锡标的差异性及弹性对比 20260907

2026 锡行业研报：供应扰动与产能扩张支撑锡价冲击 45 万

摘要

- 2026 年下半年锡价中枢预计震荡抬升，目标价 45 万元/吨，若供应端突发扰动有望冲击 50 万元/吨。
- 短期供需错配：8 月冶炼厂开工率>80%导致检修预期落空，下游焊料企业库存攀升、采购放缓，9 月需求复苏依赖消费电子及汽车领域带动。
- 锡业股份：全球龙头（国内市占 53%），自产锡规模拟从 2.45 万吨增至 2029 年 3.75 万吨，2027 年预期利润 67 亿元，目标市值千亿。
- 华锡有色：锡锑双轮驱动，扩建后远期锡/锑权益产量目标分别为 8,600 吨/1 万吨，2027 年预期利润 20.5-23 亿元。
- 兴业银锡：核心增量来自银漫二期及摩洛哥项目，2029 年锡/银权益产量拟达 1.75 万吨/1,050 吨，远期利润预期 90 亿元。
- 新金路：广西锂钽矿项目预计 2027 年正式产出，达产后年贡献权益锡产量 2,600 吨，成为公司核心盈利点。
- 关键风险与催化：关注 10-11 月印尼手工矿出矿谈判、12 月缅甸复产进度及美联储降息逻辑对流动性的边际改善。

Q&A

如何解读近期锡价走势与市场预期的差异，尤其是考虑到宏观流动性、云南地区冶炼厂检修以及下游需求等因素？

近期锡价回调的时间长度超出预期，主要原因有三点。首先，美联储在杰克逊霍尔会议上的鹰派言论超出市场预期，导致锡价出现深度回调。其次，与往年不同，今年（2026 年）锡精矿加工费处于较高水平，刺激了冶炼厂的开工积极性。截至 8 月底，云南地区冶炼厂开工率维持在 80%至 85%的高位，上周（8 月 31 日当周）更是超过 90%，因此传统的季节性检修并未如期出现。这使得下游企业认为供应端变量不会推高节前价格，从而放缓了采购节奏。下游企业在锡价高于 42 万元/吨时减少点价，低于该价位时才增加采购。第三，需求端旺季启动缓慢。往年 8 月下旬下游焊料企业开工率通常会环比回升，甚至开始去库存。但今年

（2026 年）整个 8 月份，焊料企业开工率与 7 月基本持平，自身库存呈环比攀升状态，显示出淡季特征。尽管上周（9 月 4 日当周）社会库存出现了约 450 吨的去化，但 LME 和上期所库存保持稳定，上期所库存甚至略有增加，因此尚不能断定市场已进入旺季，仍需持续观察。

站在当前时点，如何展望 2026 年下半年锡价的走势？主要的市场不确定性、关键影响因素以及价格目标是怎样的？

展望 2026 年下半年，锡价中枢预计将震荡抬升，目标价位是突破 45 万元/吨并冲击新高。若供应端出现如刚果（金）、缅甸或印尼的突发事件，价格可能达到 50 万元/吨以上。9 月份市场的不确定性主要集中在两方面：一是美联储的货币政策，包括本周的 CPI 数据和 9 月中旬的议息决议；二是国内需求的恢复进度，需观察社会库存及交易所库存能否持续下降。长期来看，市场对 9 月实质性加息的交易会逐渐钝化，即使加息，市场在短暂调整后仍会回归长周期降息的逻辑框架，预计 9 月至 11 月流动性预期将边际转好。需求方面，尽管 9 月光伏排产依然疲弱，但消费电子和汽车领域延续回升态势，特别是苹果新款折叠屏手机的发布和特斯拉自动驾驶技术带来的市场情绪，预计将带动需求在 9 月缓慢复苏，并在 10 至 11 月走出正常的旺季趋势。下半年需关注两个关键节点：一是 10 至 11 月印尼手工矿的出矿情况，目前尚未有谈判成功的官方信号；二是年底缅甸在雨季结束后（12 月至次年 1 月）的复产情况。

