

## 湘财证券研究所

## 有色金属研究小组

刘金钵 分析师

执业编号: S0500511010005

联系人:

叶鑫

Tel: 021-68634510-8708

E-mail: [yx2893@xcsc.com](mailto:yx2893@xcsc.com)

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

email: [ycx3112@xcsc.com](mailto:ycx3112@xcsc.com)

## 投资要点:

■ **锡供应短缺支撑价格再创新高。**世界金属统计局(WBMS)公布的数据显示,2010年1-11月全球锡市供应短缺15800吨,2009年前11个月全球锡市供应过剩10600吨。WBMS称,2010年1-11月全球精炼锡产量较2009年同期增加24400吨。2010年1-11月全球锡需求量总计为342000吨,较2009年同期增加17.5%。马来西亚最大的锡矿商马来西亚冶炼公司(Malaysia Smelting Corp)估计,至少在2013年之前,锡市仍存在供需缺口,并称锡价有可能上涨至每吨40000美元的纪录高位。2010年,期锡是LME交易的六个基本金属中涨幅最大者,上周五,期锡又创出27750美元/吨的历史新高。

■ **锡的稀缺性和生产的高集中度导致锡的供应短缺长期存在。**2005年-2008年全球十大产锡企业精炼锡产量占比分别为74.2%、80.4%、74.1%、74.9%,前十大产锡企业精炼锡产量在全球总产量基本维持在75%左右。因此主要产锡企业可以根据市场需求来调节市场供应量,从而达到稳定价格的目的。最近三年锡行业总体呈现供略小于求的局面,行业库存量持续下降,即使2008年遭遇全球性经济萧条也没有改变这一格局,因为需求下降的同时,产量下降的幅度更大。

从中长期来看,锡的稀缺性和生产的高集中度导致锡的供应量在未来几年内不会有大幅度增加。主要原因有:(1)锡是稀缺金属,在地壳中含量约为0.0002%,主要分布在中国、东南亚及南美洲,近20年业内在锡矿勘探方面投入少,没有重大锡矿发现,而废锡的回收难度也很高,因此锡原料供应增长有限;(2)锡的生产高度集中,以2009年的精锡产量计算,前10家精锡生产企业的精锡产量达到24.22万吨,占2009年世界总产量的71.7%,而锡业股份、PTTimah、Minsur、和MSC等前四个生产企业的精锡产量合计17.13万吨,占世界总产量的50.74%。上述因素将导致锡的供应量不会有大幅度增加。

■ **消费电子景气和“绿色”替代继续对锡需求形成支撑。**锡行业是典型的需求引导行业,锡行业的发展状况和下游产业的发展密切相关。目前全球锡及锡产品主要应用于焊料(电子和工业)、镀锡板和锡化工,根据ITRI统计,上述领域的消费量占锡总消费量的比例分别为52.90%、16.40%、13.90%,因此,上述领域的发展将会使锡的消费量不断上升。对中国来说,电子行业所用的锡焊料占锡消费总量的70%左右,近年中国电子行业工业产品产值年增长率均在50%以上,电子产品出口额一直保持强劲的上升趋势,预计在未来的5年内其高速发展的势头不会减弱,而且全球锡焊料无铅化的进程势必也会波及到中国,中国未来几年电子行业用锡量将保持强劲增长。未来几年,我国焊料领域锡的消费量年增长率将保持在15%左右。

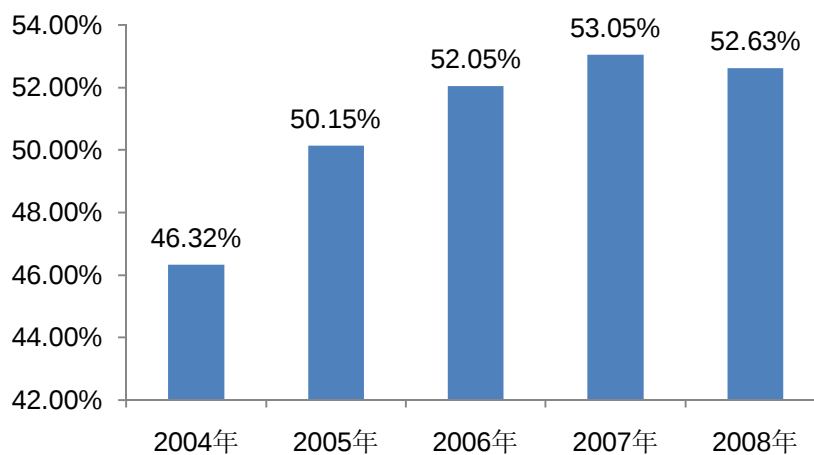
锡的无毒性使其成为众多传统材料的“绿色替代品”,如替代铅、在化工材料中取代镉、铅、镉等,其中合金焊料无铅化已经在日本、欧盟等实施。锡焊料主要用于电子信息行业,电子信息行业是全球第一大产业,从中长期看,电子制造业仍是中国的优势产业,发展前景较好,因此其将继续带动国内锡产业较快增长。

