

锡业股份

000960

增持/ 维持评级

股 价	2009/12/17
RMB32.01	

基础数据

总股本（百万股）	651
流通 A 股（百万股）	328
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	10496

财务数据

市净率 (X)	8.26
TRACING P/E (X)*	-54.16
EPS (元)	0.13
股息率 (%)	0.06

*最近四季盈利计算。

相关研究

《锡业股份：盈利能力逐季提升》

(2009/10/20)

《锡业股份：销量恢复进程有望加速》

(2009/07/28)

《锡业股份：业绩拐点已得到确认》

分 析 师

叶 洮

+755 - 8249 2171

yetao@lhqz.com

王 茜

+755 - 8236 4392

wangqianys@lhqz.com

消费及电子提升锡需求

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	9162.9	5222.6	6137.0	7857.2	10520.7
(+/-%)	8.3	-34.6	-33.0	28.0	33.9
归属母公司净利润(百万元)	25.6	87.8	264.6	561.3	792.4
(+/-%)	-95.7	-82.4	933.4	112.1	41.2
EPS(元)	0.04	0.14	0.39	0.84	1.18
P/E(倍)	813.5	237.1	82.1	38.1	27.1

■ **锡有望成为 2010 年唯一略有短缺的基本金属。**据我们测算，预计 2010 年锡市场供需基本平衡，略有缺口，从而对锡价构成明显支撑。

■ **国内需求旺盛，出口值得期待。**中国消费的启动拉动锡需求，家电下乡、汽车下乡均对电子行业构成明显拉动。现阶段中国消费及电子业状况引领乐观憧憬；发达国家虽处底部区域，但领先指标已现积极迹象。而出口恢复预期下电子焊料、马口铁和锡化工等需求领域有望明显增长。

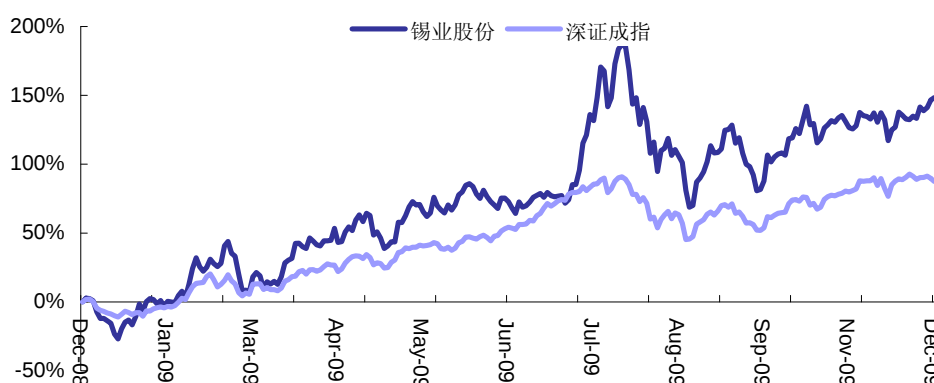
■ **省内锡资源整合前景乐观。**公司所需锡原料 70%需外购，相信其中大部分来自云南省内。考虑到云南省矿业相关政策的倾向性，以及公司在全球锡行业的龙头地位，我们认为，公司整合省内锡资源的前景值得乐观期待。

■ **业绩环比递增态势有望保持。**1-9 月公司共实现净利 8784 万元，每股收益 0.135 元，其中三季度单季实现净利 1.29 亿元；前三季每股收益分别为 -0.17、0.11 和 0.20 元。原计划 4 季度实施的部分设备检修，已延至明年。

■ **调整盈利预测。**将 2009-2011 年每股收益调整为 0.39、0.84 和 1.18 元/股，基于如下假设：锡价 109000、120000 和 135000 元/吨，铜价 38000、40000、45000 元/吨，铅价 13000、14400、15000 元/吨。

■ **维持“增持”评级。**公司配股申请已获证监会审核通过，有望近期启动。募集资金用于 10 万吨铜和 10 万吨铅冶炼项目，故相关矿资源储量情况有望浮出水面。项目建成后公司将升格为综合类矿资源企业，盈利点增加，前景乐观，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



2010 年锡供需略有缺口

预计 2010 年全球锡供应出现少量不足。

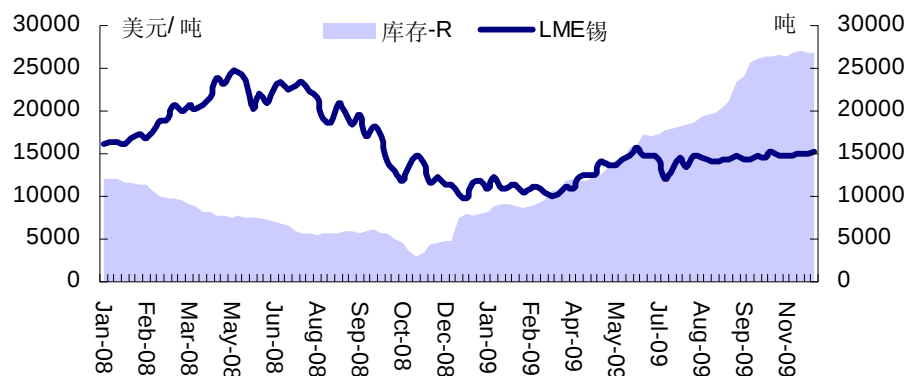
表 1、主要基本金属供需平衡表

	2008 年	2009 年预测	2010 年预测
世界锡产量	321	302	320
世界锡消费	330	296	323
平衡(锡)	-5	6	-3
库存	27	33	30

