



子行业/行业

锡业股份 (000960)

印尼锡产量逐步下降成为趋势

 桑永亮

 021-38676052

 sangyongliang@gtjas.com

 S0880511010034

本报告导读:

从资源品质下降、政府控制力度加强和自然灾害频率强度加大来判断, 印尼锡产量下降是大势所趋, 由此将支持锡价长期向上。

投资要点:

印尼锡产业概述。

印尼锡储量大约 80 万吨, 主要分布在邦加岛、勿里洞岛、新及岛及昆铎岛。前两大生产企业为 PT Timah、PT Koba, 占全国产量 60%。目前印尼锡产业两个比较重要的变化是 (1) 产业集中度在提高, 如 PT Timah 要约收购 PT Koba, (2) 产量下降, 如 PT Timah 产量逐年下降。

我们为什么认为印尼锡产量下降将成大趋势?

2005 以来, 印尼锡精矿产量开始出现明显下滑, 我们判断这种趋势会持续, 原因包括:

地利——资源品位下降, 储采比不大, 已无扩产的能力

我们不看好印尼锡矿产量增长最根本的原因是担忧其资源的储量及可采年限。从最近几年新闻看, 印尼并没有新发现较大锡矿的报道, 相反, 很多陆上锡矿资源被报品位下降、开采枯竭, 很多锡企被迫进入水下开采。印尼统计的储采比仅有 8-10 年, 不具备扩产的能力。

人和——印尼政府对锡资源保护力度加大

印尼政府一方面越来越意识到锡的珍贵, 另一方面为保护环境, 开始限制锡产量。相关政策主要有打击非法开采、设置出口配额、停发新采矿权证等。

天时——自然灾害越来越频繁、强度越来越大

从历史统计及地理位置上分析, 印尼本身就处于地质灾害多发区, 火山、地震、海啸、暴雨是常客。印尼的锡开采以陆地露天和滨海挖掘为主, 这些自然灾害对其生产无疑是雪上加霜。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,163	7,155	9,280	11,229	13,025
(+/-)%	8%	-22%	30%	21%	16%
经营利润 (EBIT)	641	383	633	846	1,078
(+/-)%	-26%	-40%	65%	34%	27%
净利润	26	134	283	397	563
(+/-)%	-96%	425%	110%	41%	42%
每股净收益 (元)	0.04	0.21	0.43	0.61	0.87
每股股利 (元)	0.02	0.81	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	7.0%	5.3%	6.8%	7.5%	8.3%
净资产收益率 (%)	1.0%	5.2%	9.9%	12.2%	14.8%
投入资本回报率 (%)	-25.0%	4.7%	6.0%	7.9%	8.3%
EV/EBITDA	28.6	44.2	30.9	23.5	19.7
市盈率	757.0	144.2	68.6	48.8	34.4
股息率 (%)	0.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 40.00

上次预测: 40.00

当前价格: 32.80

2011.02.14

交易数据

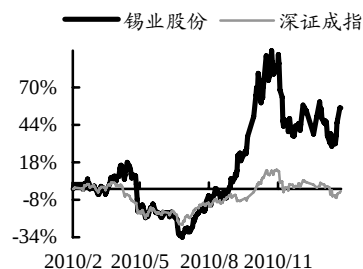
52 周内股价区间 (元)	14.06-45.50
总市值 (百万元)	27,031
总股本/流通 A 股 (百万股)	824/456
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	24
日均成交值 (百万元)	832

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,105
每股净资产	4.98
市净率	6.6
净负债率	135%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.17	0.06
Q2	0.11	0.18
Q3	0.20	0.12
Q4	0.07	0.07
全年	0.21	0.43

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-19%	51%
相对指数	7%	-5%	54%

相关报告

《供需面偏紧将持续推升锡价》

2011.01.20

《锡业股份公司 2010-12-31 调研提纲》

2010.12.30

1. 印尼锡产业概述

印尼锡储量大约 80 万吨，主要分布在苏门答腊东海岸外的廖内群岛，特别是邦加岛 (Bangka island)、勿里洞岛 (Belitung)、新及岛 (Singkep) 及昆铎岛 (Kundur)。印尼锡生产也集中在这四岛上，尤其是邦加岛和勿里洞岛，年产量大约 5 万吨，占印尼全国锡产量的一半。

