



# 锡业股份 (000960)

报告日期：2011年06月21日

## ——价值低估的锡行业龙头

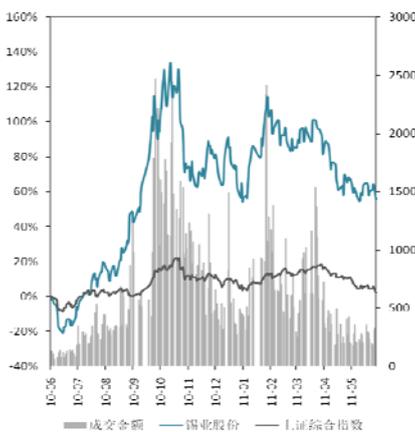
### 基础数据

总股本(百万股)	906.5
流通A股(百万股)	906.5
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	237.9

### 公司评级

所属行业	有色金属
公司股价	26.25元
投资评级	买入

### 公司市场表现



### 相关报告

锡：受益于全球智能化、绿色化进程  
20110216

锡业股份(000960)调研报告：长期资源优势明显，中期关注锡冶炼技改带来的业绩杠杆  
20100804

有色金属行业研究员：化定奇  
执业证书编号：S0990511010007  
联系电话：0755-83007160  
Email：huadq@ydzq.sgcc.com.cn

◇ 我们对于锡价的看法，调整后震荡走强。供应方面，锡在地壳中的含量仅为1.7-2.0ppm，低于大部分稀土元素的地壳丰度；按照USGS数据，目前锡的储量产量比仅为20年，远低于其他金属品种。中短期来看，由于全球范围内锡矿山开采项目的投资比较缺乏，2013年前没有规模较大的矿山项目投产，这决定了锡未来至少两三年内供应偏紧。需求方面，全球智能化、绿色化趋势使得集成电路、芯片对于电子焊料需求的增长，预计锡需求将保持较快增长。而且锡在主要终端应用方面的成本占比很低，对于锡价的敏感性较低。我们预期锡价经过深幅调整后有望企稳并震荡走强。

◇ 公司资源丰富，价值低估。公司所在个旧地区是世界主要锡资源成矿带，云锡集团是个旧乃至云南地区的锡资源整合平台，目前集团主要的锡、铜资源均在上市公司。由于个旧地区的找矿潜力非常大，公司新探获的资源量总体上大于消耗量，我们估算目前公司拥有的锡资源储量大约在37.8万吨左右、铜资源储量在54.4万吨，均高于采矿权取得时的资源储量。另外由于公司的采矿取得时锡价较低，导致公司目前采矿权账面价值仅3.9亿元；我们按照2010年、2011年1-5月锡精矿、铜精矿的平均价格，估算得出公司的采矿权价值在16.8亿元-21.7亿元左右。

◇ 锡精矿产量未来两年小幅增加，毛利率随锡价上涨而提升。根据公司及集团披露的数据我们估算公司2010年锡精矿产量在18000吨左右。随着屋场坪锡矿的达产预计2011、2012年公司的锡精矿产量能到达18400吨、19000吨左右，短期内锡精矿增幅较小；但是随着个旧地区勘探程度的提高以及根据公司与郴州市的合作协议来看，公司长期锡精矿的增长潜力较大。锡精矿是公司主要的盈利来源，我们详细测算了公司锡精矿的毛利率，并根据全国锡采选行业、华锡集团的毛利率，综合推测 2010年公司锡精矿毛利率在37%-38%，2011、2012年分别有望达到46.41%、48.87%左右。另外按照关联交易数据，我们估计公司的铜精矿产量在1.5万吨左右，未来保持稳定。

◇ 锡锭、锡材和锡化工产量稳步增长。目前公司本部具有精锡产能7万吨以上（包括1.15万吨焊锡）；郴州云湘矿冶目前拥有精锡产能5000吨，10000吨/年精锡技改工程已经接近尾声，建成后公司将拥有精锡产能8万吨以上。深加工方面，公司拥有2.4万吨锡化工、2.5万吨锡材的生产能力。预计未来公司锡锭、锡材和锡化工的产量将稳步增长。盈利能力方面，锡材在锡价处于上升周期时，由于价差缘故，毛利率将逐渐提升；而锡化工的价格传导能力较差，预期毛利率可能小幅降低。

◇ 铅、铜冶炼，短期增收难增利。目前公司10万吨铅已经建成投产，10万吨铜仍在建设中，根据目前行业内铅锌、铜冶炼类上市公司5%-6%左右的毛利率情况，我们预计公司的铅、铜冶炼项目增收难增利。目前公司短期内尚还难以满足30%铅资源自给率、25%铜资源自给率的准入要求，我们估计公司将加快铜、铅资源的开发力度，随着铜精矿、铅精矿的产量将逐渐增加，届时公司的盈利能力将得到进一步提升。

◇ 盈利预测及估值。根据我们新的盈利预测模型，预计公司2011年、2012年EPS分别为0.975元、1.34元（除权后），对应市盈率分别为26.9、19.58倍；目前公司PB估值为4.9倍，资源价值与总市值比为4.6倍，考虑到采矿权重估以及公司巨大的资源增加潜力，公司估值水平存在提升空间。综合考虑维持公司“买入”评级。

◇ 风险提示。低品位锡矿的开采导致盈利低于我们预期；美元反弹力度超预期导致锡价承压；货币紧缩持续带来的市场系统性风险。

## 一、我们对于锡价的看法，逐渐企稳震荡走强

近段时间以来，国际锡价大幅下挫，LME锡价从最高点33600 美元\吨下跌到目前的25000美元\吨，下跌幅度最高达27%（我们统计的结果显示，LME锡在上涨周期中调整的平均幅度为-20%，最大为-34%）；国内锡价表现相对强势，长江有色市场锡均价于5月下旬达到最高价234500 元\吨，截止到目前下跌了16.42%至196000 元\吨。锡价未来的走势如何成为业界关注的焦点？

### 1、从锡的供应方面来看

（1）长期来看，锡在地壳中的含量很低，仅为 1.7-2.0ppm（百万分之一），低于大部分稀土元素的地壳丰度，譬如：镨（Pr）的丰度为5.7ppm，钕（Nd）为26 ppm。按照U.S. Geological Survey的数据，目前锡的储量产量比仅为20年，远低于其他金属品种。

