

# 锡业股份 (000960)

公司研究/深度报告

## 锡价步入上行周期，公司构建优质产品组合

深度研究报告/有色金属

2018 年 04 月 17 日

### 报告摘要:

#### ● 国内最大锡上市公司，构建优质产品组合

公司是中国最大的锡生产、加工、出口基地，2016 年锡金属国内市场占有率 46.68%，全球市场占有率 22.64%。公司锡资源储量丰富，截止至 2016 年底，保有锡资源储量 79 万吨。公司锡矿产能 3 万吨/年，锡矿原料自给率稳定在 40%左右的水平。锡冶炼方面，公司的锡锭产能 8 万吨/年，锡材产能 3.8 万吨/年，锡化工产能 2.4 万吨/年，2017 年公司的精锡生产量是 7.45 万吨。除此之外，公司凭借丰厚的资源储量，已经构建出“锡锌铜铟”优质产品组合。

#### ● 缅甸锡矿供给下降，或提供锡价上行动力

近期缅甸锡矿供给的下滑受到持续关注。佤邦曼象矿区为缅甸主要锡矿产出地，2017 年全面进入地下开采阶段，锡矿品位由 5%以上下降至 1.5-2%，2018 年该矿区产量将会出现明显下降，全年或影响 1 万吨以上锡矿产量。另外，主产区印尼、秘鲁品位也出现下滑。总体来看，全球锡矿供应在缩减，而需求保持稳定，供需缺口逐渐加大，库存在逐渐下降，锡价将进入长周期上涨。

#### ● 受益于金属价格上涨，锌铜利润持续释放

公司在 2015 年完成重大资产重组，收购华联锌铟 75.74%的股份。2017 年，受益于锌、铜价格的持续上行，公司锌、铜产品利润快速释放，成为公司利润的重要组成部分。目前，公司拥有 3 万吨/年的铜精矿产能，自产铜矿用于 10 万吨/年的铜冶炼项目；自产锌精矿产量超过 10 万吨/年，未来可为正在建设的锌冶炼项目提供充足的原料来源。公司“10 万吨锌 60 吨铟冶炼项目”在 2017 年底完成主体工程，2018 年上半年进入调试阶段，下半年将正式投入生产。

#### ● 盈利预测与投资建议

考虑到锡价、铜价进入长周期上行阶段，以及锌价有望持续保持在高位，公司受益于产品价格的提升和自身精铟产能的逐步释放，净利润将持续稳步增长。预计公司 2017-2019 年的营收分别为 359.96 亿元、376.49 亿元和 391.28 亿元，归母净利润分别为 6.68 亿元、10.01 亿元和 14.07 亿元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 34X、22X 和 16X，对应 2017-2019 年 PB 分别为 2.0X、1.9X、1.7X，PB 低于可比上市公司估值的平均水平，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

#### ● 风险提示

金属价格波动风险，项目进度及产能释放不及预期风险，矿山品位下滑风险。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 33,429 | 35,996 | 37,649 | 39,128 |
| 增长率 (%)          | 7.6%   | 7.7%   | 4.6%   | 3.9%   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 136    | 668    | 1,001  | 1,407  |
| 增长率 (%)          | 106.9% | 390.9% | 49.8%  | 40.6%  |
| 每股收益 (元)         | 0.09   | 0.40   | 0.60   | 0.84   |
| PE (现价)          | 145.0  | 33.5   | 22.4   | 15.9   |
| PB               | 2.5    | 2.0    | 1.9    | 1.7    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

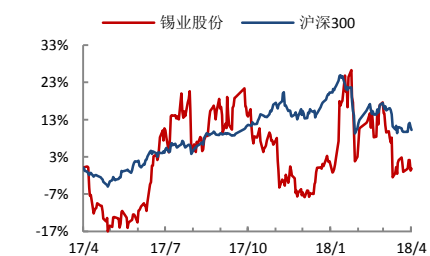
### 强烈推荐 首次评级

当前价格： 13.41 元

#### 交易数据 2018-4-16

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 收盘价 (元)          | 13.41       |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 16.67/10.95 |
| 总股本 (百万股)        | 1,669       |
| 流通股本 (百万股)       | 1,209       |
| 流通股比例 (%)        | 72.47       |
| 总市值 (亿元)         | 224         |
| 流通市值 (亿元)        | 162         |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006  
电话： 0755-22662087  
邮箱： fanjinsong@mszq.com

#### 研究助理：刘孟孟

执业证号： S0100117070072  
电话： 010-85127433  
邮箱： liumengluan@mszq.com

#### 研究助理：杨耀洪

执业证号： S0100118010056  
电话： 021-60876713  
邮箱： yangyaozhong@mszq.com

#### 相关研究

【民生有色】行业深度报告：缅甸锡矿供给下降，或提供锡价上行动力

## 目录

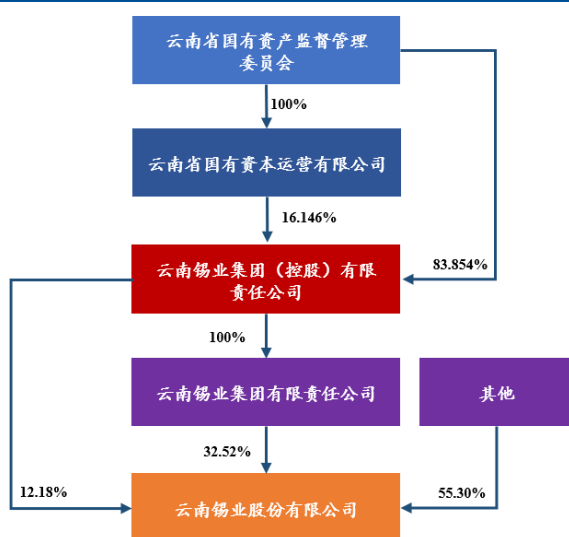
|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、国内最大锡上市公司，构建优质产品组合 .....               | 3  |
| 二、锡矿自给率稳定，锌铜产品成为重要的利润来源 .....            | 5  |
| (一) 锡、铟资源储量丰富 .....                      | 5  |
| (二) 锡板块优势明显，锌、铜产品业绩持续释放 .....            | 5  |
| 1. 锡精矿产能 3 万吨/年，锡矿、铜矿自给率稳定 .....         | 5  |
| 2. 锡冶炼规模优势明显，锡锭销售毛利率持续提升 .....           | 6  |
| 3. 锌铜产品成为公司利润重要组成部分 .....                | 9  |
| 4. 锌铟冶炼项目将落地 .....                       | 10 |
| (三) 剥离亏损的铝业资产，重组注入华联锌铟的优质矿产资源 .....      | 11 |
| 三、行业分析：锡价、铜价长周期上行，锌价有望维持高位 .....         | 12 |
| (一) 缅甸锡矿供给将回落，或提供锡价上行动力 .....            | 12 |
| 1. 缅甸锡矿供给拐点将在 2018 年出现，产量下降明显 .....      | 12 |
| 2. 中国和印尼受制于环保或者政策性因素，锡矿增量有限 .....        | 13 |
| 3. 全球精锡库存步入下行通道，预计 2018 年精锡供需缺口将扩大 ..... | 15 |
| (二) 锌矿短缺将向锌锭短缺过度，锌价高位还将持续 .....          | 17 |
| 1. 2017-2018 年矿山产量恢复缓慢，矿供应依然紧张 .....     | 17 |
| 2. 锌锭市场供需缺口矛盾凸显，加工费处于历史地位 .....          | 18 |
| (三) 铜矿增量放缓，铜价进入长周期上行通道 .....             | 19 |
| 1. 全球铜矿供应增速放缓，且存在诸多潜在干扰因素 .....          | 19 |
| 2. TC/RC 费用持续下降，全球精铜供需过剩部分将收窄 .....      | 20 |
| 四、盈利预测与评级 .....                          | 21 |
| (一) 产品价格与销量预测 .....                      | 21 |
| (二) 盈利预测与投资建议 .....                      | 22 |
| 五、风险提示 .....                             | 23 |
| 插图目录 .....                               | 25 |
| 表格目录 .....                               | 25 |

## 一、国内最大锡上市公司，构建优质产品组合

云南锡业股份有限公司是一家具有百年历史传承的矿业企业，公司目前拥有世界最长、最完整的锡产业链，是中国最大的锡生产、加工、出口基地。2005 年以来公司锡金属销量连续稳居全球第一，2016 年锡金属国内市场占有率 46.86%，全球市场占有率 22.64%。

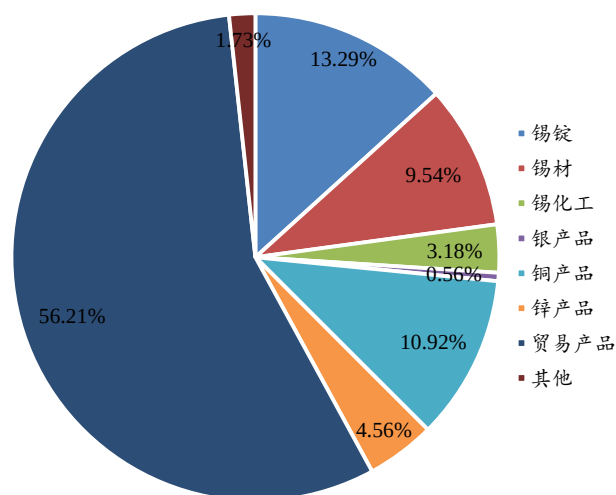
公司前身是清光绪九年(1883 年)清政府建办的个旧厂务招商局，正式成立于 1998 年，由云南锡业公司作为主要发起人发起设立，于 2000 年 2 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司的实际控制人是云南省国有资产监督管理委员会，其通过云南锡业集团（控股）有限责任公司间接持有上市公司约 44.70% 的股份。

图 1：云南国资委是公司的实际控制人（至 2017 年 10 月）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2017 年上半年公司主营业务构成



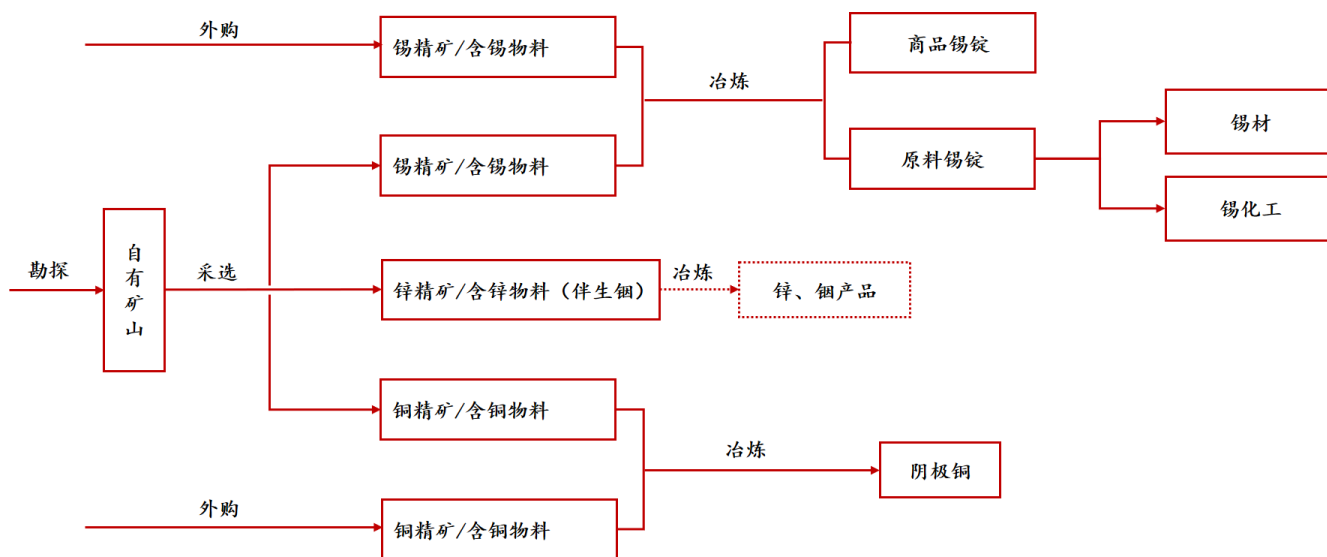
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：锡业股份历史沿革



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：锡业股份产业链分布

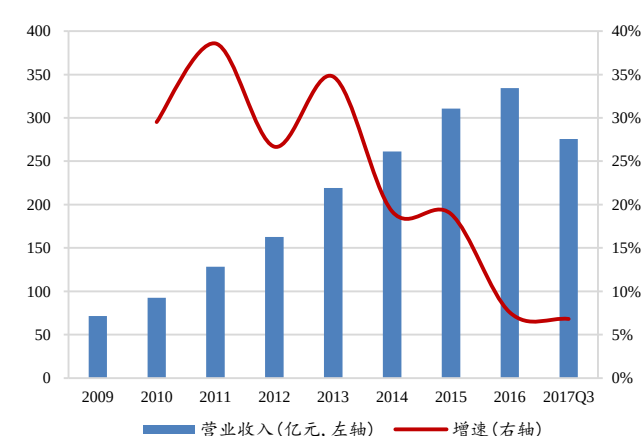


资料来源：2017 年亚洲锡业周报告，民生证券研究院；\*注释：虚线部分表示该项目仍处于建设过程当中。

公司自成立以来不断完善产业链，力图在上游控制更多的优质矿产资源，在中游扩大采选和冶炼产能，在下游不断发展锡、铜等深加工产业。公司在 2014 年 8 月剥离了持续亏损的铅业分公司，在 2015 年 10 月顺利完成了重大资产重组，收购华联锌铟 75.74% 的股权，公司锌铟冶炼项目即将建成投产，生产组织结构不断优化。

