

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

百年锡业，龙头受益锡价上涨

股票数据

05月17日收盘价(元)	10.55
52周股价波动(元)	8.58-16.05
总股本/流通A股(百万股)	1669/1669
总市值/流通市值(百万元)	17606/17606

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.8	13.0	15.0
相对涨幅(%)	-3.3	-6.1	-12.1

资料来源:海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

联系人:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

联系人:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

投资要点:

● **百年发展，铸就世界锡业龙头企业。**锡业股份发展历史达130多年，2005年以来公司锡金属产销量连续稳居全球第一，2018年公司锡金属国内市场占有率44%，全球市场占有率20.04%。不仅是中国锡工业龙头，也具有较强的国际竞争力。2018年公司实现营业收入396.01亿元，同比增长15.09%；归属于上市公司股东的净利润8.81亿元，同比增长24.81%；EPS 0.53元，同比增长15%。

目前公司拥有锡冶炼产能8万吨/年、锡材产能4万吨/年、锡化工产能2.6万吨/年、阴极铜产能10万吨/年、锌精矿产能12万吨/年。

● **世界“锡都”，储量丰富。**公司资源储量丰富，处在有世界“锡都”之美誉的云南个旧，是中国锡资源最集中的地区之一，占全国总量的三分之一以上。截止2018年12月31日，公司拥有锡金属73.54万吨、铜金属119.84万吨、铅金属10.28万吨、锌金属412.55万吨、钨金属8.59万吨、银3022吨、铟6181吨。

● **华联锌铟：坐拥锡铟锌三大资产。**近年来华联锌铟经营情况较好，营业收入及净利润持续增长，其中净利润连续5年增长，显示其优质的锌矿资源禀赋及强大的盈利能力。2018年华联锌铟实现营业收入25.15亿元，同比增长7.9%；实现净利润10.08亿元，同比增长25.2%。

● **锡：2019年持续短缺，价格中枢有望上行。**由于缅甸锡矿资源逐渐减少的趋势在发现全新矿山资源前不可逆，我们预计其锡矿产出仍将持续减少。根据ITRI官方微信公众号发布的数据，预计2019年中国进口缅甸锡矿将减少8600吨，同比减少16%。我们预计2019年全球锡矿供应将因缅甸减产而下降，精锡产量仍有增加，消费略有增长，预计2019年全球精炼锡持续短缺，供给缺口为0.1万吨，我们认为锡价格中枢有望上行。

● **盈利预测与估值。**公司是全球锡业龙头，资源储量丰富，锡金属产销量连续稳居全球第一，我们预计锡价中枢持续向上，公司业绩弹性高，预计公司2019年计划生产产品锡7.84万吨，产品铜11万吨，产品铟（铟锭及铟精矿含铟）9.55万吨能够顺利完成，预计公司2019-2021年EPS分别为0.61、0.68和0.74元/股，参考可比公司估值水平，给予2019年23-24倍PE估值，对应合理价值区间14.03-14.64元，给予“优于大市”评级。

● **风险提示。**经济下行导致锡下游疲弱风险，铟价波动风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34410.17	39601.07	42535.32	45650.14	49047.48
(+/-)YoY(%)	2.93%	15.09%	7.41%	7.32%	7.44%
净利润(百万元)	706.03	881.21	1023.91	1128.18	1242.88
(+/-)YoY(%)	418.68%	24.81%	16.19%	10.18%	10.17%
全面摊薄EPS(元)	0.42	0.53	0.61	0.68	0.74
毛利率(%)	10.10%	8.84%	8.69%	8.53%	8.38%
净资产收益率(%)	6.44%	7.37%	7.89%	8.00%	8.10%

资料来源:公司年报(2017-2018)、海通证券研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 百年发展，铸就世界锡龙头企业	5
1.1 规模逐年扩张，业绩持续增长	5
1.2 世界“锡都”，储量丰富	6
1.3 未来两年资本开支负担较小	7
2. 华联锌铟：坐拥锡铟锡锌三大资产	8
2.1 高盈利能力贡献业绩	8
2.2 锌铟冶炼项目：矿石自给率将达 100%	10
3. 锡：2019 年持续短缺，价格中枢有望上行	10
3.1 缅甸锡矿 2019 年有望持续减产	10
3.2 国内锡冶炼厂面临原料短缺瓶颈	11
3.3 锡下游消费稳中有升，预计 2019 年精锡持续短缺	12
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	锡业股份 2014-2018 年营业收入及同比增速.....	5
图 2	锡业股份 2014-2018 年归母净利润及同比增速.....	5
图 3	锡业股份 2018 年营业收入分业务占比.....	5
图 4	锡业股份 2018 年毛利分业务占比.....	5
图 5	锡业股份各产品毛利率分析（%）.....	6
图 6	华联锌铟 2013-2018 年营业收入及同比增速.....	8
图 7	华联锌铟 2013-2018 年净利润及同比增速.....	8
图 8	华联锌铟露天矿区全景.....	9
图 9	华联锌铟矿山选厂全貌.....	9
图 10	近 10 年来全球锡矿产量及同比增速.....	10
图 11	缅甸锡矿产量全球市占率（%）.....	10
图 12	中国进口缅甸锡矿数量在 2016 年达到峰值后逐年递减（折合金属量）.....	11
图 13	中国进口缅甸锡矿月度数量及同比增速（矿石量）.....	11
图 14	全球精炼锡产量及同比增速.....	12
图 15	2018 年全球精炼锡各国产量占比.....	12
图 16	2017 年国内锡消费下游及占比.....	12
图 17	2018 年我国锡下游各领域增长率.....	12