资料来源：MBR，Barclays、联合证券研究所

预计 2010 年全球锡的供应将呈现少量不足，我们判断锡市场将保持震荡上升的态势。LME 锡库存的增长在过去的几个月中逐渐放缓，目前库存接近 27000 吨的水平，造成锡市场略显紧张状态的原因来自供需两个方面。

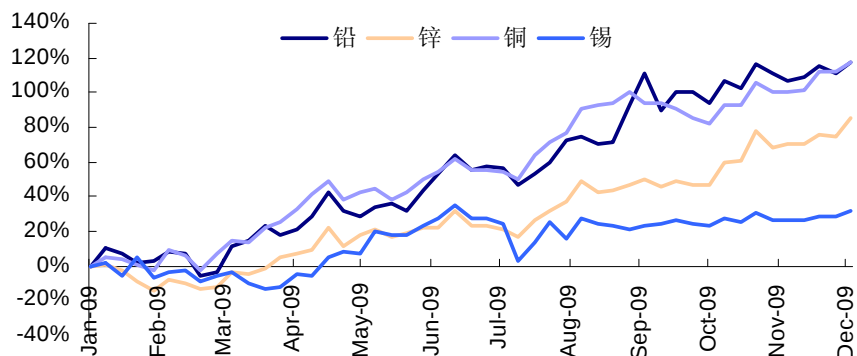
图 1、LME 锡价、库存走势图



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

2009 年以来，锡价的涨幅明显小于其他品种，特别是铜、铅、锌等，其中铜、铅年涨幅均超过 100%，锌涨幅 85%，而锡自年初以来涨幅仅 31%。主要原因在于，锡的下游主要是电子、食品饮料的包装材料等，与消费关系紧密，因此相较于其他工业金属，锡呈现后周期性特征。