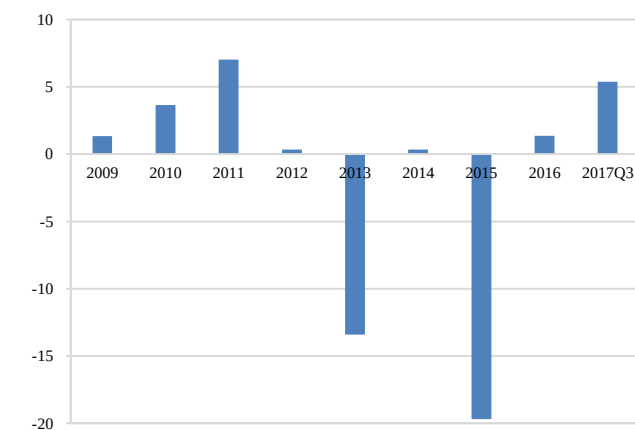
2016 年，公司实现扭亏为盈。2017 年，受益于宏观经济复苏、供需关系改善、金属产品价格上升等因素，公司经营业绩大幅度提高。公司最新的业绩预告显示，2017 年归属于上市公司股东的净利润在 6.5-7.3 亿元区间范围之内，同比增长 378%-436%。公司已经着力打造“锡铟铜铟”的优质产品组合，我们在坚定看好锡、锌、铜金属价格的前提下，认为公司经营业绩将会持续释放。

图 5：自 2009 年以来，公司收入持续增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：自 2016 年开始，公司净利润回升（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、锡矿自给率稳定，锌铜产品成为重要的利润来源

### (一) 锡、铟资源储量丰富

公司所在地个旧地区是中国锡资源最集中的地区，素有世界“锡都”的美誉，同时还蕴藏丰富的铜、铅、银等多种有色金属矿产。个旧地区目前地质勘察的地域仅 20% 左右，其余 80% 的地域仍有良好的成矿条件，找矿前景广阔，公司每年的找矿成果比较丰硕。此外，个旧地区锡矿经过上百年采选形成了大量的尾矿，回收技术若能达到突破，按现有的加工能力测算，已堆积的尾矿可继续供应公司生产约 20 年以上。

截止至 2016 年底，公司保有锡资源储量 79 万吨，占中国储量 1/3 以上、世界储量的 1/10 以上。2015 年 10 月，公司通过重大资产重组，以非公开发行股票为对价购买华联锌铟 75.74% 的股份。华联锌铟资源储量丰厚，其铟、锡储量分别居于国内第一和第三名，同时亦拥有较好的增储前景，进一步提升了上市公司的原料自给率。

表 1：锡业股份金属储量（截止至 2016 年底）

| 金属 | 储量(万吨) |
|----|--------|
| 锡  | 79.0   |
| 铜  | 120.0  |
| 锌  | 423.0  |
| 铅  | 8.0    |
| 铟  | 0.6    |

资料来源：中诚信国际，民生证券研究院

表 2：华联锌铟金属储量（截止至 2017 年 9 月）

| 金属 | 储量(万吨) |
|----|--------|
| 锡  | 30.77  |
| 铜  | 33.85  |
| 锌  | 404.73 |
| 铟  | 0.6    |

资料来源：中诚信国际，民生证券研究院

### (二) 锡板块优势明显，锌、铜产品业绩持续释放

#### 1. 锡精矿产能 3 万吨/年，锡矿、铜矿自给率稳定

公司 3 万吨/年的锡精矿产能主要集中于大屯锡矿、老厂分公司和华联锌铟。近年来公司锡精矿自给率较为稳定，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月分别为 38%、37%、38% 和 41%。同时为增强资源控制能力和持续生产能力，公司还大量外购锡精矿。实际上，我国锡精矿供应商规模较小、相对分散且大部分为民营企业，目前与公司合作的供应商有 200 多家。

表 3：锡业股份锡精矿产能分布

| 矿山          | 锡精矿权益产能(吨) |
|-------------|------------|
| 大屯锡矿        | 10000      |
| 老厂分公司       | 10000      |
| 华联锌铟        | 6000       |
| 卡房分公司       | 1398       |
| 郴州市北湖区屋场坪矿区 | 1388       |
| 采选分公司塘子凹矿   | 1000       |
| 总计          | 29786      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司还拥有 3 万吨/年的铜精矿产能，生产主要集中于老厂矿区和卡房矿区。公司自产铜精矿用于公司 10 万吨/年铜冶炼项目，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月铜精矿自给率分别为 38%、33%、28% 和 28%。锌矿方面，公司锌资源主要集中在子公司华联锌铟，自身的锌精矿产量

可为正在建设的 10 万吨/年锌冶炼项目提供充足的原料来源,项目建成后可实现 100%原料自给率。

**表 4: 公司主要矿山产品产量 (万吨金属量)**

| 主要品种 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017Q3 |
|------|------|-------|-------|--------|
| 锡    | 2.95 | 3.80  | 3.14  | 2.36   |
| 铜    | 2.48 | 3.00  | 2.82  | 2.16   |
| 锌    | -    | 11.20 | 12.80 | 9.19   |
| 合计   | 5.43 | 18.00 | 18.76 | 13.71  |

资料来源:公司公告,中诚信国际,民生证券研究院

## 2. 锡冶炼规模优势明显,锡锭销售毛利率持续提升

锡冶炼方面,公司有规模优势。ITRI 数据显示,2017 年世界十大精锡生产企业产量合计 22.98 万吨,占世界总产量的 65%以上,同比增长 5.37%。其中,锡业股份精锡生产量是 7.45 万吨,同比虽有小幅减少,但仍远大于第二位的 PT Timah。

**表 5: 2017 年世界十大精锡生产企业产量同比增长 5.37%**

| 序号 | 英文名                    | 中文名            | 国家    | 2016   | 2017   | YOY    |
|----|------------------------|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 01 | Yunnan Tin             | 云南锡业股份有限公司     | 中国    | 76000  | 74500  | -2.00% |
| 02 | PT Timah               | 天马公司           | 印度尼西亚 | 23756  | 30200  | 27.10% |
| 03 | Malaysia Smelting Corp | 马来西亚冶炼集团       | 马来西亚  | 26802  | 27200  | 1.50%  |
| 04 | Yunnan Chengfeng       | 云南乘风有色金属股份有限公司 | 中国    | 20100  | 26800  | 33.30% |
| 05 | Minsur                 | 秘鲁明苏公司         | 秘鲁    | 19573  | 18000  | -8.00% |
| 06 | EM Vinto               | NA             | 玻利维亚  | 13038  | 12600  | -3.40% |
| 07 | Guangxi China Tin      | 广西华锡集团股份有限公司   | 中国    | 10984  | 11500  | 4.70%  |
| 08 | Thaisarco              | 泰萨科公司          | 泰国    | 11088  | 10600  | -4.40% |
| 09 | Metallo                | NA             | 比利时   | 8541   | 9700   | 13.60% |
| 10 | Gejiu Zi-Li            | 个旧市自立矿冶有限公司    | 中国    | 8200   | 8700   | 6.10%  |
| 合计 |                        |                |       | 218082 | 229800 | 5.37%  |

资料来源:ITRI,民生证券研究院

分产品来看,目前公司有 8 万吨/年的锡锭冶炼产能,其中个旧冶炼分公司冶炼产能为 7 万吨/年,郴州云湘冶炼厂产能为 1 万吨/年。公司在 2016 年锡锭产量为 3.74 万吨,预计 2017 年仍维持在 3.7 万吨左右的水平。锡材深加工方面,2008 年公司在昆明经济区建成了中国最大锡材加工中心,年产锡材 2.5 万吨。近年随着公司锡材深加工项目的分批投产,公司锡材产能达到 3.8 万吨/年。公司在 2016 年锡材产量为 2.58 万吨,产量保持稳定。

**表 6: 公司主要产品产量**

| 主要品种     | 2014 | 2015 | 2016  | 2017Q3 |
|----------|------|------|-------|--------|
| 锡锭 (万吨)  | 3.97 | 3.61 | 3.74  | 2.70   |
| 锡材 (万吨)  | 2.57 | 2.45 | 2.58  | 2.18   |
| 锡化工 (万吨) | 2.02 | 2.01 | 2.06  | 1.29   |
| 铅锭 (万吨)  | 1.95 | -    | -     | -      |
| 银锭 (吨)   | 42   | 32   | 18    | 12     |
| 阴极铜 (万吨) | 7.31 | 8.91 | 10.00 | 6.59   |

资料来源:公司公告,中诚信国际,民生证券研究院

锡化工方面,目前公司是国内最大锡无机、有机化工生产基地,目前锡化工产能达到 2.4 万吨/年。公司自主创新能力强,自主研发的硫醇甲基锡生产线,新建成的丁基、辛基锡中间体生产线,填补了国内生产有机锡中间体的空白。针对锡化工产业结构单一的现状,公司大力开发有机锡个性化新产品,拓展发展空间。

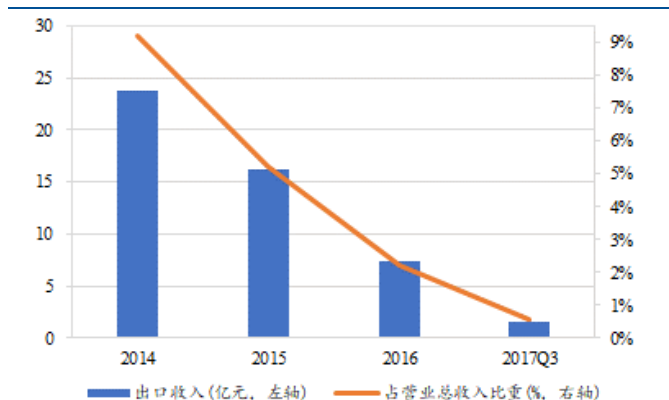
表 7: 公司主要产品销量

| 主要品种    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017Q3 |
|---------|------|------|------|--------|
| 锡锭(万吨)  | 3.67 | 3.98 | 3.71 | 2.76   |
| 锡材(万吨)  | 2.62 | 2.53 | 2.58 | 2.18   |
| 锡化工(万吨) | 2.02 | 1.98 | 2.03 | 1.44   |
| 铅锭(万吨)  | 2.15 | -    | -    | -      |
| 银锭(吨)   | 42   | 27   | 24   | 12     |
| 阴极铜(万吨) | 7.84 | 8.27 | 9.85 | 7.24   |

资料来源:公司公告,中诚信国际,民生证券研究院

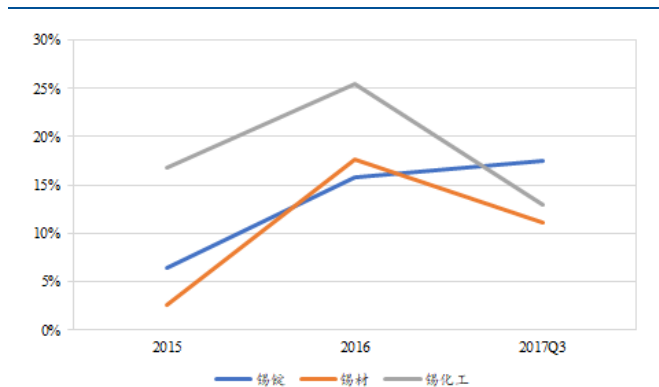
锡销售方面,公司通过建立独立、完整的营销和分销体系以应对客户分散的状况。锡产品品种众多,单一市场容量有限,所以公司下游的客户超过 600 家之多。在国内,公司分别在 19 个城市设立了营销网点;在海外,公司设有云锡(香港)资源有限公司负责亚洲市场的销售,设有云南锡业资源有限公司(美国)负责美国市场的销售,以及设有云南锡业德国资源有限公司负责欧洲市场的销售。整体营销网络正在逐步完善。但在海外销售方面,受到市场竞争加剧的影响,公司出口收入已经大幅降低。

图 7: 公司海外收入占比大幅度降低



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 8: 公司锡锭销售毛利率呈上升趋势



资料来源:公司公告,民生证券研究院

表 8: 自 2015 年底开始 1#锡现货价逐步提高

|          | 1#锡平均价格(元) |          | 1#锡平均价格(元) |           | 1#锡平均价格(元) |
|----------|------------|----------|------------|-----------|------------|
| 2015 上半年 | 120,762.61 | 2015 下半年 | 99,896.00  | 2015 全年平均 | 110,072.75 |
| 2016 上半年 | 107,597.92 | 2016 下半年 | 132,213.71 | 2016 全年平均 | 120,107.58 |
| 2017 上半年 | 144,657.56 | 2017 下半年 | 143,572.00 | 2017 全年平均 | 144,101.43 |

