

公司深度报告

2023年02月10日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

锡景气度上行，发力铟业务打开成长空间

——锡业股份（000960.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司为国内锡铟行业双龙头，拥有我国最大的锡生产加工基地和铟生产基地。公司锡、铟储量均居世界首位。主营业务方面，包括锡、锌、铜、铟等金属的勘探、采选、冶炼以及锡的深加工。产能方面，截至2022年上半年，公司锡冶炼、锡材、锡化工、阴极铜、锌冶炼、铟冶炼年产能分别为8万吨、4.1万吨、2.4万吨、12.5万吨、10万吨、60吨。产销方面，公司锡的产销量连续16年位列全球第一。

供给承压叠加电子、地产、光伏引领需求向好，供需紧平衡下锡行业景气度提升。供给方面，2022年1-10月我国锡精矿表观消费量中进口量占比达72%，我国锡精矿较依赖进口，缅甸为主要进口国，占我国进口总量约80%。截至2022年6月，缅甸佤邦政府的锡库存不足原有的25%，缅甸抛储难以持续，我国锡精矿供应端或受限。我国从印尼进口的锡锭量占比近80%，2022年印尼多次重申锡出口禁令，或将导致国内锡锭供给承压。需求方面，锡锭的下游消费结构中，锡焊料占比达65%，锡焊料主要用于电子元器件的连接。稳经济、扩内需政策支持下电子行业需求企稳。此外，我国政府发布债券、信贷、股权“三支箭”托底地产。能源转型背景下，光伏打开焊锡新的需求增长空间。预计至2025年，全球光伏行业用锡量CAGR范围为25%-40%。

锡行业全产业链布局优势明显，发力铟业务拓宽成长空间。产业链方面，公司实行一体化的产业布局，上游通过勘探和采选得到锡、铜、锌精矿以及伴生的铟，中游通过冶炼得到锡锭、阴极铜、锌锭、铟锭等，下游进行锡材和锡化工的精深加工。铟业务方面，公司控股子公司华联锌铟的铟资源储量居世界第一，且资源禀赋较好。截至2022年上半年，公司的铟冶炼产能达60吨/年。ITO靶材为铟的主要消费领域。光伏异质结电池产业化进程加快将拉动ITO靶材用铟需求增长，对铟价上涨形成支撑，公司业绩有望受益。

投资建议

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续向好。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为13.90/30.27/31.11亿元，对应的EPS分别为0.84/1.84/1.89元。以2023年2月9日收盘价15.15元为基准，对应PE分别17.94/8.24/8.02倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

环保政策收紧、锡精矿供给超预期、下游需求不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	53844.32	57677.39	59442.61	61391.59
增长率(%)	20.20	7.12	3.06	3.28
归母净利润	2816.99	1390.13	3026.99	3110.83
增长率(%)	308.03	-50.65	117.75	2.77
EPS(元/股)	1.71	0.84	1.84	1.89
市盈率(P/E)	11.41	17.94	8.24	8.02
市净率(P/B)	2.10	1.49	1.26	1.09

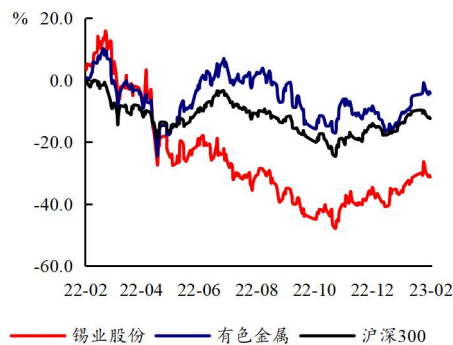
资料来源：同花顺iFind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2023年2月9日收盘价15.15元

评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 郑倩怡
资格证书 S1710521010002
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn
联系人 高嘉麒
电子邮箱 gaojq700@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1645.80
流通A股/B股(百万股)	1645.80/0.00
资产负债率(%)	55.83
每股净资产(元)	9.64
市净率(倍)	1.56
净资产收益率(加权)	8.51
12个月内最高/最低价	25.52/11.41

相关研究

正文目录

1. 锡钨为主，业绩增长潜力显现	4
1.1. 锡钨双龙头，行业地位领先	4
1.2. 矿产资源储量大，产品种类丰富	5
1.3. 降本控费措施明显，锡价上升促业绩高增	7
2. 供需趋紧，锡行业景气度提升	9
2.1. 概述：下游应用广泛，锡价重回上涨趋势	9
2.2. 我国是锡储量大国，供应端或承压	10
2.3. 稳增长政策提振经济，光伏或为锡需求新增长点	14
3. 全产业链布局优势明显，发力钨业务打开成长空间	19
3.1. 全产业链具综合优势，持续研发巩固行业地位	19
3.2. 发力钨业务，拓宽发展空间	21
4. 盈利预测	23
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1. 公司主要产品及用途	4
图表 2. 锡业股份历史沿革	4
图表 3. 锡业股份股权结构（截至 2022 年 Q3）	5
图表 4. 公司矿储丰富	6
图表 5. 公司积极进行矿产资源勘探	6
图表 6. 近 5 年公司产品产量	7
图表 7. 近 5 年公司产品销量	7
图表 8. 2021 年公司营业收入大幅提升	7
图表 9. 2021 年公司供应链业务-铜产品收入占比为 31.78%	7
图表 10. 2021 年公司毛利润大幅提升	8
图表 11. 近 5 年公司毛利率波动上行	8
图表 12. 公司费用总额小幅下降	8
图表 13. 近 5 年公司费用率持续降低	8
图表 14. 2021 年公司净利润大幅增加	9
图表 15. 2021-2022 年公司净利率明显提高	9
图表 16. 锡产业链概览	9
图表 17. 过去十年锡价情况	10
图表 18. 2021 年前五大锡矿储量国家	11
图表 19. 2021 年中国锡矿储量占全球储量比较高	11
图表 20. 我国锡矿产量较为领先	11
图表 21. 我国锡矿产量占全球产量比较高	11
图表 22. 我国是精锡生产大国	12
图表 23. 2022 年我国锡锭产量前五的省份	12
图表 24. 2022 年我国锡锭产量分布	12
图表 25. 锡锭产能前五大企业（截至 2022 年 12 月）	13
图表 26. 2022 年锡锭行业集中度较高	13
图表 27. 2019-2022 年我国锡精矿进口量 万吨（分国家/地区）	13
图表 28. 2022 年各月我国锡精矿进口量 万吨（分国家/地区）	13
图表 29. 2019-2022 年我国锡锭进口量 万吨（分国家/地区）	14
图表 30. 2022 年各月我国锡锭进口量 万吨（分国家/地区）	14
图表 31. 近 5 年我国锡锭表观消费量	14

图表 32. 我国锡锭的消费结构（截至 2022 年 1-11 月）	14
图表 33. 我国锡焊料终端需求结构（2021 年）	15
图表 34. 近 5 年我国集成电路产量情况	15
图表 35. 多项稳经济、扩内需政策出台	15
图表 36. 全球光伏新增装机持续提升	16
图表 37. 2019 年以来我国光伏新增装机增加	16
图表 38. 光伏焊带结构及工作原理	16
图表 39. 2022 年锡化工终端应用以 PVC 为主	17
图表 40. 近 5 年我国 PVC 产量情况	17
图表 41. 我国政府发布债券、信贷、股权“三支箭”支持地产	17
图表 42. 我国镀锡板产量较为稳定	18
图表 43. 我国铅酸蓄电池产量稳定增长	18
图表 44. 我国新能源汽车产量高增	19
图表 45. 公司全产业链布局	20
图表 46. 2018-2021 年公司新增矿产资源量	20
图表 47. 公司专利及技术	21
图表 48. 华联锌铟浮选平台	21
图表 49. 2022 年我国铟的消费结构	22
图表 50. 截至 8 月，2022 年我国规划及新增建设异质结电池产能	22
图表 51. 2015-2022 年铟价走势	23
图表 52. 主要业务板块业绩情况预测（百万元）	23

1. 锡铟为主，业绩增长潜力显现

1.1. 锡铟双龙头，行业地位领先

公司为国内锡铟行业双龙头。主营业务方面，包括锡、锌、铜、铟等金属的勘探、采选、冶炼以及锡的深加工。公司主要产品包括锡锭、阴极铜、锌锭、铟锭等，产品规格品种超过 1000 种。公司拥有丰富的锡资源，储量世界第一，是我国最大的锡生产加工基地。公司锡的产销量连续 16 年位列全球第一。公司铟储量也居世界第一，是全国最大的铟生产基地。产能方面，截至 2022 年上半年，公司锡冶炼、锡材、锡化工、阴极铜、锌冶炼、铟冶炼年产能分别为 8 万吨、4.1 万吨、2.4 万吨、12.5 万吨、10 万吨、60 吨。

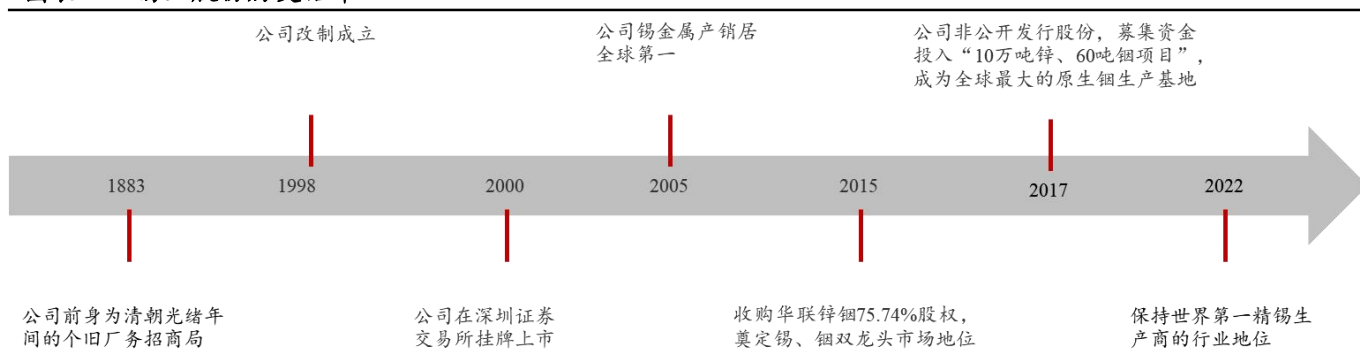
图表 1. 公司主要产品及用途

产品名称	产品用途
锡锭	光伏、汽车智能化等
锡材	电路板封装、工艺品、珠宝、电力系统等
锡化工	PVC 稳定剂、聚合物催化剂、电镀等
阴极铜	建筑行业、电力设备、国防工业等
锌锭	钢铁、冶金、机械、化工等
铟锭	ITO 靶材、电子半导体、焊料、合金等

