仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

华锡有色（600301）

由省属锡锑矿企迈向国家级关键金属平台

2026 年 10 月 08 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,631	5,803	6,746	7,787	9,407
同比（%）	44.68	25.31	16.26	15.43	20.80
归母净利润（百万元）	657.74	800.77	1,231.43	1,460.09	1,872.52
同比（%）	87.72	21.75	53.78	18.57	28.25
EPS-最新摊薄（元/股）	1.04	1.27	1.95	2.31	2.96
P/E（现价&最新摊薄）	47.92	39.36	25.60	21.59	16.83

投资要点

■ **广西唯一国有有色金属上市公司，平台层级持续抬升**

华锡有色是广西唯一的国有有色金属行业上市公司，主营锡、锌、铅锑、铜精矿和锡、铟等深加工产品。公司于 2023 年通过南化股份重组上市，实控人为广西省国资委；2026 年 1 月，广西关键金属集团成立并成为公司间接控股股东，广金集团以省级专业化平台统筹省内矿产资源整合；2026 年 9 月，中国五矿拟增资控股广金集团，致力于将广金集团打造成国家级关键金属产业平台；交易完成后华锡有色由地方国企变为央企，且作为集团核心上市平台，战略地位有望进一步提升。

■ **内生扩产与外生整合并举，公司成长空间广阔**

内生扩产端：1）铜坑矿扩产项目优先聚焦优势矿段、加速推动产能释放，公司测算 26 年底项目投产后有望新增锌精矿产能 3.3 万吨/年；2）高峰矿扩产项目将年采选产能由 33 万吨扩至 45 万吨，增幅 36%，我们预计项目有望于 2028 年投产。扩产项目落地有望助力公司突破产能瓶颈。

外生整合端：1）28 年 1 月前公司托管的五吉锑矿与来宾冶炼有望按承诺注入：五吉锑矿证载产能 9 万吨/年，30 万吨/年扩产项目前置程序已在招标中，有望贡献锑矿增量；来宾冶炼注入则有望将外部成本转化为内部利润。2）截至 26 年 9 月，广金集团矿权整合范围已拓展至南丹、金城江、环江、岑溪、融水五大片区，取得 7 个整合区整合主体资格，累计签订 23 份矿权整合意向协议，为公司远期资源整合扩大范围。3）中国五矿控股广金集团、成为华锡有色新实控人后，若未来从专业化运营、上市平台归集或同业梳理角度出发，公司所面对的资源整合空间有望进一步提升。

■ **锡：电子世界的“万能胶”，供需趋紧有望推动锡价中枢上移**

需求侧：PCB 产量增长有望拉动锡需求可观弹性，我们测算 PCB 电镀+SMT 环节对锡的单耗约 318g/㎡，2026-2030 年全球 PCB 产量有望从 5.1 亿平米增长至 6.63 亿平米，PCB 耗锡有望从 16.3 万吨增长至 21.2 万吨，四年量增 4.9 万吨锡需求，CAGR 为 6.9%。以 2025 年全球锡消费量 38 万吨为基数，未来 5 年 PCB 端对锡的消费拉动弹性为 12.3%。

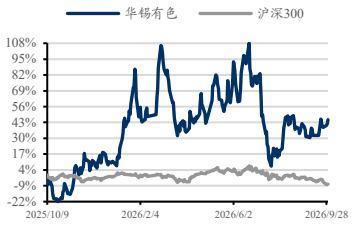
供给侧：资源贫化、自然灾害、军事战乱、政策变更、贸易流迁移等对全球锡供给形成影响，锡价中枢有望持续上移，利好华锡有色利润增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们测算 2026-2028 年公司有望实现归母净利润 12.3/14.6/18.7 亿元，对应 PE 25.6/21.6/16.8X（截至 2026 年 9 月 30 日收盘）。我们看好锡金属的涨价预期，与公司作为中国五矿旗下的关键金属资产证券化平台的重要定位，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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.83
一年最低/最高价	26.01/77.77
市净率(倍)	6.19
流通 A 股市值(百万元)	13,719.98
总市值(百万元)	31,520.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.05
资产负债率(%,LF)	29.53
总股本(百万股)	632.57
流通 A 股(百万股)	275.34

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 华锡有色：广西唯一国有有色金属上市平台 5
1.1. 发展历程：七十载沉淀与重组蝶变 5
1.2. 股权经历三轮核心调整，平台层级持续抬升 6
1.3. 利润中枢持续上移，资产质量大幅改善 7
2. 内生扩产与外生整合并举，公司成长空间广阔 9
2.1. 锡锑锌资源储备可观，矿山产出稳健 9
2.2. 增量盘点：内生扩产推进，外部整合可期 10
2.2.1. 铜坑矿：扩产优先聚焦优势矿段，加速推动产能释放 10
2.2.2. 高峰矿：高品位特富矿体，扩产项目落地有望赋能公司利润中枢上移 11
2.2.3. 佛子冲矿：铅锌底盘显著增厚 12
2.2.4. 五吉锑矿&来宾冶炼：同业竞争解决进入后半程 13
2.2.5. 广西关键金属集团主导，省内矿产资源整合大幕开启 15
2.2.6. 中国五矿拟入主，进一步打开资产整合想象空间 16
3. 锡：电子世界的“万能胶”，供需趋紧有望推动锡价上行 17
3.1. PCB 产量扩张拉动锡需求增长 17
3.2. 当低资源储采比遇上高不稳定性供给 20
3.3. 锡价中枢有望持续上移 24
4. 盈利预测与投资评级 25
5. 风险提示 26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....5
图 2: 公司股权架构（截至 2026 年 9 月 19 日）.....6
图 3: 2023-2026H1 公司主营产品产量（吨）.....7
图 4: 2023-2026H1 公司主营产品销量（吨）.....7
图 5: 2023-2026H1 公司营收（亿元）.....7
图 6: 2023-2026H1 公司归母净利润（亿元）.....7
图 7: 2023-2026H1 公司营收结构.....8
图 8: 2023-2026H1 公司毛利结构.....8
图 9: 2023-2026H1 公司期间费用率.....8
图 10: 2023-2026H1 公司资产负债率.....8
图 11: 公司保有资源量情况.....9
图 12: 公司主产品种产量情况（吨）.....9
图 13: 铜坑矿资源储量情况（截至 2025 年报）.....10
图 14: 铜坑矿锌矿资源储量情况.....11
图 15: 高峰矿资源储量情况（截至 2025 年报）.....11
图 16: 2023-2026H1 高峰矿业营收利润情况（亿元）.....12
图 17: 佛子冲矿资源储量情况.....13
图 18: 五吉箭猪坡公司箭猪坡矿区锑多金属矿资源储量情况.....13
图 19: 全球锑矿产量（吨）.....14
图 20: 2023-2026H1 来宾华锡冶炼接受劳务的关联交易金额（亿元）.....14
图 21: 广西关键金属集团揭牌.....15
图 22: 广金集团持续推进矿业权整合.....15
图 23: SMT 贴片封装耗锡原理.....18
图 24: 锡静态储采比偏低.....20
图 25: 2015-2025 年锡产量近乎零增长（图中为 2015-2025 年各品种矿产量 CAGR）.....20
图 26: 全球锡矿产量占比.....21
图 27: 中国锡矿产量持续下滑.....21
图 28: 2015-2025 年锡业股份资本开支力度不强.....21
图 29: 印尼锡锭出口波动较大.....22
图 30: 刚果金锡矿生产态势较好.....22
图 31: 缅甸锡矿产量长期下滑.....23
图 32: 缅甸矿进口量仅出现小幅修复.....23
图 33: 玻利维亚锡锭出口主要向荷兰、美国、英国.....23
图 34: 秘鲁锡锭出口主要向美国、中国、日本.....23
图 35: 锡价中枢持续上移（元/吨）.....24

表 1: 胜宏科技锡材用量情况.....17
表 2: PCB 电镀单耗测算.....18
表 3: SMT 封装环节锡单耗测算.....19
表 4: 全球 PCB 耗锡增量空间测算.....20
表 5: 公司主营业务预测（百万元）.....25

仅供内部参考，请勿外传

表 6： 可比公司估值（可比公司归母净利润预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2026 年 9 月 30 日收盘）.....26

1. 华锡有色：广西唯一国有有色金属上市平台

1.1. 发展历程：七十载沉淀与重组蝶变

华锡有色是广西唯一的国有有色金属行业上市公司，资源储备丰富。主营业务为有色金属勘探、开采、选矿以及工程监理等业务，主要产品为锡、锌、铅锑、铅、铜精矿和锡、铟等深加工产品。公司拥有亚洲最大的锡多金属矿选矿基地、国家首批矿产资源综合利用示范基地、国内唯一的铟锡锑资源综合利用示范基地。公司拥有的多项关键战略性资源储量位居全国前列，主要金属矿产资源包括锡、锑、铟、锌、铅、银等，伴生金属包括铜、铋、镉、钴、镍、汞、金等十多种。

在勘探、开采、选矿等几个条线，公司皆有较深的积累：

勘探条线：公司下属子企业二一五地质队于 1954 年成立，在以锡为主的多金属地质找矿方面取得了较大的成就，累计查明有色金属矿石量超过 2.7 亿吨、锡锑铅锌铜钨银等金属量达 1500 万吨以上。

开采条线：公司持有并经营三座矿山，分别为广西华锡矿业有限公司铜坑矿、广西高峰矿业有限责任公司锡矿、广西佛子矿业有限公司佛子冲铅锌矿。其中高峰矿开采的主矿体 100+105 号矿体是世界上罕见的特大型特富锡多金属矿体。

选矿条线：主要选矿厂为车河选矿厂（铜坑矿配套）、巴里选矿厂（高峰矿配套）、古益选矿厂（佛子矿配套）、砂坪选矿厂（尾矿资源回收）。

图1：公司发展历程



数据来源：东吴证券研究所

华锡有色的发展历程浓缩于一个拥有 70 余年资源开发、地质勘探、采选冶积累的老牌有色体系，在资本市场完成组织形态重塑后的再出发。公司长期深耕广西丹池成矿带和大厂矿田这一世界级锡多金属资源腹地，在 2023 年通过南化股份重大资产重组完成主业切换，正式从传统化工壳体蜕变为广西唯一国有有色金属上市平台。2026 年 1 月，关键金属集团入局，省级专业化平台统筹资源整合。2026 年 9 月，中国五矿拟控股广西关键金属集团，进一步赋予公司从区域龙头迈向国家级关键金属平台的制度与战略支点。

