

# 锡业股份 Yunnan Tin (000960 CH)

供应趋紧拐点至，锡铟龙头乘风起

Tightening Supply Leads to Turning Point, Tin-Indium Leader Benefit Considerably

观点聚焦 Investment Focus

## 维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb15.12
目标价	Rmb21.24
HTI ESG	5.0-5.0-5.0
MSCI ESG 评级	B
来源: MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb24.88bn / US\$3.45bn
日交易额 (3个月均值)	US\$46.64mn
发行股票数目	1,646mn
自由流通股 (%)	55%
1年股价最高最低值	Rmb17.37-Rmb11.41
注: 现价 Rmb15.12 为 2023 年 8 月 11 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-4.8%	2.5%	0.0%
绝对值 (美元)	-4.5%	-1.6%	-6.2%
相对 MSCI China	-7.8%	4.3%	6.0%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	51,998	50,788	52,744	54,856
(+/-)	-3%	-2%	4%	4%
净利润	1,346	1,936	2,373	2,639
(+/-)	-52%	44%	23%	11%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.82	1.18	1.44	1.60
毛利率	9.6%	9.3%	9.5%	9.6%
净资产收益率	8.2%	10.6%	11.5%	11.3%
市盈率	19.52	13.57	11.07	9.96

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- 全产业链布局，行业首冠的资源储量成就锡铟龙头地位。** 公司的锡、铟资源储量均居全球第一，拥有中国最大的锡生产、加工基地，同时也是全球锡行业唯一一个集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全产业链公司。目前已形成锡冶炼 8 万吨/年、锡材 4.1 万吨/年、锡化工 2.4 万吨/年、阴极铜 12.5 万吨/年、锌冶炼 10 万吨/年、铟冶炼 60 吨/年的产能规模，位列 2022 年全球十大精锡生产商第一位。
- 供应趋紧，锡价上行未来可期。** 在 2022 年锡价受挫，相关产业进行大规模去库存后，锡金属库存量处于历史地位。自 2023 年 8 月 1 日起，缅甸佤邦地区矿山停产。缅甸作为世界第三大锡金属产地，佤邦的停产将对全球锡供给造成较大扰动，预计供应将会持续趋紧，去库存化将带动锡价上行。
- 光伏与芯片双助力，打开下游需求缺口。** 光伏焊带是光伏组件的重要组成部分，其表面涂层需利用锡合金等涂层材料按一定成分比例和厚度均匀地覆裹在铜基材表面来满足可焊性。光伏市场的高速增长能够为锡焊料产品提供需求支撑。另一方面，AI 大模型的开发需要具备庞大的数据、算力支撑，对应的便是对芯片等计算机设备的高标准高要求。锡焊料作为智能设备与电子产业链中不可缺少的一环，算力的需求有望拉动芯片、主板等焊点用锡量的增加。
- 盈利预测与评级：** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 507.88 亿、527.44 亿、548.56 亿，公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.36 亿、23.73 亿、26.39 亿。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.18 元、1.44 元、1.60 元，参考可比公司估值水平，我们给予公司 2023 年 18 倍 PE，目标价格 21.24 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：** 金属价格波动的风险，环保政策调整的风险，下游需求不及预期的风险，国内外矿山产能超预期释放的风险。

吴漪婕 Yijie Wu  
lisa.yj.wu@htisec.com

## 一、公司简介

### 1. 百年征程，国资背景，打造锡铟龙头地位

云南锡业股份有限公司改制成立于 1998 年 11 月，前身始于清光绪（1883 年）朝廷拨款建办的个旧厂务招商局。历经 140 年的积淀和上市以来的高速发展，形成了锡、铜、锌、铟等金属矿的勘探、开采、选矿、冶炼及锡材、锡化工有色金属深加工的产业格局，拥有着锡行业内丰富的资源、最完整的产业链以及齐全的门类。公司拥有的锡资源储量和铟资源储量成就了公司锡、铟双龙头产业地位。

自 2005 年以来公司锡产销量位居全球第一，占有全球锡市场最大份额。2022 年公司锡金属市场约占国内锡市场的一半（47.78%），全球锡市场的四分之一（22.54%）。根据国际锡业协会统计，公司位列 2022 年十大精锡生产商第一位。

表 1 2022 年十大精锡生产商

排名	公司名称	2021 年精炼锡产量 (吨)	2022 年精炼锡产量 (吨)	增长率
1	云南锡业 (中国)	82,000	77,100	-6.0%
2	Minsur (秘鲁)	31,800	32,700	2.8%
3	云南乘风 (中国)	17,000	20,600	21.2%
4	PT Timah (印度尼西亚)	26,500	19,800	-25.3%
5	Malaysia Smelting Corp (马来西亚)	16,400	18,800	14.6%
6	广西华锡有色 (中国)	9,200	10,900	18.5%
7	江西新南山科技 (中国)	11,600	10,800	-6.9%
8	EM Vinto (玻利维亚)	12,100	10,300	-14.9%
9	Thaisarco (泰国)	12,100	9,500	-21.5%
10	Aurubis Beerse (比利时)	9,800	8,200	-16.3%

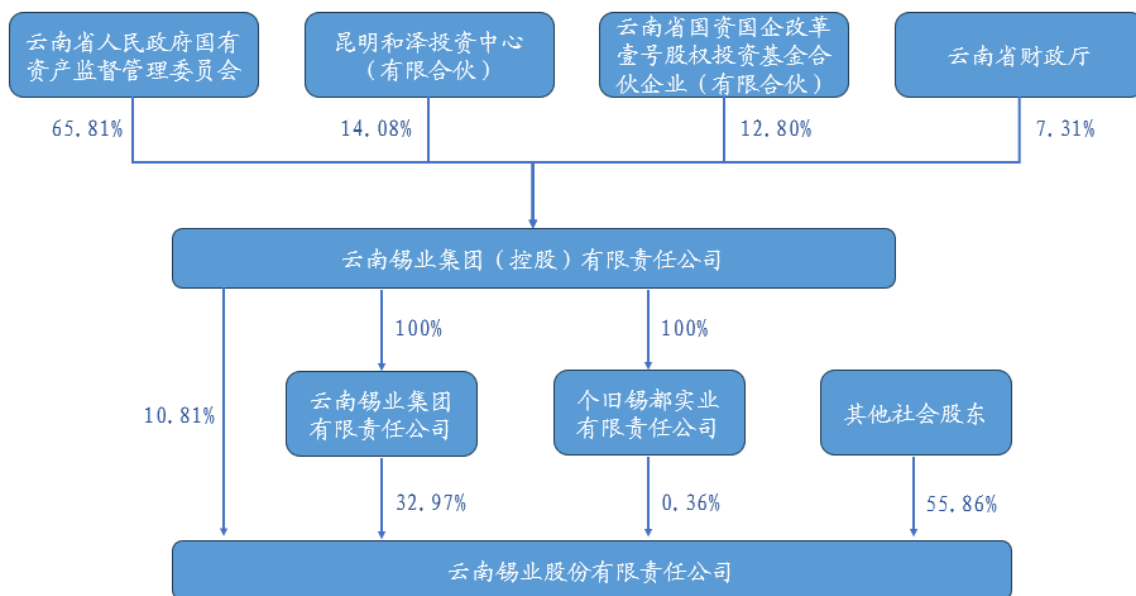
资料来源：国际锡业协会，海通国际

公司的锡、铟资源储量均居全球第一，拥有中国最大的锡生产、加工基地，拥有世界上最长、最完整的锡产业链，已形成锡冶炼 8 万吨/年、锡材 4.1 万吨/年、锡化工 2.4 万吨/年、阴极铜 12.5 万吨/年、锌冶炼 10 万吨/年、铟冶炼 60 吨/年的产能规模。

据公司年报披露，云南锡业集团有限责任公司、云南锡业集团（控股）有限责任公司、香港中央结算公司作为法人共持有超过 45% 的公司股份。前十大股东持股比例差距较大，除前三大股东外，其余皆为基金、理财产品相关投资。

**国企背景，政策优势。**作为地方国资管理机构，云南省人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人，通过云南锡业集团（控股）有限责任公司间接控股。

图1 锡业股份股权结构 (截至 2022 年年末)