锡业股份作为行业龙头，其主营业务构成、市场地位及产销规模情况如何？

锡业股份是全球锡行业的龙头企业，其前身可追溯至清朝的个旧招商局，拥有深厚的技术和资源储备。从 2025 年的毛利结构来看，公司约 45%的毛利由锡产品贡献，25%由锌产品贡献，其余来自金、银、钨、铟等贵金属和稀有金属。公司的产销规模自 2017 年至 2025 年持续增长，尤其在 2022 年后产能释放明显提速，锡产品产销量从约 3.3 万吨提升至 8.5-8.6 万吨，产销率保持高位。市场占有率方面，锡业股份在国内锡金属市场的份额超过 53%，全球市场份额达到 27%-28%，具备强大的行业话语权，并与缅甸佤邦、阿肯敏等主要生产商存在头部价格联盟，有能力对价格形成支撑。

锡业股份未来的产量增长潜力主要体现在哪些方面？各项增量来源的确定性和预计贡献量是怎样的？

锡业股份未来的产量增长主要来自三个方面。首先是已对外披露且确定性较高的卡房分矿内部开拓项目，该项目将贡献锡、钨和铜的增量。其次是北方锡都的整合，公司已公告并购其大井子冶炼厂，后续可能在内蒙古地区整合矿权，实现冶炼与自有矿的协同开发，预计权益增量约为 4,000 吨，这部分增量将在未来几年或整个“十五五”期间逐步落地。第三是尾矿资源的再利用，鉴于公司悠久的开采历史，积累了大量的尾矿储量，新管理层正考虑开发这部分资源。由于矿石已采出，后续的选矿和冶炼环节建设周期较短，落地速度可能较快。目前，公司自

产锡规模为2.45万吨，上述项目将成为未来的主要增长点。此外，维拉斯托项目目前仍处于合作开发阶段，公司暂不占股。

请详细阐述锡业股份未来的产能增长规划、盈利预测以及其在铟资源和尾矿回收技术方面的潜在优势？

锡业股份的自产锡规模预计将从目前的2.45万吨增长至2029年左右的3.75万吨，增幅接近50%。具体的增量项目包括：尾矿库资源项目，预计释放约4,500吨产能，将于2026年下半年开始少量产出，并在2027至2028年间持续爬坡，至2029年完全达产；卡房矿项目，预计在2027年底或2028年初投产，新增约4,500吨锡产能 此外，卡房矿的内拓工程及尾矿库资源再利用还将带来约7,000吨铜和3,000吨钨的增量，预计将增加数亿元的利润。 基于产能增长，对2027年的盈利进行估算：预计届时自产锡权益产量将达到2.75万吨，若按每吨20万元利润计算，锡业务利润可达50至55亿元，取中值约为53亿元。钨、铜等小金属业务预计与2026年持平，利润约为14至15亿元。两者合计利润约为67亿元，若给予15倍估值，对应市值有望超过1,000亿元。 公司还具备两大潜在优势：首先，作为全球最大的原生铟矿主，拥有全球超过20%的原生铟资源和120万吨的原生及再生铟冶炼产能。当前磷化铟市场对铟的需求缺口巨大，若铟业务超预期发展，将为公司带来额外的业绩弹性。其次，公司掌握先进的尾矿回收技术，能够有效利用品位低于0.2%的尾矿资源，而行业内其他企业普遍难以实现。随着全球锡矿品位普遍下降，该技术优势可能使公司在未来获取更多尾矿资源处理权，构成远期增长潜力。