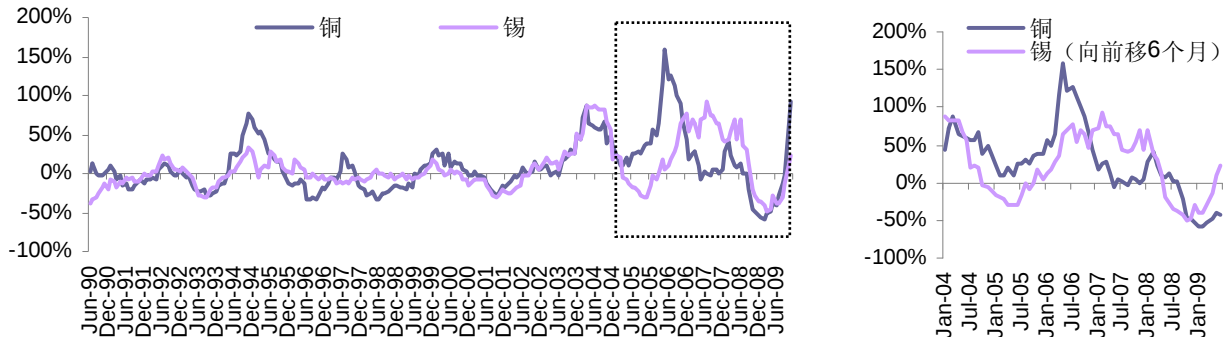
图 2、LME 铜、铅、锌、锡价格走势图（2009 年）



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

由图 2 可见，随着铜金融属性的增强，锡价相对铜价的滞后性日益显著，04 年以来，滞后期将近 6 个月。

图 3、LME 锡、铜价格增速

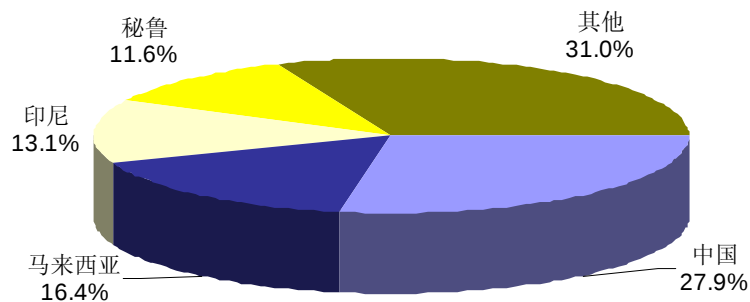


资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

供应集中度日益提升

锡储量集中度较高，中国居第一位，约占 27.9%

图 4、全球锡储量分布

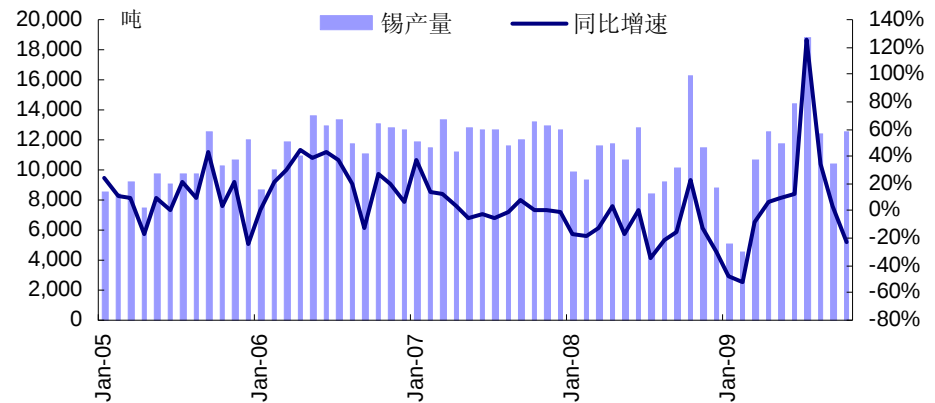


资料来源：联合证券研究所

全球锡矿产量分布集中度日益提高，截止 2008 年，中国约占全球精矿供给的 45%，印尼占 30%，较 2000 年均大幅提升。而不可持续的开采导致印尼锡矿品位迅速下降，产量于 2007 年达顶峰 10.2 万吨并趋于稳定，中国在锡市场中的地位日益凸显，议价能力有望得到提升。

近期，我们注意到，印尼今年上半年惊人的出口增长已不再延续，9 月份的印尼出口数据显示锡出口同比下降 30%，这主要是因为非法运营矿山的关停造成了矿石供应的紧张，导致炼厂不得不关停产能或者减产。另一方面印尼上半年的大量出口主要是受降低库存的驱动而非出自矿山的实际产出，因此这样的出口格局是不具可持续性的。

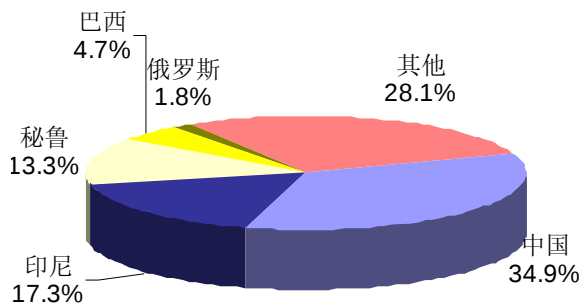
图 5、中国锡产量及同比增速



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 6、全球锡矿产量分布 (2000 年)

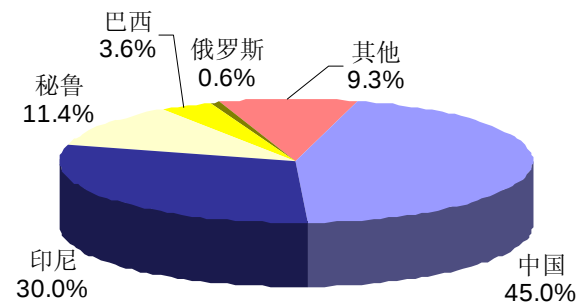
2000年



资料来源: 美国统计局, 联合证券研究所

图 7、全球锡矿产量分布 (2008 年)