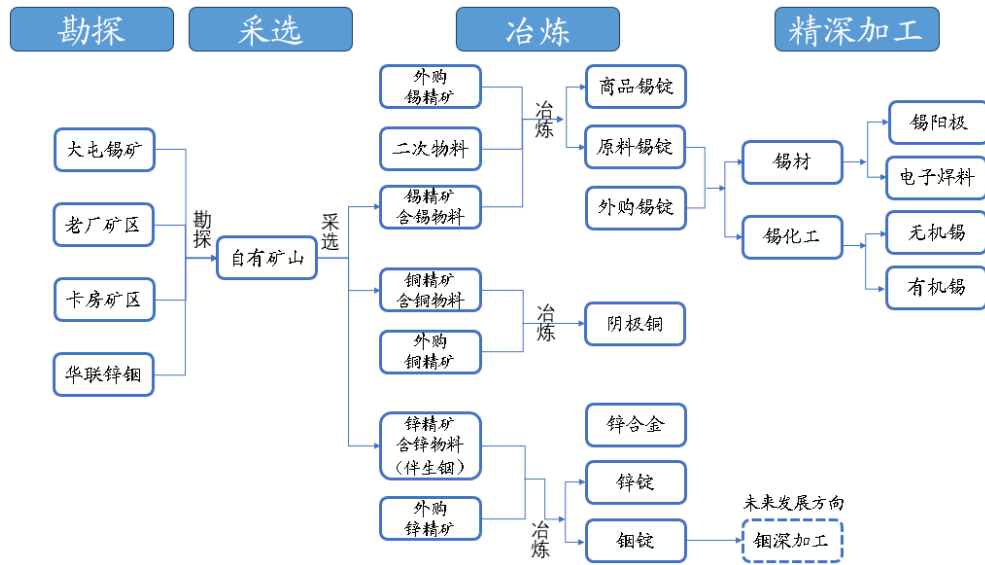


资料来源: 公司 2022 年年报, 海通国际

在 2022 年为优化层级管理, 公司完成了云锡(香港)源兴有限公司的注销手续后, 又于 2023 年 3 月与云锡控股共同对云南锡业锡材有限公司进行增资, 上述二者皆不再纳入合并报表范围。

公司的主营业务为锡、铜、锌、铟等金属矿的勘探、开采、选矿和冶炼及锡的精深加工, 兼有硫酸、余热发电、铁精粉等副产品产出。主要围绕地质找矿-开采-选矿-冶炼-深加工-二次原料回收六个环节的大循环、以及采矿、选矿、冶炼、深加工各环节及产品的小循环展开并推动发展循环经济。在“双碳”战略目标下, 公司所经营的锡铜锌铟金属受益于国内能源结构转化, 中长期消费持续增长可期。

图2 公司产业价值链



资料来源：公司 2022 年年报，海通国际

公司拥有着最为健全的锡产品全球销售网络，经过多年的经营发展，公司建立了覆盖国内外主要锡产品市场的营销及分销体系。在境外设立了美国、德国及香港 3 家专业营销机构，在境内设立了北京、上海、深圳等 11 个营销机构，公司产品远销全球 30 多个国家及国内 34 个省级行政区。

主要产品有锡锭、阴极铜、锌锭、铜锭、金锭、银锭、铋锭、电子锡焊料、锡阳极材、锡基合金、有机及无机锡化工产品等。其中，锡锭、铜锭、锡铜精深加工、高纯材料等主导产品具有独特的市场和品牌优势，在伦敦金属交易所注册的“YT”商标是国际知名品牌，主导产品“云锡牌”精锡是国家出口质量免检的“中国名牌”产品，锡产品销量连续 17 年位居全球第一。

图3 公司全产业链分布示意图



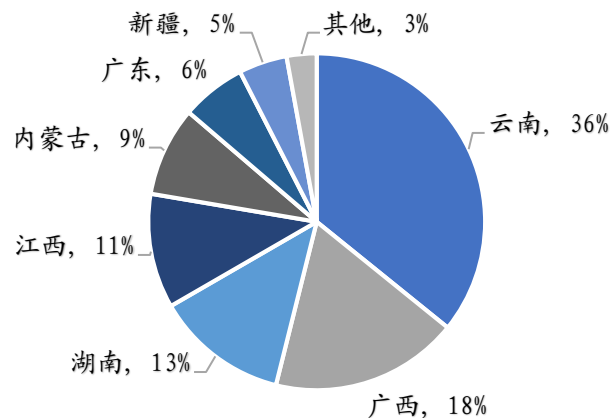
资料来源：公司 2022 年年报，海通国际

公司是全球锡行业唯一一个集探、采、选、冶、深加工及供应链为一体的全产业链公司，也是 A 股唯一一个锡全产业链上市公司。从资源到下游各环节能够形成较好衔接，互为支撑，一定程度上能够平滑产业周期波动带来的影响。与锡产业链相匹配的供应链也较为完整，经过多年经营与持续优化，供应链稳定且渠道畅通。

## 2. 资源储量世界首冠，成就锡铟供给保障

云南省是有色金属王国，有色金属资源较为丰富。据中国自然资源部统计，2022 年我国锡金属总储量为 100.49 万吨，云南地区储量位列中国第一，共有 35.99 万吨，占比约 36%，具有显著优势。

图4 2022 年中国锡金属储量分布占比

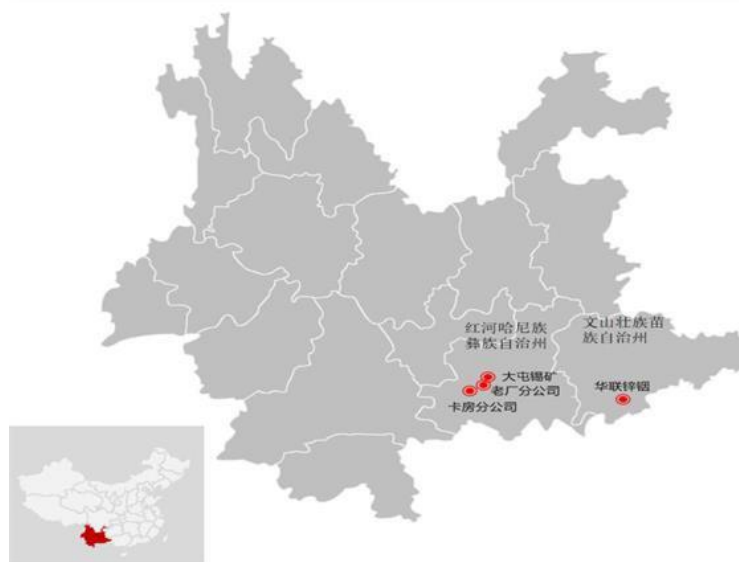


资料来源：国土自然资源信息部，海通国际

公司在云南四大矿区中的红河个旧、文山都龙两大矿区有较强的整合及控制能力。目前已探明的锡、铜、锌、铅、钨、银、铟等金属总量较大，其中锡和铟资源储量均位居全球第一，铜、锌资源规模较大。

公司保有资源也主要集中分布在个旧矿区和文山都龙矿区，工业设施齐全，生产系统完备，对于资源集中开发利用十分有利。“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5 公司控制矿区分布图



资料来源：公司 2022 年年报，海通国际

截止 2022 年 12 月 31 日，公司各种金属保有资源量情况：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。公司在满足生产的前提下，实现了当期资源消耗与地质找矿新增资源储量的相对动态平衡。

表 2 公司金属保有资源量情况

	单位	2020 年末	2021 年末	20-21 年变化率	2022 年末	21-22 年变化率
矿石量	亿吨	2.65	2.69	1.51%	2.65	-1.49%
锡金属量	万吨	66.85	68.02	1.75%	66.7	-1.94%
铜金属量	万吨	124.71	121.37	-2.68%	119.36	-1.66%
铅金属量	万吨	9.87	9.84	-0.30%	9.69	-1.52%
锌金属量	万吨	389.89	389.99	0.03%	383.71	-1.61%
银	吨	2946	2,558	-13.17%	2,548	-0.39%
铟	吨	5877	5134	-12.64%	5,082	-1.01%

资料来源：公司 2022 年年报，海通国际

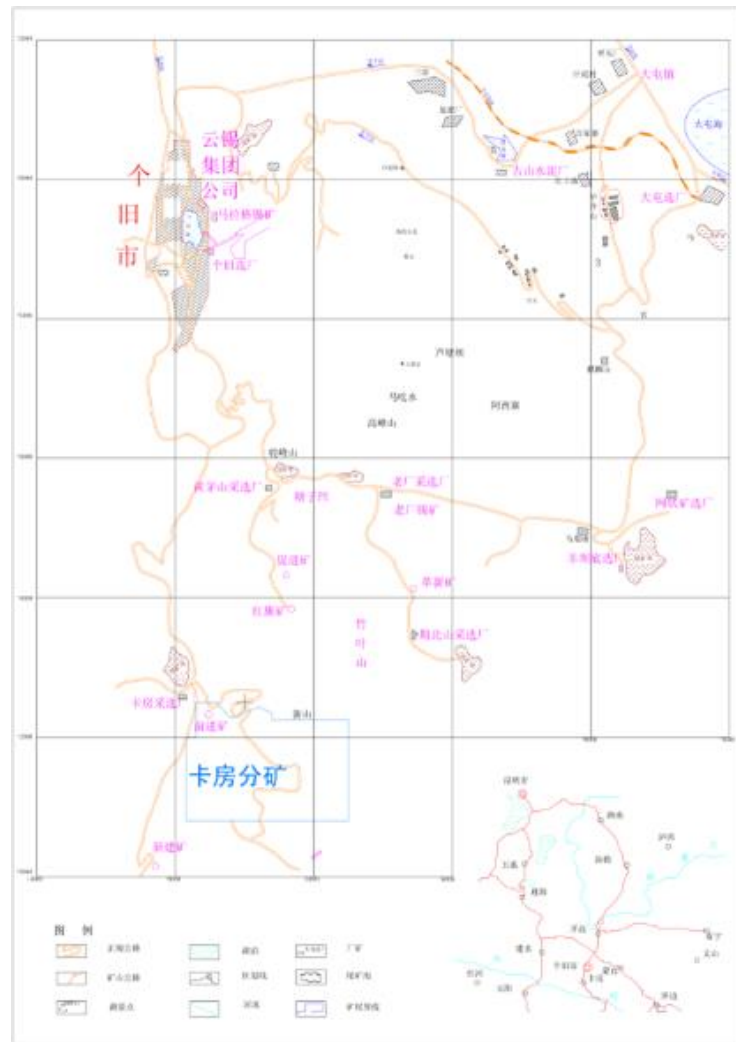
公司生产所需的主要原料为锡精矿、铜精矿和锌精矿，上述原料主要由公司下属矿山大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司及华联锌铟：