■ **盈利预测与估值** 预计公司2010-2012年EPS分别为0.56元、0.83元、1.02

元，我们给予公司“买入”评级。

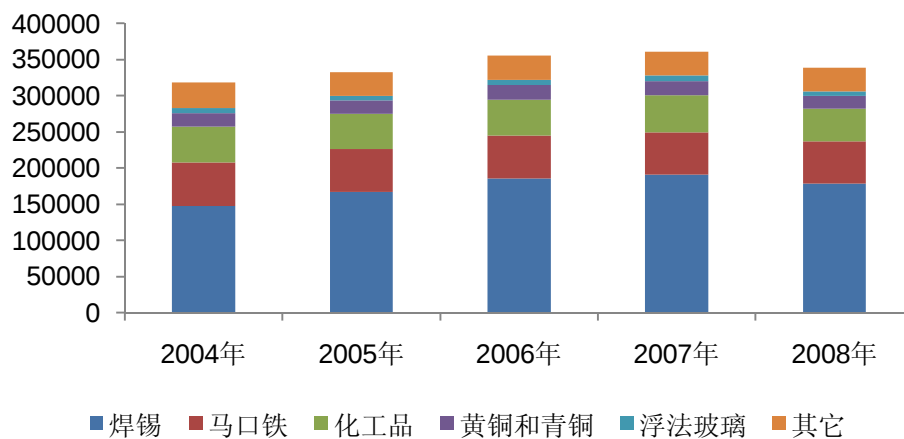
**风险提示** 锡价格大幅波动、技改项目进展不顺利

图1 焊锡消费占比较高



来源：ITRI，湘财证券研究所

图2 锡消费稳定增长



来源：ITRI，湘财证券研究所

图 1 锡价迭创新高



来源: Bloomberg, 湘财证券研究所

图 4 全球主要锡生产商

|    | Company                           | 2009   | 2010   | % change |
|----|-----------------------------------|--------|--------|----------|
| 1  | Yunnan Tin (China)                | 55,898 | 59,180 | 5.9%     |
| 2  | PT Timah (Indonesia)              | 45,086 | 39,100 | -13.3%   |
| 3  | Malaysia Smelting Corp (Malaysia) | 36,407 | 38,737 | 6.4%     |
| 4  | Minsur (Peru)                     | 33,920 | 36,052 | 6.3%     |
| 5  | Thaisarco (Thailand)              | 19,300 | 21,900 | 13.5%    |
| 6  | Liuzhou China Tin (China)         | 10,500 | 14,300 | 36.2%    |
| 7  | Yunnan Chengfeng (China)          | 14,947 | 14,155 | -5.3%    |
| 8  | EM Vinto (Bolivia)                | 11,805 | 11,600 | -1.7%    |
| 9  | Metallo Chimique (Belgium)        | 8,690  | 11,000 | 26.6%    |
| 10 | Gejiu Zi-Li (China)               | 5,600  | 9,000  | 60.7%    |
| 11 | PT Koba Tin (Indonesia)           | 7,455  | 6,644  | -10.9%   |
| 12 | Jiangxi Nanshan Tin (China)       | 3,000  | 6,000  | 100.0%   |
| 13 | OMSA (Bolivia)                    | 3,205  | 3,400  | 6.1%     |

