

深耕细作带来盈利拐点，上调评级至强烈推荐

——锡业股份（000960）深度报告

2013年4月9日

强烈推荐（上调）

锡业股份

深度报告

摘要：

- **供给偏紧，需求回升，锡价中长期走势乐观。**主要原因有：（1）供给上，锡矿可采储量连年下降，且我国和印尼加大了对锡的保护力度，锡矿供应不足；（2）需求上，锡的绿色环保性能决定了在传统领域中可替代性较差，今年1月份北美半导体市场恢复迅速，将带动锡需求的回升；与此同时新兴领域又不断出现；（3）印尼、秘鲁等地优质矿产消耗、通胀以及人工成本上升导致锡矿现金生产成本提升。因此即使考虑到宏观经济、金融市场等不确定性因素扰动，中长期锡价走势仍乐观。
- **公司是锡行业龙头，2013年自产矿提升幅度较大。**公司自2005年至今锡金属产销量位居全球第一，目前在锡产业链上已建成集矿山勘探、采矿、选矿、冶炼、深加工、综合回收（副产品）为一体的完整的业务架构。2013年随着锡采矿平台建设完成以及铜、铅矿山的收购，公司矿自给率逐步提升；同时随着综合回收系统和原料结构调整，公司冶炼业务效益也将大幅改善。公司依托云锡集团，未来在资源获取上有天然优势。
- **定增项目将增强公司矿产储备及采选能力，提升公司运营效率。**公司定增项目：（1）10万吨铜冶炼项目预计今年将会贡献收益；（2）卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目，预计将增加铜、钨金属储量12.03万吨和2.53万吨，并新增2000吨/日单铜选矿和3000吨/日多金属选矿的能力；（3）个旧矿产资源勘查项目，公司预获资源量82.85万吨（包括锡24.48万吨、铜55.24万吨和钨3.13万吨）。
- **2013年迎来盈利拐点，上调评级至“强烈推荐”。**我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.04/0.44/0.81元，对应PE为437/42/22倍。考虑到公司矿产量的提升、冶炼业务逐步贡献收益、盈利拐点已现，且在资源获取方面有较强的能力，上调公司至“强烈推荐”评级，6个月目标价25元（对应2014年动态PE30.8倍）。

财务指标预测

指标	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	12,870.41	16,562.74	19,570.63
增长率（%）	0.22%	28.69%	18.16%
净利润（百万元）	41.28	430.89	804.74
增长率（%）	-94.13%	943.78%	86.76%
净资产收益率（%）	0.77%	7.74%	13.48%
每股收益（元）	0.042	0.436	0.814
P/E	437.9	42.0	22.5
P/B	3.4	3.2	3.0

林阳

有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

010-66554024 linyang@dxzq.net.cn

张方

有色金属行业高级分析师

执业证书编号：S1480512040003

010-66554023 zhangfang@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(9.30)

总资产（百万元）	20716
股东权益（百万元）	906
每股净资产（元）	5.74
市净率（X）	3.3
负债率（%）	74.73%

交易数据

52周股价区间（元）	16.60-24.20
总市值（万元）	17000
流通市值（万元）	17000
52周日均换手率	0.77%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

锡业股份（000960）调研快报：锡业龙头多元发展，业绩受益锡价上涨（20111213）

目 录

1. 供给偏紧，需求回升，锡价中长期走势乐观	4
1.1 供给：紧缩是趋势	4
1.2 需求：传统领域回升趋势确立，新兴领域前景广阔	6
1.3 锡价中长期走势乐观	7
2. 公司是全球锡业龙头	8
2.1 公司是全球最大的锡生产企业	8
2.2 锡采矿平台建设完成及铜、铅矿山收购保障矿自给率逐步提升	9
2.3 综合回收系统和原料结构调整保障冶炼业务效益提升	10
2.4 依托云锡集团，资源获取能力强	11
3. 定增项目将增强公司矿产储备及采选能力，提升运营效率	11
4. 公司迎来盈利拐点，上调评级至“强烈推荐”	12
4.1 2013年公司迎来盈利拐点	12
4.2 上调评级至“强烈推荐”	13
5. 风险提示	14

表格目录

表 1: 全球精锡供应/需求平衡表 (单位: 千吨)	7
表 2: 公司自产矿产量及自给率预测 (单位: 吨)	10
表 3: 公司的先进技术和设备	10
表 4: 公司资源储量规划	11
表 5: 公司增发前后资源储量变化 (单位: 万吨)	12
表 6: 公司非公开发行项目及预期效益 (单位: 亿元)	12
表 7: 主要产品价格假设 (元/吨, 含税)	12
表 8: 主要产品销量假设 (吨)	13
表 9: 每股收益敏感性分析表	13
表 10: 盈利预测及关键指标	14
表 11: 主要相关公司盈利预测和估值 (元)	14

插图目录

图 1: 2012 年全球锡矿储量占比	4
图 2: 2012 年全球锡矿产量占比	4
图 3: 我国锡矿产量分布	4
图 4: 云南、广西锡月度产量 (单位: 吨)	4
图 5: 近年全球和我国锡矿储量呈下降趋势 (单位: 万吨)	5

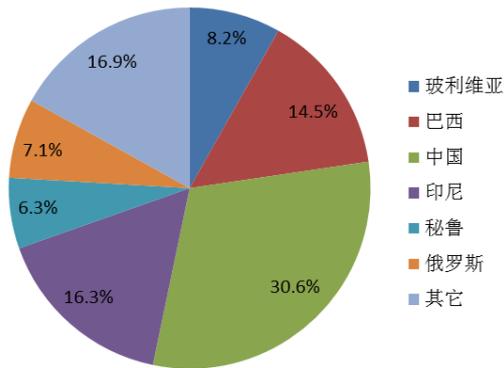
图 6: 重点小金属开采年限对比 (单位: 年)	5
图 7: 重要国家锡矿产量及增长率 (单位: 吨)	5
图 8: 近年全球 10 大锡厂商产量 (单位: 吨)	5
图 9: 近年锡需求结构变化.....	6
图 10: 电子行业中锡消费占比	6
图 11: 美国计算机/通讯设备/半导体产能利用率底部回升.....	7
图 12: 北美半导体行业领先指标 BB 值大幅回升	7
图 13: 锡的新型领域前景广阔	7
图 14: 长江现货锡价 (单位: 元/吨)	8
图 15: LME 锡价及库存 (单位: 美元/吨)	8
图 17: 公司最近三年一期的收入结构	9
图 18: 公司最近三年一期的毛利结构	9