#### (1) 卡房分公司

个旧卡房矿田属个旧矿区五大矿田之一，位于个旧矿区南部，为轴向北北东的五子山复式背斜南段与东西向构造复合交汇部位。卡房分矿包含一个铜矿与一个多金属矿，主要开采矿种为铜、钨，开采方式为地下开采，生产规模 150 万吨/年，其中：铜矿生产规模为 60 万吨/年，多金属矿生产规模为 90 万吨/年。矿区面积为 14.1722km<sup>2</sup>，开采深度为 2383-1000 米。



图6 卡房分矿交通位置图



资料来源：公司公告，海通国际

2013 年公司通过非公开发行股票收购云锡集团（控股）有限公司卡房分矿采矿权及相关采选资产项目，进一步提升了公司的铜资源储量和资源自给率。据评估报告书，卡房分矿在基准日评估范围内保有资源储量为 1699.90 万吨，其中：单铜矿 728.19 万吨，(Cu) 120281 吨，平均品位 1.65%；多金属矿 971.71 万吨，(WO<sub>3</sub>) 25302 吨，平均品位 0.26%。伴生锡金属量 1489 吨，平均品位 Sn0.174%；银金属量 88070 千克，平均品位 Ag12.74×10<sup>-6</sup>；WO<sub>3</sub> 量 1731 吨，平均品位 WO<sub>3</sub>0.106%；纯硫量 399046 吨，平均品位 S6.59%；铜金属量 5631 吨，平均品位 Cu0.06%；钽金属量 2816 吨，平均品位 Bi0.03%；钼金属量 1408 吨，平均品位 Mo0.015%。

表3 卡房分矿纯铜矿、多金属矿资源量（截至 2011 年 4 月 30 日）

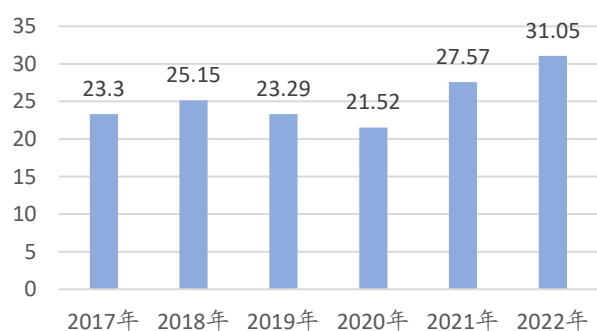
纯铜矿（总 728.19 万吨）		
	储量（吨）	平均品位
主矿产铜矿		
铜金属量	120281	Cu1.65%
伴生矿产		
锡金属量	1489	Sn0.174%
银金属量	88.07	Ag12.74×10 <sup>-6</sup>
三氧化钨量	1731	WO30.106%
纯硫量	399046	S6.59%
多金属矿（总 971.71 万吨）		
	储量（吨）	平均品位
主矿产钨矿		
三氧化钨量	25302	WO30.26%
伴生矿产		
铜金属量	5631	Cu0.06%
铋金属量	2816	Bi0.03%
钼金属量	1408	Mo0.015%

资料来源：卡方分矿采矿权评估报告书，海通国际

## （2）华联锌铟子公司

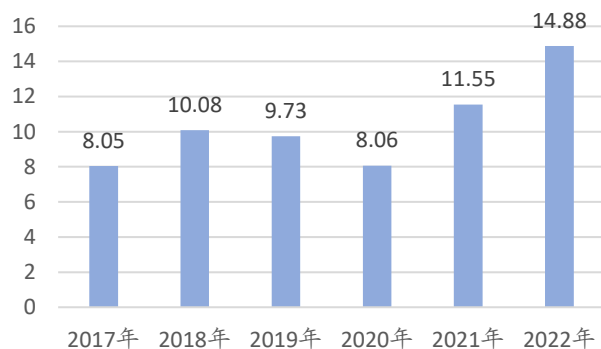
云南华联锌铟股份有限公司是云锡下属的集采矿、选矿为一体的国有控股企业，前身为“文山州都龙锡矿”，始建于 1958 年 4 月。现拥有稀贵金属铟储量居全国第一，锡储量居全国第三，锌储量居全省第三。现年采矿能力 360 万吨，日选矿能力 13000 吨，已建成国家级绿色露天矿山与全球日处理量最大的单系列多金属选矿厂。

图7 华联锌铟年度营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，海通国际

图8 华联锌铟年度净利润（亿元）



资料来源：公司公告，海通国际

2015 年公司完成重大资产重组，发行股份购买了云南华联锌铟股份有限公司 75.74% 的股份，后在 2019 年、2021 年历经多次增持，并于 2022 年 8 月再次成功竞得华联锌铟 8.37% 的股份。至此，锡业股份共持有华联锌铟 90.52% 的股份。通过提升华联锌铟的持股比例，公司进一步整合了优质资源，提升资源权益，巩固了公司在锡、铟等方面领先的市场地位。



表 4 华联锌铟四大采矿权对应矿山生产情况

矿山名称	开采矿种	生产规模 (万吨/年)	矿区面积 (平方公里)
铜曼矿区	锌矿、锡矿	210.00	2.8011
马关县都龙金石坡锌锡矿	锌矿、锡矿	10.00	2.6243
小老木山锌锡矿	锌矿、锡矿	3.00	1.5282
都龙锡矿花石头矿区	锡矿、钨矿	3.00	1.5353

资料来源: 公司公告, 海通国际

华联锌铟公司拥有铜曼矿区、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铟多金属矿勘探、云南省马关县都龙水碓厂银铅铟多金属矿勘探四个探矿权。

表 5 铜曼矿区及金石坡矿区保有资源量 (截至 2014 年 5 月 31 日)

	铜曼矿区					金石坡矿区			
	工业矿 (总 7,863.99 万吨)		低品位矿 (总 1,129.92 万吨)		伴生矿产 储量 (吨)	工业矿 (总 235.32 万吨)		低品位矿 (总 36.02 万吨)	
	储量 (吨)	平均品位	储量 (吨)	平均品位		储量 (吨)	平均品位	储量 (吨)	平均品位
锌金属量	3,154,771	4.28%	50,650	1.35%	-	66,627	5.67%	462	1.58%
锡金属量	278,538	0.57%	17,847	0.21%	-	1,377	0.41%	179	0.17%
铜金属量	29,072	1.11%	816	0.32%	-	318	0.66%	-	-
铟金属量	-	-	-	-	5,692.95	-	-	-	-
三氧化钨金属量	-	-	-	-	-	2,455	0.21%	237	0.21%

资料来源: 公司公告, 海通国际

在四大矿区中, 铜曼矿区是华联锌铟的主力矿山。据公司在 2014 年发布的《重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易报告书》披露, 铜曼矿区保有资源储量情况: 铟金属储量 5,692.947 吨, 锡金属储量 27.8538 万吨, 锌金属储量 315.4771 万吨, 铜金属储量 2.9072 万吨。同时, 周边延伸的矿脉、矿带还有较大的找矿潜力, 潜在开发价值较高。

### (3) 大屯锡矿

大屯锡矿位于云南省红河哈尼族彝族自治州个旧市大屯镇甲界山, 成立于 1952 年, 主要以生产、加工原矿锡为主, 铜、铅、银等金属为辅, 原矿年生产能力 200 万吨以上, 选矿年处理能力超过 300 万吨, 被誉为“园林式的矿山”和滇南“锡山明珠”。

大屯锡矿致力于打造绿色矿山开发建设的典范, 争做锡选别工艺的最佳解决者, 高效开发利用矿产资源, 积极研究尾渣膏体充填等绿色采选技术, 建成浮选自动化生产、回水系统、尾矿库在线监测等系统, 全面推进数字矿山三维协同平台应用, 加快推进数字中心、三维管控平台、生产执行 MES 等信息集成系统的建设。