表目录

表 1 公司主要产品产量（吨）	6
表 2 公司主要金属矿产量（吨）	6
表 3 公司主要金属品种资源储量（万吨）	7
表 4 锡业股份矿产资源储备情况	7
表 5 公司在建项目未来三年主要投资计划（亿元）	8
表 6 华联锌铟采矿权资源储量	9
表 7 华联锌铟采矿权一览表	9
表 8 2016 年度非公开募集资金投向	10
表 9 全球精炼锡供需平衡（万吨）	13
表 10 可比公司估值表	13
表 11 锡业股份分业务盈利预测（万元）	14

1. 百年发展，铸就世界锡龙头企业

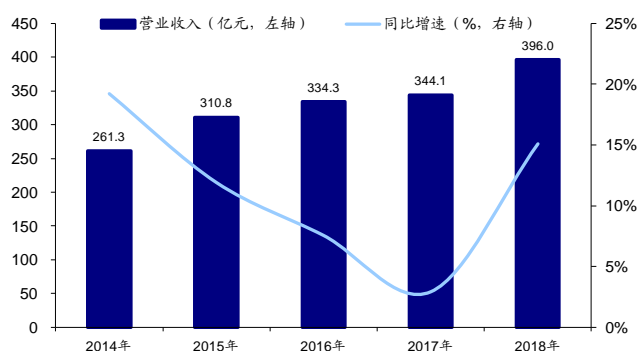
1.1 规模逐年扩张，业绩持续增长

公司是世界锡行业龙头企业，主业涵盖锡金属的采选、冶炼、深加工及贸易等全产业链。此外，公司还生产铜、锌等有色金属，形成了矿山、冶炼、贸易三大业务板块。

锡业股份发展历史达 130 多年，2005 年以来公司锡金属产销量连续稳居全球第一，2018 年锡金属国内市场占有率 44%，全球市场占有率 20.04%。不仅是中国锡工业龙头，也具有较较强的国际竞争力。

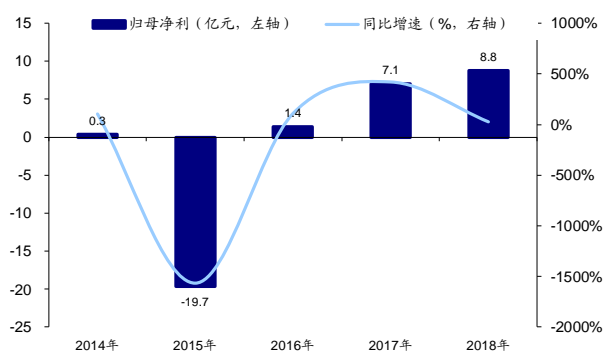
2018 年公司实现营业收入 396.01 亿元，同比增长 15.09%；归属于上市公司股东的净利润 8.81 亿元，同比增长 24.81%；EPS 0.53 元，同比增长 15%。2019Q1 公司营业收入达 89.57 亿元，同比减少 0.85%；归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比增长 9.67%，归母净利持续增长。

图1 锡业股份 2014-2018 年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

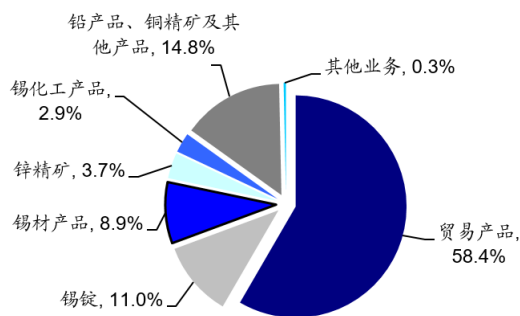
图2 锡业股份 2014-2018 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

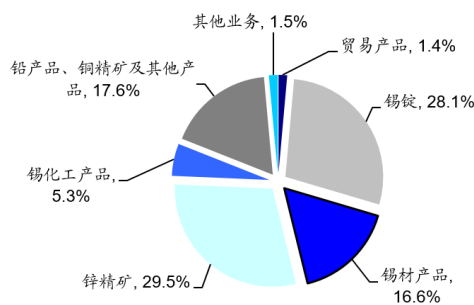
公司营业收入规模中 58.4% 是贸易产品，其次是铅产品、铜精矿及其他产品（占比 14.8%），锡锭（占比 11%），锡材产品（占比 8.9%）。而主要贡献毛利的业务是锌精矿，锡锭，铅产品、铜精矿及其他产品等，分别占比 29.5%、28.1%、17.6%。

图3 锡业股份 2018 年营业收入分业务占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

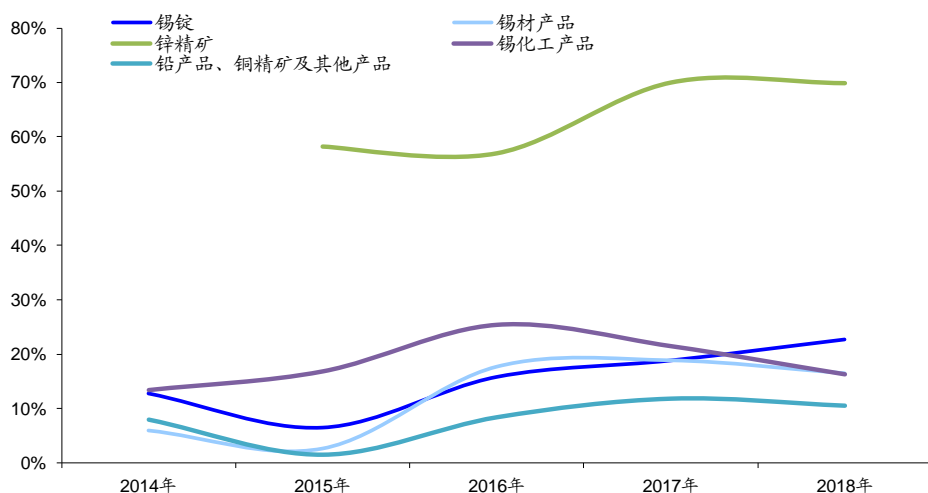
图4 锡业股份 2018 年毛利分业务占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此可以看出，公司毛利率较高的业务是锌精矿板块，近 2 年毛利率均接近 70%，盈利能力出众。公司锡板块包括锡锭、锡材、锡化工产品，2018 年毛利率分别为 22.7%、16.5% 和 16.3%。

