



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

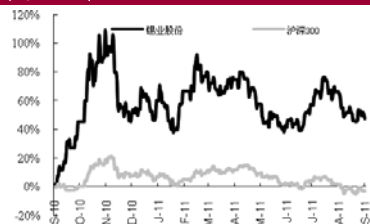
有色金属 Nonferrous metals

2011 年 9 月 2 日

市场数据	2011 年 9 月 2 日
当前价格 (元)	27.28
52 周价格区间 (元)	16.36-52.93
总市值 (百万)	25165.01
流通市值 (百万)	25165.01
总股本 (万股)	906.52
流通股 (万股)	906.52
日均成交额 (百万)	323
近一月换手 (%)	24.30
第一大股东	云南锡业集团有限责任公司
公司网址	www.ytl.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	16.80	
净利率	5.58	
净资产收益率	7.24	
总资产收益率	5.16	
资产负债率	62.76	
市盈率	46.03	
市净率	5.05	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
锡业股份	-11.1	0.8	47.5
沪深 300	-4.1	-5.1	-3.0

孙凡 S0370209110086
+86 755 83025609
sunfan@jyzq.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

锡业股份 (000960) 深度调研报告: 持续矿山注入, 定增底价之下即是买入良机

评级: 买入

- 锡业股份是 A 股唯一锡主业上市公司, 国际和国内市场占有率分别为 16.75% 和 41.59%, 是全球最大的锡生产企业, 在国际、国内锡市场均有一定的话语权。
- 锡在地壳中的含量为 0.004%, 丰度低于铜、铝等常见基本金属, 可开采年限只有 19 年。储量分布较为集中, 中国和印尼就占全球储量的 45%, 前八大锡企业就占到全球产量的 80%。近几年全球锡产量增长缓慢, 也没有大型锡矿山建设计划, 导致未来几年锡供应一直处于偏紧的状态。
- 我国锡储量可开采储量约 150 万吨, 每年消费约 15 万吨, 如果全部使用自产锡精矿, 可开采年限只有不到 10 年。出于对不可再生资源的保护, 我国从 2002 年开始就实行生产和出口配额管理, 近五年复合产量增速只有 6.8%, 而从 2007 年至今出口配额不断减少, 2011 年的出口配额仅相当于 2007 年的一半。
- 电子行业是锡的主要下游消费领域, 无铅焊料在发达国家已经强制使用, 使用无铅焊料, 锡的用量将提高 30%。如果我国未来有 50% 的有铅焊料替换成无铅焊料, 将多消耗精锡 9950 吨, 即我国每年精锡消费量将提高约 11.85%。根据 Prismark 预测, 2011 年-2015 年期间, 全球 PCB 将保持 6.5% 的速度稳定增长, 中国 PCB 市场预测复合增速将达到 11.5%。
- 公司近几年在资本市场上动作频频, 陆续 (或即将) 注入铜、铅、钨矿及建设相应冶炼生产线, 从单一品种发展成综合有色金属采选和冶炼企业。同时还向云南省外发展, 在湖南郴州建设了锡矿采选、冶炼生产线。新建的 10 万吨铜和 10 万吨铅冶炼生产线资源自给率还未达到发改委的准入要求, 所以未来继续注入矿山资产的可能性很大。
- 未来业绩增长空间主要来自三块: ① 锡精矿产量保持年 5-10% 的增速, 锡价每上涨 1 万元/吨, 可增厚 EPS 0.128 元。② 郴州屋场坪矿今年上半年刚投产, 目前产能利用率只有 50% 左右, 达产后可年生产 1388 吨锡精矿和 638 吨铜精矿。③ 卡房矿注入并达产。达产后新增铜精矿 1 万吨/年, 钨精矿 2300 吨/吨。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS (未摊薄) 分别是 0.89 元、1.26 元、1.55 元, 以 9 月 2 日收盘价计算, 对应 2011 年 PE 30.6 倍, 目前价格已经低于定增最低价, 安全边际高, 给予“买入”评级。

我们近期调研了锡业股份，就公司产品价格走势、自产矿储量、产量以及未来储量、产量的增长空间等问题与管理层进行了交流。

锡价在今年上半年走势颇强，4-5 月间，国际、国内锡锭价格均创历史新高，5 月后由于信贷紧缩和宏观经济减速，LME 锡锭价格下跌了约 25%，但国内锡锭仅价格下跌了 18%，锡精矿更是只跌了不到 10%，今年国内锡价格一直维持着较高升水。

图表 1：一年来锡锭价格走势



数据来源: 百川

图表 2 一年来锡精矿价格走势



数据来源: 百川

连续资本扩张，从以锡为主业扩展到综合型有色企业

锡业股份是云锡集团旗下的上市公司之一（另一家上市公司是贵研铂业）。云锡集团产品以精锡、焊锡及锡材、锡化工系列为主，同时生产铜、铅、锌、镍、铟、银、镉、金、钨、钼、钽、铌、钛、锑、钴、稀土、