图9 大屯锡矿全景实貌



资料来源：云锡控股公司官网，海通国际

图10 尾矿库监控平台示例

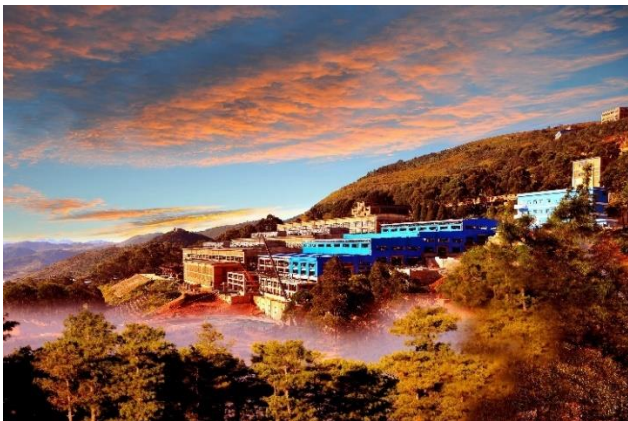


资料来源：云锡控股公司官网，海通国际

#### (4) 老厂分公司

老厂分公司是云南锡业股份有限公司下属矿山选厂一体化的主力生产单位之一，生产主要以锡、铜金属为主，以铅、锌、钨为辅。

图11 老厂分公司选矿车间全景实貌



资料来源：云锡控股公司官网，海通国际

图12 羊坝底尾矿库



资料来源：云锡控股公司官网，海通国际

## 二、行业状况

### 1. 金属锡、锡矿、锡锭

锡为银白色金属，具有熔点低、延展性好、质软、耐弱酸弱碱腐蚀、无毒等特性。在地壳中，锡的平均含量仅有 0.004%，易与许多金属形成合金，很少呈游离状态存在。锡及其合金有很好的油膜滞留能力，在工业和人们的生活中有着广泛的运用，为现代工业不可或缺的关键稀有金属。

锡矿床可分为斑岩型、云英岩型、矽卡岩型、石英脉型、锡石硫化物型以及砂锡矿等 6 种主要类型。砂锡矿为各类型的原生锡矿受改造后形成，形成时代多为新生代，主要见于亚洲东南部。

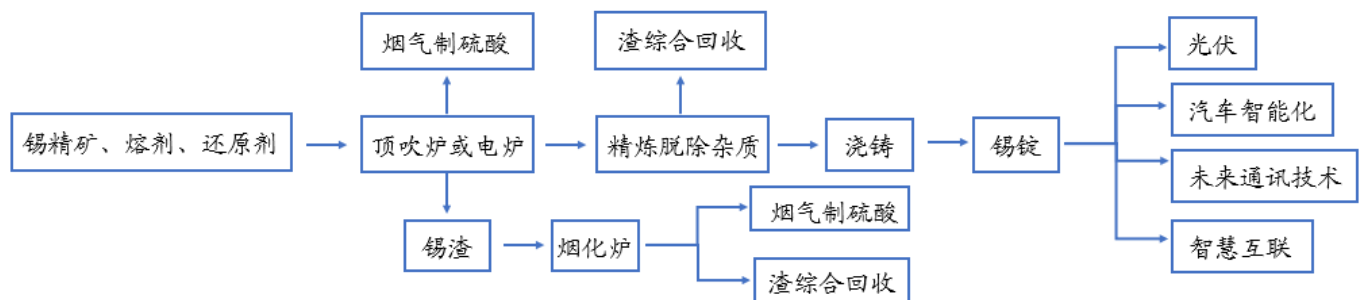
图13 主营产品-锡锭



资料来源：公司官网，海通国际

从锡矿中采选得到锡精矿后，对其进行冶炼并脱出杂质以产出锡锭。锡锭是将富含锡元素的矿石经冶炼提纯浇铸成锭块的商品，是锡深加工的基本原料，在电子、食品、机械、电器、汽车、航天及其他工业领域有着极为广泛的作用。下游主要集中在锡焊料、锡化工、马口铁及浮法玻璃等领域。

图14 锡锭生产链



资料来源：公司 2022 年报，海通国际

## 2.价格端：触底反弹，未来可期

复盘从 2013 年起至今的锡价走势，可以系统地归纳为四轮明显的价格周期：

图15 自 2013 年起的锡价变化 (单位: 美元/吨)



资料来源: WIND, 海通国际

## (1) 2013 年-2016 年

**逐年下滑 (2013.01-2016.01):** 从 24,350 美元/吨跌至 13,625 美元/吨。2013 年起缅甸矿产持续放量, 不断增加的产量导致全球锡矿供给增速过剩, 锡价出现明显跌幅。

## (2) 2016 年-2019 年

**低位回升 (2016.01-2016.11):** 从 13,625 美元/吨升至 21,375 美元/吨。半导体、电子设备相关产业兴起, 拉动锡金属需求持续上涨, 同时国内由于供给侧改革, 部分企业出现减产情况, 供给不及预期。此消彼长下, 锡价逐渐回升。

**震荡波动 (2016.11-2019.02):** 持续在 20,000 美元/吨上下波动。电子设备等产业蓬勃发展, 但同时锡金属供应量也受下游产业旺盛需求影响而不断拉升, 保持了锡价的相对稳定。

**高位回落 (2019.02-2020.03):** 从 21,550 美元/吨跌至 13,975 美元/吨。下游产业趋于饱和, 供需压力逐渐向上游供应链释放, 高库存致使了锡价的持续走低。

## (3) 2020 年-2022 年

**低位回升 (2020.03-2022.03):** 从 13,975 美元/吨升至 48,670 美元/吨。供给方面, 2020 年疫情导致缅甸锡精矿运输受阻, 2021 年俄乌冲突也引起了冶炼原料的匮乏, 供给收紧; 需求方面, 宏观转暖, 在半导体以及光伏产业保持高增速的背景之下, 全球主要消费大国的经济逐步复苏带来了巨大的需求缺口。与此同时, 俄乌冲突带来的市场恐慌情绪也是锡价单边上涨的重要原因之一。



**高位回落 (2022.03-2022.11):** 从 48,670 美元/吨跌至 18,125 美元/吨。自 2022 年 3 月起锡供应端逐步增加而需求走弱，锡的基本面由供应偏紧转为供过于求的局面。供给方面，海外主要锡矿生产地区逐步恢复，导致全球锡供给整体同比有所增长；需求方面，受地缘政治及高通胀的影响，全球需求由可选消费向必选消费转变，叠加近年来一定程度上提前透支了后期电子产品消费能力，锡金属终端消费最重要的电子耗锡需求整体走弱，锡价受挫严重。

(4) 2023 年至今

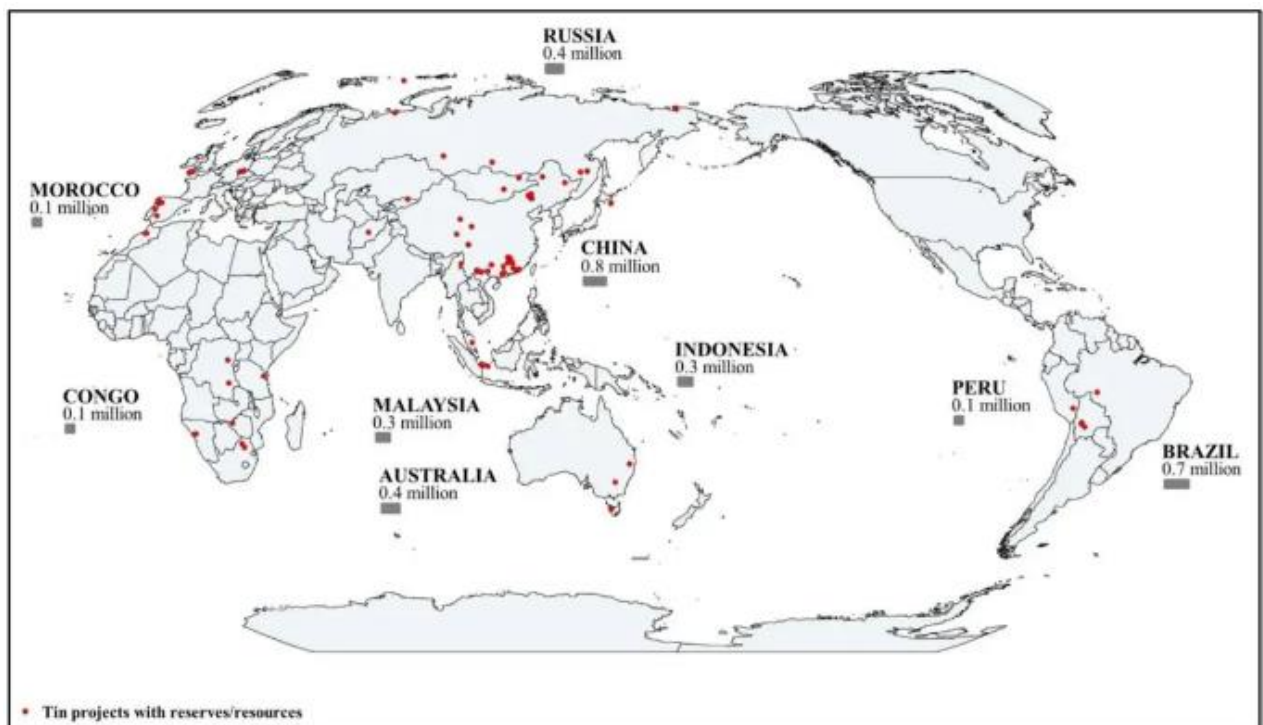
**稳定上涨 (2022.11-至今):** 从 20,000 美元/吨逐渐震荡攀升至 40,000 美元/吨上下。在 2022 年锡价受挫，相关产业进行大规模去库存后，锡金属库存量处于历史地位。供给方面，缅甸作为世界第三大锡金属产地，低邦的停产将对全球锡供给造成较大扰动，预计供应将会持续趋紧，去库存化势在必行。

