

## 锡业股份(000960) 调研报告

报告日期：2010年08月04日

——长期资源优势明显，中期关注锡冶炼技改带来的业绩杠杆

基础数据		<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ <b>全球最大、产业链最为完整的锡生产企业。</b>公司是世界最大的锡生产企业，2006年至2008年的国际市场占有率分别为15.64%、19%和17.37%，国内市场占有率分别为34.62%、40%和44.96%。公司的产业价值链涵盖了锡的勘探、采选、冶炼和深加工，而公司的主要竞争对手只从事锡的采选和冶炼。</li> <li>◇ <b>锡金属供需，未来有望保持弱平衡格局。</b>供给方面，2009年世界前8家锡生产公司精锡产量占全球总产量的70%，较高的集中度有助于保证产量供应有序。需求方面，随着我国环保要求的日趋严格、半导体芯片引脚数增加对金凸块用无铅焊锡需求成长、欧盟汽车电子产品改用无铅焊锡进程的加快，焊料无铅化未来仍将是锡需求增长的重要推动因素。另外，锡的无毒性使其成为绿色经济时代最受益的金属，如在化工材料中代替锑、铅、镉等、作为新型绿色环保水泥生产中的添加剂等，所以预计未来锡供需有望保持弱平衡格局。</li> <li>◇ <b>公司资源优势明显。</b>公司所在地个旧地区的锡资源非常丰富，而且至今已进行详细勘探和生产的区域仅占个旧东部矿区20%，进一步找矿的前景广阔。公司及锡业集团是个旧地区资源的整合主体，而公司作为集团锡、铜、铅等金属的整合平台，资源优势非常明显。另外公司已进入湖南郴州整合当地锡资源。目前公司的锡精矿产量约在1.7万吨，郴州屋场坪锡矿已正式投产，目前正在调试阶段，预计完全释放产能在2011年，届时公司锡精矿产量可达到在1.8万吨左右，锌精矿自给率保持在40%左右。</li> <li>◇ <b>锡冶炼，关注技改带来的业绩杠杆。</b>锡冶炼是公司最具竞争力的环节，总投资为4.34亿元的7万吨/年锡冶炼系统技改项目于2009年12月已基本完工。锡冶炼系统改造工程项目可使现阶段的Ausmelt系统的粗锡增产30%~35%，粗锡产能达到6.5万t/a，精锡冶炼系统现阶段产能由4.0万t/a扩大到7万t/a，精炼工序的锡回收率由原来的81.53%提高到82.08%，提高了1.5%。项目建成达产后，在产品价格相同等假设条件下，预期收入较项目实施前增加94.72%，净利润增加183.18%。收入增长缘于产能的扩大，而净利润增加幅度远大于收入的主要原因在于冶炼回收率的提升。所以建议中短期关注锡冶炼技改带来的业绩杠杆。</li> <li>◇ <b>锡深加工，市场拓展进行时。</b>锡深加工业务是公司培育可持续竞争力重点发展的业务。目前公司锡材、锡化工产品的产能分别为25240吨（不考虑郴州在建项目）、23850吨。总体来看，公司的锡材产品（剔除焊锡条）的产能利用率相对比较充分；但锡化工系列产品目前还处于市场开发的初级阶段，科技含量高、附加值高的产品还不多，产能利用率处于较低水平，其高附加值的特点尚未充分体现。所以公司深加工产品的市场开拓和推广还需要时间，未来深加工业务的比重将缓慢提高，但中短期内对业绩贡献的敏感性依然较小。</li> <li>◇ <b>铅冶炼，先天优势+后发优势明显。</b>公司目前业务向铅冶炼业务拓展。公司在铅冶炼方面具备一定的资源和协同销售等先天优势；另外公司在冶炼技术方面采用国际先进的技术，具备明显的后发优势。铅冶炼项目实施后，公司将成为云南省铅生产企业的龙头企业，凭借在冶炼环节的优势，公司有望成为整合云南省内铅矿资源的平台。预计铅业务2011年开始贡献业绩。另外，公司还在进行10万吨铜冶炼项目的建设，预计贡献业绩将在2012年左右。</li> <li>◇ <b>业绩预测及投资评级。</b>随着募投项目产能的逐渐释放，我们预测2010年-2012年公司的EPS分别为0.613元、1.072元、1.339元，对应PE分别为30.10倍、17.21倍、13.78倍，维持公司“买入”评级。</li> <li>◇ <b>风险提示。</b>1、锡价大幅波动风险；2、公司募投项目进展落后预期风险。</li> </ul>
总股本(百万股)	802	
流通A股(百万股)	434	
B股(百万股)	0.00	
H股(百万股)	0.00	
流通A股市值(亿元)	80.3	
公司评级		
所属行业	有色金属	
公司股价	18.45元	
投资评级	买入	
公司市场表现		
		