1. 供给偏紧，需求回升，锡价中长期走势乐观

1.1 供给：紧缩是趋势

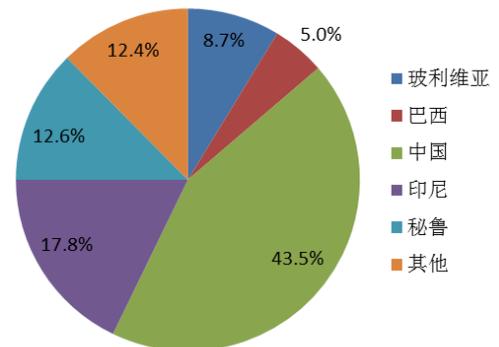
锡储量较少且集中，我国是锡矿储量和产量大国。锡在地壳中含量仅为 0.0002% 左右，是稀缺金属，主要分布在太平洋地区，其中亚洲国家储量较为丰富，其次是南美洲、非洲、澳洲及欧洲。根据 USGS2013 年数据，全球已探明储量为 490 万吨，其中中国、印尼、秘鲁、巴西四国合计占世界总储量的 68%，中国占比 30.6%，是世界第一大锡资源国。2012 年全球锡矿产量 23 万吨，中国、印尼、秘鲁、玻利维亚产量占比分别为 43.5%、17.8%、12.6%和 8.7%。储量和产量的集中性较强对供给的波动性影响很大。

图 1：2012 年全球锡矿储量占比



资料来源：USGS、东兴证券

图 2：2012 年全球锡矿产量占比



资料来源：USGS、东兴证券

我国的锡矿我国锡储量主要集中在云南、广西、广东、湖南、内蒙古、江西 6 个省区，云南主要集中在个旧，广西主要集中在大厂，个旧和大厂两个地区的锡储量占据全国总储量的 40% 左右。我国锡产量主要集中在云南和广西两省，2012 年我国 13.8 万吨，云南和广西占比分别为 56.7%和 10.9%。

图 3：我国锡矿产量分布

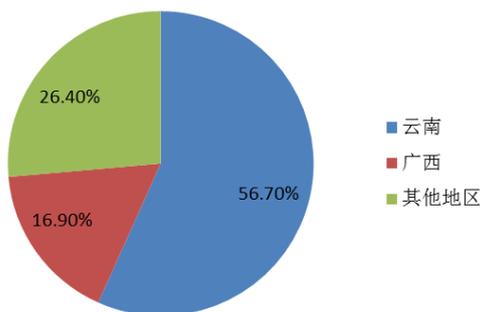
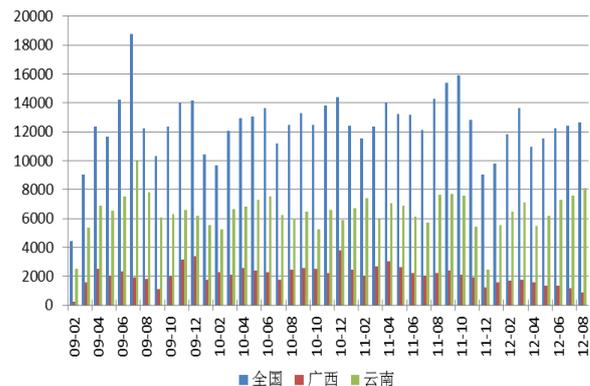


图 4：云南、广西锡月度产量（单位：吨）

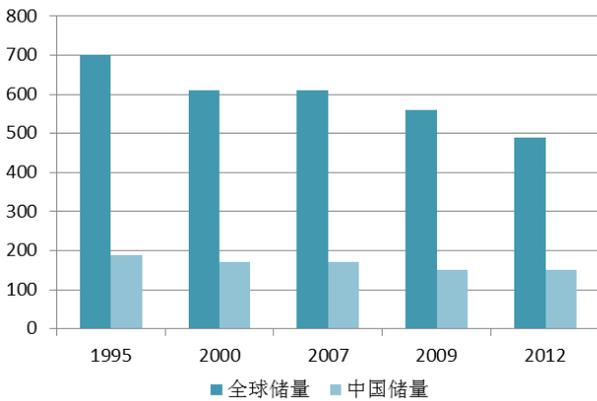


资料来源：Bloomberg，东兴证券

锡储量下降和较低的储采比是制约锡矿产量增长的重要因素。由于近年没有新发现大型锡矿，全球锡资源储量不断下降，2012年全球锡储量较1995年下降34.7%；我国锡储量较1995年下降21.1%。另外，从这些小金属的开采年限看，锡位居后列，全球开采年限不到20年，我国仅为13年。

