主要为消费电子



数据来源：立鼎产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

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

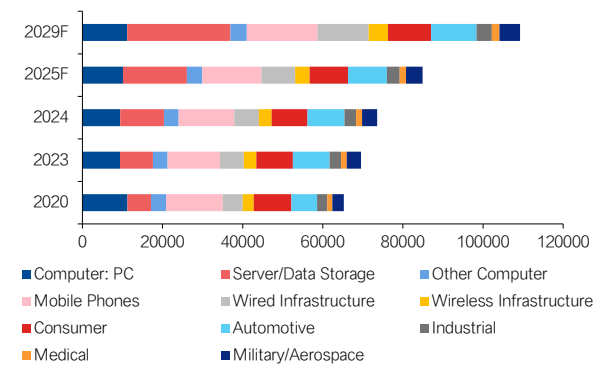
图32、全球半导体月销售金额同比回升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

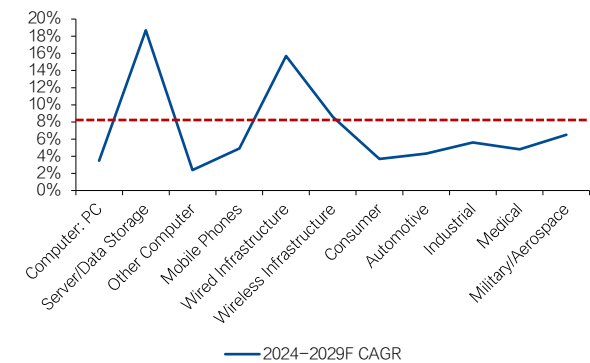
服务器/存储引领 PCB 增长，移动手机占比回落。据 PrismaMark 统计预测，全球 PCB 市场持续扩容预计 2025 年将增至 848.91 亿美元（同比增长 15.2%），2029 年进一步攀升至 1092.58 亿美元，2024-2029 年复合增速达 8.2%，增长强劲。从应用领域的市场占比变化来看，呈现出“高端算力领域崛起、消费电子占比重构、汽车电子稳步提升”的核心特征，其中服务器/数据存储占比从 2020 年的 9.0% 持续攀升，2024 年达 14.8%，预计 2025 年将飙升至 23.6%（同比激增 8.8 个百分点），2029 年回落至 22.0% 仍保持绝对主导，主要系 AI 服务器、数据中心建设的爆发式增长直接带动高端 PCB 需求扩容，与半导体存储、AI 芯片的锡需求增长形成强联动。移动手机仍是规模巨头，但占比呈“先升后降”，占比从 2010 年的 15.6% 升至 2020 年的 21.7%（消费电子黄金期），随后逐步回落至 2024 年的 18.9%，预计 2029 年降至 17.0%。尽管占比下滑，但其仍是全球 PCB/基板最大的单一应用领域，受手机小型化驱动，对微型化焊点 PCB 的需求持续存在。服务器/数据存储的 PCB 需求爆发，直接对应 HBM 存储芯片、AIGPU 的封装需求，印证了先进封装带来的锡消耗增量是核心增长极；移动手机等消费电子占比回落，叠加 PCB 焊点瘦身趋势，解释了消费电子领域锡消耗的结构性价减量，与先进封装的增量形成“一减一增”。

