

2011年08月29日

有色金属冶炼Ⅱ

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 27.66

锡业股份(000960)

定增投向铜冶炼及矿山收购, 发展多金属产业

能源材料组: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

邮箱: wgjfuture@sohu.com

能源材料组: 李一为

电话: 021-50122157

邮箱: liyiwei@cnhbstock.com

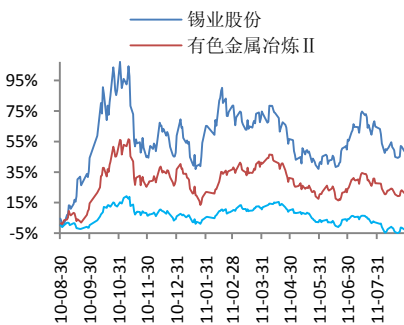
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	90652.04
流通 A 股/B 股(万股)	90652.04/0.00
资产负债率(%)	62.76
每股净资产(元)	5.40
市净率(倍)	5.12
净资产收益率(加权)	7.36
12个月内最高/最低价	45.5/20.1

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

8月19-20日实地调研了公司个旧云锡冶炼分公司、松树脚锡矿、云锡大屯选矿厂。并就定增募投项目及公司未来资源、发展前景与公司董事长、总经理等高管进行充分沟通和交流。

◎主要观点:

◆**全球锡业龙头, 资源具垄断性。**公司已建成全球锡行业最完整的产业链, 目前是全球最大的锡矿企业, 具全球锡业龙头地位。截至2011年6月底, 公司拥有年产8万吨锡、10万吨铅、2.4万吨锡化工产品、2.7万吨锡材产品的生产能力。公司锡产品在国际市场占有率达到16.75%, 国内市场达41.59%, 公司具有锡产品较强的定价能力。

◆**募投发展多金属产业, 迎新一轮发展。**公司近年相继投资扩建铅、铜板块, 初步形成以锡为主、兼及铜、铅的多元化金属产业发展格局。目前公司锡、铜、铅等有色金属的储量约151万吨, 其中锡54.7万吨、铜77.5万吨、铅14.2万吨。通过形成锡、铜、铅多元金属发展的产业格局, 使公司综合竞争力显著提升, 盈利能力将进一步增强。定增将募投10万吨/年的铜冶炼及卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目、10万吨铅冶炼项目和10万吨铜冶炼项目配套土地使用权收购项目、个旧矿区资源勘查项目及偿还银行贷款。

◆**未来资源注入可期待。**控股股东是云南锡资源的主要整合者, 资源整合能力强。目前已完成对个旧矿区、云南梁河锡矿、文山都龙锡资源的整合工作, 集中了云南74%的锡资源, 总储量达100万吨。目前资源种类包括锡铜矿、铅锌矿、镍矿以及钨矿, 储量规模大。按照公司目标, 未来铜铅自给率远景目标将不低于50%。

◆**锡的下游产业持续高景气, 供不应求将成常态。**未来在需求保持旺盛的情况下, 供应端的收紧导致供不应求将成为常态, 我们认为锡行业的基本面持续向好, 锡价或将持续走强。

◆**盈利预测及投资评级。**预计公司2011-2013年EPS分别为0.81、1.23和1.60, 按8月29日收盘价27.66元计算, 动态PE分别为34.2、22.5和17.3倍, 我们认为目前估值仍偏高, 暂不推荐。

	2009A	2010A	2011Q2	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	7154.94	9266.96	3161.40	11525.00	14212.00	15762.00
同比增速(%)	-21.92	29.52	-1.07	24.37	23.31	10.91
净利润(百万)	135.19	366.47	169.35	734.92	1113.70	1449.60
同比增速(%)	474.54	171.08	-8.50	100.54	51.54	30.16
毛利率(%)	12.21	13.86	15.55	16.95	18.80	20.50
每股盈利(元)	0.21	0.44	0.19	0.81	1.23	1.60
ROE(%)	5.12	7.88	3.46	13.75	18.03	19.83
PE(倍)	0.00	0.00		34.12	22.51	17.30