属高纯材料、特种功能材料、信息功能材料、环境、催化功能材料及有色化工产品等 6 大业务板块。锡业股份上市以来一直是以锡开采、冶炼、加工为主业的上市公司，但由于近几年国家严格控制锡精矿的开采（锡是十种战略金属之一），生产和出口均实行配额管理，这就制约了公司锡精矿产量的大幅增长。其次，个旧地区很多矿山是多金属伴生矿，为减少与集团公司的关联交易，锡业股份近几年在资本市场上动作频频，陆续（或即将）注入铜、铅、锌、钨矿及建设相应冶炼生产线，从单一品种发展成综合有色金属采选和冶炼企业。

图表 3 公司近几年募集资金用途

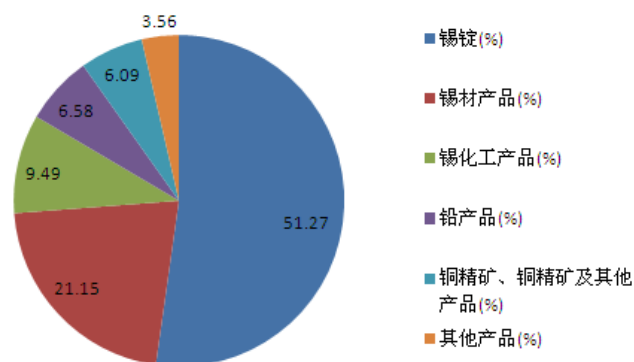
	筹资方式	募资金额	募投项目	备注
2007 年 5 月	可转债	6.5 亿元	投资 19,000 万元于大屯锡矿大马芦矿段 10#矿群氧化锡矿 1,000t/d 开采工程;投资 16,500 万元于老厂分公司白龙井矿段硫化铜锡矿 1,100t/d 开采工程;投资 6,400 万元于 6,000 吨/年硫醇甲基锡工程;投资 11,325 万元于无机锡化工基地扩建工程;投资 5,600 万元于烟化炉改造工程;投资 3,445 万元于焊粉焊膏扩建工程。	2010 年 12 月 2 日赎回未转股的全部“锡业转债” 5.60 万张
2010 年 1 月 18 日	公开增发	14 亿元	1500t/d 采选工程建设、锡材深加工项目、7 万吨/年锡冶炼系统技改项目、10 万吨铅冶炼系统技改扩建工程项目	每 10 股配售 2.4 股
2011 年计划	定向增发	40.80 亿元	投资建设“10 万吨铜项目”、“卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目”、“10 万吨铅项目、10 万吨铜项目配套土地使用权收购项目”、“个旧矿区矿产资源勘查项目”及偿还银行贷款。	拟以不低于 27.95 元/股的价格,非公开发行股票不超过 15500 万股
2011 年 8 月 22 日	公司债	12 亿元	偿还公司的短期借款,改善债务结构	

数据来源：公司公告

锡精矿、铜精矿、锡材加工是公司主要利润来源

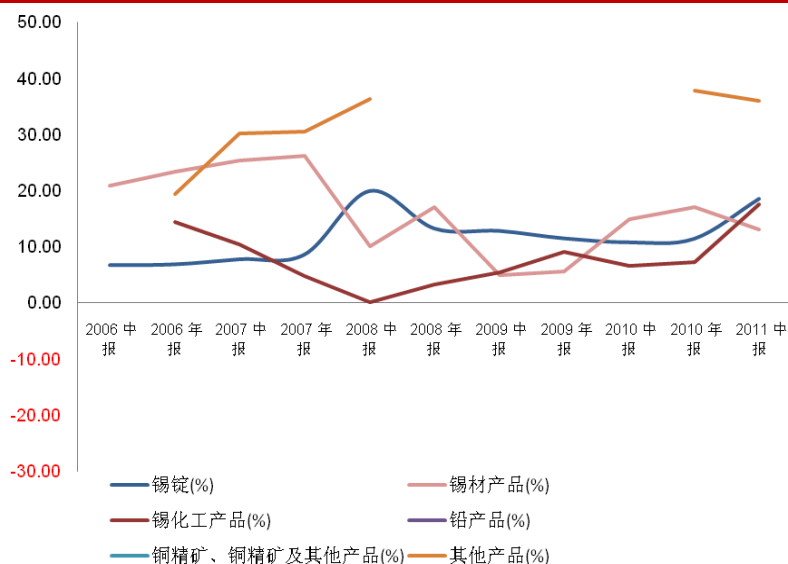
从 2011 年中报数据来看，锡产品依然是公司主要的收入来源，占比超过 80%，铅和铜产品分别占 6%左右。