### 3.供给端：缅甸禁矿，供应趋紧

#### 3.1 全球锡矿资源

截至 2020 年底，据中国地质调查局披露，全球锡矿项目在录 132 个，其中 27 个有储量数据，分布在 15 个国家。

图16 全球 2020 年锡矿高级项目及主要国家储量分布 (单位: 锡金属量吨)



资料来源: 中国地质调查局, 海通国际

全球锡矿地域分布较广泛，但产出常以“区”或“带”的形式集聚出现。根据全球性锡矿集中产出的特点，可将锡矿划分为 3 个主要锡矿成矿带：环滨太平洋巨型锡矿成矿带、欧亚大陆陆内锡成矿带和中南部非洲锡成矿带。

其中环滨太平洋巨型锡成矿带锡矿储量超世界总储量 80%，成矿时代以中、新生代为主。因此，锡矿开发主要集中在中国和东南亚国家（包括印度尼西亚、马来西亚）、南美的玻利维亚和中南部非洲等少数国家。

表 6 2022 年全球锡金属产量

	2022 年产量 (吨)	占比
中国	95,000	30.6%
印度尼西亚	74,000	23.9%
缅甸	31,000	10.0%
秘鲁	29,000	9.4%
刚果(金)	20,000	6.5%
玻利维亚	18,000	5.8%
巴西	18,000	5.8%
澳大利亚	9,700	3.1%
越南	5,200	1.7%
马来西亚	5,000	1.6%
俄罗斯	2,700	0.9%
卢旺达	2,200	0.7%
老挝	1,900	0.6%
尼日利亚	1,700	0.5%
其他国家	1,100	0.4%
<b>世界总和</b>	<b>310,000</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：USGS，海通国际

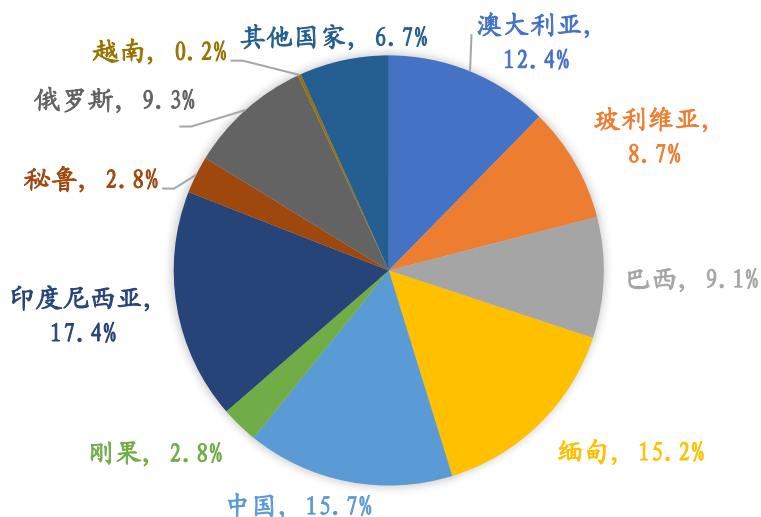
表 7 2022 年全球锡金属储量

	2022 年储量 (吨)	占比
印度尼西亚	800,000	17.4%
中国	720,000	15.7%
缅甸	700,000	15.2%
澳大利亚	570,000	12.4%
俄罗斯	430,000	9.3%
巴西	420,000	9.1%
玻利维亚	400,000	8.7%
其他国家	310,000	6.7%
刚果(金)	130,000	2.8%
秘鲁	130,000	2.8%
越南	11,000	0.2%
<b>世界总和</b>	<b>4,600,000</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：USGS，海通国际



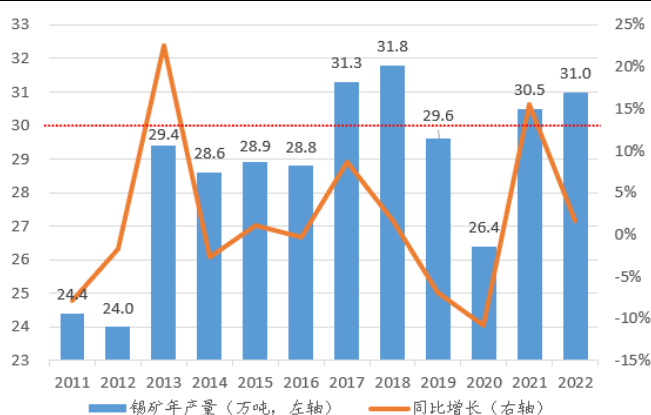
图17 2022 年全球锡金属储量占比



资料来源: USGS, 海通国际

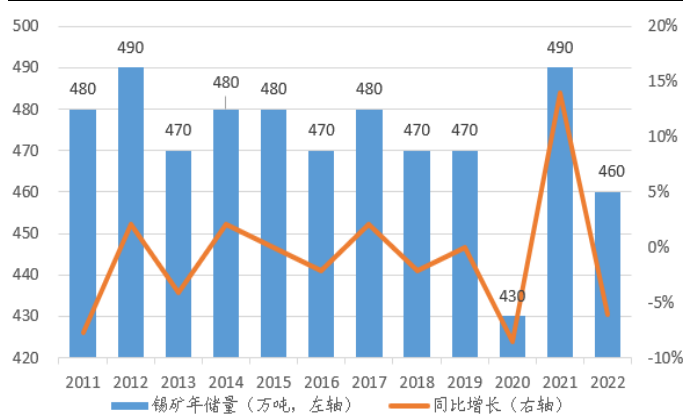
据 USGS 统计, 2022 年全球锡产量达 31 万吨, 锡储量达 460 万吨, 矿产主要集中在中国、印度尼西亚、缅甸等区域。从产量方面来看, 2022 年锡产量超过 10,000 吨的国家共有七个, 其中, 中国产量 9.5 万吨, 占全球总产量的 30% 以上, 其次印度尼西亚产量 7.4 万吨, 缅甸地区产量 3.1 万吨, 三个国家合计占比超过全球总产量的 60%; 从储量方面来看, 世界锡储量排名前五的国家分别是印尼 (17.4%)、中国 (15.7%)、缅甸 (15.2%)、澳大利亚 (12.4%) 与俄罗斯 (9.3%), 其中, 中国、印度尼西亚、缅甸的锡金属储量合计约占世界总储量的一半, 发展前景广阔。

图18 全球锡矿年产量变化



资料来源: WIND, 海通国际

图19 全球锡矿年储量变化



资料来源: WIND, 海通国际

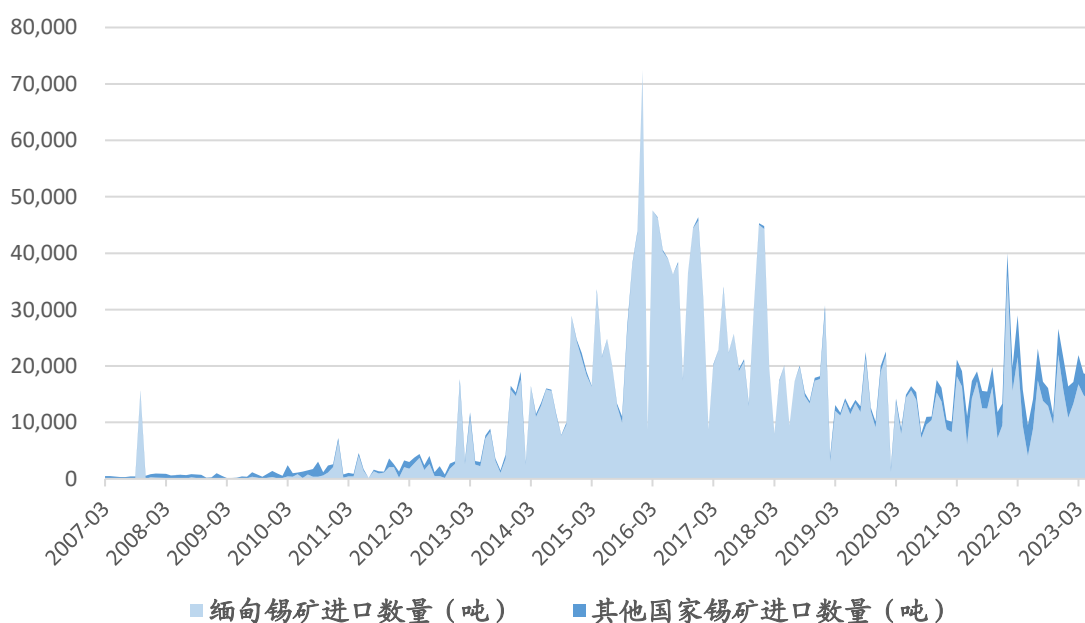
2013 年至今, 全球锡矿年产量保持在 30 万吨左右, 供给相对刚性。根据锡业协会预测, 2025 年之前全球锡产量增加有限。锡矿储量总体呈下行趋势, 主因为新发现锡矿床较少 (美国地调局统计的全球 70 个锡矿勘查和开发项目中, 仅有 4 个锡矿是 1985 年以后新发现的), 新增储量远不及锡矿资源消耗量。