图5 锡业股份各产品毛利率分析 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

目前公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4 万吨/年、锡化工产能 2.6 万吨/年、阴极铜产能 10 万吨/年、锌精矿产能 12 万吨/年。2019 年公司计划生产产品锡 7.84 万吨, 产品铜 11 万吨, 产品锌 (锌锭及锌精矿含锌) 9.55 万吨。全年预算营业总收入 420 亿元, 同比增长 6.1%。

表 1 锡业股份主要产品产量 (吨)

行业分类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
锡锭	36117	37373	33397	35293
锡材	24499	25816	28321	28466
锡化工	20099	20608	16118	16908
阴极铜	89094	100001	93020	105936
锌精矿含锌	131289	110315	115712	80671

资料来源: 锡业股份 2015-2018 年年报, 海通证券研究所

公司的生产过程仍需外购部分锡、铜原料, 目前公司锡精矿自给率约 40%, 铜精矿自给率约 30%。2018 年公司矿山端全年生产锡 3.48 万吨, 同比增长 2.13%; 锌 10.31 万吨, 同比减少 17.58%; 铜 3.70 万吨, 同比增加 3.76%。我们预计未来公司自有矿山产量较为稳定。

表 2 锡业股份主要金属矿产量 (吨)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
锡原矿金属	37488	37761	34027	34753
铜原矿金属	37750	36367	35615	36955
锌原矿金属	132699	124130	125093	103106

资料来源: 锡业股份 2015-2018 年年报, 海通证券研究所

1.2 世界“锡都”, 储量丰富

公司资源储量丰富, 处在有世界“锡都”之美誉的云南个旧, 是中国锡资源最集中的地区之一, 占全国总量的三分之一以上。此外, 公司还拥有丰富的钨、铜、锌等金属矿产资源, 2015 年锡业股份收购华联锌铟, 奠定了公司锡、铟双龙头的市场地位, 目前

锡业股份持有华联锌铟 68.55% 股权。

截止 2018 年 12 月 31 日, 公司保有资源储量为: 锡金属 73.54 万吨、铜金属 119.84 万吨、铅金属 10.28 万吨、锌金属 412.55 万吨、钨金属 8.59 万吨、银 3022 吨、铟 6181 吨。

表 3 2018 年锡业股份主要金属品种资源储量 (万吨)

主要品种	保有资源储量	主要品种	保有资源储量
锡	73.54	钨	8.59
铜	119.84	银	0.30
铅	10.28	铟	0.62
锌	412.55		

资料来源: 锡业股份 2018 年年报, 海通证券研究所

公司各品种金属保有储量每年持续有探矿开支以实现增储, 2018 年度探矿合计投入 1.72 亿元。全年新增资源储量锡 4.25 万吨、铜 7.64 万吨、铅 1.94 万吨、锌 9.95 万吨、钨 0.42 万吨、银 125 吨、镉 205 吨、铟 61 吨 (由云南省地质矿产勘查开发局第二地质大队审查确认, 未经自然资源部门评审备案)。

分矿山看, 公司锡精矿生产集中于大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司等地。而公司的铅精矿生产主要集中于老厂矿区; 铜精矿生产主要集中于老厂矿区和卡房矿区; 锌精矿的生产主要集中在子公司华联锌铟。

表 4 锡业股份矿产资源储备情况

矿山名称	矿区面积 (km ²)	采矿权到期日	主要矿种	剩余可开采矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (吨)	开采剩余年限 (年)
云锡股份有限公司老厂分公司	5-13	—	锡	3936.99	0.69	238759	20
			铜		1.34	331305	
			铅		5.08	39649	
云锡股份有限公司卡房分公司	11.29	2024 年 11 月 1 日	锡	928.63	0.689	39574	20
			铜		1.606	108765	
云锡股份有限公司大屯锡矿	36.3	2020 年 7 月 5 日	锡	148.03	0.453	6151	5
			铜		0.578	5835	
			铜		1.212	34021	
云锡股份有限公司卡房分矿	14.17	2021 年 4 月 27 日	铅	1560	5.231	7707	10
			铜		0.718	110870	
云锡股份有限公司采选分公司	5.67	2016 年 12 月 16 日	钨	10132240	0.238	14011	已上报办理延期工作
			锡		1.041	105464	
			铜	1206.33	1.182	142544	

资料来源: 云南锡业股份有限公司 2019 年度第一期超短期融资券募集说明书, 海通证券研究所

备注: 表中数据截止 2017 年末

此外, 公司持续推进个旧矿区资源勘查, 预计可获资源储量 82.85 万吨, 包括锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨, 长期资源储备有保障, 有望提升公司锡、铜精矿等产品自给率。

1.3 未来两年资本开支负担较小

公司在建项目目前都没有项目贷款, 从公司未来投资规划来看, 2019 年和 2020 年主要有锡冶炼异地搬迁升级改造项目、个旧市卡房南部选矿园区建设等工程需要资本开

支, 但相较 2018 年投资支出, 未来 2 年资本开支负担较小。

表 5 公司在建项目未来三年主要投资计划 (亿元)