<p>有色金属行业研究员：化定奇            执业证书编号：S0990209090064            联系电话：0755-83007160            Email：huadq@vsun.com</p>		

## 1、全球最大、产业链最为完整的锡生产企业

**全球最大的锡生产企业。**公司自2005年起成为世界最大的锡生产企业，在国内外锡产品市场上占有重要地位。公司锡产品2006年至2008年的国际市场占有率分别为15.64%、19%和17.37%，国内市场占有率分别为34.62%、40%和44.96%，市场地位稳固。

**产业链最为完整的锡生产企业。**公司的产业价值链涵盖了锡的勘探、采选、冶炼和深加工，而公司的主要竞争对手，如秘鲁Minsur、印尼PT.Timah、马来西亚冶炼公司（MSC），只是从事锡的采选和冶炼。锡深加工产品对工艺要求比较高，目前主要是美国、德国等发达国家企业生产；公司通过多年生产实践，并通过从国外引进锡深加工产品的生产工艺和设备，现已能生产如球形焊粉、BGA、有机锡、锡酸锌等技术含量较高的深加工产品。

## 2、锡金属供需：未来有望保持弱平衡格局

**供给：集中度高保证产量供应有序。**从供给结构来看，锡金属比其它大部分有色金属的行业集中度高。ITRI统计的数据显示，2009年前8家锡生产公司的精锡产量占全球精锡总产量的70%。较高的供给集中度有助于在需求出现低迷时较好地控制产量，也就是说限产保价的效果将更好，这一点从2008年、2009年锡产量情况可以得到验证。

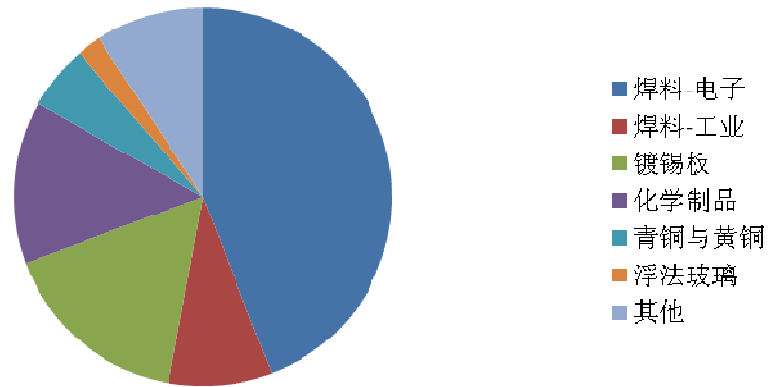
**表1：2007-2009年全球精锡产量**

公司名称	2007	2008	2009
云南锡业	61129	58,371	55,898
PT Timah	57560	49,029	45,086
马来西亚冶炼（MAC）	25471	31,630	36,407
秘鲁 Minsur	35940	37,960	33,920
泰国泰沙克	19826	21,731	19,300
云南乘风	18000	13,500	14,947
EM Vinto (boliwei)	9100	9,544	11,805
柳州华锡	13193	12,037	10,500
Metallo Chimique (Belgium)	8372	9,228	8,690
PT Koba Tin (Indonesia)		7,109	7,455
个旧自立		7,000	5,600
Gold Bell Group (China)		3,100	4,650
OMSA (Bolivia)		3,122	3,205
Taboca / Paranapanema (Brazil)		6,149	2,745
<b>全球合计</b>	<b>346,500</b>	<b>319,500</b>	<b>325,800</b>

资料来源：ITRI, Antaike, WBMS, 英大证券研究所

**需求：环保趋严继续推动绿色金属“锡”需求增长。**需求方面，锡需求主要集中在焊料（电子焊料44%左右、工业焊料9%左右）和镀锡板（16%左右）。其中焊料无铅化一直是锡需求增长的主要动力，数据显示2007年锡焊料产量为109184吨，其中无铅焊料产量大约为43675吨，无铅焊料占总焊料需求的40%。未来随着我国环保要求的日趋严格、半导体芯片引脚数增加对金凸块用无铅焊锡需求同步成长、欧盟汽车电子产品改用无铅焊锡进程的加快，焊料无铅化未来仍将是锡需求增长的重要推动因素。另外，锡的无毒性使其成为绿色经济时代最受益的金属，如在化工材料中代替锑、铅、镉等、硫酸亚锡可以作为新型绿色环保水泥生产中的添加剂。

图1：锡金属消费结构



资料来源：ITRI，英大证券

### 3、公司具备明显的资源优势

**公司所在地资源储量非常丰富。**公司所在地个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，资源储量占世界锡储量的十分之一，中国锡储量的三分之一，产量居全国首位，目前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。个旧矿区有良好的成矿条件，至今已进行详细勘探和生产的区域仅占个旧东部矿区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。据估计，后备锡资源共计约94.5万吨。

**公司及大股东是个旧地区资源的整合主体。**公司及大股东锡业集团公司是个旧地区的资源整合主体，目前云南省内75%的锡矿资源已整合进入本集团。2004年至2008年的5年间，集团公司新增资源储量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。

另外，郴州是中国锡资源的三大富集地之一（另外两个是云南个旧和广西大厂），但郴州地区的锡矿开采很分散，除公司外没有大规模的锡生产企业。公司有望通过郴州子公司作为平台整合郴州地区优质的锡矿资源，在郴州形成采、选、冶、深加工完善的生产体系，成为除个旧以外的最重要的生产基地。

**公司目前的资源储量。**公司的资源优势一直以来都是盈利的主要来源。据公司公告显示，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：锡矿石62%、锡金属量64%；铜矿石86%、铜金属量91%；铅矿石9%、铅金属量25%（2006年数据）。目前公司拥有采矿权证的资源如下：

表2：公司目前拥有采矿权证的资源

矿山名称	取得方式	取得时间	锡资源储量 (万吨)	铜资源储量 (万吨)	铅资源储量 (万吨)
采选分公司塘子凹矿	无偿转让	1999年	4.1		
大屯锡矿	从集团购买	1999年	10.9		
老厂分公司	从集团购买	2004年	12.1	19.7	3.2
卡房分公司	从集团购买	2004年	3.1	11.1	-
郴州屋场坪矿区	对外收购	2005-2006年	4.8		
合计			35.0	30.8	3.2

资料来源：公司公告，英大证券

此外，个旧地区上百年采选所形成的尾矿含锡约19.3万吨。目前公司正积极寻求技术上的突破，对尾矿加以回收利用。根据历史上累积形成的锡尾矿的品位估算，按照现有加工能力测算，已堆积尾矿可继续供应生产约20年以上。目前印尼等国的锡资源供应较为丰富，足以满足公司冶炼系统的需求，所以预计公司短期尚不会进行尾矿资源的利用。

目前公司的锡精矿产量约在1.7万吨，目前郴州屋场坪锡矿1,500吨/日采选工程已正式投产，目前正在调试阶段，预计完全释放产能在2011年，届时公司锡精矿产量可达到在1.8万吨左右，锌精矿自给率保持在40%左右。

#### 4、锡冶炼：关注技改带来的业绩杠杆

锡冶炼是公司最具竞争力的环节，公司总投资为4.34亿元的7万吨/年锡冶炼系统技改项目于2007年10月开工，在2009年12月已基本完工，目前处于设备调试阶段。

本次锡冶炼系统改造工程项目主要涉及粗锡冶炼系统、富锡炉渣冶炼系统、锡精炼系统改造。（1）对Ausmelt技术增加富氧系统，可使现阶段的Ausmelt系统的粗锡增产30%~35%，粗锡产能达到6.5万t/a，同时加上外部购入的小冶炼厂的粗锡，预计粗锡产量有望达到8万t/a。

（2）锡炉渣烟化炉改为富氧烟化，使烟化炉的锡炉渣烟化能力由7.2万t/a上升到9万t/a。（3）精锡冶炼系统现阶段产能为4.0万t/a，通过对锡精炼系统扩建改造，使精炼系统产能达到7万t/a，同时通过二段冷煤气发生炉装置产出煤气，对现有的精炼车间的脱杂、产品工艺等进行集中供热，以清洁能源替代现有的煤层燃烧技术，从而提高了资源利用效率，减少或者避免不安全的生产，减轻或消除对人类健康和环境危害。锡精炼工序的锡回收率由原来的81.53%提高到82.08%，提高了1.5%。

随着技改的完成，产能增加，回收率提升，项目建成达产后，预计精锡产量6.4万t/a、焊锡1.15万t/a 及其他副产品，预期收入较项目实施前增加94.72%，净利润增加183.18%。

**表3：技改前后收入、利润水平**

假设条件	① 产品价格：精锡按14.2万元/t 销售，焊锡按9.00万元/t 销售、白银按300.00万元/t 销售、精铋按21.5万元/t销售； ② 税率：销项税率：17%，进项税率：原料按13%；燃料动力、辅助材料等按17%；城乡建设维护费5%、教育费附加3%；所得税按33%。	
项目实施前	平均销售收入（含税）为57.02亿元/年	净利润为1.13亿元/年
项目实施后	收入（含税）为111.03亿元/年	净利润为3.20亿元/年
提升幅度	94.72%	183.18%

资料来源：公司公告，英大证券

收入增长缘于产能的扩大，而净利润增加幅度远大于收入的主要原因在于冶炼回收率的提升。冶炼回收率提升对公司利润影响的粗略分析：

1、锡冶炼技改完成并完全达产后，精锡产量为7万吨，按照技改后锡精炼工序的锡回收率82.08%计算，大概需要粗锡8.53万吨；

2、按照技改前锡精炼工序锡回收率81.53%计算，8.53万吨粗锡可以生产出精锡6.693万吨；

3、在不多投入原料的情况下，锡精炼工序的锡回收率由原来的81.53%提高到82.08%使得公司的锡金属产量增加469吨，按照精锡14.2万元/t的价格计算，可以增加利润6660.57万元。

所以可以看出，锡冶炼回收率的提升带来的业绩杠杆明显。

#### 5、锡深加工：市场拓展进行时

锡深加工业务是公司培育可持续竞争力重点发展的业务。目前，锡深加工技术主要集中在世界上主要的化工公司，公司通过引进国外先进的锡化工和锡材深加工技术，消化吸收，自主创新，研发出了拥有自主知识产权的深加工技术。目前拥有球状锡粒、分析纯硫酸亚锡、无铅氯化亚锡、锡酸锌（羟基锡酸锌）、锌酸亚锡等深加工专有技术。

公司锡材产品主要包括焊锡条、合金条、锡粒、锡球。其中，焊锡条由于受世界焊料无铅化进程的影响，生产和销售逐步缩减；锡粒产品由于公司投资建设了较大规模的产能，目前产能利用率较低；合金条和锡球的产能利用充分。



锡化工的主要产品为氯化亚锡、硫酸亚锡、锡酸钠、硫醇甲基锡。目前，氯化亚锡、锡酸钠的产能利用率较高。硫醇甲基锡受募集资金项目6,000万的硫醇甲基锡建设完工的影响，产能利用率偏低；如果扣除新增但尚未正式投产的产能，硫醇甲基锡产能利用也较为充分。

目前公司锡材、锡化工产品的产能分别为25240吨（不考虑郴州在建项目）、23850吨，2009年公司完成锡材产品14437吨、完成锡化工产品10497吨；2010年公司计划生产锡材产品16,000吨，深加工锡化工产品11000吨。

总体来看，公司的锡材产品（剔除焊锡条）的产能利用率相对比较充分。但锡化工系列产品目前还处于市场开发的初级阶段，成本传导能力不强，而且科技含量高、附加值高的产品还不多，产能利用效率处于较低的水平，其高附加值的特点尚未充分体现。所以预计，公司深加工产品的市场开拓和推广还需要时间和花费较大成本，未来深加工业务的比重将缓慢提高，但中短期内对业绩贡献的敏感性依然较小。

## 6、铅冶炼：先天优势+后发优势

公司铅冶炼10万t/a技改扩建工程从2007年8月开始动工建设，全部工程预计2010年5月份完工，项目计划总投资为49671万元。

公司该项目具备多重先天优势：（1）资源优势。公司所在云南省的铅矿资源处于全国首位，占全国总储量的17%；个旧地区铅矿资源储备也非常丰富，而且公司在锡矿开采过程中获得了大量的伴生铅矿，足以保证公司30%的资源自给率。（2）协同销售优势。公司作为全球最大的锡生产企业，建立了涉及全球的销售网络，在国内主要大中城市建立了完善的营销体系、分销体系和分销渠道，并在海外拥有2家全资子公司分别负责公司产品在海外市场的销售及售后服务，公司在铅产品销售及铅矿的采购方面拥有极强的销售网络支持。

另外该项目在冶炼技术方面存在明显的后发优势，该项目铅粗炼工艺采用国际先进的Ausmelt技术，铅精炼采用电解法，先进的工艺装备，在冶炼生产效率、节能、环保方面处于国内领先水平。本项目实施后，公司将成为云南省铅生产企业的龙头企业，凭借在冶炼环节的优势，公司有望成为整合云南省内铅矿资源的平台。

预计该业务今年对业绩的贡献不大，2011年开始贡献业绩。

另外，公司还在进行10万吨铜冶炼项目的建设，预计贡献业绩将在2012年左右。

## 7、业绩预测及投资建议

随着募投项目产能的逐渐释放，我们预测2010年-2012年公司的EPS分别为0.613元、1.072元、1.339元，对应PE分别为30.10倍、17.21倍、13.78倍，维持公司“买入”评级。

## 8、风险提示

- （1）锡价大幅波动风险；
- （2）公司募投项目进展落后预期风险。

**财务报表预测**

<b>利润表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
营业收入	8460.07	9162.91	7154.94	9301.42	11161.70	12835.95
减: 营业成本	7120.08	8006.51	6281.02	7999.22	9375.83	10718.02
营业税金及附加	36.36	45.69	42.81	47.34	56.81	65.33
营业费用	108.48	124.68	120.61	134.21	161.05	185.21
管理费用	328.64	344.98	327.71	379.18	455.01	523.27
财务费用	205.50	311.61	181.68	175.96	124.44	108.87
资产减值损失	33.49	348.23	61.07	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.21	4.95	-2.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	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	628.73	-13.84	137.57	565.51	988.56	1235.26
加: 其他非经营损益	48.09	3.79	20.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	676.82	-10.05	158.28	565.51	988.56	1235.26
减: 所得税	76.84	-33.67	26.84	84.83	148.28	185.29
净利润	599.98	23.62	131.44	480.69	840.27	1049.97
减: 少数股东损益	-1.22	-1.99	-2.94	-10.77	-18.83	-23.52
归属母公司股东净利润	601.20	25.61	134.39	491.46	859.10	1073.49
<b>资产负债表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
货币资金	406.40	328.03	387.02	93.01	111.62	128.36
应收和预付款项	1484.21	731.20	940.79	1246.52	1365.32	1634.57
存货	1969.15	2088.96	1776.00	2203.64	2460.86	2871.39
其他流动资产	0.00	0.00	0.14	0.14	0.14	0.14
长期股权投资	6.05	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	2452.71	3156.13	3882.75	3401.51	2920.26	2439.02
无形资产和开发支出	502.54	476.52	465.55	413.97	362.40	310.82
其他非流动资产	0.00	0.21	15.15	7.57	0.00	0.00
资产总计	6821.07	6781.05	7467.39	7366.36	7220.59	7384.30
短期借款	2885.59	2702.81	2095.28	593.23	38.30	21.79
应付和预收款项	339.73	402.36	417.87	340.30	539.49	457.35
长期借款	1246.88	1215.72	1909.34	1909.34	1909.34	1909.34
其他负债	8.24	10.75	475.74	475.74	475.74	475.74
负债合计	4480.44	4331.64	4898.24	3318.61	2962.88	2864.23
股本	537.11	650.72	650.73	802.01	802.01	802.01
资本公积	595.75	670.32	670.47	1877.68	1877.68	1877.68
留存收益	1200.83	1123.41	1245.96	1376.84	1605.62	1891.50
归属母公司股东权益	2333.69	2444.45	2567.16	4056.53	4285.31	4571.19
少数股东权益	6.94	4.96	1.99	-8.77	-27.60	-51.13
股东权益合计	2340.63	2449.40	2569.15	4047.75	4257.71	4520.07
负债和股东权益合计	6821.07	6781.05	7467.39	7366.36	7220.59	7384.30
<b>现金流量表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	-909.70	1098.32	471.88	386.09	1328.29	929.74
投资性现金净流量	-629.88	-942.14	-642.01	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1874.50	-221.99	118.26	-680.10	-1309.68	-913.00
现金流量净额	333.37	-69.48	-52.17	-294.01	18.60	16.74

### 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