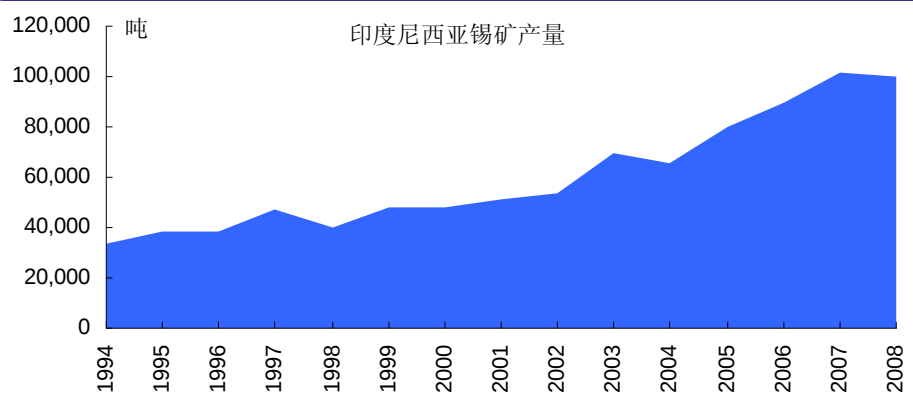
2008年



资料来源: 美国统计局, 联合证券研究所

印尼锡矿品位迅速下降, 产量有所回落

图 8、印度尼西亚锡精矿产量



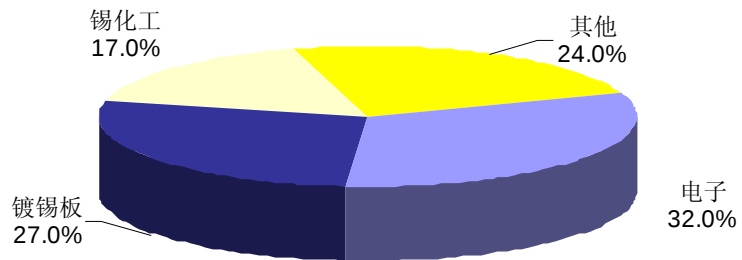
资料来源: Wind, 联合证券研究所

国内需求旺盛, 出口值得期待

在锡的需求结构中, 32%用于电子行业, 27%被用于生产镀锡板(即马口铁), 另外 17%用于锡化工, 均与消费呈明显正相关关系。消费和电子行业的复苏, 对锡需求的提升拉动作用应是明显的。

电子行业的需求增加明显，马口铁和锡化工等领域的需求前景显示乐观。

图 9、全球锡消费结构

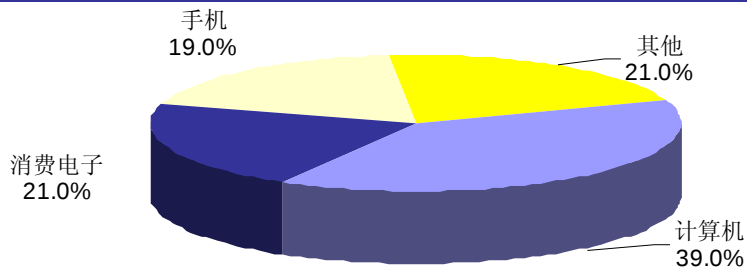


资料来源：中华商务网，联合证券研究所

在电子行业的终端需求中，计算机占 39%，消费电子占 21%，手机占比 19%。其中消费电子包括汽车电子、家电电子等，2009 年全球消费电子行业持续低迷，但在家电下乡、汽车下乡政策刺激下，中国的表现却独树一帜。

在电子行业的终端需求中，计算机占 39%，消费电子占 21%，手机占比 19%。

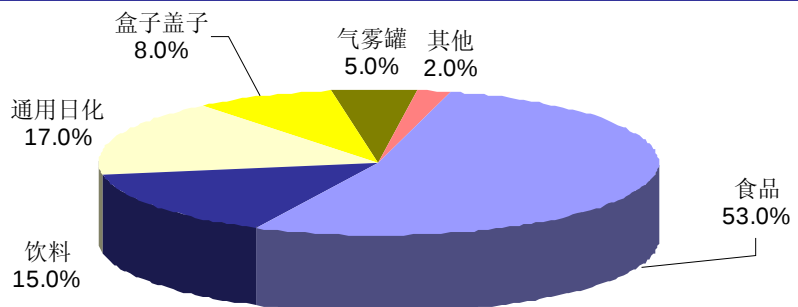
图 10、中国电子行业消费结构



资料来源：中华商务网，联合证券研究所

镀锡钢板（马口铁）主要用于制罐行业，如饮料罐、罐头盒、化工罐等，共占到了总消费量的 90%左右。

图 11、中国镀锡板消费结构



资料来源：中华商务网，联合证券研究所

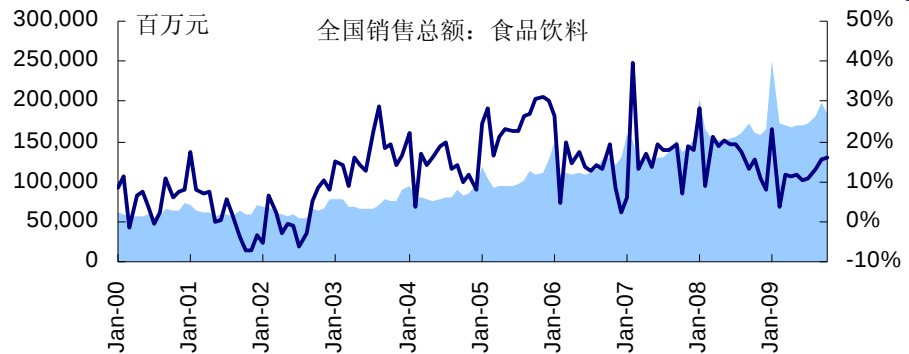
中国消费似已开始启动

在家电下乡、汽车下乡的带动下，中国的消费似已开始启动，全国零售销售总额连续两个月同比增速超过 15%，电子行业的先导指标——半导体出货量，亦显示了电子行业明显的复苏迹象。