资料来源:长江有色,民生证券研究院

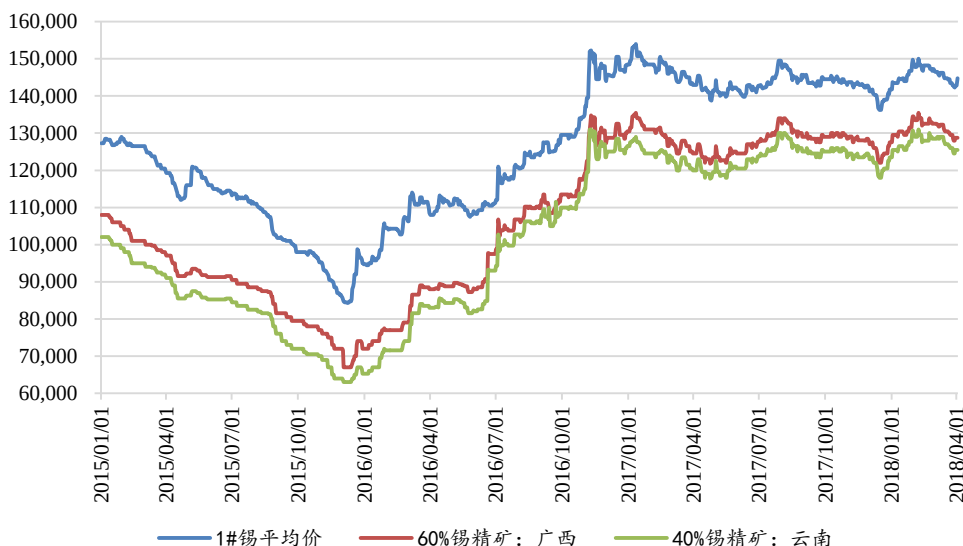
毛利率方面,锡锭和锡材、锡化工呈现不同的走势。锡锭方面,受益于全球锡矿的供给端收缩,精锡现货价格逐年提升,公司锡锭的销售毛利率亦逐年提高。在预计 2018 年全球精锡价格将持续上涨的前提下,受益于自产的 3.15 万吨/年左右的锡精矿产量,公司锡锭销

售毛利率有望进一步提升。

锡材、锡化工方面，由于此轮精锡价格上涨的主要驱动因素是全球锡精矿供给的收缩，导致精锡和锡精矿价格呈现同步上行的趋势。通过计算 60%和 40%锡精矿价格对 1#锡市场价格的占比变化可以发现，自 2016 年初开始，这个比例逐步上升，表明锡精矿价格上涨的幅度甚至要高于精锡上涨的幅度。因此，对于依靠外采原料进行冶炼生产的锡材、锡化工板块而言，毛利率将由于成本端占比的提升而有所下降。

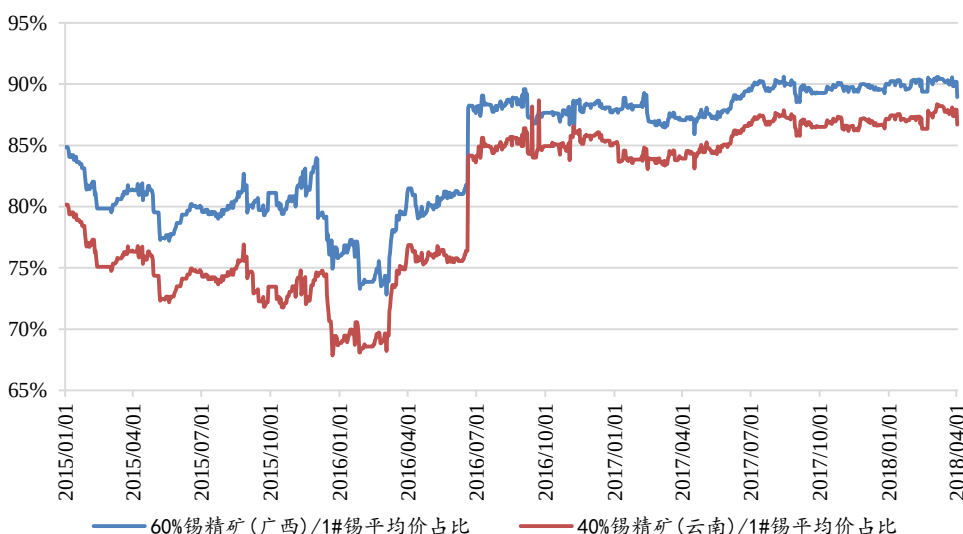
综合考虑到锡锭营业利润占公司总营业利润的比重要大于锡材和锡化工，所以精锡价格的上涨必然会带动公司在锡制造板块营业利润的进一步提升。整体来看，公司锡产业在技术和规模方面均保持行业领先地位，产品品种丰富，行业地位稳固。

图 9：自 2015 年底开始 1#锡和锡精矿现货价格呈现同步上行趋势



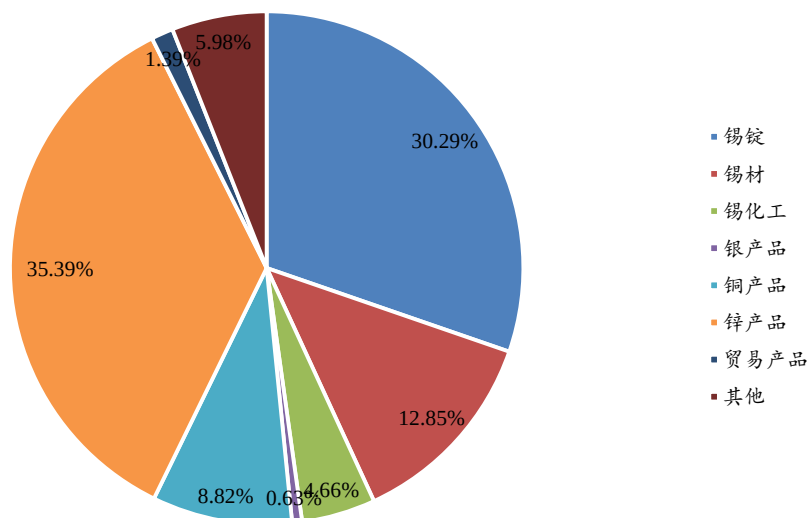
资料来源：长江有色，Wind，民生证券研究院

图 10：自 2016 年初开始 1#锡成本端锡精矿成本占比逐步提高



资料来源：长江有色，Wind，民生证券研究院

图 11：2017 年上半年公司营业利润构成

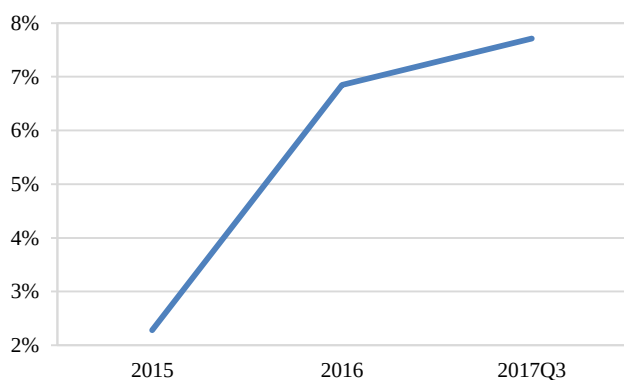


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3. 锌铜产品成为公司利润重要组成部分

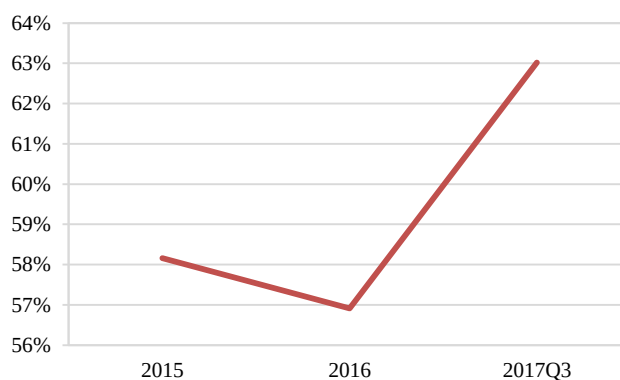
公司 10 万吨/年铜冶炼项目于 2013 年投产。随着产能不断释放，阴极铜产量逐年增长，在 2016 年达到 10 万吨，目前公司铜精矿自给率稳定在 28% 左右。2017 年上半年，公司铜产品营业收入占公司总营业收入的 10.92%，营业利润占公司总营业利润的 8.82%。在铜价进入长周期上行的阶段，公司铜产品毛利率有望进一步提升。

图 12：公司铜产品毛利有望进一步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：公司锌精矿毛利有望保持在高位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司锌资源主要集中在子公司华联锌铟。2015 年 10 月，公司收购华联锌铟 75.74% 股权，自当年起新增锌精矿收入。2016 年公司自产锌精矿产量为 12.80 万吨，2017 年前三季度产量为 9.19 万吨，预计全年能维持在 12.80 万吨的水平。2017 年上半年，公司锌精矿营业收入占公司总营业收入的 4.56%，营业利润占公司总营业利润的 35.39%，甚至高于锡锭的占比，主要得益于锌价提升所带动的毛利率提升，2017 年前三季度毛利率达到 63.02%。

#### 4. 锌铟冶炼项目将落地

公司在 2017 年 8 月通过非公开发行股票募集资金 24 亿元，其中 21 亿元投资于“每年 10 万吨锌 60 吨铟冶炼项目”，该冶炼环节能将锌精矿里面的伴生铟提炼出来。此项目设计规模为年产电镀锌锭 102,184 吨和铟锭 87.40 吨，2017 年年底主体工程已结束，2018 年上半年进入调试阶段，下半年将正式投入生产。

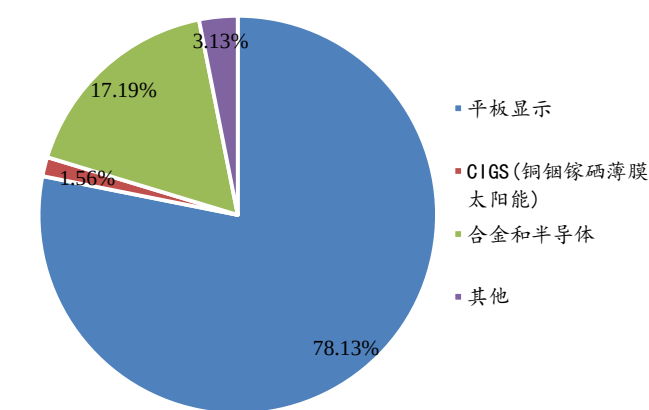
表 9：锌铟冶炼项目产品方案和生产规模

| 序号 | 产品名称 | 产量             |
|----|------|----------------|
| 1  | 锌锭   | 102,184.00 吨/年 |
| 2  | 铟锭   | 87.40 吨/年      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

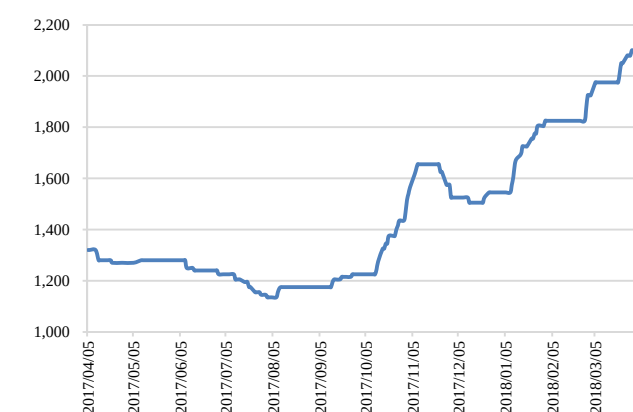
公司立足于自身铟的资源优势，致力打造全球最大的铟产业基地，铟从采选向冶炼延伸，为后续高纯铟、铟基合金、ITO 靶材产业化等提供原料保障。铟是银白色稀散金属，主要用以与其他有色金属组成一系列的化合物半导体、光电子材料、特殊合金、新型功能材料以及有机金属化合物等，在电子、电信、光电、通讯等领域具有广泛用途。

图 14：2016 年中国精铟消费中平板显示领域占比 78.13%



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 15：国产精铟价格实现底部反弹 (单位：元/千克)



资料来源：上海有色，民生证券研究院

近年来，中国的精铟行业一直面临着供需严重过剩的局面。需求方面，2016 年平板显示领域占比达到 78.13%，安泰科估计，2016 年国内靶材用量约 700 吨，但所用的大尺寸（6 英寸及以上）靶材几乎全部进口。目前中国先进制造业正处于快速提升的过程当中，国内多条 ITO 靶材线投产，将拉动对国产精铟的需求。同时，环保政策趋严推动粗铟价格上涨，铟及铟制品的出口配额被取消，有利于国内铟产品的出口，精铟的供需结构得到有效改善。但考虑到精铟的库存尚未得到有效的解决，短期之内铟价的反弹力度有限。