资料来源：公司报告，东亚前海证券研究所

公司历史悠久，百年来持续深耕锡行业。公司前身为清朝光绪九年的个旧厂务招商局，历史延续百年。2000 年公司在深交所挂牌上市，是国内锡行业唯一的全产业链上市公司。2005 年公司锡金属产销位列世界第一。2015 年收购华联锌铟 75.74% 的股权，为公司锡、铟双龙头的地位奠定了坚实的基础。公司业务以锡为主，并形成了完备的产业链。2022 年，公司世界第一精锡生产商的地位未曾改变。

图表 2. 锡业股份历史沿革

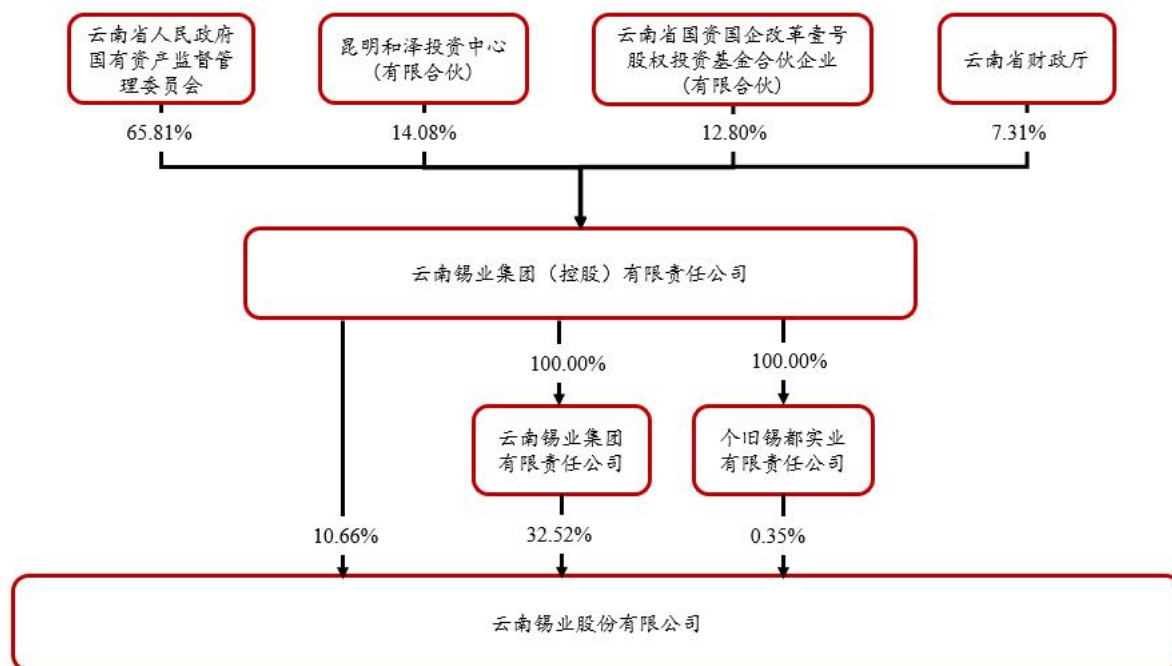


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

云南锡业为控股股东，云南国资委为实际控制人。公司股权相对集中。截至 2022 年三季报，公司前五大股东分别为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、香港中央结算有限公司、中信证券

一华融瑞通股权投资管理有限公司—中信证券—长风单一资产管理计划、中国工商银行股份有限公司—招商安盈保本混合型证券投资基金，上述股东的持股比例分别为 32.52%、10.66%、2.19%、1.48%、0.55%。云南省国资委通过云南锡业集团（控股）有限责任公司间接持股，为公司实际控制人。

图表 3. 锡业股份股权结构（截至 2022 年 Q3）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 矿产资源储量大，产品种类丰富

公司矿产资源丰富，资源价值高。截至 2021 年底，公司矿石、锡金属、铜金属、铅金属、锌金属、三氧化钨、银、铟的储量分别为 2.69 亿吨、68.02 万吨、121.37 万吨、9.84 万吨、389.99 万吨、8.01 万吨、2558 吨、5134 吨，矿产十分丰富。随着未来开发利用技术水平的提高，公司矿产资源的价值预计将进一步提升。

图表 4. 公司矿储丰富

资源类型	资源储量
矿石	2.69 亿吨
锡金属	68.02 万吨
铜金属	121.37 万吨
铅金属	9.84 万吨
锌金属	389.99 万吨
三氧化钨	8.01 万吨
银	2558 吨
铟	5134 吨

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

加强地质找矿，保障公司可持续发展。2021 年公司在现有矿山的基础上持续进行矿产勘探活动，全年新增有色金属量达 9.82 万吨，其中包括锡 3.44 万吨、铜 6.22 万吨以及三氧化钨 0.16 万吨。此外，公司还依托现有资源，向以锡铟为主的多金属二次资源拓展，实现资源消耗以及新增资源的动态平衡。

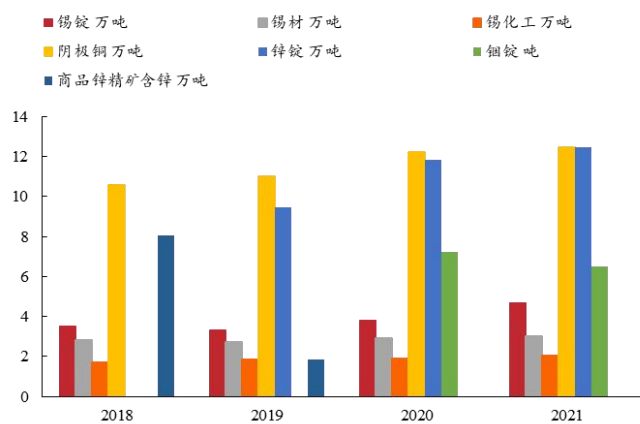
图表 5. 公司积极进行矿产资源勘探

矿区	资源储量类型	矿石量 (万吨)	锡金属量 (吨)	铜金属量 (吨)	三氧化钨量 (吨)	总金属量 (吨)
所属矿山	探明资源量	51.16	1636	10533	-	12169
	控制资源量	379.89	21365	30928	1433	53726
	推断资源量	148.81	11421	20726	170	32317
	总计	579.86	34422	62187	1603	98212

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

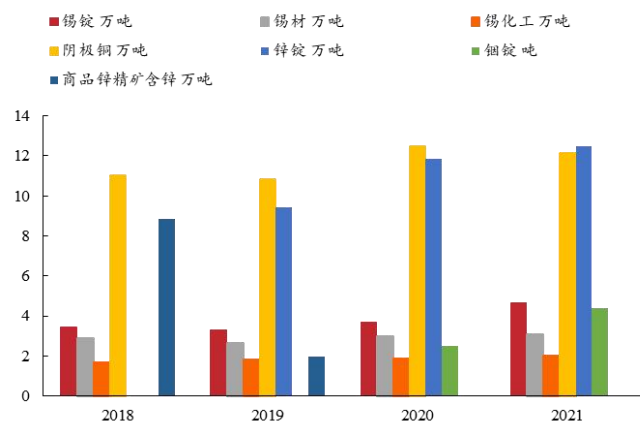
2021 年公司主要产品产销提升，锡铟产品产销两旺。产品产量方面，除铟铟和商品锌精矿外，2019-2021 公司产品产量均逐年提升。2021 年公司锡铟、锡材、锡化工、阴极铜、锌铟产量分别同比上涨 22.82%、3.08%、8.48%、2.22%、5.49%。产品销量方面，2018-2021 公司多类产品销量持续增长。2021 年公司锡铟、锡材、锡化工、锌铟、铟铟销量分别同比上涨 26.29%、4.64%、8.24%、5.40%、76.49%。

图表 6. 近 5 年公司产品产量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 近 5 年公司产品销量

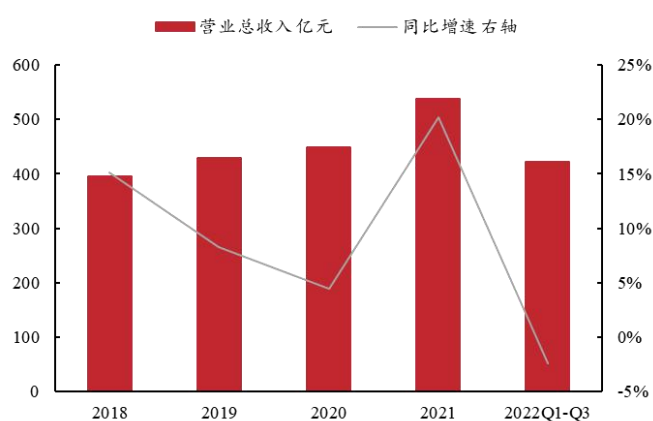


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 降本控费措施明显，锡价上升促业绩高增

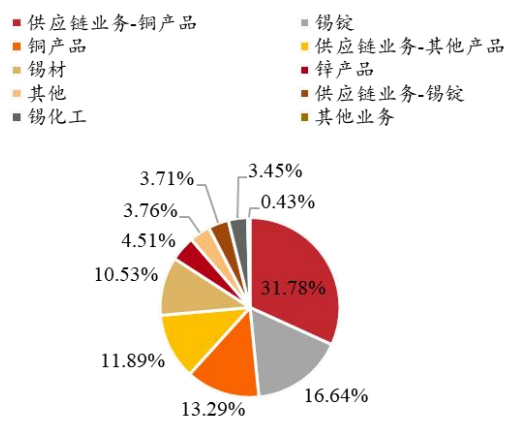
锡价重回上升趋势，公司营收有望增加。营业收入方面，2022 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 421.67 亿元，同比下降 2.42%。公司营业收入下降的主要原因为国内大宗商品价格波动以及疫情影响子公司停产等。营收结构方面，2021 年公司供应链业务-铜产品营收占比最大，为 31.78%。其次是锡锭，占比达 16.64%。此外，铜产品、供应链业务-其他产品、锡材的营收占比分别为 13.29%、11.89%、10.53%。2022 年四季度以来锡价反弹，有望带动公司营收增长。