表1：锡与其他金属元素丰度、产储量、价格对比

金属品种	元素丰度		产量 (2010)- 吨	储量-吨	价格-吨	储量/产 量
	泰勒 (1964)	黎彤 (1976)				
锡 (Sn)	0.000200	0.000170	261,000	5,200,000	198,218.78	19.92
轻稀土-镧 (La)	0.003000	0.003900	130,000	110,000,000	100,221.51	846.15
轻稀土-铈 (Ce)	0.006000	0.004300			121,451.19	
轻稀土-镨 (Pr)	0.000820	0.000570			527,867.63	
轻稀土-钕 (Nd)	0.002800	0.002600			611,742.24	
轻稀土-钐 (Sm)	0.000600	0.000670				
轻稀土-铕 (Eu)	0.000120	0.000120				
轻稀土-钆 (Gd)	0.000540	0.000670				
轻稀土-铽 (Tb)	0.000090	0.000110			5,543,228.70	
重稀土-镝 (Dy)	0.000300	0.000410			3,340,331.82	
重稀土-钬 (Ho)	0.000120	0.000140				
重稀土-铒 (Er)	0.000280	0.000270				
重稀土-铥 (Tm)	0.000048	0.000030				
重稀土-镱 (Yb)	0.000030	0.000027				
重稀土-镱 (Lu)	0.000050	0.000080				
重稀土-铥 (Y)	0.003300	0.002400			339,179.80	
重稀土-钪 (Sc)	0.002200	0.001800				
钼 (Mo)	0.000150	0.000130	234,000	9,800,000	275,000.00	41.88
钨 (W)	0.000150	0.000110	61,000	2,900,000	333,800.00	47.54
锑 (Sb)	0.000020	0.003000	135,000	1,800,000	99,822.28	13.33
镍 (Ni)	0.007500	0.008900	1,550,000	76,000,000	198,624.00	49.03

资料来源：USGS，英大证券根据公开资料整理

（2）中短期来看，根据ITRI资料，由于全球范围内锡的矿山开采项目的投资一直比较缺乏，近几年才开始活跃起来，但是到2013年之前，全球锡矿山资源将处于一个新旧交替的低谷期，没有规模较大的矿山项目投产，这决定了锡未来两三年内供应偏紧；

(3) 从主要供应国的情况来看：我国2011年锡精矿（折金属量）生产控制指标为7.3万吨；2010年生产配额为6.5万吨，实际生产7.5万吨（国家统计局口径），生产配额主要对大型矿山约束力较强，难以约束小型矿山，但总体来讲有助于控制锡矿产量的快速增加，而且不排除国家进一步加强对于小矿山的整治；印度尼西亚、秘鲁等国锡矿由于政策保护性开采、品位下降、气候等原因，产量高峰已经过去，预计未来增量有限；

2、从锡的需求方面来看

锡的消费主要集中在焊料、镀锡板、锡化工等领域。2009年锡用于焊料的比例为53.7%，其中电子焊料占比47.4%，工业焊料占比6.3%，电子焊料已经成为锡最重要的消费领域。

(1) 全球智能化、绿色化进程提升电子焊料需求。2009年，IBM提出了“智慧地球”的概念、我国政府也提出要大力发展物联网技术，全球智能化进程将加快。智能化意味着对芯片、集成电路的需求将增加，集成电路是全球智能化进程的基石，智能化时代意味着每个物体上都要加装一个甚至多个芯片。绿色化方面。譬如：新能源汽车电子化程度远远高于传统汽车，LED照明也离不开电子技术。业内预计集成电路将迎来新一轮大发展，而这必将提升锡电子焊料的需求。锡本身绿色、无毒性质，导致其在代替有毒材料方面需求的增长。焊料方面，在3C领域实现无铅化之后，欧盟规划2010年开始，部份汽车电子零部件也要改用无铅物质，这将提升无铅焊料的比例，提升锡的需求。锡化工方面，锡代替锑、铅、镉等有毒材料方面存在很大的市场前景。

(2) 锡的应用还出现了一些新兴应用领域。譬如：(1) 在太阳能组件中起连接作用的光伏焊带（也叫镀锡铜带），据我们粗略测算随着光伏新增装机容量的快速增加，光伏焊带对锡的需求到2020年将增加至17,000吨左右。(2) 2010年新日铁住金不锈钢公司（NSSC）开始发售含锡约0.1%（质量比）的“高耐腐蚀性·低铬高纯度铁素体类不锈钢NSSCFW1”，公司期待NSSCFW1能够成为与目前占不锈钢5成以上的两大钢种Tp.304 和 Tp.430并驾齐驱的第三个代表钢种。如果市场拓展顺利，则无疑会拉动锡的需求。

(3) 终端应用对于锡价上涨的敏感度较低。在锡的下游应用方面，由于锡在电子产品、镀锡板等主要消费领域的成本占比都较低，对于锡价上涨敏感度相对较低。

综合来看，由于锡金属的稀缺性以及长期缺乏投资，预计未来2-3年内锡供应将持续偏紧的状态，而需求方面有望保持较快增长，我们判断锡价经过深幅调整后 will 逐渐企稳并震荡走强。

图1:过去30年锡价表现



图2: 过去30年锡价表现（剔除通胀）



资料来源：Wind，英大证券

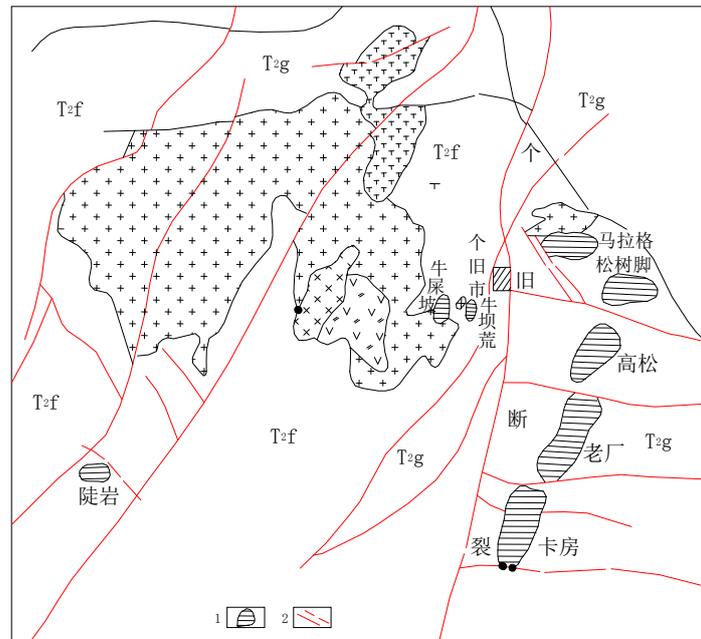
## 二、公司资源储量丰富，价值低估

资源是公司最主要的盈利来源，公司的资源储量可以分为三个层次：1、个旧乃至云南地区的资源储量；2、云锡集团的资源储量；3、上市公司的资源储量。

### 1、个旧地区的资源储量丰富、潜力大

公司所在地个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，素有中国“锡都”美誉。个旧有良好的成矿条件，被近南北向的断裂分割为西区 and 东区两部份，东区是超大型锡多金属矿床分布的主要区域，目前拥有五大矿田，即马拉格、松树脚、高松、老厂和卡房矿田。西区目前工作程度尚低，仅发现有牛屎坡大型砂锡矿床及陡岩、竹箐坡等数十个中-小型锡、铅矿床小，但锡、铅、锌、钨、铋、钼、锑等多种有色金属矿点“星罗棋布”，是寻找大型或超大型锡多金属矿床的远景区。