1.2. 股权经历三轮核心调整，平台层级持续抬升

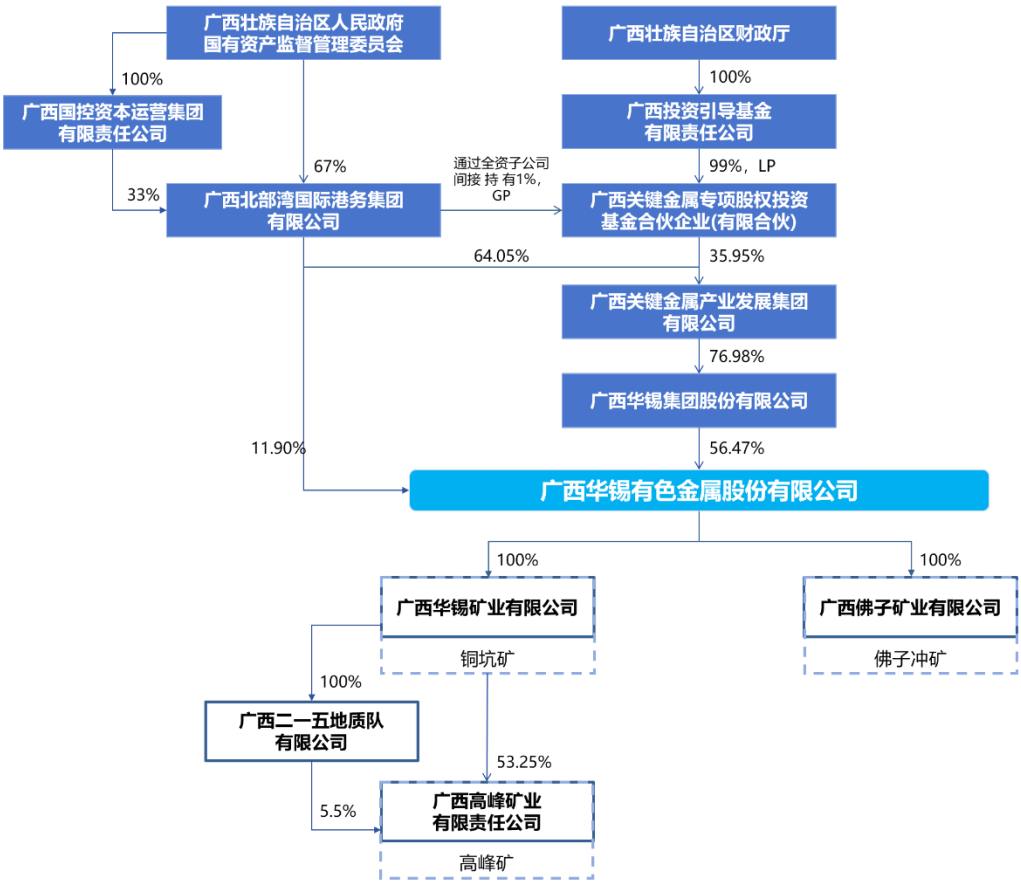
公司股权经历三轮核心调整，平台层级持续抬升：

2023 年：南化股份重大资产重组，资产证券化落地。发行股份收购华锡矿业 100%股权，交易对价 22.65 亿元，华锡集团成为直接控股股东，持股 56.47%。上市公司主业切换为有色金属采选，佛子矿业、五吉公司、来宾冶炼因盈利/权属问题体外托管，大股东出具同业竞争注入承诺。

2026 年 1 月：广西关键金属集团入主，省级专业化平台统筹。北部湾港集团将华锡集团股权划转至新设立的广西关键金属集团，后者间接控制上市公司 56.47%股份。持股主体由综合物流国企切换至专门负责锡锑铟资源整合的省级产业集团，上市公司成为广西关键金属唯一上市载体，整合范围扩展至全广西关键金属资源池。

2026 年 9 月：中国五矿拟控股，迈向国家级平台。中国五矿拟增资取得广西关键金属集团 51%股权，间接控制华锡有色 56.47%股份，触发全面要约收购。

图2：公司股权架构（截至 2026 年 9 月 19 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们认为，中国五矿入主对公司的核心利好体现在：①信用与融资改善：央企信用背书，压降融资成本，提升并购、扩产项目资本开支能力；**②整合半径扩张**：加速落地广西区内矿权整合；同时五矿体系拥有锑等有色资产，与公司主业形成协同，打开

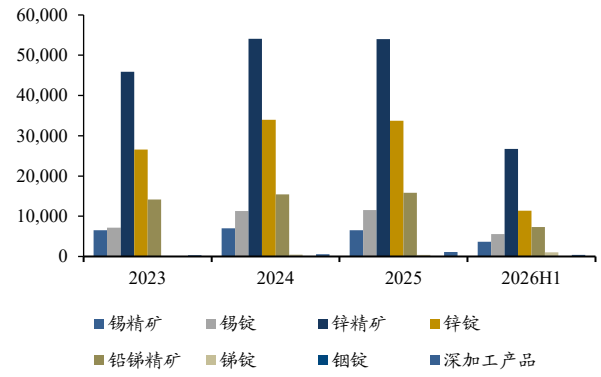
整合想象空间；③ **治理能力升级**：央企成熟矿业运营、并购、风控体系，提升体外资产注入落地确定性。

公司过去三年的治理架构演变，折射出华锡有色的使命由北部湾集团矿产资产证券化平台，走向广西省级关键金属资产整合平台，并进一步迈向国家级关键金属资产整合平台。**而华锡有色的投资价值也将从单一的资源品价格弹性与业绩释放，转向更高层级股东入主后赋能的资源整合半径扩大、资产注入确定性增强，并带来长期估值中枢抬升。**

1.3. 利润中枢持续上移，资产质量大幅改善

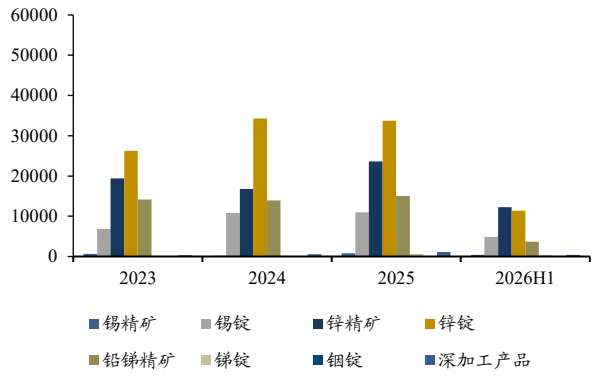
2023 年至 2026 年 H1，公司矿山经营稳健，三大主力金属板块锡、锌、铅锑稳定出产。2023-26H1 公司实现锡精矿产量 0.65/0.70/0.65/0.37 万吨，锌精矿产量 4.6/5.4/5.4/2.7 万吨，铅锑精矿产量 1.41/1.54/1.58/0.73 万吨。核心矿产产量的稳定兑现在价格上涨周期中为公司利润增长奠定基础。

图3：2023-2026H1 公司主营产品产量（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

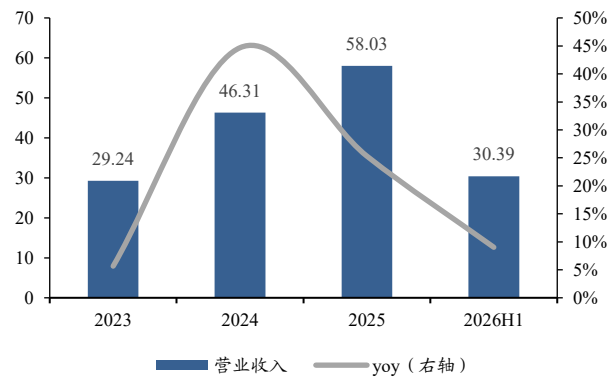
图4：2023-2026H1 公司主营产品销量（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

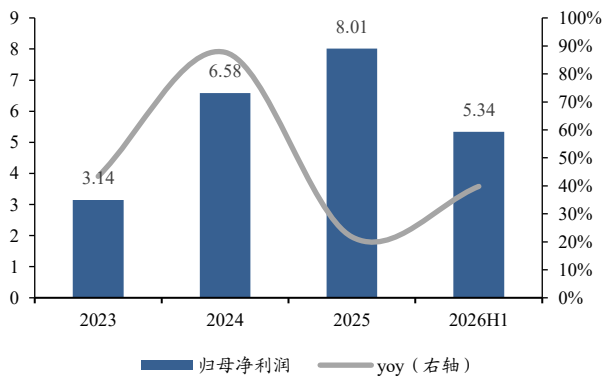
受益金属价格上行，公司营收、利润持续扩张。26 年 H1 公司营收端延续强劲扩张势头，实现营业收入 30.4 亿元、归母净利润 5.34 亿元，分别同比增长 9%、39.8%。

图5：2023-2026H1 公司营收（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

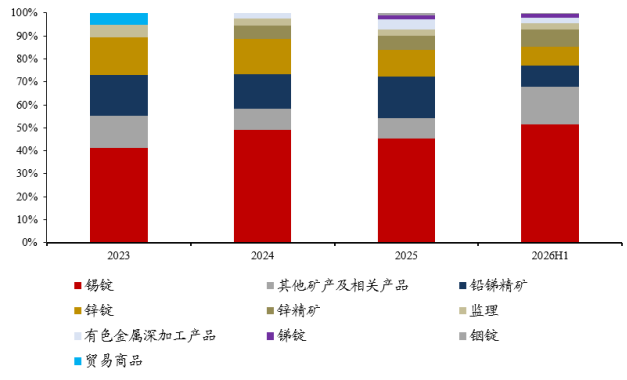
图6：2023-2026H1 公司归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

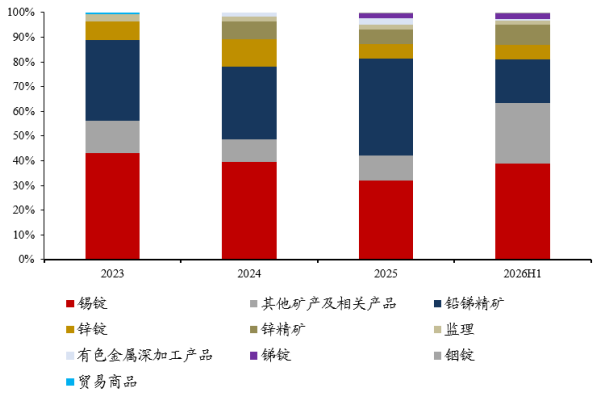
锡与铅锑板块是公司利润的基本盘，2025 年两个板块营收占比分别为 46%与 18%，毛利占比分别为 32%与 39%。其中，核心产品锡锭在 2025 年持续实现量价齐升，营收同比大幅增长 17%，稳固了“营收压舱石”地位；铅锑精矿则凭借其极高的毛利率水平，成为拉动整体利润中枢上移的核心引擎，毛利同比上涨 51%；叠加锌板块的稳健产出以及其他业务的稳健增长，公司经营韧性得到验证。