由于连年开采导致的矿山品位下降，新增锡矿床较少导致储量持续下滑等因素，锡矿未来供给放量受限，资源保障能力并不乐观。我们预计供给端增量不显，全球产量仍将在 30 万吨/年上下浮动。

### 3.2 缅甸佤邦锡矿停产，有望迅速去库

佤邦中央经济计划会于 2023 年 4 月 15 日发布暂停一切矿产资源开采的通知，为了及时保护佤邦剩余的矿产资源，在不具备成熟的开采条件之前，暂停一切矿产资源的开采和挖掘。2023 年 8 月 1 日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业，具体停产持续时间不明，但即使接到复产通知，恢复正常生产也大约需 1-3 个月筹备。目前佤邦各矿山已开采出来的原矿库存约 200 万公吨，预估可选出 5,000-6,000 金属吨锡精矿，但由于选厂已暂停工作，精矿产品无法选成并销售。

图20 中国进口缅甸锡矿数量占比较大



资料来源：WIND，海关总署，海通国际

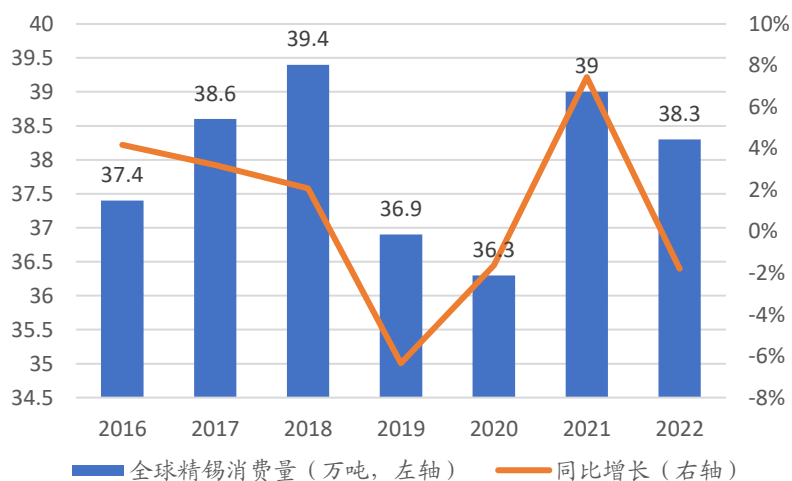
2022 年缅甸锡矿产量为 3.1 万吨，同比下降 16%，占 2022 年全球锡矿产量约 10%，国际锡业协会估计佤邦地区的产量约占缅甸产量的 70% 以上。2022 年，缅甸出口至国内的锡矿砂及精矿估计为 18.7 万吨，较 2021 年增加了近 4 万金属吨，同比上升 27%；占中国总进口锡矿砂及精矿的 77%。

国内冶炼原料并不宽松，缅甸作为锡金属产量世界第三的国家，佤邦地区的停产将会导致中国精锡供应趋紧，锡锭库存有望迎来迅速去库，锡价或顺势上行。

#### 4.需求端：光伏与 AI 助力，打开需求缺口

随着国家对于居民消费的刺激力度不断加大，国内锡消费有较强拉动预期，且因美联储及欧央行逐步进入加息周期的尾声，锡需求亦有望得到一定修复。光伏、汽车电子等领域景气度有望延续，消费电子领域有望探底回升，需求端对锡金属价格将形成一定支撑。

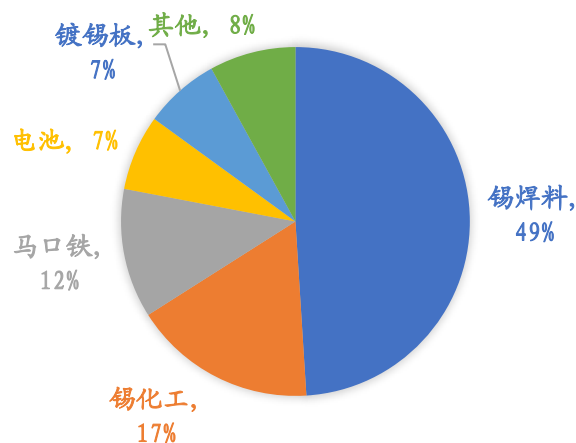
图21 全球精锡年消费量变化



资料来源：ITA，海通国际

据国际锡业协会调查估计，在精锡需求结构中，锡焊料需求占全年总需求的 49%，锡化工，马口铁则分别占需求总量的 17%与 12%。锡焊料是精锡下游产业中的核心发展领域。

图22 2021 年精锡需求结构



资料来源：ITA，海通国际

#### 4.1 光伏焊带：锡焊料的未来机遇

光伏焊带，又称涂锡焊带，是光伏组件的重要组成部分，属于电气连接部件，应用于光伏电池片的串联或并联，发挥导电聚电的重要作用，以提升光伏组件的输出电压和功率。

图23 光伏焊带横截面



资料来源：宇邦新材招股书，海通国际

光伏焊带由基材和表面涂层构成。其中基材是指不同尺寸与规格的铜材，表面涂层则指利用电镀法、真空沉积法、喷涂法或热浸涂法等特殊工艺，将锡合金等涂层材料按一定成分比例和厚度均匀地覆裹在铜基材表面使光伏焊带满足可焊性。

光伏焊带作为光伏组件中导电的必要配件，其主要需求量取决于光伏组件的新增装机量和光伏组件产量。据国家能源局统计数据，截至2023年4月底，我国风电装机3.8亿千瓦，光伏发电装机4.4亿千瓦，风电光伏发电总装机突破8亿千瓦，达到8.2亿千瓦，占全国发电装机的30.9%，其中风电占14.3%，光伏发电占16.6%，增长势头显著。

中国光伏行业协会预测，2023年国内光伏新增装机95-120GW，全球新增装机280-330GW。锡焊料作为光伏焊料中的重要组成部分，我们预计光伏市场的高速增长能够为其提供需求支撑。

#### 4.2 AI时代：芯片“大球”带动焊料“小球”

Chatgpt的火爆导致了相关产业链的兴起。AI大模型作为近年来最热门的AI细分领域，无论是OpenAI推出的Chatgpt还是百度持续开发中的文心一言，都是AI大模型的典型代表。

AI大模型的开发需要具备庞大的数据、算力支撑，对应的便是对芯片等计算机设备的高标准高要求。锡焊料作为智能设备与电子产业链中不可缺少的一环，算力的需求有望拉动芯片、主板等焊点用锡量的增加。

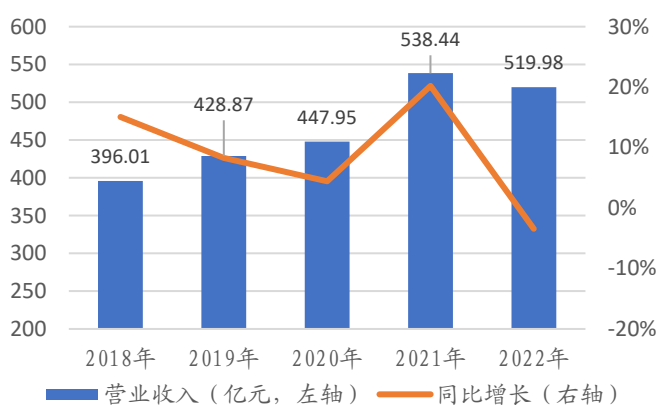
综上，消费电子锡需求在经历疲弱后，2023年有望持续回暖。受益于全球能源结构调整转型，未来几年光伏装机容量仍呈现稳定高速增长趋势，叠加汽车电动化智能化推动汽车电子耗锡增长。我们预计，未来清洁能源及产业调整能够持续打开锡焊料需求的新增长空间。除焊料需求外，