项目名称	总投资	自筹	贷款	截至 2017 年 末已完成投资	投资规划			工程进度
					2018 年	2019E	2020E	
大屯选矿分公司硫化锡铜矿技改工程项目	10.33	10.33	-	4.94	1.80	1.18	1.69	所有项目已基本完工, 待竣工资料齐全后进行初验
花坎尾矿库恢复使用项目	1.53	1.53	-	1.31	1.63	-	-	一次浓缩系统建设项目已完工, 二次浓缩系统泵站主体结构完成
个旧市卡房南部选矿园建设	30.72	30.72	-	10.62	7.04	-	6.53	厂前浓缩回水工程及田湾尾矿库挖潜改造工程已基本完成, 其余正在施工建设中
锡冶炼异地搬迁升级改造项目	35.40	35.40	-	4.86	13.00	11.42	-	因搬迁项目方案调整, 暂停
年产 10 万吨锌、60 吨铜冶炼扩建工程	25.25	25.25	-	6.96	18.62	-	-	一标段完成 80%, 二标段完成 78%, 三标段完成 68%, 四标段完成 93%, 五标段完成 60%
松江区漕河泾产业园公租房	1.00	1.00	-	0.98	-	-	-	正在办理产权并装修
矿山一类工程	20.71	20.71	-	8.42	4.56	5.06	3.80	按计划正常实施推进
其他工程	5.53	5.53	-	2.27	1.08	-	1.05	按计划正常实施推进
合计	130.47	130.47	-	40.36	47.73	38.47	13.07	-

资料来源: 云南锡业股份有限公司 2019 年度第一期超短期融资券募集说明书, 锡业股份第七届监事会第四次会议决议公告, 海通证券研究所

公司 2019 年固定资产计划投资总额 38.47 亿元, 主要项目包括锡冶炼异地搬迁升级改造项目 (变更) 建设项目计划投资 11.4214 亿元、华联锌铜公司建设项目计划投资 8.76 亿元等。

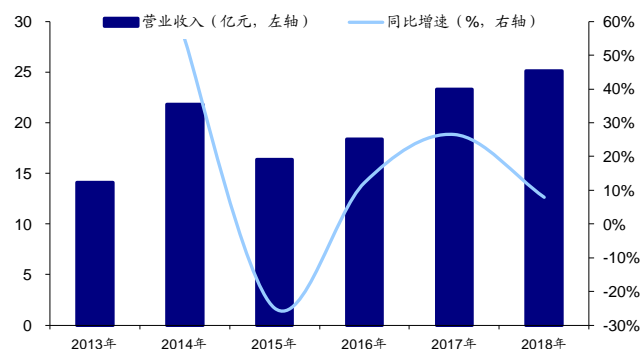
2. 华联锌铜: 坐拥铜锡锌三大资产

2.1 高盈利能力贡献业绩

云南华联锌铜股份有限公司是锡业股份最重要的子公司之一, 股权占比 68.55%, 2018 年净利润 10.08 亿元。华联锌铜前身是始建于 1958 年的文山州都龙锡矿, 主营业务为锡矿、锌矿的勘探、开采、选矿业务, 主要产品有锌精矿、锡精矿、铜精矿等。

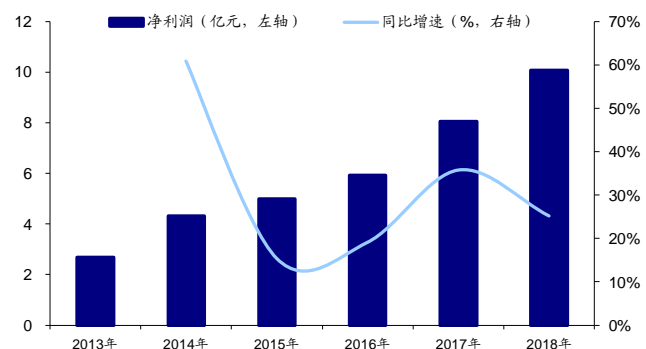
华联锌铜的并入大大增强了锡业股份盈利能力, 其作为多金属矿生产企业, 主要产品为锌精矿、锡精矿、铜精矿, 全部为自有矿山产品, 提升了锡业股份的原料自给率。

图6 华联锌铜 2013-2018 年营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 华联锌铜 2013-2018 年净利润及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

近年来华联锌铟经营情况较好，营业收入及净利润持续增长，其中净利润连续 5 年增长，显示其优质的锌矿资源禀赋及强大的盈利能力。2018 年华联锌铟实现营业收入 25.15 亿元，同比增长 7.9%；实现净利润 10.08 亿元，同比增长 25.2%。

华联锌铟拥有铜曼矿区、金石坡锌锡矿区、小老木山锌锡矿区、花石头矿区四个采矿权和云南省马关县辣子寨-I 铅锌矿勘探等四个探矿权。目前铜曼矿区是华联锌铟的主力矿山，保有资源储量情况为：锌 315.48 万吨，品位 4.28%；锡 27.85 万吨，品位 0.57%；铟金属 5692.95 吨；铜 2.91 万吨，品位 1.11%。

表 6 华联锌铟采矿权资源储量

矿山	品种	品位	储量(万吨)
铜曼矿区	锌	4.28%	315.48
	锡	0.57%	27.85
	铜	1.11%	2.91
	铟(伴生)	-	0.57
金石坡矿区	锌	5.67%	6.66
	锡	0.41%	0.14
	铜	0.66%	0.03
	三氧化钨	0.21%	0.25

资料来源：《云南省马关县都龙矿区铜街、曼家寨矿段锌锡矿资源储量核实报告》(2014)，海通证券研究所

目前华联锌铟铟、锡、锌三种金属的储量分别居全国第一、全国第三、云南省第三。不仅如此，周边矿脉矿带还有较大的找矿潜力，未来有增储可能。

表 7 华联锌铟采矿权一览表

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	2.8011
马关县都龙金石坡锌锡矿	锌矿 锡矿	10	2.6243
小老木山锌锡矿	锌矿 锡矿	3	1.5282
都龙锡矿花石头矿区	锡矿 钨矿	3	1.5353

