

## 工业金属

### 锡价有望上行，聚焦行业龙头

#### 投资看点

##### ➤ 供给端：矿端供给仍受扰动，24年增量或有限

锡矿资源分布和供应较为集中，近年来受宏观经济波动及区域冲突影响，行业资本开支不足导致供应增量有限。我们预计2023-2025年全球锡供给量分别为36.74/37.96/39.46万吨，分别同比-1.30/+1.23/+1.50万吨。

##### ➤ 需求端：半导体筑底回暖，光伏、新能源汽车高景气延续

2022年全球锡消费结构中，锡焊料/锡化工/马口铁/铅酸电池/锡铜合金占比分别为50%/16%/12%/7%/7%；锡焊料消费结构中智能设备/家电/汽车电子/光伏焊带占比分别为33%/27%/20%/11%。我们预计2023-2025全球锡需求量分别为37.00/38.76/40.08万吨，分别同比-0.69/+1.76/+1.32万吨。

##### ➤ 24年供需缺口扩大，价格中枢有望抬升

2023-2025全球锡供需缺口分别为-0.26/-0.80/-0.62万吨。2024年，需求端在半导体、光伏、新能源汽车等多重催化下有望提升，而供给端因缅甸佤邦复产仍具不确定性以及全球新投产项目多处于产能爬坡期，供给增量有限，供需缺口扩大，锡价中枢有望抬升。

##### ➤ 成本对价格支撑力度强

主产区矿山品位下降叠加能源成本上升，锡矿开采成本中枢逐步上移。根据ITA，2022年全球锡矿完全成本90%分位为2.56万美元/吨；ITA预计2027年将上升至3.38万美元/吨。截至2023/12/30，LME锡现货价为2.52万美元/吨，接近锡矿完全成本90%分位，有较强的成本支撑和安全边际。

##### ➤ 投资建议：

**锡业股份(000960.SZ)**：公司是全球精炼锡生产龙头，2022年全国/全球锡市占率分别达到47.78%/22.54%；有望充分受益于行业景气度回暖所带来的业绩弹性。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.78/19.40/23.26亿元，EPS分别为1.02/1.18/1.41元，3年CAGR为19.99%。参考可比公司估值，我们给予锡业股份2024年15倍PE，目标价17.68元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**华锡有色(600301.SH)**：公司矿产资源禀赋优势突出，资源自给率高于同业，且拥有和控制的矿区具良好找矿前景。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.22/5.76/6.17亿元，分别同比增长2227.4%/36.64%/7.07%；EPS分别为0.67/0.91/0.98元，3年CAGR为224.12%。参考可比公司估值，我们给予华锡有色2024年15倍PE，目标价13.67元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济环境风险；产业政策变化风险；矿产资源开发进度不及预期；安全环保风险。

#### 重点推荐标的

| 简称   | EPS   |       |       | PE    |       |       | CAGR-3  | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----|
|      | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |         |    |
| 锡业股份 | 1.02  | 1.18  | 1.41  | 13.62 | 11.79 | 9.83  | 19.99%  | 买入 |
| 华锡有色 | 0.67  | 0.91  | 0.98  | 18.59 | 13.61 | 12.71 | 224.12% | 增持 |

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价为2024/1/15收盘价

投资建议：强于大市（首次）

上次建议：

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：丁士涛

执业证书编号：S0590523090001

邮箱：dingsht@glsc.com.cn

分析师：刘依然

执业证书编号：S0590523110010

邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

**供给端：**根据 ITA 及公司公告等，2023、2024 年全球锡矿新投产项目主要包括 Massangana 尾矿、Mpama South、UIS、Achmmach、Srymbet 及银漫矿业技改项目等，同时考虑到新投产项目多处于产能爬坡期以及缅甸佤邦复产仍具不确定性，预计供给增量有限。我们预计 2023-2025 年全球锡供给量分别为 36.74/37.96/39.46 万吨，分别同比-1.30/+1.23/+1.50 万吨。

**需求端：**根据 WSTS 预测，2024 年全球半导体市场营收规模将增长 13.1%，半导体市场有望复苏将推动半导体用锡量增长。同时，光伏、新能源汽车领域用锡量持续快速增长。我们预计 2023-2025 年全球锡需求量分别为 37.00/38.76/40.08 万吨，分别同比-0.69/+1.76/+1.32 万吨。

### 不同于市场的观点

市场认为 2023 年全球半导体行业销售收入呈现下滑趋势，对精炼锡需求增长带来负面影响，锡下游需求疲软，锡价缺乏上涨动力。

我们认为全球光伏装机量快速增长以及新能源汽车渗透率提升使得光伏焊带用锡量与新能源汽车领域用锡量保持高速增长。根据我们测算，预计 2023-2025 年光伏焊带用锡量分别为 2.95/3.31/3.68 万吨，分别同比增加 1.25/0.37/0.37 万吨；全球汽车用锡量分别为 5.26/5.55/5.90 万吨，分别同比增加 0.57/0.30/0.34 万吨。

### 投资看点

锡行业需求端在半导体、光伏、新能源汽车等多重催化下有望提升，而供给端因缅甸佤邦复产仍具不确定性以及全球新投产项目多处于产能爬坡期，预计供给增量有限，2024 年供需缺口放大；我们预计 2023-2025 年全球锡供需缺口分别为-0.26/-0.80/-0.62 万吨。

传统主产区矿山品位下降叠加能源成本上升，锡矿开采成本中枢上移。截至 2023/12/30，LME 锡现货价为 2.52 万美元/吨，接近锡矿完全成本 90%分位，有较强的成本支撑并具备一定安全边际。我们认为 2024 年在锡供需缺口扩大的格局下，锡价中枢有望抬升。

## 正文目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 锡：供给维持偏紧，需求多点开花.....         | 5  |
| 1.1 供给端：矿端供给仍受扰动，24 年增量或有限..... | 5  |
| 1.2 需求端：半导体筑底回暖，光伏、新能源车高景气..... | 8  |
| 2. 24 年供需缺口放大，锡价中枢有望抬升.....     | 12 |
| 2.1 供不应求或将延续，锡价重心上移可期.....      | 12 |
| 2.2 锡矿成本曲线右移，锡价底部支撑较强.....      | 14 |
| 3. 投资建议：推荐锡业股份和华锡有色.....        | 15 |
| 3.1 锡业股份：锡产销量全球首位，全产业链优势突出..... | 15 |
| 3.2 华锡有色：资源禀赋核心优势，锡自给率优于同业..... | 20 |
| 4. 风险提示.....                    | 25 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：全球锡矿产量（万金属吨）.....                 | 5  |
| 图表 2：2022 年全球锡矿产量（万金属吨）.....           | 5  |
| 图表 3：全球锡矿储量（万金属吨）.....                 | 5  |
| 图表 4：2022 年全球锡矿储量（万金属吨）.....           | 5  |
| 图表 5：国内锡矿月度产量/进口量（金属吨）.....            | 6  |
| 图表 6：国内锡矿实际供给/消费量（金属吨）.....            | 6  |
| 图表 7：全球精锡产量及增速（万吨，%）.....              | 6  |
| 图表 8：全国精锡月产量及增速（吨，%）.....              | 6  |
| 图表 9：锡精矿加工费（元/吨）.....                  | 7  |
| 图表 10：国内精锡企业开工率（%）.....                | 7  |
| 图表 11：精炼锡社会库存（吨）.....                  | 7  |
| 图表 12：精炼锡企业库存（吨）.....                  | 7  |
| 图表 13：全球精锡供给端测算.....                   | 7  |
| 图表 14：2023E 全球锡消费结构.....               | 8  |
| 图表 15：2022 年全球/中国/国外锡消费结构.....         | 8  |
| 图表 16：2023E 全球锡焊料消费结构.....             | 8  |
| 图表 17：2021-2022 年全球锡焊料应用领域.....        | 8  |
| 图表 18：费城半导体指数/美国 10 年国债收益率.....        | 9  |
| 图表 19：中国台湾半导体电子指数.....                 | 9  |
| 图表 20：全球半导体销售额及增速（亿美元，%）.....          | 9  |
| 图表 21：全国集成电路产量及增速（亿块，%）.....           | 9  |
| 图表 22：2022-2032E 全球数据中心市场规模（亿美元）.....  | 9  |
| 图表 23：2021-2030E 5G 基础设施市场规模（亿美元）..... | 9  |
| 图表 24：光伏焊带工作原理图示.....                  | 10 |
| 图表 25：全球光伏领域用锡量测算表.....                | 10 |
| 图表 26：全球汽车领域用锡量测算表.....                | 11 |
| 图表 27：全国商品房销售面积/新开工面积/竣工面积增速（%）.....   | 11 |
| 图表 28：全国 PVC 树脂产量及增速（万吨，%）.....        | 11 |
| 图表 29：全国镀锡板产量及增速（万吨，%）.....            | 11 |
| 图表 30：全球锡需求端测算.....                    | 12 |
| 图表 31：2014-2025E 全球锡供给/需求量（万吨）.....    | 12 |
| 图表 32：锡价格走势分析.....                     | 13 |
| 图表 33：LME/SHFE 锡库存（吨）.....             | 13 |

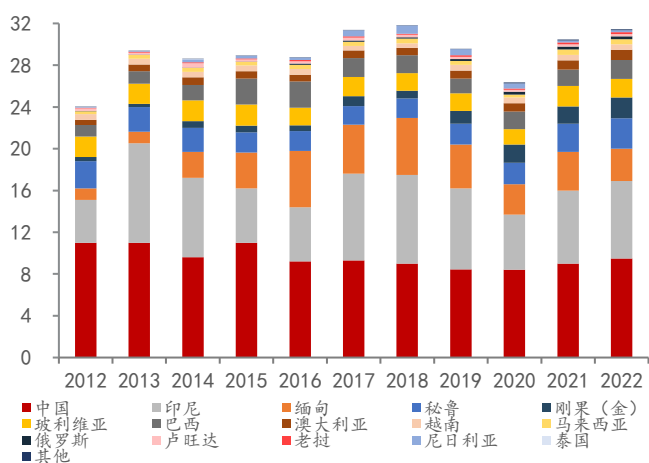
|  |    |
|--|----|
| 图表 34: 2010-2030 全球锡矿现金/完全成本 (美元/吨) .....          | 14 |
| 图表 35: 2027E 锡矿完全成本曲线 (美元/吨) .....                 | 14 |
| 图表 36: 全球 TOP10 精炼锡生产企业 2020-2022 年精炼锡产量 (吨) ..... | 15 |
| 图表 37: 锡业股份前十大股东 (截至 2023/09/30) .....             | 15 |
| 图表 38: 锡业股份营业收入及归母净利润情况 .....                      | 16 |
| 图表 39: 华联锌铟营业收入、净利润及净利率情况 .....                    | 16 |
| 图表 40: 公司矿产资源储量情况 (截至 2022/12/31) .....            | 16 |
| 图表 41: 锡业股份公司业务布局 .....                            | 17 |
| 图表 42: 锡业股份分业务收入及成本预测表 .....                       | 18 |
| 图表 43: 锡业股份盈利预测和财务指标 .....                         | 19 |
| 图表 44: 锡业股份可比公司估值表 .....                           | 19 |
| 图表 45: 探矿权资产组未来年度净利润预测 (万元) .....                  | 20 |
| 图表 46: 华锡矿业直接持股的下属企业情况 .....                       | 20 |
| 图表 47: 高峰公司采矿许可证范围内的保有资源储量 .....                   | 21 |
| 图表 48: 105 号矿体保有资源储量表 (伴生矿产) .....                 | 21 |
| 图表 49: 铜坑矿采矿证和探矿证范围内保有资源储量 .....                   | 22 |
| 图表 50: 华锡有色选矿单位选矿折合金属量情况 .....                     | 22 |
| 图表 51: 华锡有色分业务收入及成本预测表 .....                       | 23 |
| 图表 52: 华锡有色盈利预测和财务指标 .....                         | 24 |
| 图表 53: 华锡有色可比公司估值表 .....                           | 24 |