镀锡板或将因包装需求回归常态呈现小幅下滑，铅酸电池锡未来仍将随着新能源交通工具的发展维持稳定增速，同时也将受益于铅酸电池存量市场的更换需求。

### 三、财务分析

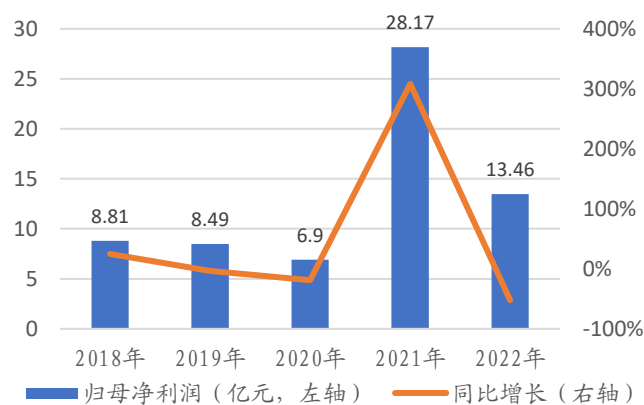
2022年，公司克服国际宏观形式复杂多变、地缘政治冲突升级、主要经济体非常规加息，国内经济下行压力凸显及有色金属行业结构性矛盾突出，价格波动剧烈等多项挑战，特别是面对年中锡价连续大幅下挫的局面，稳住了生产经营基本盘。

图24 2018-2022年锡业股份营业收入及同比增长



资料来源：2018-2022年公司年报，海通国际

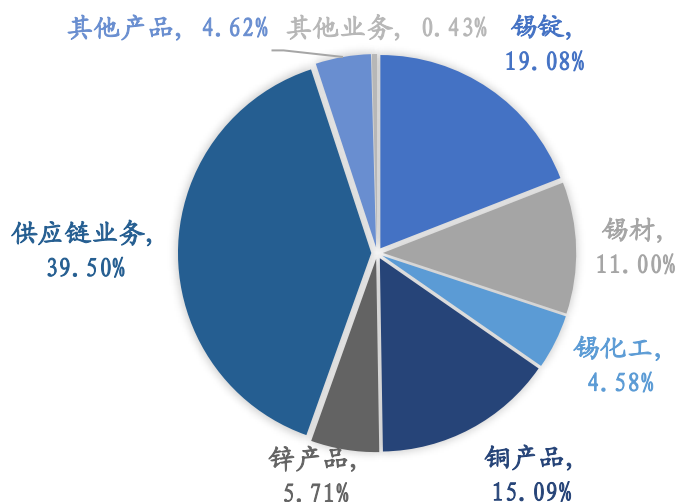
图25 2018-2022年锡业股份归母净利润及同比增长



资料来源：2018-2022年公司年报，海通国际

2022年度，公司实现营业收入519.98亿元，较上年同期下降3.43%；实现归母净利13.46亿元，较上年同期下降52.21%。营业收入与归母净利润双端承压的原因系全球供应过剩且需求不及预期导致的锡价大幅下跌。

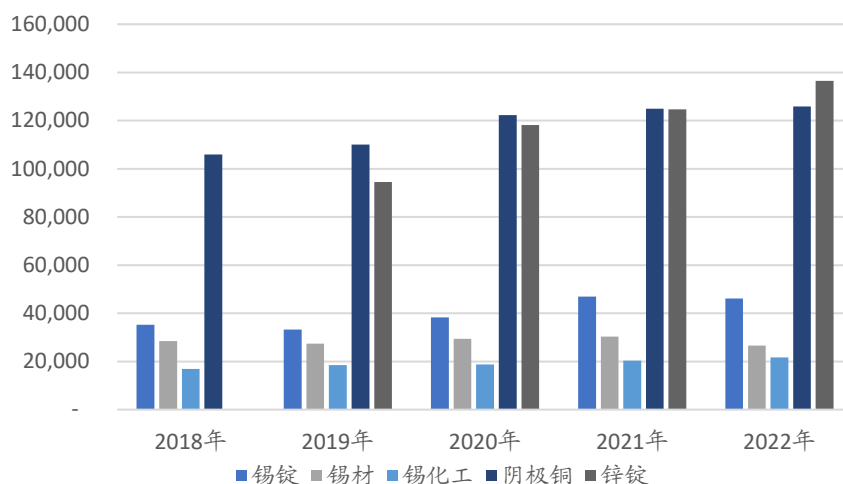
图26 2022年锡业股份分产品营业收入占比



资料来源：公司年报，海通国际

分产品来看，在 2022 年公司营业收入中占比较大的业务分别是供应链业务（39.5%）、锡锭（19.8%）、铜产品（15.09%），三者占比共超过总营业收入的 70%。

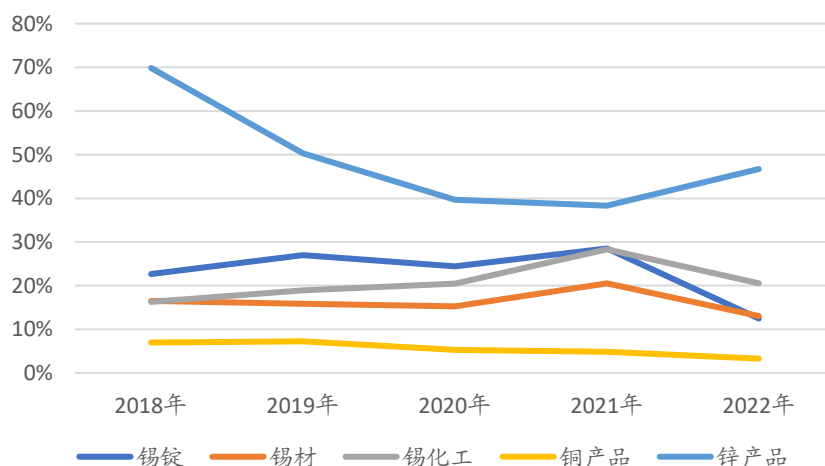
图27 2018-2022 年锡业股份主营产品产量变化（吨）



资料来源：公司年报，海通国际

2022 年度公司的供矿稳定性与选矿回收率稳中有升，锡精矿、铜精矿、锌精矿自给率分别为 31%、19%、69%，保证了自给原料供应。与此同时，公司实现锡冶炼产能利用率 92.6%及铜、锌冶炼的满负荷生产。2023 年度公司预计生产有色金属 33.35 万吨，其中：产品含锡 7.9 万吨、产品铜 12.6 万吨、产品锌 12.46 万吨、铜 71 吨。

图28 2018-2022 年锡业股份分产品毛利率变化



资料来源：公司年报，海通国际

2022 年公司主要锡产品的毛利率分别为锡锭（12.48%）、锡材（13.04%）、锡化工（20.55%），铜产品与锌产品的毛利率分别是 3.3%与 46.75%。其中，除主营业务锌产品的毛利率较去年同期（38.33%）上涨五分之一左右，其他业务毛利率均出现不同程度的下滑。



## 四、盈利预测

核心假设:

锡产品: 佤邦地区的停产将会导致中国精锡供应趋紧, 锡锭库存有望迎来迅速去库, 公司产能得以释放。我们预计, 公司锡产品 23-25 年产量分别为 7.9 万吨、8.1 万吨、8.3 万吨, 其中自产锡 23-25 年产量分别为 2.4 万吨、2.5 万吨、2.6 万吨。我们预计, 23-25 年锡价分别为 23 万元/吨、24 万元/吨、25 万元/吨, 公司锡产品业务板块 23-25 年营业收入分别为 184.0 亿元、196.8 亿元、212.5 亿元。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 507.88 亿、527.44 亿、548.56 亿, 公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.36 亿、23.73 亿、26.39 亿。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.18 元、1.44 元、1.60 元, 参考可比公司估值水平, 考虑到公司业务以锡为主, 较为纯粹, 我们给予公司 2023 年 18 倍 PE, 目标价格 21.24 元, 维持“优于大市”评级。

表 8 可比公司估值表 (截至 2023 年 8 月 11 日)

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600301.CH	华锡有色	0.08	1.04	1.29	165.41	16.01	12.90
000426.CH	兴业银锡	0.09	0.58	1.03	64.34	15.57	8.74
601899.CH	紫金矿业	0.76	0.92	1.12	13.14	13.59	11.20
000060.CH	中金岭南	0.32	0.42	0.49	12.64	13.13	11.29
	均值	0.31	0.74	0.98	63.88	14.58	11.03