效益方面，按照目前精铟报价在 2100 元/千克左右的水平来测算，我们预计公司的铟回收项目达产后有望创造年均营业收入 1.26 亿元，贡献毛利可以达到 1 亿元左右。如果未来铟价能够得到修复，精铟项目将成为公司新的利润增长点。

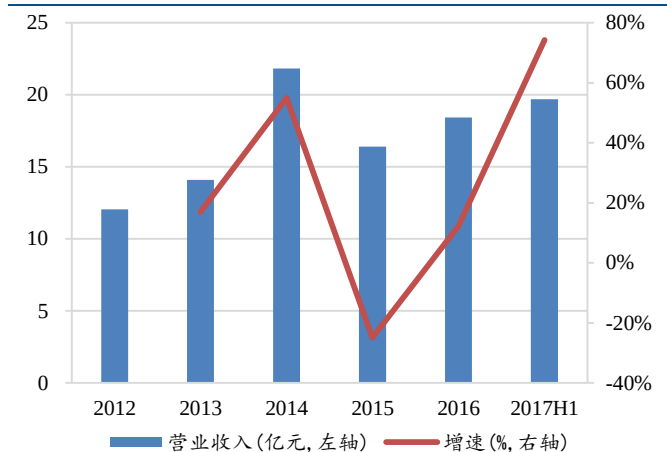
**表 10：公司主要在建项目（截止至 2017 年 9 月，单位：亿元）**

| 项目名称                              | 总投资           | 截至 2017 年 9 月底已投资 | 预计未来投资      |              |              |
|-----------------------------------|---------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|
|                                   |               |                   | 2017.10-12  | 2018         | 2019         |
| 锡冶炼异地搬迁升级改造项                      | 35.40         | 4.86              | 0.00        | 2.80         | 10.00        |
| 个旧市重点区域重金属污染治理五大工程项目-南部选矿试验示范园区工程 | 30.72         | 10.26             | 3.92        | 7.04         | 5.00         |
| 年产 10 万吨锌、60 吨铜冶炼技改项目             | 21.17         | 11.89             | 2.00        | 7.28         | -            |
| 大屯选矿分公司硫化锡铜矿技改工程项目                | 10.33         | 4.91              | 0.43        | -            | -            |
| 花拉尾矿库恢复使用项目                       | 1.53          | 1.24              | 1.45        | 1.63         | -            |
| 矿山一类工程                            | 10.74         | -                 | 1.23        | 4.56         | 4.95         |
| <b>合计</b>                         | <b>109.89</b> | <b>33.16</b>      | <b>9.03</b> | <b>23.31</b> | <b>19.95</b> |

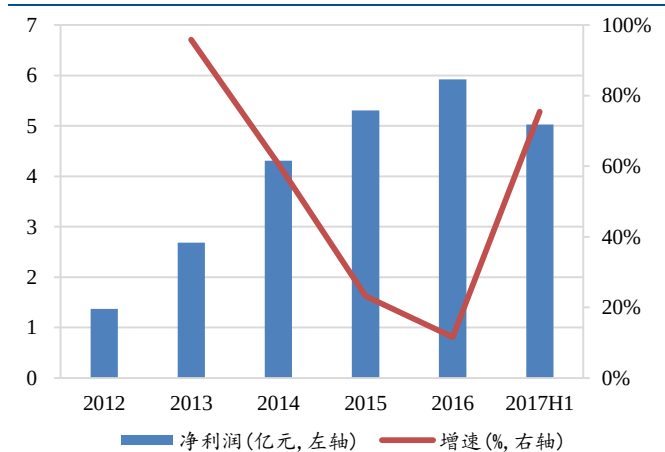
资料来源：公司公告，中诚信国际，民生证券研究院

### （三）剥离亏损的铅业资产，重组注入华联锌铟的优质矿产资源

2014 年 8 月 5 日，公司公告表示拟将铅业分公司资产作价 13.9 亿元转让出售给云南锡业集团（控股）有限责任公司。锡业股份铅业分公司 10 万吨/年铅冶炼技改扩建项目总投资为 12.63 亿元，于 2011 年 4 月正式投产。但是由于铅原料自给率低，市场竞争能力、抗风险能力和盈利能力偏弱，加之市场价格大幅下降，亏损严重。2015 年 4 月 15 日，公司公告表示铅业分公司相关资产交割及过户手续办理完毕。

**图 16：2017 年上半年华联锌铟营业收入大幅度提升**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 17：2017 年上半年华联锌铟净利润大幅度提升**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2014 年 8 月，公司公告表示拟以非公开发行的股票作对价购买华联锌铟 75.74% 的股份，其中向云锡控股购买 42% 的股份，向云锡集团购买 20% 的股份。2015 年 9 月，交易各方完成了股权的过户事宜。华联锌铟是集采矿、选矿为一体的矿业企业，在铜矿、锡矿、锌矿等金属矿方面储量丰富，目前该公司的主要产品是锌精矿、锡精矿和铜精矿。

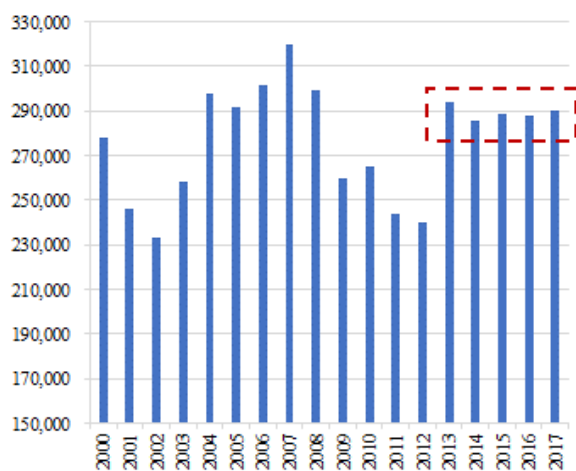
华联锌铟优质矿业资产和业务注入上市公司，一方面增加了上市公司的矿业资源储备，完善了公司“采矿-选矿-冶炼-加工”产业链，另一方面也消除了华联锌铟与锡业股份之间的关联交易，增强了上市公司的独立性。2017 年上半年，华联锌铟营业收入 19.68 亿元，已经超过 2016 年全年的水平，净利润亦达到 5.03 亿元，业绩大幅度提升。

### 三、行业分析：锡价、铜价长周期上行，锌价有望维持高位

#### (一) 缅甸锡矿供给将回落，或提供锡价上行动力

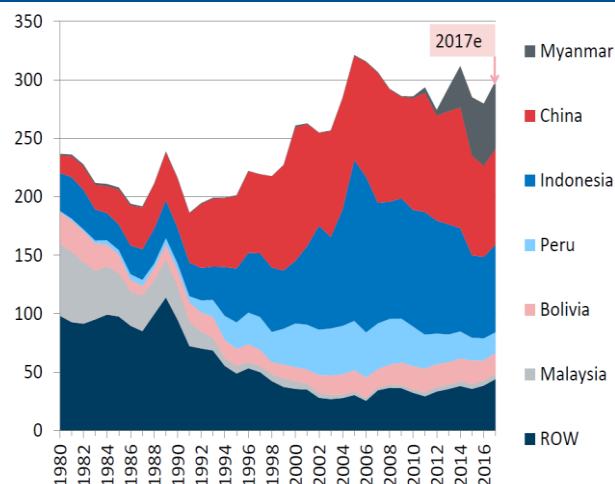
全球锡精矿生产地分布非常集中，中国、印尼、缅甸、秘鲁和玻利维亚锡精矿产量约占世界总产量的 82%，所以这几个国家的产量变化将决定全球锡供应端的格局。USGS 数据显示，过去五年全球锡精矿的供给稳定在 29 万吨上下的水平，基本处于供需平衡状态。但由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加环保和政策性原因，将导致锡矿供给减少。

图 18：过去五年全球锡精矿供应相对稳定（单位：吨）



资料来源：USGS，Wind，民生证券研究院

图 19：全球锡矿供给集中度高（单位：千吨）



资料来源：ITRI，民生证券研究院

#### 1. 缅甸锡矿供给拐点将在 2018 年出现，产量下降明显

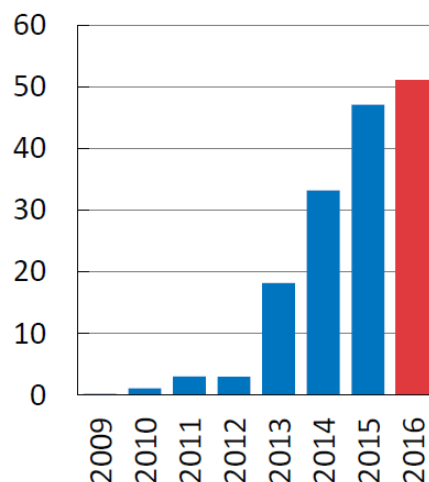
近期缅甸锡矿供给的下滑受到持续关注。缅甸的锡精矿供应主要来自于佤邦曼象矿区，该地区锡矿供应占比在 95% 左右。佤邦曾经是金三角地区核心罂粟种植地，2005 年当地政府开始禁止毒品的种植和销售，转而以矿业资源作为立身之本。

图 20：缅甸锡矿供应主要来自佤邦曼象矿区



资料来源：ITRI，民生证券研究院

图 21：佤邦曼象矿区锡矿产量急剧攀升（单位：千吨）



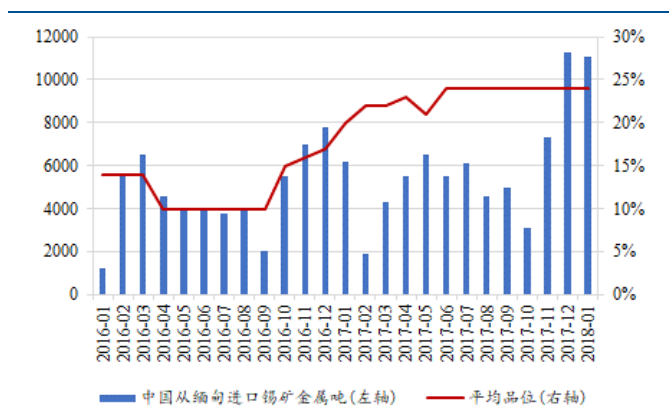
资料来源：ITRI，民生证券研究院

低邦曼象矿区高品位、低成本矿开发之后，供给量陡升，几乎由 2012 年的零产量增至 2016 年的 5 万吨的水平，使得缅甸一跃成为全球第三大锡矿供给国家，对全球锡价造成冲击。同时，低邦地区的锡矿几乎全部以边境贸易的形式出口至中国。

具体来看，2012-2015 年，该地区开采的是地表高品位富矿，露天品味甚至一度高于 5%；2016 年开始逐步转入地表下低品位贫矿，平均品位降至 3% 左右，但当年缅甸政府释放了约 1 万吨金属量的锡矿库存，使得锡矿供给达到顶峰；2017 年全面进入地下开采阶段，品位进一步下降到 1.5-2%，但是在库存以及尾矿回采的支撑下，锡矿出口总量并未下滑。

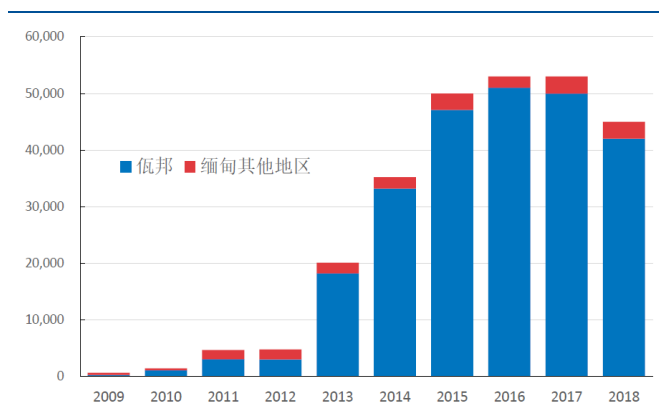
根据中国从缅甸进口锡矿的数据分析，2017 年进口实物吨总量是 29.25 万吨，同比减少 38%。但是如果从金属吨角度来看，我们估算 2017 年进口金属吨总量是 6.75 万吨，同比增加 12% 左右。实物吨和金属吨的错配主要是由于缅甸当地选矿产能的提高，并洗选了前 3-4 年的低品位锡矿库存，使得缅甸锡矿实际出口品位明显提升。总的来看，缅甸锡矿供给的拐点并未出现在 2017 年。

图 22：中国从缅甸进口锡矿平均品位提升



资料来源：ITRI，民生证券研究院

图 23：缅甸锡矿产量（单位：吨）



资料来源：ITRI，民生证券研究院

但是，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。同时，在库存方面，低邦政府规定，矿产商在锡矿出口过程中，25% 的原矿会以税率的形式抵押给政府，使得政府自 2015 年以来囤积了较多的原矿，随着当地政府库存的持续释放，预计当前库存锡矿金属吨仅在 1-2 万吨左右。综上，我们认为缅甸锡矿供应的拐点将在 2018 年出现，预计将会影响 1-2 万吨左右的产量。

