

锡行业专题

矿端紧缺，库存低位

行业研究 · 行业专题

有色金属 · 基本金属

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

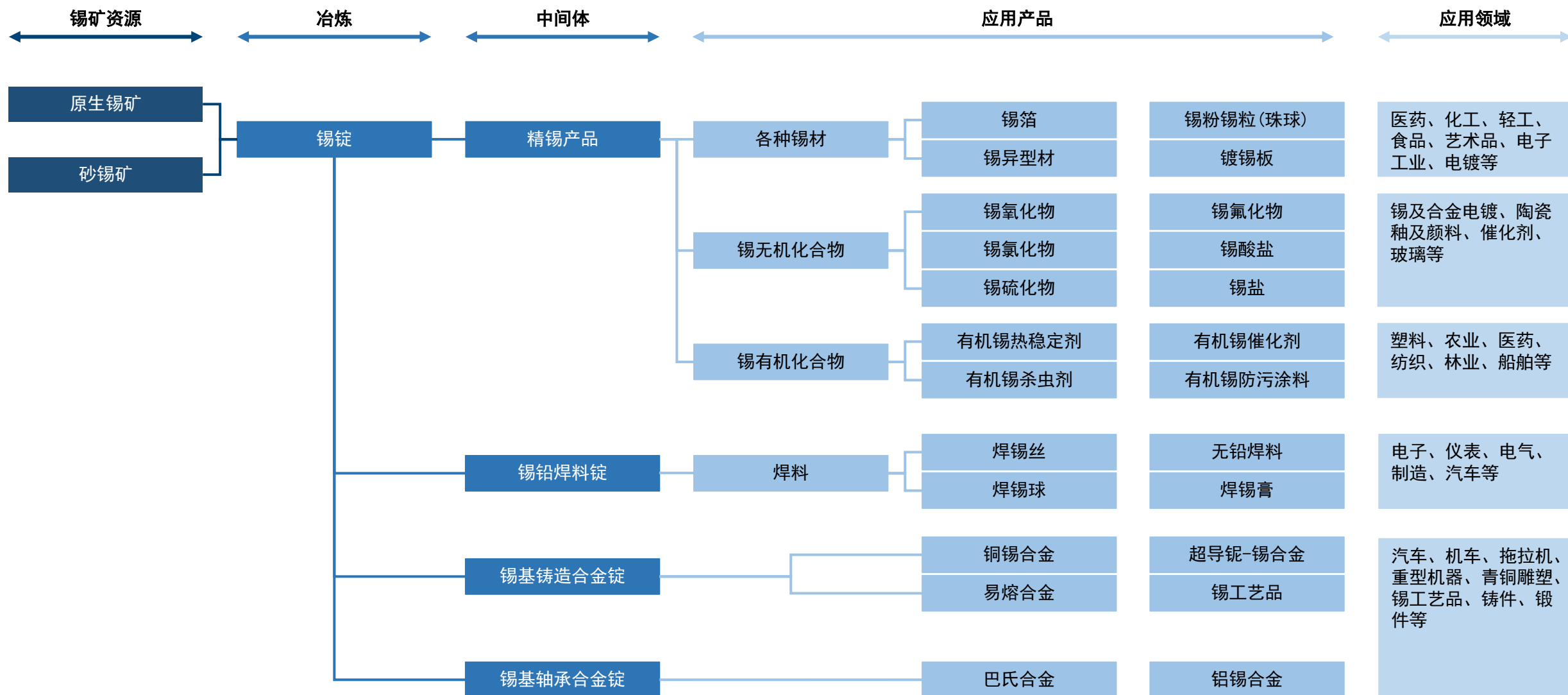
010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

- **锡是不可或缺的重要小金属，资源稀缺程度逐年加剧。**锡具备熔点低、导电导热性较好的特点，且价格相对经济，因此锡焊料一定程度上具备不可替代性，锡金属是一种不可或缺的重要小金属。截至2024年末全球锡资源储量420万吨，2024年全球锡矿产量30万吨。由于增储进度比开采进度缓慢，锡的全球储采比从2010年的20年左右下降至2024年的14年，这一储采比在小金属里属于非常低的水平。全球锡资源储量分布相对集中，中国、缅甸、澳大利亚、俄罗斯、巴西和玻利维亚锡资源储量分别为100/70/62/46/42/40万吨，前五大资源国储量合计占比76.5%。
- **全球锡矿扰动不断，2025年矿端供给明显下降。**过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，但由于主要产区锡矿品位不断下降，叠加政策性原因和无法预判的意外因素，导致锡矿供给减少。中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，由于矿山品位下降、环保趋严、勘探支出较少等原因，2015年之后国内锡矿产量呈现下降趋势；印尼近年来由于锡矿资源品位下降，叠加矿山企业被迫转入水下开采，采矿难度加大，开采成本提升，锡矿产量大幅度降低；缅甸矿山品位系统性下降，佤邦的锡矿自2023年8月停产后至今仍未全面恢复，而当地库存早已在2024年几乎耗完；刚果（金）反政府武装组织运动又使得锡矿面临停产风险；全球其他地区锡矿产量或维持稳定。全球锡矿新增项目主要集中在2027年及以后，国内主要来自银漫二期，海外主要来自非洲和欧洲。预计2025-2027年全球锡矿产量分别为28.3/30.8/31.2万吨。
- **半导体销售同环比仍保持增长，锡的需求预计稳中有升。**由于独特的金属特性，锡的下游应用领域主要为焊料、锡化工以及镀锡板。1）焊料，在精锡需求占比超50%，与电子产品产量相关度很高，2024年初以来全球半导体销售同比增速由负转正，2025年10月销售额同比+27.2%，带动锡需求景气；光伏焊带用锡量虽可能随着2026年光伏新增装机下滑而下滑，但由于在锡需求中占比仅7%左右，因此对整体需求的影响有限。2）锡化工，在精锡需求占比16%，主要应用产品为PVC热稳定剂，2025年我国PVC产量同比有所提升。3）镀锡板，在精锡需求占比11%，2025年1-10月我国镀锡板出口量同比增长19%，出口需求比较旺盛。综合来看，预计2025-2027年全球需求分别为38.6/39.6/40.1万吨。
- **2025年全球精锡明显短缺，缅甸全面复产后或保持紧平衡状态。**预计2025年全球精锡供需约有1.6万吨左右的缺口，2026年及以后随着缅甸的逐步复产和各个新项目投产，供需缺口或缩小；由于全球性的品位下降和资本开支相对较低，锡资源稀缺程度大概率还要加深。在资源紧缺和开采成本抬升的作用下，锡价有望进一步上行。
- **相关标的：**锡业股份、兴业银锡、华锡有色。
- **风险提示：**行业需求增长不及预期的风险；锡矿供给超预期的风险；产业政策发生变化的风险。

价格复盘

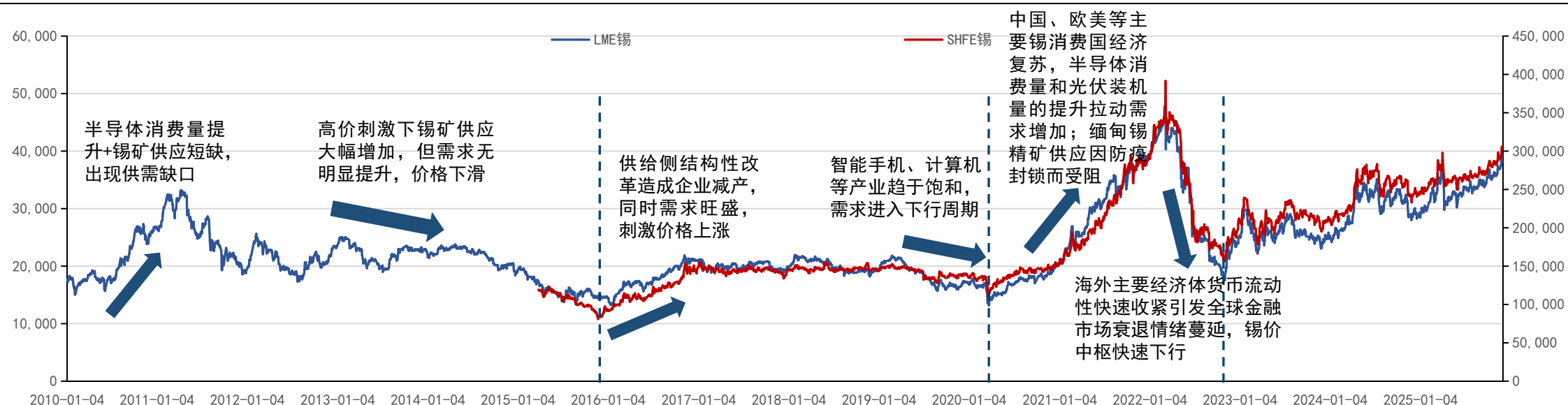


锡价复盘：长周期维度

➤ 2009年以来，锡价出现过四轮较为明显的价格周期：

- **2009.1-2015.12**：2009年初开始，半导体消费量快速提升，叠加全球锡矿供应量大幅下滑，供需缺口推动锡价格持续走高，一直持续到2011年上半年，LME期货收盘价（3个月）由1.1万美元/吨升至3.3万美元/吨。高价刺激全球锡矿供应大幅增加，2011年起缅甸矿开始放量，且产量逐年增加，2013年全球锡矿产量增幅23%，但需求端半导体消费额无大幅提升，供需过剩，价格下滑。
- **2016.1-2020.3**：2016年初开始，受益于半导体消费快速增加，叠加国内供给侧结构性改革导致企业亏损，因而减产，锡价由1.3万美元/吨升至当年年底的2.2万美元/吨，一直到2019年中，基本稳定在2万美元/吨上下，波动幅度很小。2019年半导体消费额下滑，锡矿供应变化不大，金属价格跌至1.3万美元/吨，跌幅30%以上。
- **2020.4-2022.10**：20Q2~21Q1，由于中国、欧美等主要锡消费国家和地区的经济复苏带来的锡需求复苏，加之缅甸锡矿因防疫封锁而受阻带来的供给受限，锡价单边上涨。21Q2~21Q4，全球精锡产量增加，但半导体需求持续上升，光伏装机量保持高增速，供需两旺，价格持续上升。22Q1，补库需求+冶炼原料供应不足+俄乌冲突加剧市场对相关金属供应的担忧，锡价中枢继续上移。22Q2~22Q3，海外主要经济体为抑制高通胀，货币流动性快速收紧引发全球金融市场衰退情绪蔓延，有色金属价格普遍承压，锡价中枢快速下行。
- **2022.11至今**：美联储从加息，到加息节奏放缓，再到降息，货币环境逐渐宽松。同时，国内疫情管控政策放开，进一步刺激锡价上涨。供给端扰动不断（秘鲁、缅甸、印尼、刚果金等）。

图：2010年至今锡价格走势，左轴对应蓝色LME锡（美元/吨），右轴对应红色沪锡（元/吨）

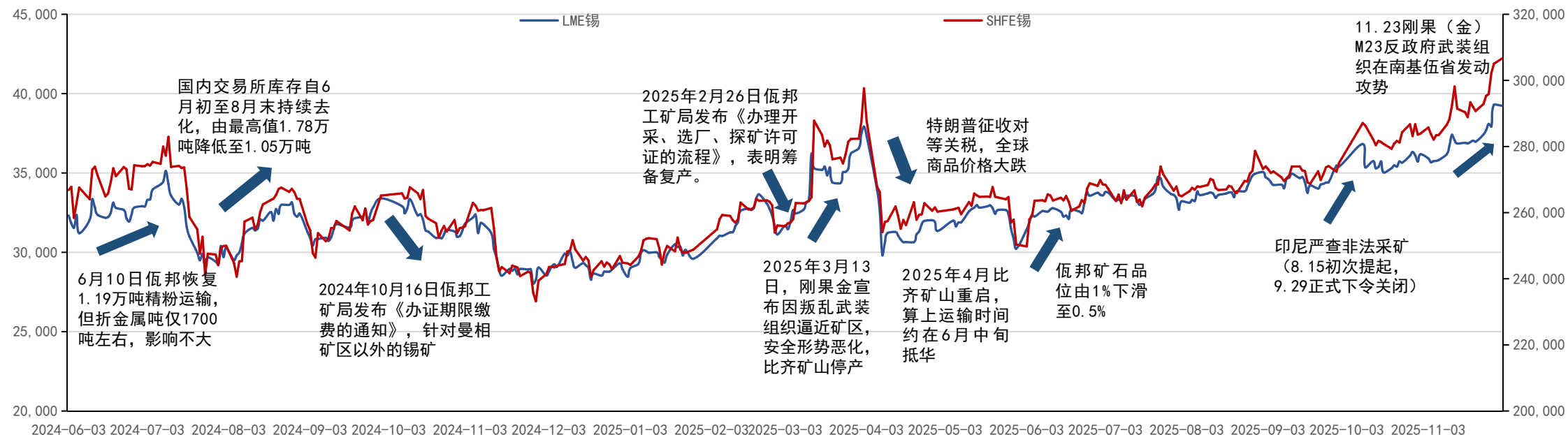


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡价复盘：近一年

- 需求提升叠加供给催化，2024年初至今沪锡价格涨幅46%。2024年锡价中枢较2023年明显抬升，沪锡均价24.83万元/吨，同比上涨16.92%；2025年锡价进一步上涨，截至目前均价27.00万元/吨，同比提升8.73%；整体来看商品价格随宏观经济数据、供需催化、库存数据等因素不断调整。从23年8月开始，对于锡造成最大扰动的因素以供给侧为主，包括缅甸佤邦停产、刚果金因叛乱武装组织逼近矿山停产等。