图33、全球 PCB 产值按下游需求分类情况（单位：百万美元）



数据来源：PrismaMark，兴业证券经济与金融研究院整理

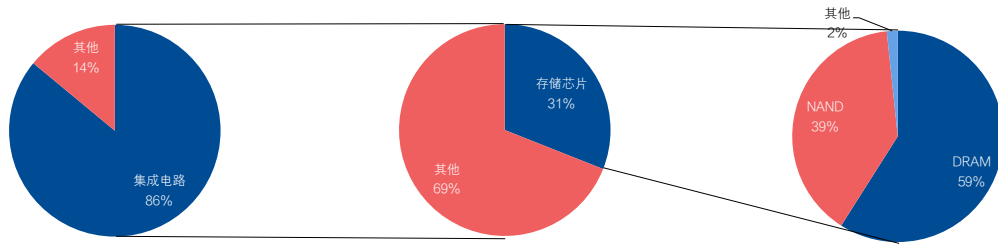
图34、按需求分类 PCB 产值 2024~2029F 复合增速情况



数据来源：PrismaMark，兴业证券经济与金融研究院整理

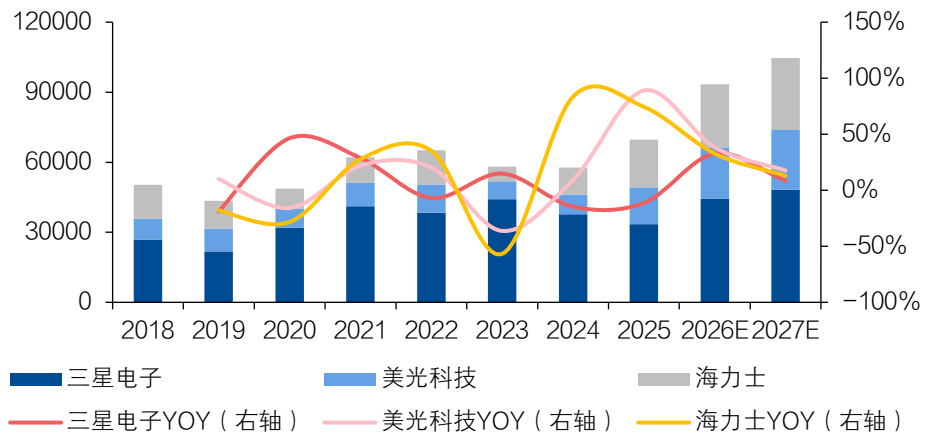
技术迭代+存储行业高增双轮驱动锡需求。存储行业目前已成为半导体用锡量增长最快、技术要求最高的核心赛道。其用锡场景正经历从“平面焊接”向“空间堆叠焊接”的范式转移。从市场份额来看，2024 年存储芯片占半导体市场份额的 26.7%，主要由 DRAM 和 NAND Flash 贡献，其中 HBM 和 3D NAND 微凸点数量高达数千个，伴随 HBM 和 3D NAND 渗透率的不断提升，锡单耗有望不断提升。此外，从存储厂商资本支出看，2023 年是行业周期底部，2024 年开始进入 AI 驱动的复苏期，存储厂商不断上调资本开支指引。技术迭代+行业高增驱动存储耗锡量“量价齐升”。

图35、2024 年存储芯片市场份额占比情况



数据来源：长鑫科技公司公告，Glodbal Market Insights，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、存储厂商资本开支情况（单位：亿美元）



数据来源：Bloomberg，财联社，兴业证券经济与金融研究院整理
注：海力士 2025 年资本开支情况为预测数据

表9、存储企业资本开支规划

	三星电子	海力士	美光科技
长期战略投资	-	到 2028 年总投资规模 746 亿美元，专注 AI 领域	计划在未来数年内投入约 2000 亿美元，用于美国本土晶圆厂建设和全球产能扩张，以应对 AI 驱动的存储芯片需求
2026 年预计资本开支	2026 年预计存储业务资本支出将继续增加	2026 年资本支出预计较去年显著增加，主要用于产能扩张和基础设施建设	200 亿美元，主要用于美国本土产能扩张、DRAM 技术升级和 NAND 结构优化
2025 年预测可比资本支出 (亿美元)	334.46	204.0247	158.57

数据来源：Bloomberg，Trendforce，中关村在线，超能网，AI 芯天下，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）供需对接：紧平衡支撑锡价

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

一定程度抑制了矿山开发投资意愿及矿山项目投产进度。短期内缅甸复产或将缓解全球锡矿供应紧张情况,但长期看锡矿供给约束仍然较强。

需求端：消费电子温和复苏，服务器/存储增量可期。2023 年末以来，全球半导体月销售金额同比转正，消费电子迎来温和复苏。同时主要系 AI 服务器、数据中心建设的爆发式增长直接带动高端 PCB 需求扩容，与半导体存储、AI 芯片的锡需求增长形成强联动，技术迭代+存储行业高增双轮驱动锡需求。

供需对接：尽管在厄邦逐步复产、印尼配额提升影响下锡矿供给边际转向宽松，但过去主产地扰动频发背景下，同时新增锡矿增长有限，因此锡矿供给端仍然刚性；而需求端由于过去两年低基数，消费电子焊料需求有望延续温和复苏，同时叠加服务器及存储带动高端 PCB 增长,技术迭代+存储行业高增双轮驱动锡需求。因此综合供需来看，全球锡供需仍然维持紧平衡状态，预计 2026/2027 年分别短缺 0.7/1.9 万吨。