图7：2023-2026H1 公司营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

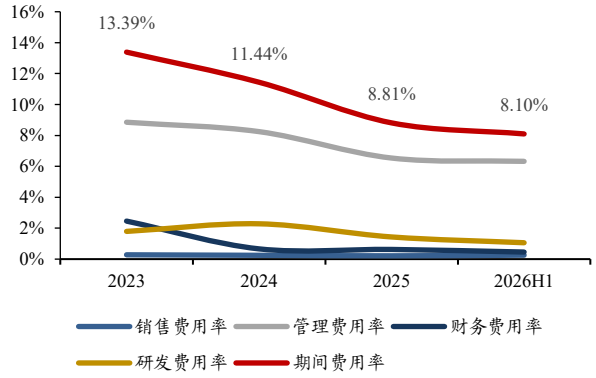
图8：2023-2026H1 公司毛利结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

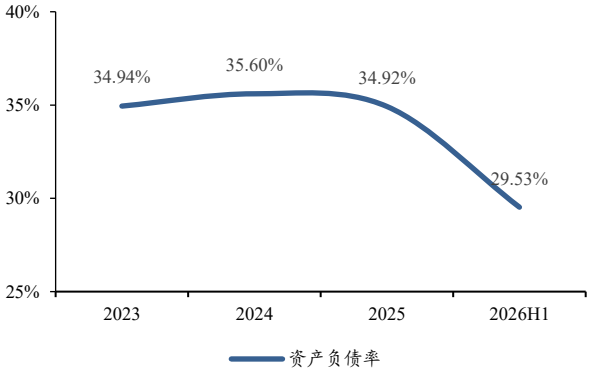
2023 年重组至今，公司盈利质量稳中有升，资产结构持续优化。盈利质量方面，公司期间费用率由 2023 年的 13.4%下降至 26H1 的 8.1%，其中管理费用率由 2023 年的 8.9%下降至 26H1 的 6.3%，体现出公司在经营管理端的提质增效。资本结构方面，公司资产负债率持续优化，由 2023 年的 34.9%下降至 26H1 的 29.5%。

图9：2023-2026H1 公司期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023-2026H1 公司资产负债率



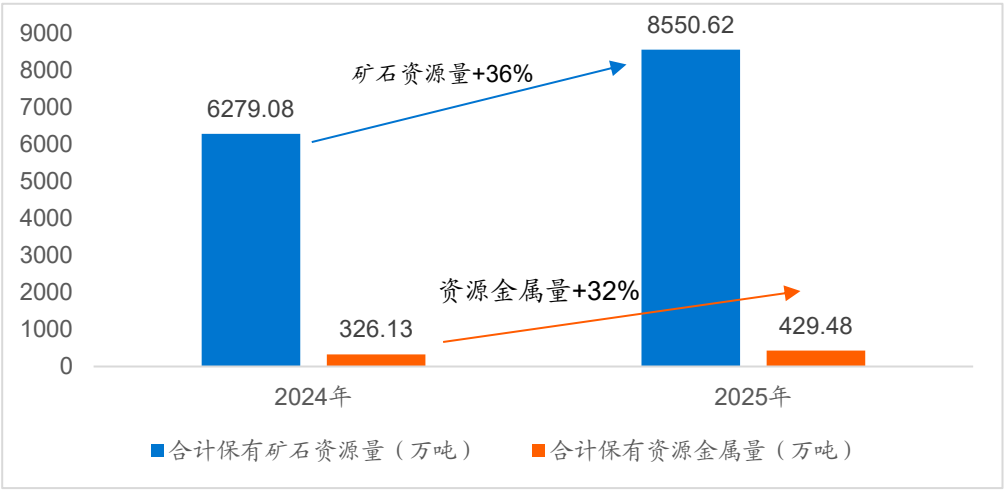
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 内生扩产与外生整合并举，公司成长空间广阔

2.1. 锡锑锌资源储备可观，矿山产出稳健

公司保有的锡、锑、锌矿产储量在国内排名前列，拥有和控制的矿区具有良好的成矿地质条件和找矿前景，公司长期可持续发展具备良好的资源基础。截至 2025 年报，铜坑矿、高峰锡矿、佛子冲铅锌矿保有矿石资源量 8550.62 万吨，保有锡、锑、铟、锌、铅、银、铜等资源金属量 429.48 万吨；较 2024 年末的合计保有矿石资源量 6279.08 万吨、资源金属量为 326.13 万吨分别增加 2271.54 万吨和 103.35 万吨，为公司做强做优做大全产业链打下了坚实基础。

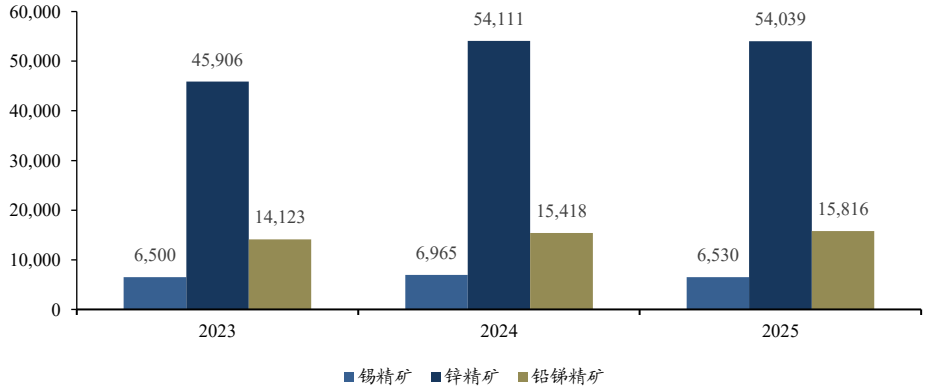
图11：公司保有资源量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023—2025 年，公司矿端锡精矿产量分别为 6500 吨、6965 吨、6530 吨；铅锑精矿产量分别为 14123 吨、15418 吨、15816 吨；锌精矿产量分别为 4.6 万吨、5.4 万吨、5.4 万吨。**数据可见，2024 年后公司整体产量进入平台期，现有系统已接近阶段性瓶颈，正在推进中的扩产计划有望为公司带来新的成长动能。**

图12：公司主产品种产量情况（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 增量盘点：内生扩产推进，外部整合可期

2.2.1. 铜坑矿：扩产优先聚焦优势矿段，加速推动产能释放

铜坑矿是华锡有色旗下的核心资产，属于储量规模大、成矿元素复杂的特大型多金属共伴生矿床。铜坑矿位于广西壮族自治区河池市南丹县大厂镇境内，矿区北距南丹县约 50km、东距河池市约 90km、南距南宁市约 310km。铜坑矿包括铜坑锡矿区、长坡锡铅锌矿区和砂锡矿区等 3 个矿区，主要开采对象为细脉带、91 号、92 号三大矿体，矿床中富含锡、锌、铅、锑、硫、铟、银等 16 种有用组分。

从资源构成看，铜坑矿的核心是大规模锌资源+多金属伴生价值。截至 2025 年末，铜坑矿保有锡资源量合计 8.04 万吨，其中主矿产锡 5.1 万吨、品位 0.39%，伴生锡 2.9 万吨；锌资源量合计 231.2 万吨，其中主矿产锌 205.59 万吨、品位 3.82%，伴生锌 25.6 万吨、品位 2.06%。此外还伴生铅 11.2 万吨、锑 4.3 万吨、铟 1818 吨、银 1825 吨。

图13：铜坑矿资源储量情况（截至 2025 年报）

矿山名称	主要品种		资源量（金属吨）	储量（金属吨）	品位（%，克/吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
广西华锡矿业有限公司铜坑矿业有限公司铜坑矿	锡	主矿产	51,036	34,187	0.39	26	2025年1月24日至2052年1月24日
		伴生	29,364	-	0.2		
		小计	80,400	34,187	-		
	锌	主矿产	2,055,925	972,213	3.82		
		伴生	255,670	108,485	2.06		
		小计	2,311,595	1,080,698	-		
	锑		43,039	-	0.3		
	铟		1,818	-	32.05g/t		
	铅		111,786	-	0.76		
	银	共生	230	-	188.48g/t		
		伴生	1,595	-	26.19g/t		
		小计	1,825	-	-		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

据 2023 年 1 月的公告，铜坑矿目前开采 92 号矿体，但随着资源贫化，92 号矿体或于 2029 年开采完毕。铜坑采矿许可证的生产能力为 237.6 万吨/年，经过二十多年的开采，矿山开采技术条件越发复杂，铜坑矿区原生锡矿 92 号矿体生产能力没有达到 237.6 万 t/a 采矿许可的生产能力，2019-2021 年矿山实际开采量为 145.9/159.2/101.9 万吨。根据中联评估出具的《资产评估报告》（编号：中联评报字［2021］第 2000 号），**铜坑矿（92 号矿体）剩余开采年限为 8.75 年，即可开采至 2029 年。**

铜坑矿资源开发项目提上日程，后续主产矿种将以锌为主。铜坑矿资源开发利用方案设计未来生产规模将扩产至 330 万吨/年（其中：原生锡矿 92 号矿体 165 万吨/年，巴力—长坡锌矿 66 万吨/年，黑水沟—大树脚锌矿 99 万吨/年），锌矿建设期预计 4 年，分阶段建成。根据《广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发利用方案》，**铜坑矿区（整体）生产期的第 12 年开始，92 号锡锌矿体开采结束，矿山进入锌矿体开发稳定期。**