另外，国内 3G、家电以及高端通讯终端均呈现较好的增长趋势；电子书、微型投影、手机支付、物联网等新应用领域亦层出不穷，均有望成为锡需求值得期待的外延。

中国消费似已启动

图 12、全国商业销售总额及增速



资料来源：Wind，联合证券研究所

发达国家经济将从底部走向复苏

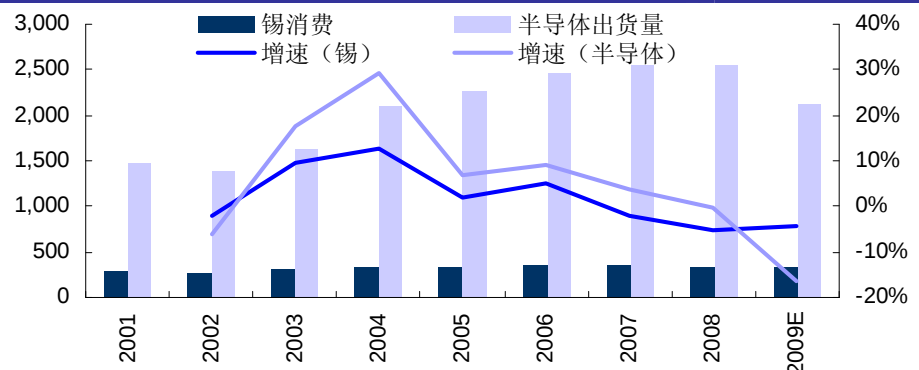
美日欧等发达国家经济在 2009 年 3 季度渐次见底(美国 3 季度 GDP 环比增长 3.5%，欧元区 3 季度 GDP 环比增长 0.4%)，但消费数据仍处低位。伴随全社会范围的再库存，以及随之而来的终端需求水平提升，预计镀锡板、马口铁和锡化工等领域的需求均有望呈现乐观前景。