表10、锡供需平衡表（单位：万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
焊料	18.7	18.7	18.7	18.8	20.5	21.7	23.7
	YOY	-0.4%	0.3%	0.6%	8.7%	6.3%	8.8%
锡化工	6.6	6.0	5.9	6.1	6.0	5.9	5.8
	YOY	-10.0%	-1.7%	4.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
马口铁	4.7	4.5	4.0	4.3	4.1	3.9	3.7
	YOY	-4.4%	-9.9%	6.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
铅酸电池	2.7	2.6	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
	YOY	-4.4%	12.4%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
锡铜合金	2.7	2.6	2.2	2.8	2.7	2.7	2.6
	YOY	-4.4%	-15.7%	27.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他	3.5	3.0	2.9	2.4	2.5	2.5	2.5
需求合计	39.0	37.3	36.7	37.3	38.6	39.5	41.0
中国	9.0	7.1	7.0	7.1	7.1	7.2	7.3
印尼	7.0	7.0	6.9	5.5	6.1	6.5	6.5
缅甸	3.7	4.7	3.4	2.0	1.2	2.4	2.4
秘鲁	2.7	2.8	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1
刚果（金）	1.7	1.9	2.0	2.6	2.7	2.8	2.8
其他国家	6.4	7.2	8.6	9.1	8.8	8.8	9.0
锡矿	30.5	30.7	30.5	29.4	29.0	30.8	31.1
再生锡及库存	7.4	7.2	7.9	7.6	8.1	8.0	8.0
供给合计	37.9	37.9	38.4	37.0	37.1	38.8	39.1
供需对接（+为过剩；-为短缺）	-1.1	0.6	1.7	-0.3	-1.4	-0.7	-1.9

数据来源：USGS，ITA，锡业股份年报，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与估值

关键假设：

锡产品：(1)销量：预计 2026-2028 年公司锡产品销量分别为 90000/90000/90000 吨，其中自产比例分别为 28%/29%/31%，主要考虑公司尾矿库项目落地后自产

比例逐步提升; (2) 价格: 假设 2026-2028 年锡价 (含税) 分别为 38/40/40 万元/吨, 主要基于锡矿供给增量有限以及需求新增量释放背景下锡供需将维持紧平衡。

锌产品: (1) 销量: 预计 2026-2028 年公司锌产品销量分别为 13/13/13 万吨, 主要由于公司锌产品产量相对稳定; (2) 价格: 假设 2026-2028 年锌价 (含税) 分别 2.4/2.4/2.4 万元/吨。

基于以上假设, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 40.55/45.78/46.73 亿元。

表11、公司分产品盈利预测

年份		2025	2026E	2027E	2028E
锡锭	营业收入 (亿元)	193.19	281.47	296.28	296.28
	营业成本 (亿元)	171.07	232.61	241.57	238.62
	毛利率	11.4%	17.4%	18.5%	19.5%
	销量 (万吨)	8.53	9.00	9.00	9.00
	总毛利 (亿元)	22.11	48.86	54.72	57.66
铜产品	营业收入 (亿元)	91.91	110.62	121.68	121.68
	营业成本 (亿元)	92.66	107.06	116.17	116.17
	毛利率	-0.8%	3.2%	4.5%	4.5%
	销量 (万吨)	12.95	12.50	12.50	12.50
	总毛利 (亿元)	-0.75	3.56	5.51	5.51
锌产品	营业收入 (亿元)	27.35	27.95	27.95	27.95
	营业成本 (亿元)	15.67	17.11	17.11	17.11
	毛利率	42.7%	38.8%	38.8%	38.8%
	销量 (万吨)	12.38	13.16	13.16	13.16
	总毛利 (亿元)	11.68	10.84	10.84	10.84
合计	营业收入 (亿元)	435.35	553.35	580.11	580.11
	营业成本 (亿元)	385.83	472.27	491.21	488.27
	毛利率	11.4%	14.7%	15.3%	15.8%
	毛利 (亿元)	49.52	81.08	88.90	91.84
	归母净利润 (亿元)	19.66	40.55	45.78	46.73
YoY		106%	13%	2%	

数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

敏感性分析: 此前在产销量假设下, 基于 2026 年锡价均价 (含税) 38 万元/吨、锌价均价 (含税) 2.4 万元/吨假设, 我们预计 2026 年公司归母净利润为 40.55 亿元。根据对锡价、锌价的敏感性分析, 若 2026 年锡价均价下滑 6% 至 36 万元/吨, 则公司归母净利润下滑 7% 至 38.0 亿元; 若 2026 年锌价均价下滑 4% 至 2.3 万元/吨, 则公司归母净利润下滑 2% 至 39.7 亿元。

图37、公司 2026 年业绩对锡、锌价格敏感性分析 (2026 年 4 月 22 日市值)