图3：个旧矿区主要矿田（矿段）分布示意图



1、目前发现主要矿田；2、矿区主要断裂；

资料来源：网上资料，英大证券

据公司公告，目前个旧地区保有各种级别的有色金属储量180万吨，其中锡56.9万吨，铜57.5万吨，铅38.6万吨，尾矿含锡19.3万吨，锡资源占全国总量三分之一以上。至今已进行详细勘探和生产的区域仅仅占个旧东部矿区20%，进一步找矿的前景广阔，还有广大的有望找矿地区未进行评价和勘探，据专家估计，后备锡资源共计约94.5万吨。

### 2、云锡集团是云南省锡资源的整合平台

云锡集团作为云南省重点培育的十大企业集团之一，得到省政府和红河州政府的大力支持。2004年云南省政府批复了《云南省锡行业整合总体方案》，确定对行业内企业整合，将锡资源向云锡集团集中。2005年9月，云南省国土资源厅出台《云南省矿产资源开发整合总体方案》，并开始对锡、铜等6种重点矿产资源的开发秩序进行整顿。同时红河州政府也对公司在资源整合方面给予有力支持。公

司目前已完成对个旧矿区以及云南省内梁河锡矿、文山都龙的锡资源整合，其中在已探明的保有资源储量中，云南省内约75%的锡资源已集中到云锡集团，大大提高了公司的资源控制力度。

通过加强对个旧等矿区的地质找矿，公司2004年至2008年的5年间，公司新增资源储量104.47万吨，保有锡资源储量从2004年的33万吨增加到2008年的42万吨，保有铜资源储量从2004年的40万吨增加到2008年的56万吨，近五年锡、铜新增加的资源储量均大于生产消耗的资源。

表2：截至2008年底云锡集团在云南省内控制有色金属资源情况

矿 区	资源储量	
	锡	铜
采选分公司塘子凹矿区	95,694	168,376
松树脚矿区	153,078	15,010
老厂矿区	119,407	174,380
卡房矿区	28,133	201,356
新建矿矿区	10,801	--
马拉格矿区	3,274	--
古山矿区	6,982	--
小 计	417,369	559,122

资料来源：公司公告，英大证券

### 3、云锡股份——云锡集团锡资源整合平台

锡业股份是云锡集团资源整合的最重要的平台，通过资源整合，使锡资源逐步向锡业股份集中。自上市以来通过对集团公司及外部资源的收购，公司目前共有采矿权证5个，包括采选分公司塘子凹矿、大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司、以及郴州市北湖区屋场坪矿区。

根据采矿权取得时的数据，以及按照集团公司新增资源的储量推算，目前公司拥有的锡资源储量大约在37.8万吨左右、铜资源储量在54.4万吨。据粗略估算，锡业股份所拥有的资源储量占云锡集团资源储量的比重分别为：锡金属量78%、铜金属量95%。

表3：锡业股份的锡、铜资源储量

矿山名称	锡资源储量（万吨）		铜资源储量（万吨）	
	取得时	目前估计	取得时	目前估计
采选分公司塘子凹矿	4.12	9.57	--	16.8
大屯锡矿	10.9	10.9	--	--
老厂分公司	12.09	11.94	19.66	17.44
卡房分公司	3.13	2.8	11.14	20.13
郴州市北湖区屋场坪矿区	4.8	4.8	--	--
	<b>35.04</b>	<b>37.8</b>	<b>47.6</b>	<b>54.4</b>

资料来源：公司公告，英大证券

目前云锡集团在个旧、湖南以外的锡资源整合也在有序开展：在文山搭建了辐射滇东南的资源拓展平台，在梁河搭建了辐射滇西的资源拓展平台，以内蒙赤峰黄岗梁锡矿为基础的东北平台也正在搭建中，在澳大利亚以YTC和雷尼森项目为基础的海外资源基地正在逐步形成。随着集团资源整合的完成，未来不排除整合进入上市公司的可能。

#### 4、采矿权价值重估

由于国内矿权市场不发达，目前采矿权的入账方式一般按照历史成本，导致国内采矿企业的净资产普遍被低估。

锡业股份的现有采矿权取得的时间大部分都比较早，其中采选分公司塘子凹矿（无偿取得）、大屯锡矿是1999年取得的，老厂分公司、卡房分公司是2004年取得，湖南郴州则是在2005、2006年取得。由于公司采矿权取得时的锡价远远低于现在的价格，导致公司采矿权的价值较低，截止到2010年底，公司采矿权价值仅为3.92亿元。

老厂分公司和卡房分公司采矿权评估基准日为2004年4月30日，评估模型中锡精矿含锡销售价格的确采用44,157.69元/吨；铜精矿含铜销售价格的确采用16,406.19元/吨；与2010年均价相比，分别低137%、124%；与2011年1-5月份均价分别低203%，198%。郴州矿冶的采矿权评估基准日为2004年12月31日，评估模型中锡精矿含锡价格为70,796.5元/吨，锡精矿含铜价格为19,247.8元/吨；与2010年均价相比，分别低48%、91%；与2011年1-5月份均价分别低89%，154%。

表4：公司采矿权情况

矿山名称	取得时价值（万元）	取得方式	取得时间	备注
采选分公司塘子凹矿	0	无偿转让	1999年	
大屯锡矿	744.6	从云锡集团购买	1999年	
老厂分公司	16,377.40	从云锡集团购买	2004年	矿权评估模型中锡精矿价格采用44,157.69元/吨；铜精矿价格采用16,406.19元/吨；
卡房分公司	10,454.50	从云锡集团购买	2004年	
郴州北湖区屋场坪矿区	30,016.50	对外收购	2005年 2006年	矿权评估模型中锡精矿价格采用70,796.5元/吨；铜精矿价格采用19,247.8元/吨；

资料来源：公司公告，英大证券

我们分别按照2010年、2011年1-5月锡精矿、铜精矿的平均价格，对于锡业股份的锡、铜资源的采矿权进行了重估，计算得出锡业股份的采矿权价值在16.8亿元-21.7亿元左右，远远高于目前的3.9亿元。按照重估的采矿权价值，可以使得公司的每股净资产增加1.5-2元左右。