图表 8. 2021 年公司营业收入大幅提升



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

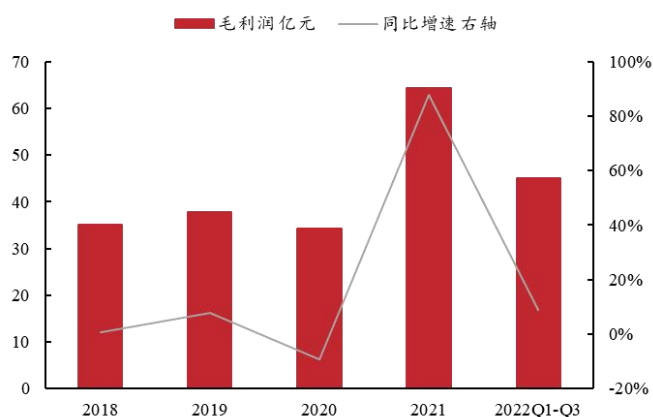
图表 9. 2021 年公司供应链业务-铜产品收入占比为 31.78%



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

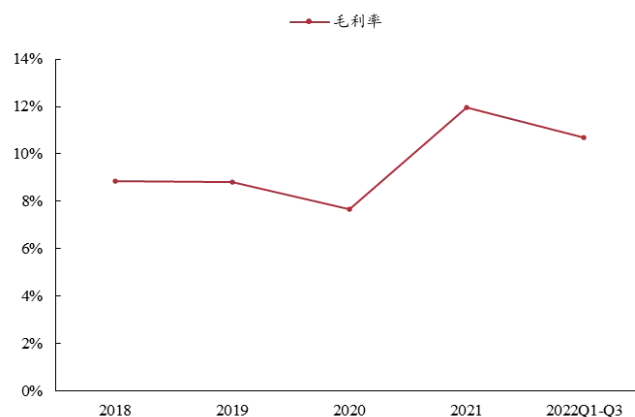
2021 年公司毛利润增幅明显，毛利率波动上升。毛利润方面，2022 年 Q1-Q3 公司实现毛利润 45.07 亿元，同比增长 8.76%。2021 年公司毛利润为 64.46 亿元，同比增长 87.88%，增幅明显。毛利率方面，2022 年 Q1-Q3 毛利率为 10.69%；2021 年公司毛利率为 11.97%，同比提升 4.31pct，公司毛利率的提升主要由于锡价稳步上涨以及公司积极进行成本管控。2018-2021 年公司毛利率分别为 8.84%、8.81%、7.66%和 11.97%，呈波动上升的趋势。

图表 10. 2021 年公司毛利润大幅提升



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

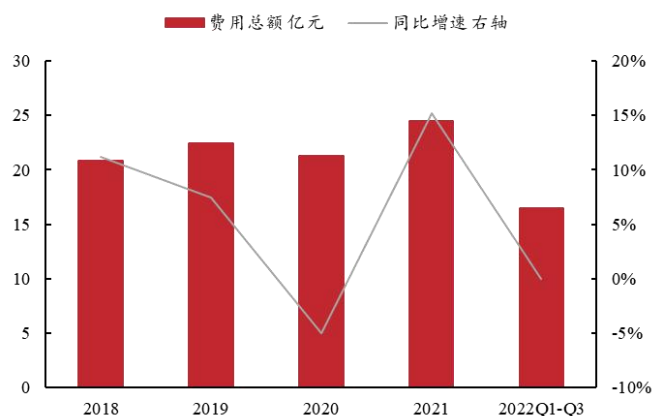
图表 11. 近 5 年公司毛利率波动上行



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

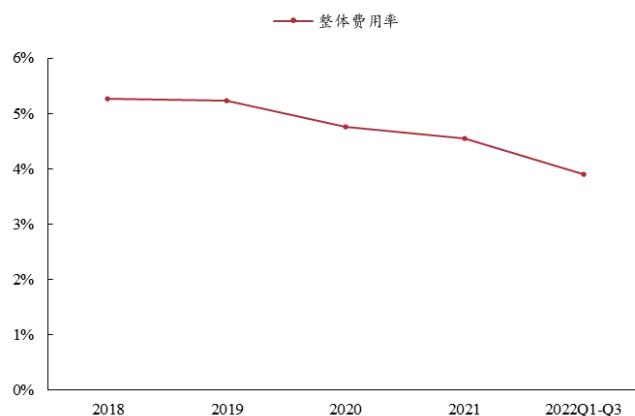
公司费用总额小幅下降，费用率呈下行趋势。费用总额方面，2022 年 Q1-Q3 公司费用总额为 16.47 亿元，同比下降 0.06%。公司费用整体规模的下降主要由于财务费用的减少。整体费用率方面，2022 年 Q1-Q3 费用率为 3.91%，与 2021 年同期的 3.81% 基本持平。2018-2021 年公司费用率呈下降趋势。

图表 12. 公司费用总额小幅下降



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

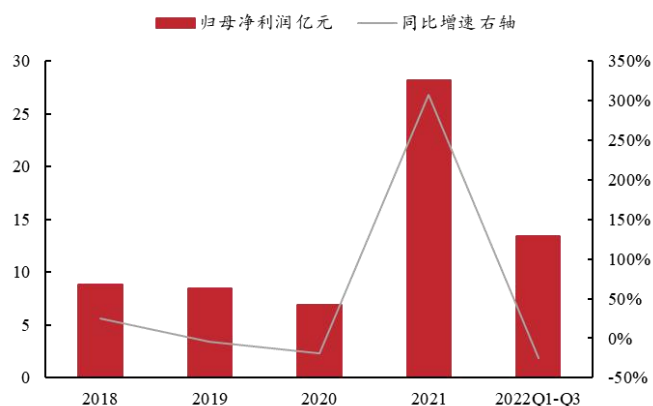
图表 13. 近 5 年公司费用率持续降低



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

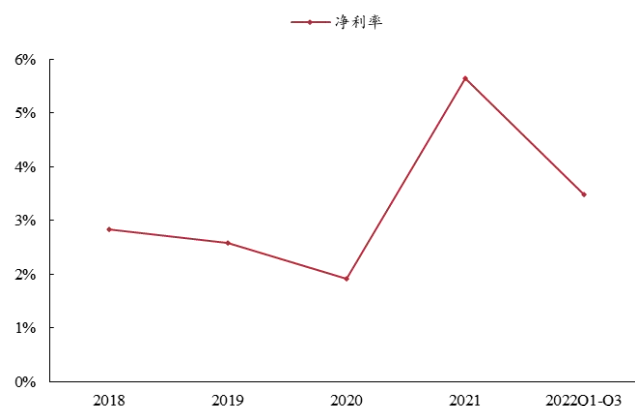
2021 年公司净利润及净利率均大幅提升。归母净利润总额方面，2022 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润 13.45 亿元，同比下降 25.08%。2021 年公司归母净利润为 28.17 亿元，同比增长 308.03%，净利润规模的高速增长主要是受益于锡价的上升，公司经营业绩向好。净利率方面，2022 年 Q1-Q3 公司净利率为 3.49%。预计未来随着锡价的回暖，公司的净利率水平有望持续提升。

图表 14. 2021 年公司净利润大幅增加



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

图表 15. 2021-2022 年公司净利率明显提高



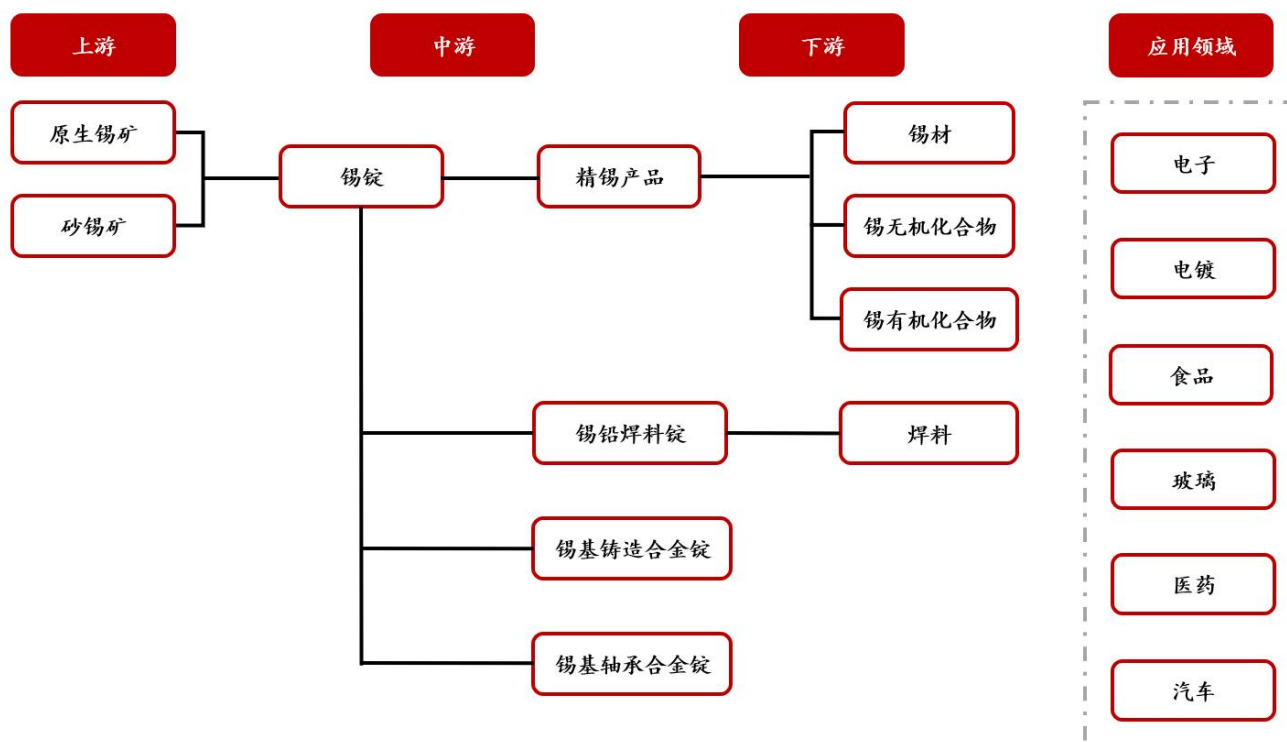
资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

2. 供需趋紧，锡行业景气度提升

2.1. 概述：下游应用广泛，锡价重回上涨趋势

锡产业链始于原生锡矿，经过采选、冶炼以及深加工后应用于电子工业、食品包装等领域。产业上游的原生锡矿以及砂锡矿通过采选、冶炼过后得到锡锭，再通过精深加工得到精锡产品、锡铅焊料锭、锡基铸造合金等产品，主要应用领域包括电子、电镀等。