图：近一年锡价走势复盘，左轴对应蓝色LME锡（美元/吨），右轴对应红色沪锡（元/吨）（2024.6.3-2025.12.1）

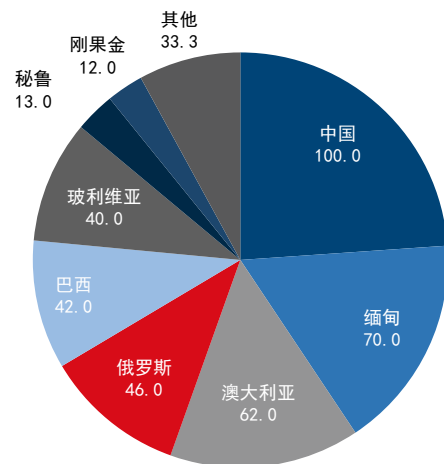


供给

全球锡资源分布相对集中，且储量正逐渐下降

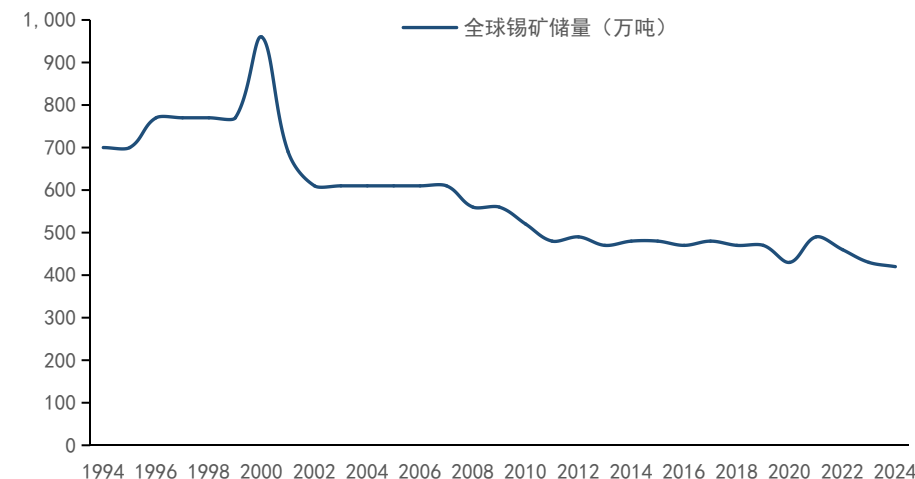
- 全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此自2000年至今，全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。未来随着全球锡矿资源的不断开发 and 需求不断增长，锡矿资源供给保障可能呈现紧张的局面。
- 全球锡资源储量分布相对集中。USGS数据显示，截至2024年末，全球锡资源储量约420万吨，如果按照全球锡精矿年产量约30万吨来测算，仅能保障未来14-15年的用量。其中，中国/缅甸/澳大利亚/俄罗斯/巴西锡资源储量分别为100/70/62/46/42万吨，占比分别为24%/17%/15%/11%/10%，前五大资源国储量合计占比约76.5%。

图：全球锡资源储量分布（2024年，万吨）



资料来源：Wind、USGS，国信证券经济研究所整理

图：全球锡矿储量变动趋势（万吨）

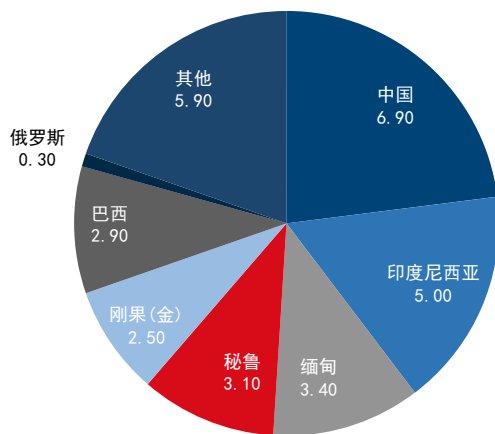


资料来源：Wind、USGS，国信证券经济研究所整理

近年来全球锡矿产量较为稳定

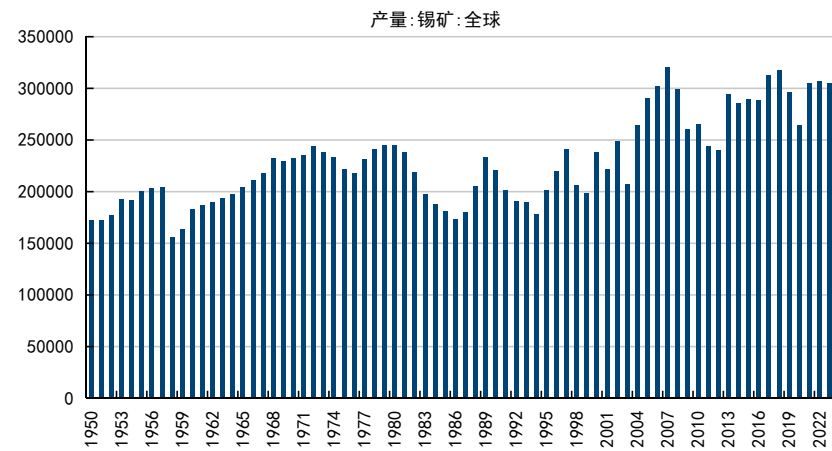
- 近年来锡产量波动较小，2022-2024年全球矿产锡量分别为30.7/30.5/30.0万吨。其中，2024年全球30万吨矿产锡中，我国产量6.9万吨，占比23%；印尼产量5万吨，占比17%；缅甸产量3.4万吨，占比11%；秘鲁产量3.1万吨，占比10%；刚果金产量2.5万吨，占比8%。我国锡矿产量和锡资源储量在全球的占比基本一致，均为全球第一位的水平。
- 中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，矿山以原生矿、大中型矿为主。东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等国家为全球最重要锡矿带之一，以砂锡矿、中小型矿为主。南美洲过去是全球主要的产锡地区，但由于以往过度开采导致品位不断下降。非洲地区（刚果（金）、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加。俄罗斯锡资源储量较丰富但投资建设条件相对较差。澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力。北美洲地区（美国、加拿大等）锡资源相对贫乏，但也在积极开展勘查研究工作。

图：全球锡矿产量分布（2024年，万吨）



资料来源：Wind、USGS，国信证券经济研究所整理

图：1950-2024年全球锡矿产量（吨）



资料来源：Wind、USGS，国信证券经济研究所整理

锡的可采年限仅14-15年，资源非常稀缺

表：部分小金属储采比对比

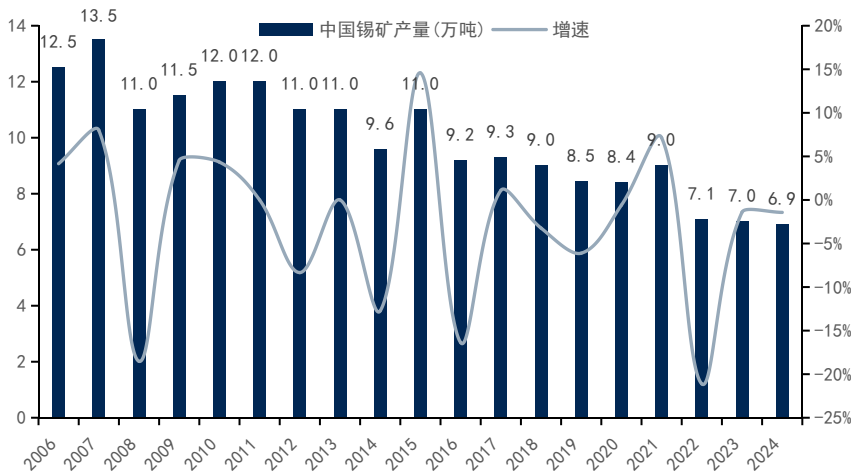
		单位	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
锡（全球）	储量	万吨	480.0	490.0	470.0	480.0	480.0	470.0	480.0	470.0	470.0	430.0	490.0	460.0	430.0	420.0
	产量	万吨	24.4	24.0	29.4	28.6	28.9	28.8	31.3	31.8	29.6	26.4	30.5	30.7	30.5	30.0
	储采比		19.7	20.4	16.0	16.8	16.6	16.3	15.3	14.8	15.9	16.3	16.1	15.0	14.1	14.0
锡（中国）	储量	万吨	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	72.0	110.0	100.0
	产量	万吨	12.0	11.0	11.0	9.6	11.0	9.2	9.3	9.0	8.5	8.4	9.0	7.1	7.0	6.9
	储采比		12.5	13.6	13.6	15.6	13.6	12.0	11.8	12.2	13.0	13.1	12.2	10.1	15.7	14.5
稀土（全球）	储量	万吨	11,000.0	11,000.0	14,000.0	13,000.0	13,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	12,000.0	13,000.0	11,000.0	9,000.0
	产量	万吨	11.1	11.0	11.0	12.3	13.0	12.9	13.2	19.0	22.0	24.0	29.0	30.0	37.6	39.0
	储采比		991.0	1,000.0	1,272.7	1,056.9	1,000.0	930.2	909.1	631.6	545.5	500.0	413.8	433.3	292.6	230.8
稀土（中国）	储量	万吨	5,500.0	5,500.0	5,500.0	5,500.0	5,500.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0	4,400.0
	产量	万吨	10.5	10.0	9.5	10.5	10.5	10.5	10.5	12.0	13.2	14.0	16.8	21.0	25.5	27.0
	储采比		523.8	550.0	578.9	523.8	523.8	419.0	419.0	366.7	333.3	314.3	261.9	209.5	172.5	163.0
锑（全球）	储量	万吨	180.0	180.0	180.0	180.0	200.0	150.0	150.0	150.0	150.0	190.0	200.0	180.0	200.0	200.0
	产量	万吨	17.8	17.4	15.4	15.8	14.2	14.8	13.7	14.7	16.2	11.1	11.2	8.3	10.6	10.0
	储采比		10.1	10.3	11.7	11.4	14.1	10.1	10.9	10.2	9.3	17.1	17.9	21.7	18.9	20.0
锑（中国）	储量	万吨	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	53.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	35.0	64.0	67.0
	产量	万吨	15.0	14.5	12.0	12.0	11.0	10.8	9.8	9.0	8.9	6.1	6.1	4.0	6.2	6.0
	储采比		6.3	6.6	7.9	7.9	8.6	4.9	4.9	5.4	5.4	7.9	7.9	8.8	10.3	11.2
钨（全球）	储量	万吨	310.0	320.0	350.0	330.0	330.0	310.0	320.0	330.0	320.0	340.0	370.0	380.0	440.0	460.0
	产量	万吨	7.3	7.6	8.1	8.7	8.9	8.8	8.2	8.1	8.4	7.8	8.4	8.0	8.0	8.1
	储采比		42.4	42.3	43.0	38.0	36.9	35.2	39.0	40.7	38.2	43.4	44.2	47.6	55.3	56.8
钨（中国）	储量	万吨	190.0	190.0	190.0	190.0	190.0	190.0	180.0	190.0	190.0	190.0	190.0	180.0	230.0	240.0
	产量	万吨	6.2	6.4	6.8	7.1	7.3	7.2	6.7	6.5	6.9	6.6	7.1	6.6	6.6	6.7
	储采比		30.7	29.7	27.9	26.8	26.0	26.4	26.9	29.2	27.5	28.8	26.8	27.3	34.8	35.8
钼（全球）	储量	万吨	1,000.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,500.0	1,700.0	1,700.0	1,800.0	1,800.0	1,600.0	1,200.0	1,500.0	1,500.0
	产量	万吨	23.6	24.3	24.6	26.2	23.5	22.8	25.8	25.9	26.1	27.3	26.4	26.2	28.4	29.0
	储采比		42.3	45.3	44.6	41.9	46.9	65.7	66.0	65.6	69.0	65.9	60.7	45.8	52.9	51.7
钼（中国）	储量	万吨	430.0	430.0	430.0	430.0	430.0	840.0	830.0	830.0	830.0	830.0	830.0	370.0	580.0	590.0
	产量	万吨	8.0	9.4	8.8	9.1	8.3	8.1	9.1	9.2	9.3	8.8	10.1	11.3	12.8	13.4
	储采比		53.6	45.8	48.6	47.3	52.1	103.6	91.4	90.6	89.0	93.8	82.3	32.8	45.4	44.1