图表 4 主营业务收入来源



数据来源：公司公告

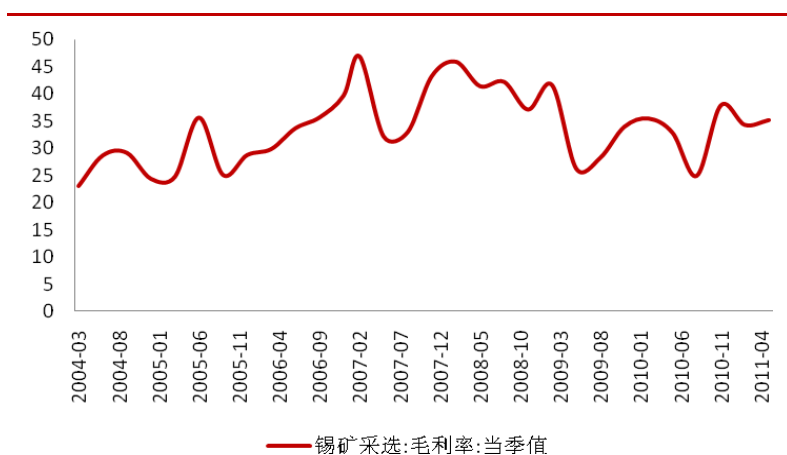
图表 5 各业务毛利率



数据来源：公司公告

从各产品的毛利率水平来看，锡锭、锡材产品近 3 年来均保持稳定增长，这也主要得益于金融危机后金属特别是锡价快速上涨。由于公司只有 30%左右的自产锡精矿，外购的锡精矿毛利率只有 5-10%，一定程度上拉低了公司的综合毛利率。根据我们的测算，自产锡精矿成本约 7-9 万元/吨（矿石品位对成本影响很大），以目前 16 万元/吨（不含税）的销售价格，毛利率应该能在 40%以上，与公司铜精矿的毛利率（44%）相当。同时结合华锡集团（92%的锡精矿自给率）的毛利率水平来看，由于个旧地区锡矿品位略好于广西，所以公司自产锡精矿无疑是最主要的盈利来源。

图表 6 锡矿采选行业毛利率水平



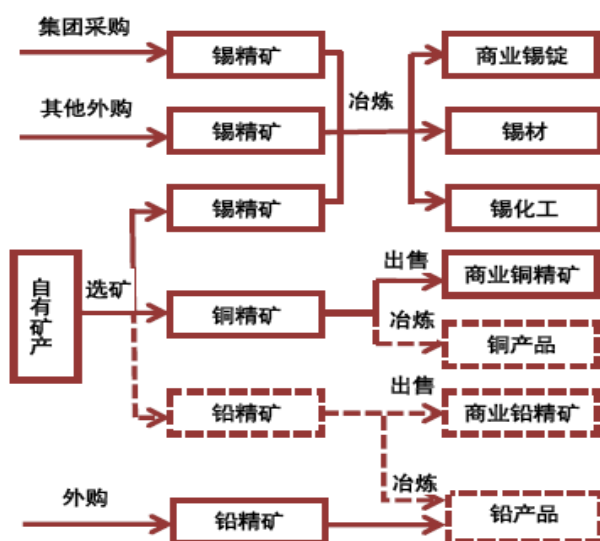
数据来源: 国家统计局

锡材和锡化工产品则是毛利率一直稳定在 15-20%之间, 未来随着无铅焊料的推广, 这部分产品毛利率有一定提升的空间。

10 万吨铅冶炼生产线由于刚投产还未达产, 自产铅精矿不足一万吨, 所以目前铅产品还处于亏损状态, 随着生产线逐步达产, 预计会扭亏, 但铅、锌今年价格走势偏弱, 单纯冶炼只能保持盈亏平衡, 难以创造大的利润。

10 万吨铜冶炼生产线是即将要增发的主要项目之一, 目前自产铜精矿约 1.3-1.5 万吨, 增发项目预计每年可增加 7000 到 8000 吨自产铜精矿 (预计投产初期难以达到可行性报告中的产量)。根据披露的增发项目可行性公告, 新注入的铜矿品位较高, 我们估算自产铜精矿成本能低于 3 万元/吨的行业平均水平, 出于谨慎原则, 我们仍旧按 3 万元/吨的成本来计算, 预计这部分毛利率能保持在 40%左右。未来 10 万吨铜冶炼生产线达产后, 70%铜精矿需要外购, 以目前 2800 元/吨的冶炼加工费来看, 基本是盈亏平衡, 盈利主要依靠金、银、硫酸等副产品, 所以达产后铜业务的收入会增加, 但毛利率会下降。

图表 7 公司主要业务流程图



注：——表示截至 2011 年 3 月已有业务

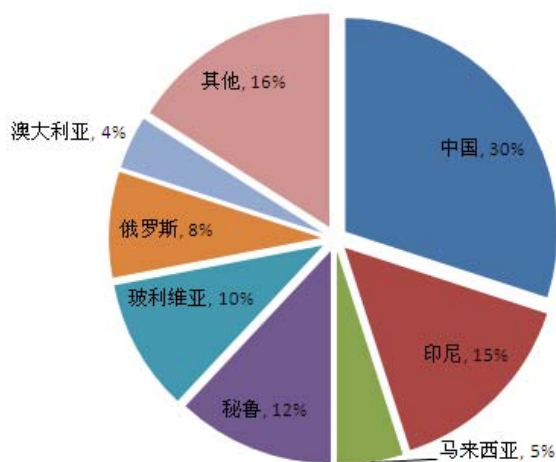
--- 表示截至 2011 年 3 月未发生或少量发生业务

数据来源：公司公告

全球锡精矿供给增长缓慢

锡在地壳中的含量为 0.004%，丰度低于铜、铝等常见基本金属，和铜类似，全球锡储量分布也是比较集中。全世界锡资源比较丰富的国家有中国、智利、玻利维亚、马来西亚、印度尼西亚、巴西、俄罗斯等，储量占比分别是：