图表 16. 锡产业链概览

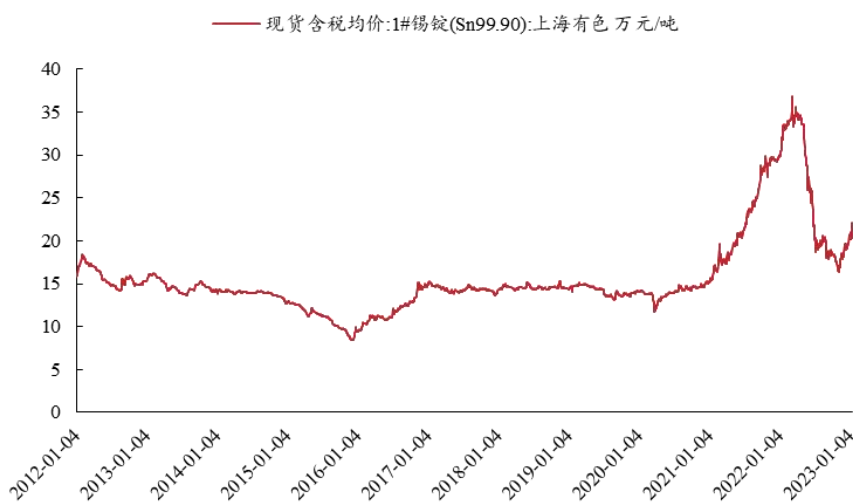


资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

2022 年 11 月以来锡价重回上涨趋势。从过去十年锡价的变化来看,2012

年由于预期缅甸锡矿供应增加，锡价出现较大跌幅。2015 年锡行业集体亏损，缅甸矿供应趋紧，行业进入下行周期。2016 年底至 2020 年初锡价表现较为平稳，价格维持在 13.0-15.5 万元/吨的水平。受疫情影响，2020 年一季度锡价跌破 12 万元/吨。后随着经济复苏以及宅经济拉动电子产品需求进而带动锡需求增长，锡价上行。2021 年-2022 年第一季度，能源转型背景下，新能源、光伏驱动下锡需求大涨，锡价维持增势，最高约 36.9 万元/吨。2022 年 4-11 月锡价回落至历史低位，11 月起锡价重回上涨趋势。截至 2023 年 02 月 08 日，锡锭现货价格为 22.0 万元/吨，环比上涨 8.64%。

图表 17. 过去十年锡价情况

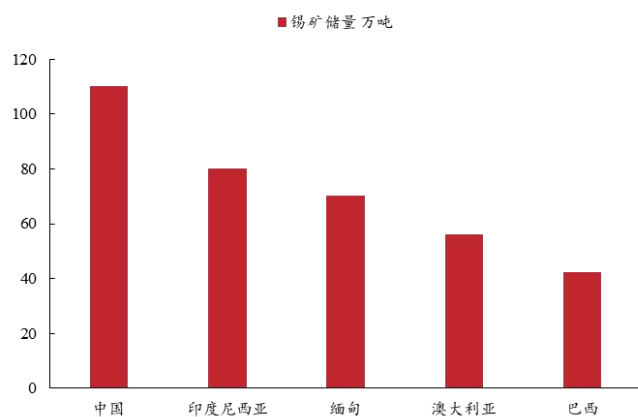


资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

2.2. 我国是锡储量大国，供应端或承压

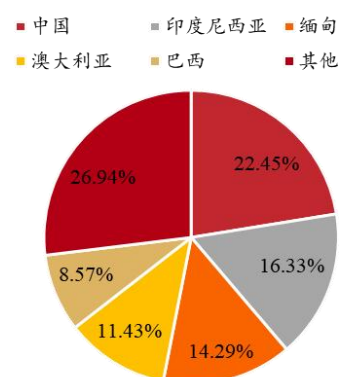
我国是全球最大的锡矿储量国，全球储量占比超过五分之一。截至 2021 年末，中国锡矿储量为 110 万吨，储量位居全球第一，占全球储量比例为 22.45%；除中国外，锡矿储量较为丰富的国家依次为印度尼西亚、缅甸、澳大利亚以及巴西，2021 年末锡矿储量分别为 80 万吨、70 万吨、56 万吨和 42 万吨。储量占比方面，1994 年以来中国储量占全球储量比重超过 20%。

图表 18. 2021 年前五大锡矿储量国家



资料来源：美国地质调查局，东亚前海证券研究所

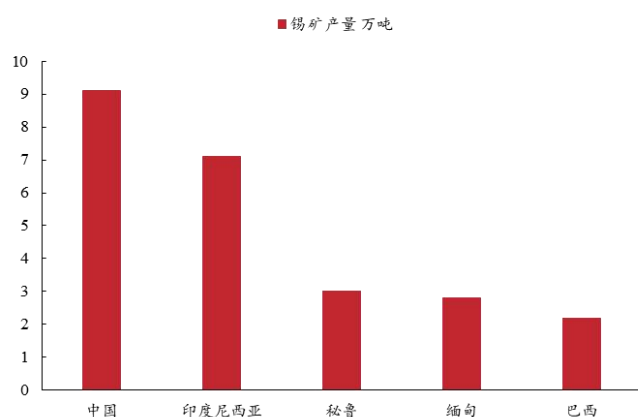
图表 19. 2021 年中国锡矿储量占全球储量比较高



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

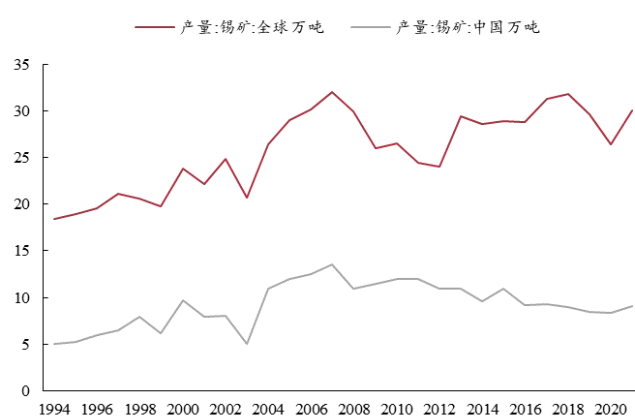
我国是锡矿第一生产大国，国内产量占全球产量比重较高。锡矿产量方面，2021 年，我国锡矿产量全球第一，为 9.1 万吨，同比增长 8.33%。此外，印度尼西亚、秘鲁、缅甸、巴西的锡矿产量也居全球前列，产量分别为 7.1 万吨、3 万吨、2.8 万吨、2.2 万吨。产量占比情况方面，1994 年以来，我国锡矿产量在全球锡矿总产量的比重连续数年超过 30%。

图表 20. 我国锡矿产量较为领先



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

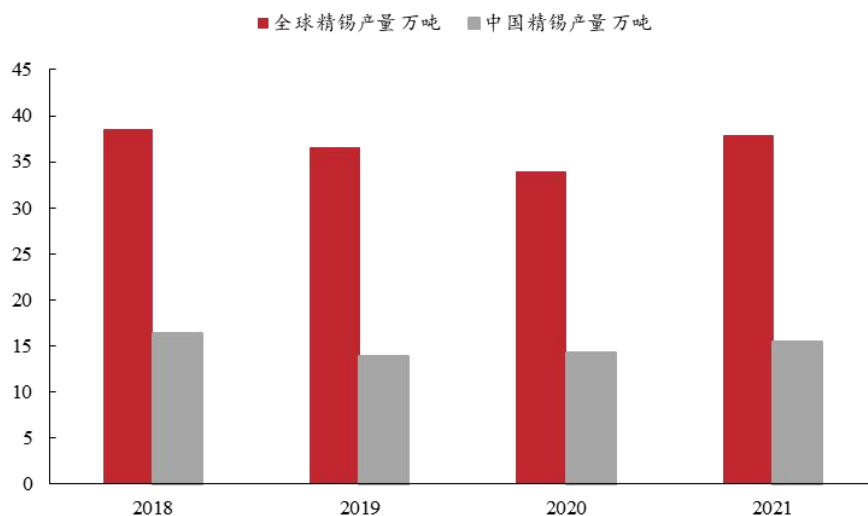
图表 21. 我国锡矿产量占全球产量比较高



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

我国精锡产量位居全球第一，2019 年以来精锡产量持续增加。2021 年全球精锡产量有所提升，达 37.8 万吨，同比增长 11.5%。我国是精锡的生产大国，2021 年精锡产量在全球总产量中占比达 40.79%。从我国精锡产量的趋势来看，近年来我国精锡产量持续增加，从 2019 年的 13.85 万吨增长至 2021 年的 15.42 万吨。

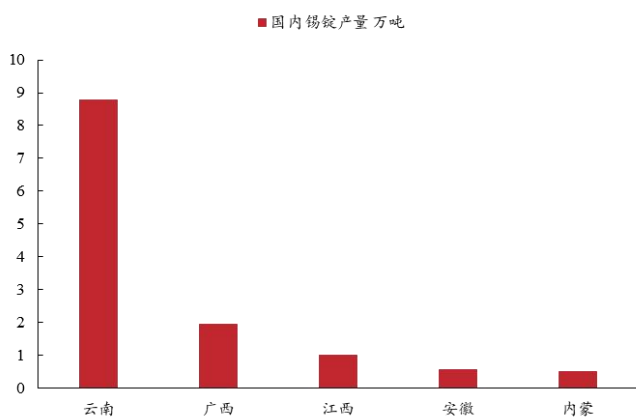
图表 22. 我国是精锡生产大国



资料来源：公司公告，ITA 国际锡协，百川盈孚，东亚前海证券研究所

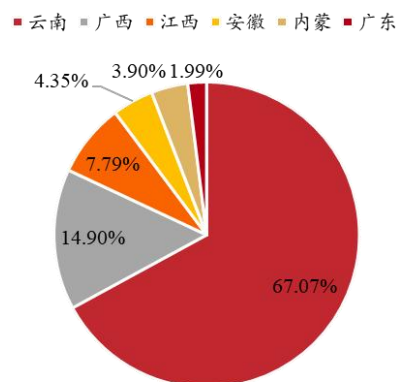
我国锡锭分布集中于云南、广西两省，云南省发布规划加大找矿力度。2022 年，我国锡锭总产量为 13.09 万吨，其中产量前五的省份为云南省、广西省、江西省、安徽省、内蒙古自治区，锡锭产量分别为 8.78 万吨、1.95 万吨、1.02 万吨、0.57 万吨、0.51 万吨。产量分布方面，云南、广西两省产量合计占我国锡锭总产量的 81.97%，国内锡锭产出分布较为集中。2022 年 10 月，《云南省矿产资源总体规划（2021—2025 年）》发布。《规划》指出，实施新一轮找矿行动，保障锡等金属资源量稳定增长。