全球半导体发货量
与锡消费量呈现明显正
相关

09 年的背离源于中
国需求和大量进口

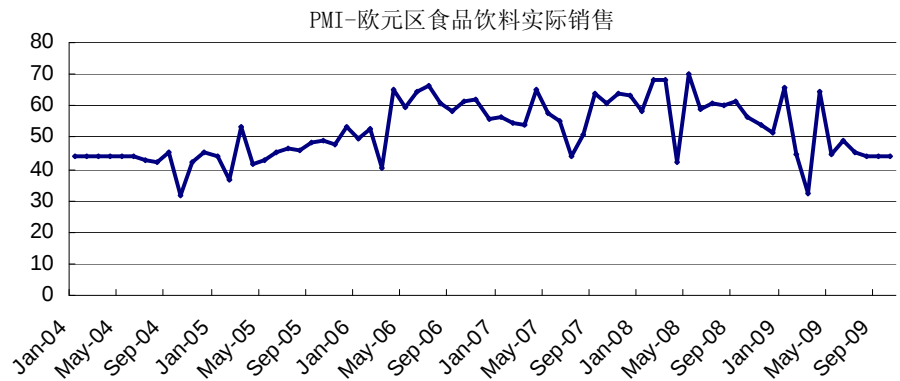
图 13、全球半导体发货量与锡消费量呈正相关

吨、亿美元



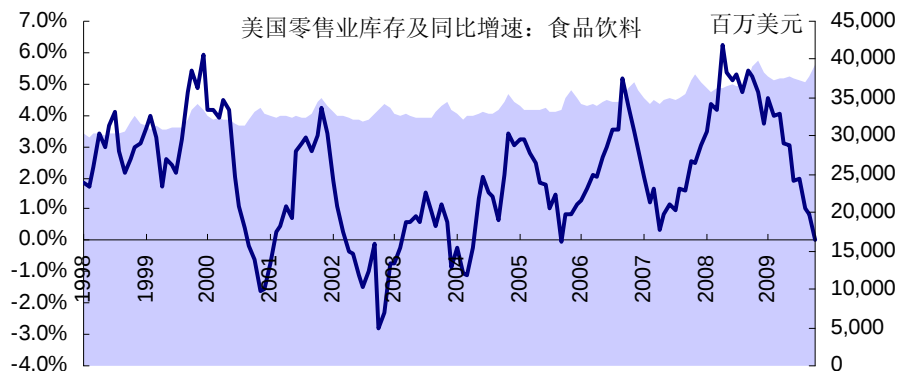
资料来源：IDC，联合证券研究所

图 14、欧元区消费仍处地位



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

图 15、美国消费何时恢复？

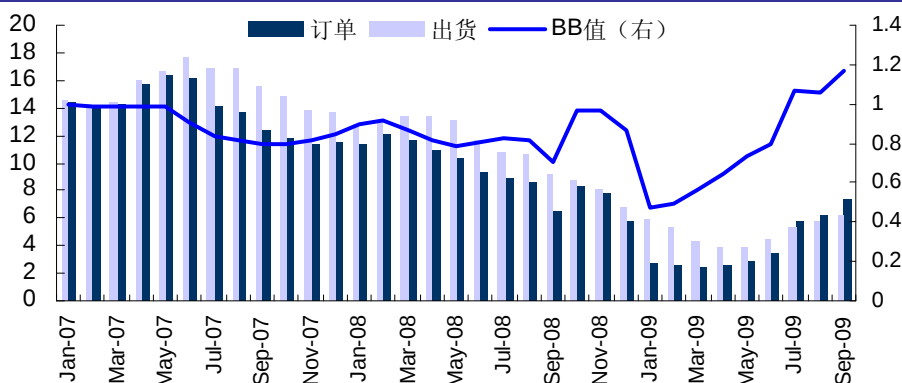


资料来源：Bloomberg, 联合证券研究所

新增订单和出货情况与 07、08 年相比，仍有较大差距，但领先指标 BB 值已现积极信号，环比持续回升，7 月份起已达 1 以上。

BB 值为订单/出货比，是电子行业的领先指标，已显现积极信号。

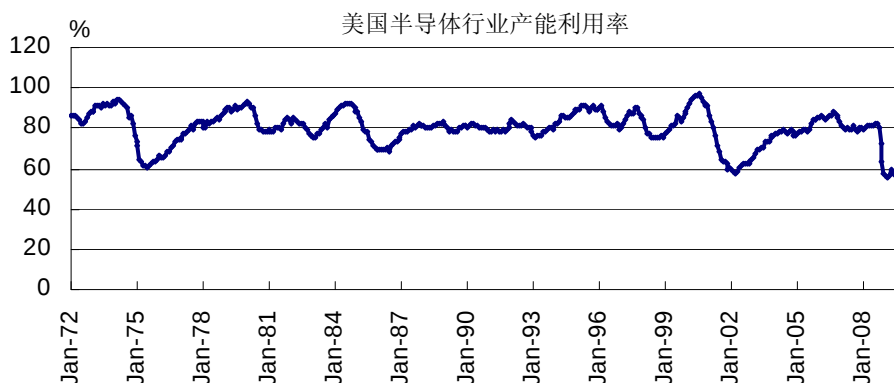
图 16、全球半导体 BB 值



资料来源：IDC, 联合证券研究所

自 2008 年 9 月起，美国半导体行业产能利用率迅速下降至 60% 以下，至目前为止依然维持在 60% 的历史低位，但伴随行业转暖，开工率的回升应可期待。

图 17、美国半导体行业产能利用率处于历史地位



资料来源：Bloomberg, 联合证券研究所

省内资源整合预期日渐强烈

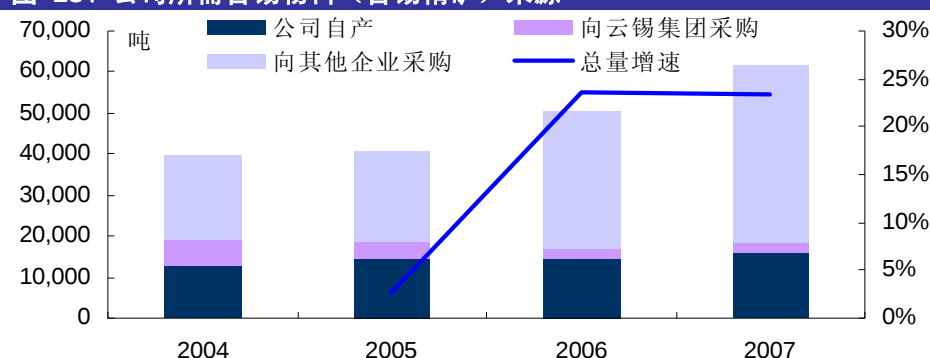
截至 2007 年，公司所需锡精矿 70%需外购，其中集团公司占 5%左右，且呈逐年递减趋势，因公司近几年冶炼规模迅速扩大，导致外购量增加。

表 2、公司所需含锡物料（含锡精矿）供应结构

供应方	2004	2005	2006	2007
公司自产	32.39%	35.26%	28.33%	25.47%
向云锡集团采购	15.26%	9.81%	5.23%	4.83%
向其他企业采购	52.36%	54.94%	66.44%	69.70%

资料来源：公司公告，联合证券研究所

图 18、公司所需含锡物料（含锡精矿）来源



资料来源：公司公告，联合证券研究所

全球锡供应相对其它金属更为集中，中国、马来西亚、印尼、秘鲁四国的储量占世界总储量的 69%。随着各国对资源重视程度的提高，外购锡精矿原料的难度与日俱增。而云南省是我国锡资源最集中的地区，我们判断公司外购精矿原料中大部分来自省内。