资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

中国锡矿产量近年来呈下降趋势

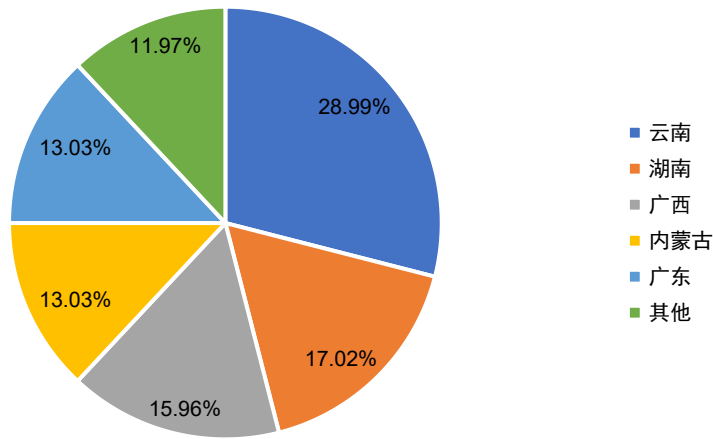
- 如左下图所示，中国锡矿产量呈下降趋势，从2007年高点13.5万吨降低至2024年的年产6.9万吨。与此同时我国锡矿储量也呈下降趋势，2000年我国锡矿储量达到350万吨的高点，随后由于开采量大于新发现的量，且后备锡资源品位低，国内部分骨干锡矿山面临资源枯竭，导致国内锡资源储量逐步下降，至2024年末我国锡矿储量100万吨。尽管如此，我国锡资源储量和产量在全球仍占据主导地位，2024年储量占比24%、产量占比23%。另外，国内锡矿资源分布集中，国土资源部数据显示，云南、广西、湖南、内蒙古、广东和江西六个省区锡矿资源储量约占全国总储量的98%，其中云南个旧和广西大厂两个地区的储量占到全国总储量的40%。
- 目前我国核心锡矿山包括：1) 大屯锡矿，矿权归属于锡业股份，矿山位于云南个旧；2) 银漫矿业，矿权归属于兴业银锡，矿山位于内蒙锡林郭勒盟，保有锡金属量18.6万吨；3) 高峰矿，矿权归属于华锡有色，矿山位于广西河池，保有锡金属量17万吨；4) 老厂锡矿，矿权归属于锡业股份，矿山位于云南个旧；5) 卡房锡矿，矿权归属于锡业股份，矿山位于云南个旧（锡业股份三座锡矿合计含锡资源量63万吨）；6) 铜坑矿，矿权归属于华锡有色，矿山位于广西河池，保有锡金属量8.3万吨。

图：中国锡矿产量及增速



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：中国锡矿资源储量分布

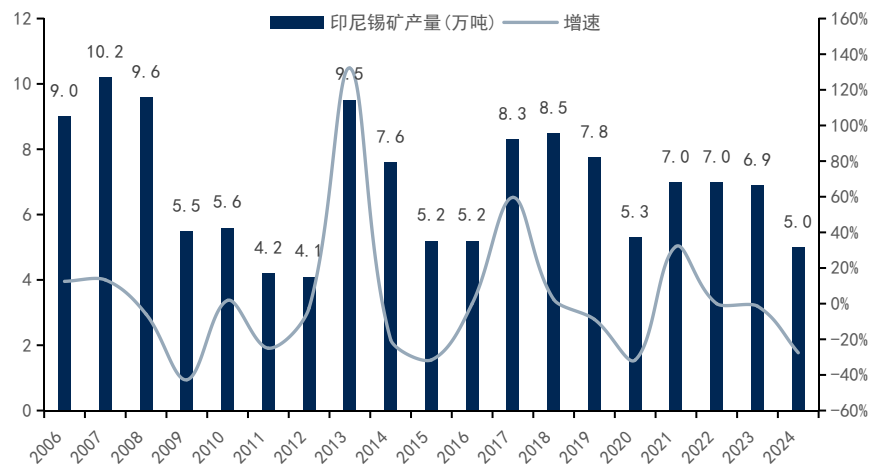


资料来源：国土资源部，国信证券经济研究所整理

印尼打击非法采矿，发布RKAB新规

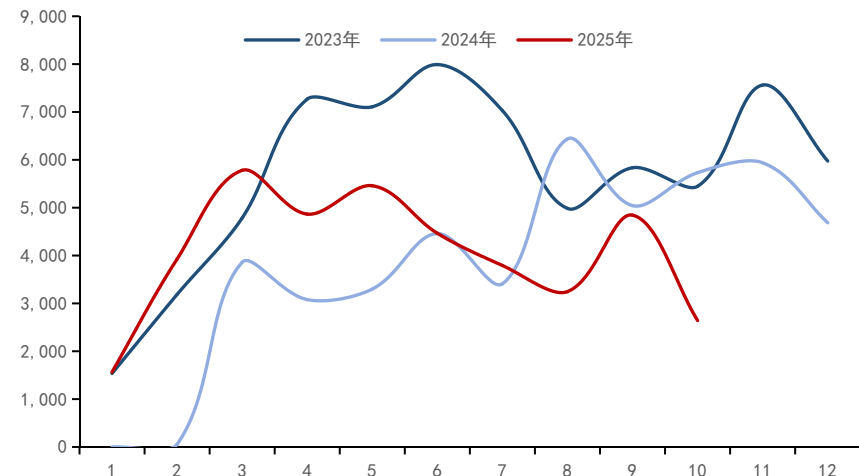
- 印尼锡资源基础储量约为80万吨，按照每年锡矿开采量6万吨来测算，目前静态开采年限约为13年。2009年印尼要求矿企必须在国内进行冶炼，2014年全面禁止原矿出口。近年来，印尼由于锡矿资源品位下降，叠加矿山企业被迫转入水下开采，采矿难度加大，开采成本提升，锡矿产量大幅度降低。
- **印尼总统宣布严打非法采矿，同时发布2026年RKAB新规。**8月15日，印尼总统普拉博沃下令打击非法采矿，其中锡矿为重点打击对象；9月29日，正式下令关闭1000个非法采矿点，并表示“邦加-勿里洞省约80%的锡矿产量都是通过各种渠道被走私到国外的，途径包括小型船只和客运轮船等…所有走私通道现已全部封锁”。未来，印尼非法采矿带来的经济损失有望减少，下游高附加值的加工产业将更高效发展。10月3日，印尼矿产资源部公布2026年RKAB（煤炭与矿产年度工作计划）新规，核心变化为审批制度由三年调整为一年，自2026年开始生效；调整的原因是三年期RKAB制度在2024年初引发了许可证续期延误，导致2024年1/2月份出口量约等于0。
- 印尼2025年8-10月精炼锡出口量分别为0.32/0.48/0.26万吨，10月由于部分冶炼厂在等待出口配额与许可证更新，出口量环比下滑幅度和往年相比较大，预计11月恢复正常。

图：印尼锡矿产量及增速



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：印尼精炼锡出口量（吨）

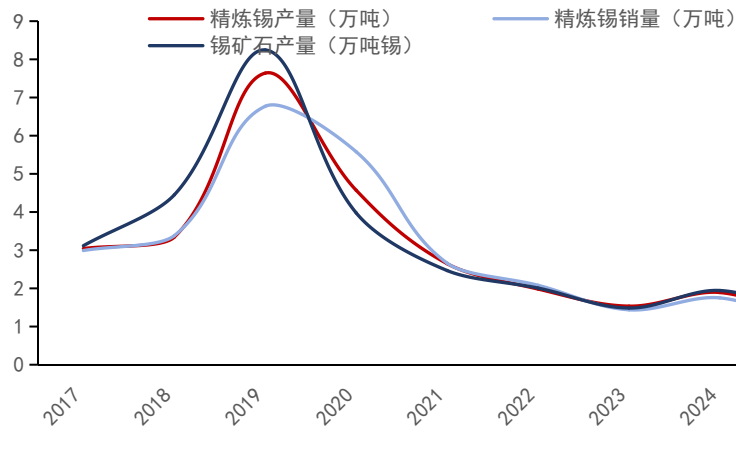


资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

印尼天马公司产量逐年下滑

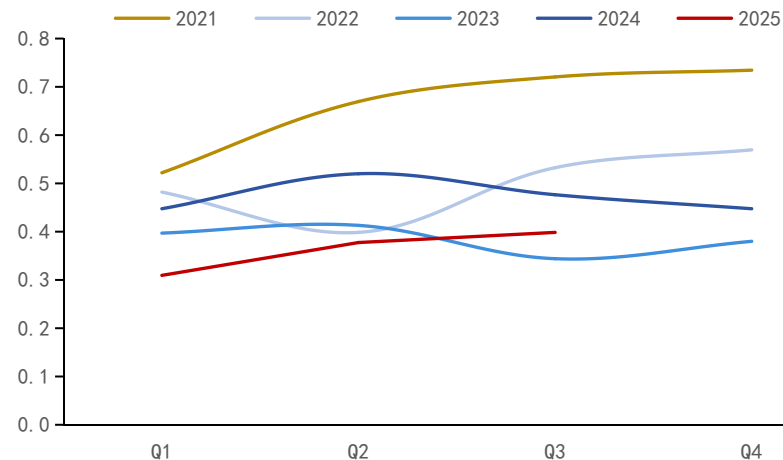
- 印尼国企天马公司 (PT. TIMAH) 是全球前四大锡生产商之一、印尼最大的锡供应商，2024年精锡产量占印尼全国的37.9%，同时也是印尼最重要的精锡出口企业。
- 天马公司自2019年达到精炼锡7.64万吨产量的高点后产量几乎逐年下降。2022-2024年公司精炼锡产量分别为1.98/1.53/1.89万吨，矿产锡产量分别为2.01/1.49/1.94万吨；2025年前三季度公司精炼锡产量1.09万吨，同比下降25%，矿产锡产量1.22万吨，同比下降20%。近年来天马产量下降的主要原因包括：1) 海上采矿作业受恶劣天气条件影响；2) 社区问题，公众对部分海上矿区的采矿活动表示反对；3) 非法采矿活动降低了公司采矿作业的产量。
- 未来规划：据公司的RKAB，2025年产量目标为2.2万吨，2026年3万吨，远期达到8万吨。

图：天马公司年度锡产品产量（万吨）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

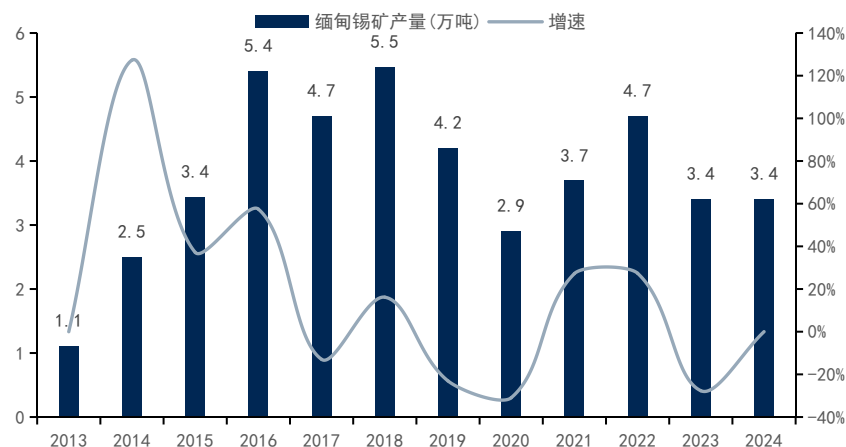
图：天马公司分季度锡产品产量（万吨）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