资料来源：锡业股份重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易报告书，海通证券研究所整理

华联锌铟矿山主产区铜曼矿区生产规模达 210 万吨/年。2018 年 5 月 8 日，华联锌铟获得由云南省国土资源厅审核颁发的铜街-曼家寨矿区 360 万吨/年采矿权证，我们认为未来公司矿山年产量有望进一步得到提升。

图 8 华联锌铟露天矿区全景


资料来源：华联锌铟官网，海通证券研究所

图 9 华联锌铟矿山选厂全貌


资料来源：华联锌铟官网，海通证券研究所

2.2 锌铟冶炼项目：矿石自给率将达 100%

公司年产 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目是 2016 年非公开发行股票的募投项目，截止 2018 年 12 月 31 日，该项目已完成工程建设和安装，正在试运行阶段，募集资金结余金额为 4.63 亿元。

锌铟冶炼项目在原有设计的基础上进行工艺技术升级改造，大幅提高锌铟的回收率。项目原料全部来自于公司自有矿山，华联锌铟资源储量丰富，因此该项目有充足的矿石原料保障。项目建成后锌铟冶炼项目原料自给率将达到 100%，预计年产锌锭 10.22 万吨，铟锭 87.40 吨。

表 8 2016 年度非公开募集资金投向

序号	项目名称	拟投入募集资金额 (万元)	项目投资总额 (万元)
1	年产 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目	210000	211659.00
2	南部选矿试验示范园区 2000t/d 多金属选厂工程项目	30000	34709.53
合计		240000	246368.53

资料来源：2016 年度非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书，海通证券研究所

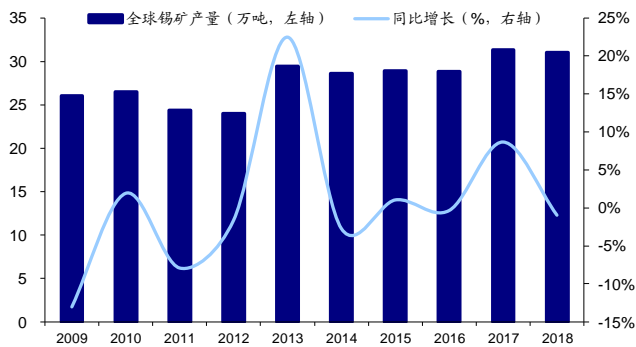
打造全球最大的铟产业基地是锡业股份发展战略的重要组成部分。项目建成后，公司锌铟产业链将从采选向冶炼延伸，实现采、选、冶一体化，在原料供应可靠的基础上，为后续高纯铟、铟基合金、ITO 靶材产业化等提供原料保障。

3. 锡：2019 年持续短缺，价格中枢有望上行

3.1 缅甸锡矿 2019 年有望持续减产

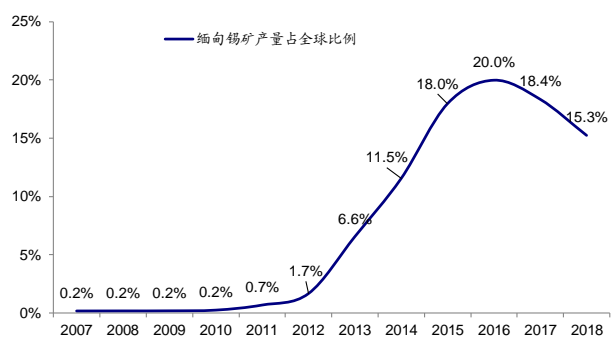
锡在全球范围内是一种稀缺性金属，根据 USGS 2018 年数据，全球锡矿储量为 470 万吨，根据 2018 年产量计算，静态可采年限仅为 15 年。事实上，全球锡矿产量在 2010 年后已现颓势，2011 年-2012 年连续 2 年产量下滑。但随着 2013 年缅甸佤邦高品位矿石的开采，缅甸一跃成为国际锡矿主要生产地之一，锡矿产量全球市占率持续提升，在 2016 年达到峰值，供应了全球 1/5 的锡矿资源。

图 10 近 10 年来全球锡矿产量及同比增速



资料来源：USGS，海通证券研究所

图 11 缅甸锡矿产量全球市占率 (%)

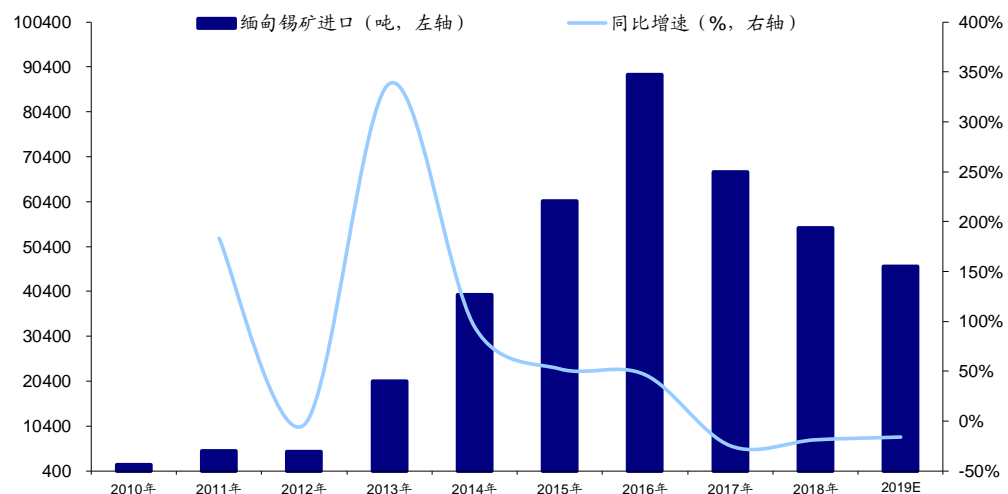


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2017 年缅甸锡矿产量开始出现下降，原因是缅甸原露天开采的高品位矿石品位大幅下降，根据国际锡业协会的数据，目前曼相矿区新矿洞的开采已经进入海拔 1000 米以下区域，当地原矿生产仍依赖于旧矿洞的回采。缅甸生产锡矿绝大部分出口中国，2017 年开始大幅减少，2018 年出口中国锡矿约 5.46 万金属吨，同比减少 19%。