图表 23. 2022 年我国锡锭产量前五的省份



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

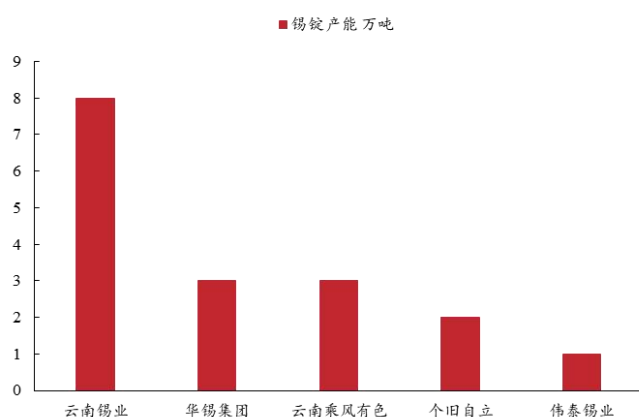
图表 24. 2022 年我国锡锭产量分布



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

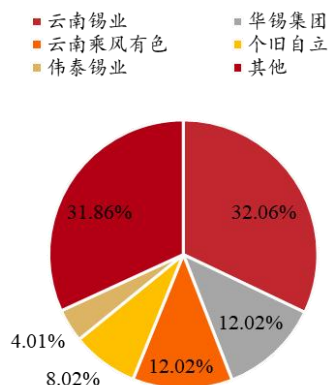
行业集中度较高，供应商有较强的议价能力。截至 2022 年 12 月，国内锡锭有效总产能为 24.95 万吨，产能排名前五的公司分别为云南锡业、华锡集团、云南乘风有色、个旧自立、伟泰锡业，有效产能分别为 8 万吨、3 万吨、3 万吨、2 万吨以及 1 万吨。从行业集中度来看，云南锡业、华锡集团、云南乘风有色、个旧自立、伟泰锡业的产能占比分别为 32.06%、12.02%、12.02%、8.02%以及 4.01%，CR5 为 68.14%，行业高度集中。

图表 25. 锡锭产能前五大企业（截至 2022 年 12 月）



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

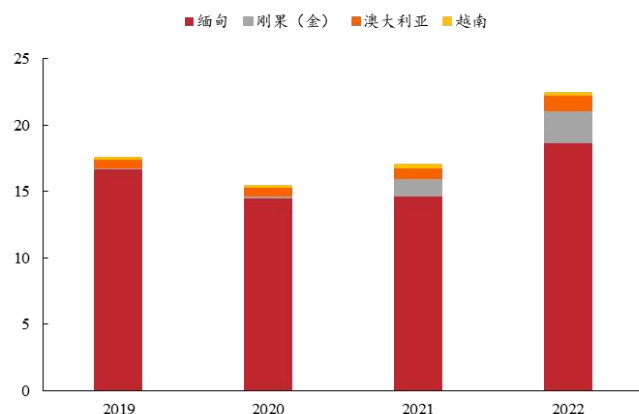
图表 26. 2022 年锡锭行业集中度较高



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

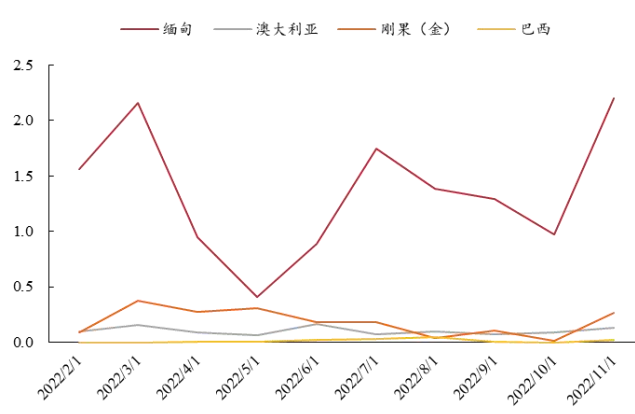
缅甸抛储难以持续，锡精矿供应端或受限。我国锡精矿较依赖进口。2022 年 1-10 月，我国锡精矿表观消费量中进口量占比达 72.17%。缅甸是中国锡精矿的主要进口国，2019-2022 年进口量占比均超过 80%。2022 年初缅甸在锡价高位时大量抛储。而据 SMM，截至 2022 年 6 月，缅甸佤邦政府的锡库存低于原有库存的 25%。据 Mysteel，自 2022 年 7 月 1 日起，佤邦政府将矿产品出口关税由 25%提高至 30%，可能压缩当地锡矿厂商利润空间，从而导致锡矿产量下滑，或将对我国锡精矿供应影响较大。

图表 27. 2019-2022 年我国锡精矿进口量 万吨(分国家/地区)



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

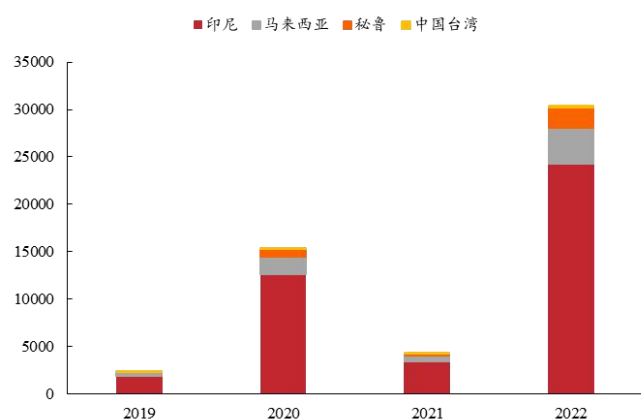
图表 28. 2022 年各月我国锡精矿进口量 万吨（分国家/地区）



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

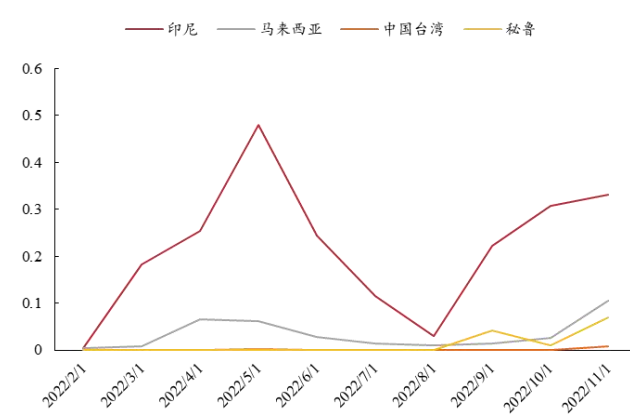
印尼禁锡或将导致国内锡锭供给承压。据百川盈孚数据，按国家和地区分，我国锡锭主要进口来源为印尼、马来西亚、中国台湾以及秘鲁，其中从印尼进口的锡锭量最大，2019-2022 年进口量占比约 80%。2022 年印尼多次重申锡出口禁令，以吸引投资者关注锡的下游行业，提振本国经济。目前印尼已经拥有了部分锡产业，若未来禁令实施对我国的进口将产生较大影响，供应端或承压。

图表 29. 2019-2022 年我国锡锭进口量 万吨(分国家/地区)



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 30. 2022 年各月我国锡锭进口量 万吨(分国家/地区)

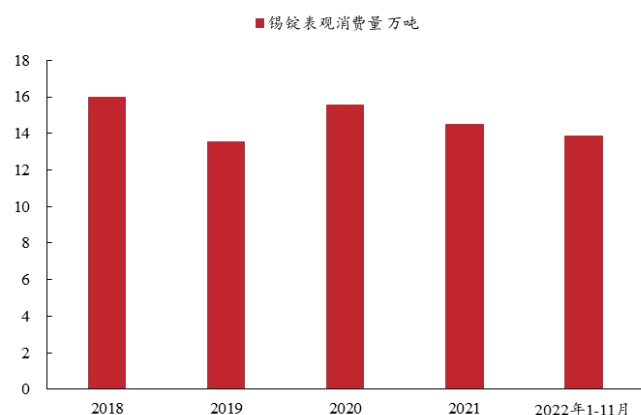


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.3. 稳增长政策提振经济，光伏或为锡需求新增长点

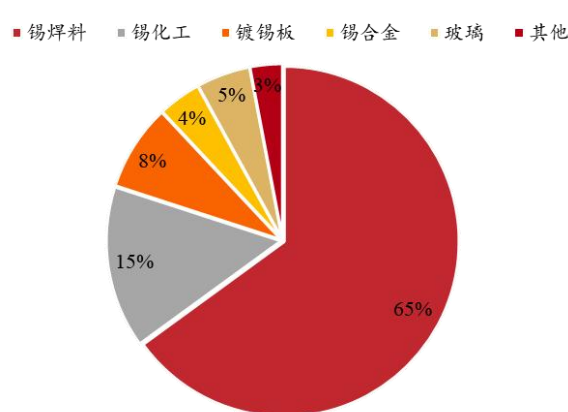
下游应用丰富，锡焊料领域消费占比最大。消费量方面，2022 年 1-11 月，我国锡锭的表观消费量为 13.87 万吨，同比增长 5.13%。下游应用方面，据百川盈孚数据，2022 年我国锡锭主要应用于锡焊料、锡化工、镀锡板、锡合金等领域。从消费占比来看，2022 年 1-11 月，锡焊料是锡下游最大的消费板块，占比达 65%。此外，锡化工、镀锡板的占比分别为 15%、8%。

图表 31. 近 5 年我国锡锭表观消费量



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

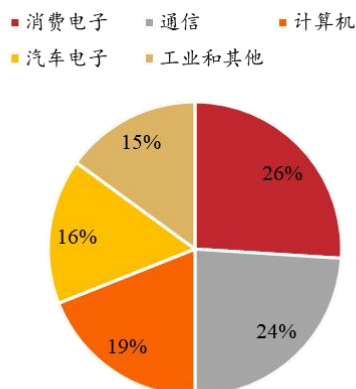
图表 32. 我国锡锭的消费结构(截至 2022 年 1-11 月)