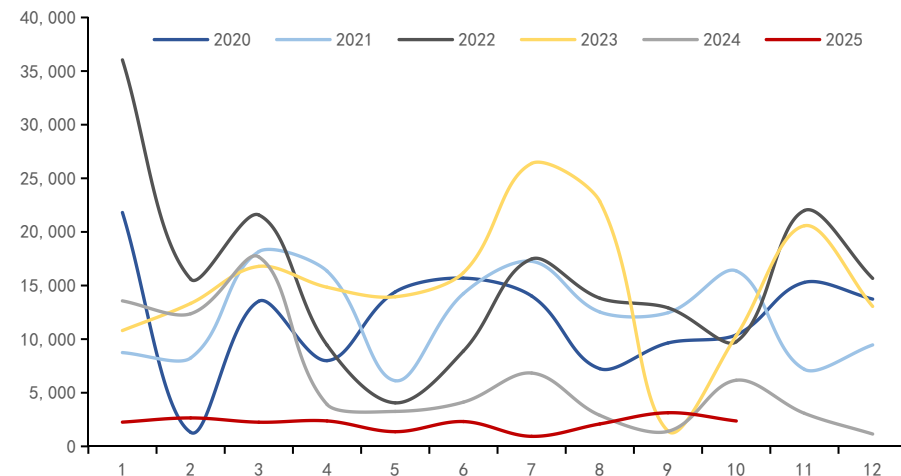
- 8月缅甸锡精矿供给维持低位。2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量有所下降。佤邦自2023年8月开始停产，2024年3月及以前我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，但4月开始月进口量环比下滑78%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存几乎消耗完。2025年6月，佤邦称锡原矿品位由1%下降至0.5%。2025. 8-2025. 10缅甸锡矿进口量分别为0. 21/0. 31/0. 24万吨（实物吨）。
- 佤邦节点梳理：1）2023年8月起矿区全面停产。2）2024年10月，佤邦工矿局针对曼相矿山以外的锡矿发布《办证期限缴费的通知》，通知里面提及“各申请办理相关许可证的矿业公司，务必于中央经济计划委员会领导批示后的15个工作日内，完成所有相关费用的缴纳”，相关企业在收到通知缴纳完相关的费用之后，预计有望复产。3）2025年4月1日佤邦召开锡矿复产会议，标志着复产启动。4）2025年6月，佤邦称锡原矿品位由1%下降至0.5%，由于缅甸在全球供给占比较大，此次品位大幅下滑可能对全球锡矿供给产生一定冲击。5）2025. 7. 15佤邦召开复产座谈会。6）截至目前仍未完全复产。

图：缅甸锡矿产量及增速



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2025. 10）

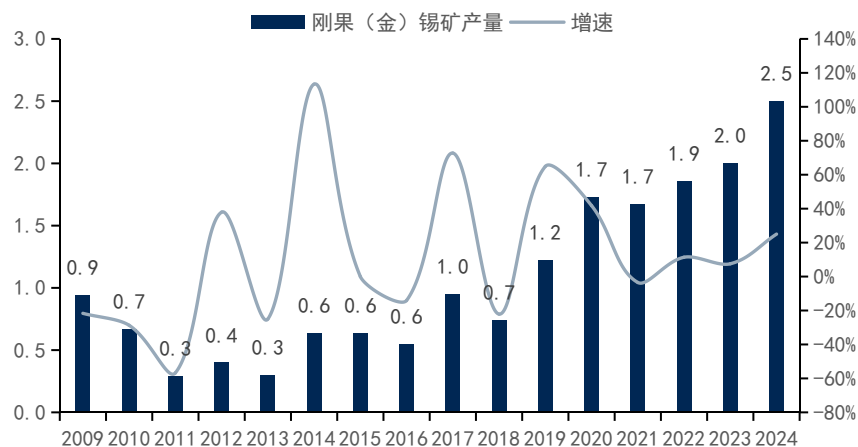


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

刚果（金）锡矿生产受其国内武装冲突影响较大

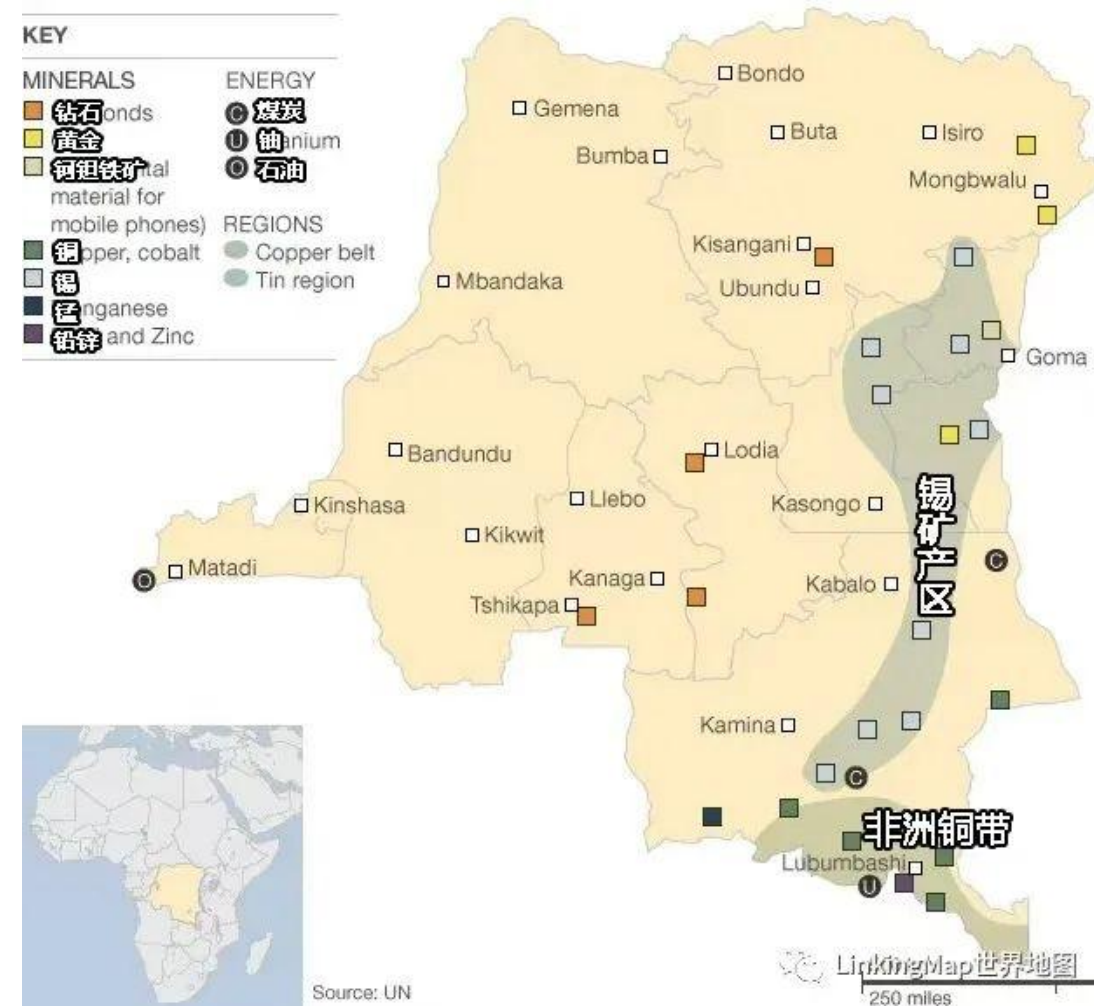
- 刚果（金）锡资源储量近年来逐步下降，2020-2024年储量分别为16/13/13/12/12万吨；产量却在不断上升，分别为1.73/1.67/1.86/2.00/2.50万吨，**储采比逐渐下降**。
- 刚果（金）核心锡矿比齐矿山（Bisie）位于东部北基伍省，其所有者为加拿大公司 Alphamin Resources，2025年6月阿布扎比国际资源控股公司（IRH）以5.03亿加元收购 Alphamin约56%股份，成为控股方。比齐锡矿于2019年投产，矿区内设有Mpama North和 Mpama South两大矿坑，其中南矿区是对北矿区的扩建，于2024年5月14日投产，随着其投产，Alphamin锡精矿产量可从2023年的1.25万吨增加至2万吨/年左右。24年Alphamin锡矿产量超1.7万吨，刚果（金）锡矿产量增量主要来自于此。
- 刚果金M23武装运动使得锡矿扰动不断**。2025年3月13日，刚果金宣布因叛乱武装组织逼近矿区，安全形势恶化，比齐矿山停产，4月9日复产。11月23日M23在南基伍省发动攻势，暂未对锡矿生产造成影响。

图：刚果（金）锡矿产量及增速



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：刚果（金）矿产资源分布



资料来源：LinkingMap，国信证券经济研究所整理

锡矿增量主要集中在2027年及以后

- **矿山增量汇总。**2025年：纳米比亚1000吨。2026年：澳大利亚1500吨、刚果金1400吨，合计1900吨。2027年：澳大利亚5400吨、摩洛哥2500吨、秘鲁1500吨、英国5400吨、德国3500吨、西班牙3000吨、澳大利亚2000吨，合计23300吨。刚果金、澳大利亚和摩洛哥的项目相对可靠；欧洲的项目可靠性不高，很多项目在2023年就受到市场关注，当时预期2025年投产，但进度有所延后。国内矿山仅兴业银锡有增量，云锡和华锡2-3年内或无增量释放。

表：海外新增锡矿山项目汇总

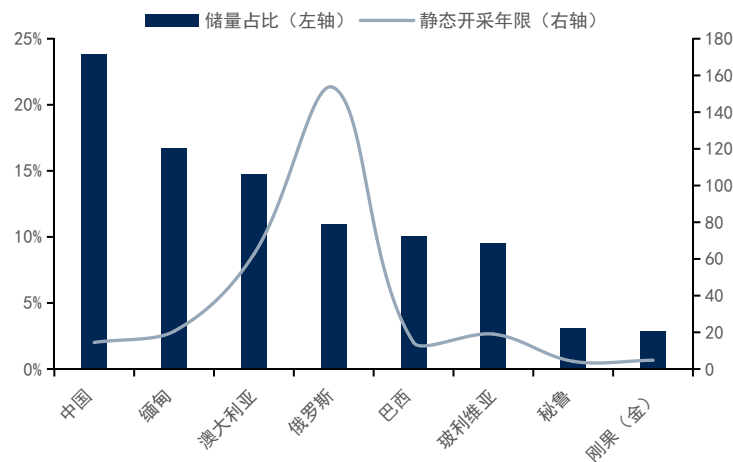
所在国家	项目名称	所属公司	产能（吨）	预计投产时点
纳米比亚	Uis	Andrada Mining Limited（上市公司）	1120	2025年下半年
澳大利亚	Ardlethan Tailings	Australian Tin Resources Pty Ltd	1500	2026年
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals + 紫金矿业（均为上市公司）	1400	2026年
摩洛哥	Achmmach	兴业银锡（上市公司）	10000	2027年四季度
秘鲁	Ayawilca	Tinka Resources Limited（上市公司）	1500	2027年
英国	Hemerdon	Tungsten West Plc（上市公司）	400	2027年
德国	Tellerhäuser/Taronga	First Tin Plc（上市公司）	3500	2027年
西班牙	Oropesa	Elementos Limited（上市公司）	3000	2027年四季度
澳大利亚	Cleveland	Elementos Limited（上市公司）	2000	2027年四季度
英国	South Crofty	Cornish Metals Inc.（上市公司）	4700	2028年中旬
澳大利亚	Renison尾矿	Metals X Limited（上市公司） + YTPAH	5400	2029年
哈萨克斯坦	Syrymbet	Lancaster Group + Samruk-Kazyna（主权基金）	6000	2030年
总计			40520	

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

矿山投资近年来有所上涨，但较其他品种而言仍较低

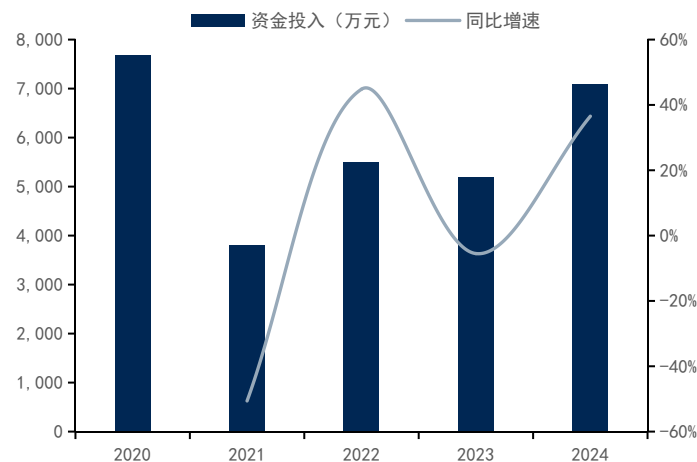
- 我国对锡矿的勘查资金投入相对其他矿种较低。自2021年锡价走高以来，全球锡矿业的投资迎来新一轮热潮，近3年累计投资额超过以往6年投资总额。但我国对锡矿的投资相对其他品种较低，据我国自然资源部发布的《全国非油气地质勘查统计年报》，2022-2024年对锡矿的勘查资金投入分别为5500/5200/7100万元，而2024年对金的勘查资金投入达到21.5亿元，对铜投入11.7亿元，对铀投入11.4亿元，对铅矿投入9.8亿元，对铝土矿、钨、钼、银、稀土的投入也均在2亿元以上。
- 印尼天马公司的资本开支逐年下降。目前锡矿静态开采年限整体偏低，中国、印度、缅甸这三个全球的锡矿生产大国均不到15年。其中印尼重要的锡行业国企天马公司2019-2024年的CAPEX逐年下降，由2019年的接近1亿美元降低至2024年的不足2000万美元，如果不能维持足够的资本开支，印尼的锡资源紧缺程度会加剧。

图：各国锡资源在全球的储量占比与静态可采年限



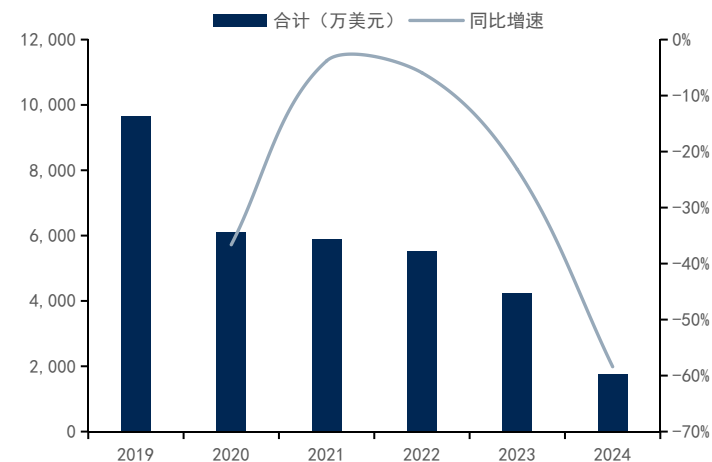
资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：中国锡矿勘查资金投入（万元）及同比增速



资料来源：中国自然资源部，国信证券经济研究所整理

图：印尼天马公司资本开支（万美元）及同比增速



资料来源：天马公司官网，国信证券经济研究所整理和预测

全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升

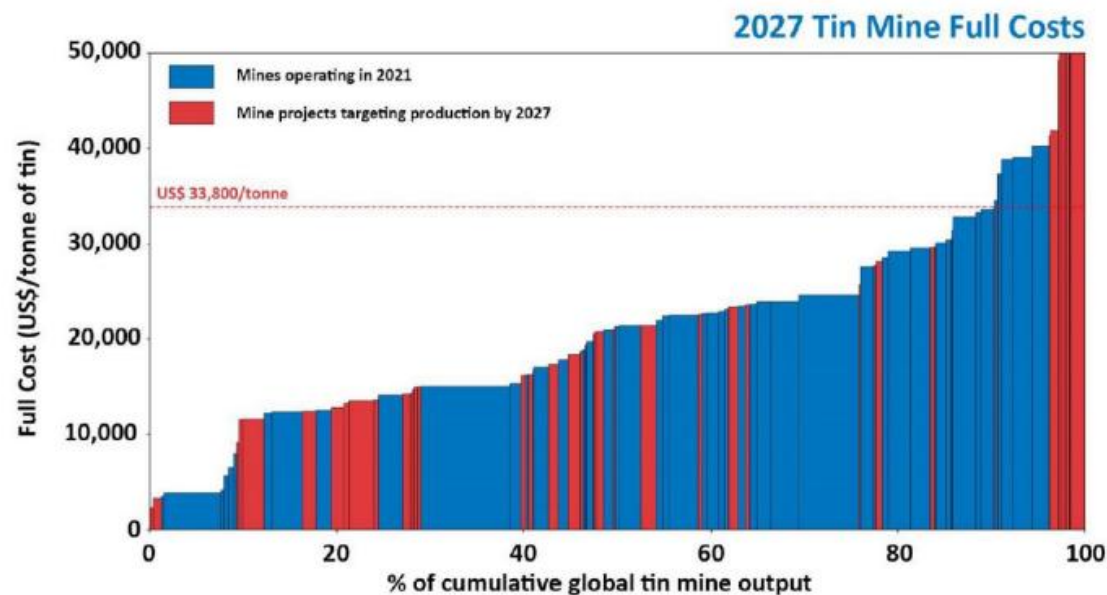
- 全球主要产区锡矿品位不断下降，导致全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升。国际锡业协会ITA数据统计，2022年全球锡矿现金成本曲线90分位线成本为23171美金/吨，相比2020年增长36.31%，全球锡矿完全成本曲线90分位线成本为25581美金/吨，相比2020年增长25.12%，目前LME锡价在3.4-3.5万美金/吨之间。ITA预计，全球锡矿完全成本曲线90分位线成本2027年将进一步提升至33800美金/吨，相比2022年增长32.13%，2030年将进一步提升至68547美金/吨，相比2022年增长1.5倍以上。

图：全球锡矿行业成本曲线将逐步抬升

Points on cost distribution

	US\$/tonne			
NBP Cash Costs	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 201	\$ 10 728	\$ 11 418	\$ 16 625
4th Quartile	\$ 13 353	\$ 16 761	\$ 18 534	\$ 23 964
90th Percentile	\$ 19 805	\$ 19 539	\$ 23 171	\$ 36 290
NBP Full Costs	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 10 189	\$ 14 338	\$ 15 562	\$ 22 158
4th Quartile	\$ 17 305	\$ 19 783	\$ 22 634	\$ 31 408
90th Percentile	\$ 23 165	\$ 23 500	\$ 25 581	\$ 53 974
NBP Cash Costs (Real 2022)	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 5 329	\$ 9 334	\$ 11 418	\$ 21 114
4th Quartile	\$ 9 881	\$ 14 582	\$ 18 534	\$ 30 434
90th Percentile	\$ 14 655	\$ 16 999	\$ 23 171	\$ 46 089
NBP Full Costs (Real 2022)	2010	2020	2022	2030
Median	\$ 7 540	\$ 12 474	\$ 15 562	\$ 28 141
4th Quartile	\$ 12 806	\$ 17 211	\$ 22 634	\$ 39 888
90th Percentile	\$ 17 142	\$ 20 445	\$ 25 581	\$ 68 547
US inflation index	0,74	0,87	1,00	1,27

Data: ITA Tin Production Cost Model. Costs per tonne of contained tin, net of by-product revenue (NBP). Assumes projects proceed as scheduled.

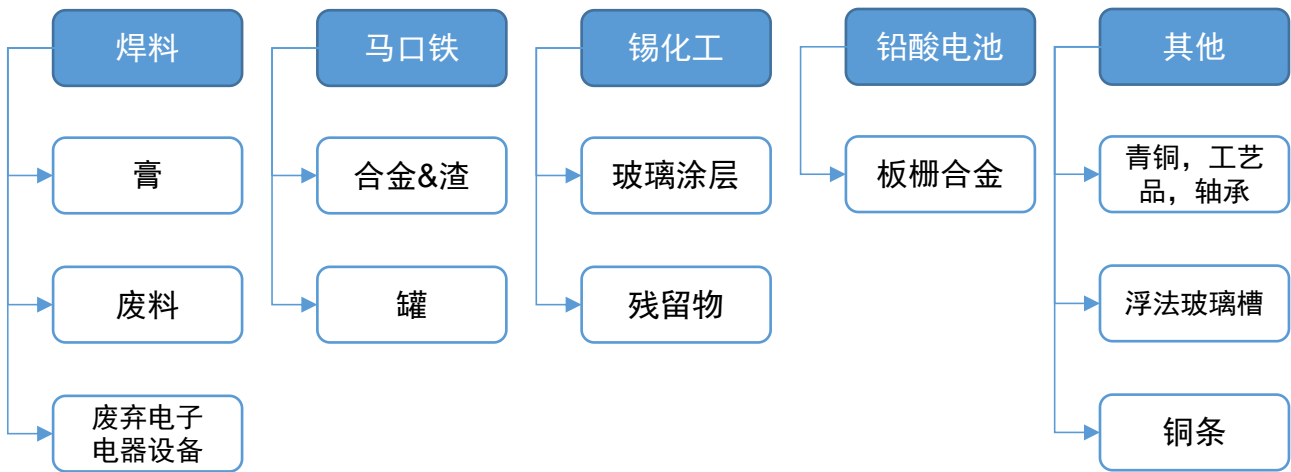


资料来源：ITA, Alphamin Resources, 国信证券经济研究所整理

二次料在全球精锡供给中占比约20%

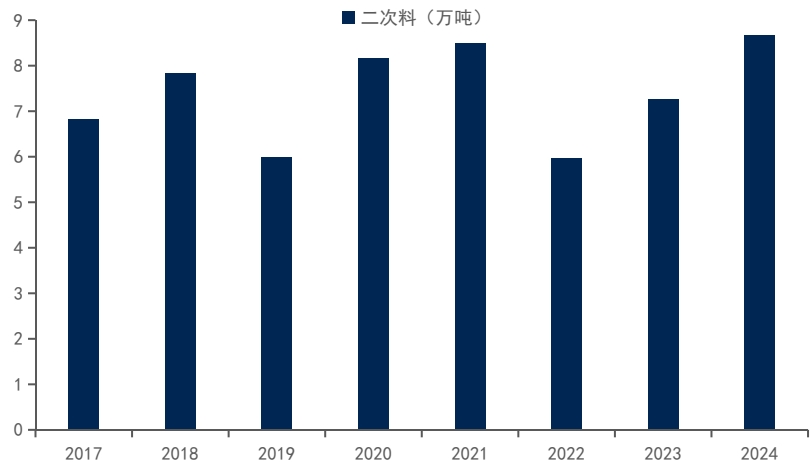
- 锡可以被无限次循环利用，且再生锡与原生锡具有等同的质量和價值，通过增加重复利用和回收率，可以形成金属锡的闭环供应链，不断提高锡资源利用率，同时减少能源的使用、减少排放和废物处理量，降低环境影响。
- 再生锡的回收主要有两种来源：1) 冶炼过程中的伴生锡二次原料，主要有黄渣、硫渣、锡阳极泥、铜烟尘；2) 加工过程中产生的再生二次原料，主要有锡泥、波峰焊渣、油锡渣、镀锡铜线渣、玻璃锡、废弃电子线路板等。
- 2024年全球再生锡产量约为8.7万吨左右，全球精炼锡产量为37.0万吨左右，二次料占精锡供给的23%。长期来看，由于锡资源的稀缺性，以及进口原料持续性具有较大的不确定性，再生锡将成为越来越重要的原料保障。

图：回收锡废料的来源



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：全球二次料精锡产量（万吨）

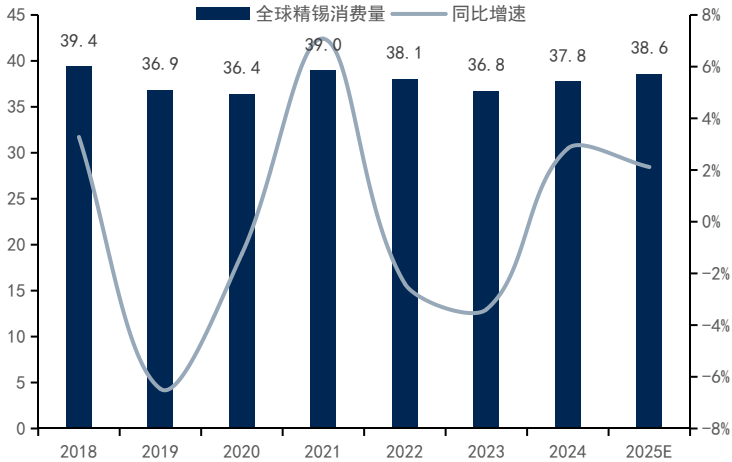


资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

需求

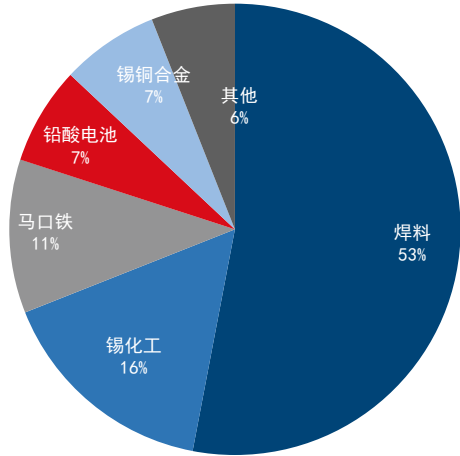
- 2024年全球精锡消费量为37.8万吨左右，同比增长2.8%；预计2025年消费量为38.6万吨左右，同比增长2.11%。
- 锡的需求领域主要包括焊料、锡化工品、镀锡板（马口铁）、铅酸电池、锡铜合金等，2024年这几类需求的占比分别为53%、16%、11%、7%、7%。
- 分地区来看，我国是精炼锡消费最大的国家，2024年达20.4万吨，在全球占比54%；欧洲、美国、日本分别占比10%、9%、5%。

图：全球精锡消费量（万吨）



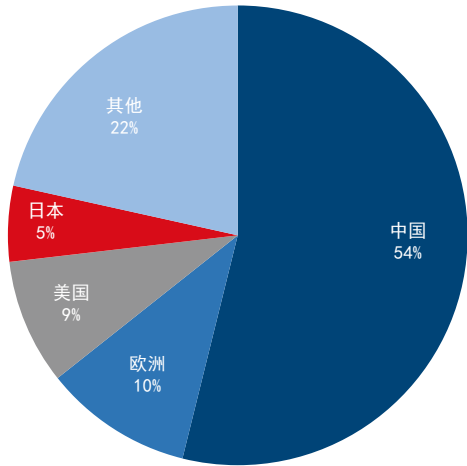
资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：2024年全球精锡消费结构



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：2024年全球精炼锡消费地区结构



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理和预测

- 焊料是一种易熔的金属合金材料，其熔点低于被焊金属，当焊料融化而被焊金属不熔时，能浸润被焊金属表面，并在接触面处形成合金层，与被焊金属连接到一起。由于锡的熔点很低，只有231.89℃，且化学性质稳定，常温下不易被氧化，因此常被作为焊料使用。通常电子产品装配中使用锡铅焊料，称为焊锡。根据形状不同，焊料可分为丝、条、粉、膏等产品，我国生产的产品已广泛出口到国外市场。
- 锡焊料产品结构随着环保和新兴产业的发展而发生变化。欧盟立法制定了RoHS强制性标准，自2006年7月1日开始实施；我国工信部等七部门也联合制定了《电子信息产品污染控制管理办法》，对电子信息产品中含有的铅、汞、镉等六种有毒物质进行了禁止或限制，2007年3月1日开始施行。自此，锡焊料产品分为了传统的锡铅焊料产品 and 无铅焊料产品（规定其中铅含量小于1000ppm）两大类，其中锡铅焊料的熔点更低，流动性好，凝固时间更短；无铅焊锡的抗氧化性好，且由于氧化夹杂少，可减少焊接时的拉尖和桥联现象。

表：锡焊料类别

类型	主要特征	优点	主要产品类型
锡铅焊料	以锡铅合金为主，部分锡焊料还含有少量铋；一般采用锡含量60-63%，铅含量40-37%的共晶焊料，因其液化熔点与固化熔点的往返过程中，均无过度期间的浆态出现，就是将较高的液化熔点和较低的固化熔点合二为一，固化后组织均匀	熔点低，熔点180℃-220℃，焊接温度高于50℃；熔融焊料在被焊金属表面流动性好；凝固时间短，利于焊点形成，便于操作；机械强度高，导电性能好；表面张力小	焊锡丝（焊料+助焊剂）
			焊锡膏（合金焊粉+助焊剂）
无铅焊锡	为适应欧盟环保要求提出的RoHS标准，由锡铜合金做成的一类锡焊料	张力高于锡铅焊料，扩散率比锡铅焊料低15%左右，浸润性、扩展性差，但具有优良的抗氧化性；由于氧化夹杂极少，可以最大限度地减少拉尖和桥联现象，焊接质量可靠，焊点光亮饱满	锡银焊料 锡铋焊料 锡铜焊料 锡铜焊料

资料来源：立鼎产业研究网，国信证券经济研究所整理

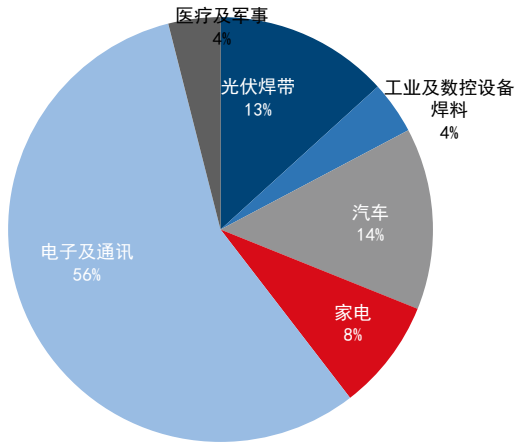
图：锡焊丝与锡焊条



资料来源：锡业股份官网，国信证券经济研究所整理

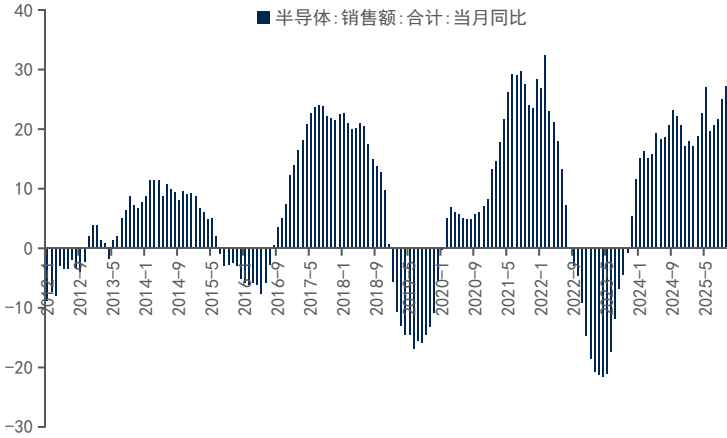
- 电子焊料是锡最主要的应用领域，与电子产品产量密切相关。锡焊料又分为电子焊料和工业焊料，2024年我国焊锡消费结构中电子焊料（电子及通讯、家电、汽车）占比78%，光伏焊料占比13%。电子焊料是最大的精锡应用领域，因此锡焊料的需求量与电子行业景气度息息相关。2022年初半导体销售量创历史新高，随后表现低迷，2024年二季度开始有所回升，2025年一到三季度销量分别为2368/2653/2835亿颗，同比增速8.42%/12.65%/11.79%。2025年10月全球半导体销售额727.1亿美元，同比增速27.2%，环比增速4.66%。

图：2024年中国焊料消费结构



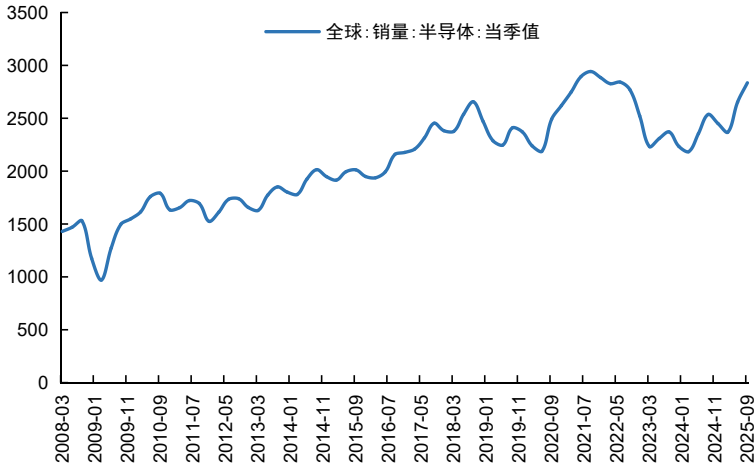
资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：全球半导体销售额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

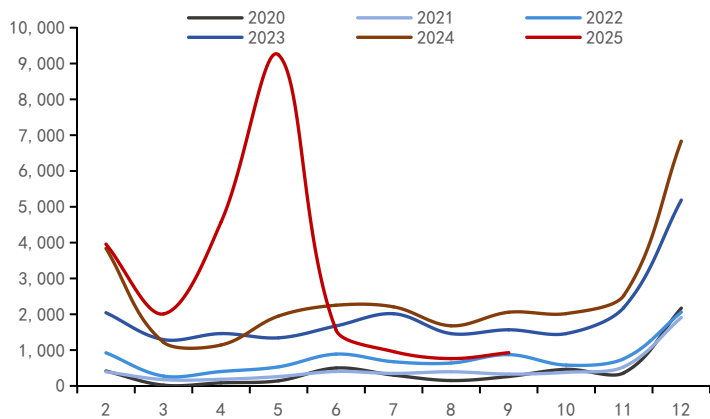
图：全球半导体销售量（亿颗）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

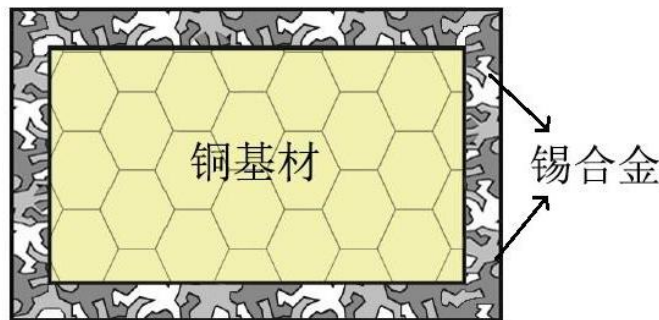
- 锡在光伏领域的应用主要为光伏焊带。光伏焊带又称涂锡焊带，是光伏组件的重要辅材，占组件成本低于5%，属于组件的电气连接部件，用于光伏电池片的串、并联，起到导电聚电的作用，能够提升组件的输出电压和功率。由于铜基材本身不具备良好的焊接性能，锡合金层的主要作用是让光伏焊带满足可焊性，并且将光伏焊带牢固地焊接在电池片的主栅线上，从而起到良好的电流导流作用。光伏焊带的性能不仅会影响光伏组件功率和光伏发电系统的效率，也对光伏组件的服役寿命有至关重要的影响。
- 2024年我国光伏新增装机容量277GW，2025年1-9月新增装机240GW，同比增长1.5%；5月后光伏抢装潮结束，增速放缓。预计2025年全年光伏焊锡用量能保持正增长，2026年开始光伏焊锡需求或增速放缓。由于光伏用锡在整体锡需求中占比较低，穿透下来合计在整体需求中仅占比7%左右，因此其用量增速放缓甚至下滑对锡需求影响有限。

图：中国光伏新增装机容量（万千瓦）



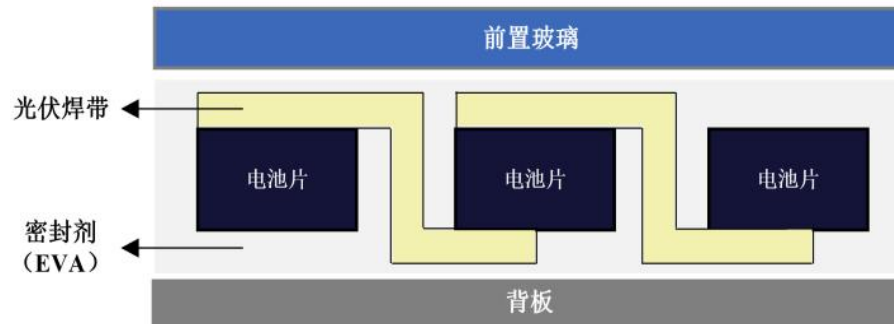
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：光伏焊带横截面



资料来源：宇邦新材招股书，国信证券经济研究所整理

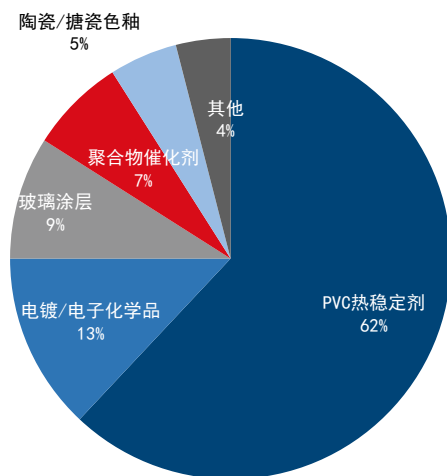
图：光伏焊带工作原理



资料来源：宇邦新材招股书，国信证券经济研究所整理

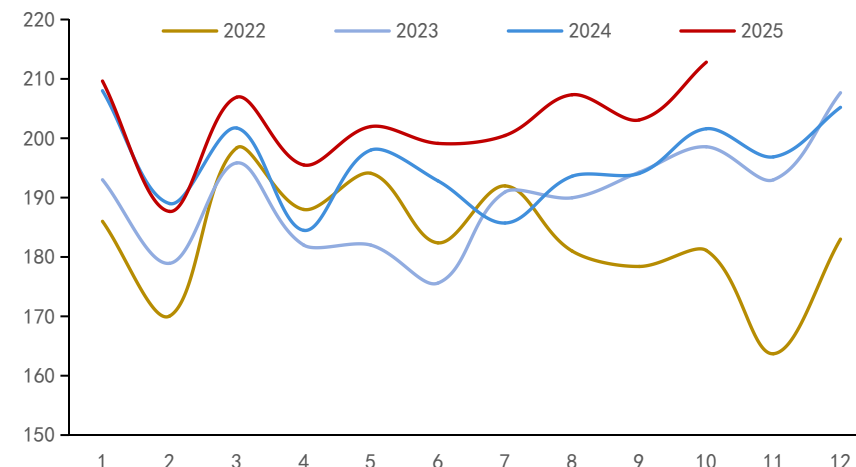
- 锡化工需求量波动较小。锡化工在锡消费结构中的占比为16%左右，2024年消费量为6.1万吨，2021年需求为近年来高点6.6万吨，随后几年在6万吨上下小幅波动，整体来看比较稳定。
- PVC热稳定剂为锡化工主要细分应用，2025年或小幅增长。锡化工可分为有机锡和无机锡：1）有机锡，主要分为甲基锡、丁基锡和辛基锡三大类，其中甲基锡占比80%左右，与PVC相容性好，拥有极高的热稳定性，可作为PVC热稳定剂，其锡含量18-25%左右。2）无机锡，包括电镀、陶瓷玻璃、塑料合成等领域用锡。锡化工产品当中，PVC热稳定剂是占比最大的消费领域，2024年占比62%，即3.8万吨左右，其需求量与PVC产量相关。2025年1-10月我国重点企业PVC产量同比增速4%，有望带动锡化工需求小幅增长。

图：2024年全球锡化工细分需求结构



资料来源：ITA，国信证券经济研究所整理

图：国内企业月度PVC产量（万吨）

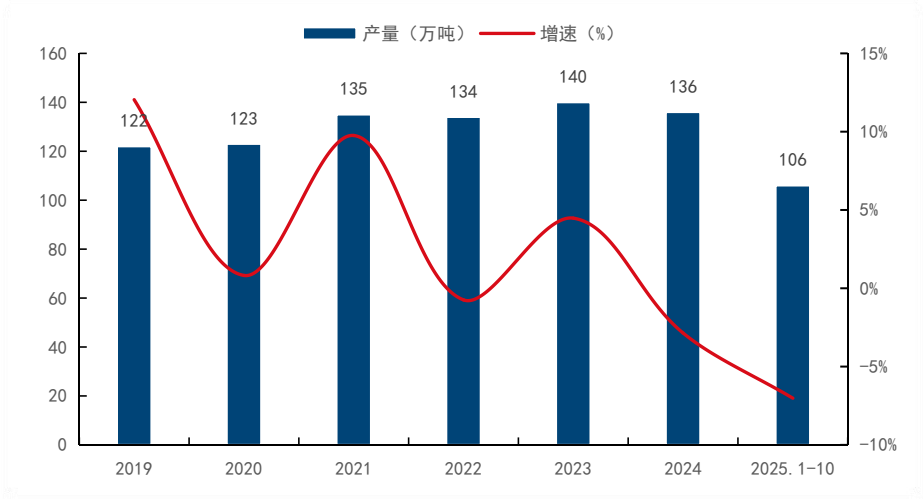


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2025年镀锡板出口需求景气

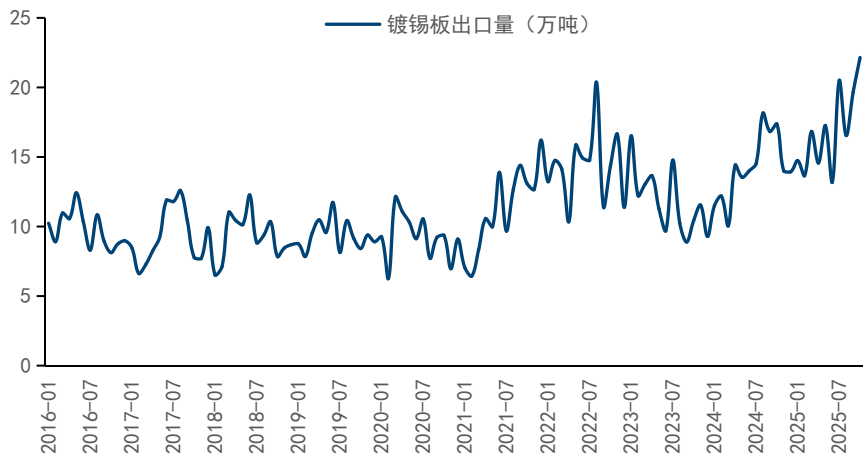
- 镀锡板（马口铁）是表面镀有一层锡的钢板，下游主要应用于饮料罐、食品罐、电子器件、化工容器等领域，2024年在锡下游需求中占比达11%，用量为4.2万吨。镀锡板用锡量历史上来看波动不大，基本围绕4.5万吨上下波动，预计未来也保持相对稳定。2025年以来我国镀锡板出口需求较为景气，2025年8-10月镀锡板出口量分别为16.55/19.65/22.14万吨，同比增速分别为-9%/+17%/+27%；2025年前10个月镀锡板出口量169万吨，同比增长19%。预计2025年镀锡板用锡需求量能够实现正增长。

图：中国重点企业年度镀锡板产量及增速（万吨）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：中国镀锡板出口量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供需平衡

- 2022-2024年，全球精炼锡需求分别为38.1/36.8/37.8万吨，供给分别为37.9/38.4/37.0万吨，供需缺口分别为-0.2/+1.6/-0.8万吨。供需缺口基本能与价格波动相匹配，2022-2024年沪锡主力合约均价分别为24.5/21.2/24.8万元/吨，增速分别为+10%/-13%/+17%，截至2025年12月3日，2025年锡均价为26.9万元/吨，同比增速8%。
- 我们预计2025-2027年全球锡需求为38.6/39.6/40.1万吨，供给分别为37.0/39.5/39.9万吨，供需缺口分别为-1.6/-0.1/-0.3万吨，且对于供给的假设是建立在各个潜在项目均能如期投产，且缅甸矿全年基本处于正常生产的情况下，因此各地扰动都有可能造成供需缺口扩大。预计在这种紧平衡的格局之下锡价有望持续上行。

表：锡供需平衡表（万吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
需求合计	38.1	36.8	37.8	38.6	39.6	40.1
YOY	-2.4%	-3.4%	2.8%	2.1%	2.5%	1.5%
锡焊料	18.3	17.7	19.3	20.3	21.3	21.9
锡化工	6.1	5.9	6.1	6.1	6.0	6.0
镀锡板	4.6	4.4	4.2	4.3	4.3	4.3
铅酸电池	3.8	3.7	3.0	2.7	2.7	2.7
锡铜合金	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7
其他	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
供给合计	37.9	38.4	37.0	37.0	39.5	39.9
YOY	-0.5%	1.2%	-3.5%	0.0%	6.6%	1.0%
中国	7.1	7.0	7.1	7.2	7.4	7.6
印尼	8.5	7.5	5.3	6.3	6.5	6.5
缅甸	4.1	4.1	2.1	1.2	2.6	2.6
秘鲁	2.8	2.6	3.3	3.2	3.0	3.0
刚果(金)	2.1	2.1	2.6	3.0	3.2	3.1
澳大利亚	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
玻利维亚	1.6	1.9	2.1	1.6	1.6	1.6
巴西	2.1	2.4	1.9	1.7	1.8	1.8
其他国家	2.8	2.6	2.7	3.1	3.5	3.8
回收	6.0	7.3	8.7	8.7	8.7	8.7
全球平衡（供给-需求）	-0.2	1.6	-0.8	-1.6	-0.1	-0.3

资料来源：USGS、ITA、SMM，国信证券经济研究所整理和预测

交易所库存回落至2022年水平，10月国内冶炼开工率50%

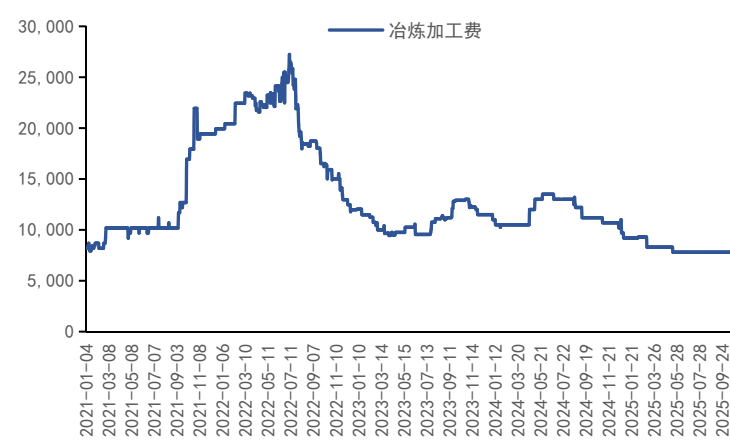
- **全球交易所显性库存近半年来显著下降。**截至2025年11月28日，SHFE锡库存为6359吨，LME锡库存为3160吨，交易所库存合计9519吨。2024年锡涨价过程中，冶炼厂希望通过出售过往的低价产成品库存或卖出交割来提升利润，因此2024年1-5月交易所库存快速累积。2024年5月，显性库存合计达到近年峰值22,763吨，随后伦锡和沪锡都开始去库，目前库存回落到2022年末、10000吨左右的水平。
- **60%精矿冶炼加工费小幅提升至8200元/吨。**根据百川盈孚数据，截至2025年11月10日，锡锭价格为28.58万元/吨，60%锡精矿价格为27.76万元/吨，冶炼加工费为8,200元/吨。2025年冶炼加工费均值为8209元/吨，较2024年的11,563元/吨下滑29%，反映锡矿紧缺程度加剧。
- **产量方面，百川盈孚数据显示，2025年8月-2025年10月，我国锡锭月度产量分别为1.20/0.87/1.16万吨，冶炼开工率分别为51.52%/37.22%/49.60%，9月产量和开工率较低的原因为冶炼厂计划内检修。**

图：红线为LME库存，蓝线为SHFE库存（吨，截至2025.11.28）



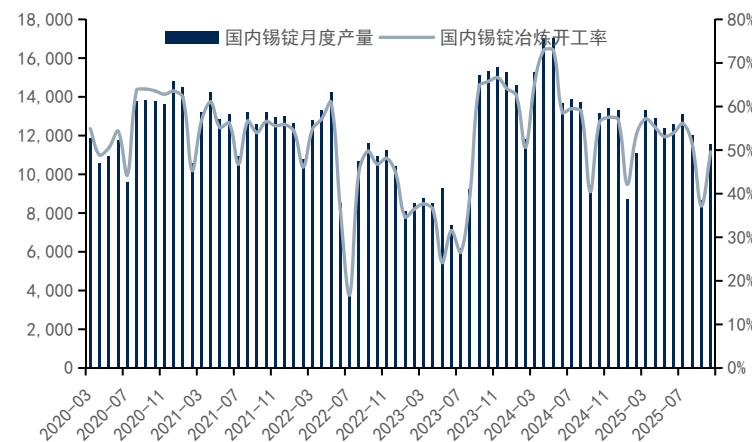
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2025.10）

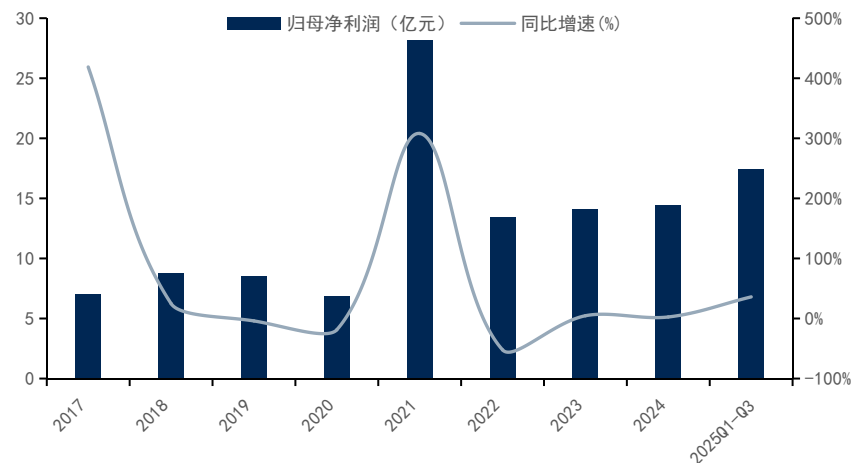


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

相关标的

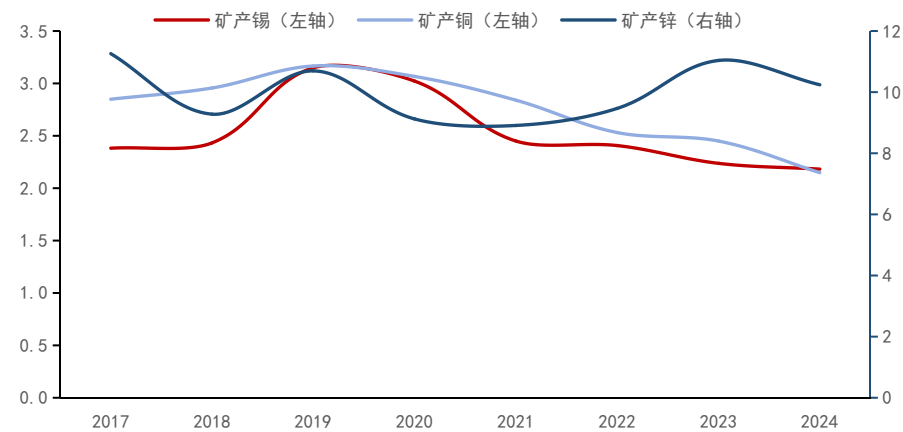
- 锡业股份是全球锡行业龙头。**锡业股份作为国内锡铟行业的龙头企业，有着百年的历史传承和文化底蕴，其精炼锡产量在全球也位居第一。公司拥有锡行业内最丰富的资源储备以及最完整的产业链，拥有国内最大的锡生产加工基地。目前公司拥有锡冶炼产能8万吨/年、阴极铜产能12.5万吨/年、锌冶炼产能10万吨/年，压铸锌合金产能5万吨/年，铟冶炼产能60吨/年；参股的新材料公司拥有锡材产能4.3万吨/年、锡化工产能2.71万吨/年。
- 业绩方面，2022-2024年公司归母净利润分别为13.46/14.08/14.44亿元，同比增速-52.21%/+4.61%/+2.55%，2025年前三季度公司归母净利润为12.83亿元，同比增长17.18%。**产量方面，1) **锡**：2024年公司锡锭产量7.85万吨，锡材产量0.50万吨，矿产锡产量2.18万吨，锡精矿自给率26%，锡金属在国内市占率达到48%，在全球的市占率达到25%；2) **铜**：2024年公司铜产品产量13.03万吨，矿产铜产量2.15万吨；3) **锌**：2024年公司锌产品产量14.56万吨，矿产锌产量10.24万吨。

图：锡业股份归母净利润和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

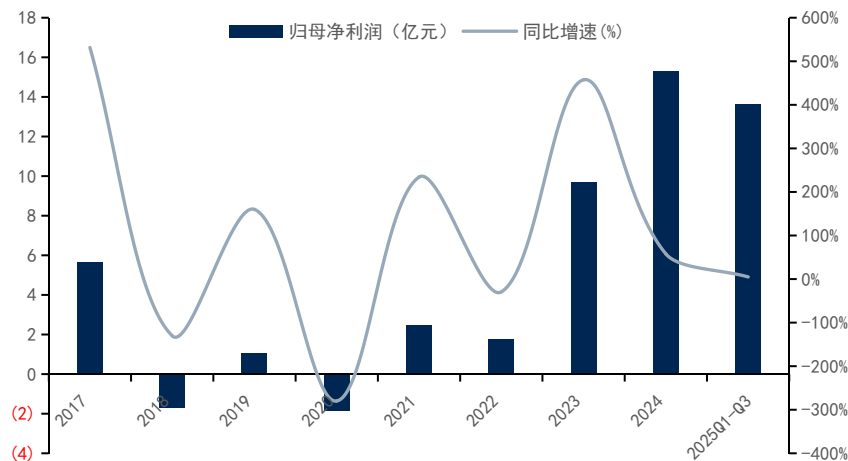
图：锡业股份矿产量（万金属吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

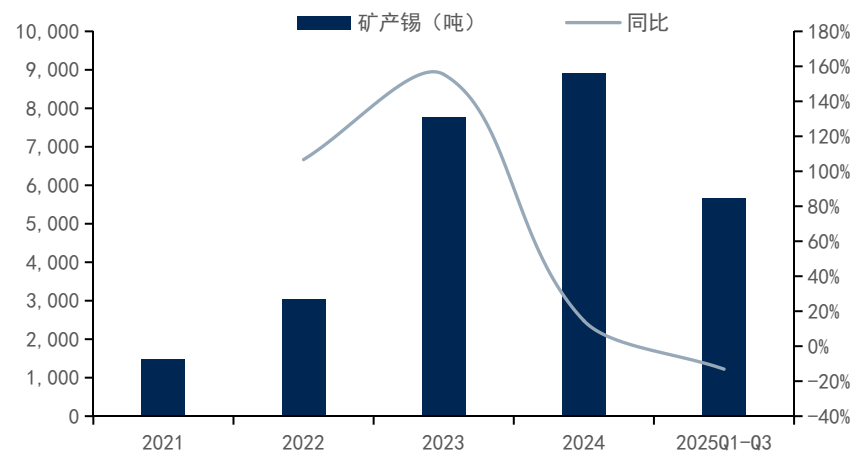
- 兴业银锡主营银锡矿山采选业务，拥有优质资源。**公司是有三十余年历史的内蒙民营矿企，大股东为兴业集团，2011年在深交所借壳上市，主营锡、银、锌、铅等有色金属的采选业务。公司自成立以来陆续获取了银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业、宇邦矿业等优质矿山资源，目前下属11家具备采探矿权的矿业子公司。且公司不局限于国内，走出国门布局印尼黄金资源和非洲锡矿资源，面向全球延伸产业。截至2024年末，公司具备白银储量3.1万吨、锡储量18.6万吨；其中白银储量由于收购宇邦，同比增加了220%，占我国总储量的近40%，锡储量同比下降3%，占我国总储量的近20%；2024年公司矿产银产量229吨，矿产锡产量8902吨，矿产锌产量5.97万吨。
- 兴业银锡2024年实现归母净利润15.30亿元，同比+57.82%，**主要由于商品价格上涨和产量同比提升所致。2024年锡价为24.83万元/吨，+16.92%，公司矿产锡产量为0.89万吨，同比+14.58%；银价为7,239元/kg，+29.94%，公司矿产银产量为229吨，同比+14.68%。公司未来潜在增量项目非常多，包括银漫二期、宇邦扩产、摩洛哥阿奇马奇锡矿等，放量时间基本集中在2027-2028年，全部放量后公司并表矿产锡产量有望达到3万吨/年以上。

图：兴业银锡归母净利润和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

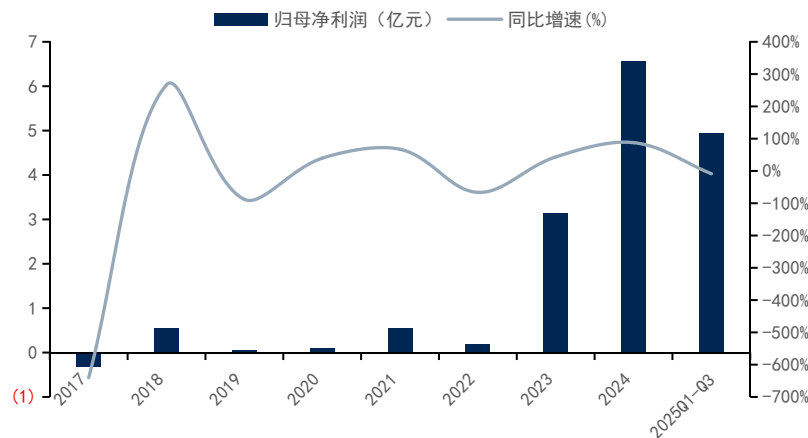
图：兴业银锡矿产锡产量及增速（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

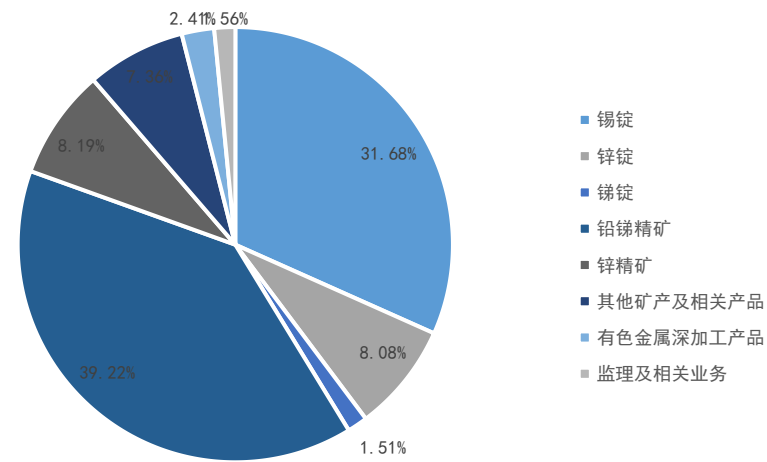
- 华锡有色是广西省国企，主营锡精矿、锌精矿、铅锑精矿的开采和相应金属冶炼等业务，是国内主要的锡、锑金属生产企业之一。广西省矿产资源丰富，公司是省内唯一有色金属国企，拥有三座矿山，即铜坑矿、高峰锡矿和佛子冲铅锌矿，主要金属矿产资源包括锡、锑、铟、锌、铅、银等。铜坑矿含锡资源量8.3万吨，高峰矿含锡资源量17.0万吨。
- 业绩方面，2022-2024年公司归母净利润分别为0.18/3.14/6.58亿元，同比增速-66.26%/+43.39%/+87.72%，2025年前三季度归母净利润4.94亿元，同比增速-8.54%。产量方面，2024年公司矿产锡产量6965吨，矿产锌产量5.4万吨，矿产锑产量7709吨；锡锭产量1.1万吨，锌锭产量3.4万吨，锑锭产量485吨。

图：华锡有色归母净利润和增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025H1华锡有色毛利结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 一、光伏、电子等领域锡需求不及预期的风险；
- 二、锡矿供给超预期的风险；
- 三、产业政策发生变化的风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032