无论从产业层面还是政策层面，我们相信整合成功率正在提升。

战略和稀有资源领域的国进民退已成趋势，而云南省的相关政策更为明确。而在全球经济危机被置于困境的中小矿山，相信至今仍有部分不能自拔，我们认为，省内矿资源整合的阻力正在降低。

政策线索：

1、2002 年，云南省政府决定借助深化国企改革之机，对省内重要矿产资源进行整合，以提高集中度、优化配置；

2、2006 年《云南省 2006 年整顿和规范矿产资源开发秩序工作方案》出台，从政策面将整合目标进一步明确，并落到实处；

3、2008 年 7 月，红河州政府与云南锡业集团正式签订矿产资源整合开发合作协议，表明了地方政府的态度也越来越明确，云南省资源整合又向前迈出实质性一步。

盈利预测与投资评级

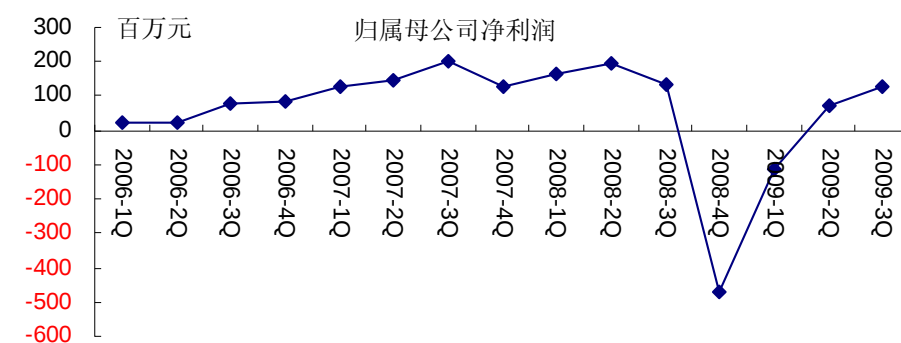
盈利能力逐季提升

公司盈利能力逐季提升，传递积极信号。1-9 月共实现净利 8784 万元，每股收益 0.135 元。因锡价维持强势，且库存转销冲减主营业务成本，加上郴州项目投产后开始产生利润贡献，公司三季度单季实现归属母公司净利 1.29 亿元。而今年各季每股收益分别为-0.17、0.11 和 0.20 元，盈利能力逐级上升的趋势显现。

公司原计划 4 季度安排部分设备检修，现已顺延至明年。因公司存货较多，我们不认为检修会对其销售构成负面影响；而作为全球锡业龙头，公司的停产检修反而有望促进锡价上涨。

盈利能力持续提升，恢复至 07 年水平

图 19、公司单季归属母公司净利润



数据来源：联合证券研究所

调整盈利预测

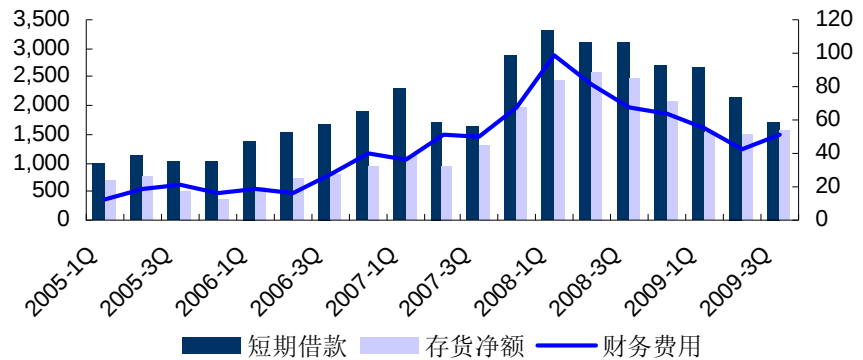
将公司 2009-2010 年盈利预测由 0.61、0.82 和 1.22 元/股，调整为 0.39、0.84 和 1.18 元/股，主要考虑：1、公司精矿产量和库存消化速度低于预期，下调 09 年盈利预测，2、截止 3 季度末，公司存货净额仍有 15.8 亿元，考虑到这部分低价库存的转销，以及配股后所募资金有望进一步降低短期负债，减少财务费用，上调 2010 年盈利预测。

表 3、主要产品价格、产量假设

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 及以后
金属价格						
锡锭价格	109,000	120,000	135,000	140,000	145,000	150,000
铅锭价格	13,000	14,000	15,000	15,450	15,914	16,391
铜锭价格	38,000	40,000	45,000	46,350	47,741	49,173
冶炼产能						
锡锭产能	45,900	56,000	60,000	62,000	65,000	65,000
铅锭产能	25,000	60,000	100,000	100,000	100,000	100,000
铜锭产能	-	-	40,000	100,000	100,000	100,000