华锡有色在锡和锑业务上的产能现状、扩建计划、远期产量目标以及相应的估值分析是怎样的？

华锡有色是一家锡、锑业务并行的公司，2025年其铅锑金矿的毛利贡献甚至高于锡业务。目前，公司在产的铜坑矿和高峰矿合计拥有约6,400吨的自产锡权益规模。公司正在对这两座矿山进行扩建：铜坑矿选矿产能将从238万吨提升至350万吨，预计增加约1,000吨锡和约400吨锑的产量；高峰矿选矿产能将从33万吨提升至45万吨，预计增加约1,200吨权益锡和1,700吨权益锑。综合来看，两矿扩建合计将增加约2,200吨权益锡和2,100吨权益锑。扩建完成后，远期锡权益产量将达到8,600吨。 在锑业务方面，公司目前的权益产量约为5,000吨。除了上述扩建带来的2,100吨增量，目前处于托管运营状态的五级锑矿预计在2028年左右注入，该矿将带来约3,000吨的锑增量。因此，远期锑权益产量目标为1万吨。 关于2027年的盈利预测，由于铜坑矿和高峰矿的扩建项目分别于2027年和2028年投产，预计2027年锡产量增幅有限，权益产量约为7,000吨。按每吨20万元利润计算，锡业务利润约为14亿元。锑业务利润预计从2026年的6亿元微增至6.5亿元。两者合计利润约为20.5亿元。若考虑五级锑矿注入可能带来的2至3亿元利润增量，总利润可达23亿元。给予15倍估值，对应市值约为330至340亿元。 此外，作为广西地区的资源整合平台，公司未来有望收购地方矿权。市场中性预期下，可能新增约2,500吨锡的权益量，这部

人在草木间

有望在 2029 年后落地，预计可增加约 50 亿元的远期市值，使公司总目标市值达到 380 至 390 亿元。

兴业银锡在银、锡业务上的核心扩建项目、产能增量、投产时间表以及远期盈利和估值预期如何？

兴业银锡的核心增长动力主要来自银漫矿、宇邦矿以及摩洛哥 HMAP 锡矿的扩建项目。这三个项目均计划在 2028 年四季度进行试车，预计从 2029 年开始大规模爬坡放量。 在产能增量方面，锡业务的增量主要来自银漫二期项目（约 5,000 吨）和摩洛哥 HMAP 锡矿（约 6,000 吨）。由于公司已全资收购摩洛哥锡矿，这两部分增量均按 100%权益计算，合计新增 1.1 万吨。加上目前约 6,500 吨的权益产量，预计到 2029 年，公司的锡权益总产量将达到 1.75 万吨。 银业务的增量来自银漫二期（约 150 吨/年）和宇邦项目（约 650 吨/年）。宇邦项目公司拥有 85%权益，折合权益增量约 550 吨。因此，银业务合计权益增量约为 700 吨。加上目前 350 吨的产量，预计到 2029 年，银权益总产量将达到 1,050 吨。 基于远期产能进行估值分析，预计届时 1.75 万吨的锡产量，按每吨 20 万元利润计算，将贡献约 35 亿元的利润。银业务方面，1,050 吨的产量预计将贡献 50 至 55 亿元的利润。两者合计，远期年利润总额约为 90 亿元。考虑到项目投产时间较远，给予 10 倍估值，公司的目标市值预计在 900 亿元左右。若未来摩洛哥 HMAP 锡矿明确扩产至 1 万吨，估值将有进一步提升空间。

新金路公司的主营业务现状如何，其广西锂钼矿项目的规划产能、权益归属及预期的投产进度是怎样的？

新金路公司当前主营的氯碱化工业务仍处于亏损状态。公司的主要增量来自其位于广西的锂钼矿项目，该项目计划于 2026 年下半年初步投产试生产，并于 2027 年开始正式产出。根据已披露的公告，该项目规划处理 150 万吨矿石，预计年产出包括：约 4,200 吨锡、600 吨氟钽酸钾、600 吨钨精矿以及 200 吨氧化铌。其中，钨和铌的盈利能力较弱，其收益可能用于抵补主营业务的亏损。 在权益方面，公司持有该项目 60%的权益。据此计算，项目达产后，公司每年的权益产量约为：2,600 吨锡（4,200 吨 * 60%）和 360 吨氟钽酸钾（600 吨 * 60%）。若以每吨锡 20 万元利润进行估算，锡业务将成为主要的盈利贡献点。氟钽酸钾当前市场价格约为每吨 300 万元，其盈利情况可根据此价格和 360 吨的年权益产量进行测算。