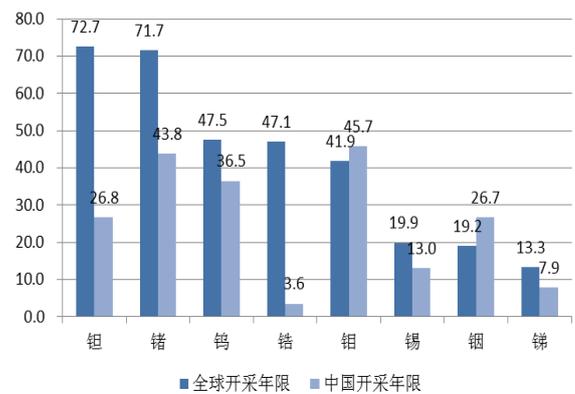
资料来源：Bloomberg，东兴证券

图 5：近年全球和我国锡矿储量呈下降趋势（单位：万吨）



资料来源：USGS，东兴证券

图 6：重点小金属开采年限对比（单位：年）



资料来源：USGS，东兴证券

我国对锡矿实施保护性开采政策。锡作为重要的稀缺资源，是我国商务部确定收储的10种小金属品种之一，我国近年通过出口配额、出口税率调整以及鼓励地方整合提升集中度等途径，对锡资源加以保护，从而对获取锡价的定价权。从锡矿产量数据看，2012年我国锡矿产量约10万吨，同比下降16.7%，较2007年13.5万吨下降25.9%。

国际上，印尼、秘鲁产量也出现明显下滑。近年来印尼政府出台一系列政策，旨在保护本国锡资源，政策包括设定出口配额、停止新采矿证、加紧对非法开采监管力度，关停非法运营小矿山等。2012年印尼锡矿产量4.1万吨，同比下降2.4%，但较2007年10.2万吨大幅下降59.8%。秘鲁锡矿产量自2002年以来也大幅下降，近两年稳定在3万吨左右，2012年产量2.9万吨，较2002年6.45万吨下降55%。由于其唯一矿山 san rafeal 将于2016年前后关闭，秘鲁未来几年产量仍将大幅下降。

图 7：重要国家锡矿产量及增长率（单位：吨）

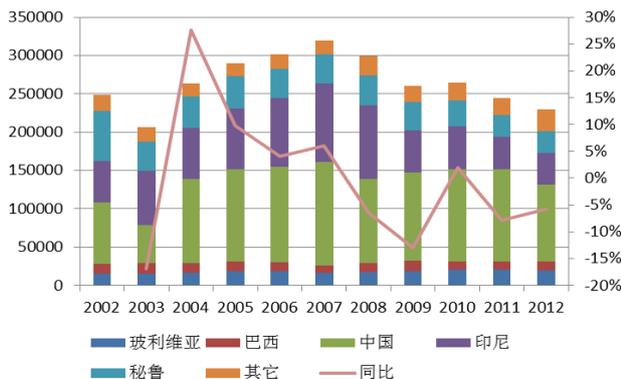
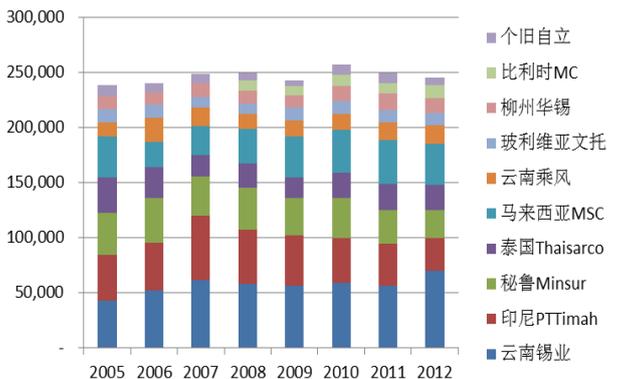


图 8：近年全球 10 大锡厂产量（单位：吨）



资料来源：USGS、东兴证券

资料来源：ITRI、东兴证券

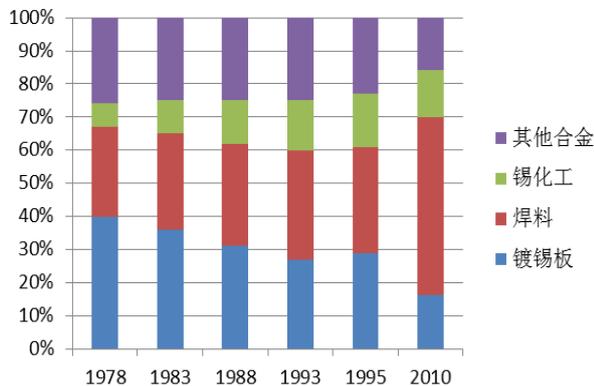
2012 年全球锡矿 23 万吨，同比下降 5.74%，较 2007 年 32 万吨下降 28.1%。另外，从近年占全球供应量约 80% 的 10 大精锡生产商产量可以看出，2005 年以来，总产量基本没有增长，2012 年有 7 家产量出现下降。其中，印尼 PT 天马公司和秘鲁明苏尔公司产量分别为 2.96 万吨、2.54 万吨，同比分别下降 22.4% 和 15.9%。

1.2 需求：传统领域回升趋势确立，新兴领域前景广阔

锡消费主要大国为中国、美国、日本，占比分别为 28%、16% 和 10%。锡的消费得益于全球经济的快速增长和消费结构升级，特别是日本于 2003 年起停止使用有铅焊料，欧盟颁布法令明确规定 2006 年 7 月 1 日起禁止使用有铅焊料以来，无铅产品高速增长，市场份额大大扩张。锡在传统领域中以其优越的性质和“绿色”特性决定了其用途“刚性”，而其用途的广泛性决定了其用量“弱周期性”。

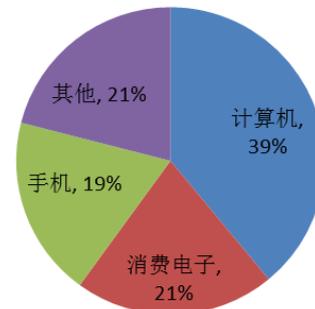
锡的下游消费主要集中在焊料、镀锡板和锡化工等领域，2010 年分别占比 53.5%、16.3% 和 14.2%；其中锡焊料中电子焊料占据 85% 以上的份额。

