

锡业股份 (000960.SZ)

买入(首次评级)

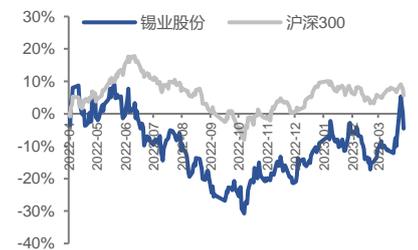
当前价格: 15.72 元
 目标价格: 23.22 元

新消费提振锡需求前景，资源龙头“锡”望已来

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1646/1646
总市值/流通市值 (百万元)	25872/25872
每股净资产 (元)	9.96
资产负债率 (%)	52.76
一年内最高/最低 (元)	17.97/11.41

一年内股价相对走势



投资要点:

➤ **全产业链布局锡龙头，资源和产量双料冠军。**公司采选冶和深加工纵深一体化，从锡矿到锡材/锡化工全产业链覆盖，目前保有锡金属资源量66.7万吨，居国内首位，且资源量随勘探进行仍有继续提升的潜力；产量方面，2022年公司自产锡原矿金属量3.4万吨，拥有锡冶炼产能8万吨/年，锡产量累计17年位于世界第一，全球占比达到22.54%，处绝对龙头地位。

➤ **战略金属锡供需改善，价格底部已现。**锡静态储采比长期处于有色金属低位，伴随全球锡矿资源需求的不断上升和较少的新发现锡矿资源，全球锡矿资源的保障能力并不乐观。生产方面，全球锡精矿主产国中国、印尼、缅甸锡精矿产量均呈现下降趋势，而潜在新增项目相对有限并且进展低于预期，随着需求端AI芯片、光伏和新能源汽车等新消费对电子焊料需求的增加，锡价很有可能迎来重心缓慢上移的涨价去库存阶段，锡价底部已现。

➤ **云南省有色金属平台，多金属布局。**2015年公司重大资产重组收购华联锌铟，老牌锡企业爆发“锌”动能，并且铟产能达到60吨/年，跃居国内首位。云南锡业集团是云南省重点打造的“有色金属产业整合发展平台和重要的有色金属产业集团”，公司未来将依托大股东的平台优势，积极开展资源拓展整合工作，资源保障能力强。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为28.3/31.0/31.3亿元，对应当前股本EPS为1.72/1.88/1.90元/股，对应4月21日收盘价15.72元/股PE为9.1/8.3/3.3倍。2023年给予可比公司平均13.5XPE估值，对应目标价格23.22元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**金属价格变化不及预期；矿产资源开发存在不确定性的风险；安全环保风险

团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	53,844	51,998	47,455	48,390	48,543
增长率	20%	-3%	-9%	2%	0%
净利润 (百万元)	2,817	1,346	2,833	3,102	3,125
增长率	308%	-52%	110%	9%	1%
EPS (元/股)	1.71	0.82	1.72	1.88	1.90
市盈率 (P/E)	9.2	19.2	9.1	8.3	8.3
市净率 (P/B)	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：公司 2023 年生产经营计划，锡 7.9 万吨、铜 12.6 万吨、锌 12.46 万吨、铟 71 吨。根据公司 2022 年产量和 2023 年经营计划假设，2023-2025 年商品锡锭产量 4.7/4.7/4.7 万吨，自产锡原矿 3.4/3.4/3.4 万吨；锡材 2.7/2.8/2.9 万吨；锡化工 2.2/2.2/2.2 万吨；阴极铜 12.6/12.6/12.6 万吨，自产铜原矿 3.6/3.6/3.6 万吨；锌产品 13.6/13.6/13.6 万吨，自产锌原矿 12/12/12 万吨。

价：假设锡因消费带动而重回短缺，锡价重心逐步抬升。假设 2023-2025 年锡锭分别为 24/24.9/24.9 万元/吨，锡材、锡化工价格随锡价按比例变化；阴极铜价格分别为 6.8/6.9/6.9 万元/吨；锌锭价格分别为 2.3/2.3/2.3 万元/吨。

利：2022 年因锡价波动较大，公司锡业务毛利率影响明显。随锡价触底企稳后，公司锡业务毛利率有望修复，预计 2023-2025 年公司商品锡锭毛利率分别为 20.5/21.6/21.6%；锡材 13.0/13.0/13.0%；锡化工 21/21/21%；锌产品 45.3/45.3/45.3%；铜 5.6/5.7/5.7%。

我们区别于市场的观点

市场担忧 2022 年锡价跌幅过大，影响后市信心。我们认为，2022 年有色金属价格受需求萎缩和美联储加息影响下均有回调，供应方面缅甸在价格高位时抛储增加了锡矿供应，而 2023 年缅甸继续抛储的可能性不大，并且随着电子消费触底预期走强，叠加 AI 对芯片的需求增加，锡消费具备长期增长潜力，后市仍然看好锡价。

公司存在自有资源持续下降的风险。公司锡、铜产量仍居全球首位，矿产资源战略始终是公司的第一战略，2022 年公司下属矿山单位共投入勘探支出 1.67 亿元，全年新增有色金属资源量 4.8 万吨，资源量得到有效补充。截止 2022 年末，公司保有锡金属 67 万吨，铜金属 120 万吨，铅金属 9.7 万吨，锌金属 384 万吨，银金属 2548 吨，铟金属 5082 吨，各品种同比确有下降。但未来公司计划将对现有矿升级，并立足云南加强对现有矿区外部资源的整合，内生+外延继续推进公司资源保障工作。

股价上涨的催化因素

锡/锌等金属价格大涨；资源整合加速；勘探新进展。

估值与目标

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 28.3/31.0/31.3 亿元，对应当前股本 EPS 为 1.72/1.88/1.90 元/股，对应 4 月 21 日收盘价 15.72 元/股 PE 为 9.1/8.3/3.3 倍。2023 年给予可比公司平均 13.5XPE 估值，对应目标价格 23.22 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

金属价格变化不及预期；矿产资源开发存在不确定性的风险；安全生产风险

正文目录

1	云南省属国企，锡、铜双料龙头	5
1.1	百年历史锡龙头，资产不断优化	5
1.2	云南省属国企，采选冶和深加工纵深一体化	5
1.3	锡铜双料龙头，市场地位稳固	6
1.4	锡、锌贡献公司主要毛利，锡价企稳有望带来业绩修复	8
2	老牌锡资源企业，焕发“锌”动能	9
2.1	大屯锡矿：采选一体的主力生产单位，采矿规模 200 万吨以上	9
2.2	老厂分公司：个旧矿区最大矿田，采矿规模 181.5 万吨	10
2.3	卡房分公司和卡房分矿：云锡“南大门”，采矿规模 150 万吨以上	10
2.4	华联锌铜：锌、铜优质资产，产能继续扩大焕发“锌”动能	11
2.5	内增外拓保证资源供给	12
3	锡供给增量有限，消费有亮点	13
3.1	锡储采比常年处于有色金属低位，战略价值凸显	13
3.2	在产矿山品位下降，增量释放低于预期，锡矿供应难有增量	14
3.3	精炼锡冶炼集中度高，中国产量占比最大	17
3.4	消费新亮点，供需或将重回紧张局面	18
4	盈利预测	20
4.1	核心假设	20
4.2	盈利预测	21
4.3	估值及投资建议	22
5	风险提示	22

图表目录

图表 1:	发展历程	5
图表 2:	云南省国资委为公司实控人(截至 2022 年 12 月 31 日)	5
图表 3:	生产路径及流程	6
图表 4:	公司主要金属资源量丰富(截止 2022 年底)	7
图表 5:	加强地质找矿保障资源	7
图表 6:	锡冶炼产量全球占比/(万吨, %)	8
图表 7:	锡、铜、锌原矿产量/万金属吨	8
图表 8:	公司营业收入及同比/(亿元, %)	8
图表 9:	2022 年利润释放不及预期/(亿元, %)	8
图表 10:	锡、锌贡献主要毛利/(亿元, %)	9
图表 11:	公司各产品板块毛利率/%	9
图表 12:	国企改革增强公司治理能力/%	9
图表 13:	公司加大新材料科技研发/%	9
图表 14:	老厂分公司资源储量(2004 年评估)	10
图表 15:	卡房分公司资源储量(2004 年评估)	10
图表 16:	卡房分矿资源储量(2004 年评估)	11
图表 17:	华联锌铜采矿权资源储量(2014 年评估)	12
图表 18:	六大探矿权进展	12
图表 19:	部分有色金属品种储静态采比	13
图表 20:	全球提资源分布	13
图表 21:	全球分国家锡资源储量占比/%	13
图表 22:	全球分国家锡矿产量/kt	14

图表 23: 中国锡资源储量分布/万吨	14
图表 24: 中国锡精矿产量/%	14
图表 25: 印尼锡矿产量/kt	15
图表 26: 缅甸转地下开采, 产量回落/(kt, %)	15
图表 27: 刚果(金)贡献主要增量/(kt, %)	16
图表 28: 全球主要待投产锡矿项目	16
图表 29: 未来全球新增矿山有限/kt	17
图表 30: 全球精锡产量/万吨	17
图表 31: 全球十大精锡生产企业/kt	17
图表 32: 全球二次锡产量及占比/%	17
图表 33: 全球锡需求维持增加趋势/kt	18
图表 34: 全球精炼锡供需平衡/万吨	18
图表 35: 2021 年全球锡消费结构	19
图表 36: 2021 年电子焊料终端应用占比/%	19
图表 37: 新能源汽车电子化带动锡消费	19
图表 38: 光伏焊带	19
图表 39: 全球锡供需平衡测算	19
图表 40: 锡库存及价格走势/(万元/吨, 万吨)	20
图表 41: 盈利预测	21
图表 42: 可比公司估值(截止 4 月 21 日)	22
图表 43: 财务预测摘要	24