2026年归母净利润 (亿元)		锡					
	40.5	34	36	38	40	42	44
锌	2.1	33.0	35.5	38.0	40.5	43.0	45.5
	2.2	33.8	36.3	38.8	41.3	43.8	46.3
	2.3	34.7	37.2	39.7	42.2	44.7	47.2
	2.4	35.5	38.0	40.5	43.0	45.5	48.0
	2.5	36.4	38.9	41.4	43.9	46.4	48.9
	2.6	37.2	39.7	42.3	44.8	47.3	49.8
弹性比例		锡					
		34	36	38	40	42	44
锌	2.1	-19%	-12%	-6%	0%	6%	12%
	2.2	-17%	-10%	-4%	2%	8%	14%
	2.3	-14%	-8%	-2%	4%	10%	16%
	2.4	-12%	-6%	0%	6%	12%	19%
	2.5	-10%	-4%	2%	8%	14%	21%
	2.6	-8%	-2%	4%	10%	17%	23%
PE (倍)		锡					
	16.5	34	36	38	40	42	44
锌	2.1	20.2	18.8	17.6	16.5	15.5	14.7
	2.2	19.7	18.4	17.2	16.2	15.2	14.4
	2.3	19.2	18.0	16.8	15.8	14.9	14.1
	2.4	18.8	17.6	16.5	15.5	14.7	13.9
	2.5	18.3	17.2	16.1	15.2	14.4	13.7
	2.6	17.9	16.8	15.8	14.9	14.1	13.4

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：公司为锡行业龙头，在产矿山生产稳定，十五五期间尾矿库资源利用以及卡房资源勘探有望带来增量，进一步提升公司矿石自给率，同时公司具有进料加工资格，有效拓宽公司原料采购渠道。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 40.55/45.78/46.73 亿元，EPS 分别为 2.46/2.78/2.84 元，2026 年 4 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 16.5/14.6/14.3 倍，维持“增持”评级。

六、风险提示

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

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

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

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16836	20608	25447	29930
货币资金	2551	9519	13873	18465
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	467	854	903	897
预付款项	47	140	134	143
存货	10827	8622	9002	8882
其他	2945	1473	1536	1543
非流动资产	23400	21746	20071	18773
长期股权投资	1000	1000	1000	1000
固定资产	15237	14428	13530	12536
在建工程	623	408	260	196
无形资产	3022	2834	2645	2457
商誉	0	0	0	0
其他	3518	3076	2635	2583
资产总计	40236	42354	45519	48702
流动负债	12884	11865	11500	10968
短期借款	4400	3900	3400	2900
应付票据及应付账款	1979	1790	1847	1840
其他	6504	6174	6252	6227
非流动负债	4377	4277	4177	4077
长期借款	2473	2373	2273	2173
其他	1904	1904	1904	1904
负债合计	17261	16141	15677	15044
股本	1646	1645	1645	1645
未分配利润	9492	11769	14314	16910
少数股东权益	1211	1564	1962	2481
股东权益合计	22975	26212	29842	33658
负债及权益合计	40236	42354	45519	48702

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1966	4055	4578	4673
折旧和摊销	1775	1794	1815	1339
营运资金的变动	-3425	2681	-348	80
经营活动产生现金流量	1295	9449	6959	7128
资本支出	-630	-379	-346	-361
长期投资	-120	-5	-5	-5
投资活动产生现金流量	-752	-396	-373	-297
债权融资	618	-600	-600	-600
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-540	-2098	-2233	-2239
现金净变动	17	6969	4353	4592

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	43535	55335	58011	58011
营业成本	38583	47227	49121	48827
税金及附加	442	609	638	638
销售费用	64	83	87	87
管理费用	795	1051	1102	1102
研发费用	441	553	580	580
财务费用	206	325	343	354
投资收益	6	87	78	69
公允价值变动收益	22	-2	-2	-2
信用减值损失	-16	-38	-33	-32
资产减值损失	-19	-60	-60	-60
营业利润	3121	5589	6240	6516
营业外收支	-593	-279	-246	-261
利润总额	2528	5310	5995	6255
所得税	418	903	1019	1063
净利润	2110	4407	4976	5192
少数股东损益	144	353	398	519
归属母公司净利润	1966	4055	4578	4673
EPS(元)	1.19	2.46	2.78	2.84

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	3.7%	27.1%	4.8%	0.0%
营业利润增长率	48.8%	79.1%	11.7%	4.4%
归母净利润增长率	36.1%	106.2%	12.9%	2.1%
盈利能力				
毛利率	11.4%	14.7%	15.3%	15.8%
归母净利率	4.5%	7.3%	7.9%	8.1%
ROE	9.0%	16.4%	16.4%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	42.9%	38.1%	34.4%	30.9%
流动比率	1.31	1.74	2.21	2.73
速动比率	0.44	0.97	1.39	1.88
营运能力				
资产周转率	113.3%	134.0%	132.0%	123.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.19	2.46	2.78	2.84
每股经营现金	0.79	5.74	4.23	4.33
估值比率(倍)				
PE	34.0	16.5	14.6	14.3
PB	3.1	2.7	2.4	2.1

分析师声明

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

投资评级说明

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

信息披露

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

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

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

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

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

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

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

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

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

特别声明

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

兴业证券研究

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