图 9：近年锡需求结构变化



资料来源：ITRI、东兴证券

图 10：电子行业中锡消费占比



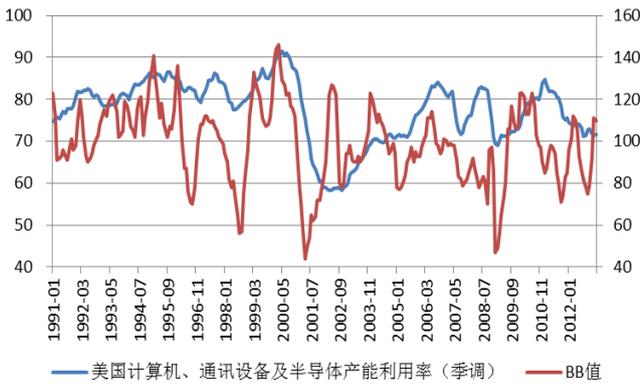
资料来源：ITRI、东兴证券

电子行业是锡下游的主要消费体，占比 50% 以上，电子行业的景气与否很大程度上决定了锡行业需求是否能够回暖。

2013 年 1 月代表全球半导体行业景气的北美市场出现明显好转，其领先指标 BB 值一大幅回升至 111，2 月份稳定在 110，确立了北美半导体行业的复苏趋势。虽然，其半导体设备产能利用率（落后于 B/B 值 2-4 个月）仍处于 70-75% 的低位，但未来回升指日可待。另外，2 月份北美半导体新增订单日和出货额分别为 10.74 亿美元和 9.75 亿美元，回升趋势明显。

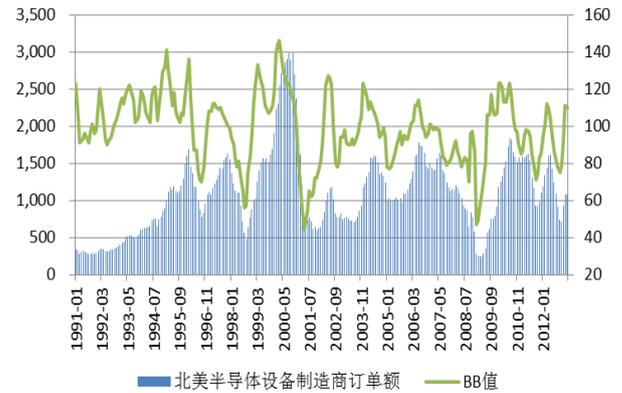
从全球半导体销售数据看，2013 年 1 月为 24.05 亿美元，同比增长 3.75%；其中，亚太、美洲、欧洲和日本销售额分别为 13.98 亿美元、5.94 亿美元、2.63 亿美元和 3.19 亿美元，亚太和美洲地区同比增长 10.43% 和 14.62%，回升趋势明显；欧洲和日本尚在恢复进程中。

图 11: 美国计算机/通讯设备/半导体产能利用率底部回升



资料来源: ITRI、东兴证券

图 12: 北美半导体行业领先指标 BB 值大幅回升



资料来源: ITRI、东兴证券

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、热电、不锈钢、刹车片、无铅轴承等领域，预计随着市场开拓的进展，市场需求将有较大幅度的提升。

图 13: 锡的新型领域前景广阔



资料来源: 东兴证券

1.3 锡价中长期走势乐观

综上所述，我们认为锡价中长期走势乐观，主要原因有：（1）供给上，锡矿可采储量连年下降，锡矿供应不足；（2）需求上，锡的绿色环保性能决定了在传统领域中可替代性较差，同时新兴领域又不断出现，持续的供应缺口使得锡价上涨动能较大；（3）成本支撑，印尼、秘鲁等地优质矿产消耗、通胀以及人工成本上升导致锡矿现金生产成本提升。据 ITRI 分析，全球锡现金成本从 2006 年的 6000 美元升至 2011 年 1.5 万美元，预计 2015 年升至 2 万美元。因此即使考虑到宏观经济、金融市场等不确定性因素扰动，中长期锡价走势仍乐观。

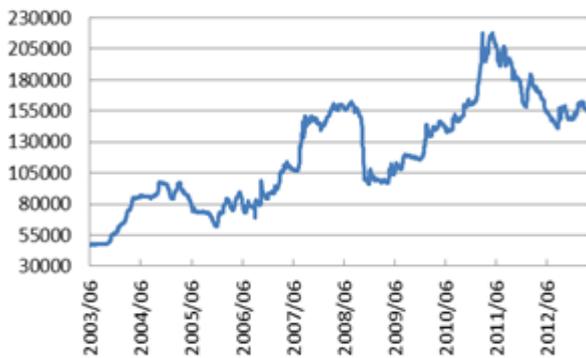
表 1: 全球精锡供应/需求平衡表（单位：千吨）

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
全球						

全球精锡产量	339.7	335.7	354.7	356.1	334.9	340.3
DLA 抛售	3.7	0	0	0	0	0.5
全球精锡消费量	350.7	325.1	362	359.7	342.9	353.6
全球市场平衡	-7.3	10.6	-7.3	-3.6	-8	-12.7
报告库存量						
LME	7.8	26.8	16.4	12.1	10	5
生产商	12.2	7.7	7.8	8.2	6	5
消费者及其他	12.5	11.6	11.1	9.6	9	9
总计	32.4	46.1	35.3	29.9	25	19
全球库存比						
(周消费量)	4.8	7.4	5.1	4.3	3.8	2.8

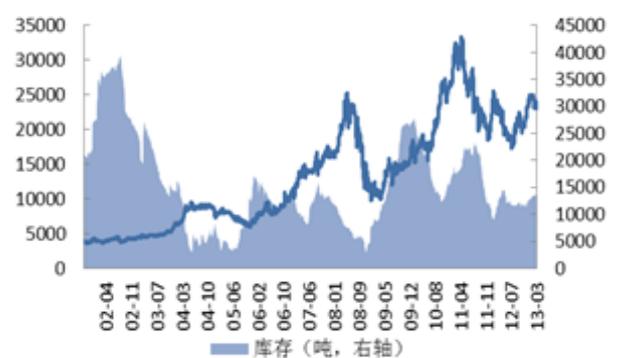
资料来源：ITRI、东兴证券

图 14：长江现货锡价（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg、东兴证券

图 15：LME 锡价及库存（单位：美元/吨）



资料来源：Bloomberg、东兴证券

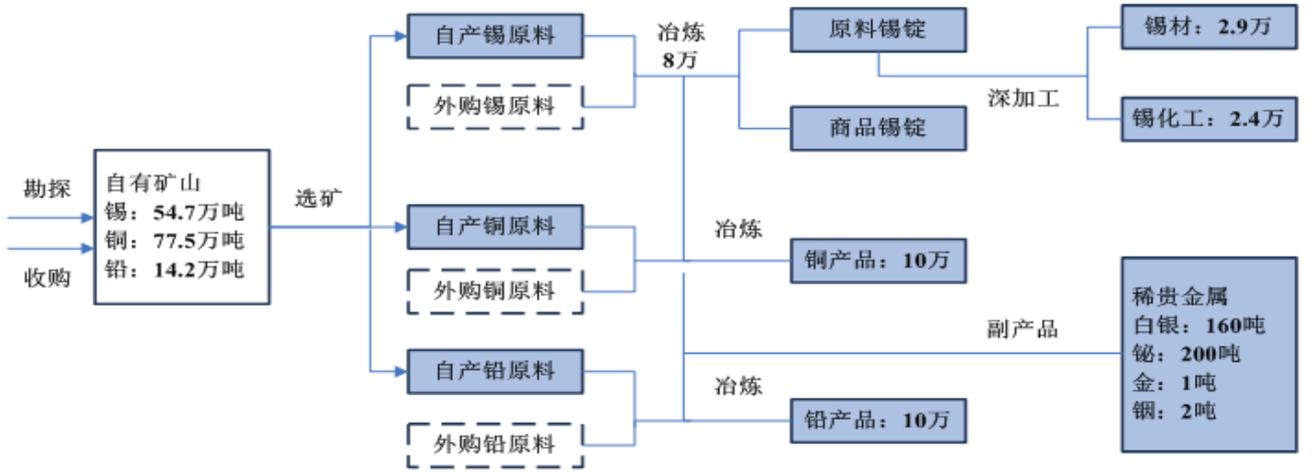
2. 公司是全球锡业龙头

2.1 公司是全球最大的锡生产企业

公司是截至目前国内锡行业唯一的上市公司，于 2000 年在深交所挂牌交易，上市以来生产规模和资产规模不断扩大，并自 2005 年至今锡金属产销量位居全球第一。公司的产品有 40 多个系列 1470 多个品种，其中主要产品包括锡锭、锡材、锡化工产品、铅锭、铜精矿等。2011 年锡锭产量 5.61 万吨，市场份额国内占比 37.57%，国际占比为 15.95%，目前公司在锡产业链上已建成集矿山勘探、采矿、选矿、冶炼、深加工、综合回收（副产品）为一体的完整的业务架构。

同时，公司近年在铜、铅业务上也取得了长足进展，形成了以锡（锡锭、锡材、锡化工）为主，铜、铅及相关副产品（白银、铋、金、铟等）为辅的经营局面。产能方面，公司拥有锡锭 8 万吨、锡化工 2.4 万吨、锡材 2.9 万吨，铜产品 10 万吨，副产品有白银 160 吨、铋 200 吨、金 1 吨、铟 2 吨。资源储量方面，锡 54.7 万吨、铜 77.9 万吨、铅 14.2 万吨。

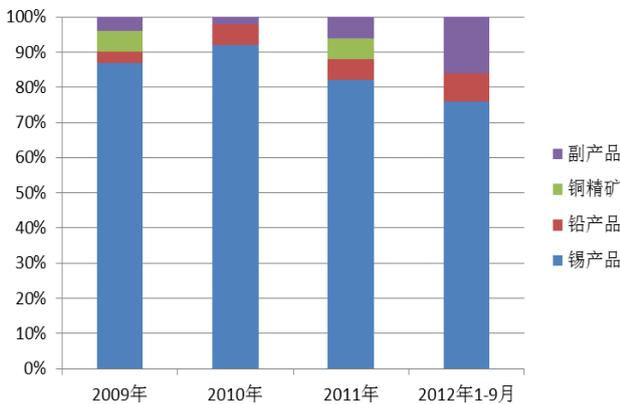
图 16: 公司主要产品流程及产能



资料来源: 公司资料, 东兴证券

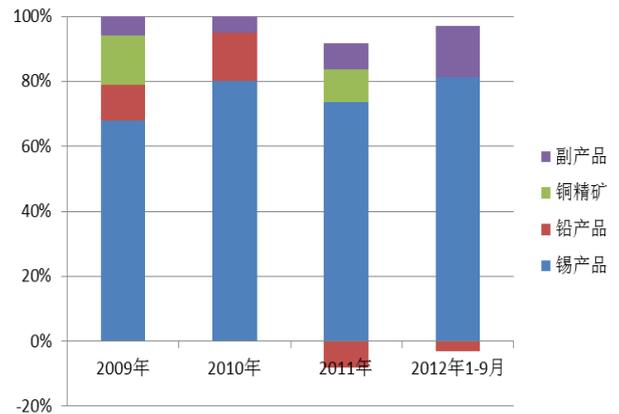
从公司近三年的的收入和毛利结构看, 锡业务占比一直较高, 副产品 (包括银、铋、金等) 的占比逐步提升, 主要是公司冶炼系统完善后收益增加; 铅业务在公司 10 万吨冶炼系统建立后, 受铅价下跌和前期运营成本较高的影响, 2011 年、2012 年 1-9 月亏损。

图 17: 公司最近三年一期的收入结构



资料来源: 公司资料, 东兴证券

图 18: 公司最近三年一期的毛利结构



资料来源: 公司资料, 东兴证券

2.2 锡采矿平台建设完成及铜、铅矿山收购保障矿自给率逐步提升

锡矿方面: 公司目前采矿主要在个旧东区, 东区涵盖的有老厂分公司、采选分公司、卡房分公司和大屯锡矿, 随着矿山的的增长, 现在全部出矿量 700-800 万吨/年; 选矿有 4 个基地: 大屯选矿厂 7000 吨、老厂分公司新建选矿厂 3000 吨、卡房分公司选矿厂 3000 吨、湖南郴州屋场坪矿区 3000 吨; 公司 2012 年锡矿自产 1.72 万吨, 随着矿山改造的完成, 采选效率大幅提升, 同时公司加大对尾矿、烟尘等低品味含锡物的处理, 锡矿产量将在未来 3 年逐步提高, 预计 2013 年自产锡矿 1.92 万吨, 如果按 8 万吨精锡产能测算, 预计到 2015 年公司锡矿自给率从目前的 24% 提升到 33.8%。

铜矿方面：公司目前自产铜精矿主要来自选矿的副产品，年产 1.4 万吨，收购卡房相关采选资产后将新增 2000 吨/日单铜选矿能力，增加 1 万吨的自产铜矿。今后几年，公司将通过在个旧南部、北部建立选矿试验示范区工业园，增强个旧锡铜资源控制，加大铜矿自产量。预计 2013 年公司自产铜矿将增至 2.4 万吨，按照目前 10 万吨的冶炼产能，预计到 2015 年公司铜矿自给率将从目前的 24% 提升到 48%。

铅矿方面：公司 2012 年自产量为 2770 吨，低于 1.4 万吨的平时产量，2013 年公司的产量将达到正常水平，另外，随着红河州铅资源的整合完成，公司加大了收购控股股东铅锌资源的力度，将逐步提升铅矿自给率。预计 2013 年公司自产铅矿将增至 1.4 万吨，按照目前 10 万吨的冶炼产能，预计到 2015 年公司铜矿自给率将从目前的 14% 提升到 50%。

表 2：公司自产矿产量及自给率预测（单位：吨）

指标名称	2012 年	2013E	2014E	2015E
自产锡矿	17300	19200	23000	27000
锡冶炼产能	80000	80000	80000	80000
锡矿自给率	21.6%	24.0%	28.8%	33.8%
自产铜矿	14000	24000	35000	48000
铜冶炼产能	100000	100000	100000	100000
铜矿自给率	14.0%	24.0%	35.0%	48.0%
自产铅矿	2770	14000	30000	50000
铅冶炼产能	100000	100000	100000	100000
铅矿自给率	2.8%	14.0%	30.0%	50.0%

资料来源：公司资料、东兴证券

2.3 综合回收系统和原料结构调整保障冶炼业务效益提升

锡冶炼及深加工：公司目前精锡产能 8 万吨，锡化工 2.4 万吨、锡材 2.9 万吨，冶炼和深加工产能稳定。公司拥有覆盖锡全产业链的先进技术和装备，自主创新能力强（硫醇甲基锡、丁基锡等），锡的产品质量和主要技术指标领先于国内外同行。公司锡产品具有较强议价能力，锡锭的售价一般高于同行 1000-2000 元/吨，“云锡牌”精锡、锡铅焊料连续三届获国家质量金奖，“云锡 YT”商标认定为“中国驰名商标”。未来公司锡冶炼产品效益的提升主要基于以下三个方面：（1）锡矿自给率的提升；（2）锡精矿中有价金属的高效回收；（3）依附于公司的先进设备以及强大的创新能力，开拓的新的应用领域，提升产品的附加值。

表 3：公司的先进技术和设备

生产用途	主要装备	技术水平
勘探	深度钻探机	国内先进水平
采矿	大型、高效采矿设备	国内先进水平
选矿	自动化选矿系统	国际先进水平

锡冶炼	电热连续机械结晶机、真空炉	世界首创、国际先进
锡材加工	拉丝机、雾化制粉机、挤压机、制粒机	国内先进水平
锡化工生产	高压反应釜、板框过滤机、纯水处理机	国内先进水平
铅/铜冶炼	云锡顶吹炉	世界首创、国际先进

资料来源：公司资料、东兴证券

铜冶炼：公司 10 万吨铜冶炼项目于 2012 年 8 月试生产，预计 2013 年二季度转固。预计 2013 年铜业将贡献利润 1-1.5 亿元的税前利润，主要基于以下两个方面：（1）铜矿产量的增长；（2）副产品金、银、铋的回收以及副产品硫酸的销售。

铅冶炼：公司铅产能 10 万吨于 2011 年 3 月正式投产，由于前期运营成本较高以及铅价低迷，铅业务连续两年亏损。而且公司之前主要从国外采购铅精矿，国内外价差扩大（国外铅精矿均价高于国内 1000 元/吨左右）也是亏损的一个重要原因。公司今年铅业务能够保证盈亏平衡，主要基于三个方面：（1）自产铅精矿的提升；（2）加大国内铅精矿的采购比例；（3）铅冶炼回收系统的完善，公司 2012 年以来共投入 1.4 亿元改造回收系统，今年 3 月份投料试生产，预计年回收锌可达 1 万吨，今年预计产 8000 吨；另外也可回收铟等稀贵金属。

2.4 依托云锡集团，资源获取能力强

资源储量方面，公司基于“立足个旧、强化周边、拓展省外、探索国外”的资源战略，规划 2016 年实现拥有和控制锡、铜、铅等有色金属资源 500 万吨以上，强化现有的资源优势。

表 4：公司资源储量规划

方式	具体措施
勘探	公司计划到 2016 年勘探矿不低于 140 万吨，其中 2013 年地质找矿 27 万吨 此次募投项目“个旧矿产资源勘查项目”已取得重大突破。
收购	公司计划到 2016 年收购资源 210 万吨，包括关联方收购和对外收购 此次募投项目收购卡房分矿将增加铜资源 12 万吨、钨资源 2.5 万吨
控制	公司计划到 2016 年通过控制资源 100 万吨 控股股东所控制的相关原料将主要为公司所用

资料来源：公司资料、东兴证券

3. 定增项目将增强公司矿产储备及采选能力，提升运营效率

公司非公开发行 2 月底通过证监会审核，拟募集 40.8 亿元，增发价不低于 16.66 元/股，主要用于 10 万吨铜冶炼项目、个旧矿区矿产资源勘查项目等 5 个项目。

（1）10 万吨铜冶炼项目，公司 2012 年 8 月已经试生产，预计今年将会贡献收益；

(2) 房分矿采矿权及相关采选资产收购项目，预计将增加铜金属储量 12.03 万吨至 89.53 万吨，增加钨金属储量 2.53 万吨，并新增 2000 吨/日单铜选矿和 3000 吨/日多金属选矿的能力；

(3) 个旧矿产资源勘查项目，公司预获资源量 82.85 万吨（包括锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨），集团也做出了勘查的资源量不低于 42 万吨（锡资源量不低于 8 万吨，铜资源量不低于 34 万吨）现金补偿承诺。

表 5：公司增发前后资源储量变化（单位：万吨）

	锡	钨	铜	铅
现有储量	54.3		77.5	14.2
卡房现有储量		2.53	12.53	
个旧勘探项目目标	24.48	3.13		
增发后储量总计	78.78	5.66	90.03	14.2

资料来源：公司资料，东兴证券

表 6：公司非公开发行项目及预期效益（单位：亿元）

项目名称	投资总额	预计募集金额	预期效益
10 万吨铜项目	25.67	11.4	达产后预计年均净利润约 1.5 亿元
卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目	11.8	11.35	预计项目年均净利润为 7,200 万元
个旧矿区资源勘查项目	8.39	8.35	预计新增锡储量 24.5 万吨，铜 55 万吨，钨 3 万吨
偿还银行贷款	8	8	按当前基准利率，预计能够减少 4800 万元利息

资料来源：公司资料，东兴证券

4. 公司迎来盈利拐点，上调评级至“强烈推荐”

4.1 2013 年公司迎来盈利拐点

产品价格（含税）假设：中性预计 2013 年精锡、电解铅、电解铜价格分别为 16 万元/吨、1.58 万元/吨和 5.85 万元/吨，较 2012 年均价小幅上涨；

产品产销量假设：预计 2013 年锡锭销量 5 万吨，其中自产锡 1.92 万吨；电解铅销量 10 万吨，其中自产铅精矿 1.4 万吨；电解铜销量 8 万吨，其中自产铜精矿 2.4 万吨。

表 7：主要产品价格假设（元/吨，含税）

主要产品	2012A	2013E	2014E	2015E
精锡	157500	160000	170000	185000
锡材	165375	168000	178500	194250
锡化工	110250	112000	119000	129500
电解铅	15500	15800	16500	17000
电解铜	57200	58500	60000	60000

锡精矿	147500	150000	160000	175000
铜精矿	48620	49725	51000	51000

资料来源：东兴证券

表 8：主要产品销量假设（吨）

主要产品	2012A	2013E	2014E	2015E
锡锭销量	4.5	5	5.5	5.5
锡材产品销量	1.7	1.9	2.1	2.205
锡化工产品销量	1.6	1.72	1.806	2
电解铅销量	5.3	10	10	10
电解铜销量	4.5	8	10	10
铜精矿产量（自产，内部测算）	1.4	2.4	3.5	4.8
锡精矿产量（自产，内部测算）	1.73	1.92	2.3	2.7
铅精矿产量（自产，内部测算）	0.27	1.4	3.5	5

资料来源：东兴证券

我们预计 2012—2014 年公司分别实现营业收入 128.7 亿元、165.6 亿元和 195.7 亿元，实现净利润分别为 0.41 亿元、4.31 亿元和 8.04 亿元，实现每股收益 0.04 元、0.44 元和 0.81 元。

敏感性分析：经过对锡价和自产锡精矿的敏感性分析可以得到，锡价上涨 5%，公司净利润增长 24%；公司自产锡精矿每增加 5%，公司净利润增长 9%。

4.2 上调评级至“强烈推荐”

随着公司三大采矿平台的逐步建成，公司自产锡矿、铜矿的产量将逐步增加，加上冶炼综合回收系统的建设，冶炼业务将逐步贡献收益，同时 2013 年锡均价将有所提升，在此背景下，2013 年公司业绩预计将有较大幅度的提升。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.04/0.44/0.81 元，对应 PE 为 437/42/22 倍。考虑到公司矿产量的提升、冶炼业务逐步贡献收益、盈利拐点已现，且在资源获取方面有较强的能力，上调公司至“强烈推荐”评级，6 个月目标价 25 元（对应 2014 年动态 PE30.8 倍）。

表 9：每股收益敏感性分析表

敏感性测试	锡价（基准 160000 元/吨，含税）								
锡精矿自产（基准 1.29 万吨）	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	(0.12)	(0.02)	0.08	0.17	0.27	0.36	0.46	0.55	0.64
-15%	(0.10)	0.00	0.11	0.21	0.31	0.41	0.51	0.61	0.71
-10%	(0.08)	0.03	0.14	0.24	0.35	0.46	0.56	0.67	0.77
-5%	(0.06)	0.05	0.17	0.28	0.39	0.51	0.62	0.73	0.84
0%	(0.04)	0.08	0.20	0.32	0.44	0.55	0.67	0.79	0.90
5%	(0.02)	0.10	0.23	0.35	0.48	0.60	0.72	0.85	0.97
10%	(0.00)	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65	0.78	0.91	1.03
15%	0.02	0.15	0.29	0.43	0.56	0.70	0.83	0.97	1.10

20% 0.03 0.18 0.32 0.46 0.60 0.75 0.89 1.03 1.16

资料来源：东兴证券

表 10：盈利预测及关键指标

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	9,266.96	12,841.61	12,870.41	16,562.74	19,570.63
主营收入增长率	29.52%	38.57%	0.22%	28.69%	18.16%
EBITDA（百万元）	769.99	1,458.51	1,566.92	1,807.39	2,392.29
EBITDA 增长率	58.95%	89.42%	7.43%	15.35%	32.36%
净利润（百万元）	366.47	703.21	41.28	430.89	804.74
净利润增长率	172.70%	91.88%	-94.13%	943.78%	86.76%
ROE	7.90%	13.43%	0.77%	7.74%	13.48%
EPS（元）	0.458	0.776	0.042	0.436	0.814
P/E	39.89	23.57	448	42.0	22.5
P/B	3.25	3.16	3.4	3.2	3.0

资料来源：东兴证券

表 11：主要相关公司盈利预测和估值（元）

公司代码	公司名称	收盘价		EPS			P/E		
		4月8日	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
601958.SH	金钼股份	11.27	0.14	0.41	0.5	221.3	75.6	68.8	
603993.SH	洛阳钼业	9.15	0.24	0.32	0.35	81.0	60.8	55.5	
600549.SH	厦门钨业	30.98	0.8	1.4	2.0	14.6	8.4	5.9	
600459.SH	贵研铂业	19.44	0.32	0.41	0.99	60.8	47.4	19.6	
000962.SZ	东方钽业	11.70	0.31	0.4	0.47	37.7	29.3	24.9	
002167.SZ	东方锆业	15.46	0.11	0.26	0.46	140.5	59.5	33.6	
002378.SZ	章源钨业	20.52	0.48	0.59	0.78	42.8	34.8	26.3	
002428.SZ	云南锆业	25.20	0.28	0.51	0.76	90.0	49.4	33.2	
600111.SH	包钢稀土	29.82	0.68	0.5	0.80	43.9	59.6	37.3	
600432.SH	吉恩镍业	11.12	0.05	0.17	0.32	222.4	65.4	34.8	
	平均值					95.5	49.0	34.0	
000960.SZ	锡业股份	18.28	0.05	0.44	0.81	365.6	41.5	22.6	

资料来源：WIND，东兴证券

5. 风险提示

- 1) 矿山建设运行效率不达预期，矿产增量低于目标；
- 2) 供给意外增加，需求不达预期，锡价有所回落。

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	12,841.61	12,870.41	0.22%	16,562.74	28.69%	19,570.63	18.16%
营业成本	10,767.07	11,353.70	5.45%	14,702.28	29.49%	16,922.38	15.10%
营业费用	166.21	193.06	16.15%	248.44	28.69%	293.56	18.16%
管理费用	523.98	514.82	-1.75%	645.95	25.47%	743.68	15.13%
财务费用	376.15	598.55	59.13%	388.63	-35.07%	533.68	37.32%
投资收益	7.11	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	844.56	38.80	-95.41%	489.19	1160.73%	929.04	89.91%
利润总额	805.28	48.80	-93.94%	507.19	939.28%	947.04	86.72%
所得税	101.70	7.32	-92.80%	76.08	939.28%	142.06	86.72%
净利润	703.58	41.48	-94.10%	431.11	939.28%	804.98	86.72%
归属母公司所有者的净利润	703.21	41.28	-94.13%	430.89	943.78%	804.74	86.76%
NOPLAT	1,066.54	541.75	-49.20%	746.15	37.73%	1,243.31	66.63%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,374.66	1,544.45	12.35%	1,159.39	-24.93%	1,369.94	18.16%
交易性金融资产	4.07	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	268.22	12.34	-95.40%	15.88	28.69%	18.77	18.16%
预付款项	648.40	1,443.16	122.57%	2,472.32	71.31%	3,656.89	47.91%
存货	5,266.33	4,759.22	-9.63%	6,162.87	29.49%	7,093.49	15.10%
流动资产合计	8,578.44	7,853.99	-8.44%	9,929.58	26.43%	12,277.99	23.65%
非流动资产	7,966.83	7,033.04	-11.72%	6,103.47	-13.22%	5,173.90	-15.23%
资产总计	16,545.27	14,887.03	-10.02%	16,033.04	7.70%	17,451.88	8.85%
短期借款	7,265.62	6,853.62	-5.67%	7,529.83	9.87%	8,297.20	10.19%
应付帐款	690.54	622.12	-9.91%	805.60	29.49%	927.25	15.10%
预收款项	80.06	163.72	104.49%	271.38	65.76%	398.59	46.88%
流动负债合计	9,212.93	8,552.46	-7.17%	9,519.81	11.31%	10,536.04	10.67%
非流动负债	2,073.49	913.27	-55.96%	876.27	-4.05%	876.27	0.00%
少数股东权益	22.55	22.75	0.89%	22.97	0.97%	23.21	1.05%
母公司股东权益	5,236.29	5,353.25	2.23%	5,568.69	4.02%	5,971.06	7.23%
净营运资本	(634.49)	(698.47)	N/A	409.77	N/A	1,741.95	325.11%
投入资本 IC	14,096.77	12,150.97	-13.80%	13,427.90	10.51%	14,387.33	7.15%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	703.58	41.48	-94.10%	431.11	939.28%	804.98	86.72%
折旧摊销	237.80	0.00	N/A	929.57	N/A	929.57	0.00%
净营运资金增加	(1,106.96)	(63.98)	N/A	1,108.23	N/A	1,332.18	20.21%
经营活动产生现金流	188.34	2,718.33	1343.34%	(398.19)	N/A	449.24	N/A

投资活动产生现金流	(1,425.39)	(115.93)	N/A	(22.00)	N/A	(70.00)	N/A
融资活动产生现金流	1,851.74	(2,432.61)	N/A	35.13	N/A	(168.68)	N/A
现金净增（减）	614.69	169.79	-72.38%	(385.06)	N/A	210.55	N/A

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，研究所投资品小组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师。

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。本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。