数据来源：联合证券研究所

图 20、公司单季归属母公司净利润



数据来源：联合证券研究所

维持“增持”评级

公司于 12 月 1 日发布公告，其配股申请已获证监会审核通过，配股方案有望于近期启动。募集资金计划用于 10 万吨铜和 10 万吨铅冶炼项目，但由于公司尚未公告具体配股方案，本次配股对业绩的影响尚难详细测算。

按照发改委分别于 2006、2007 年出台的《铜冶炼行业准入条件》和《铅锌行业准入条件》要求，新建铅锌冶炼项目企业自有矿山原料比例应达到 30% 以上，铜冶炼项目达 25% 以上，由此推断公司控制的金属储量底线为：铅 90 万吨，铜 75 万吨（按照 30 年矿山服务年限）。

项目建成后，综合类矿资源企业打造成形，公司盈利点增加、前景乐观，维持“增持”评级。

主要关注点：

- 1、主要下游电子等领域的消费情况；
- 2、公司 10 万吨铜、10 万吨铅冶炼项目进度；
- 3、公司郴州锡矿项目进展情况；
- 4、公司对云南省内外锡资源的整合进度。

风险提示

- 1、印尼为锡最大出口国，其政策对全球锡供应影响显著，存在不确定性。
- 2、我们判断，矿山整合预期正日益增强，但具体的进度和路径仍难以估计。
- 3、宏观经济复苏预期、有色金属价格虽目前预期良好，但仍存在不确定性。价格的剧烈波动对公司的正常经营亦构成负面影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3159	2436	2887	3695	营业收入	9163	6137	7857	10521
现金	339	400	400	400	营业成本	8007	5260	6488	8646
应收账款	326	363	384	503	营业税金及附加	46	34	39	55
其他应收款	62	63	89	138	营业费用	125	68	118	139
预付账款	233	142	206	253	管理费用	345	281	393	468
存货	2089	1315	1684	2233	财务费用	312	179	163	160
其他流动资产	110	153	126	168	资产减值损失	348	0	-50	0
非流动资产	3699	4216	4360	4301	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	10	10	10	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	2505	3039	3378	3497	营业利润	-14	314	706	1053
无形资产	477	460	444	428	营业外收入	17	37	38	31
其他非流动资产	718	706	528	367	营业外支出	14	11	12	12
资产总计	6858	6651	7248	7997	利润总额	-10	340	732	1072
流动负债	3175	2593	2591	2598	所得税	-34	58	110	161
短期借款	2703	2266	2213	2132	净利润	24	282	622	911
应付账款	323	210	253	344	少数股东损益	-2	18	61	119
其他流动负债	150	117	124	123	归属母公司净利润	26	265	561	792
非流动负债	1233	845	845	845	EBITDA	459	633	1034	1394
长期借款	770	845	845	845	EPS (元)	0.04	0.39	0.84	1.18
其他非流动负债	463	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4408	3438	3436	3443	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	5	23	83	202	成长能力				
股本	651	671	671	671	营业收入	8.3%	-33.0%	28.0%	33.9%
资本公积	670	1142	1142	1142	营业利润	-102.2%	2170.4%	124.7%	49.1%
留存收益	1130	1382	1919	2543	归属于母公司净利润	-95.7%	933.4%	112.1%	41.2%
归属母公司股东权益	2444	3190	3728	4351	获利能力				
负债和股东权益	6858	6651	7248	7997	毛利率(%)	12.6%	14.3%	17.4%	17.8%
现金流量表					净利率(%)	0.3%	4.3%	7.1%	7.5%
单位: 百万元					ROE(%)	1.0%	8.3%	15.1%	18.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	-11.7%	7.1%	11.6%	14.7%
经营活动现金流	1009	1180	590	525	偿债能力				
净利润	24	282	622	911	资产负债率(%)	64.3%	51.7%	47.4%	43.1%
折旧摊销	161	139	164	181	净负债比率(%)	78.78%	90.49%	89.01%	86.45%
财务费用	312	179	163	160	流动比率	0.99	0.94	1.11	1.42
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.34	0.42	0.46	0.56
营运资金变动	260	727	-378	-721	营运能力				
其他经营现金流	258	-148	18	-6	总资产周转率	1.33	0.91	1.13	1.38
投资活动现金流	-942	-595	-350	-115	应收账款周转率	24	18	21	23
资本支出	872	585	350	115	应付账款周转率	29.08	19.75	28.04	28.99
长期投资	0	10	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-70	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.39	0.84	1.18
筹资活动现金流	-222	-524	-240	-410	每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.76	0.88	0.78
短期借款	-183	-437	-53	-82	每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.76	5.56	6.49
长期借款	95	75	0	0	估值比率				
普通股增加	114	20	0	0	P/E	838.72	81.16	38.27	27.10
资本公积增加	75	472	0	0	P/B	8.79	6.73	5.76	4.94
其他筹资现金流	-322	-654	-187	-328	EV/EBITDA	53	39	24	18
现金净增加额	-159	61	0	0					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。