由于缅甸锡矿资源逐渐减少的趋势在发现全新矿山资源前不可逆，我们预计其锡矿产出仍将持续减少。根据 ITRI 官方微信公众号发布的数据，预计 2019 年中国进口缅甸锡矿将减少 8600 吨，同比减少 16%。

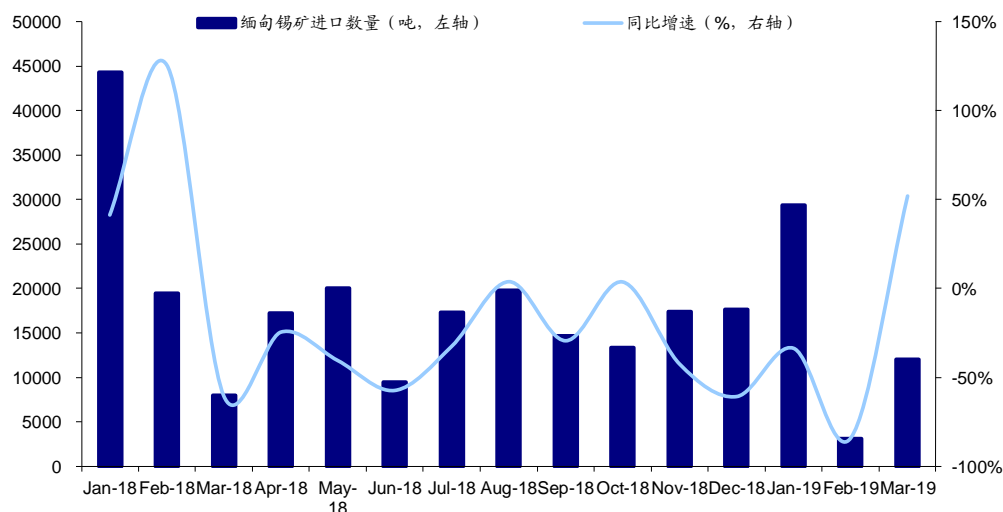
图12 中国进口缅甸锡矿数量在 2016 年达到峰值后逐年递减（折合金属量）



资料来源：海关总署，ITRI，海通证券研究所

2018 年 3 月以来，除 2018 年 8 月、10 月我国进口缅甸锡矿数量小幅增长 3.8%、3.6%，以及 2019 年 3 月由于春节假期错位出现同比上升，其他月份锡矿进口量均出现大比例的同比下降。2019 年 2 月我国进口缅甸锡矿矿石量 3093.9 吨，折合金属量约 773 吨，同比下降 84.1%。我们认为 2 月进口数据受春节假期影响较大，但缅甸锡矿进口显著下降已成定局。

图13 中国进口缅甸锡矿月度数量及同比增长（矿石量）



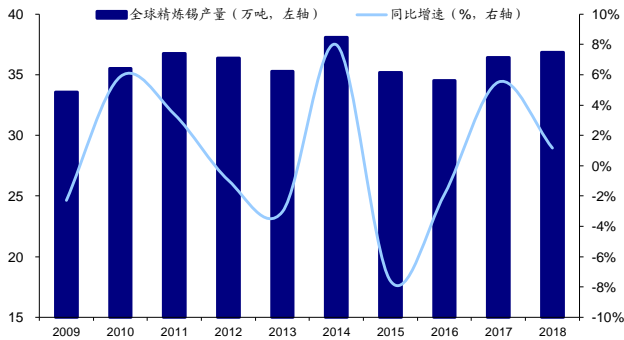
资料来源：海关总署，海通证券研究所

3.2 国内锡冶炼厂面临原料短缺瓶颈

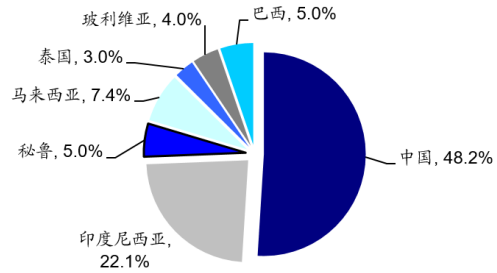
2018 年全球精炼锡产量为 36.8 万吨，同比微增 1.2%，其中产量排名居前的国家分别是中国、印度尼西亚、马来西亚等，主要集中在亚洲。

我国是锡矿产出大国，2018 年锡矿产量占全球的 29%，但由于冶炼产能规模大，中国生产的精炼锡占到了全球产量的 48.2%，因此大量精矿需要依赖进口。2018 年尤