## 2. 中国和印尼受制于环保或者政策性因素，锡矿增量有限

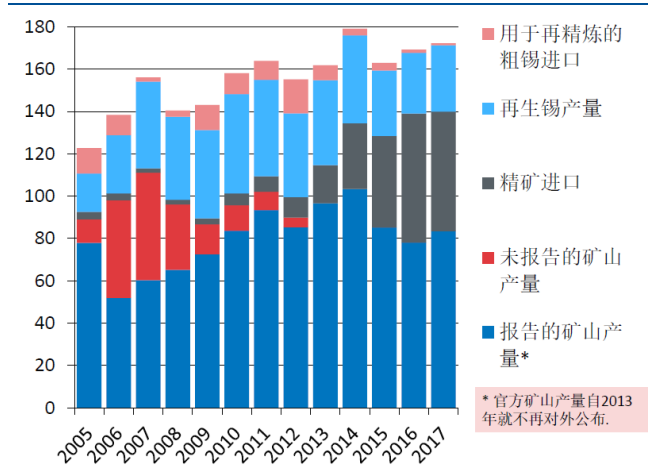
中国锡产业链整体呈现中间冶炼产能过剩，两端投入不均的局面。国家目前处于供给侧改革的关键阶段，政府重视经济发展的质量问题，环保趋严，锡产业链结构逐步优化。具体来看，中国锡矿供给的峰值出现在 2014 年，总量 10.34 万吨；之后由于锡价一路下探，甚至跌破成本线而出现全行业亏损的状况，上游矿山企业不得不缩减产量或者停产，2015 年全年产量缩减 1.82 万吨。2016 年全年锡矿产量是 8.15 万吨，同比继续下降 4.34%。

2017 年，锡矿复产规划中规模最大的是湖南南方矿业公司 3000 吨的产能，环保限制下实际可能只复产了 2000 多吨，环保常态化对锡矿供给始终产生着影响。国内新项目增量方

面，内蒙古的银漫矿业在 2017 年上半年正式投产，三季度达产，全年预计新增 3500 吨锡矿产量，2018 年产量预计在 7500 吨。2017 年中国锡矿产量是 8.57 万吨，综上所述我们预计 2018 年将会有小幅增长。

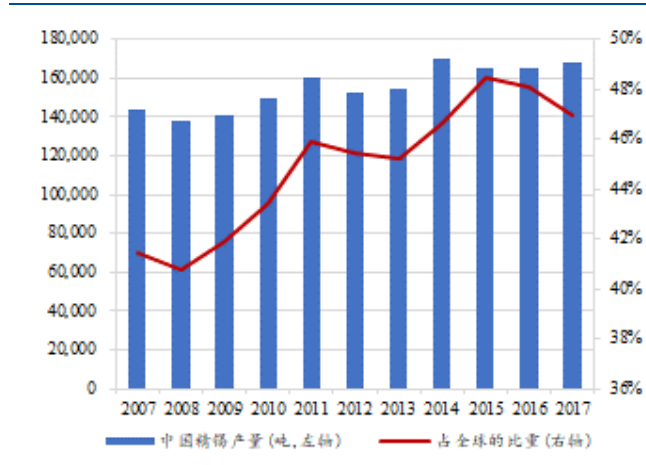
精锡方面，近年中国精锡产量维持在 16-17 万吨之间，占到全球产量的 45% 以上。然而，中国自产的锡精矿并不能满足生产需求，原料严重短缺，对进口原料的依赖程度在 30-40% 之间，并且几乎所有的进口锡精矿都是来自缅甸，所以缅甸矿山产量的变化将直接影响到中国锡矿原料的供应。

图 24：中国锡原料来源（单位：千吨）



资料来源：ITRI, CRU, 民生证券研究院

图 25：中国精锡产量占到全球产量的 45% 以上



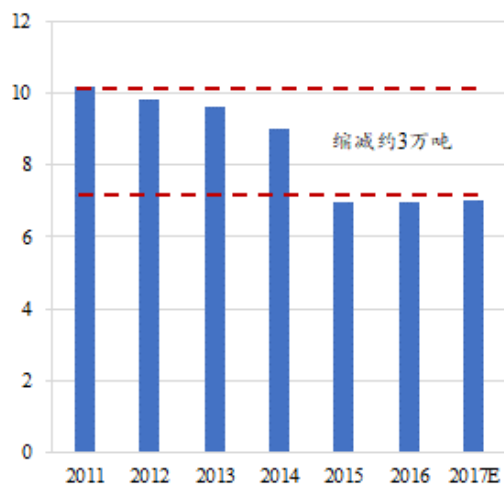
资料来源：中国金属通报, Wind, 民生证券研究院

再生锡方面，2010-2014 年中国再生锡产量一度维持在 4 万吨以上的水平，2015-2016 年由于缅甸进口原料的补充以及环保、技术成本上升等因素而降至 3 万吨左右，2017 年产量预估在 3.13 万吨。长期来看，由于锡资源的稀缺性以及进口原料持续性具有较大的不确定性，再生锡将成为越来越重要的原料保障。我们预计 2018 年再生锡产量 3.2 万吨。

综上，对于 2018 年中国精锡总产量的预估，三个重要的组成部分分别是：国内锡精矿产量 8.9 万吨，国内再生锡产量 3.2 万吨以及缅甸锡精矿进口 4.5 万吨，合计 16.6 万吨，稍稍低于 2017 年的 16.8 万吨，精锡产量总体维持稳定。

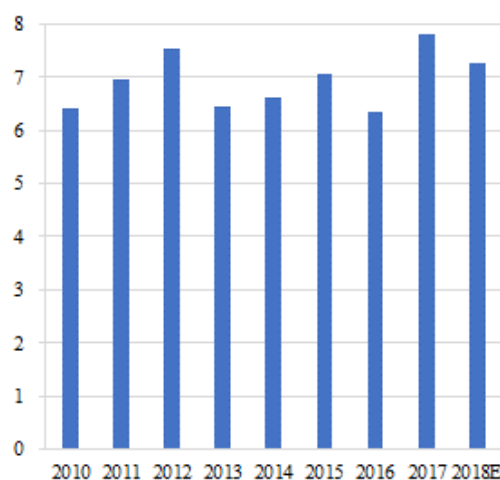
印尼锡资源储量在 2016 年末是 80 万吨，按照目前的开采进度只能维持 12 年左右的供应。近年，印尼由于锡矿资源品位下降叠加矿山企业被迫转入水下开采，开采成本提升，锡矿产量大幅度降低。2011 年，锡矿产量在 10 万吨左右，最近三年缩减 3 万吨，维持在 7 万吨左右。精锡方面，印尼政府全面禁止未经加工的金属原矿出口以提高矿产业附加值，2017 年受到锡价上涨的提振，精锡产量提升至 7.82 万吨，预计 2018 年为 7.25 万吨。

图 26: 印尼锡精矿产量呈现下降趋势 (单位: 万吨)



资料来源: ITRI, 2017 年亚洲锡业周报告, 民生证券研究院

图 27: 预计印尼 2018 年精锡产量是 7.25 万吨 (单位: 万吨)

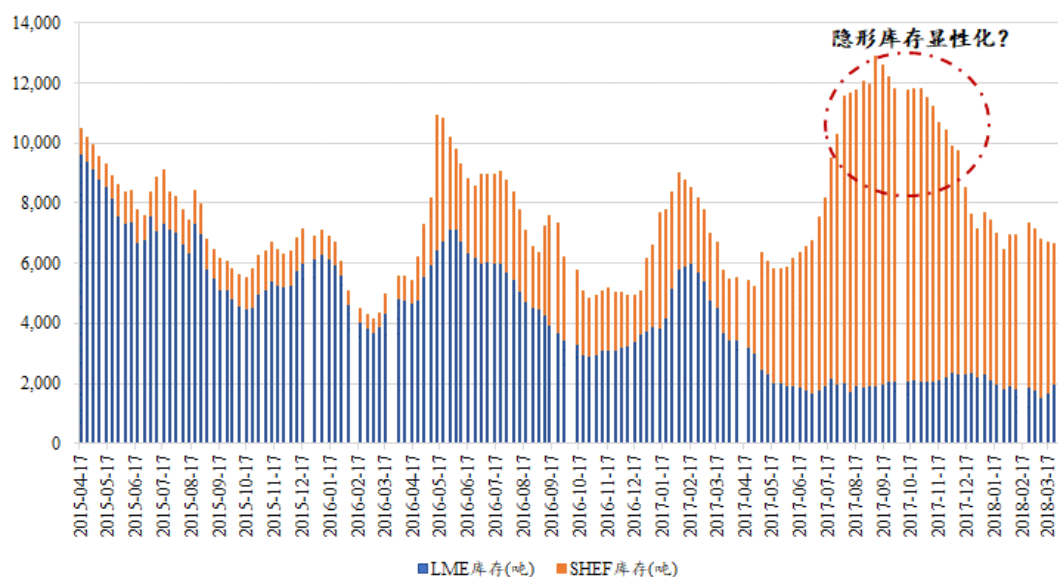


资料来源: ITRI, Wind, 民生证券研究院

### 3. 全球精锡库存步入下行通道, 预计 2018 年精锡供需缺口将扩大

全球精锡的显性库存步入下降通道。LME 的库存从 2015 年 4 月 17 日的 9655 吨降至 2018 年 4 月 4 日的 2075 吨。SHFE 的库存从 2017 年的 4 月至 9 月有明显的累积, 从 2000 吨左右的水平提升至最高 11000 吨左右的水平, 这一方面是国内精锡供应过剩的结果, 另一方面是隐性库存显性化的结果, 因为 2017 年沪锡期货价格对现货价格存在较大的升水, 贸易商利用价差进行期现套利, 大量锡锭入库显性化。目前, 沪锡库存同样进入下行通道, 只有不到 4500 吨的水平, 是峰值的一半。

图 28: 全球锡库存步入下行通道



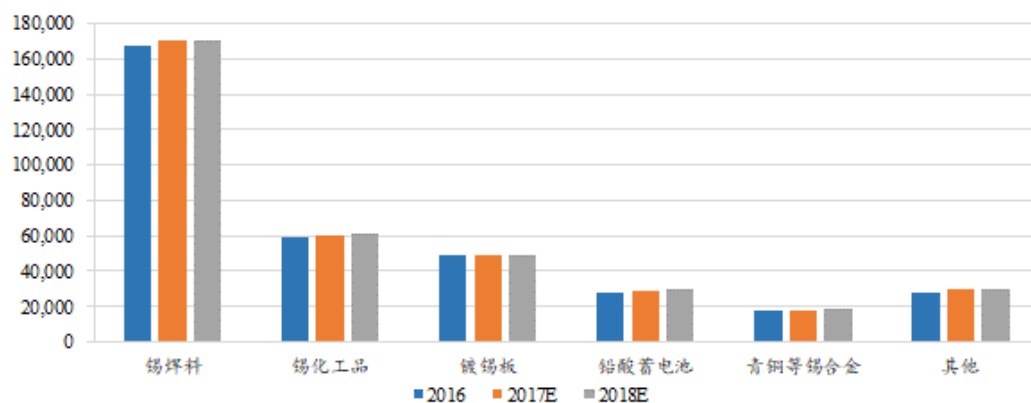
资料来源: Wind, 民生证券研究院

锡的需求领域主要是锡焊料、锡化工品、镀锡板 (马口铁)、铅酸蓄电池和青铜等锡合金。ITRI 数据统计, 2016 年全球精锡消费是 34.89 万吨, 同比增长 2.23%, 预计 2017 年的

消费量是 35.55 万吨，同比增长 1.89%。其中，锡焊料依然是最主要的消费领域，2016 年全球消费占比在 48% 左右。2018 年，锡在锡焊料、锡化工和镀锡板的消费量不会有明显的变化，而增量主要来自于铅酸蓄电池和锡合金方面的应用，预计消费增速在 1% 左右。

锡在铅酸蓄电池领域的应用将始终保持着强劲的增长，其主要动力是来自于汽车、发动机和电信行业的增长。新能源汽车相较于传统汽车将配备更多的电子元器件，在中长期之内将促进锡的消费，之后随着关键汽车市场会转向使用锂离子电池，预计锡在铅酸蓄电池领域消费的峰值会出现在 2025 年，之后会显著下降，在此之前将维持年均 3-5% 的增长。

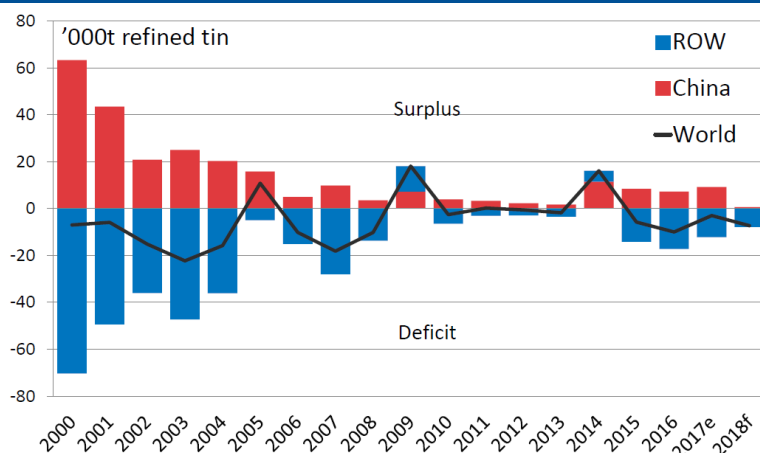
图 29：预计 2018 年全球精锡消费增速在 1% 左右（单位：吨）



资料来源：ITRI，民生证券研究院

自 2015 年底开始，全球锡价进入长周期上行阶段。目前沪锡活跃合约收盘价位于 14.5-15 万元/吨的区间，伦锡价格已经站上了 2.1 万美金/吨的价格，该价格处于全球锡矿山完全成本 90% 的成本分位线。同时，根据前文的分析，缅甸锡矿供给将在 2018 年有较大幅度的下降，中国和印尼环保政策、出口政策存在不确定性，精锡库存持续低迷以及精锡需求端仍会有增量，多因素叠加将共同为锡价提供支撑，预计 2018 年锡价重心继续上移。