印尼锡矿有砂锡矿和原生锡矿两种。砂锡矿有河流冲积砂锡矿和滨海砂锡矿两种；原生锡矿也有两种，产于燕山期花岗岩中的锡石—石英脉型和产于花岗岩体内云英岩化带上的锡石—硫化物型。

印尼虽只是全球第二大产锡国，但却是第一大锡出口国，国内 90% 的锡产品出口到国际市场。因此印尼锡生产和出口量的变化，对国际市场锡价影响很大。

图 1 印尼锡资源储量分布图



资料来源：国泰君安证券

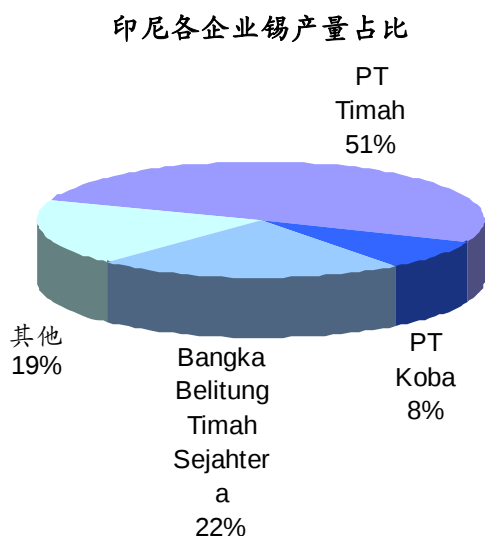
请务必阅读正文之后的免责条款部分

从公司层面看，印尼第一大锡生产商为 PT Timah，精炼锡产量几乎占全国的一半，第二大生产商为 PT Koba Tin，锡年产量大约 7000 吨左右，占全国的 8%，其次还有个 7 家小企业联盟 Bangka Belitung Timah Sejahtera，产能在 2800-3500 吨/月左右，但产能利用率不高，总产量占全国的 22% 左右。

目前印尼锡行业在生产经营上发生的两个比较重要的变化是：

1. **产业集中度在提高。**首先，PT Timah 有对 PT Koba 完全控股的计划，现在正在要约收购，（PT koba 股权 75% 由 malaysia smelting corporation berhad 控制，另 25% 由 pt timah 控制），收购可能在 2013 年后完成，届时印尼锡产量的 60% 将集中于一个企业手中。另一方面，印尼政府对小型锡业公司监管和关停力度加大，也提高了产业集中度。
2. **产量逐年下降。**PT Timah 管理层预测公司 2011 年精炼锡产量在 3.7-4.0 万吨之间。作为对比，公司 2007-2010 年锡产量分别为 5.83、4.90、4.51 和 4.04 万吨，产量逐年下降。

图 2 印尼锡企市场份额情况



资料来源：国泰君安证券

表 1 印尼两家主要锡企在全球位置

公司	国家	2009	2010
1 云南锡业	中国	55.90	59.18
2 PT Timah	印尼	45.09	40.41
3 Malaysia Smelting Corp	马来西亚	36.41	38.74
4 Minsur	秘鲁	33.92	36.05
5 Thaisarco	泰国	19.30	23.51
6 柳州华锡	中国	10.50	14.30
7 云南乘风	中国	14.95	14.16
8 EM Vinto	玻利维亚	11.81	11.52
9 Metallo Chimique	比利时	8.69	9.95
10 个旧自立	中国	5.60	9.00
11 PT Koba Tin	印尼	7.45	6.64
12 江西南山锡业	中国	3.00	6.00
全球总计		330	338

