

锡业股份（000960）

量增规划稳步推进，夯实锡业龙头地位

买入（首次）

2026 年 08 月 06 日

证券分析师 刘奕町

执业证书：S0600526060002

liuyt@dwzq.com.cn

证券分析师 曾先毅

执业证书：S0600526070003

zengxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	41,973	43,535	55,431	57,152	59,155
同比（%）	(0.91)	3.72	27.33	3.11	3.50
归母净利润（百万元）	1,444	1,966	3,941	4,674	5,093
同比（%）	2.55	36.14	100.43	18.59	8.97
EPS-最新摊薄（元/股）	0.88	1.19	2.40	2.84	3.10
P/E（现价&最新摊薄）	43.98	32.30	16.12	13.59	12.47

投资要点

■ 量增计划稳步推进，巩固锡业龙头地位

原料端，①公司持续推进尾矿资源利用项目，在十五五期间逐步建成风筝山、官家山、羊坝底三个尾矿资源利用基地，截至 25 年 11 月风筝山基地一期项目已投入运营；②公司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。截至 2026 年 4 月 28 日，卡房分矿铜钨矿 150 万 t/a 采矿工程技改项目环境影响评价已第一次公示，后续流程有望持续推进。

冶炼端，公司于 2026 年 6 月 15 日以 1.77 亿元获得赤峰大井子锡业 100%股权，进一步整合国内锡冶炼产能，并以搭建“北方锡都”为突破口，牵引深度布局内蒙古锡资源富集区，为推动实现云锡打造以云南个旧、湖南郴州和内蒙古赤峰的纵向一体化的锡产业链布局奠定基础。

2025 年公司生产锡 9.12 万吨，国内市占率为 53.35%，全球市占率为 27.16%，自 2005 年以来锡产销量稳居全球第一。伴随矿产资源产量增长与冶炼产能整合并举，公司市占率有望进一步提升。

■ 供需紧张，锡价中枢有望长期上移

今年以来，原料供应侧整体偏紧。东南亚锡主产国复产进度持续低于预期，出口增量有限。截至 26 年 6 月，中国自缅甸进口锡矿量仅稳定在 1300 金属吨上下，年化 1.6 万吨，较 23 年停产前 3 万吨以上的水平大幅下降；印尼 26M1-6 锡锭出口仅 1.97 万吨，累计同比-24%。

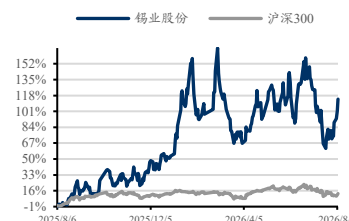
需求侧，由算力需求增长带动的高端 PCB、先进封装用锡焊料需求扩容，有望拉动锡金属需求增长。我们测算 2026-2030 年全球 PCB 产量扩张有望为锡带来约 4.9 万吨需求净增量，需求拉动显著。

锡供需紧张同步反映在锡库存的显著下降。截至 2026 年 8 月 3 日，SHFE 锡期货库存自 6 月初最高 1.23 万吨下降至 0.44 万吨，降幅 64%；LME 锡期货库存自 6 月初最高 0.9 万吨下降至 0.6 万吨，降幅 34%。供需格局趋紧有望推动锡价中枢持续上移，公司有望充分受益。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年有望实现归母净利润 39.4/46.7/50.9 亿元，对应 PE 16.1/13.6/12.5 倍（截至 2026 年 8 月 5 日收盘）。考虑到公司在资源端、冶炼端持续扩张布局，在稳固国内锡行业龙头地位的同时有望充分受益金属价格上行，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示：锡价大幅波动的风险，宏观环境变化的风险，公司生产不及预期的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.60
一年最低/最高价	17.74/48.80
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	63,513.67
总市值(百万元)	63,513.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.59
资产负债率(% ,LF)	47.35
总股本(百万股)	1,645.43
流通 A 股(百万股)	1,645.43

相关研究

内容目录

1. 量增计划稳步推进，巩固锡业龙头地位	4
1.1. 原料端：尾矿资源回收利用与矿山开发上产并举	4
1.2. 冶炼端：北方锡都规划成型，市占率有望进一步提升	4
2. 供需紧张，锡价中枢有望长期上移	5
2.1. 增量供给不及预期，原料供应持续偏紧，库存显著下降	5
2.2. PCB 产量扩张有望带动锡需求增长	6
2.3. 锡价中枢有望长期上移	6
3. 盈利预测与投资评级	7
4. 风险提示	7