## 1. 锡：供给维持偏紧，需求多点开花

### 1.1 供给端：矿端供给仍受扰动，24 年增量或有限

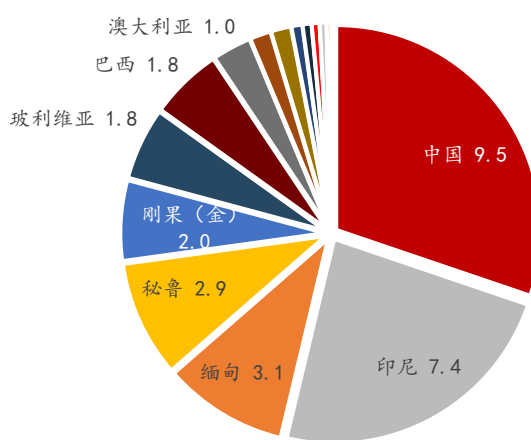
锡矿资源分布和供应较为集中，近年来受宏观经济及区域冲突的影响，行业资本开支不足导致供应增量有限。根据 USGS，2022 年全球锡矿产量为 31.5 万吨，同比增加 0.98 万吨；其中，中国/印尼/缅甸/秘鲁/刚果金锡矿产量分别为 9.5/7.4/3.1/2.9/2.0 万吨，占比分别为 30.2%/23.5%/9.9%/9.2%/6.4%。从资源储量上来看，锡作为稀有金属，地壳含量低；2022 年全球储量为 460 万吨，同比减少 30 万吨，资源稀缺性逐渐显现。

图表 1：全球锡矿产量（万金属吨）



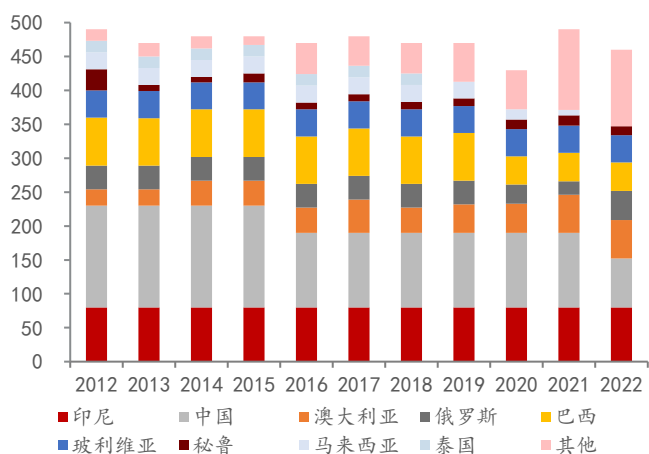
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 2：2022 年全球锡矿产量（万金属吨）



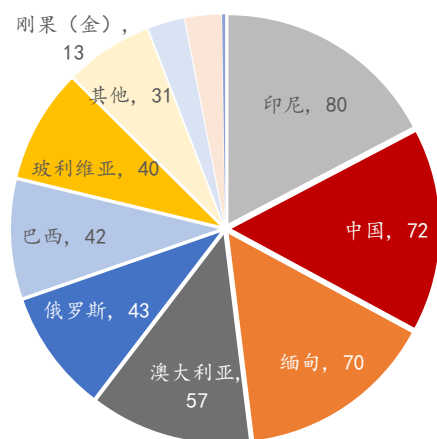
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 3：全球锡矿储量（万金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所