图 30：预计 2018 年精锡供给将持续短缺（单位：千吨）



资料来源：ITRI，民生证券研究院

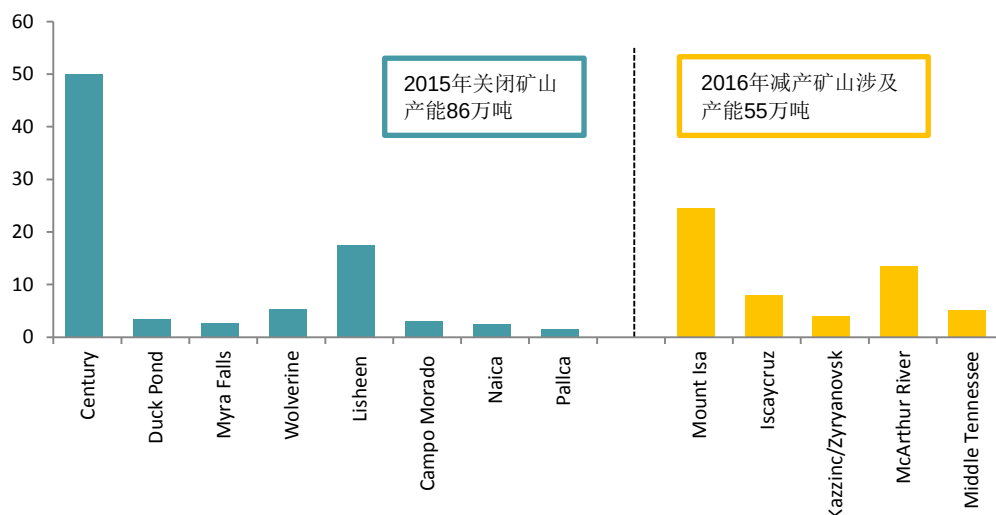
## (二) 锌矿短缺将向锌锭短缺过度，锌价高位还将持续

近两年锌价的上涨动力是锌矿山关闭，导致锌精矿供应不足，2018 年锌价是否继续上涨取决于锌精矿供应状况，从统计矿山项目来看，2018 年锌精矿恢复不足，供需缺口仍存，锌价仍有望创出新高。

### 1.2017-2018 年矿山产量恢复缓慢，矿供应依然紧张

2015-2016 年全球矿山产能急剧下降，主要有三方面原因：一是，2015 年国外大矿山出现资源枯竭现象，涉及总产能 86 万吨；二是，锌价低迷使得嘉能可在 2015 年 10 月公告减产 50 万吨产能；三是，2015 年中国对矿山进行环保和安全核查，共影响产能 55 万吨。由于上述矿山闭坑和宣布减产时间多在年底，因此产量的影响多体现在 2016 年。全球近几年锌精矿产量在 1200-1300 万吨之间，2015-2016 年全球锌精矿产量下降超过 100 万吨，全球锌精矿市场直接进入供应紧张期。

图 31：2015-2016 年国外减少产能超过 100 万吨（单位：万吨）



资料来源：安泰科，民生证券研究院

2017-2018 年全球矿山产量缓慢恢复。2017 年增量主要是来自之前投产矿山产能的释放和部分小矿山复产，国外增量 60 万吨，国内下降 15 万吨左右，全球 2017 年产量为 1247.4 万吨，增加 45 万吨。2018 年国外将有一些大型矿山投产，总增量为 35 万吨左右；国内方面受环保影响，一些关闭的矿山难有复产可能，预计增量有限。因此，预计 2018 年全年产量 1282.4 万吨，仍不能恢复到 2014 年的最高水平。

表 11：2017-2020 年全球锌矿山项目变化表（单位：万吨金属）

| 矿山                | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Dugald River      | 1.0   | 14.0  | 17.0  | 17.0  |
| Mount Isa         | 25.8  | 35.8  | 37.0  | 48.0  |
| Rampura Agucha 地下 | 22.6  | 29.7  | 35.0  | 35.0  |
| Gamsberg          | 0.0   | 4.0   | 18.0  | 22.0  |
| Castellanos       | 1.0   | 6.0   | 7.0   | 7.0   |
| Century           | 0.0   | 4.3   | 18.1  | 26.4  |

|                   |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Mungana/King Vol  | 1.0   | 4.5   | 5.0   | 0.0   |
| Domo Yauli        | 15.9  | 19.1  | 20.0  | 20.0  |
| Thalanga          | 0.2   | 3.0   | 3.2   | 3.2   |
| Middle Tennessee  | 2.7   | 5.3   | 5.3   | 5.3   |
| Zawar             | 5.4   | 8.0   | 8.0   | 8.0   |
| Sindesar Khurd    | 12.5  | 15.0  | 15.0  | 15.0  |
| Shalkiya          | 0.0   | 2.0   | 8.0   | 8.0   |
| Mt Garnet         | 0.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   |
| Campo Morado      | 0.3   | 2.3   | 2.5   | 2.5   |
| Neves-Corvo       | 0.4   | 0.1   | 1.0   | 4.8   |
| Penasquito        | 17.4  | 15.3  | 16.0  | 16.0  |
| San Critobal      | 26.5  | 21.2  | 21.0  | 21.0  |
| Rampura Agucha 露天 | 33.5  | 11.8  | 6.9   | 0.0   |
| Total             | 166.7 | 203.9 | 246.5 | 261.7 |
| 增量                | —     | 37.2  | 42.6  | 15.2  |

资料来源：公司公告，CRU，民生证券研究院

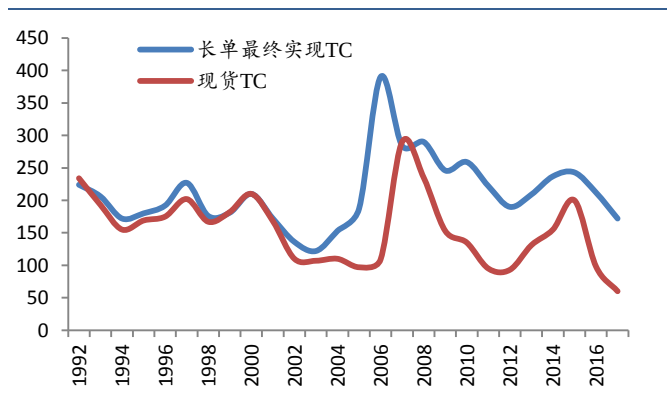
## 2. 锌锭市场供需缺口矛盾凸显，加工费处于历史地位

自 2015 年以来，全球锌精矿市场开始进入短缺状态，但由于前几年锌精矿供应过剩累积大量库存，2015-2017 年全球锌精矿市场处于去库存阶段。2017 年底锌精矿库存基本消耗殆尽，2018 年市场进入真正的短缺阶段，市场感受到的紧张程度会加剧。

精锌方面，从供应端看，由于全球锌精矿市场处于供需偏紧格局，加工费在 2015 年达到顶峰后不断回落，冶炼厂利润在缩减，投产和开工积极性受到影响，2017 年全球产量出现小幅下降，国外有小幅增长，国内小幅下降。

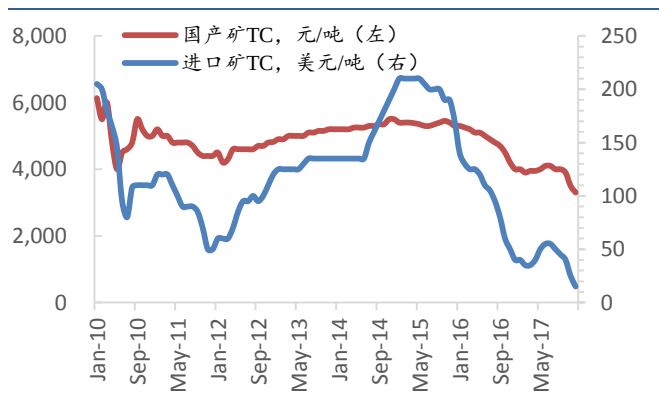
亚洲是全球冶炼产能最大的地区，近十年产量增量部分主要来自中国和印度。但从 2016 年起，中国环保核查愈发严格使得中国产量出现小幅下滑。印度增量明显，将是今年全球精锌产量的主要增量国家。总体来看近两年全球冶炼厂产能变化不大，未来产量的变化将更依赖开工率水平的变化，预计 2018 年加工费将继续下滑，全球精锌产量与 2017 年持平。

图 32：国际长单加工费与现货加工费处于历史低位（美元/吨）



资料来源：安泰科，民生证券研究院

图 33：中国加工费从 2015 年开始单边回落



资料来源：安泰科，民生证券研究院

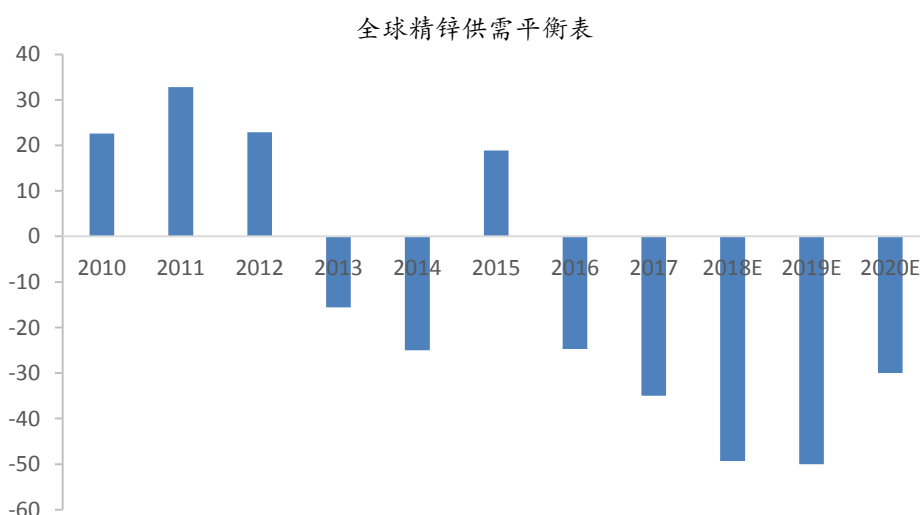
从需求端看，2015 年锌消费增速开始放缓，增速在 2% 左右，主要是由于中国增速放缓。中国是全球最大的消费国，2017 年占比达到 48%，年均增速在 2% 左右；其次是美国，全球

占比为 6%，随着特朗普上台可能会拉动基建投资，锌消费可能会有较好增长；再次是韩国和印度，消费占比在 5% 左右，印度的锌需求正在快速增长，镀锌领域占整个消费领域的 75% 左右，远高于世界平均水平，且目前锌需求仍未得到很好的释放，有较大增长潜力；欧洲每个国家锌消费量不是很大，整体属于小幅增长趋势。2017 年全球锌消费增速为 2%，预计 2018 年仍可保持 2% 以上的增长。

库存方面，全球交易所库存自 2012 年以来一直处于下降趋势，2016 年底到现在更是出现急剧单边下滑，截止到 1 月中旬，LME 库存为 18.0 万吨，较去年同期下降 21.4 万吨；SHFE 库存为 7.9 万吨，较去年同期下降 8.3 万吨，可见库存不足去年同期的一半，处于 2008 年 11 月份以来低位。

2016 年锌价因为锌精矿短缺的逻辑走出了单边上涨的行情；2017 年起锌精矿缺口在逐渐缩小，矿短缺将过渡到锌锭短缺。历史上，从锌矿短缺过渡到锌锭短缺一般需要 2-3 年时间。通过测算，2019-2020 年锌锭缺口仍然存在，以此推断锌价将继续保持高位。

图 34：精锌供需缺口矛盾将会逐渐凸显（单位：万吨）



资料来源：ILZSG，民生证券研究院

### （三）铜矿增量放缓，铜价进入长周期上行通道

近两年铜价上涨动力主要来自于全球经济复苏推动了国际市场对于全球基础设施建设的需求开始回暖的预期，全球范围内陆续爆发的罢工事件也成为了影响铜价的直接干扰因素。铜的供需匹配程度较为成熟，所以我们更关注的是铜矿和精铜供给关系的趋势性变化。

#### 1. 全球铜矿供应增速放缓，且存在诸多潜在干扰因素

铜矿供给方面，2016 年上半年，面对持续下降的铜价，各大矿山企业纷纷宣布缩减矿山改扩建投资规模，新建项目投产进度放缓，考虑到铜矿建设投产周期较长，所以在 2017-2019 年不会出现前期项目集中投产的现象。