图表目录

图 1: 缅甸锡矿进口修复缓慢.....5

图 2: 印尼锡锭出口同比下滑.....5

图 3: SHFE 锡交割库存情况.....5

图 4: LME 锡库存情况.....5

图 5: 锡价中枢持续抬升.....6

表 1: 全球 PCB 耗锡增量空间测算.....6

1. 量增计划稳步推进，巩固锡业龙头地位

1.1. 原料端：尾矿资源回收利用与矿山开发上产并举

(1) 公司持续推进尾矿资源利用项目，在十五五期间逐步建成风筝山、官家山、羊坝底三个尾矿资源利用基地，截至 25 年 11 月风筝山基地一期项目已投入运营。

(2) 公司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。

根据 2024 年 10 月的卡房分矿矿产资源利用方案专家组审查意见书，卡房分矿保有探明+控制+推断类资源量 1788.3 万 t，Cu 金属量 137767t（含伴生铜），Cu 综合品位 0.77%；WO₃金属量 22771t（含伴生钨），WO₃综合品位 0.13%；Sn 金属量 4003t，Sn 综合品位 0.02%；Ag 金属量 127t，Ag 品位 7.10g/t；S 量 539982t，S 综合品位 5.72%。

本次方案设计开采对象为采矿权范围的铜、钨矿体，拟建生产规模 150 万 t/a，矿山规划设计服务年限 10 年。设计采用地下开采、采用平硐+溜井+斜坡道开拓。设计可采资源量为 1246.10 万 t，铜平均品位 0.75%、铜金属量 93249t；WO₃平均品位 0.13%、WO₃金属量 16161t；银平均品位 6.78g/t、银金属 84.44t；锡平均品位 0.02%、锡金属量 2462t；硫平均品位 2.89%、硫量 360202t。以矿山服务年限 10 年为参考，预计卡房分矿在服务年限内有望贡献平均年产：约 0.93 万吨铜，约 2500 标吨钨精矿。

截至 2026 年 4 月 28 日，卡房分矿铜钨矿 150 万 t/a 采矿工程技改项目环境影响评价已第一次公示，后续流程有望持续推进。

1.2. 冶炼端：北方锡都规划成型，市占率有望进一步提升

冶炼端，公司于 2026 年 6 月 15 日以 1.77 亿元获得赤峰大井子锡业 100%股权，以进一步整合国内锡冶炼产能，并以搭建“北方锡都”为突破口，牵引深度布局内蒙古锡资源富集区，为推动实现云锡打造以云南个旧、湖南郴州和内蒙古赤峰的纵向一体化的锡产业链布局奠定基础。

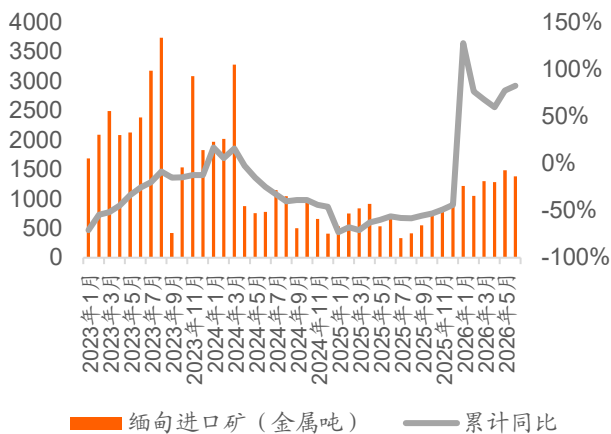
2025 年公司生产锡 9.12 万吨，国内市占率为 53.35%，全球市占率为 27.16%，自 2005 年以来锡产销量稳居全球第一。伴随矿产资源产量增长与冶炼产能整合并举，公司市占率有望进一步提升。

2. 供需紧张，锡价中枢有望长期上移

2.1. 增量供给不及预期，原料供应持续偏紧，库存显著下降

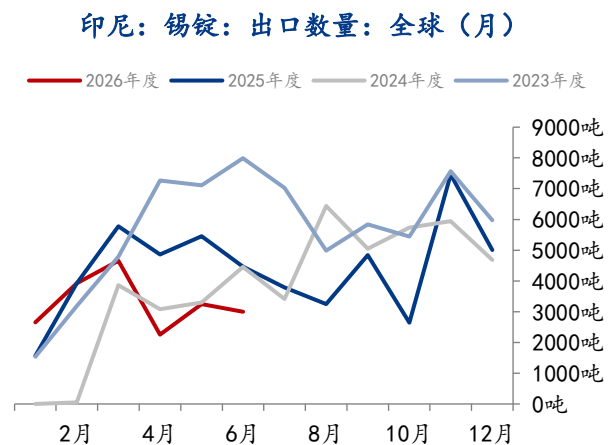
今年以来，原料供应侧整体偏紧。东南亚锡主产国复产进度持续低于预期，出口增量有限。截至 26 年 6 月，中国自缅甸进口锡矿量仅稳定在 1300 金属吨上下，年化 1.6 万吨，较 23 年停产前 3 万吨以上的水平大幅下降；印尼 26M1-6 锡锭出口仅 1.97 万吨，累计同比-24%。