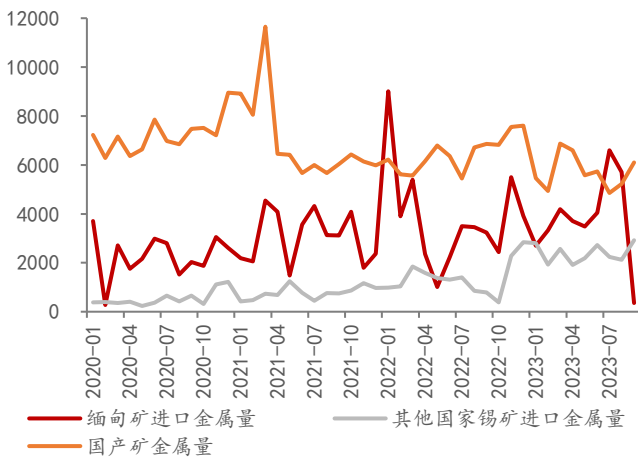
图表 4：2022 年全球锡矿储量（万金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所

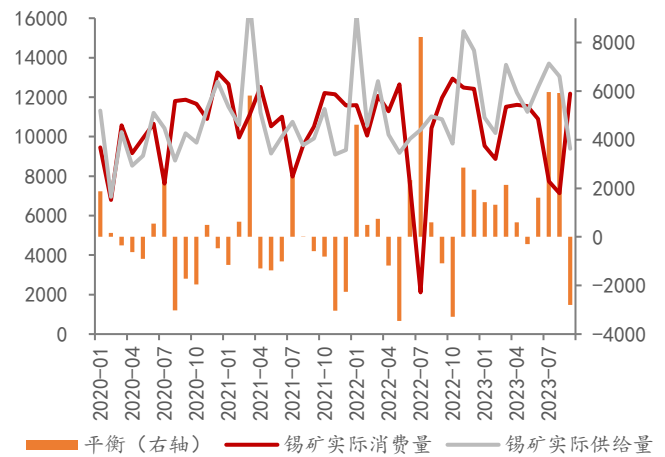
2023 年初受罢工事件影响，南美原料供应短期大幅下降，而 4 月以来主要产锡地区缅甸佤邦发布通知将于 8 月起暂停矿产资源开采，进一步加剧全球锡矿供应紧张格局。国内供给方面，短期内由于佤邦选矿厂释放库存及泰国等其他国家进口量增加，国内供给量有所增加。

图表 5: 国内锡矿月度产量/进口量 (金属吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

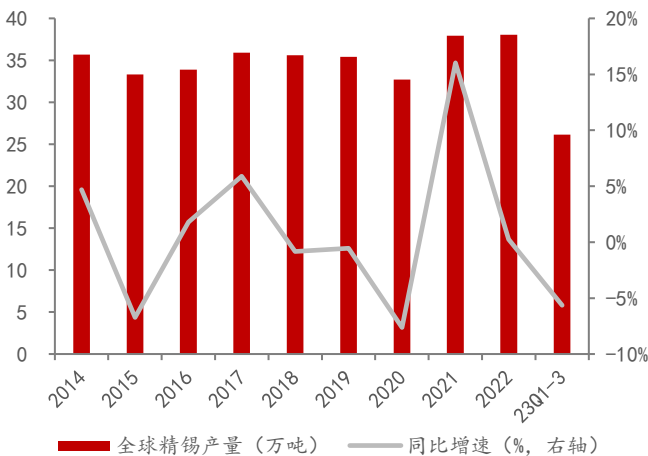
图表 6: 国内锡矿实际供给/消费量 (金属吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