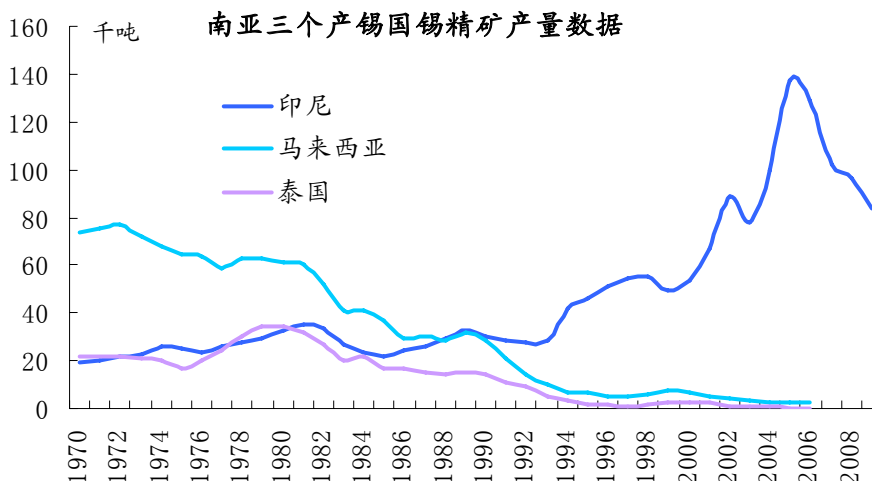
资料来源：ITRI，单位：千吨

2. 我们为什么认为印尼锡产量下降将成大趋势

2005 以来，印尼锡精矿产量已经开始出现明显下滑，回顾曾经的锡第一生产大国——马来西亚由于过度开采导致资源迅速枯竭的历史，我们不禁疑问：印尼未来是否会重蹈覆辙？

我们的判断是由于印尼政府对锡资源的保护力度加大，资源枯竭速度会减缓，但是产量下降的大趋势是无法改变的，原因在下面章节中分析。

图 3 印尼锡产量 2005 年来出现下降



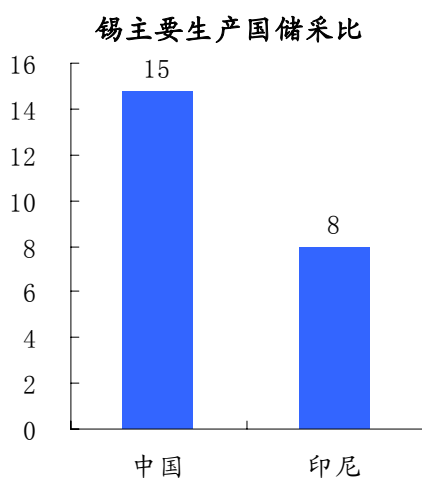
资料来源: ITRI

2.1. 地利——资源品位下降，储采比不大，难有扩产能力

我们不看好印尼锡矿产量增长最根本的原因是：担忧其资源的储量及可采年限。从最近几年新闻看，印尼并没有新发现较大锡矿的报道，相反，很多陆上锡矿资源被报品位下降、开采枯竭，很多锡企被迫进入水下开采。例如，PT Timah 在 2010 年中期称，因陆上开采难度加大，公司计划增加海上锡矿开采，比例将增至 60%-70% 左右（PT Timah 2009 年锡产量 50% 来自海上开采，当年公司精炼锡下滑 8%，由 2008 的 49,029 下滑至 45,086 吨，主要原因还是陆上锡矿产量减少）。

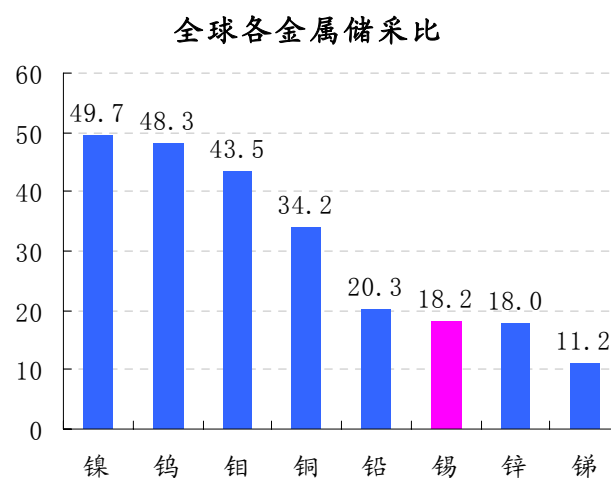
印尼政府统计可采锡资源为 33.8 万吨，另有 65.0 万吨堆积矿。根据 USGS 统计数据，印尼锡资源总储量 80 万吨，这个数据表明印尼锡矿储采比仅有 8-10 年，已不具备大幅扩产的能力。

图 4 印尼锡储采比很小



资料来源: 国泰君安证券

图 5 锡在各种工业金属中储量偏小



资料来源: 国泰君安证券

2.2. 人和——印尼政府对锡资源保护力度加大

印尼政府一方面越来越意识到锡资源的珍贵，另一方面为保护环境，开

始限制锡产量。相关政策主要有：

- 印尼对非法开采打击也更加严厉，导致中小矿山关停。
- 设定出口配额。为限制因国际锡价高涨而导致的对印尼锡矿的过度开发利用，政府在尝试通过对锡锭生产商设定产量配额的办法来限制锡的出口。
- 新的采矿权被停发。由于担心环境快速恶化，印尼正在考虑停止向邦加岛的新锡矿发放开采许可证。

图 6 印尼锡采矿的工作环境



Workers work at the tin mining at Sungailiat village in Indonesia's Bangka-Belitung province.