### 三、锡、铜精矿是公司盈利的主要来源

#### 1、上游采选环节基本概况

目前公司采选环节形成了大屯锡矿、老厂分公司、卡房分公司、采选分公司、郴州矿冶五个矿山，大屯选矿分公司、卡房、老厂羊坝底三大选矿基地，精矿产品包括锡精矿和铜精矿。

表5：公司采选环节生产能力

企业名称	所在省市	主要生产工艺及规模	品位
大屯锡矿	云南个旧	有色金属原矿采掘；现有生产能力硫化矿 1100 吨/日，氧化矿 2400 吨/日	
老厂分公司	云南个旧	有色金属原矿采掘；硫化矿 1500 吨/日，氧化矿 1000 吨/日，硫化铜锡矿吨/日	0.52%
卡房分公司	云南个旧	有色金属原矿采掘、洗选；日出矿能力 2000 吨锡铜原矿，日选矿能力 2600 吨锡铜原矿	0.67%
采选分公司	云南个旧	有色金属原矿采掘、洗选；现年产矿石 35 万吨，年产锡、铜原矿金属 10000 吨以上	
郴州矿冶	湖南郴州	有色金属原矿采掘；屋场坪锡矿采选能力完全达产后达 1500 吨/天	0.90%
大屯选矿分公司	云南个旧	有色金属原矿洗选；年产锡铜金属 15000 多吨	-

资料来源：公司公告，英大证券

#### 2、锡精矿产量，未来两年小幅上涨

由于公司没有详细披露公司锡精矿的产量，我们根据公司及集团披露的数据多个角度测算了公司的锡精矿产量。

测算一：截止到2008年底，云锡集团主要矿区的锡矿金属产量在23,450吨，按照2008年全国锡选矿回收率平均水平70%-75%计算，2008年云锡集团的锡精矿（金属量）产量在16415-17587吨；按照上市公司锡精矿来源结构计算，推算得出上市公司2008年自身锡精矿产量在15101-16180吨。

表6：云锡集团锡、铜产能（截止到2008年底）

矿区	产能	
	锡	铜
采选分公司塘子凹矿区	1,800	12,000
松树脚矿区	9,800	1,000
老厂矿区	7,600	3,000
卡房矿区	3,500	5,000
新建矿矿区	400	--
马拉格矿区	330	--
古山矿区	20	--
小 计	23,450	21,000

资料来源：公司公告，英大证券

测算二：根据公司的精锡产量及公司自产锡物料（包括锡精矿及其他锡物料）的比例测算，2008年、2009年公司自产锡物料（包括锡精矿及其他锡物料）产量在15789.4吨、19189.8吨（其中2009年二次锡原料比例较大）。

表7：公司所需含锡物料（含锡精矿）总的供应结构

供应方	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
公司自产比例	35.26%	28.33%	22.35%	27.05%	34.33%
向云锡集团采购比例	9.81%	5.23%	2.52%	2.21%	2.87%
向其他企业采购比例	54.94%	66.44%	75.13%	70.74%	62.80%
公司精锡产量-吨	40691.9	50260.9	61129.0	58371.0	55898.0
公司锡自产锡物料量-吨	14348.0	14238.9	13662.3	15789.4	19189.8

资料来源：公司公告，英大证券

2008年以来公司陆续投产的矿山项目包括：

（1）大屯锡矿大马芦矿段10#矿群氧化锡矿1,000t/d 开采工程和老厂分公司白龙井矿段硫化铜锡矿1,100t/d开采工程，达产日期分别为2008年1月和2009年3月；达产后每年将为公司新增原矿含锡4,800 吨左右，原矿含铜4,871 吨，原矿含硫20,692 吨，这两个项目的生产服务年限分别为13年和17年。

（2）屋场坪锡矿1500 t/d采选工程建设，该项目建成后预计年均产精锡1,388.37 吨，铜精矿3,992.6吨(含铜金属量638.82 吨)，项目计划达产日期为2009年08月。目前由于矿石的实际综合品位较原设计原矿综合品位偏低，矿石变化较大，生产第一年设备不能正常运行等原因导致未达到预计效益。

表8：公司2008年以来矿石开采项目

矿山项目	锡	铜	项目达到预定可使用状态日期
大屯锡矿大马芦矿段10#矿群氧化锡矿1,000t/d 开采工程	年产原矿含锡量为4,647.5吨 21311		2008年1月
老厂分公司白龙井矿段硫化铜锡矿1,100t/d 开采工程	年产锡矿含锡量为143.92吨	年产铜矿含铜量为4,870.94吨	2009年3月
屋场坪锡矿1500t/d 采选工程	建成后预计年产精锡1,388.37 吨	铜精矿含铜金属量638.82 吨	2009年8月，目前未达到预计效益

资料来源：公司公告，英大证券

结合公司2008年以后矿山项目的达产情况，推断2008年、2009年、2010年公司的锡精矿产量在15500吨、17500吨、18000吨左右。鉴于公司在锡矿采选方面丰富的经验，我们认为屋场坪锡矿的达产将逐步实现，但是由于锡矿品位较设计偏低，达产后的产量较设计产量略低，预计2011、2012年公司的锡精矿产量能达到18400吨、19000吨左右。

### 3、长期来看，公司锡矿增产的潜力较大

个旧地区具有丰富资源，但是由于2002年以前主要是民营企业在开采，导致锡矿资源的没有被很好的系统性勘探和开采，随着云锡集团对于资源整合的完成，锡资源得到系统性、有序的勘探、开发；但是由于资源从勘探到规模化开采的周期较长，短期内可能难以实现快速增加，但未来公司个旧地区锡矿产量的增加潜力非常大；

郴州有望成为第二个重要的锡产业基地。2010年9月，郴州市人民政府与云锡控股公司签署战略合作协议，云锡将依托郴州地区的资源优势，以锡产业为主，加大资源整合开发力度，构建锡产业集群，形成采选、冶炼、深加工先进完善的锡产业链。根据资源配置情况，在第一期屋场坪锡矿达产达标的基础上，实现第二期生产锡精矿金属规模为5000吨/年，第三期生产锡精矿金属规模为10000吨/年，精锡产量达到20000吨的发展目标。

### 4、锡精矿盈利能力测算

我们根据行业经验，假设出矿平均品位为0.66%，单位原矿采矿成本160-180元/吨，选矿成本120-130元/吨，精矿运费40-50元，计算得出锡精矿的毛利率水平在34.4%~40.5%左右。

表9：锡精矿毛利率测算

指标名称		单位	产品数量	备注
假设条件	原矿产量	万吨/年	100	
	出矿平均品位	%	0.66	
	采矿回收率	%	85	
	矿石贫化率	%	15	
	选矿回收率	%	68	
	精矿产量	吨/年	10200	
	精矿品位	%	40	
	精矿含锡金属量	吨/年	4080	
	采矿成本	元/吨	160~180	指原矿
	选矿成本	元/吨	120~130	原矿、包括运费
	精矿运费	元/吨	40~50	指选厂运至炼厂
	精矿含锡成本	万元/吨金属	6.63	
精矿含锡价格-不含税	万元/吨金属	11.12		
锡精矿毛利率	万元/吨金属	40.5%~34.4%		

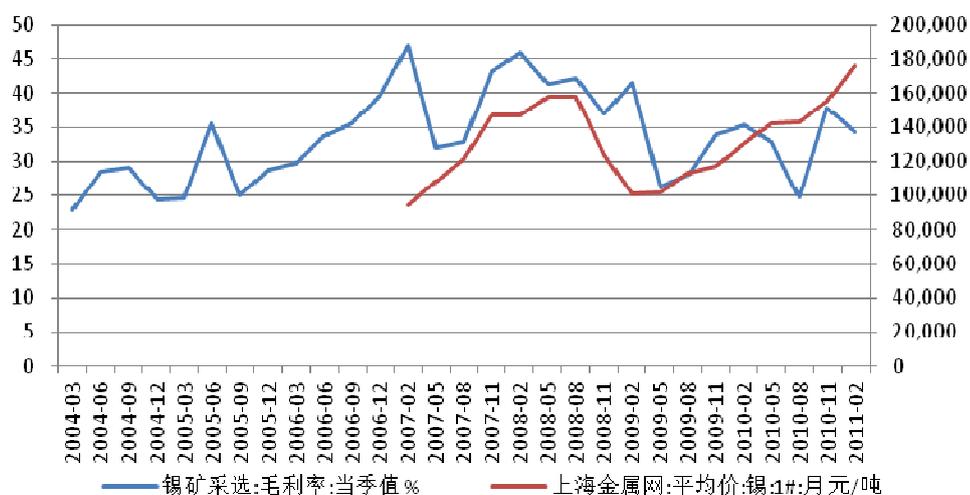
注：维简费、折旧费已包含在采、选成本中

资料来源：英大证券

需要注意的是，出矿品位的高低对于锡精矿的毛利率影响很大，如果出矿品位由0.66%降低到0.6%，则锡精矿的毛利率将降到27.8%-34.5%。随着锡价的上升，公司可能加大品位低的矿石的开采，提高资源的利用率，但毛利率水平可能受到抑制；相反如果锡价下跌，公司则可能通过开采品位高的矿石，以部分抵消锡价下跌对于毛利的侵蚀。

结合2010年我国锡采选行业的毛利率水平在32.7%左右以及华锡集团2010年锡产品的毛利率在30%左右（锡矿自给率92%左右，主要锡矿铜坑矿锡品位在0.5%-0.6%左右），我们推断锡业股份2010年锡精矿毛利率水平在37-38%左右。

图4：我国锡矿采选行业毛利率波动情况



资料来源：Wind，英大证券

表10：云南锡业与华锡集团资源自给率及毛利率对比

锡产品毛利率	资源自给率	2007年	2008年	2009年	2010年
华锡集团	92%	27.82%	26.00%	10.46%	30%
云南锡业	25%-30%	12.57%	14.89%	9.88%	12.23%

资料来源：公司公告、英大证券

### 5、铜精矿产量在1.5-1.6万吨左右

由于公司在锡精矿采选的过程中，还伴生生产一部分铜精矿，铜精矿也是公司主要的利润来源之一，根据历史数据来看，铜精矿收入一般占公司收入的6%-8%；但是由于铜精矿的毛利率较高，铜精矿的毛利占公司毛利的比例在15%-25%左右。

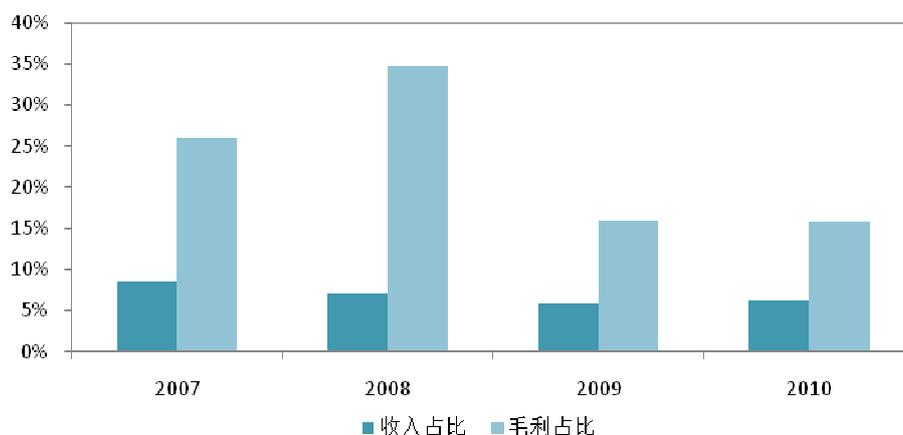
由于公司目前没有铜的冶炼，目前公司所生产的经选矿工艺处理后的铜精矿全部销售给个旧有色冶化。根据关联交易披露的交易金额以及当年铜精矿的市场价格，推算得出公司2010年铜精矿产量在1.6万吨左右，好于之前预估的1.1-1.3吨。我们预计未来2年公司的铜精矿将保持稳定。

表11：公司铜精矿产量推算

铜精矿	2007	2008	2009	2010
交易金额-含税	79503.00	70250.00	47989.00	65292.00
铜精矿价格-含税	49450.00	44400.00	28984.20	43170.07
铜精矿产量-万吨	1.61	1.62	1.66	1.52

资料来源：公司公告、英大证券

图5：公司历年铜精矿收入及毛利占比



资料来源：公司公告，英大证券

#### 四、锡冶炼业务

锡冶炼是公司最具竞争优势的环节，公司锡锭的国际市场占有率达到16.75%，国内市场占有率达到41.59%。目前公司个旧本部具有精锡产能7万吨以上（包括1.15万吨焊锡）；郴州云湘矿冶拥有精锡产能5000吨，10000吨/年精锡冶炼厂技改工程已经接近尾声，建成后公司将拥有精锡产能8万吨以上。

表12：公司锡冶炼产能

企业名称	所在省市	主要生产工艺及规模
冶炼分公司	云南个旧	有色金属冶炼，主要产品有锡及锡铅焊料；年产7万吨锡；
郴州云湘矿冶	湖南郴州	精锡年生产能力5000吨/年；10000吨/年精锡冶炼厂技改工程预计进入收尾阶段

资料来源：公司公告，英大证券

公司个旧本部的锡冶炼采用从澳大利亚澳斯麦特有限公司引进了澳斯麦特炉技术，在引进澳斯麦特炉核心技术后，根据公司实际运营情况，利用自身在锡冶炼方面丰富的实践经验，对该技术进行了创新和完善。经过技术改进后，公司的澳斯麦特炉技术经济指标和产量规模处于世界最好水平。

#### 五、锡深加工业务

公司目前的深加工业务主要包括锡材和锡化工，拥有2.4万吨锡化工产品、2.5万吨锡材产品的生产能力。

表13：公司锡深加工产能

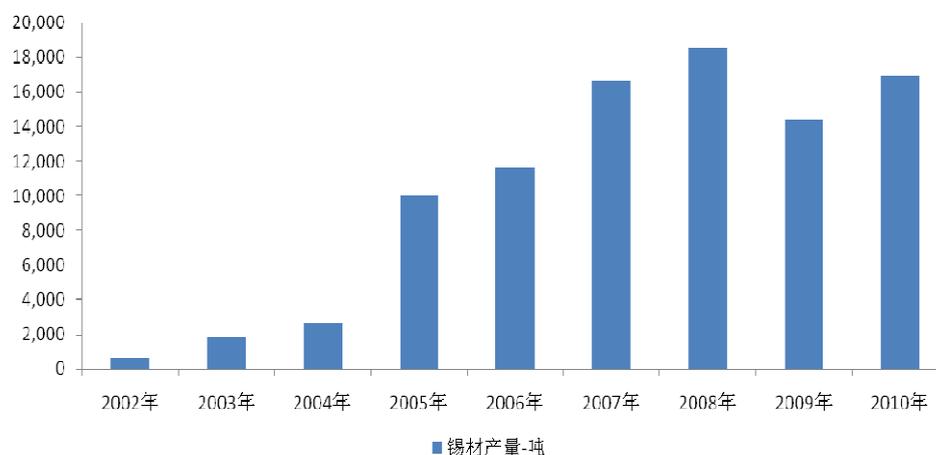
企业名称	所在省市	主要生产工艺及规模	2010年净利润
云南锡业锡材有限公司	云南个旧	锡材深加工，主营产品焊锡条、焊锡丝、锡粒、锡球等，现有产能20050吨/年；	1705.98

云南锡业股份有限公司化工材料分公司	云南个旧	有色金属化工产品；无机锡系列共有锡酸钠、硫酸亚锡等 14 个产品。有机锡化工主要是硫醇甲基锡系列产品；年生产能力突破 1.5 万吨；	--
云南锡业锡化学制品有限公司	云南个旧	有机锡产品生产；四氯化锡 2885 吨/年，辛酸亚锡 450 吨/年，丁基氯化锡 500 吨/年，丁基系列热稳定剂 2500 吨/年，丁基系列热催化剂 450 吨/年；	225.38
云南锡业微电子材料有限公司	云南个旧	高精度锡球生产与销售，以 0.250-0.750 毫米的锡球为主，年产锡球 59 吨；	-325.65

资料来源：公司公告，英大证券

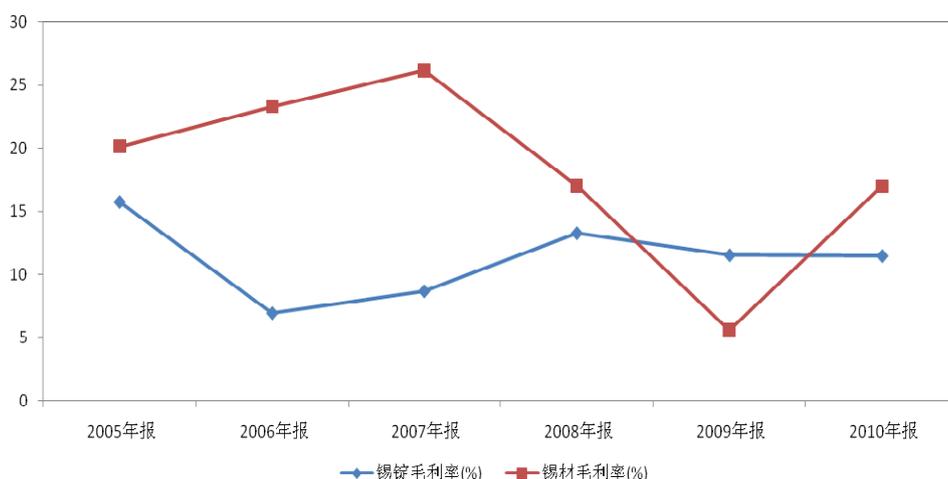
2010年公司合计生产锡材产品16943吨，同比增长17.36%，销售收入同比增长45.67%，锡材收入占公司收入的21%左右；由于锡材生产周期较锡锭长，且成本传导能力较强，所以在锡价处于上升周期时，锡材由于价差的缘故，毛利率会远高于锡锭；而当锡价下跌时，毛利率也会低于锡锭。

图6：公司历年锡材产量



资料来源：公司公告，英大证券

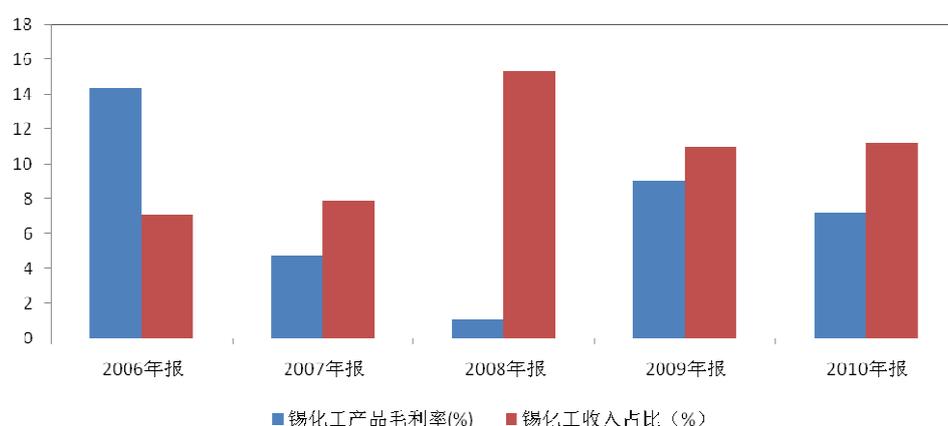
图7：公司锡材毛利率与锡锭毛利率对比



资料来源：公司公告，英大证券

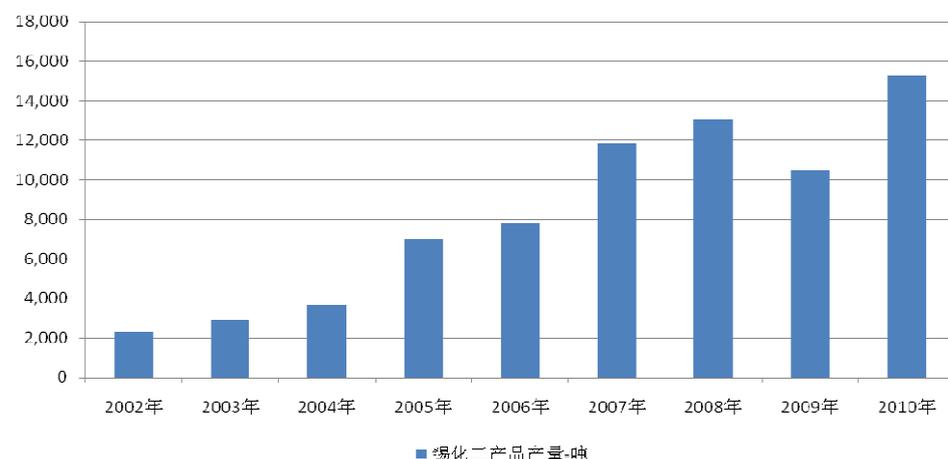
2010年公司合计生产锡化工产品15301吨，同比增长45.8%，但是销售收入仅增长13%，公司的锡化工业务的收入比重占比在11%。但是由于锡化工产品的价格传导能力较弱，所以导致锡化工产品的盈利能力较低，2010年由于锡价大幅上涨，导致锡化工毛利率较去年下降1.8个百分点。

图8：公司锡化工产品毛利率及收入占比



资料来源：公司公告，英大证券

图9：公司历年锡化工产量



资料来源：公司公告，英大证券

总体来讲，由于目前公司的锡深加工业务的附加值还比较低，所以其盈利能力更多的受制于锡价的上涨或下跌的幅度，同样具有较强的周期性。目前公司附加值较高的深加工业务如锡膏仍在积极开拓中。

## 五、铅、铜冶炼：增收难增利

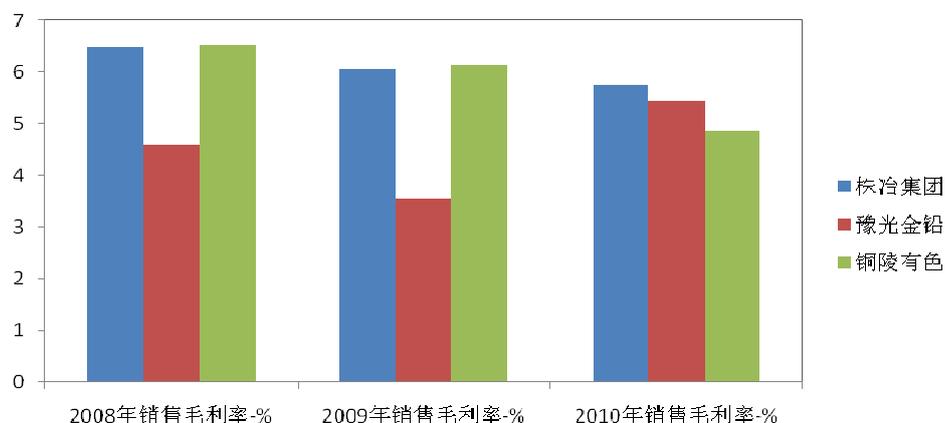
公司目前在积极进行多元化探索，分别成立了云南锡业铅有限责任公司、云南锡业铜有限责任公司，建设 10 万吨铅、10 万吨铜项目。

目前铅冶炼系统10万t/a 技改工程已经与2010年中期建成，完全达产后生产规模将达到年产10万吨电铅，副产8.6万吨硫酸、160吨白银的生产规模；铅粗炼工艺采用国际先进的Ausmelt 技术，铅精炼采用电解法。根据经验判断，我们预计2011年达产60%、2012年达产80%；

10万吨铜冶炼项目于2010年5月开工建设，预计将于2011年底建成投产，该项目生产规模为年产高纯阴极铜10万吨，副产硫酸44 万吨、电金 976kg、电银64.51吨；铜冶炼工艺采用世界先进的澳斯麦特炼铜技术及不锈钢永久阴极电解精炼技术，工艺先进、科技含量高、综合利用水平在世界处于领先地位。根据经验判断，我们预计2012年达产50%、2013年达产100%。

参照行业内铅锌冶炼、铜冶炼类上市公司的毛利率情况，2010年毛利率大约在5%-6%（包括副产品）之间，我们预计公司的铅、铜冶炼项目增收难增利。

图10: 铅锌冶炼、铜冶炼类上市公司的毛利率情况



资料来源：公司公告，英大证券

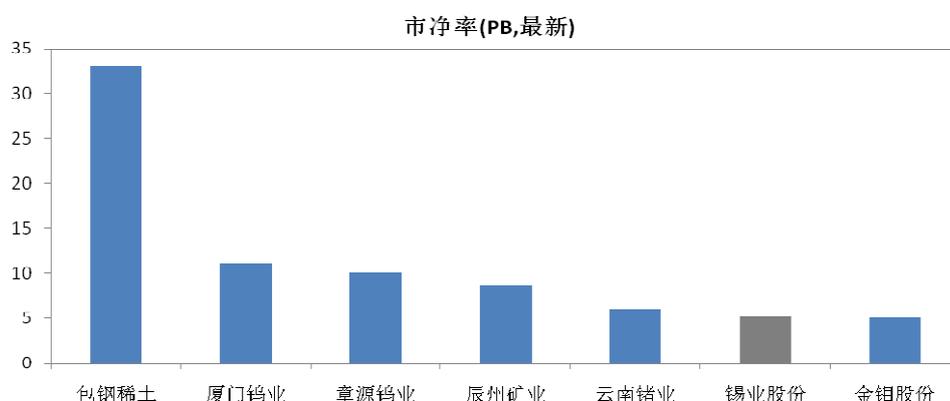
另外根据目前公司的铅精矿（几千吨左右），铜精矿（1.5万吨左右）的产量来看，短期内尚还难以满足30%铅资源自给率、25%铜资源自给率。但是我们估计公司将会加快铜、铅资源的开发力度，铜精矿、铅精矿的产量将逐渐增加，届时公司的盈利能力将得到进一步提升。

## 六、估值及投资建议

**PE估值:** 假设2011年、2012年国内锡价（不含税）分别为163761.2元/吨、188325.4元/吨，根据我们新的盈利预测模型，公司2011年、2012年EPS分别为0.975元、1.34元（除权后），按照6月21日收盘26.25计算，对应市盈率分别为26.9、19.58倍。

**PB估值:** 公司目前的PB估值水平为4.9倍左右，在主要的中国优势金属的上市公司中处于较低的水平；考虑到公司采矿权价值重估有望使得公司每股净资产增加1.5-2元左右，则对应的PB估值更低；

图11: 中国优势金属相关上市公司PB估值



资料来源：Wind，英大证券

**资源价值/市值:** 资源是有色金属行业公司的核心竞争力，按照目前公司拥有的锡资源储量大约在37.8万吨、铜资源储量在54.4万吨；按照2011年上半年锡、铜的平均价格198218元/吨、70865元/吨计算，公司目前的资源价值为1134.77亿元，对应的资源价值与总市值比为4.6倍，目前在上市公司中处于中等水平。但是由于个旧地区巨大的找矿潜力，以及政府对于公司对个旧地区资源整合的支持，公司

的潜在资源价值要远远大于其他上市公司。我们认为市场在每股资源价值/股价估值方面应该给予公司一定的溢价。

公司盈利预测主要假设：

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
锡锭平均售价-不含税-元	101538.46	127938.46	163761.2	188325.4
锡精矿价格-不含税-元	83265	104913.8	134289.7	154433.2
自产锡精矿-吨	17500	18000	18400	19000
自产锡精矿单位成本-元	54954.87	65571.15	71971.47	78968.61
自产锡精矿毛利率-%	34.00	37.50	46.41	48.87
外购锡原料-吨	38398	41180	51600	56000
锡原料综合单位成本-元	74589.60	93426.15	118665.65	136115.71
锡锭产量-吨	55898	59180	70000	75000
毛利率-%	11.28	12.12	15.32	16.57
锡锭销量-吨	43000	41450	42000	45000
锡锭收入-亿元	39.10	53.03	68.78	84.75
锡材产量-吨	14437.00	16943.00	18500.00	20000.00
毛利率-%	5.57	17.00	19.00	20.00
锡材收入-亿元	13.43	19.57	28.06	33.88
锡化工产量-吨	10497.00	15301.00	16500.00	17500.00
毛利率-%	9.02	7.20	6.00	5.00
锡化工收入-亿元	7.58	10.44	11.25	11.94
铜精矿产量-万吨	1.66	1.52	1.52	1.52
铜精矿价格-元\吨	28984.20	43170.07	49645.50	54610.05
铜精矿收入-亿元	4.10	5.59	6.43	7.07
铜精矿成本-亿元	2.72	3.58	3.94	4.29
毛利率-%	33.65	36.00	38.79	39.34
铅产量-吨	2.07	--	6.00	8.00
铅价-不含税（元/吨）	11775.14	13797.30	13800.00	13900.00
铅产品收入-亿元	2.44	--	8.28	11.12
成本-亿元	1.58	--	7.99	10.73
毛利率-%	35.25	--	3.50	3.50
其他业务收入-亿元	2.85	1.51	3.00	5.00
其他业务成本-亿元	2.38	0.93	1.95	3.50
其他业务毛利率-%	16.49	38.41	35.00	30.00
<b>收入合计-亿元</b>	<b>69.50</b>	<b>90.14</b>	<b>125.80</b>	<b>153.76</b>
<b>成本合计-亿元</b>	<b>60.95</b>	<b>77.04</b>	<b>105.42</b>	<b>127.67</b>
<b>毛利率-%</b>	<b>12.30</b>	<b>14.53</b>	<b>16.20</b>	<b>16.97</b>

资料来源：英大证券

## 七、风险提示

- 1、高锡价条件下公司加大低品位锡矿的开采力度，由于锡矿品位对于锡精矿的盈利能力影响非常大，低品位锡矿的开采可能会导致公司的业绩低于预期；
- 2、美元持续走强对于锡价的影响；
- 3、国内持续的货币紧缩政策带来的市场系统性风险；

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9162.91	7154.94	9266.96	12580.00	15376.00	17500.00
减:营业成本	8006.51	6281.02	7982.25	10542.04	12766.69	14525.00
营业税金及附加	45.69	42.81	56.28	71.46	87.35	99.41
营业费用	124.68	120.61	135.57	163.54	215.26	245.00
管理费用	344.98	327.71	444.97	503.20	615.04	787.50
财务费用	311.61	181.68	209.85	261.79	265.57	268.73
资产减值损失	348.23	61.07	58.14	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	4.95	-2.48	-7.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-1.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	-13.84	137.57	370.59	1037.96	1426.09	1574.35
加:其他非经营损益	3.79	20.72	45.41	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	-10.05	158.28	416.00	1037.96	1426.09	1574.35
减:所得税	-33.67	26.84	50.37	155.69	213.91	236.15
<b>净利润</b>	23.62	131.44	365.63	882.27	1212.18	1338.20
减:少数股东损益	-1.99	-2.94	-0.84	-2.03	-2.79	-3.08
<b>归属母公司股东净利润</b>	25.61	134.39	366.47	884.30	1214.97	1341.28
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	328.03	387.02	921.14	629.00	768.80	875.00
应收和预付款项	731.20	940.79	1499.38	1505.80	2158.24	2011.54
存货	2088.96	1776.00	3357.81	3422.33	4788.61	4553.20
其他流动资产	0.00	0.14	0.41	0.41	0.41	0.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3156.13	3882.75	5187.23	4709.39	5066.54	5123.69
无形资产和开发支出	476.52	465.55	440.58	389.03	337.48	285.93
其他非流动资产	0.21	15.15	13.46	6.73	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	6781.05	7467.39	11420.02	10662.69	13120.08	12849.76
短期借款	2702.81	2095.28	4044.04	1474.06	2652.45	898.51
应付和预收款项	402.36	417.87	610.84	607.91	839.22	787.03
长期借款	1215.72	1909.34	1493.00	2693.00	2893.00	3493.00
其他负债	10.75	475.74	634.98	633.58	633.58	633.58
<b>负债合计</b>	4331.64	4898.24	6782.86	5408.54	7018.25	5812.11
股本	650.72	650.73	824.11	824.11	824.11	824.11
资本公积	670.32	670.47	2267.81	2267.81	2267.81	2267.81
留存收益	1123.41	1245.96	1545.97	2164.98	3015.46	3954.36
<b>归属母公司股东权益</b>	2444.45	2567.16	4637.89	5256.90	6107.38	7046.28
少数股东权益	4.96	1.99	-0.72	-2.76	-5.55	-8.64
<b>股东权益合计</b>	2449.40	2569.15	4637.17	5254.14	6101.83	7037.64
负债和股东权益合计	6781.05	7467.39	11420.02	10662.69	13120.08	12849.76
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	1098.32	471.88	181.78	1756.33	391.47	2731.25
投资性现金净流量	-942.14	-642.01	-1465.22	-151.40	-800.00	-600.00
筹资性现金净流量	-221.99	118.26	1821.23	-1147.06	748.33	-1825.05
<b>现金流量净额</b>	-69.48	-52.17	533.83	457.86	339.80	306.20

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业评级

跑赢大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
落后大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

### 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准