根据统计，除了 Cobre Panama 铜矿（产能 32 万吨/年）会在 2018 年投产之外，在 2020

年之前基本没有新的大矿山项目投产，增量主要来自改扩建项目，铜矿投资的不足会导致结构性短缺。

**表 12：2018 年全球铜矿供给预计增加 55 万吨金属量（单位：万吨）**

|              | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Cobre Panama | 0     | 0     | 14    | 27    |
| Escondida    | 90    | 128   | 129   | 128   |
| Los Bronces  | 28    | 33    | 32    | 33    |
|              | 13    | 18    | 22    | 23    |
| Olympic Dam  | 13    | 20    | 21    | 21    |
| 产量合计         | 144   | 199   | 218   | 232   |
| 产量增量         |       | 55    | 19    | 14    |

资料来源：公司公告，Wood Mackenzie，民生证券研究院

国际铜研究小组(ICSG)数据显示，2016 年全球铜矿产量 2035.8 万吨，而世界十大铜矿企业产量合计 1055.4 万吨，占比在 50%以上。根据各家公司公告以及我们的推算，十大铜矿企业 2017 年预计产量合计 990.2 万吨，同比下滑 6.18%，2018 年预计产量合计 1074.9 万吨，同比增长 8.55%，考虑到 2017 年基数较低，这一数据相比于 2016 年只增长 1.85%。

**表 13：世界十大铜矿企业产量增速放缓（单位：万吨）**

| 序号   | 英文名称                           | 中文名称      | FY2016(万吨) | FY2017E(万吨) | FY2018E(万吨) |
|------|--------------------------------|-----------|------------|-------------|-------------|
| 01   | Freeport-McMoRan Copper & GOLD | 自由港麦克莫兰公司 | 191.5      | 167.8       | 176.9       |
| 02   | Codelco                        | 智利国家铜公司   | 170.7      | 170.0       | 170.0       |
| 03   | BHP Billiton                   | 必和必拓      | 158.0      | 132.6       | 172.3       |
| 04   | Glencore                       | 嘉能可       | 142.6      | 131.0       | 146.5       |
| 05   | Southern Copper                | 南方铜业      | 90.0       | 90.0        | 96.3        |
| 06   | Antofagasta                    | 安托法加斯塔    | 70.9       | 70.3        | 72.5        |
| 07   | KGHM Polska Miedź              | KGHM      | 67.7       | 67.0        | 67.0        |
| 08   | Anglo American                 | 英美资源集团    | 57.7       | 57.5        | 57.5        |
| 09   | First Quantum                  | 第一量子      | 54.0       | 57.0        | 60.0        |
| 10   | Rio Tinto                      | 力拓        | 52.3       | 47.0        | 56.0        |
| 产量合计 |                                |           | 1055.4     | 990.2       | 1074.9      |

注释：1.各家公司会计年度口径上存在不同，并未做调整；2.产能数据来自公司公告，铜矿统计口径存在少许差异。

资料来源：上市公司公告，民生证券研究院

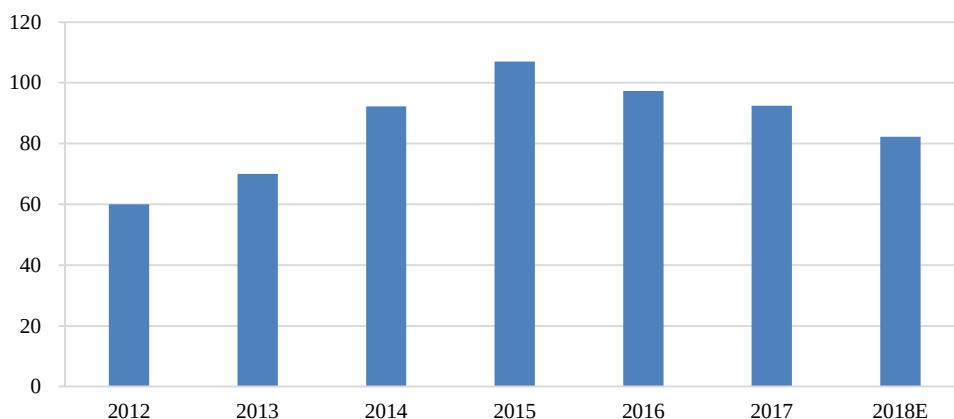
同时，铜矿供给方面仍有诸多潜在的干扰因素。（1）自由港公司与印尼政府就 Grasberg 股权估值存在争议，Grasberg 作为全球第三大铜矿，如果双方矛盾解决不了，对铜矿供应的扰动就会持续存在；（2）智利是全球最大的铜矿生产国，其在 2018 年将迎来最忙的工资谈判年，2018 年劳资谈判所涉及的铜矿产量甚至高于 2017 年；（3）赞比亚和刚果（金）社会的动荡和经济的不稳定可能会导致该国内铜矿生产的中断。

## 2.TC/RC 费用持续下降，全球精铜供需过剩部分将收窄

根据现有项目统计，我们预计 2018 年铜矿增量是在 55 万吨左右，增长 2.77%，供需缺口持续存在，在铜矿库存已经被大量消耗的情况下，供应相比于 2017 年将更为紧张。TC/RC 费用的变化印证了这个趋势。TC/RC 费用在铜矿供需平衡的不同阶段变动趋势不同，在供不应求的阶段，加工费较低，铜价处于相对高位。最新资料显示，铜矿有色和自由港公司签订

的 2018 年 TC/RC 费用为 82.25 美元/吨和 8.225 美分/磅, 此项加工费自 2015 年以来持续下降, 进一步印证了铜矿供应紧张的信号。

图 35: 2018 年精炼铜长单 TC 费用将下降 (单位: 美元/吨)



资料来源: 民生证券研究院整理

精铜方面, 从供应端看, 中国精铜产量约占世界总产量的三分之一, 中国精铜产能扩张高峰期已经过去, 预计未来几年产量增速会维持在 5%-7% 的水平。CRU 数据显示, 2017 年中国精铜产量增加约 5%, 印度产量增加约 8%, 但是由于其他主要生产国, 例如智利 (-6.8%)、日本 (-3.3%) 和美国 (-7.8%), 产能的损失量抵消了中国以及其他国家产能的增加量, 整体产量预期仅增加 1.2%; 在 2018 年将实现反弹, 全年产量预期增加 2.5%。

从需求端看, 全球精铜消费同比增速与全球 GDP 同比增速呈现明显的相关性。根据全球主流金融机构对各个主要经济体经济增长的预期, 预计 2018 年全球 GDP 增速和 2017 年保持一致, 市场对于中美和欧元区等主要经济体发展均持乐观态度。我们预计 2017 年全球精铜消费增速为 2.35%, 2018 年为 2.88%, 其中中国精铜消费增速将维持在 4%。全球精铜供需过剩部分将继续收窄, 继续维持紧平衡状态。

表 14: 预计全球精铜供需过剩的部分会继续收窄 (单位: 万吨)

|        | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 精炼铜生产量 | 2213.7 | 2259.5 | 2287.4 | 2344.6 |
| 增速     |        | 2.07%  | 1.23%  | 2.50%  |
| 精炼铜消费量 | 2180.2 | 2226.0 | 2278.3 | 2343.9 |
| 增速     |        | 2.10%  | 2.35%  | 2.88%  |
| 精铜供需关系 | 33.5   | 33.5   | 9.1    | 0.7    |

资料来源: CRU, 民生证券研究院

## 四、盈利预测与评级

### (一) 产品价格与销量预测

对 2017 年国内相关金属价格做了算术平均之后, 我们以此为基础并根据各个金属品种基本面的分析, 采用比较保守的方式对 2018 年和 2019 年金属价格中枢做了外延估计。总体而言, 我们坚定看好未来两年锡、锌、铜的价格走势。

表 15: 相关金属品种价格假设

| 金属品种  | 单位   | 2017A      | 2018E      | 2019E      |
|-------|------|------------|------------|------------|
| 锡(1#) | 元/吨  | 144,101.43 | 155,000.00 | 165,000.00 |
| 锌(0#) | 元/吨  | 24,348.87  | 24,500.00  | 24,500.00  |
| 铜(1#) | 元/吨  | 49,213.57  | 54,000.00  | 58,000.00  |
| 银(2#) | 元/kg | 3,906.00   | 4,000.00   | 4,100.00   |

资料来源: 长江有色, 上海有色, 民生证券研究院

2017 年全年公司主要金属产品的销量预测是以 2017 前三季度的销量作为主要的依据。而对于 2018 年和 2019 年, 公司产品的增量部分主要来自于锌铜冶炼项目的投产, 该项目将在 2018 年下半年正式投入生产。我们预计项目在第一个半年达到 30% 的产能, 在第二个半年达到 70% 的产能, 在第三个半年满产。

表 16: 公司主要金属品种销量预测 (单位: 吨)

| 产品  | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 锡锭  | 39,768  | 37,141  | 37,000  | 37,000  | 37,000  |
| 锡材  | 25,255  | 25,751  | 25,000  | 25,000  | 25,000  |
| 锡化工 | 19,785  | 20,259  | 20,000  | 20,000  | 20,000  |
| 阴极铜 | 82,747  | 98,502  | 100,000 | 100,000 | 100,000 |
| 锌精矿 | 110,056 | 130,212 | 128,000 | 108,800 | 19,200  |
| 精锌  | -       | -       | -       | 19,200  | 108,800 |
| 精铜  | -       | -       | -       | 15      | 51      |
| 银锭  | 27      | 24      | 16      | 16      | 16      |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## (二) 盈利预测与投资建议

在对价格和产量做了估计及预测之后, 可以对公司的经营业绩做进一步的测算。

表 17: 公司业绩拆分和预测 (单位: 亿元)

| 产品            | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 锡锭            | 37.38         | 36.87         | 45.70         | 49.15         | 52.32         |
| 锡材            | 21.35         | 26.09         | 31.00         | 33.34         | 35.49         |
| 锡化工           | 10.14         | 11.28         | 12.80         | 13.77         | 14.66         |
| 铅产品           | 0.04          | 0.37          | -             | -             | -             |
| 阴极铜           | 32.11         | 31.41         | 41.50         | 45.54         | 48.91         |
| 锌精矿           | 8.78          | 10.41         | 18.37         | 15.61         | 2.76          |
| 精锌            | -             | -             | -             | 4.14          | 23.46         |
| 精铜            | -             | -             | -             | 0.32          | 1.07          |
| 贸易产品          | 193.05        | 209.15        | 201.10        | 205.12        | 203.11        |
| 其他有色金属产品      | 6.39          | 6.88          | 7.00          | 7.00          | 7.00          |
| 其他产品          | 1.55          | 1.84          | 2.50          | 2.50          | 2.50          |
| <b>营业收入合计</b> | <b>310.79</b> | <b>334.29</b> | <b>359.96</b> | <b>376.49</b> | <b>391.28</b> |
| <b>营业收入增速</b> | <b>11.91%</b> | <b>7.56%</b>  | <b>7.68%</b>  | <b>4.59%</b>  | <b>3.93%</b>  |
| <b>营业毛利率</b>  | <b>3.42%</b>  | <b>7.04%</b>  | <b>8.94%</b>  | <b>9.38%</b>  | <b>10.72%</b> |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

我们预计公司 2017-2019 年的营收分别为 359.96 亿元、376.49 亿元和 391.28 亿元，归母净利润分别为 6.68 亿元、10.01 亿元和 14.07 亿元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 34X、22X 和 16X，对应 2017-2019 年 PB 分别为 2.0X、1.9X 和 1.7X。

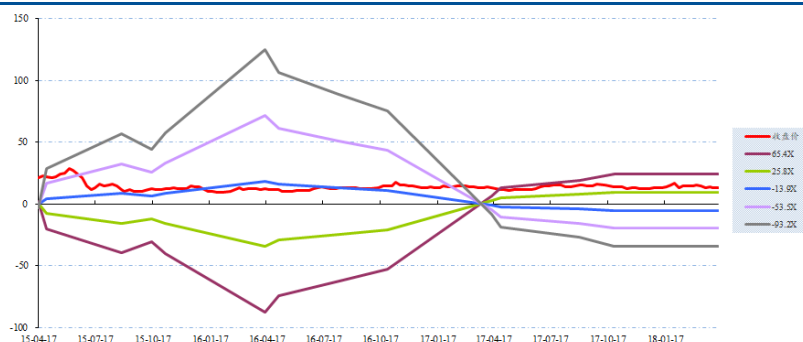
**表 18：锡业股份可比上市公司估值表（截止至 2018 年 04 月 16 日）**

| 代码     | 重点公司  | 现价        | BPS   |       |       |       | PB    |       |       |       |
|--------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |       | 04 月 16 日 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 000975 | 银泰资源* | 16.38     | 3.50  | 3.06  | 3.53  | 4.10  | 4.68  | 5.36  | 4.65  | 4.00  |
| 601020 | 华钰矿业* | 17.03     | 2.92  | 3.49  | 4.30  | 5.25  | 5.83  | 4.88  | 3.96  | 3.24  |
| 000426 | 兴业矿业* | 9.16      | 2.60  | 3.02  | 3.73  | 4.69  | 3.52  | 3.03  | 2.45  | 1.95  |
| 600497 | 驰宏锌锗* | 6.09      | 2.05  | 2.40  | 2.61  | 2.75  | 2.98  | 2.53  | 2.34  | 2.22  |
| 000060 | 中金岭南* | 9.43      | 3.47  | 4.02  | 4.71  | 5.17  | 2.72  | 2.35  | 2.00  | 1.82  |
|        | 平均    |           |       |       |       |       | 3.94  | 3.63  | 3.08  | 2.65  |
| 000960 | 锡业股份  | 13.41     | 5.35  | 6.56  | 7.16  | 8.00  | 2.51  | 2.04  | 1.87  | 1.68  |