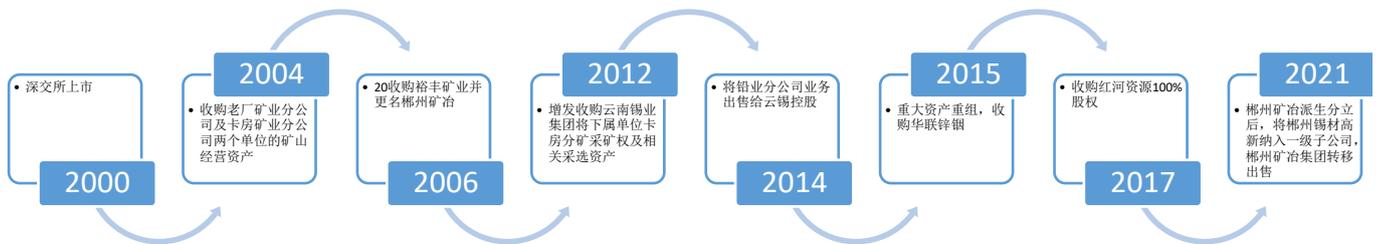
1 云南省属国企，锡、铟双料龙头

1.1.1 百年历史锡龙头，资产不断优化

云锡控股前身是 1883 年清朝廷设立的个旧厂务招商局，拥有百年历史。1998 年 11 月，经云南省人民政府批准，云南锡业公司、个旧锡资工业公司、个旧锡都有色金属加工厂、个旧聚源工矿公司和个旧银冠锡工艺美术厂共同发起设立云南锡业股份有限公司，2000 年 2 月 21 日，在深交所挂牌上市。

2004 年，公司向云锡集团收购其下属老厂矿业分公司及卡房矿业分公司的锡矿山经营性净资产与采矿权，2012 年收购卡房分矿采矿权以及相关采选资产，强化锡资源优势；2014 年，公司将旗下亏损业务铅业分公司剥离，资产不断优化；2015 年，公司收购华联锌铟 75.74% 的股权，注入优质锌、铟资源，后续不断完成股权收购，截止目前已经完成 91.5% 股权收购；2017 年，收购云锡红河资源，再获两个铅锌探矿权；2021 年，对郴州矿冶公司派生分立，债转股后出售，有效盘活郴州矿冶屋场坪锡矿低效资产。

图表 1：发展历程

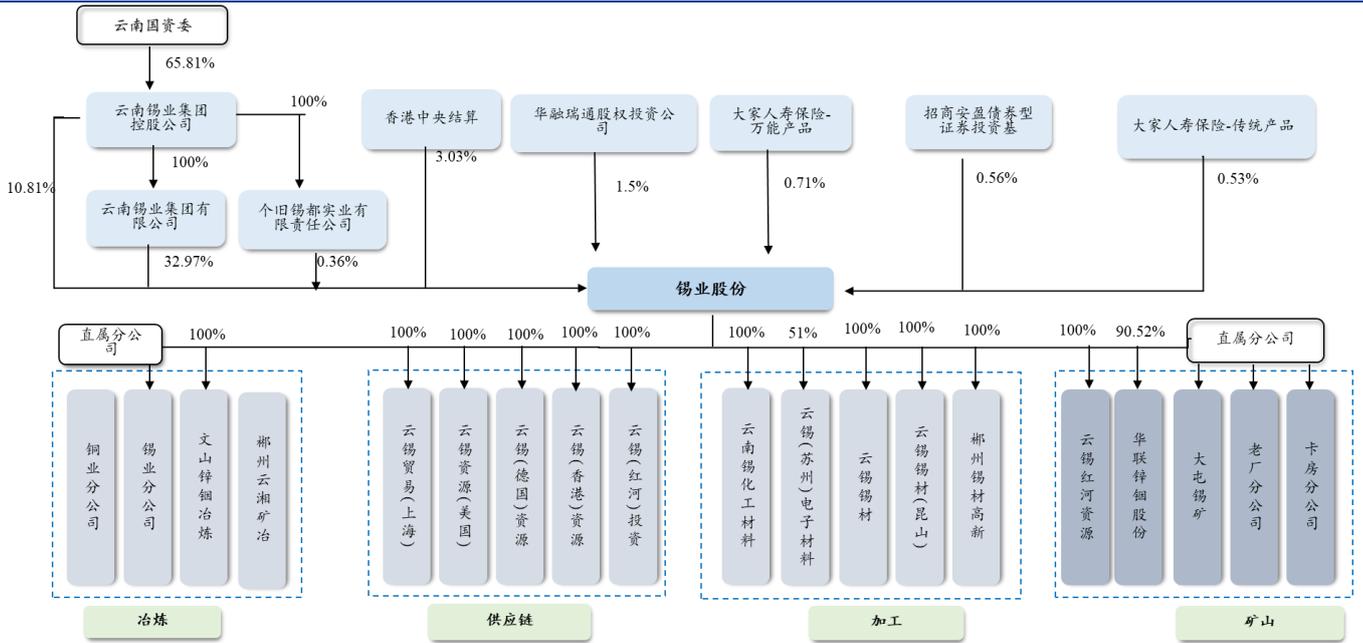


数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.1.2 云南省属国企，采选冶和深加工纵深一体化

省属国企，打造有色金属平台。公司控股股东为云南锡业集团，控股股东及其一致行动人间接和直接持股比例达到 44.14%，云南省国资委为实控人。云南锡业集团是云南省重点打造的“有色金属产业整合发展平台和重要的有色金属产业集团”，公司未来将依托大股东的平台优势，积极开展资源拓展整合工作，资源保障能力强。

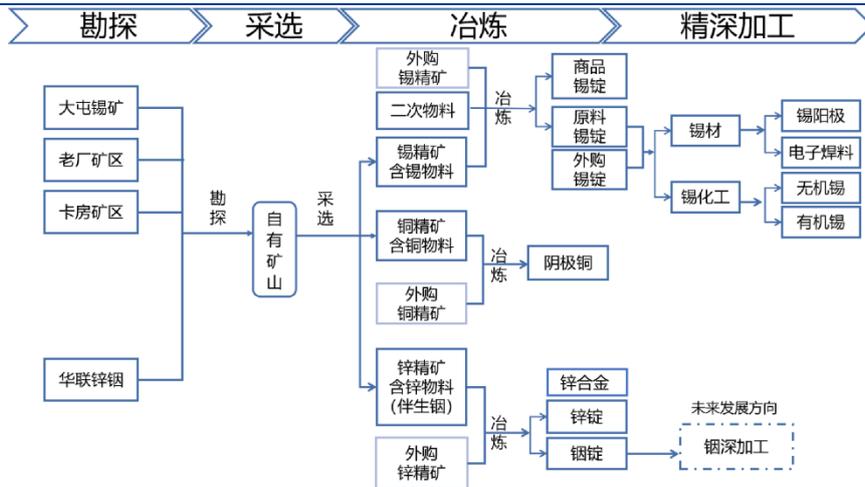
图表 2：云南省国资委为公司实控人（截至 2022 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告、华福证券研究所

采选冶和深加工纵深一体化，从锡矿到锡材/锡化工全产业链覆盖，铜产业链有望进一步延伸。公司凭借丰富的资源和最完整的产业链，多年深耕形成了锡、铜、锌、铟、锡材、锡化工及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局，主要产品有锡锭、阴极铜、锌锭、压铸锌合金、铟锭、锡材及锡化工产品等 1100 多个规格品种。除自产精矿外，公司还外购精矿原料冶炼成锡锭、阴极铜、锌锭和铟锭等，部分锡锭用于锡产品深加工，随着铟在光伏领域和半导体领域的应用发展，公司将在现有基础上进一步发展铟的深加工及相关产业布局。

图表 3：生产路径及流程



数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.1.3 锡铟双料龙头，市场地位稳固

立足现有矿山区域，不断加强地质找矿。公司矿山主要分布在云南个旧及文山

地区，其中在个旧的矿山有大屯锡矿、老厂矿区、卡房矿区，在文山的主要有华联锌铟。现有采矿权 8 个、矿区面积 75.80 平方公里，探矿权 6 个，截止 2022 年底，公司各种金属保有资源量：矿石量 2.65 亿吨，锡金属量 66.7 万吨、铜金属量 119.36 万吨、铅金属量 9.69 万吨、锌金属量 383.71 万吨、银 2,548 吨、铟 5,082 吨，锡、铟资源量均居国内首位，且资源量随勘探进行仍有继续提升潜力。公司下属矿山单位共投入勘探支出 1.67 亿元，全年新增有色金属资源量 4.8 万吨，其中：锡 1.8 万吨、铜 3.0 万吨。“十四五”期间圈定的地质找矿 9 大重点靶区的找矿潜力和开发条件较好，现有矿区长期正常服役基础扎实，且矿区富含多种有价金属，随着开发利用技术水平的提升，资源价值还将进一步提升。

图表 4：公司主要金属资源量丰富（截止 2022 年底）

矿石	锡	铜	铅	锌	三氧化钨*	银	铟
亿吨	万吨	万吨	万吨	万吨	万吨	吨	吨
2.65	66.7	119.4	9.7	383.7	8.01	2,548	5082

※三氧化钨储量为 2021 年底数据
 数据来源：公司公告、华福证券研究所

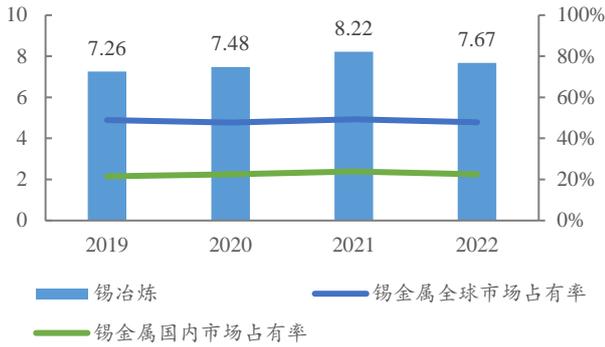
图表 5：加强地质找矿保障资源

矿区	资源储量类型	矿石量	锡金属量	铜金属量	总金属量
		万吨	吨	吨	吨
所属矿山	探明资源量	51.85	4031	9,962	13,992
	控制资源量	163.02	10,850	15,368	26,218
	推断资源量	36.36	3,130	4,565	7,695
总计		251.23	18,011	29,895	47,906

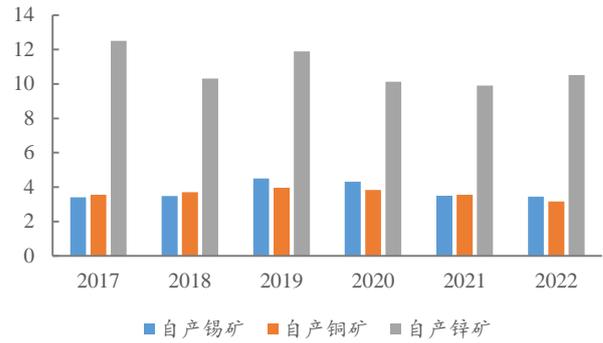
数据来源：公司公告、华福证券研究所

2022 年公司锡冶炼产量全球占比 22.5%。目前公司冶炼产能主要分布在文山锌铟、铜业分公司、锡业分公司，拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4.1 万吨/年、锡化工产能 2.4 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年、铟冶炼产能 60 吨/年，公司锡产量自 2005 年以来连续 17 年位于世界第一。2022 年公司锡锭产量 7.67 万吨，占中国精锡产量的 47.78%，全球占比 22.54%，处于绝对龙头地位；铟产量 73 吨，国内占比 10.94%，全球占比 3.63%，其中原生铟全球市占率约 8.14%，国内市占率约 16.52%。

从资源自给率来看，2022 年锡原矿金属量 3.44 万吨，自给率 31%；铜原矿金属量 3.16 万吨，自给率 19%；锌原矿金属量 10.52 万吨，自给率 69%。

图表 6：锡冶炼产量全球占比/（万吨，%）


数据来源：公司公告、ITA、华福证券研究所

图表 7：锡、铜、锌原矿产量/万金属吨


数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.1.4 锡、锌贡献公司主要毛利，锡价企稳有望带来业绩修复

2016 年华联锌铟并表以及贸易业务稳定增长，公司营收规模呈现上升趋势，2021 年因欧洲能源紧缺和全球流动性宽松，有色价格持续走高，叠加锡、锌产量提升，公司营收和盈利水平创历史新高。

2022 年锡价虽然冲高回落，但公司自产产品不同程度增加，由于供应链业务营收下滑，致公司总营业收入同比下降 3.43%至 520.0 亿元。锡价下行导致公司期间计提资产减值损失 9.87 亿元，阶段性影响公司盈利能力，2022 年公司归母净利润同比下降 52.21%至 13.46 亿元。2023 年锡价有望触底企稳，公司利润或将重回扩张区间。

图表 8：公司营业收入及同比/（亿元，%）


数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

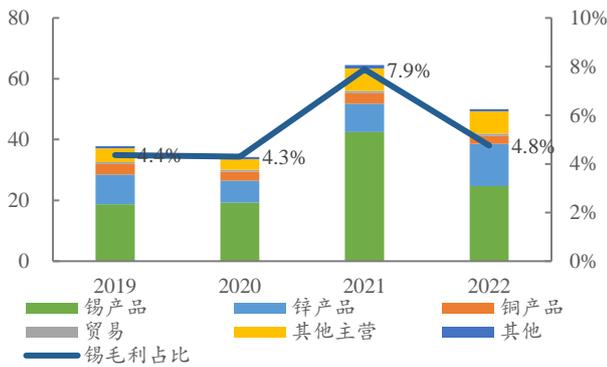
图表 9：2022 年利润释放不及预期/（亿元，%）


数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

锡、锌产品贡献公司主要利润。锡产品合计毛利贡献长期在 50%左右，锌占比变化较大。2018 年 11 月文山锌铟冶炼有限公司年产 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目投料试生产，公司锌精矿全部转为自用，2022 年公司锌产品毛利占比 27.7%，锡产品毛利占比 49.4%。

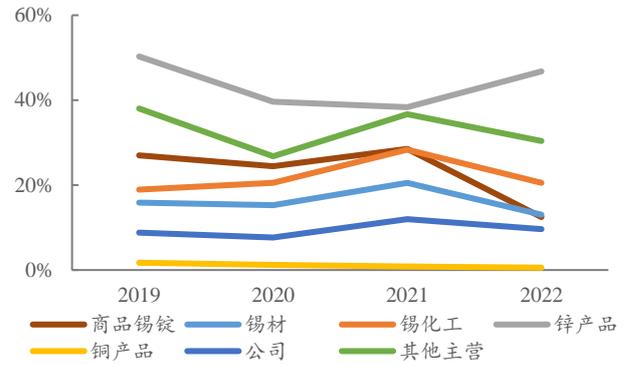
2022 年商品价格宽幅波动，公司整体毛利率水平降至 9.6%。其中商品锡锭毛利率从 28.5%降至 12.5%，锌产品毛利率从 38.3%升至 46.8%，铜产品毛利率从 4.9%小幅下降至 3.3%，其他深加工产品锡材、锡化工均出现不同程度下降，分别为 13.0%和 20.5%。

图表 10：锡、锌贡献主要毛利/（亿元，%）



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

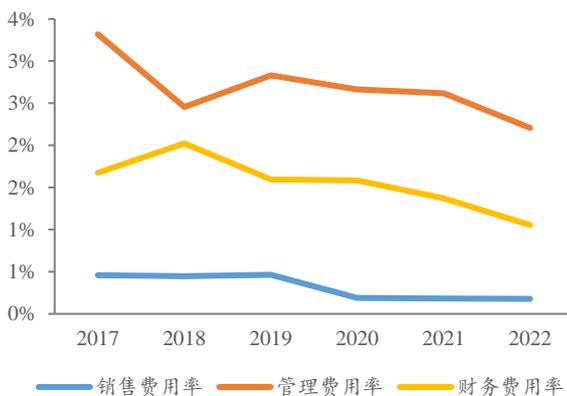
图表 11：公司各产品板块毛利率/%



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

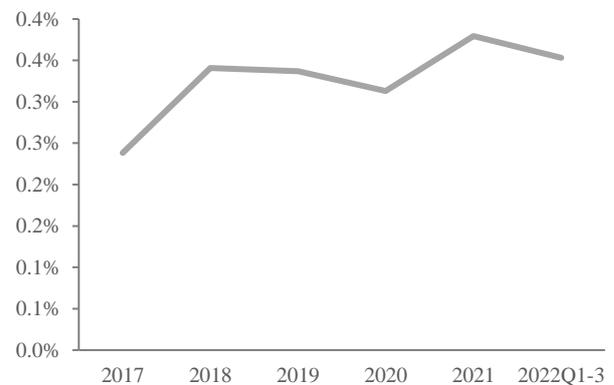
落实国企改革方案，三费下降明显。2018 年云锡控股公司入选国家“双百行动”改革试点企业，公司持续优化管理结构、落实降本增效，公司费用率明显下降，未来将进一步推动国企改革三年行动方案。2022 年公司提出战略发展新规划，力争三年上台阶、八年大发展、十五年大跨越，努力做好资源供给保障和高效利用。公司加大研发投入，加快建设现代化矿山建设，加大深加工新材料的科技研发，提高核心竞争力。

图表 12：国企改革增强公司治理能力/%



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

图表 13：公司加大新材料科技研发/%



数据来源：wind、公司公告、华福证券研究所

2 老牌锡资源企业，焕发“锌”动能

2.1.1 大屯锡矿：采选一体的主力生产单位，采矿规模 200 万吨以上

大屯锡矿成立于 1952 年，2016 年与松树脚分矿、大屯选矿分公司、大屯选矿

厂整合重组，现原矿生产能力 200 万吨/年以上，选矿能力超过 300 万吨/年。

大屯锡矿致力于打造绿色矿山打造循环经济，2021 年采矿回采率 94.1%，处国内同类地质条件下锡矿石开采先进水平；持续推进三维建模，地、测、采生产技术协同平台运用，新增找矿锡铜金属 3.5 万吨；积极研究尾渣膏体充填等绿色采选技术，增强矿山可持续发展。

2.1.2 老厂分公司：个旧矿区最大矿田，采矿规模 181.5 万吨

老厂分公司下属矿山是个旧矿区最大的矿田，也是我国最早发现和开采的锡矿区之一，现有马鹿塘坑、竹叶山坑、塘子凹坑三个坑口，羊坝底选矿厂和风筝山选矿工段，2004 年资产评估报告显示该采矿权拥有锡资源储量 13.86 万吨，品位 0.52%；铜 19.66 万吨万吨，品位 1.6%。

图表 14：老厂分公司资源储量（2004 年评估）

项目	矿石量/万吨	金属量/万吨	品位/%
锡	2669.2	13.86	0.52
铜	1228	19.66	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

矿山主要采用坑下开采方式，生产能力共计 181.5 万 t/a，选矿厂处理能力超过 140 万吨/年，其中风筝山选矿工段处理规模 23 万吨/年，羊坝底选厂具有日处理氧化矿 1000t/d 的氧化矿工段、3000t/d 的硫化矿工段、300t/d 的粗锡精选工段，共计年处理能力 142 万吨。

2.1.3 卡房分公司和卡房分矿：云锡“南大门”，采矿规模 150 万吨以上

卡房分公司是一个超大型的锡矿区，也是大型的铜、铅、锌、钨和银矿区，此外还伴生众多的有色和稀有金属矿产，2004 年公司募集资金同时收购老厂和卡房分公司。根据 2004 年资产评估报告，卡房分公司拥有锡资源储量 4.58 万吨，品位 0.67%；铜 12.53 万吨，品位 1.26%。

图表 15：卡房分公司资源储量（2004 年评估）

项目	矿石量/万吨	金属量/万吨	品位/%
锡	686.52	4.58	0.67
铜	994.98	12.53	1.26

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2013 年卡房分矿注入，包括一个铜矿和一个多金属矿，开采矿种为铜矿、钨，生产规模 150 万吨/年。其中，单铜矿矿石 60 万吨/年，多金属矿 90 万吨/年。共有两个选矿厂，一选厂主要处理单铜矿，处理规模 2000t/d，二选厂处理多金属矿，处理规模 3000t/d。根据收购时的评估报告，保有资源储量为 1699.90 万吨，其中：单铜矿含铜 12.03 万吨、平均品位 1.65%，多金属矿含 WO₃ 2.53 万吨、平均品位 0.26%；伴生锡金属量 1489 吨、平均品位 SnO 0.174%，银金属量 8.8 吨，平均品位 12.74×10⁻⁶，WO₃ 1731 吨，平均品位 0.106%，其他还含有硫、铜、铋、钼等。

图表 16：卡房分矿资源储量（2004 年评估）

项目	单铜矿		多金属矿		伴生	
	储量/万吨	品位/%	储量/万吨	品位/%	储量/吨	品位/%
铜	12.03	1.65	-	-	5631	0.06
WO ₃	-	-	2.5	0.26	1731	0.106
锡	-	-	-	-	1489	0.174
银	-	-	-	-	8.8	12.74×10 ⁻⁴
硫	-	-	-	-	399,046	6.59
铋	-	-	-	-	2816	0.03
钼	-	-	-	-	1408	0.015

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.1.4 华联锌铟：锌、铟优质资产，产能继续扩大焕发“铟”动能

2015 年公司重大资产重组收购华联锌铟 75.74% 股权，并不断提升股权占比，2022 年 8 月公司竞拍新获 8.37% 股份，完成后公司对华联锌铟股权占比提升至 90.52%。华联锌铟拥有铜曼矿区、金石坡锌锡矿区、小老木山锌锡矿区、花石头矿区四个采矿权和云南省马关县辣子寨-I 铅锌矿勘探、云南省马关县辣子寨铅锌矿（区块 II）地质勘探、云南省马关县老寨锡锌多金属矿勘探、云南省马关县都龙水碓厂银铅锌多金属矿勘探四个探矿权，其中铜曼矿区是华联锌铟目前的主力矿山。

根据公司收购评估报告，铜曼矿区拥有工业矿石储量 7836.99 万吨，含铟金属量 315.48 万吨，平均品位 4.28%；锡金属量 27.9 万吨，平均品位 0.57%；铜金属量 2.9 万吨，平均品位 1.11%。2017 年公司对华联锌铟实施铜街-曼家寨矿段 360 万吨/年采矿扩建工程及其配套项目，于 2022 年 3 月 17 日完成了采矿规模扩建工程，铟精矿产能达到 12 万吨/年。

金石破矿区，工业矿保有资源储量 235.32 万吨，含铟金属 6.66 万吨，平均品

位 5.67%；锡金属量 0.14 万吨，平均品位 0.41%，设计开采规模 10 万吨/年。

图表 17：华联锌铟采矿权资源储量（2014 年评估）

项目		锌	锡	铜	铟	WO ₃	
铜曼	工业矿	储量/万吨	315.48	227.9	2.91	-	-
		品位/%	4.28	0.57	1.11	-	-
	低品位矿	储量/万吨	5.07	1.78	0.08	-	-
		品位/%	1.35	0.21	0.32	-	-
	伴生矿	储量/吨	-	-	-	0.57	镉、银、 砷、硫等
		品位/%	-	-	-	-	
金石坡	工业矿	储量/万吨	6.66	0.14	0.03	-	0.25
		品位/%	5.67	0.41	0.66	-	0.214
	低品位矿	储量/万吨	0.05	0.02		-	0.02
		品位/%	1.58	0.17		-	0.214

数据来源：公司公告、华福证券研究所

铜街-曼家寨采场现配套 2 个选矿车间和 1 个废石综合回收车间，选矿车间为新田选矿车间（规模为 8000t/d，计划技改升级至 9000t/d）、大坪选矿车间（规模为 3000t/d，其中 2000t/d 证办理闭坑手续），总体选矿规模为 363 万 t/a（11000t/d）；废石综合回收车间年处理原料废石 300 万 t/a（10000t/d），年产品矿石 67.5 万 t/a（2250t/d），产品矿石进入大坪选矿车间进一步选矿。

2.1.5 内增外拓保证资源供给

2017 年公司以总资产账面价值收购红河资源，获得大黑山铅锌矿普查探矿权和棉花山铅多金属矿普查探矿权，加上华联锡铟四个探矿，公司六大探矿权作为后期资源保障。其中，华联锌铟辣子寨-I 铅锌探矿权，根据 2013 年普查报告估算资源量矿石量 27.55 万吨，铅品位 4.54%、锌 7.17%、银 212.9g/t。

图表 18：六大探矿权进展

探矿权名称	进展
云南省马关县辣子寨-I 铅锌矿勘探	履行相关探转采程序
云南省马关县辣子寨铅锌矿（区块II）地质勘探	履行相关探转采程序
云南省马关县老寨锡锌多金属矿勘探	履行相关探转采程序
云南省马关县都龙水洞厂银铅锌多金属矿勘探	
云南省个旧市棉花山铅多金属矿普查探矿权	

卡房大黑山铅锌矿普查探矿权

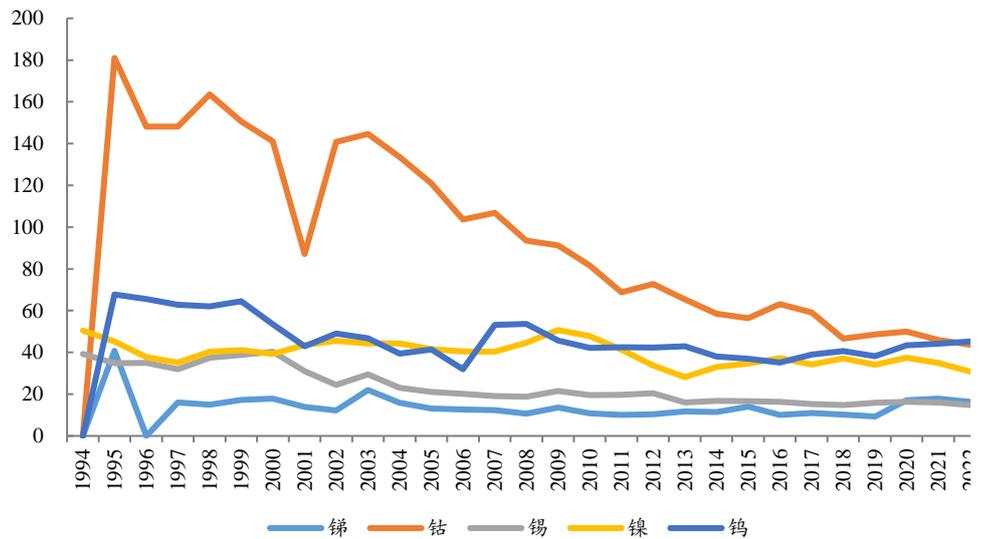
数据来源：公司公告、华福证券研究所

3 锡供给增量有限，消费有亮点

3.1.1 锡储采比常年处于有色金属低位，战略价值凸显

锡全球静态储采比常年处于有色金属低位。锡作为稀有金属，地壳含量较低，可用资源有限。1991年，中国国务院决定将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采的特定矿种，大幅减少了对相关矿权的审批；2018年，美国将锡列入35种关键矿产清单，实行只勘探不开采的政策，进一步凸显资源价值。根据USGS数据，锡静态储采比从2021年16:1降至15:1，伴随全球锡矿资源需求的不断上升和较少的新发现锡矿资源，因此全球锡矿资源的保障能力并不乐观。

图表 19：部分有色金属品种储静态采比

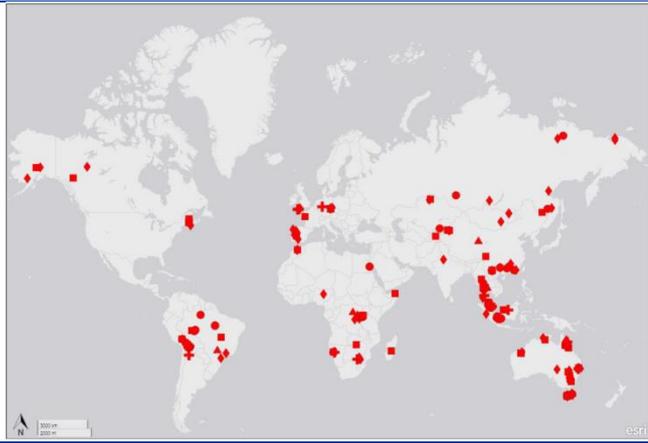


数据来源：Wind、USGS、华福证券研究所

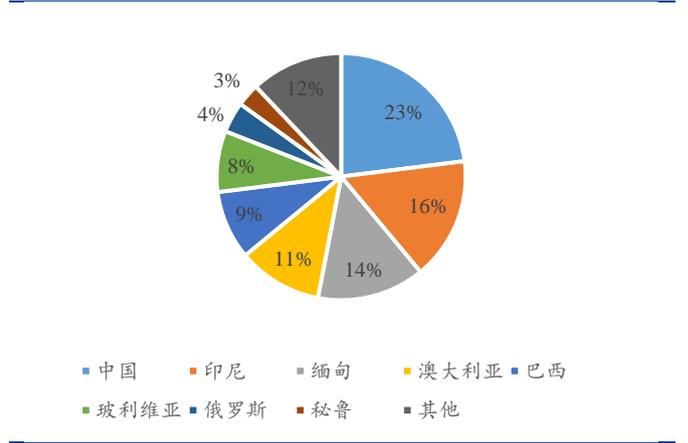
全球锡储量分布较为集中。据USGS数据，2021年全球锡储量约490万吨，其中，中国锡储量位居全球第一，占比23%，其次为印度尼西亚、缅甸、澳大利亚和巴西，分别占比16%、14%、11%、9%。全球储量呈现下降态势，截至2022年末，全球锡储量为460万吨，较2000年的960万吨储量已下滑52.08%。

图表 20：全球提资源分布

图表 21：全球分国家锡资源储量占比/%



数据来源：个旧千島金属、华福证券研究所

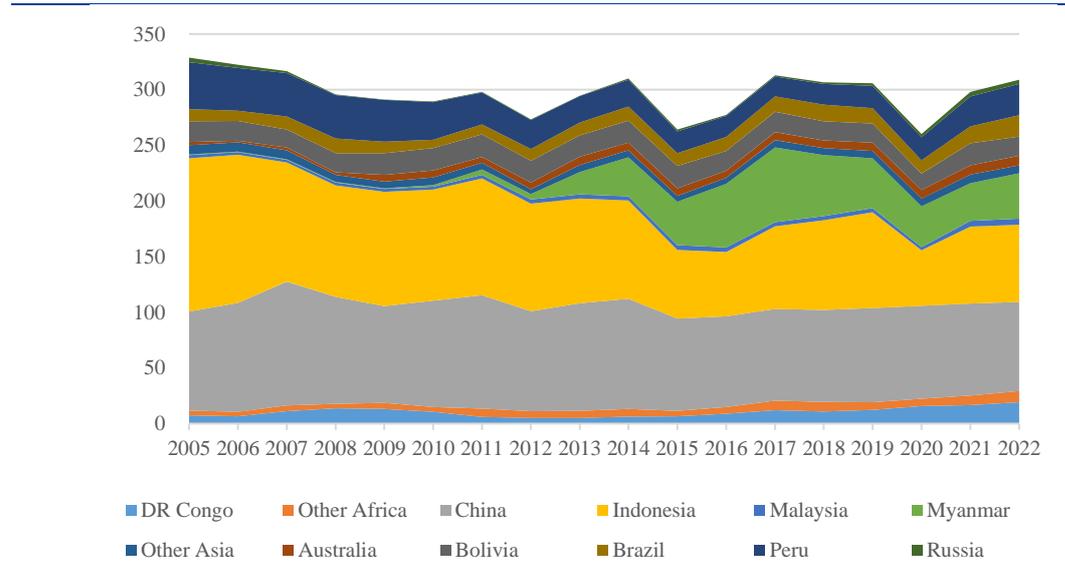


数据来源：华经情报、华福证券研究所

3.1.2 在产矿山品位下降，增量释放低于预期，锡矿供应难有增量

2022 年全球锡矿产量 30.9 万吨，纵观 2005-2022 年期间，全球锡矿产量基本维持在 30 万吨附近水平，但主流供应国受品位下降和成本抬升等因素影响，普遍呈现下降趋势。

图表 22：全球分国家锡矿产量/kt

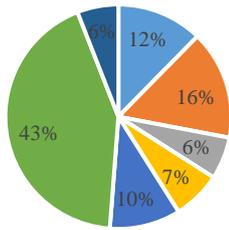


数据来源：CRU、华福证券研究所

中国为全球第一大生产国，2022 年锡矿产量 8 万吨，处于近十年较低水平。云南、广西、江西和湖南等是我国锡矿主要分布的区域，长期的资源开发导致现阶段国内锡矿矿石平均品位逐渐下降，开采难度及相关成本逐渐上升，叠加“双碳”政策在个行业的进一步落实，预计国内锡矿产量难有增量。

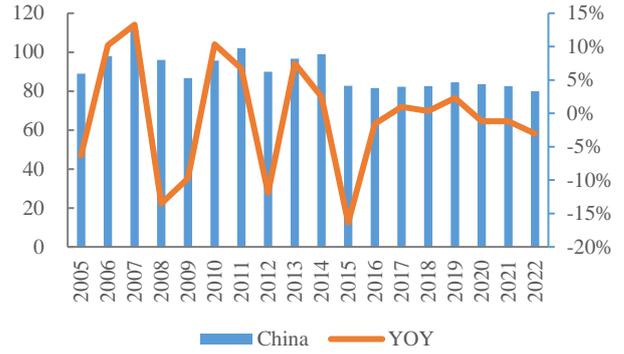
图表 23：中国锡资源储量分布/万吨

图表 24：中国锡精矿产量/%



■ 内蒙古 ■ 江西 ■ 湖南 ■ 广东 ■ 广西 ■ 云南 ■ 其他

数据来源：自然资源部、华福证券研究所

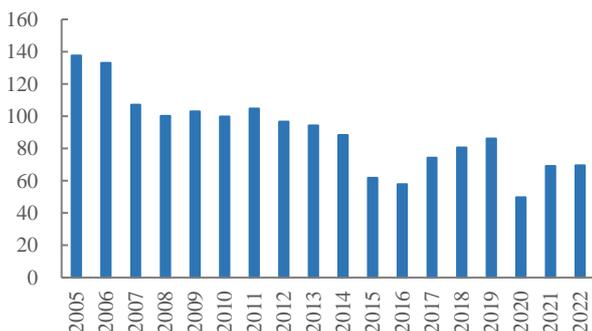


数据来源：CRU、华福证券研究所

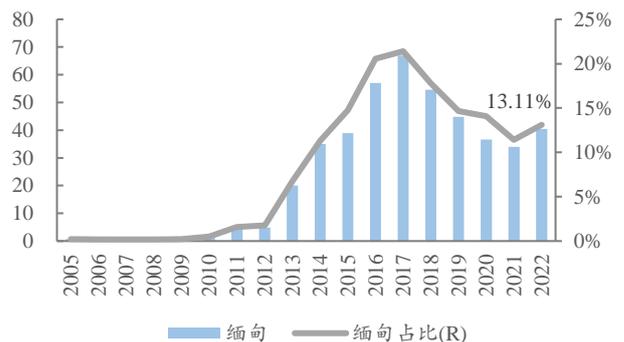
印尼是全球第二大锡精矿生产国，但锡矿资源矿床更深/品位更低，锡矿产量受到较大压制。印尼锡矿产已由 2005 年的峰值 13.7 万吨下降到 2022 年的 6.95 万吨。未来印尼锡矿资源将更多向大型冶炼厂集中，小企业精锡产量大幅增长的可能性将越来越小，精锡产量将趋于稳定，产量弹性将系统性下降。目前印尼主要有 Timah 和 Koba 两家大型企业，随着印尼锡原矿品位下降，小企业的小规模生产模式愈发不经济，大量小企业将被清出市场。

缅甸为第三大生产国，2017 年后转为地下开采，产量高位回落。缅甸锡精矿供应主要来自于佤邦曼象矿区，2012 年高品位、低成本矿开发之后，供给量陡升，使得缅甸一跃成为全球第三大锡矿供给国家，由 2012 年的不足 0.5 万吨增至 2017 年的 6.7 万吨。2017 年全面进入地下开采阶段，品位进一步下降到 1.5%~2%，生产成本的增幅也比较快，矿山的开采难度增加，导致矿石开采量出现了比较明显的减少。缅甸矿山品位系统性下降不可避免，矿山地下开采阶段成本持续提升，并且佤邦中央经济计划委员会从 2022 年中将矿产品出口综合关税由 25% 上调至 30%，进一步抬高出口成本。2022 年缅甸锡精矿产量 4.05 万吨，较 2017 年高点下降 39.6%。

图表 25：印尼锡矿产量/kt



图表 26：缅甸转地下开采，产量回落/(kt, %)

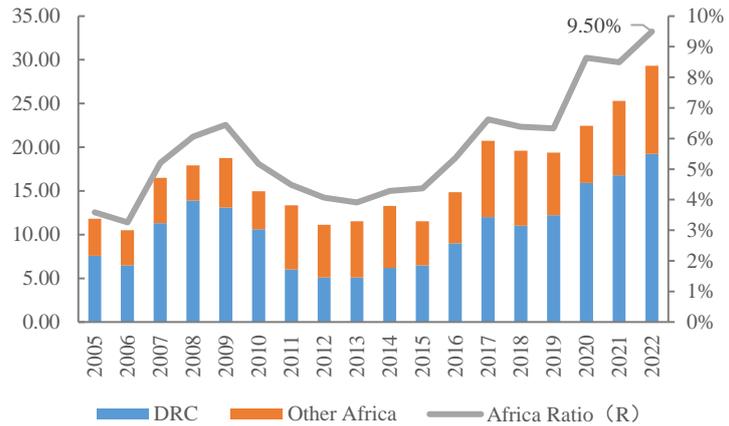


数据来源：CRU、华福证券研究所

数据来源：CRU、华福证券研究所

非洲是未来锡矿产量增长前景较好的地区之一，2018 年以后产量出现逐渐增加的趋势。2022 年非洲产量达到 2.93 万吨，同比增长 16.0%，其中刚果（金）达到 1.92 万吨，占比 65.6%，主要供应商为比齐矿山。

图表 27：刚果（金）贡献主要增量/（kt，%）



数据来源：CRU、华福证券研究所

短期新增矿山项目增量有限。全球主要新增项目主要集中在 2025 年以后，根据 ITA 预计，根据投产进度和爬产考虑，预计 2023 年全球锡矿增量比较有限，2023-2025 年新增项目增量有望达到 2-2.5 万吨，但仍小于消费增量。

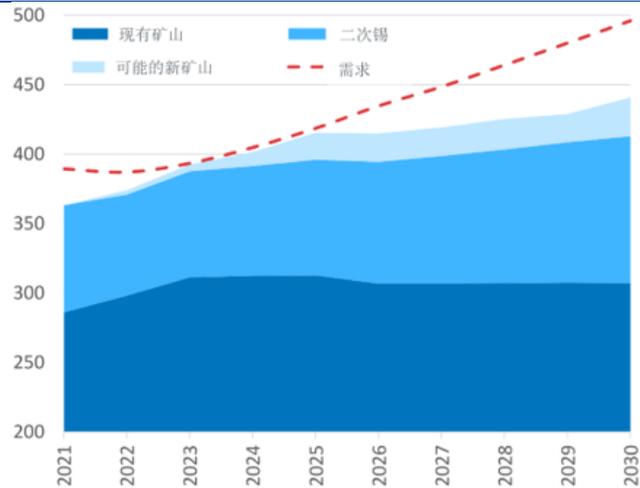
图表 28：全球主要待投产锡矿项目

国家	公司	项目名称	开发阶段	储量/预估年产 (万金属吨)	预计投产时间
澳大利亚	MetalX	Rentails	Feasibility	10.5	2024 年
中国	兴业矿业	银漫矿业	Expansion	0.75/y	2024 年
刚果	Alphamin Resources	Bisie Mpama South	Feasibility	0.72/y	2023 年 12 月
秘鲁	明苏公司 (Minsur)	Nazareth Project	Exploration	8.25	2025 年以后
秘鲁	明苏公司 (Minsur)	Santo Domingo Project	Exploration	-	2025 年以后
德国	Firsr Tin	Gottesberg	Exploration	11.4	2025 年以后
澳大利亚	Firsr Tin	Taronga	Feasibility	5.72	2025 年以后
俄罗斯	Seligdar	Pyrkakay	Exploration	26.7	2025 年以后
西班牙	Elementos	Oropesa Project	Feasibility	6.6	2025 年以后
澳大利亚	Elementos	Cleveland	Feasibility	5.5	2025 年以后
哈萨克斯坦	TIN ONE	Syrymbet	Feasibility	49	2025 年以后
加拿大	Avalon Advanced Materials	East Kemptville	Feasibility	5	2025 年以后
摩洛哥	Kasbah Resources	Achmmach	Feasibility	15.6	2025 年以后
澳大利亚	Aurora Metals	Mt Garnet	Feasibility	4.9	2025 年以后

澳大利亚	Venture	M Lindsay	Feasibility	8.1	2025 年以后
澳大利亚	Stellar Resources	Heemskirk	Feasibility	7.1	2025 年以后
英国	Strongbow	Sth Crofty	Feasibility	4.4	2025 年以后
德国	Firsr Tin	Tellehauser	Exploration	10.2	2025 年以后
中国	Weilasituo	Weilasituo	Exploration	5.8	2025 年以后

数据来源：SMM、华福证券研究所

图表 29：未来全球新增矿山有限/kt



数据来源：ITA、华福证券研究所

3.1.3 精炼锡冶炼集中度高，二次原料供应难有增量

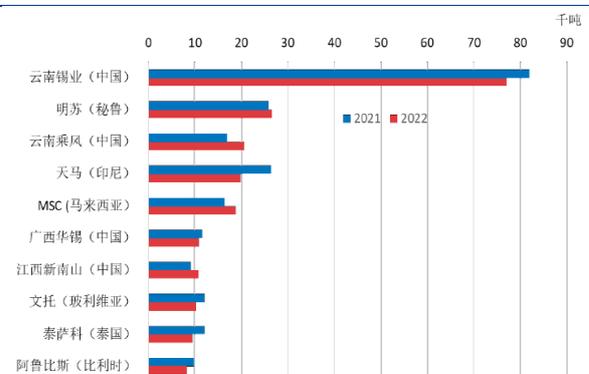
全球精炼锡产能集中度高，中国 2022 年产量 17.9 万吨，同比下降 0.9%，全球占比 47.1%，分企业看云南锡业产量最大且远超其他。2022 年全球精炼锡产量同比下降 0.3%至 37.97 万吨，其中二次精锡产量为 7.11 万吨，同比下降 6.0%。大部分的锡二次生产是基于电子、马口铁和化工行业生产废料的回收。更高效的加工工艺已经限制了这部分二次原料的供应，而 2022 年的锡价大跌又增加了供应压力。

图表 30：全球精锡产量/万吨



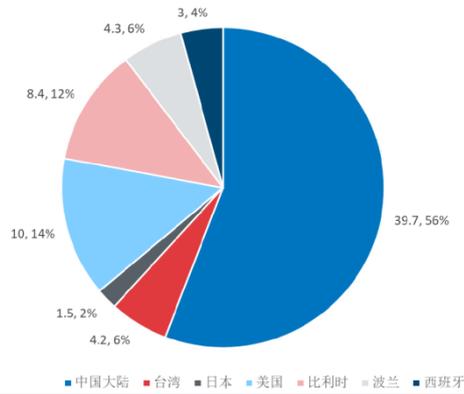
数据来源：ITA、华福证券研究所

图表 31：全球十大精锡生产企业/kt



数据来源：ITA、锡业股份公告、华福证券研究所

图表 32：全球二次锡产量及占比/%

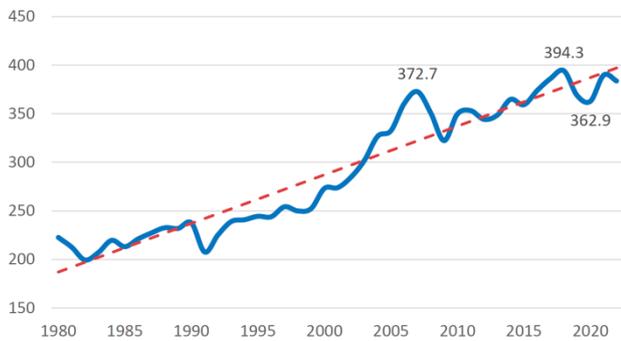


数据来源：ITA、华福证券研究所

3.1.4 消费新亮点，供需或将重回紧张局面

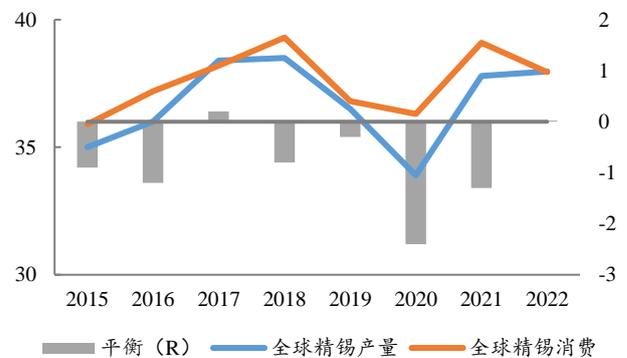
拉长周期，锡消费呈现稳步增长。上个世纪八十年代以来，随着全球电子行业发展，锡需求维持增长态势，2021 年全球精炼锡供需缺口接近 1 万吨，彼时价格也从最低的 15 万元/吨冲至年末 30 万元/吨；2022 年，需求端受消费电子和全球经济疲软等影响有所回落，全球精锡供需出现阶段性过剩；2023 年随着中国疫情影响削弱、经济修复预期不断增强，锡消费有望进一步修复，而数字经济、新能源等新消费亮点将成为驱动锡消费的主要驱动力。

图表 33：全球锡需求维持增加趋势/kt



数据来源：ITA、华福证券研究所

图表 34：全球精炼锡供需平衡/万吨



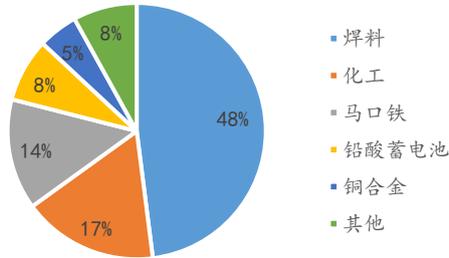
数据来源：ITA、SMM、华福证券研究所

疫情影响削弱，传统需求有望触底。精锡应用广泛，从消费结构上看，锡焊料占比 48%、锡化工占比 17%、马口铁占比 14%、铅酸电池占比 8%、锡铜合金及其他领域占比 5%。其中，锡焊料广泛用于电子制造业的半导体封装，未来随着智能化和数字经济等带来的算力要求，半导体的迅速发展将带动锡的需求量将会进一步加大，锡矿资源的保障需求越来越重要。

以电子焊料消费结构来看，22%应用于计算机，20%应用于通讯设备，14%应用于汽车工业，29%应用于其他消费电子。2022 年电子消费疲软拖累锡需求，

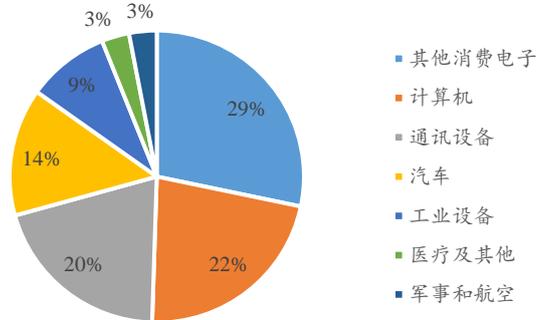
2023 年随着复苏预期的提振，传统需求有望触底，而 AI 带来的算力芯片消耗也将继续推动锡在半导体封装的需求增量。

图表 35：2021 年全球锡消费结构



数据来源：ITA、华福证券研究所

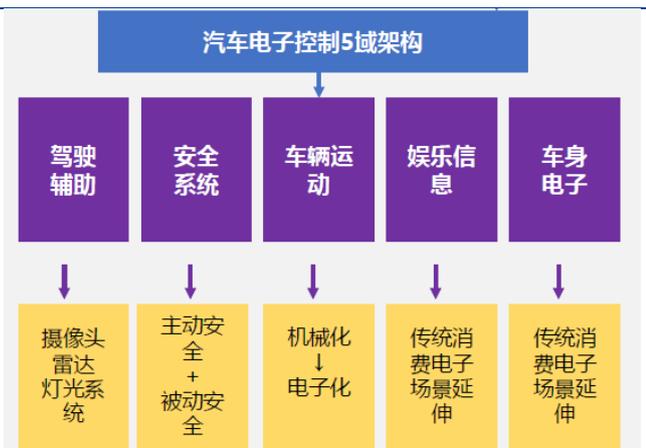
图表 36：2021 年电子焊料终端应用占比/%



数据来源：ITA、华福证券研究所

新消费领域将成为锡消费主要驱动力。光伏产业锡需求主要集中在由锡铅焊料和铜基材制备的光伏焊带中，随着硅料新增产能产量的大规模释放，2023 年全球光伏装机需求将大幅提升，根据华福证券电新组数据，2023 年新增装机需求可达 350GW，年增 45.8%。根据行业经验假设单 GW 锡用量 75 吨，则 2022 年光伏行业用锡量为 1.8 万吨，2023 年将达到 2.6 万吨；根据行业经验假设新能源汽车单车用锡量 0.7kg，保守估计全球新能源汽车产量增加 300 万辆，则 2023 年对应锡需求近 1 万吨，增幅 28.2%。

图表 37：新能源汽车电子化带动锡消费



数据来源：锡业股份、华福证券研究所

图表 38：光伏焊带



数据来源：ITA、华福证券研究所

图表 39：全球锡供需平衡测算

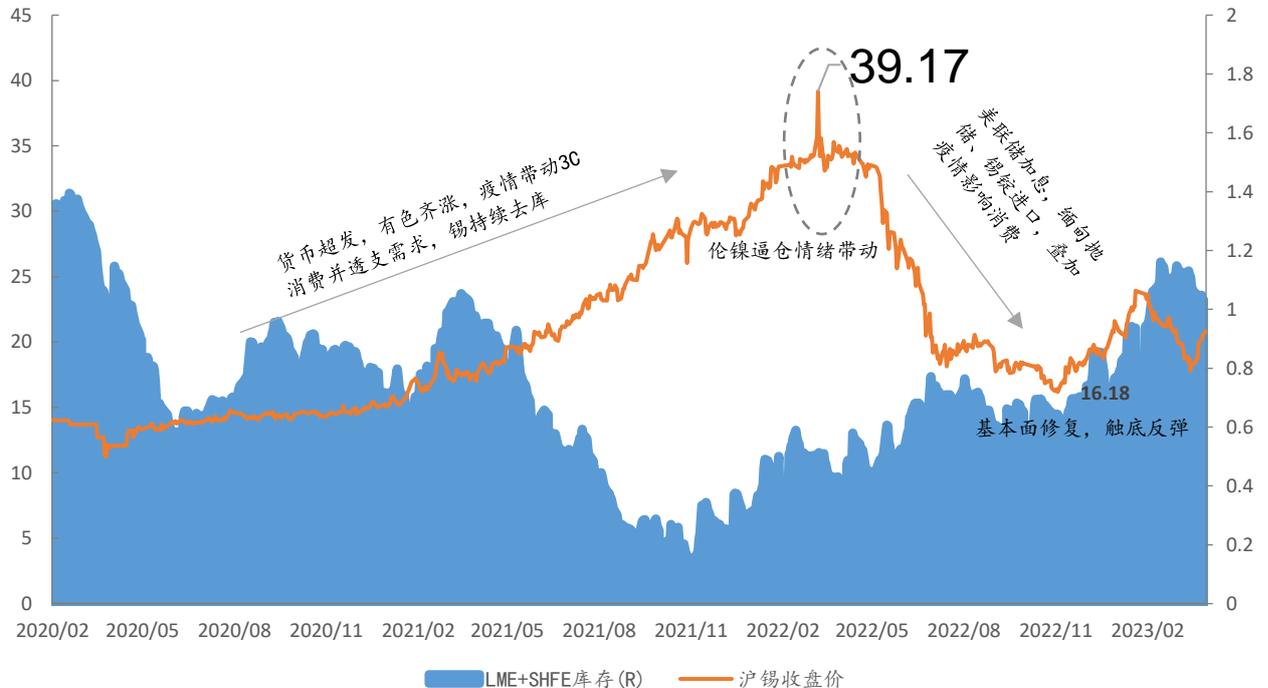
	单位	2022A	2023f	2024f	2025f
全球精锡产量(含再生)	万吨	37.97	37.97	38.97	40.47
全球精锡消费	万吨	37.95	39.34	40.72	42.29
平衡	万吨	0.02	-1.4	-1.7	-1.8

全球新增光伏装机量	GW	240.00	350.00	460.00	580.00
YOY		37.1%	45.8%	31.4%	26.1%
锡需求	万吨	1.8	2.6	3.5	4.4
全球新能源汽车	万辆	1065	1365	1646.5	2086.1
锡需求	万吨	0.7	1.0	1.2	1.5
YOY		68%	28%	21%	27%
辅助					
其他锡需求 (倒算)		35.40	35.76	36.12	36.48
			1%	1%	1%

数据来源：CPIA、TrendForce、ITA、华福证券研究所

锡拥有强价格弹性，上方空间大。2020年开始，受全球货币超发等宏观情绪提振，以及疫情期间3C消费超预期增加，锡价格连续上涨至39.17万元/吨。2022年中，加息预期打压有色金属价格集体下行，叠加缅甸政府高位抛售锡精矿库存和内外价差带动的锡锭进口增加，全球锡锭显性库存开始累库，价格回落至16.18万元/吨，最大跌幅58.7%。2023年受锡精矿供需偏紧和需求修复预期带动，锡价底部反弹，但库存仍处高位压制价格上行动力，我们认为锡价很有可能迎来重心缓慢上移的涨价去库存阶段。

图表 40：锡库存及价格走势/（万元/吨，万吨）



数据来源：Wind、SMM、华福证券研究所

4 盈利预测

4.1.1 核心假设

量：公司 2023 年生产经营计划，锡 7.9 万吨、铜 12.6 万吨、锌 12.46 万吨、铟 71 吨。根据公司 2022 年产量和 2023 年经营计划假设，2023-2025 年商品锡锭产量 4.7/4.7/4.7 万吨，自产锡原矿 3.4/3.4/3.4 万吨；锡材 2.7/2.8/2.9 万吨；锡化工 2.2/2.2/2.2 万吨；阴极铜 12.6/12.6/12.6 万吨，自产铜原矿 3.6/3.6/3.6 万吨；锌产品 13.6/13.6/13.6 万吨，自产锌原矿 12/12/12 万吨。

价：假设锡因消费带动而重回短缺，锡价重心逐步抬升。假设 2023-2025 年锡锭分别为 24/24.9/24.9 万元/吨，锡材、锡化工价格随锡价按比例变化；阴极铜价格分别为 6.8/6.9/6.9 万元/吨；锌锭价格分别为 2.3/2.3/2.3 万元/吨。

利：2022 年因锡价波动较大，公司锡业务毛利率影响明显。随锡价触底企稳后，公司锡业务毛利率有望修复，预计 2023-2025 年公司商品锡锭毛利率分别为 20.5%/21.6%/21.6%；锡材 13.0%/13.0%/13.0%；锡化工 21%/21%/21%；锌产品 45.3%/45.3%/45.3%；铜 5.8%/5.9%/5.9%。

4.1.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 474.5/483.9/485.4 亿元；毛利 58.3/61.0/61.3 亿元，对应毛利率分别为 12.3%/12.6%/12.6%。

图表 41：盈利预测

名称		单位	2021	2022	2023	2024	2025
商品锡锭	产量	万吨	4.70	4.61	4.70	4.70	4.70
	销量	万吨	4.67	4.53	4.70	4.70	4.70
	收入	亿元	89.58	99.2	99.76	103.50	103.50
	成本	亿元	64.02	86.83	79.30	81.15	81.15
	毛利	亿元	25.56	12.37	20.46	22.35	22.35
	毛利率		28.5%	12.5%	20.5%	21.6%	21.6%
锡材	产量	万吨	3.04	2.66	2.74	2.79	2.85
	销量	万吨	3.11	2.67	2.74	2.79	2.85
	收入	亿元	56.71	57.17	56.90	60.21	61.42
	毛利	亿元	11.64	7.45	7.41	7.85	8.00
	毛利率		20.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
锡化工	产量	万吨	2.04	2.17	2.20	2.22	2.24
	销量	万吨	2.04	2.22	2.20	2.22	2.24
	收入	亿元	18.59	23.83	22.85	23.94	24.18
	毛利	亿元	5.27	4.89	4.69	4.91	4.96
	毛利率		28.3%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
锌产品	产量	万吨	12.46	13.64	13.64	13.64	13.64
	销量	万吨	22.36	24.07	25.64	25.64	25.64

	收入	亿元	24.28	29.67	27.81	27.81	27.81
	成本	亿元	14.97	15.8	15.21	15.21	15.21
	毛利	亿元	9.31	13.87	12.60	12.60	12.60
	毛利率		38.34%	46.75%	45.31%	45.31%	45.31%
铜产品	产量	万吨	12.49	12.58	12.58	12.58	12.58
	销量	万吨	12.15	12.98	12.58	12.58	12.58
	收入	亿元	71.56	78.46	76.46	77.57	77.57
	成本	亿元	68.08	75.87	71.99	73.02	73.02
	毛利	亿元	3.48	2.59	4.47	4.55	4.55
	毛利率		4.9%	3.3%	5.8%	5.9%	5.9%
贸易	营收	亿元	255.15	205.40	164.32	164.32	164.32
	毛利	亿元	0.72	0.81	0.49	0.49	0.49
	毛利率		0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
其他主营	营收	亿元	20.24	24.01	24.21	24.29	24.39
	毛利	亿元	7.42	7.30	7.41	7.46	7.52
	毛利率		36.7%	30.4%	30.6%	30.7%	30.8%
其他	营收	亿元	2.34	2.23	2.23	2.23	2.23
	毛利	亿元	1.08	0.76	0.76	0.76	0.76
	毛利率	%	46.2%	34.1%	34.1%	34.1%	34.1%
总计	营收	亿元	538.45	519.97	474.54	483.89	485.43
	毛利	亿元	64.48	50.04	58.30	60.98	61.25
	毛利率		11.98%	9.62%	12.28%	12.60%	12.62%

数据来源: Wind、公司公告、SMM、华福证券研究所

公司三费整体呈现下行趋势, 研发费用率整体平稳, 预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.2/0.2/0.2%; 管理费用率分别为 2.2/2.2/2.2%; 研发费用率分别为 0.4/0.4/0.4%。

4.1.3 估值及投资建议

基于以上假设, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 28.3/31.0/31.3 亿元, 对应当前股本 EPS 为 1.72/1.88/1.90 元/股, 对应 4 月 21 日收盘价 15.72 元/股 PE 为 9.1/8.3/3.3 倍。2023 年给予可比公司平均 13.5XPE 估值, 对应目标价格 23.22 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值 (截止 4 月 21 日)

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				最新股价
			2022A/E	2023E	2024E	2025E	2022A/E	2023E	2024E	2025E	
600301.SH	南化股份	111	0.0	1.3	1.7	-	889.6	14.7	11.0	-	18.8
000426.SZ	兴业矿业	158	0.1	0.7	1.1	-	58.5	12.0	7.7	-	8.6
601899.SH	紫金矿业	3499	0.8	1.0	1.1	1.4	16.5	13.9	11.7	9.4	13.3
平均		-	-	-	-	-	321.5	13.5	10.1	-	-

注: 兴业矿业 2022 年年报暂未披露
 数据来源: Wind、华福证券研究所

5 风险提示

金属价格变化不及预期：

锡、锌、铜、钨等金属价格波动因素较多，不囿于基本面变化，价格不及预期将拖累公司业绩。

矿产资源开发存在不确定性的风险：

若由于不可预见的地质变化等原因，未来矿石资源实际储量、品位及可采量低于预期水平，或者因开采过程中的技术问题和自然灾害等原因导致矿产开采不具备经济可行性，均可能对上市公司业绩造成不利影响。

安全环保风险

随着国家产业升级和深化改革步伐的深入，国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格，相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

图表 43：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,398	5,031	8,686	12,158	营业收入	51,998	47,455	48,390	48,543
应收票据及账款	726	995	859	857	营业成本	46,993	41,625	42,291	42,419
预付账款	317	254	292	316	税金及附加	285	218	230	245
存货	5,937	4,978	5,154	5,310	销售费用	92	84	86	86
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,148	1,048	1,069	1,072
其他流动资产	1,761	1,594	1,802	1,898	研发费用	219	200	204	205
流动资产合计	11,139	12,852	16,793	20,539	财务费用	548	416	283	260
长期股权投资	316	316	316	316	信用减值损失	-92	-92	-92	-92
固定资产	17,563	17,384	17,217	16,961	资产减值损失	-987	-30	-30	-30
在建工程	1,523	1,173	1,123	1,123	公允价值变动收益	-11	0	0	0
无形资产	3,473	3,118	2,706	2,431	投资收益	107	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	109	109	109	109
其他非流动资产	2,657	2,575	2,545	2,557	营业利润	1,849	3,860	4,224	4,254
非流动资产合计	25,531	24,566	23,907	23,387	营业外收入	24	25	25	25
资产合计	36,670	37,418	40,700	43,927	营业外支出	52	52	52	52
短期借款	2,487	0	0	0	利润总额	1,821	3,833	4,197	4,227
应付票据及账款	1,514	1,397	1,450	1,504	所得税	251	529	579	583
预收款项	1	52	15	17	净利润	1,570	3,304	3,618	3,644
合同负债	170	183	224	270	少数股东损益	224	471	516	520
其他应付款	403	403	403	403	归属母公司净利润	1,346	2,833	3,102	3,124
其他流动负债	5,136	5,090	5,097	5,099	EPS (按最新股本摊	0.82	1.72	1.88	1.90
流动负债合计	9,711	7,126	7,189	7,293					
长期借款	7,945	7,945	7,945	7,945	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,692	1,692	1,692	1,692	成长能力				
非流动负债合计	9,637	9,637	9,637	9,637	营业收入增长率	-3.4%	-8.7%	2.0%	0.3%
负债合计	19,348	16,763	16,826	16,930	EBIT 增长率	-44.3%	79.3%	5.4%	0.2%
归属母公司所有者权益	16,390	19,252	21,954	24,558	归母公司净利润增长率	-52.2%	110.5%	9.5%	0.7%
少数股东权益	932	1,404	1,919	2,439	获利能力				
所有者权益合计	17,322	20,655	23,874	26,997	毛利率	9.6%	12.3%	12.6%	12.6%
负债和股东权益	36,670	37,418	40,700	43,927	净利率	3.0%	7.0%	7.5%	7.5%
					ROE	7.8%	13.7%	13.0%	11.6%
					ROIC	7.4%	12.9%	12.4%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率	52.8%	44.8%	41.3%	38.5%
					流动比率	1.1	1.8	2.3	2.8
					速动比率	0.5	1.1	1.6	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.1
					应收账款周转天数	5	5	5	5
					存货周转天数	50	47	43	44
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.82	1.72	1.88	1.90
					每股经营现金流	3.07	3.92	3.26	3.27
					每股净资产	9.96	11.70	13.34	14.92
					估值比率				
					P/E	19	9	8	8
					P/B	2	1	1	1
					EV/EBITDA	169	106	103	104

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn