

# 看好锡价回暖 业绩弹性很大

——锡业股份（000960）调研快报

2011年12月13日

推荐/首次

锡业股份

调研快报

<b>林阳</b>	有色金属行业首席分析师	执业证书编号: S1480510120003
<b>李晨辉</b>	lich@dxzq.net.cn 010-66554028	

**事件:**

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

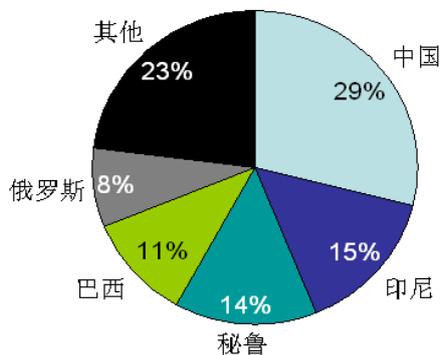
**观点:**

**1. 全球锡业龙头,垄断锡资源**

从全球范围来看,锡矿资源主要分布在中国、印尼、秘鲁地球,其储量占全球的57%。全球储量约600万吨,中国锡储量占全球的29%,锡是典型的中国优势金属。

公司目前是全球最大的锡矿企业,锡金属产量居全球第一。公司拥有以锡、铜、铅为主要的金属资源储量约为151万吨,其中锡54.7万吨、铜89.9万吨、铅14.2万吨。目前公司自产锡精矿约为2万吨,自产铜精矿约2万吨。

**图 1: 全球锡矿储量分布图**



资料来源: USGS, 东兴证券

**表 1: 公司主要资源储量 (万吨)**

矿区	锡	铜	铅	钨
个旧矿区	54.7	77.9	14.2	—
卡房分矿 (拟收购)	—	12	—	2.53
合计		89.9		

资料来源: 公司资料, 东兴证券

## 2. 以锡为主，拓展铜铅业务

公司锡业务规模已经位于全球首位，锡产业绝对规模较小，公司已经占有 40% 的市场份额，锡下游产业需求有限，继续大规模增长的空间有限，锡 10 万吨已经是极限产能。公司矿山是多金属矿山，资源储量丰富，计划向铜、铅、锌等其他金属业务进行拓展。公司拟定向增发计划募集资金 40.8 亿元，主要投资于 10 万吨铜冶炼、10 万吨铅冶炼项目、云锡集团公司卡房分矿采矿权项目等。公司拟收购的卡房分矿铜矿采矿权具有铜储量 12 万吨，钨金属量 2.53 万吨。

公司铅冶炼主要是靠技术，铅锌、镉、银等全部考虑回收，以提高资源的利用率，铅冶炼系统目前正在调试阶段，该系统的物料参数需要进一步调试，预计明年该系统可以正常运行。

铜冶炼项目的建设已经基本完成，预计明年 3 月单体试车，5 月综合试车，年中可以投产，明年实现 5 万吨产能，2013 年将完全投产。

表 2：公司主要产品产能

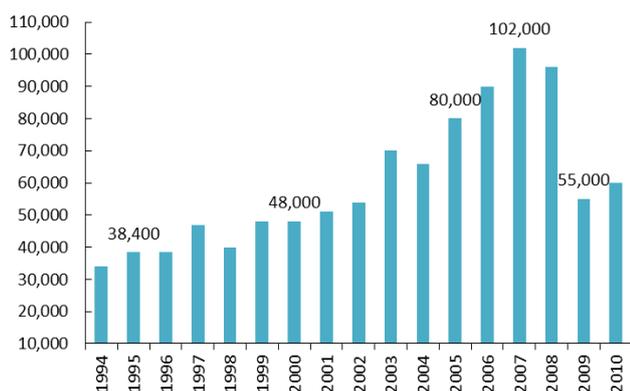
主要产品	锡锭	锡材	锡化工	精炼铜	精炼铅
产能	8 万吨	2.7 万吨	2.4 万吨	10 万吨	10 万吨
产量（2011）	4.9 万吨	1.5 万吨	1.6 万吨	—	—
达产时间	—	—	—	2012 年，5 万吨产能投产 2013 年完全达产	2011 年底

资料来源：公司资料，东兴证券

## 3. 印尼锡精矿产量下滑，全球锡供应趋紧

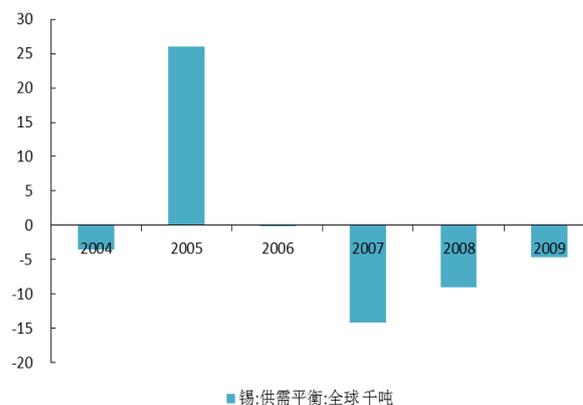
印尼锡资源储量较大，而且易于开采，印尼锡精矿产量自 1995 年起持续增长，在 2007 年达到最高峰 10 万吨，产量一度超过中国。目前印尼锡矿资源品味不断下降，资源面临枯竭，另外，印尼政府也通过设定出口配额等措施加强对锡资源开采的限制。印尼作为全球第二大锡精矿生产国，自 2007 年以来产量不断下降，印尼的减产使得全球锡精矿以及精炼锡供给减少。

图 2：1994—2010 年印尼锡矿产量



资料来源：USGS，东兴证券

图 3：2004—2009 年全球锡供需平衡表



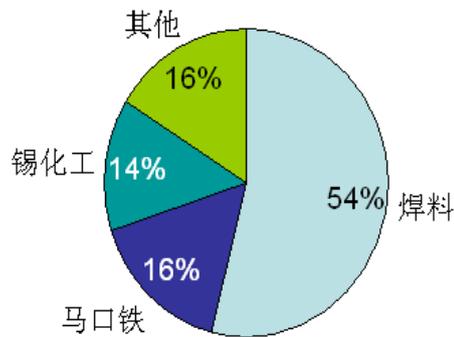
资料来源：中国金属通报，东兴证券

#### 4. 锡下游产业需求增长，锡价格将趋势性上涨

从需求端来看，电子和化工行业是精锡主要的下游需求行业。2009 年焊料需求占比 51%，镀锡板需求占比 18%。而中国既是最大的锡生产国，也是最主要的锡消费国，2010 年全球精锡需求 36 万吨，其中中国的需求占全球的 40% 以上。中国电子行业明年将迎来景气上升周期。未来全球信息化、智能化进程将推动集成电路产业高速增长，将显著提升锡需求。锡在新材料领域的应用前景广阔，目前已用于光伏产业（铜铟镓硒 CIGS）、锡基锂离子电池、锡基阻燃剂等领域。因此，未来在经济恢复增长的情况下，供应端的收紧导致供不应求将成为常态。

我们认为，2012 年锡的价值重心在 22000 美元，受到货币冲击影响，价格波动区间下限 10%，价格波动区间上限 30%，价格波动区间为：19800 - 28600 美元。

图 4：锡下游需求结构图



资料来源：RITI，东兴证券

#### 5. 公司业绩对锡价弹性大

公司每股收益对锡价和锡锭销量最为敏感，假设以 2011 年锡价全年均价 158119 元/吨（税后）为基准，锡锭销量以 2011 年预测销量 4.3 万吨为基准，敏感性分析：

表 3：每股收益敏感性分析表

锡锭销量	锡价									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
-20%	(0.36)	(0.12)	0.12	0.36	0.60	0.84	1.08	1.32	1.56	
-15%	(0.39)	(0.14)	0.12	0.37	0.63	0.88	1.14	1.39	1.65	
-10%	(0.42)	(0.15)	0.12	0.39	0.66	0.93	1.20	1.47	1.74	
-5%	(0.46)	(0.17)	0.11	0.40	0.68	0.97	1.25	1.54	1.82	
0%	(0.49)	(0.19)	0.11	0.41	0.71	1.01	1.31	1.61	1.91	
5%	(0.52)	(0.21)	0.11	0.42	0.74	1.05	1.37	1.69	2.00	
10%	(0.55)	(0.22)	0.11	0.44	0.77	1.10	1.43	1.76	2.09	
15%	(0.58)	(0.24)	0.11	0.45	0.80	1.14	1.49	1.83	2.18	
20%	(0.62)	(0.26)	0.10	0.46	0.82	1.18	1.54	1.90	2.26	

资料来源：东兴证券

## 结论:

全球锡供需紧张，我们看好经济恢复后锡价的反弹空间，预计 2012—2013 年锡价在 19800 - 28600 美元之间波动，公司将受益锡价上涨带来的业绩弹性。

预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：0.712 元、1.112 元、1.331 元，对应的动态 PE 分别为 24.8、18.2、15.2 倍，维持公司“推荐”投资评级。

## 风险提示:

- 1) 锡价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 锡下游产业需求大幅下滑，给公司业绩造成的影响

**表 4: 盈利预测及关键指标**

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,266.96	11,722.50	13,379.29	14,066.01
(+/-)%	29.52%	26.50%	14.13%	5.13%
经营利润 (EBIT)	769.99	1,669.82	2,112.71	2,335.92
(+/-)%	58.95%	116.86%	26.52%	10.56%
净利润	366.47	645.11	1,008.13	1,206.13
(+/-)%	172.70%	76.03%	56.27%	19.64%
每股净收益 (元)	0.458	0.712	1.112	1.331

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	9,266.96	11,722.50	26.50%	13,379.29	14.13%	14,066.01	5.13%
营业成本	7,982.25	9,902.95	24.06%	11,002.36	11.10%	11,418.42	3.78%
营业费用	135.57	175.84	29.70%	200.69	14.13%	210.99	5.13%
管理费用	444.97	562.68	26.45%	642.21	14.13%	675.17	5.13%
财务费用	209.85	306.34	45.98%	282.12	-7.91%	272.36	-3.46%
投资收益	(7.91)	20.00	N/A	20.00	0.00%	20.00	0.00%
营业利润	370.59	701.19	89.21%	1,168.30	66.62%	1,401.27	19.94%
利润总额	416.00	759.19	82.50%	1,186.30	56.26%	1,419.27	19.64%
所得税	50.37	113.88	126.10%	177.94	56.26%	212.89	19.64%
净利润	365.63	645.31	76.49%	1,008.35	56.26%	1,206.38	19.64%
归属母公司所有者的净利润	366.47	645.11	76.03%	1,008.13	56.27%	1,206.13	19.64%
NOPLAT	510.16	856.40	67.87%	1,232.86	43.96%	1,422.58	15.39%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	764.36	820.58	7.35%	936.55	14.13%	984.62	5.13%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	358.98	11.24	-96.87%	12.83	14.13%	13.49	5.13%
预付款项	704.46	1,397.66	98.40%	2,167.83	55.10%	2,967.12	36.87%
存货	3,357.81	4,151.10	23.63%	4,611.95	11.10%	4,786.35	3.78%
流动资产合计	5,621.97	6,454.98	14.82%	7,814.02	21.05%	8,840.78	13.14%
非流动资产	5,709.15	5,049.52	-11.55%	4,387.23	-13.12%	3,724.94	-15.10%
资产总计	11,331.12	11,504.51	1.53%	12,201.25	6.06%	12,565.71	2.99%
短期借款	4,044.04	3,211.91	-20.58%	3,294.16	2.56%	2,941.09	-10.72%
应付帐款	400.38	542.63	35.53%	602.87	11.10%	625.67	3.78%
预收款项	136.79	212.99	55.70%	299.96	40.83%	391.38	30.48%
流动负债合计	5,149.50	4,880.53	-5.22%	5,109.99	4.70%	4,871.14	-4.67%
非流动负债	1,544.45	1,572.76	1.83%	1,535.76	-2.35%	1,535.76	0.00%
少数股东权益	(0.72)	(0.52)	N/A	(0.30)	N/A	(0.06)	N/A
母公司股东权益	4,637.89	5,051.74	8.92%	5,555.81	9.98%	6,158.88	10.85%
净营运资本	472.47	1,574.45	233.24%	2,704.03	71.74%	3,969.64	46.80%
投入资本 IC	9,989.84	9,627.56	-3.63%	10,098.12	4.89%	10,300.28	2.00%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	365.63	645.31	76.49%	1,008.35	56.26%	1,206.38	19.64%
折旧摊销	189.55	0.00	N/A	662.29	N/A	662.29	0.00%
净营运资金增加	372.43	1,101.98	195.89%	1,129.58	2.50%	1,265.60	12.04%

经营活动产生现金流	144.19	1,289.77	794.52%	858.91	-33.41%	1,278.57	48.86%
投资活动产生现金流	(1,465.22)	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A
融资活动产生现金流	1,821.23	(1,231.55)	N/A	(740.94)	N/A	(1,228.50)	N/A
现金净增(减)	500.20	56.21	-88.76%	115.98	106.31%	48.07	-58.55%

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

---

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。