图1：缅甸锡矿进口修复缓慢



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

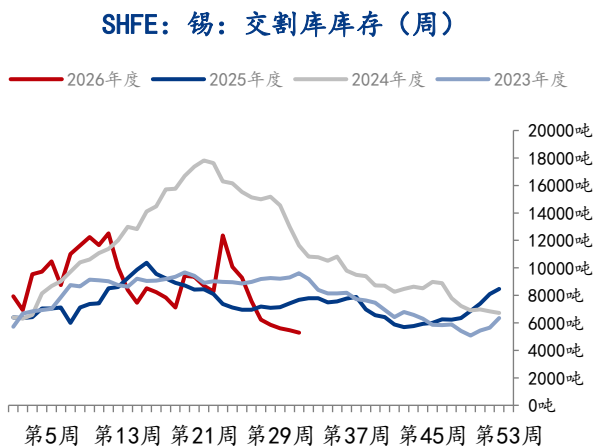
图2：印尼锡锭出口同比下滑



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

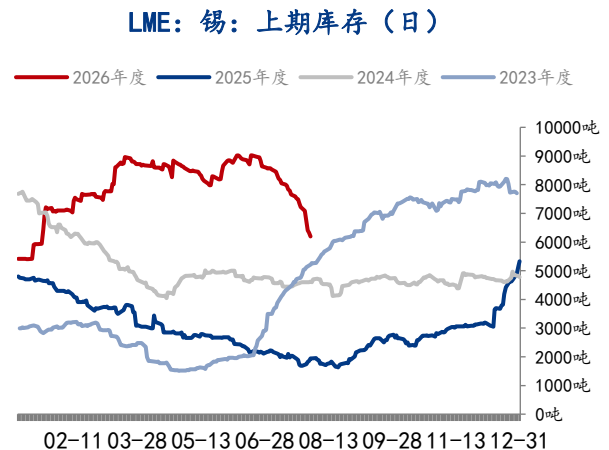
锡供给紧张同步反映在锡库存的显著下降。截至 2026 年 8 月 3 日，SHFE 锡期货库存自 6 月初最高 1.23 万吨下降至 0.44 万吨，降幅 64%；LME 锡期货库存自 6 月初最高 0.9 万吨下降至 0.6 万吨，降幅 34%。

图3：SHFE 锡交割库存情况



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图4：LME 锡库存情况



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

2.2. PCB 产量扩张有望带动锡需求增长

需求侧，由算力需求增长带动的高端 PCB、先进封装用锡焊料需求扩容，有望拉动锡金属需求增长。在我们今年 6 月 30 日发布的报告《AI 金属乘风破浪（一）：锡、铜、钎的春天》中，对 PCB 锡单耗、PCB 产量对锡需求拉动进行了详细测算，结论为：2026 年到 2030 年，全球 PCB 耗锡量将由 16.3 万吨增长至 21.2 万吨，四年净量增 4.9 万吨锡需求，CAGR 为 6.9%。

表1: 全球 PCB 耗锡增量空间测算

	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E	2029 年 E	2030 年 E
PCB 产量（万 m ² ）	51151	54578	58235	62137	66300
PCB 锡单耗（g/m ² ）					
——PCB 制造	23.7	24.2	24.7	25.2	25.7
——SMT 封装	294.2	294.2	294.2	294.2	294.2
PCB 耗锡量（吨）	162625	173794	185729	198484	212114

数据来源：Prismark，东吴证券研究所

2.3. 锡价中枢有望长期上移

供需格局趋紧有望推动锡价中枢持续上移，公司有望充分受益。2020 年以来，锡价中枢不断上移，2023-2026H1 锡均价分别为 21.2/24.8/27.4/39.6 万元/吨。锡业股份作为全球锡行业龙头，有望充分受益锡价上行带来的利润增长。