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

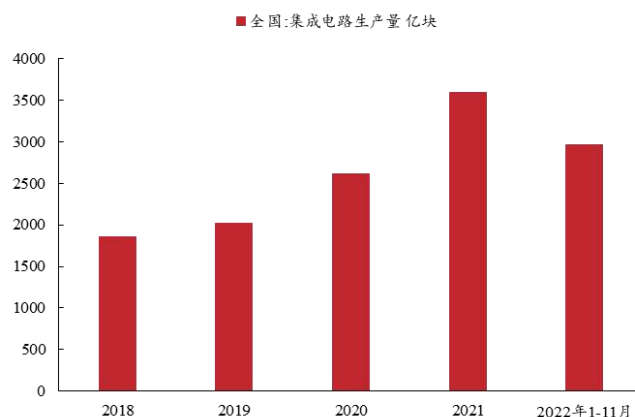
锡焊料主要用于电子元器件的连接，消费电子板块与锡需求联系紧密。按终端市场分，2021 年锡焊料的需求结构分为消费电子、通信、计算机、汽车电子、工业和其他，五者占比分别为 26%、24%、19%、16%、15%，微电子锡基焊粉是电子组装的必需材料。由于疫情初期电子产品消费前置且疫情影响下国内整体消费受抑制，2022 年消费电子产量有所下滑。2022 年 1-11 月，我国集成电路产量为 2598 亿块，同比下降 12%。

图表 33. 我国锡焊料终端需求结构 (2021 年)



资料来源：立鼎产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 34. 近 5 年我国集成电路产量情况



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

稳经济、扩内需政策支持下电子行业需求企稳。2022 年以来我国政府陆续出台多项政策稳经济，扩内需。2022 年 4 月国务院发布的《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》中指出，做好基本消费品的保供稳价，积极推进实物消费提质升级。2022 年 5 月，国务院印发《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，加大稳岗支持力度，稳定汽车、家电等大宗消费。2022 年 12 月，中共中央、国务院联合印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，从传统、新型、服务、公共等多方面促进消费提质升级。稳经济政策的逐步落地，有望带动锡下游的景气度，电子行业需求企稳。

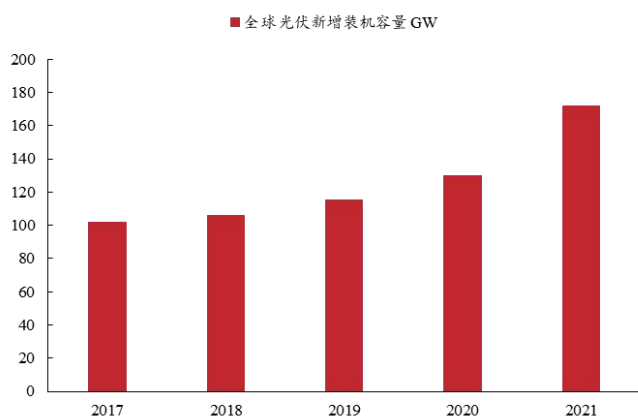
图表 35. 多项稳经济、扩内需政策出台

时间	部门	政策名称	内容
2022 年 4 月	国务院	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	围绕保市场主体加大助企纾困力度；做好基本消费品保供稳价；积极推进实物消费提质升级；持续拓展文化和旅游消费。
2022 年 5 月	国务院	《关于推动外贸保稳提质的意见》	促进外贸货物运输保通保畅；推动跨境电商加快发展提质增效；促进企业用好线上渠道扩大贸易成交；鼓励创新、绿色、高附加值产品开拓国际市场。
2022 年 5 月	国务院	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	进一步加大增值税留抵退税政策力度；加大稳岗支持力度；加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度；稳定增加汽车、家电等大宗消费。
2022 年 12 月	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。

资料来源：国务院办公厅，东亚前海证券研究所

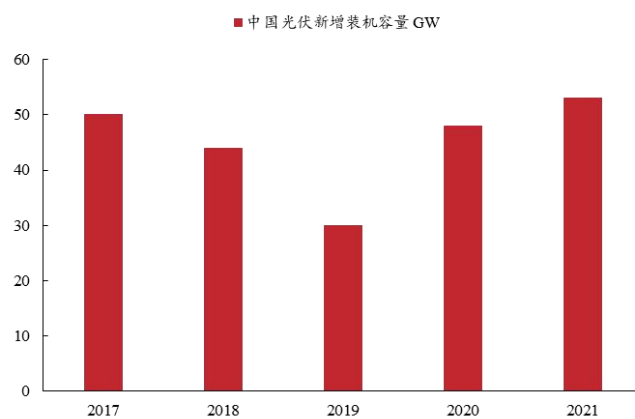
能源转型背景下，光伏产业高速发展。据中国电力企业联合会数据，2022 年 1-11 月份，全国光伏装机累计新增 6571 万千瓦，同比增长 88.66%。从新增装机趋势来看，2017-2021 年全球光伏新增装机逐年提升，而我国 2019 年以来光伏新增装机量也持续增加。

图表 36. 全球光伏新增装机持续提升



资料来源: Wind, 中国光伏行业协会, 东亚前海证券研究所

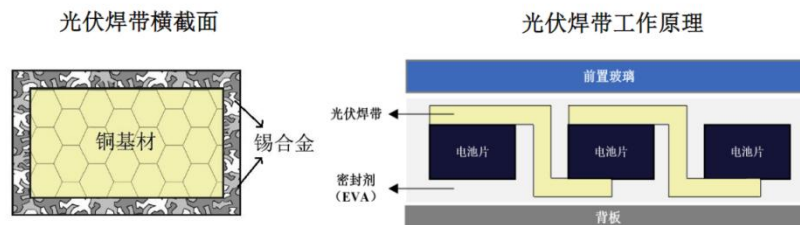
图表 37. 2019 年以来我国光伏新增装机增加



资料来源: Wind, 中国光伏行业协会, 东亚前海证券研究所

光伏打开焊锡新的需求增长空间。光伏焊带（又称涂锡铜带）是光伏组件的重要元件，用于光伏组件的焊接，其品质的优劣对光伏组件的电流收集效率有较大影响。光伏焊带的结构包括基材和表面涂层，其中表面涂层为锡基焊料。据国际锡业协会统计，2021 年全球光伏行业用锡量超过 1.4 万吨，同比增长约 40%。预计至 2025 年，全球光伏行业用锡量 CAGR 范围为 25%-40%。

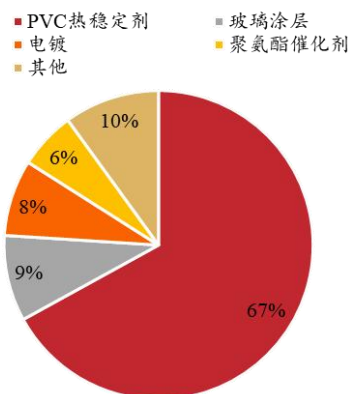
图表 38. 光伏焊带结构及工作原理



资料来源: 宇邦新材公告, 东亚前海证券研究所

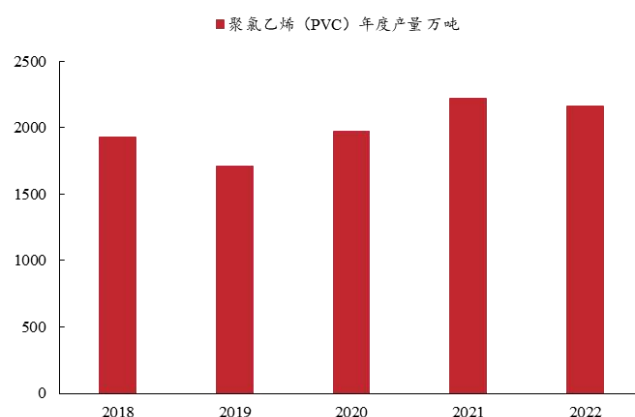
锡化工终端应用以 PVC 为主，PVC 主要应用于地产领域。按终端市场分，截至 2022 年，我国锡化工的需求结构分为 PVC 热稳定剂、玻璃涂层、电镀、聚氨酯催化剂以及其他，占比分别为 67%、9%、8%、6%、10%。PVC 热稳定剂主要用于生产管材、型材等，在地产以及基建领域有广泛的应用。PVC 锡含量较低，约为 18%-25%，对锡的消费贡献较大的主要原因是 PVC 市场规模较大。从 PVC 产量来看，2019 年以来我国 PVC 产量呈上升趋势，2022 年 PVC 产量有所降低，为 2165.83 万吨，同比下降 2.57%。

图表 39. 2022 年锡化工终端应用以 PVC 为主



资料来源：SMM，东亚前海证券研究所

图表 40. 近 5 年我国 PVC 产量情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2022 年 11 月起，我国政府发布债券、信贷、股权“三支箭”托底地产。

2022 年 11 月起，我国政府持续出台保交楼政策，监管对于房地产融资态度发生转变。11 月 8 日，中国银行间交易商协会称将继续扩大民营企业债券融资支持。11 月 11 日，央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，国有六大行响应，为优质房企提供万亿级授信额度。11 月 28 日，证监会发布优化调整房地产市场股权融资的 5 项措施。地产债券、信贷、股权“三支箭”全部落地，对房地产行业形成强有力的支持。在国家政策托底房企融资的背景下，2023 年房地产市场有望底部修复，实现健康平稳发展。

图表 41. 我国政府发布债券、信贷、股权“三支箭”支持地产

时间	部门	政策	内容
第一支箭	2022/11/11	中国人民银行; 银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》
第二支箭	2022/11/8	中国银行间交易商协会	继续推动并扩大民营企业债券融资支持工具
第三支箭	2022/11/28	证监会	优化调整房地产市场股权融资的 5 项措施

16 方面内容，在落实方面，国有六大行向优质房企提供万亿级的授信额度

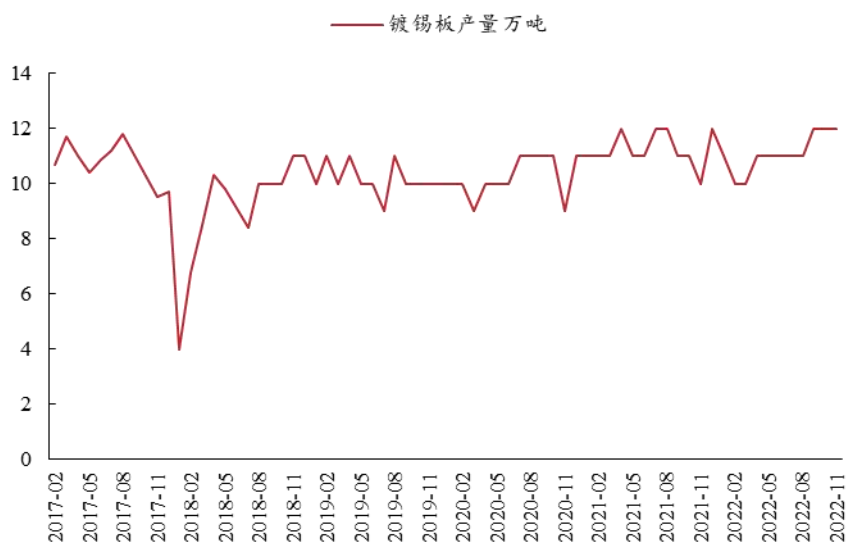
央行再贷款，提供约 2500 亿元民企债券融资

即日起将恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用

资料来源：中国银行间市场交易商协会网，证监会，东亚前海证券研究所

镀锡板产量小幅增加，需求有望持续提升。镀锡板也称马口铁，指在钢板表面镀上一层薄金属锡，应用领域主要是食品包装行业。2022 年 11 月，我国镀锡板产量为 12 万吨。从产量变动趋势来看，除 2018 年 1 月外，2017 年至今镀锡板的月度产量均稳定在 10 万吨左右，随着疫情政策的放开，消费有望回暖，食品饮料行业需求或提升进而传导至锡的需求。