图14：铜坑矿锌矿资源储量情况

矿体号	资源储量类型	矿石量	平均品位（%）银（g/t）						金属量（t）					
			锡	锌	银	锑	铅	铜	锡	锌	银	锑	铅	铜
巴力-长坡锌矿	探明	118.02	0.21	3.2	19.12	0	0.19	0.28	2520	37732	23	0	2227	3252
	控制	856.54	0.11	3.38	30.55	0.01	0.18	0.18	9820	289123	262	513	15133	15413
	推断	923.11	0.14	3.53	27.42	0.01	0.3	0.2	13000	325596	253	1232	27900	18305
	小计	1,897.67	0.13	3.44	28.31	0.01	0.24	0.19	25340	652451	537	1745	45260	36970
黑水沟-大树脚锌矿	探明	183.74	0.01	4.42	19.62	0	0.01	0.15	268	81157	36	0	256	2826
	控制	1,509.04	0.01	4.38	21.65	0	0	0.17	1183	661412	327	0	203	25768
	推断	1,794.15	0.01	3.68	40.89	0.05	0.24	0.16	2573	660905	734	8881	42522	28330
	小计	3,486.93	0.01	4.02	31.44	0.03	0.12	0.16	4024	1403474	1096	8881	42981	56924
锌矿合计	探明	301.76	0.09	3.94	19.42	0	0.08	0.2	2788	118889	59	0	2483	6078
	控制	2,365.58	0.05	4.02	24.87	0	0.06	0.17	11003	950535	588	513	15336	41181
	推断	2,717.26	0.06	3.63	36.31	0.04	0.26	0.17	15573	986501	987	10113	70422	46635
	小计	5,384.60	0.05	3.82	30.34	0.02	0.16	0.17	29364	2055925	1634	10626	88241	93894

数据来源：《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，东吴证券研究所

新铜坑扩产项目优先聚焦优势矿段，加速推动产能释放。2025 年 3 月公告，公司综合考量采矿权许可证办理进展、资源储量情况、矿山生产实际及市场等情况，计划**优先推进“黑水沟—大树脚”矿段的建设落地**。根据公告，该项目预计后续合计投入资金 11.41 亿元，其中使用募集资金合计 3.00 亿元，募集资金计划于 2026 年底前使用完毕。根据相关建设规划，该项目投产时间预计为 2026 年末。**据公司测算，“黑水沟—大树脚”矿段投产后，预计年产锌精矿含锌 3.31 万吨，铜精矿含铜 1000 吨。**建设进度的优化缩短了矿产的投产变现周期，有效提升了资金的产出效益。

2.2.2. 高峰矿：高品位特富矿体，扩产项目落地有望赋能公司利润中枢上移

高峰矿位于广西南丹大厂锡多金属成矿带西矿带，是世界罕见的特大型特富锡多金属矿体。高峰矿位于广西壮族自治区河池市南丹县大厂镇境内，矿区北距南丹县约 41km、东距河池市约 80km、南距南宁市约 300km。高峰矿主要矿体为 1 号、100 号、100－1 号、100－2 号和 105 号矿体，矿床中主要含锡、锌、铅、锑、铟等有用组分，其中 100 号、105 号矿体是世界罕见的两个特富锡多金属矿体。

截至 2025 年末，高峰矿保有锡资源量 16.5 万吨，储量 9.3 万吨，锡品位 1.63%；锌资源量 59.5 万吨、品位 5.88%；铅资源量 18.1 万吨、品位 1.79%；锑资源量 16.2 万吨、品位 1.60%；银资源量 730 吨、品位 72.10g/t；铟资源量 1790 吨、品位 176.75g/t。

图15：高峰矿资源储量情况（截至 2025 年报）

矿山名称	主要品种	资源量（金属吨）	储量（金属吨）	品位（%，克/吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
广西高峰矿业有限责任公司锡矿	锡	164,745.23	93,238.28	1.63	20	2017年5月1日至2027年5月1日
	铅	181,315.19	101,768.39	1.79		
	锌	595,284.64	311,027.41	5.88		
	锑	162,323.23	95,929.32	1.6		
	银	730.41	426.54	72.10g/t		
	铟	1,790.45	883.66	176.75g/t		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

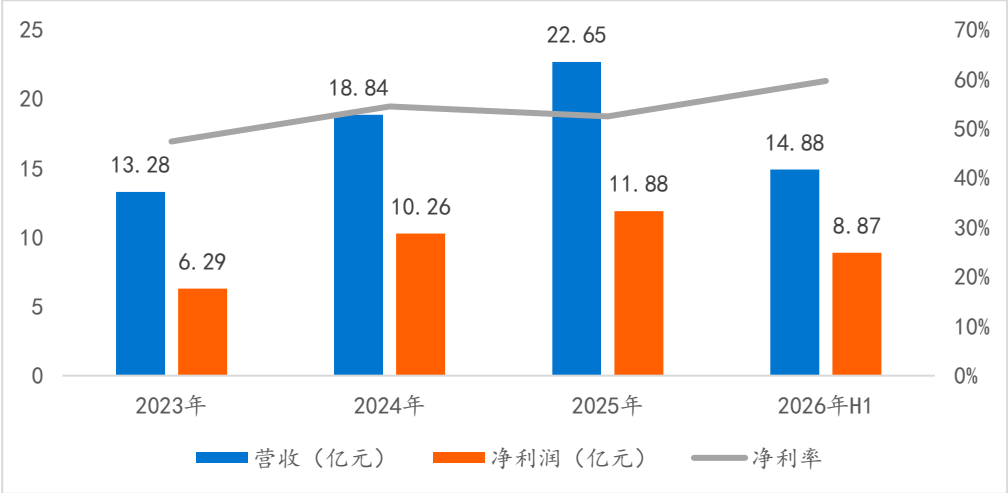
高峰矿资源禀赋优异，品位显著领先。相比于铜坑矿主产锡的品位约 0.4%，高峰矿的锡品位达到 1.63%。高峰矿的高品位锡矿使其具备穿越价格周期的成本优势，高品位

矿在金属价格上行时利润弹性更强，在价格回落时又具备更好的抗压能力，成为公司长期业绩稳健增长的压舱石。

公司已于 2025 年推动高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目，矿石产能增幅约 36%。高峰矿目前开采 105 号矿体，设计生产规模为 33 万 t/a，2019-2021 年矿山实际开采量为 31.95/31.52/32.74 万吨，维持在产能上限。2025 年 3 月，公司审议通过投资建设 100+105 号矿体深部开采工程项目，项目计划总投资 10.91 亿元，建设周期 4.5 年，达产后矿石产能由 33 万吨/年提升至 45 万吨/年，增幅约 36%。

高峰矿是华锡有色盈利能力最强的子公司，扩产项目落地有望赋能公司利润中枢上移。2025 年，高峰矿实现净利润 11.9 亿元，高于同期佛子矿业的 0.83 亿元与华锡矿业的 7.86 亿元。高峰矿的高盈利密度使其投产后有望显著提升公司利润中枢。考虑到项目建设周期 4.5 年、2026 年上半年投入占预算比重仅 2.75%，目前仍处于建设初期，我们预计高峰矿有望于 2028 年投产。

图16：2023-2026H1 高峰矿业营收利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.3. 佛子冲矿：铅锌底盘显著增厚

2024 年 6 月，为履行华锡集团在华锡有色重大资产重组时作出的三年内将佛子公司注入上市公司及解决同业竞争之承诺，公司向华锡集团现金收购其持有佛子公司的 100%股权，作价 5.23 亿元。佛子冲矿的注入为华锡有色补上了较为稳健的铅锌资源底盘。该矿位于岑溪市诚谏镇和安平镇，矿区面积 13.2852 平方公里，采矿规模 45 万吨/年，主要矿种为锌、铅，伴生铜、银。

佛子冲于 2025 年迎来大幅增储。2025 年 4 月 27 日，其资源储量核实报告通过评审备案，矿区累计保有资源量达到 1093.3 万吨，较 2024 年末增长 529 万吨、增幅 93.6%；其中锌金属量达到 36.6 万吨，铅金属量达到 25.7 万吨。

图17：佛子冲矿资源储量情况

范围	矿石类型	资源利用情况	资源量类型	矿石量(万吨)	金属量(吨)		平均品位(%)		备注
					锌	铅	锌	铅	
矿区采矿权范围内(+570.1米至-160.1米标高)	铅锌矿石	保有	控制资源量	299.7	108,878	80,967	3.63	2.7	/
			推断资源量	580.3	205,857	153,251	3.55	2.64	
			合计	880	314,735	234,218	3.58	2.66	
采矿权范围外(采矿权平面范围内-160.1米标高以下)	铅锌矿石	查明	控制资源量	80.7	21,248	5,408	2.63	0.67	勘查新增
			推断资源量	132.6	30,312	17,349	2.29	1.31	
			合计	213.3	51,560	22,757	2.42	1.07	
矿区合计(采矿权范围内+采矿权范围外)	铅锌矿石	保有	控制资源量	380.4	130,126	86,375	3.42	2.27	/
			推断资源量	712.9	236,169	170,600	3.31	2.39	
			合计	1,093.30	366,295	256,975	3.35	2.35	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.4. 五吉锑矿&来宾冶炼：同业竞争解决进入后半程

华锡有色当前最清晰、最具制度约束力的外延线索，仍然是重组遗留同业竞争资产的规范注入。2023 年华锡有色借壳南化股份重组完成后，华锡集团将佛子公司 100%股权、五吉公司 69.96%股权和来冶公司 100%股权委托上市公司管理；其中佛子公司已于 2024 年 6 月完成收购注入，五吉公司与来冶公司则继续处于托管运行状态。这意味着上市公司对相关资产的经营理解、业务协同和尽调基础已较充分，后续并表的交易摩擦理论上低于完全外部收购。

五吉公司是华锡有色关键的体外上游资源资产。五吉公司旗下核心矿山为五圩箭猪坡矿区锑多金属矿，目前采矿证生产规模为 9 万吨/年，主要矿产为锑矿，共生矿产为锌、铅、银，伴生矿产还包括锡、铟、镓、金等多种关键和稀贵金属。

2026 年 9 月公司公告五吉箭猪坡公司矿产资源储量评审备案通过，资源储量大幅增加。截至 2024 年 12 月 31 日，核实区内累计保有资源量 792.2 万吨，增长 576.94 万吨，增幅 268%；其中，矿区采矿权范围内的保有资源量增长至 370.34 万吨,增幅 72%；拟扩深区的资源量为 206.6 万吨；核实区主、共生矿产中，保有锑 13.24 万吨、铅 6.89 万吨、锌 19.43 万吨、银 560.39 吨，并伴生锡 3335 吨、镓 172 吨、铟 108 吨、金 1862 千克。本次储量核实报告通过备案后，五吉箭猪坡公司“锑资源储量规模达到大型”，并有利于延长矿山服务年限，为后续项目建设和长远发展提供资源保障。

图18：五吉箭猪坡公司箭猪坡矿区锑多金属矿资源储量情况

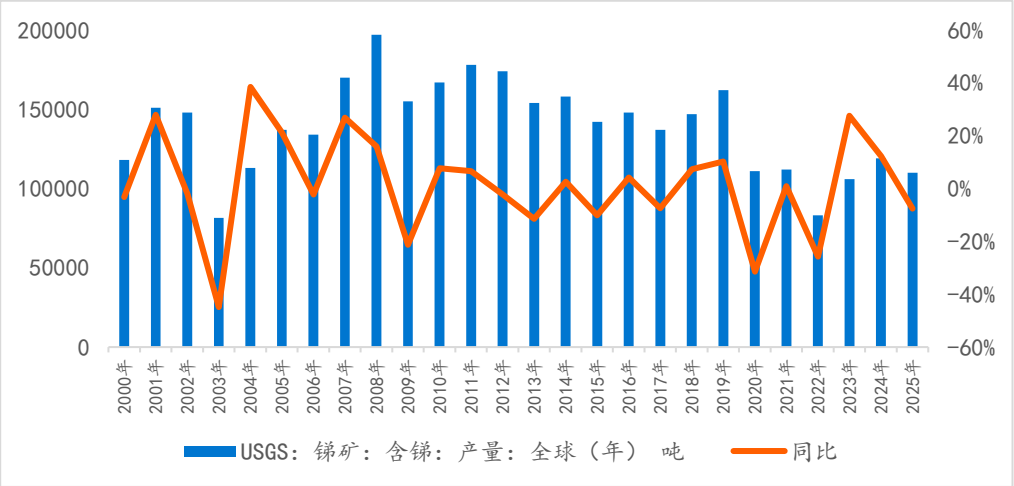
矿产组合	矿种	本次报告保有金属量	前次报告保有金属量	变动量	变动幅度
主共生矿产	锑（吨）	132,360	49,040	83,320	169.90%
	铅（吨）	68,886	23,698	45,188	190.68%
	锌（吨）	194,305	83,405	110,900	132.97%
	银（千克）	560,389	148,320	412,069	277.82%
伴生矿产	镉（吨）	1,705	1,399	306	21.85%
	镓（吨）	172	38	134	351.56%
	铟（吨）	108	14	94	689.47%
	锡（吨）	3,335	966	2,369	245.24%
	金（千克）	1,862	/	1,862	/
	银（千克）	121,657	/	121,657	/
	砷（吨）	8,478	2,583	5,895	228.22%
	铅（吨）	7,080	/	7,080	/
	锌（吨）	283	/	283	/
	锑（吨）	2,291	/	2,291	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025 年 12 月，河池五吉箭猪坡矿业有限公司 30 万吨/年采矿权变更技术服务中标候选人公示挂网，意味着五吉锑矿扩产已在推进当中。相较五吉当前 9 万吨/年采选规模，扩产达产后锑产能或有显著提升空间，并有望为公司锑业务绘制第二增长曲线。

从行业环境看，五吉锑矿的战略价值还在上升。据 USGS，全球锑矿产量由 2019 年的 16.2 万吨下滑至 2025 年 11 万吨，供给端长期体现为资源枯竭、环保约束和新增矿山稀缺。在这样的行业背景下，华锡有色若并入大型新增锑资源，边际价值显著高于一般年份的常规资源注入。

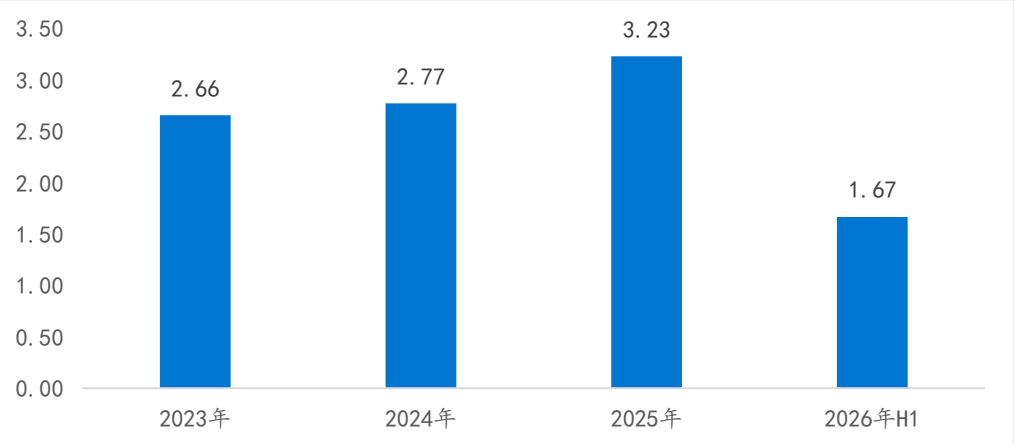
图19：全球锑矿产量（吨）



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

来宾冶炼注入解决的是中下游产业链闭环能力，注入后外部成本有望转化为内部利润。来宾华锡冶炼是华锡集团旗下核心锡、锌、铟冶炼基地，目前由上市公司受托管理。且已经实质承接上市公司的加工需求。据 2023-2026H1 财报，报告期内来宾冶炼接受劳务所产生的与华锡有色的关联交易额为 2.66/2.77/3.23/1.67 亿元。若未来来宾冶炼注入完成，该部分外部成本有望转化为内部利润和协同收益，优化上市公司利润结构和产业链控制力。

图20：2023-2026H1 来宾华锡冶炼接受劳务的关联交易金额（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原本针对五吉公司、来冶公司的同业竞争承诺期限为 2026 年 1 月 28 日前，但由于五吉存在部分土地、房产权属瑕疵，来冶公司盈利能力偏弱，**相关承诺已延长 24 个月至 2028 年 1 月 28 日。**

2.2.5. 广西关键金属集团主导，省内矿产资源整合大幕开启

广西省矿产资源丰富，但面临“小散乱”的问题；十五五规划为产业治理提供顶层设计，广西关键金属集团成为执行抓手。据广西壮族自治区地质矿产勘查开发局，广西矿产资源保有资源储量位居全国前 10 位的矿产就有 64 种之多，其中位居全国前茅的优势矿产有锰、锑、锡、铝、钨、铀、铅锌、金、铟、钛、稀土、稀有、高岭土、重晶石、滑石、膨润土等，素有“有色金属之乡”之美誉。

2025 年 11 月 3 日，广西壮族自治区印发《广西关键金属产业创新发展“十五五”规划》，**确立至 2030 年 1500 亿元全产业链产值目标与“九链三集群”产业体系**，完成关键金属产业顶层设计。2025 年 12 月 18 日，自治区自然资源厅配套发布《**广西新一轮找矿突破战略行动“十五五”实施方案（有色金属、关键金属）**》，从资源勘查端夯实资源保障基础。2026 年 1 月 16 日，**广西关键金属产业发展集团完成工商注册设立**，同日北部湾港集团将华锡集团 76.98%股权注入广金集团，广金集团由此间接控股华锡有色。2026 年 1 月 29 日自治区召开新闻发布会，明确以**矿业权整合、清退“小散乱”产能**为核心的产业治理路线；2026 年 3 月 20 日广金集团正式揭牌，标志“十五五”产业规划由政策蓝图转入省级国资实体统筹操盘、资源整合项目加速落地的新阶段。

图21：广西关键金属集团揭牌



数据来源：华锡微视界，东吴证券研究所

图22：广金集团持续推进矿业权整合



数据来源：华锡微视界，东吴证券研究所

矿权整合已在实质性推进，阶段性成果丰硕。2026 年 5 月 9 日，广西关键金属集团被确定为南丹县大厂—车河整合区和芒场整合区金属矿业权整合主体。后续矿权整合工作持续推进，截至 9 月 26 日，矿权整合范围已拓展至南丹、金城江、环江、岑溪、融水五大片区，取得 7 个整合区整合主体资格，累计签订 23 份矿权整合意向协议，成功推动首个矿权整合项目实质性落地，全区关键金属资源整合工作取得阶段性丰硕成果。

对华锡有色而言，关键金属集团先整合、后规范、再择机注入上市公司的路径已经

具备现实操作框架。这与公司 2025 年年报中提出的“在条件具备、时机合适前提下，推进重点企业收并购工作，完善产业生态、提升协同效应”高度一致。

2.2.6. 中国五矿拟入主，进一步打开资产整合想象空间

2026 年 9 月 18 日，中国五矿与广西关键金属集团及其股东签署《合作框架协议》，拟通过增资方式取得广西关键金属集团 51%股权，并将其纳入合并报表范围；若交易完成，华锡有色的实际控制人将由广西国资委变更为中国五矿。

中国五矿入主后，华锡有色同业与体外资源整合预期进一步增强。中国五矿旗下锑核心资产是位于湖南省冷水江市的锡矿山闪星锑业，是集锑金采、选、炼、科研为一体的大型国有锑金联合企业，目前已形成 60 万吨锑采选、3 万吨精锑、4 万吨锑品、5 吨黄金的年生产能力。公司锑品市场占有率占全国的 30%，占全球的 25%，所产锑品远销日本、美国、欧洲等 50 多个国家和地区，是全球主要锑矿山、主要锑品生产商、供应商和国家锑品主要研发、出口基地；2025 年产值超 35 亿元。若未来从专业化运营、上市平台归集或同业梳理角度出发，华锡有色所面对的资源整合空间理论上有望大幅提升。

3. 锡：电子世界的“万能胶”，供需趋紧有望推动锡价上行

3.1. PCB 产量扩张拉动锡需求增长

锡是电子工业的"万能胶水"，其低熔点、良好导电性、抗氧化性及工艺兼容性，使锡金属成为电子工业首选的核心焊接材料。伴随 AI 服务器、数据中心建设的快速增长带动高端 PCB 和先进封装用锡焊料需求扩容，相关领域的投资有望成为锡焊料需求的重要支撑。

锡在 PCB 领域的消耗大致分布在两个环节：PCB 制造中的电镀耗锡，与封装环节 SMT 贴片耗锡。本文针对这两个环节的单耗分别进行测算，再根据全球 PCB 产量增长空间测算锡增量空间。

① 对 PCB 电镀环节单耗进行测算，结论为：多层板锡单耗约 13g/㎡，HDI 锡单耗约 40g/㎡，随着 HDI 板渗透率的提升，PCB 电镀环节的锡单耗也将随之显著提升。

参考胜宏科技 “AI 新型电子元器件建设项目”环境影响评价文件，项目前线路板总产能为 960 万㎡（720 万㎡多层板+240 万㎡ HDI），本次扩产 235 万㎡ HDI 产能，扩产后线路板总产能达到 1195 万㎡/年（720 万㎡多层板+475 万㎡ HDI）。

扩产前，年锡材耗量 188.88 吨；扩产后，年锡材耗量 283.33 吨。由于本次全部扩产为 HDI 板，可根据耗锡增量测算得 HDI 板的单耗为 40.19g/㎡，也可由此反算得多层板的单耗为 12.84g/㎡。