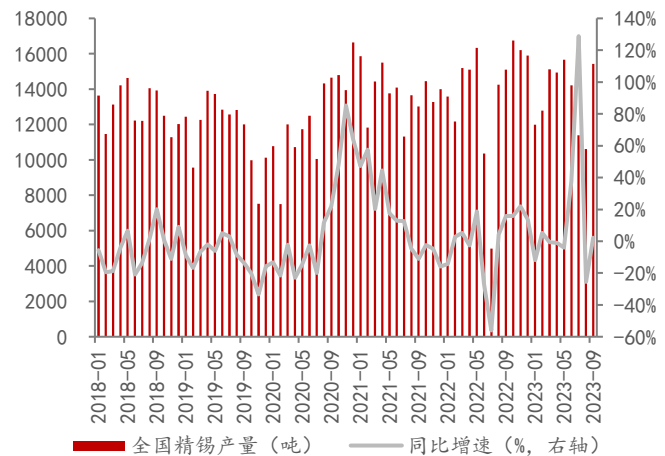
2023 年前三季度, 全国锡矿供给量为 10.69 万金属吨, 同比增长 5.83%; 其中, 国产锡矿供给量为 5.14 万金属吨, 同比下降 7.87%; 进口锡矿量为 5.55 万金属吨, 同比增长 22.71%。受缅甸佤邦停产影响, 缅甸锡矿进口量占比下降。2023 年前三季度, 中国从缅甸进口锡矿为 3.41 万金属吨, 同比增长 0.16%, 从其他国家锡矿进口量为 2.14 万吨, 同比增长 91.45%。缅甸锡矿进口量占比为 61.46%, 同比下降 13.84 pct。后续来看, 缅甸佤邦矿山复工暂无预期, 选矿厂库存持续下降, 我们预计远期从缅甸进口锡矿量或难再度大幅增量; 同时, 海外其他国家锡矿进口存在矿山品位低等因素, 进口量的增加后续能否维持仍有待观察。

图表 7: 全球精锡产量及增速 (万吨, %)



资料来源: ITA, 国联证券研究所

图表 8: 全国精锡月产量及增速 (吨, %)

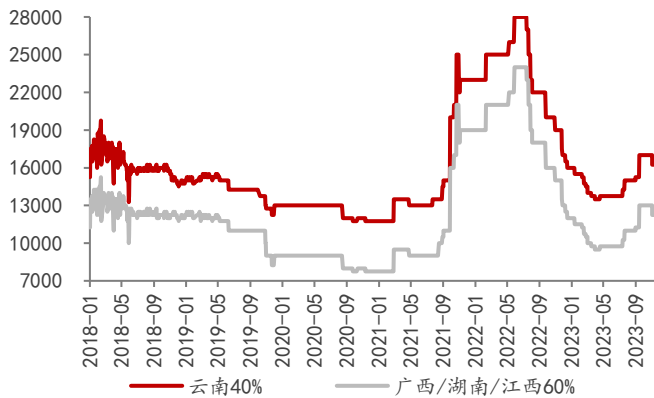


资料来源: SMM, 国联证券研究所

冶炼端来看, 受矿端供应趋紧及部分冶炼厂集中检修影响, 全球精炼锡产量小幅下降。2023 年前三季度, 全球精锡产量为 26.16 万吨, 同比下降 5.63%。2023 年 1-11 月, 全国精锡产量为 15.33 万吨, 同比增长 2.16%。根据 SMM, 当前锡矿加工费仍能保证冶炼企业小幅盈利, 但鉴于后续锡矿供应形势仍有趋紧可能, 预计后续加工费用难以再度上行。

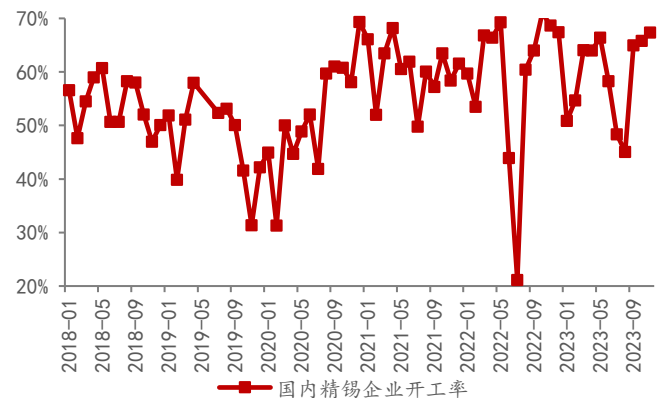
库存方面, 精锡社会库存自 2023 年 7 月达到高点 1.18 万吨以来, 呈现持续去库趋势, 截至 2023 年 11 月, 精锡社会库存降至 7712 吨, 为近 5 年精锡社会库存平均水平。