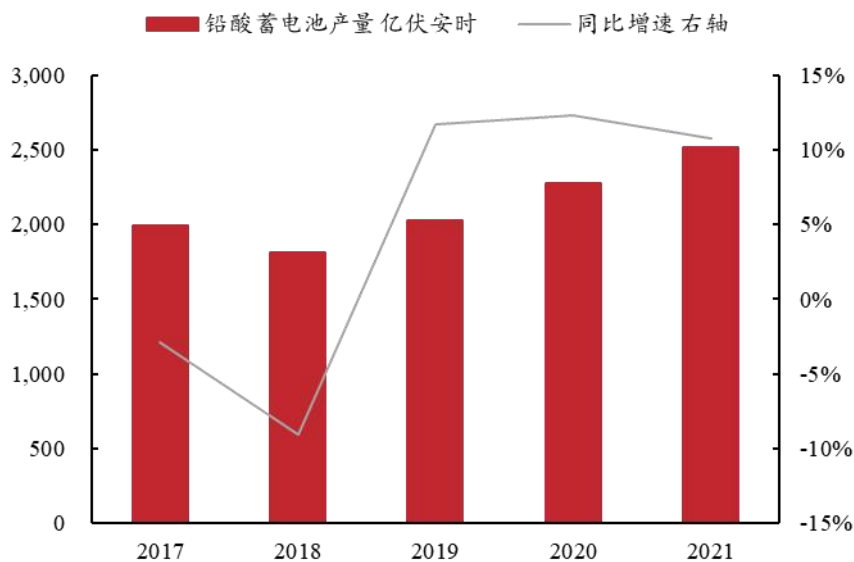
图表 42. 我国镀锡板产量较为稳定



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

铅酸蓄电池产量表现稳定，支撑锡的需求。据中国自行车行业协会，2021 年我国电动自行车保有量达 3.4 亿辆，对铅酸蓄电池的消费形成强有力的支持。2021 年我国铅酸蓄电池产量为 2518.74 亿伏安时，同比增长 10.78%。2018 年以来，我国铅酸蓄电池产量稳定增长。

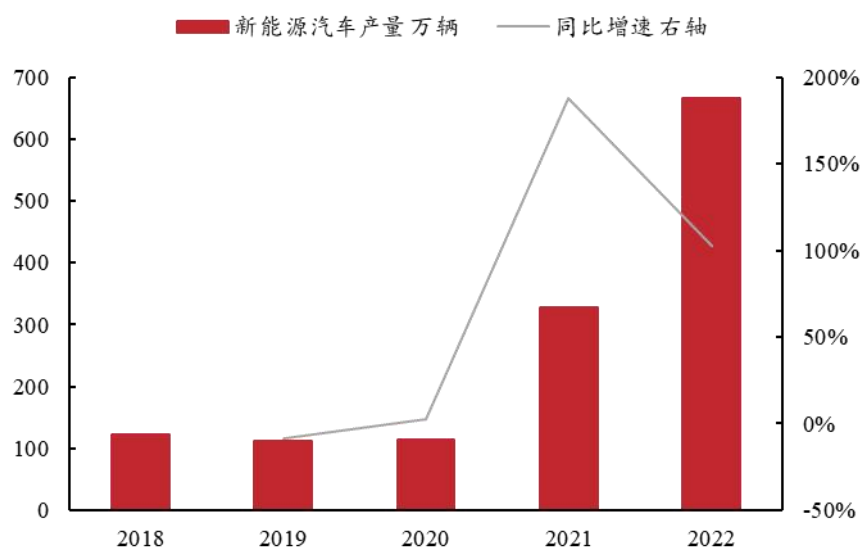
图表 43. 我国铅酸蓄电池产量稳定增长



资料来源：华经产业研究院，国家统计局，东亚前海证券研究所

我国新能源汽车产量高增，推动锡需求增加。2021-2022 年，我国新能源汽车产量大幅增长。2021 年产量为 328.7 万辆，同比增长 188.33%，2022 年产量为 665.5 万辆，同比增长 102.46%。在单车耗锡量方面，新能源汽车显著高于传统燃油车。我国新能源汽车的产量增加，推动锡的消费需求上涨。

图表 44. 我国新能源汽车产量高增



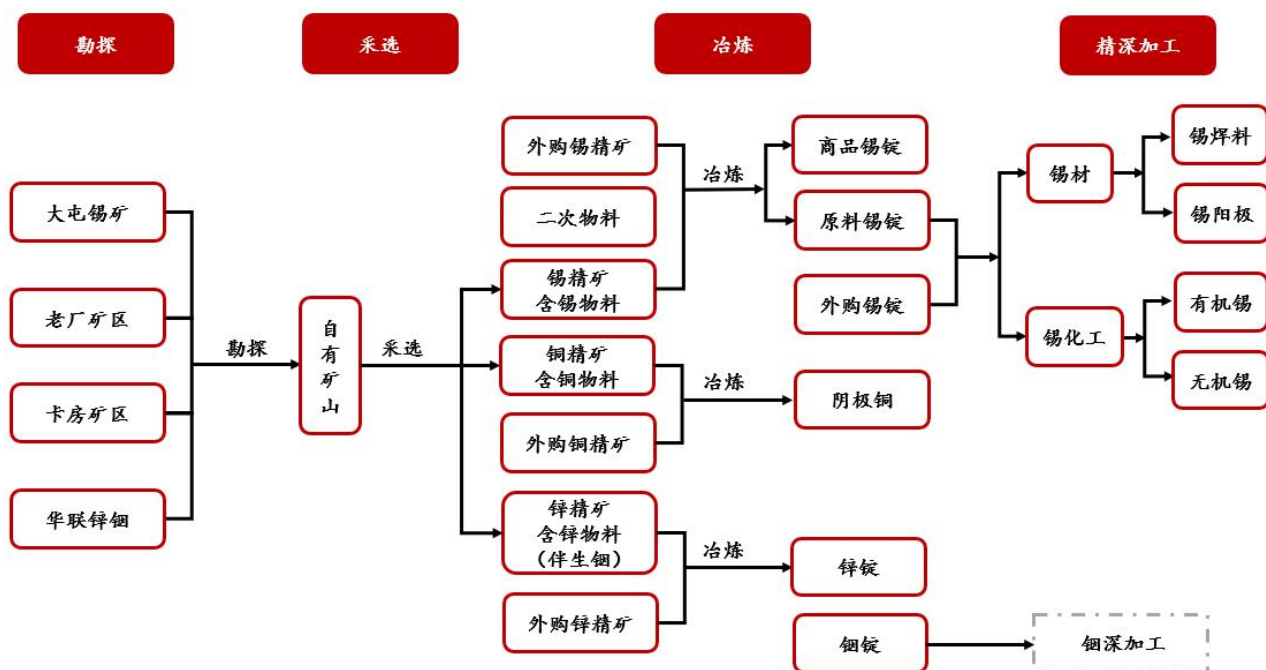
资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

3. 全产业链布局优势明显，发力铟业务打开成长空间

3.1. 全产业链具综合优势，持续研发巩固行业地位

产业格局一体化，锡业务驱动利润增长。从产业链角度来看，上游公司通过勘探并在自有矿山采选可以得到锡、铜、锌精矿以及伴生的铟，中游通过冶炼可以得到锡锭、阴极铜、锌锭、铟锭等。目前已经能够实现锡材和锡化工的精深加工，并致力于推动铟的深加工，一体化的产业格局综合优势明显。公司拥有锡行业最完备的产业链，能够实现协同联动。毛利构成方面，截至 2022 年 H1，公司锡产品毛利在总毛利润中占比达 69%。预计未来随着锡价的上涨将进一步提升公司的盈利能力。

图表 45. 公司全产业链布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，注：虚线部分表示未来的发展方向

持续开展矿山勘探，公司资源储量不断丰富。公司下属矿山包括大屯锡矿、老厂矿区、卡房矿区以及华联锌铟。截至 2022 年中报，公司拥有 8 个采矿权、矿区面积为 75.80 平方公里，4 个探矿权、勘查区面积 9.11 平方公里，找矿空间较大。2018 年以来，公司持续进行矿产资源勘探，4 年合计新增铜金属量、锡金属量、钨金属量分别为 29.24 万吨、12.54 万吨、0.74 万吨。

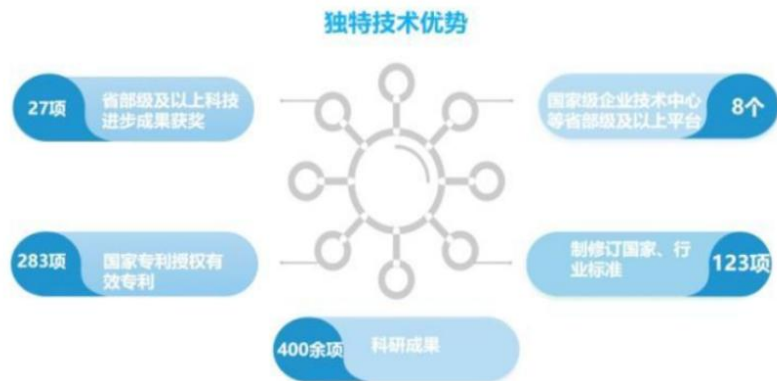
图表 46. 2018-2021 年公司新增矿产资源量

时间	铜金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)	钨金属量 (万吨)	总金属量 (万吨)
2018	7.64	4.25	0.42	24.24
2019	8.72	2.75	0.07	11.54
2020	6.66	2.1	0.09	8.85
2021	6.22	3.44	0.16	9.82
合计	29.24	12.54	0.74	54.45