来源: ITRI, 湘财证券研究所

表 1 锡业股份盈利预测

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 2985        | 1760         | 2376         | 3342         | <b>营业收入</b>     | 7155        | 9654         | 11483        | 13136        |
| 现金             | 268         | 0            | 417          | 1387         | 营业成本            | 7015        | 8279         | 9820         | 11202        |
| 应收账款           | 315         | 0            | 0            | 0            | 营业税金及附加         | 43          | 56           | 60           | 72           |
| 其他应收款          | 40          | 0            | 0            | 0            | 营业费用            | 121         | 143          | 167          | 196          |
| 预付账款           | 196         | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 328         | 394          | 476          | 561          |
| 存货             | 1776        | 1760         | 1960         | 1955         | 财务费用            | 182         | 229          | 147          | 111          |
| 其他流动资产         | 389         | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | 61          | 50           | 56           | 53           |
| <b>非流动资产</b>   | 4416        | 4228         | 4067         | 3900         | 公允价值变动收         |             |              |              |              |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | 0            | 益               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 3177        | 3354         | 3349         | 3260         | 投资净收益           | -2          | 1            | 1            | -0           |
| 无形资产           | 466         | 466          | 466          | 466          | <b>营业利润</b>     | 138         | 504          | 758          | 941          |
| 其他非流动资产        | 774         | 409          | 252          | 174          | 营业外收入           | 31          | 35           | 35           | 29           |
| <b>资产总计</b>    | 7402        | 5988         | 6443         | 7242         | 营业外支出           | 10          | 12           | 11           | 12           |
| <b>流动负债</b>    | 2885        | 195          | -0           | -0           | <b>利润总额</b>     | 158         | 528          | 782          | 959          |
| 短期借款           | 2095        | 195          | 0            | 0            | 所得税             | 27          | 88           | 131          | 160          |
| 应付账款           | 287         | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 131         | 440          | 651          | 799          |
| 其他流动负债         | 502         | 0            | -0           | -0           | 少数股东损益          | -3          | -10          | -15          | -18          |
| <b>非流动负债</b>   | 1947        | 1458         | 1458         | 1458         | <b>归属母公司净利润</b> | 134         | 450          | 665          | 816          |
| 长期借款           | 1458        | 1458         | 1458         | 1458         | EBITDA          | 469         | 884          | 1067         | 1219         |
| 其他非流动负债        | 489         | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.21        | 0.56         | 0.83         | 1.02         |
| <b>负债合计</b>    | 4832        | 1653         | 1458         | 1458         | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 2           | -8           | -22          | -40          | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 651         | 801          | 801          | 801          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 670         | 1840         | 1840         | 1840         | 营业收入            | -21.9%      | 34.9%        | 18.9%        | 14.4%        |
| 留存收益           | 1252        | 1702         | 2367         | 3183         | 营业利润            | 954.9%      | 266.6%       | 50.3%        | 24.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 2567        | 4343         | 5008         | 5824         | 归属于母公司净利润       | 471.1%      | 234.8%       | 47.8%        | 22.8%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 7402        | 5988         | 6443         | 7242         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 毛利率(%)          | 2.0%        | 14.2%        | 14.5%        | 14.7%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 净利率(%)          | 1.9%        | 4.7%         | 5.8%         | 6.2%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE(%)          | 5.2%        | 10.4%        | 13.3%        | 14.0%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 453         | 1436         | 758          | 1082         | ROIC(%)         | 3.9%        | 10.2%        | 12.5%        | 14.9%        |
| 净利润            | 131         | 440          | 651          | 799          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 150         | 151          | 161          | 167          | 资产负债率(%)        | 65.3%       | 27.6%        | 22.6%        | 20.1%        |
| 财务费用           | 182         | 229          | 147          | 111          | 净负债比率(%)        | 82.64%      | 100.00%      | 100.00%      | 100.00%      |
| 投资损失           | 2           | -1           | -1           | 0            | 流动比率            | 1.03        | 9.02         | #####        | #####        |
| 营运资金变动         | -78         | 779          | -200         | 5            | 速动比率            | 0.41        | 0.00         | #####        | #####        |

|                |             |              |             |             |                 |        |       |       |       |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 其他经营现金流        | 66          | -161         | 0           | 0           | <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-642</b> | 11           | 1           | -0          | 总资产周转率          | 1.00   | 1.44  | 1.85  | 1.92  |
| 资本支出           | 659         | 0            | 0           | 0           | 应收账款周转率         | 22     | 61    | -     | -     |
| 长期投资           | 0           | -10          | 0           | 0           | 应付账款周转率         | 22.99  | 57.65 | -     | -     |
| 其他投资现金流        | 17          | 1            | 1           | -0          | <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>118</b>  | <b>-1716</b> | <b>-342</b> | <b>-111</b> | 每股收益(最新摊薄)      | 0.17   | 0.56  | 0.83  | 1.02  |
|                |             |              |             |             | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.57   | 1.79  | 0.95  | 1.35  |
| 短期借款           | -608        | -1900        | -195        | 0           | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.20   | 5.42  | 6.25  | 7.27  |
| 长期借款           | 688         | 0            | 0           | 0           | <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| 普通股增加          | 0           | 151          | 0           | 0           | P/E             | 131.07 | 39.15 | 26.48 | 21.58 |
| 资本公积增加         | 0           | 1169         | 0           | 0           | P/B             | 6.86   | 4.06  | 3.52  | 3.02  |
| 其他筹资现金流        | 38          | -1135        | -147        | -111        | EV/EBITDA       | 39     | 21    | 17    | 15    |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-71</b>  | <b>-268</b>  | 417         | 970         |                 |        |       |       |       |

来源： 湘财证券研究所

**分析师声明:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**湘财证券投资评级体系**

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

**重要声明**

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。