表1：胜宏科技锡材用量情况

	应用工段	扩产前锡材年用量（吨）	扩产后锡材年用量（吨）
锡球	电镀	116.25	174.38
硫酸亚锡	图电	56.63	84.95
锡条	喷锡	16	24
合计（吨）		188.88	283.33

数据来源：《胜宏科技 AI 新型电子元器件建设项目环境影响评价报告表》，东吴证券研究所

表2：PCB 电镀单耗测算

项目	参数
扩产前 PCB 总产能（万㎡）	960
扩产前锡平均单耗（g/㎡）	19.68
扩产后 PCB 总产能（万㎡）	1195
扩产后锡平均单耗（g/㎡）	23.71
本次 HDI 扩产量（万㎡）	235
HDI 锡单耗（g/㎡）	40.19
扩产前 HDI 总耗（吨）	96.46
扩产前多层板总耗锡（吨）	92.42
多层板锡单耗（g/㎡）	12.84

数据来源：《胜宏科技 AI 新型电子元器件建设项目环境影响评价报告表》，东吴证券研究所

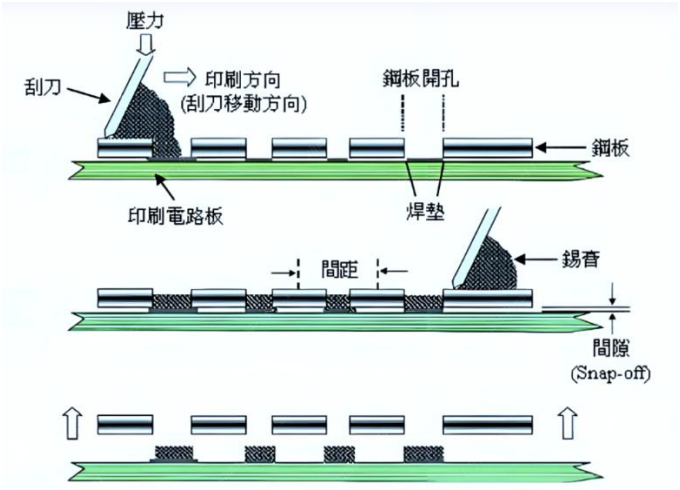
AI 服务器对 PCB 性能要求更高，常规服务器的 PCB 层数为 8-24 层，AI 服务器的 PCB 层数通常为 28-46 层，并通过更小的孔径、更细的线路宽度/间距以及更多层的盲埋孔技术，实现了电路板的小型化、轻量化以及更高的布线密度，以适应电子设备尤其是移动设备对空间高效利用和高性能传输的需求。

因此，HDI 板更好匹配 AI 服务器的性能需求，而 HDI 板的锡单耗为多层板的 3 倍以上（40.19g/㎡：12.84g/㎡），其渗透率的提升有望显著拉动锡总消耗量的提升。

① 对 SMT 贴片环节单耗进行测算，结论为：SMT 封装环节对锡金属的单耗约 294g/㎡。

SMT 表面贴装工序依靠锡膏实现电子元器件与 PCB 焊盘的电气连接，是板级用锡的核心环节。

图23：SMT 贴片封装耗锡原理



数据来源：嘉立创，东吴证券研究所

测算步骤如下：①根据目前常用封装规格（0603/0402/0201）取平均值，得到单个焊盘面积均值为 0.64 平方毫米；②HDI 板焊盘密度大于 50 个/平方厘米，可计算出每平方厘米电路板内锡焊盘面积为 32 平方毫米；③参考 PCB 钢网厚度约 0.12 毫米，并考虑刷膏时的损耗，给予 20%的修正系数，可算得每平方厘米电路板内锡焊料的体积为 4.58 立方毫米；④参考常规无铅锡膏的合金密度、锡膏中助焊剂与金属的配比、金属中锡含量比例，可计算得 SMT 封装环节锡单耗量约 294.22g/㎡。

表3：SMT 封装环节锡单耗测算

项目	参数
封装规格	0603/0402/0201
焊盘平均面积（平方毫米）	0.64
焊盘密度（个/平方厘米）	50
焊盘总面积（平方毫米/平方厘米电路板）	32
钢网厚度（毫米）	0.12
修正系数	1.2
锡膏体积（立方毫米/平方厘米电路板）	4.58
锡膏密度（g/立方厘米）	7.4
锡膏重量（g/平方米）	338.77
锡膏金属含量	90%
金属含锡量	96.5%
折算锡金属重量（g/平方米）	**294.22**

数据来源：中国 IC 网，一步步新技术公众号，嘉立创，创亿焊锡，东吴证券研究所

② PCB 产量增长对锡需求总量拉动测算：

据 Prismark 于 2026 年 3 月的预测，2030 年全球 PCB 出货量将达到 6.63 亿平方米，复合增速达 6.7%，反推得 2026-2030 年 PCB 产量为 5.1/5.5/5.8/6.2/6.6 亿平方米。

PCB 电镀环节单耗假设：2026 年单耗参考胜宏扩产后平均单耗 23.7g/㎡，此后几年考虑 HDI 渗透率提升带动平均单耗小幅上行；

SMT 封装环节单耗假设：参考上文测算结果 294.22g/㎡；

测算得 2026 年到 2030 年，全球 PCB 耗锡量将由 16.3 万吨增长至 21.2 万吨，四年量增 4.9 万吨锡需求，CAGR 为 6.9%。

以 2025 年全球锡消费量 38 万吨为基数，未来 5 年 PCB 端对锡的消费拉动弹性为 12.3%。

仅供内部参考，请勿外传

表4：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㎡）	51151	54578	58235	62137	66300
PCB 锡单耗（g/㎡）					
——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**

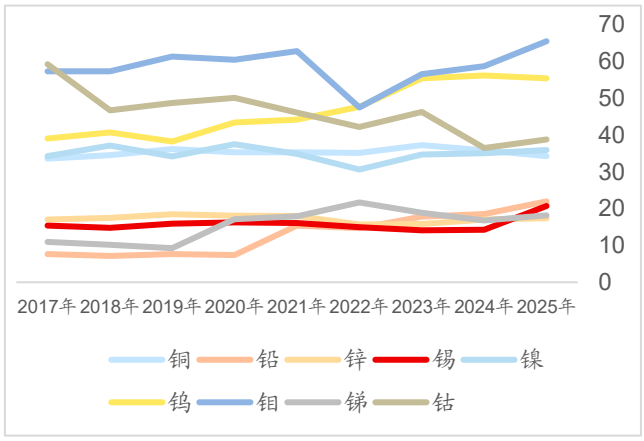
数据来源：Prismark，东吴证券研究所

3.2. 当低资源储采比遇上高不稳定性供给

全球锡储量稀缺，静态储采比较其他工业金属偏低。美国地质调查局 2025 年数据显示，全球已探明锡储量约 600 万吨，静态储采比仅约 20.7 年，远低于铜(约 34 年)、镍（约 36 年）、钴（约 39 年）等工业金属。

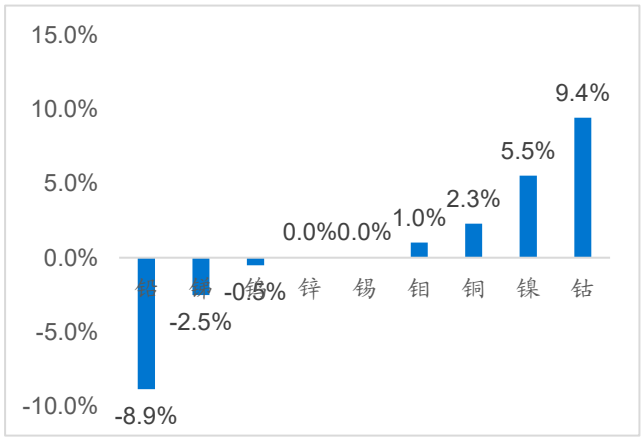
即使价格大幅上行，2015-2025 这十年间锡产量也近乎零增长，体现出资源端的约束。自 2015 年 3 月沪锡上市至 2026 年 6 月 8 日，沪锡价格由 11.7 万/吨涨至约 40 万/吨，涨幅 238%。然而，2015 年至 2025 年，全球锡矿产量仅由 28.9 万吨增长至 29 万吨，十年间 CAGR 仅为 0.03%。相比于其他工业金属的产量 CAGR（铜 2.3%、镍 5.5%、钴 9.4%），高价也刺激不出增量供给体现出锡在自然资源禀赋端的约束。

图24：锡静态储采比偏低



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图25：2015-2025 年锡产量近乎零增长（图中为 2015-2025 年各品种矿产量 CAGR）



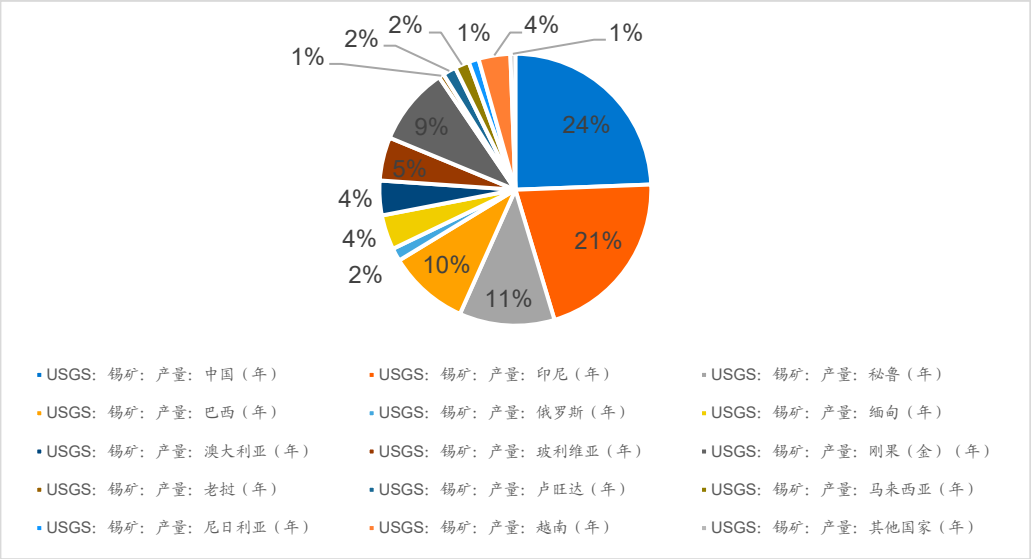
数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