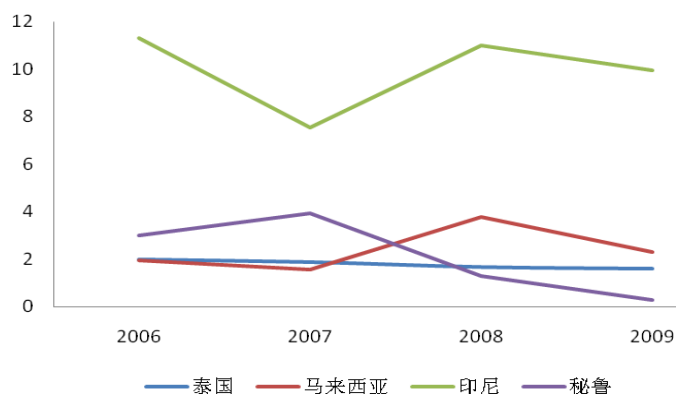
图表 8 全球锡储量分布



数据来源：ITRI

中国是全球最大的产锡国和消费国，印尼是最大的锡出口国，主要出口至日本等东亚国家，马来西亚也曾经是主要锡精矿出口国，但近几年面临资源枯竭的问题，出口量逐年下降。根据美国地质局的数据，全球锡可开采年限只有 19 年，是基本金属中可开采年限最短的品种。

图表 9 印尼等国锡精矿出口量（万吨）



数据来源：中国有色金属工业年鉴

由于储量分布集中，全球锡行业的集中度也很高，前八大锡企业就占到全球产量的 80%。其中锡业股份占全球产量约 16%，是最大的锡冶炼企业。

图表 10 全球前十大锡生产企业产量

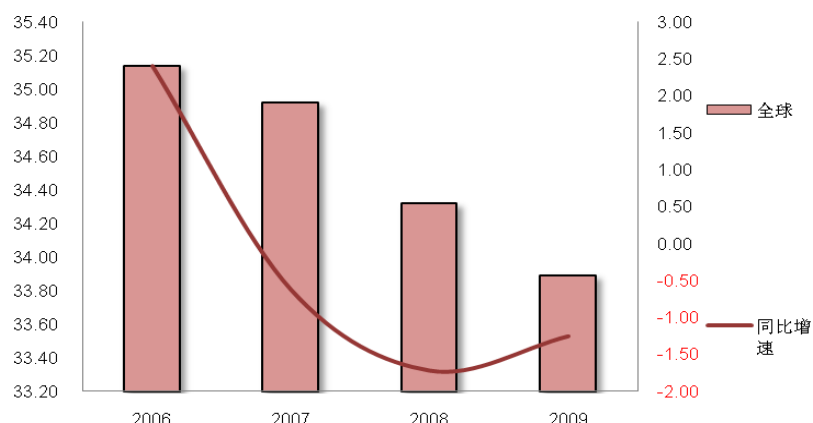
企业	2009 年精锡产量	同比增长
云南锡业	55898	-4.2%
印尼天马 (Timah)	45800	6.6%
马来西亚 MSC	36407	15.1%

秘鲁米苏尔 (Minsur)	33920	10.6%
泰国 Thaisarco	19300	-11.2%
云南乘风	14947	4.2%
EM Vinto	11805	3.8%
柳州华锡	10500	-12.8%
Metallo Chimique	8690	15.7%
科巴 (Koba Tin)	7455	-4.5%
Gold Bell Group	4650	-5.8%
OMSA	2745	4.9%

数据来源: ITRI

近几年全球锡产量增长缓慢, 也没有大型锡矿山建设计划, 导致未来几年锡供应一直处于偏紧的状态。

图表 11 全球锡产量及增速



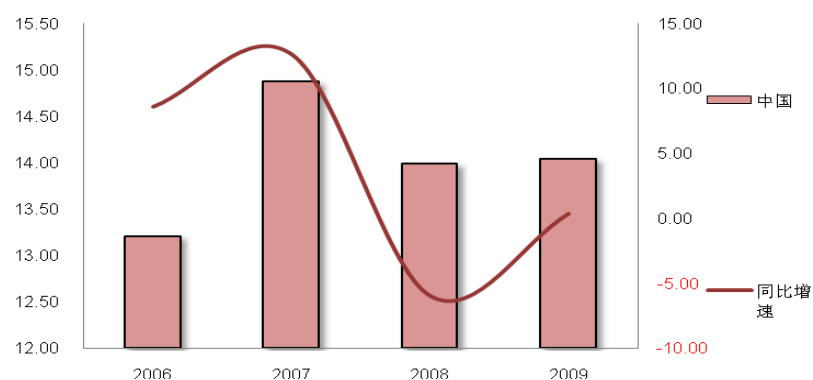
数据来源：中国有色金属工业年鉴

中国锡精矿实行生产、出口配额管理

我国锡储量丰富，可开采储量约 150 万吨，每年消费约 16 万吨，如果全部使用自产锡精矿，可开采年限只有不到 10 年。出于对不可再生资源的保护，我国从 2002 年开始就实行生产和出口配额管理。

商务部每年也会下达锡精矿的生产指令性计划，每年计划产量增长 5-10%，近五年复合产量增速只有 6.8%，尽管多多少少会存在超采，但近几年我国锡精矿产量基本维持在 8% 左右（08 年由于金融危机，产量下降 14%）。

图表 12 中国锡产量及增速

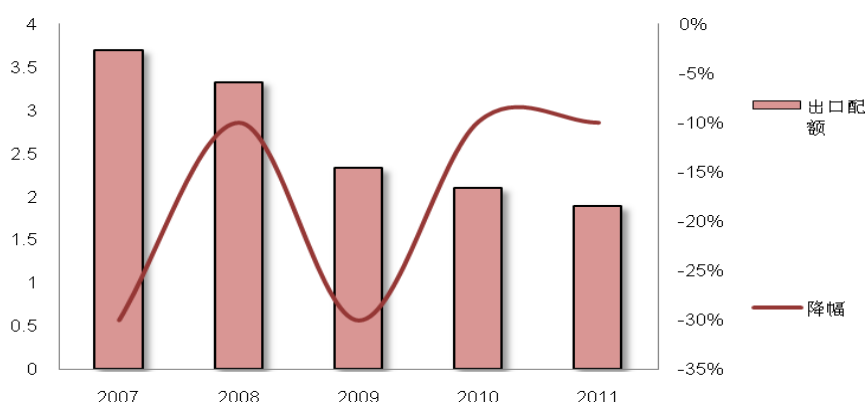


数据来源：中国有色金属工业年鉴

另一方面，国家加强了对锡产品出口的控制。2005 年末国家发改委等部委发布《关于控制部分高耗能、高污染、资源性产品出口有关措施的通知》（发改经贸[2005]2595 号），要求从 2006 年 1 月 1 日起，

将 9 个税则号下所有锡及其制品、锡废碎料的出口退税率下调到 5%。2006 年财政部等部委下发《关于调整部分商品出口退税率和增补加工贸易禁止类商品目录的通知》(财税[2006]139 号),要求从 2006 年 9 月 14 日起,锡锭、铅锭及焊锡条等产品的出口退税被取消。自 2008 年 1 月 1 日起,国家开始对锡产品出口征收关税,其中锡矿砂及精矿为 20%,非合金锡 10%,锡废碎料 10%。除了关税调整,从 2007 年至今出口配额不断减少,2011 年的出口配额仅相当于 2007 年的一半。

图表 13 我国锡出口配额逐年减少

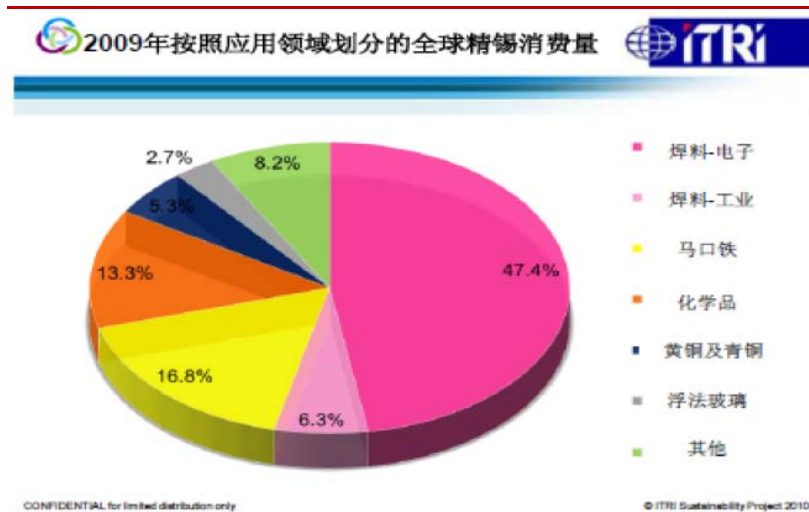


数据来源: 商务部

下游消费还看电子行业增速, 无铅焊料是看点

锡是人类最早开始使用的几种金属之一, 铜、锡合金即是大名鼎鼎的“青铜”。由于锡有杀菌功能, 早期主要用于容器, 但由于锡价日渐走高, 锡容器逐渐被其他金属所代替, 根据国际锡研究所 (ITRI) 的统计, 现今超过一半的锡的用于电子和工业中的锡焊料。

图表 14 锡主要下游消费领域



数据来源: ITRI

锡焊料。以锡铅合金为主，有的锡焊料还含少量的铋。含铅 38.1% 的锡合金俗称焊锡，熔点约 183℃，用于电器仪表工业中元件的焊接，以及汽车散热器、热交换器、食品和饮料容器的密封等。

电子产品报废以后，PCB 板焊料中的铅易溶于含氧的水中，污染水源，破坏环境。20 世纪 90 年代中叶日本和欧盟，就已经作出了相应的立法。日本规定 2001 年在电子工业中淘汰铅焊料，欧盟的淘汰期为 2004 年，美国 2008 年全面使用无铅产品，我们国家正在进行研究和开发无铅产品。无铅焊料通常是 Sn（锡）-Ag（银）-Cu（铜）合金，其中含锡 90% 以上，银 4%，其他为铜或其他金属。相比之前的有铅焊料，如果全面使用无铅焊料，锡的用量提高了 30%。根据中国电子材料协会锡焊料分会的统计，中国 2010 年锡焊料共消耗精锡约 8.46 万吨，其中无铅焊料（部分出口）消耗精锡 4.6 万吨，占总用量的 46.9%，如果未来有 50% 的有铅焊料替换成无铅焊料，将多消耗精锡 9950 吨，即我国每年精锡消费量将提高约 11.85%。

按照国际锡研究所的统计数据，2011 年全球锡供需缺口是 1-1.5 万吨，巴克莱认为 2011 年全球锡供需缺口是 6000 吨，如果中国再增加 9950 吨的消费量，将导致锡的供应更加紧张。

图表 15 全球锡供需平衡表（巴克莱）

Figure 1: Barclays Capital global supply and demand summary for tin

(www.shmet.com)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F	2013F	2014F
Global production	347	355	345	322	334	352	360	364	372	380
y/y change (%)	12.5%	2.3%	-2.7%	-6.8%	3.8%	5.5%	2.3%	1.1%	2.2%	2.2%
Global consumption	333	362	356	340	320	364	366	370	375	380
y/y change (%)	3.4%	8.8%	-1.7%	-4.5%	-5.9%	13.8%	0.5%	1.1%	1.4%	1.3%
US stockpile sales	8	9	8	4	0	0	0	1	2	3
Global balance	14	-8	-11	-18	14	-12	-6	-6	-3	0
Total reported stocks	37	34	32	31	46	34	28	22	19	19
Stocks-to-consumption ratio (wks)	5.7	4.8	4.6	4.7	7.5	4.9	4.0	3.1	2.7	2.7
LME cash price (US\$/t)	7,375	8,761	14,542	18,500	13,579	20,407	31,486	37,000	34,000	32,000
LME cash price (USc/lb)	335	397	660	839	616	926	1,466	1,678	1,542	1,451

Source: CBII, ITRI, Barclays Capital

数据来源：巴克莱

图表 16 全球锡供需平衡表（ITRI）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011f
产量 ('000t)	301	315	354.6	436.5	337.1	338.1	335.2	343.5
DLA 抛销量	12	12	9.3	7.7	3.9	0	0	0
消费量	327	335	367.6	355.8	348.4	320.2	350.3	360
市场平衡	-14	-8	-3.7	-1.6	-7.4	13.6	-15	-17

数据来源：ITRI

根据 Prismark 预测，2011 年全球 PCB 产值增速将达 7.0%，达到

546 亿美元。2011 年~2015 年期间，全球 PCB 将保持 6.5% 的速度稳定增长，在 2015 年整体规模将有望达到 698 亿美元。

图表 17 全球 PCB 产值

全球 PCB 产值及区域分布（亿美元）

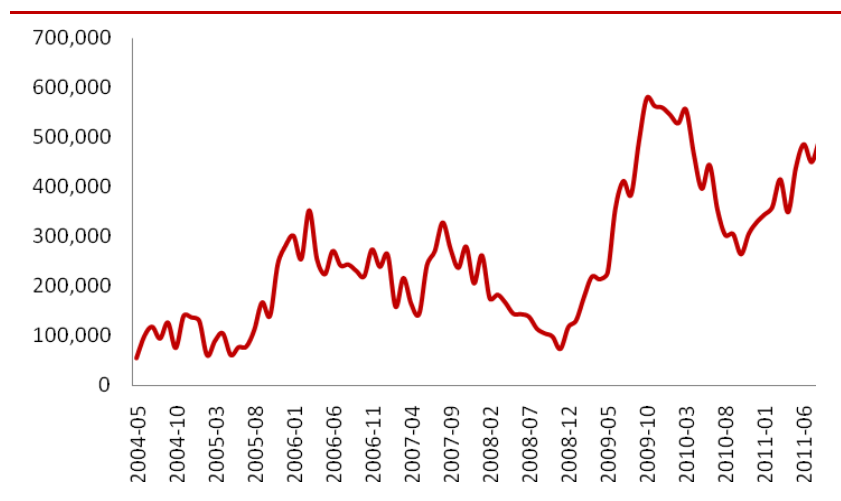


数据来源：Prismark, CPCA

根据 Prismark 的数据,2010 年中国大陆 PCB 产值达到 185 亿美元, 占全球 PCB 总产值的 36.3%。2006 年~2010 年, 中国 PCB 产值的年均复合增长率达到 9.6%, 远高于全球 2.5% 的水平。2008 年下半年起, 受全球金融危机的影响, 国外市场需求下降, 我国的 PCB 行业受到一定冲击。但随着近两年外围市场需求的回升和国内国家经济刺激增长政策的影响, 中国的 PCB 市场在 2010 年强劲增长 29.8%。2011~2015 年中国 PCB 市场预测复合增速将达到 11.5%, 也将高于全球水平。

不过, 近期 LME 的锡库存再次上升, 接近 2009 年的高点, 这将在短期一定程度上抑制锡价的表现, 但随着下半年尤其圣诞节到来, 电子行业订单的不断放量将有利于库存的逐步消化。

图表 18 LME 锡库存



数据来源: LME

流动性泛滥导致金属价格易涨难跌

对于铜、石油这类不可再生的资源品，通常认为有着天然对抗通胀和货币贬值的功能，所以有色金属同时兼具商品属性和金融属性，在宏观经济不出现大幅波动的情况下，大宗商品的金融属性往往会放大其价格波动的幅度。

2011 年 7、8 月间，在经历了美债、欧债危机、标普下调美债评级之后，全球股市、商品市场均在短时间内大幅下挫，欧美发达国家 GDP 增长不及预期，失业率反弹，一时间市场反应出现恐慌，投资者担心 2008 年的一幕再次上演，金价一度上冲至 1911 美元/盎司，不过与 08 年有一点很大的不同是：之前均认为美元和黄金都是避险品种，这一次美元则几乎是一直围绕 74 上下波动，这说明市场已经认识到美元难以摆脱长期贬值的“宿命”。

果然，在 8 月底的全球央行会议上，尽管美联储主席伯南克的讲话并没有暗示将会推出第三轮量化宽松政策（QE3）出乎市场预期，而随后，他又称 9 月 20 日及 21 日议息会议上进一步讨论支持经济的可能货币政策，考虑到 Fed 之前已经宣布将把零利率维持至 2013 年，伯南克除了进一步释放流动性，似乎也没有太多应对的手段。8 月 29 日，欧洲央行行长特里谢表示，欧洲区的经济增长比预期要差，欧洲央行正重新评估通胀风险，这一表态或许意味着欧洲央行的加息举动即将暂停。稍早前的 8 月 4 日，日本央行宣布考虑把国债购买计划规模扩大 1.5 万亿日元。眼看着全球新一轮的“货币战争”将硝烟再起，各国货币争相贬值，尽管存在边际效应递减的可能，但在流动性泛滥的大前提下，我们判断大宗商品将维持高位振荡、难以大幅下挫的局面。

不可否认，这种由于货币贬值而导致的商品价格上涨并非我们所希望看到的现象，稍有不慎，就很有可能导致宏观经济出现“滞胀”，后果将更加严重。但在目前情况下，为了防止经济进入“通缩”，流动性枯竭导致金融机构倒闭，放松流动性也只能是两害相权取其轻的做法。未来我们只能寄希望于各国政府能切实拿出刺激经济、结构改革的有效手段。我们相信最恐慌的时候已经过去，但这复苏之路要比我们原先预期的要漫长和复杂得多。

资源前景广阔，存在持续矿山注入可能

我国的锡矿在地区分布上极不均衡，主要集中在云南南部、广西东北部和西北部。其次是广东、湖南和江西等省。尤其是位于云南哀牢山区的个旧市，是世界已知最大的锡矿藏之一，锡产量居全国第一，约占全国锡产量的 50%，素有“锡都”之称。整个个旧地区只有一张锡精矿采矿证，归锡业股份所有，所以公司锡储量前景十分广阔，只是受政策所限，无法全部采用自产锡精矿。

公司目前拥有锡、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。同时个旧地区勘探潜力巨大，已探明的各种有色金属资源储量 1,000 多万吨，其中锡资源储量约 200 多万吨，是目前全球已知最大的锡矿集聚区。个旧矿区有良好的成矿条件，目前地质勘探区域仅为个旧矿区 15%，进一步找矿的前景广阔。

此次定向增发拟利用募集资金对个旧矿区老厂矿田风流山锡铜多金属矿进行详查、对个旧矿区高松矿田高峰山矿段锡铜矿进行整体勘查、对个旧矿区卡房矿田大白岩锡铜多金属矿进行详查。预获 331+332+333 类资源量 82.85 万吨，其中锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨。

2006 和 2007 年，国家发改委相继发布了《铜铅锌行业准入条件》，要求单系统铜熔炼能力要在 10 万吨/年及以上，自有矿山原料比例达到 25%以上。新建铅锌冶炼项目的原料自给率达 30%以上，新建单系列铅冶炼项目能力达年产 5 万吨以上；新建单系列锌冶炼项目年产达 10 万吨及以上。即便加上定增项目中的卡房分矿的铜精矿产量，公司两条铜和铅冶炼生产线自给率都不到 15%，所以未来有持续矿山注入的可能。

根据公司规划：“‘十二五’期间建成六大坑下生产基地和三大选矿基地，实现新增有色资源储量 200 万吨目标，采选规模达 1000 万吨/年。…最终实现原料自给率达 50%以上”。尽管 50%的资源自给率还是一个相对远期的目标，但我们认为 2015 年前将自给率提高到 30%的概率

很大。

短期业绩增长空间来自卡房和屋场坪

公司已经是世界锡行业的龙头企业，公司锡产品 2010 年的国际和国内市场占有率分别为 16.75%和 41.59%，是全球最大的锡生产、出口基地和最大的锡化工基地。未来业绩增长空间主要来自三块：

- 1、锡精矿产量保持年 5-10%的增速，锡价每上涨 1 万元/吨，可增厚 EPS0.128 元。
- 2、郴州屋场坪矿今年上半年刚投产，目前产能利用率只有 50%左右，达产后可年生产 1388 吨锡精矿和 638 吨铜精矿。
- 3、卡房矿注入并达产。达产后新增铜精矿 1 万吨/年，钨精矿 2300 吨/吨。

卡房分矿注入后，我们预估 2011-2014 年各品种精矿产量：

		2011	2012	2013	2014
卡房矿	铜精矿		6000	8000	10000
	钨精矿		1000	1500	2200
郴州屋场坪矿	锡精矿	700	900	1100	1300
	铜精矿	300	400	500	600
塘子凹、老厂分公司和大屯锡矿	锡精矿	16500	17200	17900	18300
	铜精矿	13000	13800	14200	14500
	铅精矿	6000	700	8000	1000
合计	锡精矿	17200	18100	19000	19600
	铜精矿	13300	20200	22700	25100
	铅精矿	6000	700	8000	1000
	钨精矿		1000	1500	2200

盈利预测与估值分析

我们预计 2010-2013 年各产品均价分别是：

主要产品价格 (元/吨)	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
铜锭	58150	67,780	69,247	71,272
增长		15%	12%	7%
铅锭	16034	16,439	17,283	18,311
增长		2%	6%	5%
锡锭	150320	17,7370	19,310	20,092
增长		15%	12%	10%
钨精矿	75000	135000	150000	180000
增长		125%	15%	12%

除了自产精矿之外，铜、铅冶炼基本处于盈亏平衡状态，锡冶炼毛利 10-13%，另外锡化工和锡材等深加工毛利率保持 15% 的水平，我们预测公司 2011-2013 年 EPS（未摊薄）分别是 0.89 元、1.26 元、1.55 元，以 9 月 2 日收盘价计算，对应 2011 年 PE 30.6 倍，目前价格已经低于定增最低价，安全边际高，给予“买入”评级。

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（万元）	9266.96	16217.17	24001.41	30001.77
主营收入增长率%	29.52%	75.00%	48.00%	25.00%
净利润（万元）	366.47	801.63	1138.22	1403.02
净利润增长率%	172.70%	118.74%	41.99%	23.26%
每股收益（元）	0.404	0.884	1.256	1.548
PE	68.67	31.39	22.11	17.94
PB	5.43	5.24	4.99	4.72

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9162.91	7154.94	9266.96	16217.17	24001.41	30001.77
减：营业成本	8006.51	6281.02	7982.25	13865.68	20641.22	25861.52
营业税金及附加	45.69	42.81	56.28	98.48	145.75	182.19
营业费用	124.68	120.61	135.57	237.25	351.13	438.91
管理费用	344.98	327.71	444.97	778.69	1152.46	1440.58
财务费用	311.61	181.68	209.85	296.14	374.85	431.74
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
营业利润	-13.84	137.57	370.59	940.93	1336.00	1646.81

加: 其他非经营损益	3.79	20.72	45.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	-10.05	158.28	416.00	940.93	1336.00	1646.81
减: 所得税	-33.67	26.84	50.37	141.14	200.40	247.02
净利润	23.62	131.44	365.63	799.79	1135.60	1399.79
减: 少数股东损益	-1.99	-2.94	-0.84	-1.84	-2.62	-3.23
归属母公司股东净利润	25.61	134.39	366.47	801.63	1138.22	1403.02
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	328.03	387.02	921.14	162.17	240.01	300.02
应收和预付款项	731.20	940.79	1499.38	2365.80	3363.86	3802.81
存货	2088.96	1776.00	3357.81	4714.70	7302.48	7753.92
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	4559.39	3931.54	3303.69
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
资产总计	6781.05	7467.39	11420.02	12198.23	15175.78	15446.78
短期借款	2702.81	2095.28	4044.04	4329.92	6720.14	6531.14
应付和预收款项	402.36	417.87	610.84	940.37	1294.58	1467.22
长期借款	1215.72	1909.34	1493.00	1493.00	1493.00	1493.00
其他负债	10.75	475.74	634.98	633.58	633.58	633.58
负债合计	4331.64	4898.24	6782.86	7396.87	10141.30	10124.93
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	1712.00	1947.75	2238.34
归属母公司股东权益	2444.45	2567.16	4637.89	4803.92	5039.67	5330.26
少数股东权益	4.96	1.99	-0.72	-2.57	-5.18	-8.41
股东权益合计	2449.40	2569.15	4637.17	4801.36	5034.48	5321.85
负债和股东权益合计	6781.05	7467.39	11420.02	12198.23	15175.78	15446.78
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	-111.71	-1035.06	1793.18
投资性现金净流量	-942.14	-642.01	-1465.22	-1.40	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-221.99	118.26	1821.23	-645.85	1112.90	-1733.18
现金流量净额	-69.48	-52.17	533.83	-758.97	77.84	60.00

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，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，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及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。