资料来源：Wind，民生证券研究院（注：\*标注公司的 BPS 来自 Wind 一致性预测）

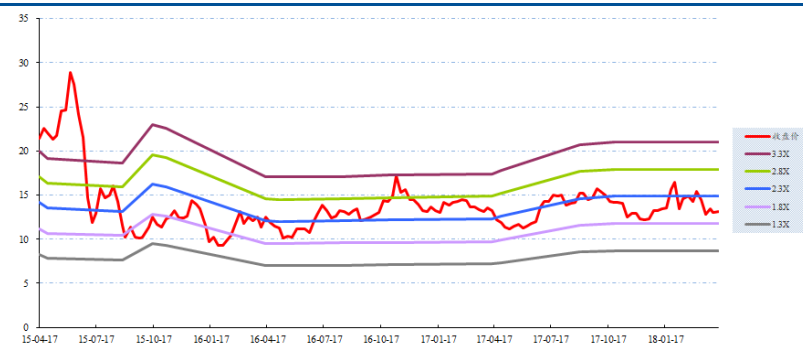
估值方面，采用 PB 相对估值法，公司自身拥有丰富的矿产资源和矿石产量，对标矿山企业。根据 Wind 一致性预期，2018 年可比矿山企业平均 PB 为 3.1X，我们预估锡业股份为 1.9X，低于行业平均水平，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

**图 36：锡业股份历史 PE-Bands（单位：元）**



资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 37：锡业股份历史 PB-Bands（单位：元）**



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 五、风险提示

金属价格波动风险，项目进度及产能释放不及预期风险，矿山品位下滑风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 33,429 | 35,996 | 37,649 | 39,128 |
| 营业成本      | 31,076 | 32,777 | 34,118 | 34,934 |
| 营业税金及附加   | 133    | 194    | 203    | 211    |
| 销售费用      | 170    | 151    | 158    | 164    |
| 管理费用      | 846    | 940    | 983    | 1,021  |
| EBIT      | 1,204  | 1,934  | 2,187  | 2,797  |
| 财务费用      | 745    | 652    | 625    | 611    |
| 资产减值损失    | (51)   | 256    | 0      | 0      |
| 投资收益      | (40)   | 20     | 0      | 0      |
| 营业利润      | 461    | 1,050  | 1,561  | 2,186  |
| 营业外收支     | (118)  | (22)   | (22)   | (22)   |
| 利润总额      | 343    | 1,028  | 1,539  | 2,164  |
| 所得税       | 100    | 154    | 231    | 325    |
| 净利润       | 243    | 874    | 1,309  | 1,839  |
| 归属于母公司净利润 | 136    | 668    | 1,001  | 1,407  |
| EBITDA    | 2,100  | 2,810  | 3,159  | 3,869  |

| 资产负债表 (百万元) | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 2652  | 5160  | 3590  | 4482  |
| 应收账款及票据     | 1535  | 2231  | 2334  | 2425  |
| 预付款项        | 138   | 131   | 136   | 140   |
| 存货          | 3928  | 3412  | 3365  | 3254  |
| 其他流动资产      | 286   | 286   | 286   | 286   |
| 流动资产合计      | 8995  | 12008 | 10535 | 11442 |
| 长期股权投资      | 589   | 524   | 524   | 524   |
| 固定资产        | 13495 | 14227 | 15689 | 16713 |
| 无形资产        | 4735  | 4628  | 4525  | 4424  |
| 非流动资产合计     | 19430 | 19990 | 21348 | 22272 |
| 资产合计        | 28425 | 31998 | 31883 | 33714 |
| 短期借款        | 12820 | 12820 | 12820 | 12820 |
| 应付账款及票据     | 1407  | 964   | 910   | 836   |
| 其他流动负债      | 157   | 157   | 157   | 157   |
| 流动负债合计      | 15787 | 15404 | 15426 | 15417 |
| 长期借款        | 1027  | 1211  | 1211  | 1211  |
| 其他长期负债      | 2649  | 3149  | 1704  | 1704  |
| 非流动负债合计     | 3677  | 4360  | 2914  | 2914  |
| 负债合计        | 19464 | 19763 | 18340 | 18332 |
| 股本          | 1472  | 1669  | 1669  | 1669  |
| 少数股东权益      | 1089  | 1295  | 1603  | 2036  |
| 股东权益合计      | 8961  | 12235 | 13543 | 15383 |
| 负债和股东权益合计   | 28425 | 31998 | 31883 | 33714 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2016   | 2017E  | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | 7.6%   | 7.7%   | 4.6%  | 3.9%  |
| EBIT 增长率        | 402.1% | 60.6%  | 13.0% | 27.9% |
| 净利润增长率          | 106.9% | 390.9% | 49.8% | 40.6% |
| <b>盈利能力</b>     |        |        |       |       |
| 毛利率             | 7.0%   | 8.9%   | 9.4%  | 10.7% |
| 净利率             | 0.4%   | 1.9%   | 2.7%  | 3.6%  |
| 总资产收益率 ROA      | 0.5%   | 2.1%   | 3.1%  | 4.2%  |
| 净资产收益率 ROE      | 1.7%   | 6.1%   | 8.4%  | 10.5% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 流动比率            | 0.6    | 0.8    | 0.7   | 0.7   |
| 速动比率            | 0.3    | 0.6    | 0.5   | 0.5   |
| 现金比率            | 0.2    | 0.3    | 0.2   | 0.3   |
| 资产负债率           | 0.7    | 0.6    | 0.6   | 0.5   |
| <b>经营效率</b>     |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数        | 7.3    | 8.0    | 8.0   | 8.0   |
| 存货周转天数          | 42.5   | 38.0   | 36.0  | 34.0  |
| 总资产周转率          | 1.2    | 1.2    | 1.2   | 1.2   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益            | 0.1    | 0.4    | 0.6   | 0.8   |
| 每股净资产           | 5.3    | 6.6    | 7.2   | 8.0   |
| 每股经营现金流         | 1.2    | 1.1    | 1.7   | 2.1   |
| 每股股利            | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |       |       |
| PE              | 145.0  | 33.5   | 22.4  | 15.9  |
| PB              | 2.5    | 2.0    | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 16.9   | 12.0   | 10.7  | 8.5   |
| 股息收益率           | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 243     | 874     | 1,309   | 1,839   |
| 折旧和摊销       | 845     | 1,132   | 973     | 1,071   |
| 营运资金变动      | (64)    | (883)   | (75)    | (25)    |
| 经营活动现金流     | 1,798   | 1,785   | 2,879   | 3,537   |
| 资本开支        | 1,484   | 1,709   | 2,353   | 2,017   |
| 投资          | 0       | (3)     | 0       | 0       |
| 投资活动现金流     | (1,484) | (1,688) | (2,353) | (2,017) |
| 股权募资        | 0       | 2,400   | 0       | 0       |
| 债务募资        | 28      | 683     | (1,445) | 0       |
| 筹资活动现金流     | (675)   | 2,411   | (2,096) | (629)   |
| 现金净流量       | (361)   | 2,508   | (1,570) | 891     |

## 插图目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1: 云南国资委是公司的实际控制人 (至 2017 年 10 月)       | 3  |
| 图 2: 2017 年上半年公司主营业务构成                    | 3  |
| 图 3: 锡业股份历史沿革                             | 3  |
| 图 4: 锡业股份产业链分布                            | 4  |
| 图 5: 自 2009 年以来, 公司收入持续增长                 | 4  |
| 图 6: 自 2016 年开始, 公司净利润回升 (单位: 亿元)         | 4  |
| 图 7: 公司海外收入占比大幅度降低                        | 7  |
| 图 8: 公司锡锭销售毛利率呈上升趋势                       | 7  |
| 图 9: 自 2015 年底开始 1#锡和锡精矿现货价格呈现同步上行趋势      | 8  |
| 图 10: 自 2016 年初开始 1#锡成本端锡精矿成本占比逐步提高       | 8  |
| 图 11: 2017 年上半年公司营业利润构成                   | 9  |
| 图 12: 公司铜产品毛利有望进一步提升                      | 9  |
| 图 13: 公司锌精矿毛利有望保持在高位                      | 9  |
| 图 14: 2016 年中国精锡消费中平板显示领域占比 78.13%        | 10 |
| 图 15: 国产精锡价格实现底部反弹 (单位: 元/千克)             | 10 |
| 图 16: 2017 年上半年华联锌铟营业收入大幅度提升              | 11 |
| 图 17: 2017 年上半年华联锌铟净利润大幅度提升               | 11 |
| 图 18: 过去五年全球锡精矿供应相对稳定 (单位: 吨)             | 12 |
| 图 19: 全球锡矿供给集中度高 (单位: 千吨)                 | 12 |
| 图 20: 缅甸锡矿供应主要来自佤邦曼象矿区                    | 12 |
| 图 21: 佤邦曼象矿区锡矿产量急剧攀升 (单位: 千吨)             | 12 |
| 图 22: 中国从缅甸进口锡矿平均品位提升                     | 13 |
| 图 23: 缅甸锡矿产量 (单位: 吨)                      | 13 |
| 图 24: 中国锡原料来源 (单位: 千吨)                    | 14 |
| 图 25: 中国精锡产量占到全球产量的 45%以上                 | 14 |
| 图 26: 印尼锡精矿产量呈现下降趋势 (单位: 万吨)              | 15 |
| 图 27: 预计印尼 2018 年精锡产量是 7.25 万吨 (单位: 万吨)   | 15 |
| 图 28: 全球锡库存步入下行通道                         | 15 |
| 图 29: 预计 2018 年全球精锡消费增速在 1%左右 (单位: 吨)     | 16 |
| 图 30: 预计 2018 年精锡供给将持续短缺 (单位: 千吨)         | 16 |
| 图 31: 2015-2016 年国外减少产能超过 100 万吨 (单位: 万吨) | 17 |
| 图 32: 国际长单加工费与现货加工费处于历史低位 (美元/吨)          | 18 |
| 图 33: 中国加工费从 2015 年开始单边回落                 | 18 |
| 图 34: 精锡供需缺口矛盾将会逐渐凸显 (单位: 万吨)             | 19 |
| 图 35: 2018 年精炼铜长单 TC 费用将下降 (单位: 美元/吨)     | 21 |
| 图 36: 锡业股份历史 PE-Bands (单位: 元)             | 23 |
| 图 37: 锡业股份历史 PB-Bands (单位: 元)             | 23 |

## 表格目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表 1: 锡业股份金属储量 (截止至 2016 年底)             | 5  |
| 表 2: 华联锌铟金属储量 (截止至 2017 年 9 月)          | 5  |
| 表 3: 锡业股份锡精矿产能分布                        | 5  |
| 表 4: 公司主要矿山产品产量 (万吨金属量)                 | 6  |
| 表 5: 2017 年世界十大精锡生产企业产量同比增长 5.37%       | 6  |
| 表 6: 公司主要产品产量                           | 6  |
| 表 7: 公司主要产品销量                           | 7  |
| 表 8: 自 2015 年底开始 1#锡现货价逐步提高             | 7  |
| 表 9: 锌铟冶炼项目产品方案和生产规模                    | 10 |
| 表 10: 公司主要在建项目 (截止至 2017 年 9 月, 单位: 亿元) | 11 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 表 11: 2017-2020 年全球锌矿山项目变化表 (单位: 万吨金属) .....     | 17 |
| 表 12: 2018 年全球铜矿供给预计增加 55 万吨金属量 (单位: 万吨) .....   | 20 |
| 表 13: 世界十大铜矿企业产量增速放缓 (单位: 万吨) .....              | 20 |
| 表 14: 预计全球精铜供需过剩的部分会继续收窄 (单位: 万吨) .....          | 21 |
| 表 15: 相关金属品种价格假设.....                            | 22 |
| 表 16: 公司主要金属品种销量预测 (单位: 吨) .....                 | 22 |
| 表 17: 公司业绩拆分和预测 (单位: 亿元) .....                   | 22 |
| 表 18: 锡业股份可比上市公司估值表 (截止至 2018 年 04 月 13 日) ..... | 23 |

## 分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

刘孟峦，有色金属方向负责人，曾就职于安泰科，6年基本金属行业研究经验，2017年加入民生证券。

杨耀洪，美国杜兰大学金融学硕士，2017年加入民生证券，从事有色金属行业研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                        |
|----------------------------------------------|------|---------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                           |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上        |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上        |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。