注: 收盘价为 2023 年 8 月 11 日价格, EPS 为 Wind 一致预期 资料来源: Wind, 海通国际

## 五、风险提示

**金属价格波动的风险。**公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。宏观经济、产业供需错配、若相关金属产品价格波动剧烈, 公司经营业绩可能存在一定波动风险。

**环保政策调整的风险。**国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格, 公司的产品产量以及经营情况与相关环保政策有着密切联系。

**下游需求不及预期的风险。**宏观环境的变化可能导致下游产业的发展需求不及预期。

**国内外矿山产能超预期释放的风险。**公司所处行业供应端产能的超预期释放可能会导致相关金属产品的价格大幅下跌。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	1.18	1.44	1.60
每股净资产	9.96	11.10	12.54	14.15
每股经营现金流	3.07	1.82	3.02	2.42
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
<b>价值评估 (倍)</b>				
P/E	19.52	13.57	11.07	9.96
P/B	1.60	1.44	1.27	1.13
P/S	0.51	0.52	0.50	0.48
EV/EBITDA	9.54	10.31	7.93	6.92
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>				
毛利率	9.6%	9.3%	9.5%	9.6%
净利润率	2.6%	3.8%	4.5%	4.8%
净资产收益率	8.2%	10.6%	11.5%	11.3%
资产回报率	3.7%	5.1%	5.3%	5.6%
投资回报率	6.1%	7.2%	7.3%	7.5%
<b>盈利增长 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.4%	-2.3%	3.9%	4.0%
EBIT 增长率	-48.5%	21.1%	21.6%	7.1%
净利润增长率	-52.2%	43.8%	22.6%	11.2%
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	52.8%	48.7%	50.8%	46.8%
流动比率	1.15	1.54	1.69	2.14
速动比率	0.44	0.62	1.12	1.44
现金比率	0.25	0.39	0.95	1.23
<b>经营效率指标</b>				
应收账款周转天数	4.86	4.21	3.93	3.92
存货周转天数	50.26	48.20	44.13	39.25
总资产周转率	1.34	1.36	1.28	1.19
固定资产周转率	3.04	2.94	3.15	3.39

现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	1,346	1,936	2,373	2,639
少数股东损益	224	215	264	293
非现金支出	2,540	814	822	830
非经营收益	499	479	364	369
营运资金变动	439	-455	1,153	-145
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,048</b>	<b>2,990</b>	<b>4,977</b>	<b>3,986</b>
资产	-1,554	-427	-437	-390
投资	0	175	-350	-560
其他	116	-403	-191	-190
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,438</b>	<b>-655</b>	<b>-978</b>	<b>-1,140</b>
债权募资	-3,683	-1,149	4,103	-1,097
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,067	-376	-377	-429
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5,750</b>	<b>-1,525</b>	<b>3,726</b>	<b>-1,526</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2,130</b>	<b>807</b>	<b>7,725</b>	<b>1,320</b>

利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>51,998</b>	<b>50,788</b>	<b>52,744</b>	<b>54,856</b>
营业成本	46,993	46,064	47,730	49,583
毛利率%	9.6%	9.3%	9.5%	9.6%
营业税金及附加	285	278	289	300
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	92	90	94	97
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	1,148	1,320	1,160	1,207
管理费用率%	2.2%	2.6%	2.2%	2.2%
EBIT	2,290	2,772	3,371	3,611
财务费用	548	277	313	210
财务费用率%	1.1%	0.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-987	0	0	0
投资收益	107	-68	109	110
<b>营业利润</b>	<b>1,849</b>	<b>2,582</b>	<b>3,155</b>	<b>3,451</b>
营业外收支	-27	-87	-97	-50
<b>利润总额</b>	<b>1,821</b>	<b>2,495</b>	<b>3,059</b>	<b>3,401</b>
EBITDA	3,751	3,586	4,193	4,441
所得税	251	344	422	469
有效所得税率%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	224	215	264	293
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1,346</b>	<b>1,936</b>	<b>2,373</b>	<b>2,639</b>

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,398	3,204	10,930	12,250
应收账款及应收票据	726	705	733	762
存货	5,937	6,398	5,303	5,509
其它流动资产	2,078	2,284	2,529	2,778
流动资产合计	11,139	12,592	19,494	21,299
长期股权投资	316	316	316	316
固定资产	17,563	17,024	16,477	15,922
在建工程	1,523	1,573	1,623	1,673
无形资产	3,473	3,480	3,487	3,494
非流动资产合计	25,531	25,241	25,369	25,699
<b>资产总计</b>	<b>36,670</b>	<b>37,833</b>	<b>44,863</b>	<b>46,998</b>
短期借款	2,487	487	3,487	1,487
应付票据及应付账款	1,514	1,535	1,591	1,653
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	5,709	6,132	6,467	6,805
流动负债合计	9,711	8,155	11,545	9,945
长期借款	7,945	8,745	9,745	10,545
其它长期负债	1,692	1,514	1,517	1,520
非流动负债合计	9,637	10,259	11,262	12,065
<b>负债总计</b>	<b>19,348</b>	<b>18,414</b>	<b>22,807</b>	<b>22,010</b>
实收资本	1,646	1,646	1,646	1,646
归属于母公司所有者权益	16,390	18,271	20,645	23,284
少数股东权益	932	1,147	1,411	1,704
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>36,670</b>	<b>37,833</b>	<b>44,863</b>	<b>46,998</b>

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 11 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报, 海通国际

**APPENDIX 1****Summary**

**The whole industry chain layout, the industry's top resource reserves to achieve the leading position of tin and indium.** The company's tin and indium resources reserves rank first in the world, with China's largest tin production and processing base, and is also the only company in the global tin industry that integrates the whole industry chain of exploration, mining, selection, metallurgy, deep processing and supply chain. At present, it has formed a production capacity of 80,000 tons/year of tin smelting, 41,000 tons/year of tin materials, 24,000 tons/year of tin chemicals, 125,000 tons/year of copper cathodes, 100,000 tons/year of zinc smelting and 60 tons/year of indium smelting, and is ranked as the first of the top ten global refined tin producers in 2022.

**Tightening supply, tin price upward mobility is expected in the future.** After the setback of tin price in 2022 and the massive de-stocking by related industries, the inventory of tin metal is at a historical position. Since August 1, 2023, mines in the Wa State of Myanmar have ceased production. As the world's third-largest tin metal producer, Myanmar's Wa State shutdown will cause greater disturbance to the global tin supply, and it is expected that the supply will continue to tighten, and the de-stocking will drive the upward trend of tin prices.

**Photovoltaic and chip double help, open the downstream demand gap.** Photovoltaic solder tape is an important part of the photovoltaic module, its surface coating needs to be utilized tin alloy and other coating materials according to a certain composition ratio and thickness of uniformly coated in the surface of the copper substrate to meet the weldability. The rapid growth of the PV market can provide demand support for tin solder products. On the other hand, the development of AI large models need to have huge data, computing power support, corresponding to the chip and other computer equipment of high standards and high requirements. Tin solder as an indispensable part of the intelligent equipment and electronics industry chain, the demand for arithmetic is expected to pull chips, motherboards and other solder joints with the increase in the amount of tin.

**Profit forecast and rating:** we expect the company's 2023-2025 operating income of 50.788 billion, 52.744 billion, 54.856 billion, the company's 2023-2025 net income of 1.936 billion, 2.373 billion, 2.639 billion. We expect the company 2023-2025 EPS were 1.18 yuan, 1.44 yuan, 1.60 yuan, with reference to the valuation level of comparable companies, we value the company with 18x PER of 2023, and set the target price at 21.24 yuan, and maintain an OUTPERFORM rating.

**Risk:** the risk of metal price fluctuation, the risk of environmental protection policy adjustment, the risk of downstream demand is less than expected, the risk of over-expected release of domestic and foreign mine capacity.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，吴漪婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 [ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to [ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com) if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600016.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600016.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600016.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600016.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600016.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600030.CH, 601398.CH, 601288.CH 及 600016.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600030.CH, 601398.CH, 601288.CH and 600016.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600030.CH 及 600016.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600030.CH and 600016.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 600030.CH, 601398.CH 及 600016.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600030.CH, 601398.CH and 600016.CH.

**评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):**

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

**分析师股票评级**

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

**Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):**

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

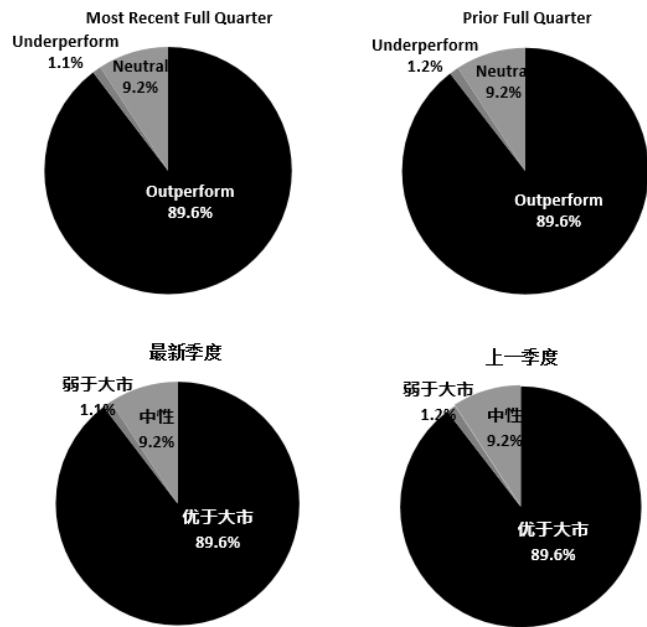
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**



**截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布**

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

**此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):**

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下



各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协



议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their

securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor") 和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing

in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations.



Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

### Yunnan Tin - 000960 CH



1. 9 Nov 2021 OUTPERFORM at 15.9 target 34.0.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates



Recommendation Chart

### Yunnan Tin - 000960 CH



1. 9 Nov 2021 OUTPERFORM at 15.9 target 34.0.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates