

日期: 2010年12月27日

行业: 有色金属行业



朱立民

021-53519888×1907

zhulimin@sigchina.com

执业证书编号: S0870200010008

物以锡为贵: 2011年值得期待

基本数据 (Y10Q3)

报告日股价 (元)	32.87
12mth A 股价格区间 (元)	45.5/14.06
总股本 (百万股)	824
无限售 A 股/总股本	55.3%
流通市值 (百万元)	14988
每股净资产 (元)	4.98
PBR (X)	6.6
DPS (Y09, 元)	10 派 0.81 元

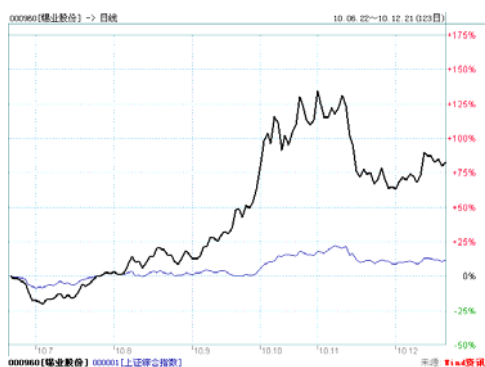
主要股东 (Y10Q3)

云南锡业集团有限责任公司	51.92%
光大保德信量化核心证券投资	1.72%
广发稳健增长	1.50%
光大保德信优势配置证券投资	1.27%

收入结构 (Y10Q2)

锡锭	57.33%
锡材	21.76%
锡化工	11.09%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号:

相关报告:

首次报告日期: 2010-12-27

主要观点:

2011 年全球锡市场向好趋势不变, 锡价存在进一步上涨预期

金融危机伊始, 锡的主要下游行业的需求量都出现明显下滑, 2010 年电子行业景气度大幅回升, 带动锡需求回升, 目前其他下游行业也开始有复苏的迹象, 因此 2011 年锡需求较为乐观。

2010 年锡价上涨尚未传导至公司业绩, 2011 年业绩将显现

公司盈利目前主要依赖自产锡, 外购锡加工业务基本盈亏平衡, 不贡献利润。2010 年四季度起锡价快速上涨, 但公司由于停产检修的原因, 利润尚未开始传导, 2011 年业绩贡献将逐步显现

公司铅、铜业务进展顺利, 开始向多品种综合性矿业公司转型

由于自有锡矿伴生大量的铅、铜矿, 成本具有天然优势, 公司在巩固锡主业的基础上, 正通过发展铅、铜业务来更好的利用这些资源优势, 10 万吨铅项目目前已经基本建成达产, 公司也一举迈入国内铅行业龙头企业之列, 10 万吨铜项目亦开始动工, 未来值得期待。

投资建议:

我们认为任何企业的驱动力主要来自于两个方面: 即内涵式增长和外延式增长。适用于有色行业上市公司, 我们认为内涵式增长更多的表现为产品价格的上涨, 外延式增长则体现为集团资产注入带来的产能扩张或资源增长。在锡价上涨预期较为明确下, 我们认为锡业股份具备内涵式增长的基本条件。给予“超强大市”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	7155	9194	12947	14264	15580
年增长率 (%)	-21.91%	28.50%	40.82%	10.17%	9.23%
归属于母公司的净利润	276	330	785	1075	1366
年增长率 (%)	424.81%	19.57%	137.88%	36.94%	27.07%
每股收益 (元)	0.16	0.40	0.95	1.31	1.66
PER (X)	206.25	82.5	34.73	25.19	19.87

注: 有关指标按现有总股本为 824 百万股计算

一、 事件概述

近日我们对锡业股份进行了实地调研，向公司董秘及相关人员了解了公司目前的经营状况以及未来的发展规划，通过和公司管理层的沟通，我们看好明年的锡价走势，目前公司铜、铅业务发展顺利，且铜、铅矿均为自有锡矿伴生矿，有一定资源优势，综合来看，锡业仍是我们在有色行业中较为看好的投资标的。

二、 投资者重点关注问题纪要

1、如何看待当前锡市场以及对明年锡价的展望

金融危机伊始，锡的主要下游行业，如马口铁（镀锡板）、浮法玻璃以及电子行业的需求量都出现明显下滑，2010年电子行业景气度大幅回升，带动锡需求回升，目前其他下游行业也开始有复苏的迹象，因此2011年锡需求较为乐观。

2、今年9月份以后，LME锡价走势强劲，但国内价格似乎没有跟上外盘的步伐，按照目前的汇率及LME锡的价格，国内外价格倒挂超过1万元，是什么原因造成这样的内外比值，这种倒挂是否会形成趋势？

今年国内锡价的上涨基本是被动跟涨国际锡价，08年以来国家对锡锭等锡产品加征出口关税使得国内实际出口价格与外盘价格相比不具价格优势，所以国内锡市场基本处于内部竞争的格局，国内锡消费中镀锡板和浮法玻璃占比重较大，而国外锡消费主要以电子行业为主，由于消费结构的差异且2010年镀锡和浮法的复苏不及电子行业迅猛，因此国内锡价涨幅不及国外，考虑到保护性开采政策，未来出口关税减免的可能性不大，因此未来国内锡价仍取决于国内下游消费的复苏

3、前次配股募集的郴州锡采选、冶炼项目的进展情况如何？

郴州项目目前基本建成，预计明年达到规划产能。郴州的锡储量位居国内第三，是云南个旧和广西大厂外最大的锡资源区，远景乐观。

4、今年政府将十大稀有小金属列入国家收储计划，08 年金融危机时，政府也曾启动类似收储，如何看待这种收储？

08 年收储是因为当时产品价格低迷，政府出于扶持企业的目的进行收储，今年的国家收储，目前还没有明确的细则出台。

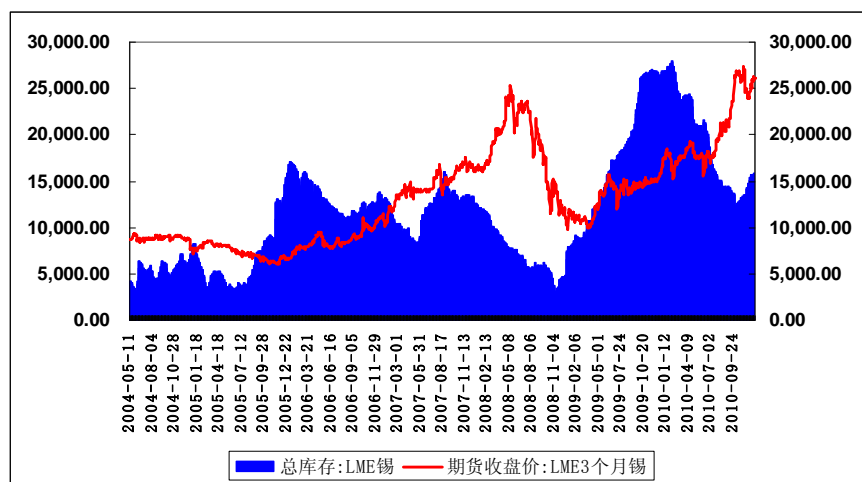
三、我们的分析和判断

1、对于明年锡价的判断

目前 LME 的库存大概在 15000 吨左右，虽然总量上处于历史的相对高位，但较今年初的 27000 多吨的库存量下降近 50%，从过去的经验看，每年的上半年都是锡的相对旺季，库存都存在下滑趋势。根据世界金属统计局（WBMS）最新公布的数据，尽管 2010 年全球前 10 月报告的精炼锡产量较 2009 年同期增加 22,100 吨，但 2010 年全球前 10 月锡市供应却短缺 15,700 吨，而 2009 年同期市场供应过剩 11,000 吨。由此可见，今年库存的大幅下降，是建立在供给增加的大背景之下的，足见下游行业需求的旺盛。我们咨询了电子行业的相关分析师，判断明年上半年电子行业维持景气度的可能性很大。

综合上述因素，我们推断，伴随明年上半年下游需求的再次拉动，锡库存也将会出现较大幅度的下降，历史上锡价和库存的负相关性比较明显，因此锡价走高是大概率事件。

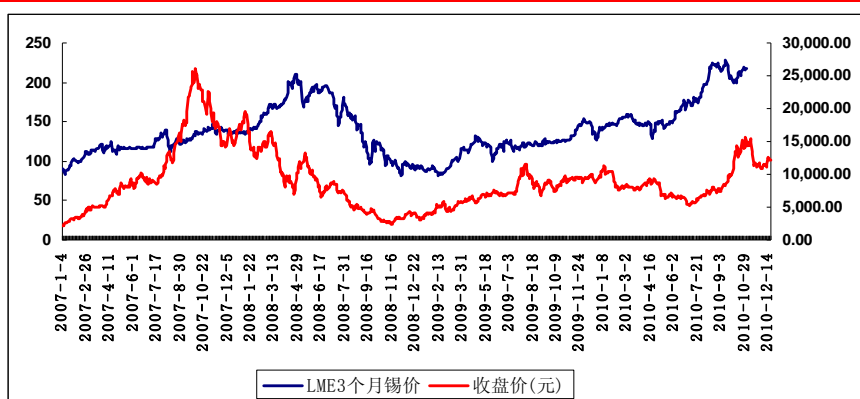
图 1：锡库存与 LME 锡走势图



数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

从历史数据来看，锡价走势与公司股价走势的相关性极高，因此如果明年上半年锡价再度出现上扬走势时，对公司股价会有非常正面的影响。（当然，背后的逻辑无非是价格上涨带来的盈利增长预期）

图 2: LME 锡价与公司股价走势图



数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理

2、锡价上涨对于公司盈利的影响

公司三季报预测 2010 年的净利润在 3.3-3.5 亿左右，而在我们印象中今年锡价的走势非常强劲，利润似乎低于预期。我们分析的结论如下：根据公司披露的数据，我们测算今年上半年公司每吨锡锭的平均国内售价在 9.45 万元（不含税），2010 年前 9 个月 LME 锡价则基本在 17000-18000 美元震荡（折合人民币扣税后 9.7 万-10.3 万），2010 年 9 月以来锡价出现快速上涨，但是锡业公司公告从 9 月底开始停产检修 1 个半月，综上所述我们认为，目前 26000 美元的锡价（折合人民币扣税后 14.8 万元）对公司锡业务的利润贡献是客观存在的，但是由于前述原因，锡价上涨还没有传导到公司的业绩上，我们预计明年一季度就可以看到传导的效果。公司目前国内锡锭售价 16 万元（扣税后 13.67 万元），比 2010 年上半年每吨 9.45 万元高 44%，以此价格，利润同比增速空间很大。

3、公司的发展前景

由于自有锡矿伴生大量的铅、铜矿，公司方面也想通过发展铅、

铜业务来更好的利用这些资源优势，因此近年来公司在巩固锡主业的基础上，在其他品种的拓展上有提速的迹象。10 万吨铅项目目前已经基本建成达产，公司一举迈入国内铅行业龙头企业之列。

而我们目前更关注的是其 10 万吨铜项目的进展，根据公司过往披露的财务数据，我们测算 2007-2010 年公司铜精矿的产量在 14000 吨左右，推测成本大约在 1.9-2 万人民币。铜行业明年也被广泛看好，目前国内含税铜价高达 68000 元/吨，单吨利润空间可观。

四、 投资建议

我们认为任何企业的驱动力主要来自于两个方面：即内涵式增长和外延式增长。适用于有色行业上市公司，我们认为内涵式增长更多的表现为产品价格的上涨，外延式增长则体现为集团资产注入带来的产能扩张或资源增长。在锡价上涨预期较为明确下，我们认为锡业股份具备内涵式增长的基本条件。

不同于传统的 P/E 估值方法，我们认为资源性企业存在经营存续期的问题，因此在采用 P/E 估值法的同时，我们也建议参考资源价值来进行评估，考虑到储量价值本身不能代表企业价值，相对而言，我们认为扣除开采成本后的资源价值能够为传统的资源型公司提供估值的安全边际。在上述基本逻辑下，我们在公司资源价值进行了假设性重估，测算公司资源价值为 48 元，较当前股价尚有 40% 的上涨空间，给予“超强大市”评级。

五、 风险提示

- 1) 下游电子产品需求放缓
- 2) 海外锡生产商产能扩大
- 3) 货币紧缩预期对有色金属等周期性行业上市公司的二级市场表现有一定的制约

附表： 公司损益简表及预测

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(万元)	715494	919400	1294700	1426400	1558000
二、营业总成本(万元)	701489	882174	1203226	1299906	1396486
营业成本(万元)	628102	805701	1095537	1181262	1266896
营业税金及附加(万元)	4281	4590	6464	7121	7778
销售费用(万元)	12061	4590	6464	7121	7778
管理费用(万元)	32771	39470	55581	61235	66884
财务费用(万元)	18168	27620	38894	42851	46804
资产减值损失(万元)	6107	204	287	316	346
三、其他经营收益(万元)	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益(万元)	0	0	0	0	0
投资净收益(万元)	0	0	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	0	0	0	0	0
四、营业利润(万元)	13757	37226	91474	126494	161514
加：营业外收入(万元)	3053	3603	5074	5590	6106
减：营业外支出(万元)	981	566	797	878	959
其中：非流动资产处置净损失(万元)	15828	40263	95750	131205	166661
五、利润总额(万元)	2684	7247	17235	23617	29999
减：所得税(万元)	13757	37226	91474	126494	161514
六、净利润(万元)	13144	33015	78515	107588	136662
减：少数股东损益(万元)	-294	-5	-12	-16	-21
归属于母公司所有者的净利润(万元)	13439	33020	78527	107605	136682
七、总股本（万股）	82400	82400	82400	82400	82400
八、每股收益：	0.16	0.40	0.95	1.31	1.66

资料来源：上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。