图5: 锡价中枢持续抬升



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

2026-2028 年,我们认为锡、铜供需格局有望持续趋紧,推动锡、铜价格中枢长期上移,从而增厚公司利润。我们测算 2026-2028 年公司有望实现归母净利润 39.4/46.7/50.9 亿元,同比增长 100.4%/18.6%/9%。该预测中 2027、2028 年利润增速下降主要出于审慎考虑,没有对金属价格中枢做激进假设(2025A、2026E、2027E、2028E 锡价假设为 27.4、40、42、44 万/吨,同比增长 46%、5%、5%)。

上述盈利预测对应 EPS 2.4/2.84/3.10 元/股,对应 PE 16.1/13.6/12.5X(截至 2026 年 8 月 5 日收盘)。考虑到公司在资源端、冶炼端持续扩张布局,在稳固国内锡行业龙头地位的同时有望充分受益金属价格上行,首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

(1) 锡价大幅波动的风险

锡价受全球锡供需状况变化影响,存在大幅波动的风险。

(2) 宏观环境变化的风险

锡价受全球宏观政策变化影响,货币政策变化或对锡价形成正向或负向影响。

(3) 公司生产不及预期的风险

矿山生产受地质、天气、自然灾害等因素影响,或存在产量不及预期的风险。

锡业股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16,836	20,804	33,122	40,389	营业总收入	43,535	55,431	57,152	59,155
货币资金及交易性金融资产	2,551	8,481	14,024	21,456	营业成本(含金融类)	38,583	47,630	48,353	49,690
经营性应收款项	558	1,063	3,775	3,485	税金及附加	442	554	572	592
存货	10,827	9,261	9,402	9,662	销售费用	64	83	86	89
合同资产	0	0	0	0	管理费用	795	998	972	946
其他流动资产	2,901	1,999	5,920	5,786	研发费用	441	554	572	592
非流动资产	23,400	21,717	19,941	18,590	财务费用	206	241	282	356
长期股权投资	1,000	1,001	1,002	1,004	加:其他收益	124	166	171	177
固定资产及使用权资产	15,972	14,690	13,393	12,395	投资净收益	6	140	138	100
在建工程	623	500	400	321	公允价值变动	22	0	0	0
无形资产	3,022	2,874	2,700	2,527	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1,792	1,596	1,383	1,277	营业利润	3,121	5,677	6,626	7,169
其他非流动资产	990	1,056	1,062	1,066	营业外净收支	(593)	(575)	(575)	(575)
资产总计	40,236	42,521	53,063	58,979	利润总额	2,528	5,102	6,051	6,594
流动负债	12,884	11,832	18,732	20,679	减:所得税	418	842	998	1,088
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,529	7,351	9,803	12,558	净利润	2,110	4,260	5,053	5,506
经营性应付款项	1,979	2,053	4,279	3,785	减:少数股东损益	144	320	379	413
合同负债	476	283	932	914	归属母公司净利润	1,966	3,941	4,674	5,093
其他流动负债	1,900	2,145	3,718	3,422	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	2.40	2.84	3.10
非流动负债	4,377	4,363	4,360	4,357	EBIT	3,316	5,343	6,333	6,950
长期借款	2,473	2,463	2,458	2,453	EBITDA	5,091	7,230	8,250	8,431
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.37	14.07	15.40	16.00
租赁负债	491	493	495	497	归母净利率(%)	4.52	7.11	8.18	8.61
其他非流动负债	1,412	1,407	1,407	1,407	收入增长率(%)	3.72	27.33	3.11	3.50
负债合计	17,261	16,195	23,092	25,036	归母净利润增长率(%)	36.14	100.43	18.59	8.97
归属母公司股东权益	21,764	24,796	28,061	31,620					
少数股东权益	1,211	1,530	1,909	2,322					
所有者权益合计	22,975	26,326	29,971	33,942					
负债和股东权益	40,236	42,521	53,063	58,979					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,295	8,719	5,285	7,079	每股净资产(元)	12.01	13.85	15.84	18.00
投资活动现金流	(752)	(562)	(603)	(605)	最新发行在外股份(百万股)	1,645	1,645	1,645	1,645
筹资活动现金流	(540)	(2,214)	861	958	ROIC(%)	8.27	12.55	13.33	12.59
现金净增加额	17	5,930	5,543	7,432	ROE-摊薄(%)	9.03	15.89	16.66	16.11
折旧和摊销	1,775	1,887	1,917	1,481	资产负债率(%)	42.90	38.09	43.52	42.45
资本开支	(630)	(710)	(704)	(697)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.30	16.12	13.59	12.47
营运资本变动	(3,425)	1,952	(2,410)	(750)	P/B (现价)	3.21	2.79	2.44	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>