其是 10 月之后, 由于缅甸锡矿减产, 国内及中缅口岸库存持续消耗等原因, 国内冶炼厂面临原料短缺窘境。

图14 全球精炼锡产量及同比增速


资料来源: 中国有色金属工业年鉴, 海通证券研究所

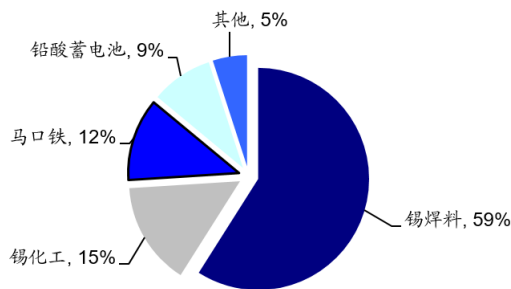
图15 2018 年全球精炼锡各国产量占比


资料来源: 中国有色金属工业年鉴, 海通证券研究所

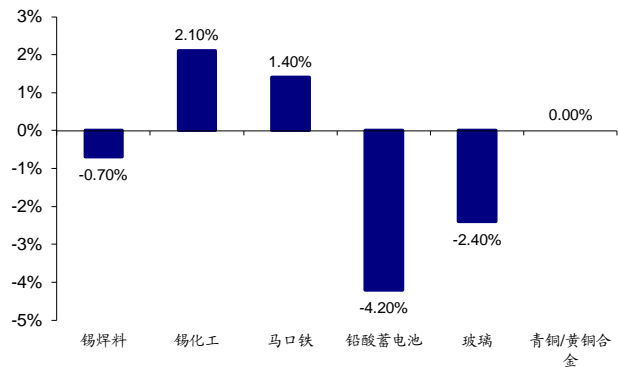
2019 年 2 月我国内蒙银漫矿业发生重大运输安全事故, 造成严重的人员伤亡, 内蒙古锡林郭勒盟应急管理局等要求银漫矿业立即停工停产, 全面进行自查自纠, 杜绝事故再次发生。银漫矿业 2018 年锡产量达 0.58 万吨, 占全球产量的 1.58%, 复产时间未明, 对国内锡精矿供应将产生一定影响。

3.3 锡下游消费稳中有升, 预计 2019 年精锡持续短缺

锡下游需求占比最大的锡焊料(占比 59%)由于环保压力及成本上升导致 2018 年消费略降, 但总体平稳。锡化工领域占锡下游需求的 15%, 在 2018 年录得国内需求 2.1%的正增长, 我们认为国外 PVC 稳定剂市场需求扩张也拉动海外锡化工消费。总体来看, 锡下游消费稳中有升。

图16 2017 年国内锡消费下游及占比


资料来源: SMM, 海通证券研究所

图17 2018 年我国锡下游各领域增长率


资料来源: 中国有色金属工业年鉴, 海通证券研究所

我们预计 2019 年全球锡矿供应将因缅甸减产而下降, 精锡产量仍有增加, 消费略有增长, 2019 年全球精炼锡市场将持续短缺, 供给缺口为 0.1 万吨, 锡价格中枢有望持续上行。

表 9 全球精炼锡供需平衡 (万吨)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E
产量	34	35.5	36	36.4
需求量	35.1	36.2	36.3	36.5
供需平衡	-1.1	-0.7	-0.3	-0.1

资料来源: 安泰科, 海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司是稀缺资源锡的全球龙头, 保有储量约占全球储量 16%, 2005 年以来公司锡金属产销量连续稳居全球第一, 2018 年锡金属国内市场占有率高达 44%, 不仅是全球锡业龙头, 也是 A 股最纯正的锡行业标的。

我们预计公司 2019 年生产产品锡 7.84 万吨, 产品铜 11 万吨, 产品锌 (锌锭及锌精矿含锌) 9.55 万吨计划能够顺利完成, 2019 年全球精炼锡市场将持续短缺, 锡价格中枢有望持续上行, 公司业绩弹性高。我们预计锡业股份 2019-2021 年 EPS 分别为 0.61、0.68 和 0.74 元/股, 同时参考可比公司估值水平, 给予 2019 年 23-24 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 14.03-14.64 元, 给予“优于大市”评级。

表 10 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
603993	洛阳钼业	780	0.21	0.17	0.19	17.52	23.08	20.49	3.68	2.08
000878	云南铜业	167	0.07	0.29	0.40	90.02	33.72	24.46	0.34	2.12
000060	中金岭南	162	0.26	0.28	0.31	15.37	16.14	14.71	0.84	1.55
	均值		0.18	0.25	0.30	40.97	24.31	19.89	1.62	1.92

注: 收盘价为 2019 年 5 月 17 日价格, EPS 为 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 11 锡业股份分业务盈利预测 (万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
锡锭					
销售收入	418365	434683	474501	493623	513516
销售成本	339693	336141	360702	371959	383568
毛利	78672	98542	113799	121664	129948
毛利率	18.80%	22.67%	23.98%	24.65%	25.31%
锡材					
销售收入	349190	352319	372637	387654	403277
销售成本	283301	294231	305915	315463	325308
毛利	65889	58087	66722	72191	77968
毛利率	18.87%	16.49%	17.91%	18.62%	19.33%
锡化工					
销售收入	109266	113807	123737	128724	133912
销售成本	85792	95251	101804	104981	108258
毛利	23475	18556	21934	23743	25654
毛利率	21.48%	16.30%	17.73%	18.44%	19.16%
锌精矿					
销售收入	159421	148092	143555	144991	146441
销售成本	47887	44648	48089	48570	49056
毛利	111534	103443	95466	96421	97385
毛利率	69.96%	69.85%	66.50%	66.50%	66.50%
铜产品					
销售收入	393184	491727	477675	482452	487276
销售成本	355278	457420	444348	448792	453280
毛利	37906	34307	33326	33660	33996
毛利率	9.64%	6.98%	6.98%	6.98%	6.98%
贸易产品					
销售收入	1910249	2312334	2543568	2797925	3077717
销售成本	1904127	2307323	2536736	2791135	3069849
毛利	6122	5012	6832	6790	7868
毛利率	0.32%	0.22%	0.27%	0.24%	0.26%
铅产品及其他产品					
销售收入	88335	93667	103034	113337	124671
销售成本	69418	66521	77071	84778	93256
毛利	18917	27147	25963	28560	31416
毛利率	21.42%	28.98%	25.20%	25.20%	25.20%
其他业务					
销售收入	13007	13477	14825	16308	17938
销售成本	7940	8351	9118	10030	11033
毛利	5067	5126	5707	6277	6905
毛利率	38.96%	38.03%	38.49%	38.49%	38.49%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