资料来源：国泰君安证券

图 7 印尼锡矿采掘对森林的破坏



An area damaged by tin mining is seen at Sungailiat village in Indonesia's Bangka-Belitung province.

资料来源：国泰君安证券

2.3. 天时——自然灾害越来越频繁、强度越来越大

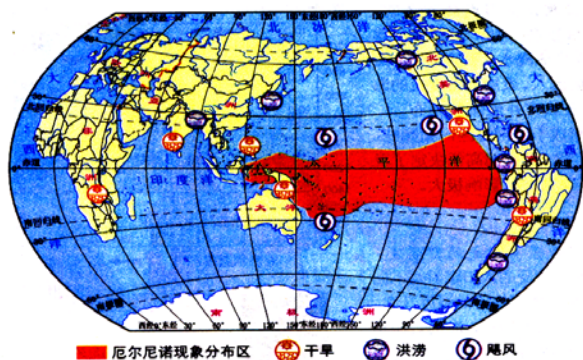
自然灾害对印尼锡生产也会产生巨大影响。

- 一、印尼本身就处于地质灾害多发区。从历史统计及地理位置上分析，印尼处于地质灾害多发区，火山、地震、海啸、暴雨是常客。
- 二、这一两年全球自然灾害频率越来越繁，强度越来越大。我们可以明显感觉到 50 年—100 年不遇的自然灾害频频出现。2010 年印尼较严重的自然灾害就有 2010 年 10 月 26 日火山爆发，2010 年 10 月初出现拉尼娜暴雨。
- 三、印尼的锡开采以陆地露天和滨海挖掘为主，而公路等基建较差，这些自然灾害对其生产和运输无疑是雪上加霜。

图 8 印尼处于厄尔尼诺气候区

图 9 2010-2011 年拉尼娜现象导致印尼降雨增多

厄尔尼诺现象



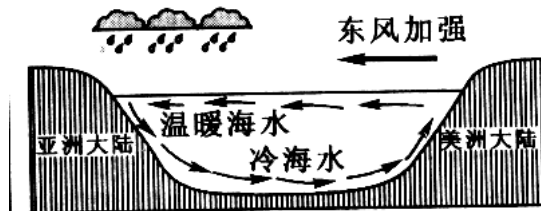
资料来源：国泰君安证券

图 10 印尼 2011 年 2 月降水预报



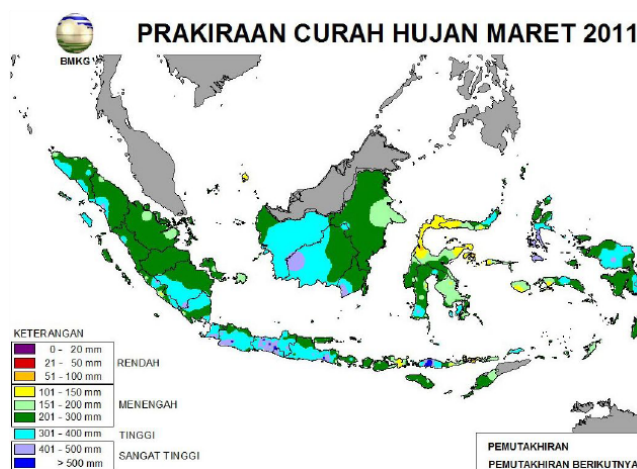
资料来源：印度尼西亚气象局

拉尼娜年



资料来源：国泰君安证券

图 11 印尼 2011 年 3 月降水预报



资料来源：印度尼西亚气象局

作者简介:**桑永亮:**

S0880511010034

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

蔡鼎尧（贡献作者）:

S0880110090104

021-38674743

caidingyao008733@gtjas.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		