图表 9: 锡精矿加工费 (元/吨)



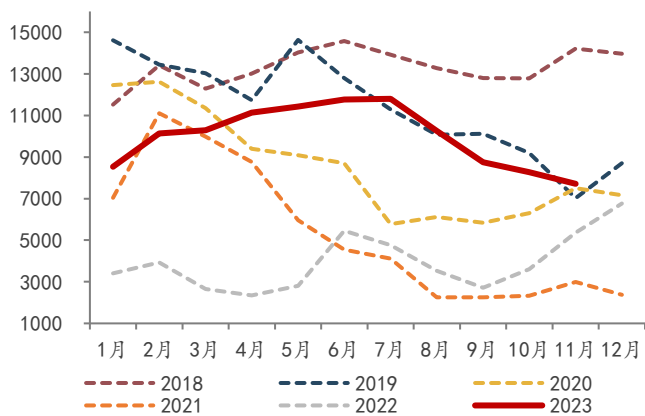
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 10: 国内精锡企业开工率 (%)



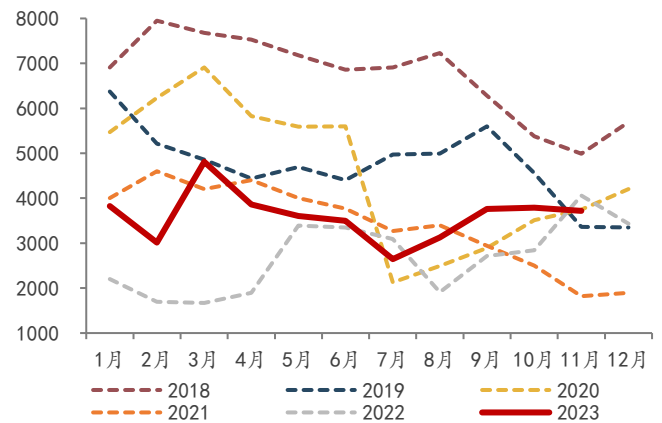
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 11: 精炼锡社会库存 (吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 12: 精炼锡企业库存 (吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 13: 全球精锡供给端测算

|           | 2020A              | 2021A             | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 全球产量 (万吨) | 32.70              | 37.94             | 38.03 | 36.74 | 37.96 | 39.46 |
| 产量增量 (万吨) | -2.70              | 5.24              | 0.09  | -1.29 | 1.23  | 1.50  |
| 地区        | 公司                 | 项目                |       |       |       |       |
| 巴西        | Auxico resources   | Massangana        |       | 0.09  | 0.22  | 0.05  |
| 刚果金       | Alphamin Resources | Bisie Mpama South |       | 0.12  | 0.5   | 0.1   |
| 刚果金       | AVZ                | Manono            |       |       | 0.04  |       |
| 中国        | 兴业银锡               | 银漫矿业              |       | 0.34  | 0.3   |       |
| 秘鲁        | Minsur             | -                 |       | -0.49 |       |       |
| 纳米比亚      | AFRITIN            | UIS               |       | 0.05  | 0.07  |       |
| 缅甸        | 佤邦                 |                   |       | -0.4  | -0.4  | 0.8   |
| 摩洛哥       | Kasbah Resources   | Achmmach          |       |       | 0.2   | 0.25  |
| 哈萨克斯坦     | TIN ONE            | Syrymbet          |       |       | 0.3   | 0.3   |
| 印尼        | -                  | -                 |       | -1    |       |       |

资料来源: ITA, SMM, Mysteel, 公司公告, 国联证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/918117107051006027>