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

技术世界领先，拥有多项专利。公司拥有一大批选矿设备和核心技术工艺，处于世界领先水平，包括节能、清洁的云锡熔炼技术，以机械连续结晶机、真空炉及双金属电解为核心的整套精炼技术，先进锡材、锡化工系列生产技术和科学合理的分析方法等。专利数量方面，截至 2022 年 H1，公司获发明专利授权 31 件，拥有有效专利 283 件。

图表 47. 公司专利及技术



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 发力铟业务，拓宽发展空间

储量全球第一，铟业务发展潜力大。铟作为一种稀散金属，通常只伴生在锡石和闪锌矿中。截至 2021 年底，公司保有铟资源量 5134 吨，位居全球第一，开发潜力大。公司控股子公司华联锌铟矿山资源储量大，其中铟资源储量居世界第一，且资源禀赋较好。产能方面，截至 2022 年上半年，公司的铟冶炼产能达 60 吨/年，能够实现铟的单独回收。

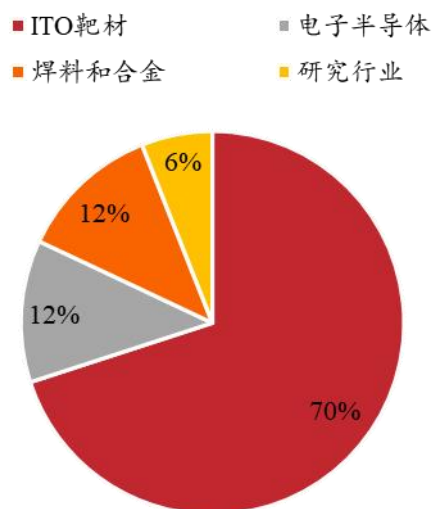
图表 48. 华联锌铟浮选平台



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

ITO 靶材为铟的主要消费领域。铟主要用于焊料、氧化锡铟（ITO）导电膜、合金、光伏薄膜等。消费结构方面，据百川盈孚，2022 年铟的消费分为 ITO 靶材、电子半导体、焊料和合金、研究行业，占比分别为 70%、12%、12%、6%。铟的新兴应用领域以光伏为主。

图表 49. 2022 年我国铟的消费结构



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

光伏产业化加快，ITO 靶材在光伏异质结电池领域的需求有望提升。光伏行业高速发展下，异质结电池技术逐渐成熟，产业化进程加快。截至 2022 年 8 月，我国新增异质结光伏电池扩产项目产能达 109.2GW。未来受益于异质结电池的产业化进程持续加快，铟需求有望提升。公司依托现有技术储备，围绕铟基新材料等终端应用积极拓展铟的深加工领域，把握光伏技术迭代带来的发展机遇。

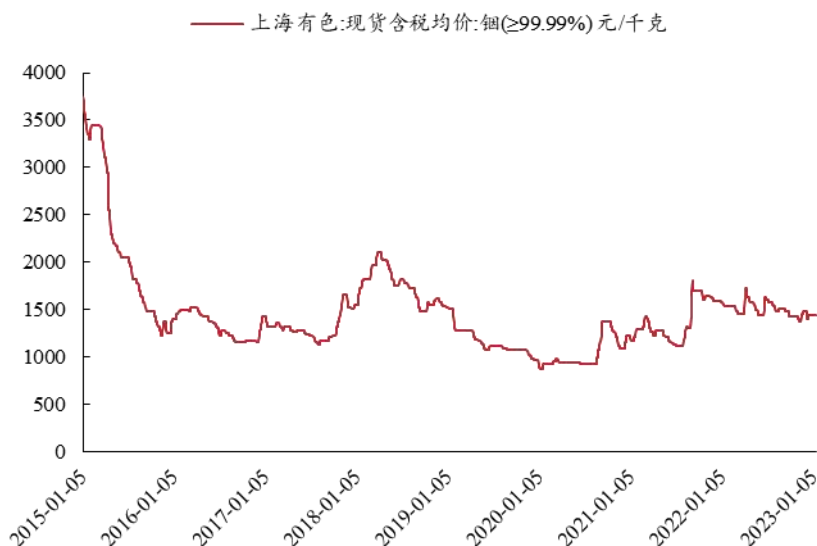
图表 50. 截至 8 月，2022 年我国规划及新增建设异质结电池产能

企业	新建异质结电池产能 GW
华晟新能源	14.8
金刚玻璃	4.8
东方日升	15.0
海泰新能	5.0
腾晖光伏	5.0
隆基股份	1.2
明阳智能	5.0
爱康	15.8
华润电力	12.0
赛维能源	0.6
宝馨科技	2.0
水发能源	5.0
国晟能源	5.0
华耀光电	10.0
国润能源	3.0
太一光伏	5.0
合计	109.2

资料来源：中国电力网，东亚前海证券研究所

需求改善支撑锡价，公司业绩有望受益。从 2015-2022 年锡价的走势来看，2015 年由于云南昆明泛亚有色金属交易所恶意收储，锡产能提升，价格大幅下跌，最低约为 1225 元/千克。此后锡价一直处于低位，2019 年锡价再次下跌，并长时间维持在 1000 元/千克以下。2021 年由于电力短缺下厂商停产、原料供应紧张锡价上涨。未来异质结电池有望带动锡需求，从而对锡价上涨形成支撑，公司业绩有望受益。

图表 51. 2015-2022 年锡价走势



资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

预计未来锡景气度持续提升，锡价格有望高增，叠加公司产销量释放有序推进，预期公司收入及利润水平将持续提升。我们假设：（1）公司产品产销量仍有上升空间，将稳步推进；（2）锡产品售价有望回升。则公司 2022 年锡业务、铜业务两大主要业务板块的毛利水平将分别为 18.21 亿元和 3.84 亿元。

图表 52. 主要业务板块业绩情况预测（亿元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
锡业务	营业收入	164.88	192.46	201.07	209.11
	毛利	42.47	18.21	28.50	30.50
	毛利率	25.76%	9.46%	14.17%	14.59%
铜业务	营业收入	71.56	73.37	73.91	73.91
	毛利	3.47	3.84	4.10	4.24
	毛利率	4.86%	5.23%	5.54%	5.73%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续向好。我们预期

2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 13.90/30.27/31.11 亿元，对应的 EPS 分别为 0.84/1.84/1.89 元。以 2023 年 2 月 9 日收盘价 15.15 元为基准，对应 PE 分别 17.94/8.24/8.02 倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

环保政策收紧、锡精矿供给超预期、下游需求不及预期。

环保政策收紧：若未来环保政策收紧，或将影响公司的生产。

锡精矿供给超预期：若未来锡精矿供给超预期，则锡价受影响下跌，对公司经营形成冲击。

下游需求不及预期：若未来下游需求不及预期，或将影响公司产品的销售。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	53844.32	57677.39	59442.61	61391.59
%同比增速	20.20%	7.12%	3.06%	3.28%
营业成本	47398.08	52325.66	52932.87	54495.94
毛利	6446.25	5351.74	6509.74	6895.65
%营业收入	11.97%	9.28%	10.95%	11.23%
税金及附加	287.84	252.75	271.10	294.28
%营业收入	0.53%	0.44%	0.46%	0.48%
销售费用	98.13	115.55	121.79	133.95
%营业收入	0.18%	0.20%	0.20%	0.22%
管理费用	1410.96	1506.53	1586.30	1806.10
%营业收入	2.62%	2.61%	2.67%	2.94%
研发费用	204.29	201.15	207.44	219.42
%营业收入	0.38%	0.35%	0.35%	0.36%
财务费用	739.14	567.30	543.68	495.84
%营业收入	1.37%	0.98%	0.91%	0.81%
资产减值损失	-28.23	-1000.00	0.00	0.00
信用减值损失	-96.28	0.00	0.00	0.00
其他收益	104.29	115.13	116.89	121.64
投资收益	-71.59	9.68	-34.53	-12.68
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.43	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	66.61	35.67	55.15	47.46
营业利润	3688.12	1868.93	3916.94	4102.48
%营业收入	6.85%	3.24%	6.59%	6.68%
营业外收支	-175.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	3512.66	1868.93	3916.94	4102.48
%营业收入	6.52%	3.24%	6.59%	6.68%
所得税费用	474.39	262.92	540.00	571.35
净利润	3038.27	1606.02	3376.93	3531.13
%营业收入	5.64%	2.78%	5.68%	5.75%
归属于母公司的净利润	2816.99	1390.13	3026.99	3110.83
%同比增速	308.03%	-50.65%	117.75%	2.77%
少数股东损益	221.28	215.89	349.94	420.30
EPS (元/股)	1.71	0.84	1.84	1.89

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.71	0.84	1.84	1.89
BVPS	9.30	10.16	12.00	13.89
PE	11.41	17.94	8.24	8.02
PEG	0.04	—	0.07	2.89
PB	2.10	1.49	1.26	1.09
EV/EBITDA	7.83	8.12	6.08	5.32
ROE	18.15%	8.31%	15.32%	13.60%
ROIC	10.90%	8.14%	9.96%	9.54%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4597	5336	8578	10447
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1042	844	1077	919
存货	7184	7351	7352	7785
预付账款	529	459	528	511
其他流动资产	2054	2769	2224	2821
流动资产合计	15407	16760	19760	22483
长期股权投资	376	384	386	391
投资性房地产	42	42	41	41
固定资产合计	16592	17224	17848	18577
无形资产	3560	3364	2994	2711
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	215	215	215	215
其他非流动资产	4789	3618	3199	2748
资产总计	40981	41607	44444	47166
短期借款	7811	6920	6189	5378
应付票据及应付账款	1797	1821	1920	1890
预收账款	0	3	1	2
应付职工薪酬	326	324	346	347
应交税费	443	346	423	402
其他流动负债	3795	3960	3955	4005
流动负债合计	14173	13374	12834	12025
长期借款	7139	7139	7139	7139
应付债券	619	619	619	619
递延所得税负债	267	267	267	267
其他非流动负债	1660	1660	1660	1660
负债合计	23859	23059	22519	21710
归属于母公司的所有者权益	15519	16728	19755	22866
少数股东权益	1604	1820	2170	2590
股东权益	17123	18548	21925	25456
负债及股东权益	40981	41607	44444	47166

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	2915	3885	5316	4284
投资	-10	-27	-19	-23
资本性支出	-1990	-1357	-726	-1040
其他	11	10	-35	-13
投资活动现金流净额	-1989	-1374	-780	-1075
债权融资	-16812	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	17200	-892	-731	-811
筹资成本	-837	-794	-597	-582
其他	-548	0	0	0
筹资活动现金流净额	-997	-1686	-1328	-1393
现金净流量	-99	825	3209	1816

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>