经济下行导致锡下游疲弱风险, 锌价波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	39601.07	42535.32	45650.14	49047.48
每股收益	0.53	0.61	0.68	0.74	营业成本	36098.88	38837.83	41757.08	44936.08
每股净资产	7.16	7.78	8.45	9.20	毛利率%	8.84%	8.69%	8.53%	8.38%
每股经营现金流	1.53	1.17	1.71	1.68	营业税金及附加	198.05	220.42	233.81	252.19
					营业税金率%	0.50%	0.52%	0.51%	0.51%
价值评估 (倍)					营业费用	177.47	191.95	205.53	220.99
P/E	19.98	17.19	15.61	14.17	营业费用率%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
P/B	1.47	1.36	1.25	1.15	管理费用	971.96	1166.60	1208.16	1313.78
P/S	0.44	0.41	0.39	0.36	管理费用率%	2.45%	2.74%	2.65%	2.68%
EV/EBITDA	9.07	9.49	8.69	8.25	EBIT	2154.72	2118.53	2245.56	2324.44
					财务费用	801.39	576.64	576.64	478.02
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.02%	1.36%	1.26%	0.97%
毛利率	8.84%	8.69%	8.53%	8.38%	资产减值损失	33.57	0.00	0.00	0.00
净利润率	2.84%	3.06%	3.15%	3.23%	投资收益	90.35	80.67	83.90	82.82
净资产收益率	7.37%	7.89%	8.00%	8.10%	营业利润	1341.85	1622.57	1752.83	1929.24
资产回报率	2.57%	2.85%	3.01%	3.29%	营业外收支	-38.99	-118.05	-91.70	-100.48
投资回报率	7.82%	7.11%	7.09%	6.95%	利润总额	1302.86	1504.51	1661.13	1828.76
盈利增长 (%)					EBITDA	3039.64	2984.41	3276.36	3447.73
营业收入增长率	15.09%	7.41%	7.32%	7.44%	所得税	179.82	201.87	225.01	246.94
EBIT 增长率	8.52%	-1.68%	6.00%	3.51%	有效所得税率%	13.80%	13.42%	13.55%	13.50%
净利润增长率	25.46%	15.99%	10.25%	10.15%	少数股东损益	241.83	278.73	307.94	338.95
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	881.21	1023.91	1128.18	1242.88
资产负债率	58.7%	57.0%	55.0%	51.0%					
流动比率	0.81	0.82	0.82	0.75	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.52	0.50	0.49	0.39	货币资金	5344.65	4600.52	4455.23	2874.99
现金比率	0.48	0.41	0.40	0.26	应收款项	546.86	788.50	813.56	885.81
经营效率指标					存货	3905.51	4570.27	4825.84	5224.79
应收帐款周转天数	5.98	6.77	6.50	6.59	其它流动资产	294.75	294.75	294.75	294.75
存货周转天数	40.65	42.95	42.18	42.44	流动资产合计	11317.30	11843.33	12009.08	11051.58
总资产周转率	1.22	1.21	1.24	1.30	长期股权投资	381.22	381.22	381.22	381.22
固定资产周转率	3.17	3.10	3.23	3.36	固定资产	13520.99	14743.29	16233.27	17634.03
					在建工程	3021.43	3778.07	4570.26	5350.60
					无形资产	4023.91	4113.67	4149.47	4171.55
					非流动资产合计	22934.87	24141.61	25517.39	26689.36
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	34252.16	35984.94	37526.47	37740.93
净利润	881.21	1023.91	1128.18	1242.88	短期借款	9911.23	9911.23	9911.23	9911.23
少数股东损益	241.83	278.73	307.94	338.95	应付账款	1084.17	1312.28	1371.14	1489.80
非现金支出	918.49	865.87	1030.80	1123.29	预收账款	89.70	130.66	127.96	141.87
非经营收益	737.54	614.02	584.44	495.68	其它流动负债	786.76	786.76	786.76	786.76
营运资金变动	-231.88	-835.54	-205.63	-390.10	流动负债合计	14021.27	14451.40	14556.81	14789.45
经营活动现金流	2547.19	1947.00	2845.72	2810.70	长期借款	2612.60	2612.60	2612.60	1012.60
资产	-3062.82	-2190.67	-2498.27	-2395.74	其它长期负债	3456.49	3456.49	3456.49	3456.49
投资	-101.91	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	6069.09	6069.09	6069.09	4469.09
其他	0.00	-80.67	-83.90	-82.82	负债总计	20090.36	20520.49	20625.91	19258.54
投资活动现金流	-3164.72	-2271.34	-2582.17	-2478.56	实收资本	1668.78	1668.78	1668.78	1668.78
债权募资	1733.54	0.00	0.00	-1600.00	普通股股东权益	11952.25	12976.17	14104.34	15347.22
股权募资	800.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	2209.55	2488.28	2796.22	3135.17
其他	-670.53	-581.14	-576.64	-478.02	负债和所有者权益合计	34252.16	35984.94	37526.47	37740.93
融资活动现金流	1863.01	-581.14	-576.64	-2078.02					
现金净流量	1245.48	-905.47	-313.09	-1745.88					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 17 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 方大特钢,新钢股份,永兴特钢,华菱钢铁,横店东磁,盛达矿业,紫金矿业,天齐锂业,宝钢股份,驰宏锌锗,金诚信,洛阳钼业,中矿资源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgb12371@htsec.com
吴佳桢(0755)82900465 wjz11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfz12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒珺 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
--	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com