全球锡矿生产集中度较高，CR5 达到 75%（2025 年）。2025 年锡矿产量占比较大的国家包括：中国（24%）、印尼（21%）、秘鲁（11%）、巴西（10%）、刚果金（9%）、玻利维亚（5%）、缅甸（4%）等。

当前，多个锡主产国的供应面临不稳定性：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

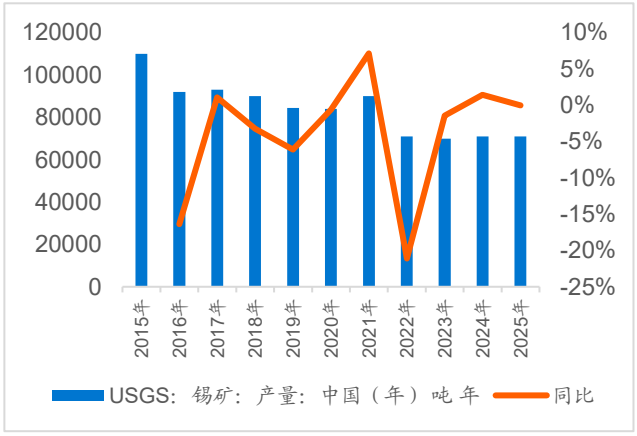
图26：全球锡矿产量占比



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

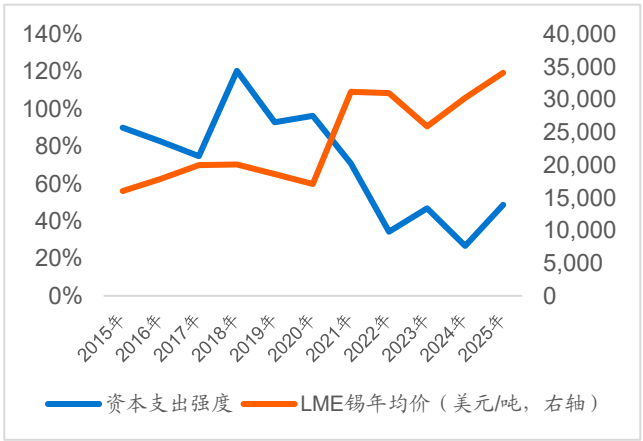
中国锡矿产量呈整体下行趋势，头部企业资本开支不足。2015-2025 年，中国锡矿产量从 11 万吨下降至 7.1 万吨，近十年 CAGR 为-4.3%，产量下滑严重。此外，即便过去 10 年锡价涨幅显著，如锡业股份这样的头部锡企的资本开支却在整体收缩：以“构建固定、无形资产和其他长期资产支付的现金”/“经营性净现金流”来表示锡业股份的资本开支强度，该指标从 2015-2020 年 0.9 以上的强度逐步下滑至 2022-2025 年的 0.5 以下，若头部企业对 capex 都兴趣阑珊，国内锡矿后备供给增量难言乐观。

图27：中国锡矿产量持续下滑



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图28：2015-2025 年锡业股份资本开支力度不强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

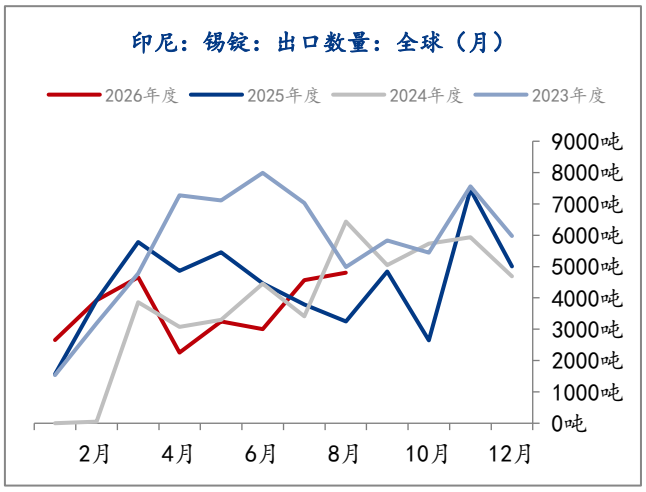
近两年印尼矿产政策频繁调整，争夺锡定价权意愿强烈。2025 年印尼锡矿产量 6.1 万吨，占 2025 年全球锡矿产量的 21%，是世界上重要的锡矿供给国。2024 年印尼曾将矿业公司的工作计划和预算（RKAB）有效期从 1 年延长至 3 年，但 25 年 10 月宣布改回一年一审批，以增强政府对生产配额年度控制力；且下令查封非法锡矿、非法冶炼厂，

封堵走私渠道；在定价层面，印尼在 25 年 6 月实施新的累进式特许权使用费体系，将原先 3%的固定费率提高了一倍多，新的费率与锡价挂钩，26 年 5 月拟再次上调累进特许权使用费，计划将最高档税率提升至 20%（适用于锡价超过 50，000 美元/吨时），此外印尼能矿部还在推进设立锡商品最低基准价格（HPM）政策，旨在稳定国内锡矿石价格，防止价格操纵并引导产业投资。

政策调整过程中，印尼出口量波动剧烈，增加了全球供给的不稳定性。2023-2026M8，印尼出口锡锭 6.9/4.6/5.3/2.9 万吨，同比-12%/-33%/15%/-12%。2026 年印尼锡矿配额 6.586 万吨，较 25 年的 5.3 万吨增长约 1.3 万吨，然而就截至 8 月的印尼出口量来看，出口量并未如期大增、反而减少了 2%，体现出政策端的调整对印尼向全球的锡供应注入了更多不稳定性。

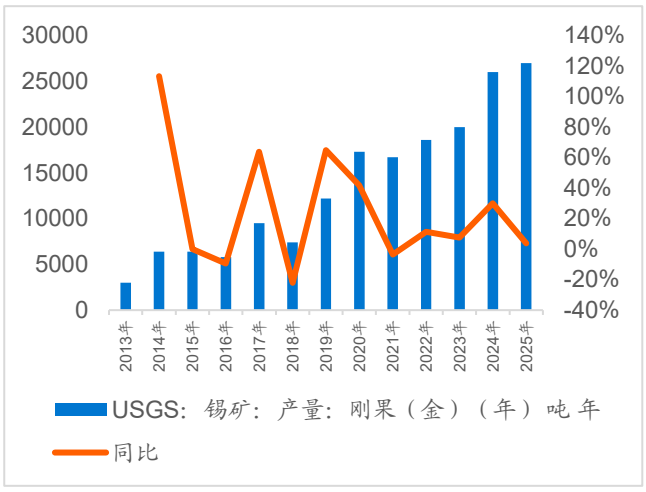
刚果金的锡矿生产前景较好，但生产扰动不断。2025 年刚果金锡矿产量 2.7 万吨，同比增长 4%，占 25 年全球锡矿产量的 9.3%。不过近年来刚果金的锡矿生产也持续受到影响，从地区战乱到公共卫生事件频发，对刚果金锡矿生产发运注入更多不稳定性。

图29：印尼锡锭出口波动较大



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图30：刚果金锡矿生产态势较好

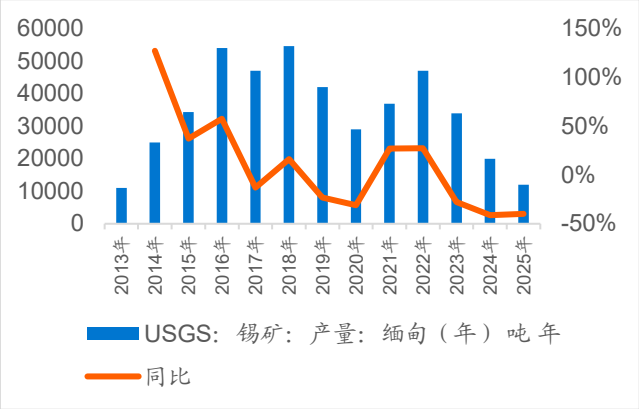


数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

缅甸曾是锡矿生产大国，但已步入资源枯竭期。缅甸曾是世界上重要的锡供给国，2018 年缅甸锡矿产量 5.46 万吨，占全球总产量的 17%。然而自 2023 年缅甸颁布禁矿以来，缅甸锡矿产量已显著收缩，2025 年缅甸锡矿产量仅 1.2 万吨，同比下滑 40%。事实上，缅甸锡矿产量在 2018 年达到顶峰后，已多年处于下行趋势中，主要源于原生资源的枯竭。

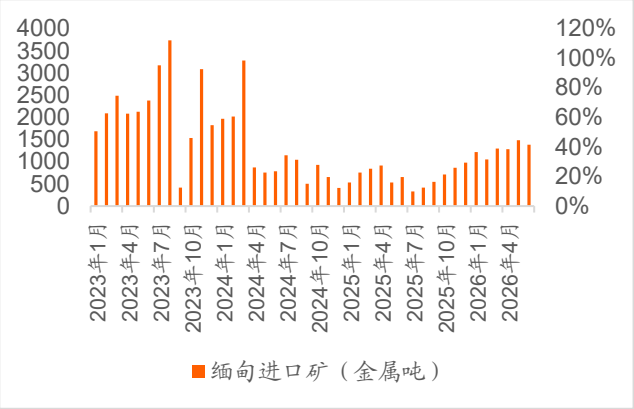
2025 年下半年缅甸佤邦宣布复产，但受炸药、抽水等问题影响进度整体低于预期。截至 26 年 8 月，中国自缅甸的锡矿进口量也仅恢复至 1000 金属吨附近，较 23 年禁矿前平均约 2200 吨/月的进口量仍有不小的差距。

图31：缅甸锡矿产量长期下滑



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

图32：缅甸矿进口量仅出现小幅修复



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

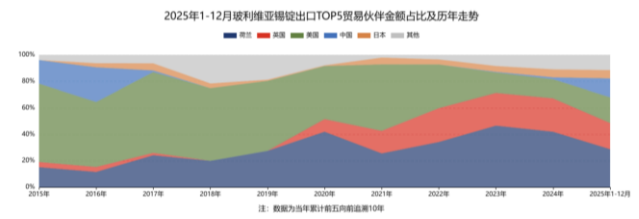
美国对锡原料的诉求增加，或增加南美锡贸易流变化风险，使非美地区锡供应受到影响。2025 年秘鲁、巴西、玻利维亚三国合计产锡 7.6 万吨，占全球锡矿总产量的 26%。除巴西出口的锡矿石主要运往中国外，玻利维亚锡锭出口的前三大贸易国分别为荷兰、英国、美国（合计占比约 70%），秘鲁锡锭出口的前三大贸易国分别为美国、中国、日本（美国占比约 40%）。**可见南美洲的锡贸易流整体更服务于欧美为代表的西方世界。**