1. 全球锡业龙头，资源具垄断性

公司已建成全球锡行业最完整的产业链，目前是全球最大的锡矿企业（锡金属产量自2005年起居于全球第一位），具全球锡业龙头地位，位于我国锡资源储量丰富的云南个旧地区。截至2011年6月底，公司拥有年产8万吨锡、10万吨铅、2.4万吨锡化工产品、2.7万吨锡材产品的生产能力。公司锡产品在国际市场占有率达到16.75%，国内市场达41.59%，公司具有锡产品较强的定价能力，锡产品价格高于国内同行1000-2000元/吨。

从全球范围来看，锡矿资源主要分布在太平洋沿岸地区，中国、印尼、秘鲁是前三大锡资源国，其储量占全球的57%。锡在有色金属中属于稀缺资源，已探明资源大量消耗，新增资源储量较小；锡回收困难，新增消费主要依赖原始资源；印尼、秘鲁等主要储量国开采力度大，新增矿山少，导致储量下降较快。从行业范围看，锡的储采比仅有18.2年，属采储比较低的金属品种。

中国锡储量占全球的30%（全球储量约600万吨），而云南个旧地区又占中国锡储量的绝大部分，个旧地区有色金属储量1000多万吨，其中锡储量约200多万吨。由于个旧地区有良好的成矿条件，目前地质勘探区域仅为个旧矿区的15%，进一步找矿前景广阔。因此，公司锡资源极具垄断性。目前公司自产锡精矿年产量约为1.7-1.8万吨，自给率约为30%。

从松树脚矿（1360坑）实地调研来看，锡矿品位接近0.9-1%，品位相当高。每年产出原矿200万吨，其中氧化矿110万吨，硫化矿90万吨，合计锡金属量1.5万吨，未来每年还要有新增8万吨的找矿目标。

2. 募投发展多金属产业，迎新一轮发展

公司除丰富的锡资源外，伴生的铜、铅资源同样丰富。目前公司锡、铜、铅等有色金属的储量约151万吨，其中锡54.7万吨、铜77.5万吨、铅14.2万吨。近年相继投资扩建铅、铜板块，初步形成以锡为主、兼及铜、铅的多元化金属产业发展格局。通过形成锡、铜、铅多元金属发展的产业格局，使公司综合竞争力显著提升，盈利能力进一步增强。

公司拟定向增发计划募集资金40.8亿元（计划发行1.55亿股，发行价格不低于27.95元），主要投资于10万吨/年的铜冶炼及云锡集团（控股）公司卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目、10万吨铅冶炼项目和10万吨铜冶炼项目配套土地使用权收购项目、个旧矿区资源勘查项目及偿还银行贷款。

公司高管表示，本次非公开发行方案的实施是公司向多品种综合性矿业公司转型的重要举措。此次募投项目不仅改善了公司因锡产业规模相对较小的行业特性所带来的发展空间限制，而且通过个旧矿区资源勘查项目，可有效增加公司资源储量，提高资源自给率，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。

公司的10万吨铅冶炼项目已于今年3月投产，至6月份已累计实现净利润1200万元。10万吨铜冶炼项目已先期投入，预计年底建成调试，2012年达产达效。

公司拟收购的集团卡房分矿铜矿采矿权具铜储量12.03万吨，品位1.65%；钨金属储量2.53万吨，品位0.26%。卡房矿具2000吨/日的单铜选厂、3000吨/日的多金属选厂达产后，预计年增铜金属量约0.8万吨，钨1000多吨。

公司主要产品产能情况					
主要产品	锡锭	锡材	锡化工	铅产品	铜产品
年产能	8万吨	2.7万吨	2.4万吨	10万吨	10万吨
主要资源储量情况					
主要资源	锡			铅	铜
储备量	54.7万吨			14.2万吨	77.9万吨

主要募投项目预计效益

序号	项目名称	预计效益
1	10万吨/年铜冶炼项目	根据2009年恩非公司出具可研报告，基于原材料自给率不低于30%的核心假设，达产后预计年均净利润约1.54亿元。
2	收购卡房分矿采矿权及相关配套采选资产	达产后项目年均净利润为7,268.72万元。
3	个旧矿区矿产资源勘查项目	预计新增各级别的锡储量约24.48万吨，铜储量约55.24万吨，钨储量约3.13万吨。
4	偿还银行贷款	按当前基准利率计算，预计每年能够减少5,248万元的利息费用

3. 未来资源注入可期待

公司控股股东是云南锡资源的主要整合者，资源整合能力强。目前已完成对个旧矿区、云南梁河锡矿、文山都龙锡资源的整合工作，集中了云南74%的锡资源，总储量达100万吨。

控股股东的资源丰富、潜力巨大。目前资源种类包括锡铜矿、铅锌矿、镍矿以及钨矿，储量规模大，其中中华联锌钨的资源优势明显。控股股东旗下包括锡业股份、贵研铂业两家上市公司，其中锡业股份是其有色金属资源上市平台，而贵研铂业是稀贵金属业务上市平台。控股股东的优质有色资源，将按照“成熟一个、注入一个”的原则，陆续注入锡业股份，未来优质资源注入值得期待。按照公司目标，未来铜铅自给率远景目标将不低于50%。

4. 锡的下游产业持续高景气，供不应求将成常态

焊料（电子与工业）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42%。

中国电子行业将持续处于景气周期。未来全球智能化、绿色化进程（焊料无铅化）将推动集成电路产业的新一轮增长，将显著提升锡焊料需求。

锡在新材料领域的应用前景广阔，目前已用于光伏产业镀锡铜带、锡基锂离子电池、锡基阻燃剂等领域。

预计2011年中国的精锡消费量同比增加4.03%，达到15.6万吨。中国自2008年起持续成为锡的净进口国，2010年进口精锡1.6万吨，国内锡价强于国际锡价成为常态。

从供应端来看，由于锡供应高度集中，从国别看，2010年中国、印尼的锡精矿产量约占全球70%，精锡产量约占61%。从公司看，全球前10大锡生产企业的产量约占全球的75%。

2007年以来（除2009年受金融危机影响）产量均小于销量。2010年锡金属全球短缺1.2万吨，导致锡价上涨59%。根据ITRI估计，2011年全球需求同比增长约13%，同时受恶劣天气和政府限令的影响，世界第二大锡生产大国印尼持续减产，难以恢复，或将导致2011年供需缺口扩大至1.3吨。

我国已将锡、锑、钨、钼、稀土五种金属列入保护性开采名录，总产量将受限，国家产业政策鼓励上述资源向优势企业配置，公司作为锡业龙头，将从中受益。

印尼的储量是中国的一半，随着无序的群采、群挖，有资源枯竭危险，导致印尼锡的储采比仅剩8年。政府意识到对资源和环境生态的破坏，加大了对小矿山无序开采的打击力度，其产量将逐年下降。

因此，未来在需求保持旺盛的情况下，供应端的收紧导致供不应求将成为常态，我们认为锡行业的基本面持续向好，锡价或将持续走强。

5. 盈利预测及投资评级

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.81、1.23和1.60，按8月29日收盘价27.66元计算，动态PE分别为34.2、22.5和17.3倍，我们认为目前估值仍偏高，暂不评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5621.97	7473.71	11658.58	9876.08
现金	764.36	3515.31	4710.50	5015.95
应收账款	358.98	560.85	521.12	707.17
其它应收款	54.43	89.21	70.35	115.85
预付账款	704.46	151.45	1045.06	198.83
存货	3357.81	2663.66	4676.46	3249.99
其他	381.92	493.23	635.09	588.28
非流动资产	5709.15	6539.97	7477.57	8285.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3386.25	4119.54	4776.36	5482.91
无形资产	440.58	406.64	369.21	333.52
其他	1882.32	2013.79	2332.01	2469.16
资产总计	11331.12	14013.68	19136.15	18161.67
流动负债	5149.50	7277.05	11662.39	9793.03
短期借款	4044.04	6380.18	10464.01	8661.70
应付账款	400.38	467.16	552.23	568.92
其他	705.08	429.71	646.15	562.41
非流动负债	1544.45	1474.59	1350.51	1147.35
长期借款	1493.00	1429.85	1302.42	1100.93
其他	51.45	44.74	48.10	46.42
负债合计	6693.95	8751.64	13012.90	10940.38
少数股东权益	-0.72	-11.87	-21.65	-39.03
归属母公司股东权益	4637.89	5273.92	6144.90	7260.33
负债和股东权益	11331.12	14013.68	19136.15	18161.67

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1208.02	2118.81	-1025.33	4109.25
净利润	365.63	723.77	1103.93	1432.22
折旧摊销	191.24	213.95	255.00	299.76
财务费用	209.85	256.94	356.36	401.71
投资损失	7.91	5.20	6.55	5.88
营运资金变动	-1966.35	913.85	-2746.02	1967.71
其它	-16.30	5.11	-1.15	1.98
投资活动现金流	-1478.39	-1058.08	-1196.50	-1116.39
资本支出	1264.40	844.95	930.54	811.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-214.00	-213.13	-265.97	-304.83
筹资活动现金流	3173.76	-1620.30	-179.61	-1128.69
短期借款	1948.75	-974.38	487.19	-243.59
长期借款	-416.34	-63.15	-127.44	-201.48
其他	1641.35	-582.78	-539.37	-683.62
现金净增加额	487.35	-559.57	-2401.45	1864.17

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9266.96	11525.00	14212.00	15762.00
营业成本	7982.25	9571.51	11540.14	12530.79
营业税金及附加	56.28	69.47	85.99	95.19
营业费用	135.57	181.44	215.83	243.76
管理费用	444.97	540.63	674.54	743.75
财务费用	209.85	256.94	356.36	401.71
资产减值损失	58.14	85.34	97.20	112.25
公允价值变动收益	-1.40	-0.70	-1.05	-0.88
投资净收益	-7.91	-5.20	-6.55	-5.88
营业利润	370.59	813.77	1234.33	1627.80
营业外收入	58.34	44.43	51.39	47.91
营业外支出	12.93	11.37	12.15	11.76
利润总额	416.00	846.83	1273.57	1663.95
所得税	50.37	123.07	169.64	231.73
净利润	365.63	723.77	1103.93	1432.22
少数股东损益	-0.84	-11.15	-9.78	-17.38
归属母公司净利润	366.47	734.92	1113.70	1449.60
EBITDA	898.40	1379.32	1985.26	2463.18
EPS (元)	0.44	0.81	1.23	1.60

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.52%	24.37%	23.31%	10.91%
营业利润	169.39%	119.59%	51.68%	31.88%
归属母公司净利润	171.08%	100.54%	51.54%	30.16%
获利能力				
毛利率	13.86%	16.95%	18.80%	20.50%
净利率	3.95%	6.28%	7.77%	9.09%
ROE	7.88%	13.75%	18.03%	19.83%
ROIC	5.76%	7.39%	8.17%	10.62%
偿债能力				
资产负债率	59.08%	62.45%	68.00%	60.24%
净负债比率	131.91%	155.22%	198.94%	141.68%
流动比率	1.09	1.03	1.00	1.01
速动比率	0.44	0.66	0.60	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.99	0.91	0.86	0.85
应收帐款周转率	27.48	25.06	26.27	25.66
应付帐款周转率	23.22	22.07	22.64	22.35
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.81	1.23	1.60
每股经营现金	-1.33	2.34	-1.13	4.53
每股净资产	5.63	5.80	6.75	7.97
估值比率				
P/E	0.00	34.12	22.51	17.30
P/B	0.00	4.75	4.08	3.45
EV/EBITDA	6.01	21.57	16.40	12.30

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

机构业务部咨询经理		
上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-5012 2086	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。