近两年美国锡产业的战略布局加速，对锡原料诉求或增强。2025 年 3 月，北美最大锡合金制造商 Nathan Trotter 与卢旺达锡矿企业 Trinity Metals 达成合作，Trinity Metals 同意将其开采的产品出口至 Nathan Trotter；2025 年 9 月，由 Nathan Trotter 投资约 6500 万美元，在弗吉尼亚州亨利县建设的 Tin Ridge 工厂正式动工，这也是美国第一家规模化锡冶炼厂；2026 年 2 月，特朗普政府正式公布了名为“金库计划”(Project Vault)的关键矿产战略储备方案，总规模高达 120 亿美元（含公共与私人资金），覆盖 60 种关键矿产；2026 年 3 月，国防后勤局（DLA）正式寻求对约 1978 吨变质的战略储备锡锭进行重熔加工，将其提纯至 LME 标准（99.85%锡），重新纳入国防储备。

从锁定原料供应链，到首座规模化冶炼厂开工，到拨款增加战略储备，美国在锡产业链的布局扩张，或带来更高的锡原料需求。

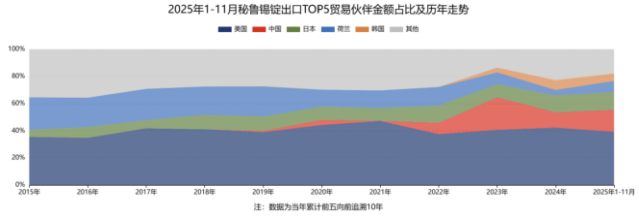
而南美三国的锡贸易体系本就更服务欧美，美国原料需求的增加或将进一步收束南美的锡原料贸易流向，从而对非美国家的原料供应造成影响，加深全球锡原料紧张程度。

图33：玻利维亚锡锭出口主要向荷兰、美国、英国



数据来源：瀚闻资讯，东吴证券研究所

图34：秘鲁锡锭出口主要向美国、中国、日本



数据来源：瀚闻资讯，钢联数据，东吴证券研究所

3.3. 锡价中枢有望持续上移

整体而言，我们认为锡金属在未来3-4年将同时面临需求端的高增与供给端的扰动，涨价驱动强烈。一方面，全球 AI 资本开支加速，PCB 板等硬件设备的扩产有望为锡带来实打实的需求增量。另一方面，全球锡供给集中度高、不稳定性大，且影响供应的因素众多，包括资源禀赋、自然灾害、军事战乱、政策变更、贸易流迁移等。我们判断，锡价中枢有望持续上移，利好华锡有色长期利润增长。

图35：锡价中枢持续上移（元/吨）



数据来源：钢联数据，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

关键假设：

量：我们预计 27 年铜坑矿技改投、28 年高峰矿技改投产相继带来锡、锌增量，假设 26-28 年锡精矿产量 7000/7300/8760 吨；锌精矿产量 5.4/6.9/9.8 万吨。参考五吉矿注入有望于 28 年 1 月前落地，假设 27 年五吉锑矿注入即带来增量，假设 26-28 年铅锑精矿产量 1.62/1.77/2.11 万吨。铟锭、锑锭产量假设按 26H1 产量年化考虑，假设 26-28 年铟锭产量维持 30 吨，锑锭产量维持 2000 吨。

价：我们认为锡供需格局有望持续趋紧，推动锡价格中枢长期上移；锌、铅、锑供需相对稳定，审慎考虑价格维稳于当前水平。假设 2026-2028 年锡价 40/42/45 万/吨，锌价维持 2.5 万/吨，锑价维持 12 万/吨，铟价维持 450 万/吨。

我们测算 2026-2028 年公司有望实现营收 67.5/77.9/94.1 亿元，同比增长 16.3%/15.4%/20.8%；实现归母净利润 12.3/14.6/18.7 亿元，同比增长 53.8%/18.6%/28.3%。对应 EPS 1.95/2.31/2.96 元/股，对应 PE 25.6/21.6/16.8X（截至 2026 年 9 月 30 日收盘）。

表5：公司主营业务预测（百万元）

		2025A	2026E	2027E	2028E
锡锭	营业收入	2,640.55	3,292.04	3,828.32	4,683.19
	营业成本	1,959.52	2,200.00	2,472.00	2,822.40
	毛利	681.04	1,092.04	1,356.32	1,860.79
	毛利率	25.79%	33.17%	35.43%	39.73%
铅锑精矿	营业收入	1,037.85	774.16	845.36	1,007.94
	营业成本	207.61	243.00	265.35	316.38
	毛利	830.24	531.16	580.01	691.56
	毛利率	80.00%	68.61%	68.61%	68.61%
锌锭	营业收入	672.66	623.70	796.95	1,129.59
	营业成本	546.73	445.50	569.25	806.85
	毛利	125.92	178.20	227.70	322.74
	毛利率	18.72%	28.57%	28.57%	28.57%
锌精矿	营业收入	371.83	505.20	645.53	914.97
	营业成本	247.31	243.00	310.50	440.10
	毛利	124.52	262.20	335.03	474.87
	毛利率	33.49%	51.90%	51.90%	51.90%
锑锭	营业收入	86.94	237.60	237.60	237.60
	营业成本	41.10	124.00	124.00	124.00
	毛利	45.84	113.60	113.60	113.60
	毛利率	52.73%	47.81%	47.81%	47.81%

仅供内部参考，请勿外传

铟锭	营业收入	62.67	133.65	133.65	133.65
	营业成本	56.18	60.00	60.00	60.00
	毛利	6.49	73.65	73.65	73.65
	毛利率	10.36%	55.11%	55.11%	55.11%
合计	**营业收入**	**5,802.92**	**6,746.34**	**7,787.41**	**9,406.93**
	营业成本	**3,680.64**	**3,857.40**	**4,428.60**	**5,197.23**
	毛利	**2,122.28**	**2,888.94**	**3,358.81**	**4,209.70**
	毛利率	**36.57%**	**42.82%**	**43.13%**	**44.75%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们选取锡、锑同业公司锡业股份、兴业银锡、湖南黄金，以及同为央企资源整合平台的中钨高新作为可比公司，**参考可比公司 2026-2027 年平均 PE 17.9/15.7X。**我们认为公司估值水平高于行业平均主要源于资产整合预期强，市场给予增长溢价。

我们看好锡金属的涨价预期，与公司作为中国五矿旗下的关键金属资产证券化平台的重要定位，**首次覆盖给予“买入”评级。**

表6：可比公司估值（可比公司归母净利润预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2026 年 9 月 30 日收盘）

公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
锡业股份	501	37.9	41.9	44.1	13.2	12.0	11.4
兴业银锡	559	38.9	43.2	52.8	14.4	12.9	10.6
湖南黄金	363	20.9	23.5	28.4	17.4	15.4	12.8
中钨高新	1,202	45.4	53.2	60.9	26.5	22.6	19.7
平均					**17.9**	**15.7**	**13.6**
华锡有色	315	12.3	14.6	18.7	25.6	21.6	16.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

华锡有色三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,383**	**4,911**	**6,927**	**9,568**
货币资金及交易性金融资产	2,184	3,628	5,454	7,836
经营性应收款项	152	127	147	177
存货	842	911	1,046	1,227
合同资产	70	81	93	113
其他流动资产	136	164	187	216
非流动资产	**5,681**	**5,864**	**5,927**	**5,940**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,910	2,114	2,274	2,378
在建工程	864	688	529	386
无形资产	2,136	2,201	2,258	2,305
商誉	545	545	545	545
长期待摊费用	88	93	98	103
其他非流动资产	138	223	223	223
资产总计	**9,064**	**10,775**	**12,854**	**15,508**
流动负债	**1,958**	**1,980**	**2,095**	**2,288**
短期借款及一年内到期的非流动负债	607	490	370	250
经营性应付款项	854	912	1,047	1,229
合同负债	37	43	50	60
其他流动负债	460	534	628	749
非流动负债	**1,207**	**1,409**	**1,610**	**1,811**
长期借款	805	1,005	1,205	1,405
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	4	5	6	7
其他非流动负债	398	398	398	398
负债合计	**3,165**	**3,388**	**3,705**	**4,099**
归属母公司股东权益	4,804	5,657	6,667	7,963
少数股东权益	1,095	1,729	2,482	3,446
所有者权益合计	**5,899**	**7,386**	**9,149**	**11,409**
负债和股东权益	**9,064**	**10,775**	**12,854**	**15,508**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,803**	**6,746**	**7,787**	**9,407**
营业成本(含金融类)	3,681	3,857	4,429	5,197
税金及附加	181	270	311	376
销售费用	12	12	14	17
管理费用	296	317	343	395
研发费用	83	58	67	81
财务费用	36	8	(11)	(36)
加:其他收益	15	7	8	9
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(22)	(8)	(8)	(8)
资产处置收益	2	2	2	3
营业利润	**1,516**	**2,224**	**2,637**	**3,381**
营业外净收支	18	(3)	(3)	(3)
利润总额	**1,534**	**2,221**	**2,634**	**3,378**
减:所得税	243	355	421	540
净利润	**1,290**	**1,866**	**2,212**	**2,837**
减:少数股东损益	490	634	752	965
归属母公司净利润	**801**	**1,231**	**1,460**	**1,873**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.95	2.31	2.96
EBIT	1,563	2,230	2,623	3,342
EBITDA	1,852	2,602	3,030	3,799
毛利率(%)	36.57	42.82	43.13	44.75
归母净利率(%)	13.80	18.25	18.75	19.91
收入增长率(%)	25.31	16.26	15.43	20.80
归母净利润增长率(%)	21.75	53.78	18.57	28.25

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,463	2,256	2,717	3,402
投资活动现金流	(157)	(479)	(479)	(478)
筹资活动现金流	(309)	(332)	(412)	(542)
现金净增加额	997	1,445	1,826	2,382
折旧和摊销	289	372	407	457
资本开支	(157)	(459)	(459)	(458)
营运资本变动	(171)	56	45	54

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	7.59	8.94	10.54	12.59
最新发行在外股份（百万股）	633	633	633	633
ROIC(%)	19.37	23.12	22.46	23.59
ROE-摊薄(%)	16.67	21.77	21.90	23.52
资产负债率(%)	34.92	31.45	28.82	26.43
P/E（现价&最新股本摊薄）	39.36	25.60	21.59	16.83
P/B（现价）	6.56	5.57	4.73	3.96

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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