

买入 首次

锡业股份（000960）

2011 年 9 月 6 日

锡业霸主 多元发展

9 月 5 日收盘价：26.20 元 目标价：33.00 元

钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391
联系人：刘博
Liub5226@htsec.com
021-23219401

调研基本观点及投资建议

锡业股份作为世界锡行业的龙头企业，是全球最大的锡生产、出口基地和最大的锡化工基地。随着今年铅、铜冶炼项目相继投产，公司将形成以锡、铅、铜为主的多金属板块生产格局。根据公司的发展战略，我们判断：（1）短期内，锡精矿产量将因为屋场坪项目达产和卡房的并入而有所增长。长期来看，锡的产量将保持相对稳定，未来增长来自于锡价的上涨以及锡深加工推进带来的毛利率提升；（2）铅板块目前自给率较低，近期增收难增利，未来盈利能力取决于其自给率的提升；（3）铜作为主要伴生矿种，精矿自给率相对较高，具有一定的盈利能力。

因此，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90 元、1.20 元和 1.30 元，对应的动态 PE 分别为 29.11 倍、21.83 倍和 20.15 倍。我们认为，2011 年 35-40 倍 PE 是比较合理的水平，首次给予公司“买入”评级，目标价 33.00 元。

1. 锡业霸主，多元发展

公司作为国内唯一一家以锡产品为主营业务的上市公司，是全球最大的锡产品供应商，在锡领域拥有绝对的霸主地位。2010 年，公司锡产品在国际市场占有率达到 16.75%，国内市场占有率达到 41.59%。截至 2011 年 6 月底，公司拥有年产 8 万吨精锡、10 万吨铅、2.4 万吨锡化工产品、2.7 万吨锡材产品的生产能力。从产品销售价格来看，公司的锡产量对世界锡价有着重要的影响，在一定程度上具有锡产品定价权，在国内的售价一般要高出同类产品约 2000 元/吨。

表 1 全球锡生产高度集中（精锡产量，吨）

	Company	2009	2010	% change	market share
1	Yunnan Tin (China)	55898	59180	5.9%	16.8%
2	PT Timah (Indonesia)	45086	40413	-10.4%	11.5%
3	Malaysia Smelting Corp (Malaysia)	36407	38737	6.4%	11.0%
4	Minsur (Peru)	33920	36052	6.3%	10.3%
5	Thaisarco (Thailand)	19300	23505	21.8%	6.7%
6	Guangxi China Tin (China)	10500	14300	36.2%	4.1%
7	Yunnan Chengfeng (China)	14947	14155	-5.3%	4.0%
8	EM Vinto (Bolivia)	11805	11520	-2.4%	3.3%
9	Metallo Chimique (Belgium)	8690	9945	14.4%	2.8%
10	Gejiu Zi-Li (China)	5600	9000	60.7%	2.6%
11	PT Koba Tin (Indonesia)	7455	6644	-10.9%	1.9%
12	Jiangxi Nanshan Tin (China)	3000	6000	100.0%	1.7%
	Others		81849		23.3%
	World		351300		100.0%

资料来源：ITRI，海通证券研究所

为创造新的增长点，公司制定多元化发展战略，形成以锡产业为主、多种有色金属产业共同发展的战略布局。公司利用矿产资源优势，目前已经形成 10 万吨铅的冶炼能力，而 10 万吨铜冶炼项目也预计于年底建成投产。短期来看，铅精矿主要依靠外购，因此，其铅冶炼项目盈利能力相对较弱，公司的目标是将铅的自给率提升至 30%；作为主要伴生矿种，公司铜精矿的供应相对充足，所以铜冶炼项目盈利能力较强，未来自给率将逐步达到 40%。

2. 非公开发行项目完善产业布局

公司本次非公开发行的发行价格不低于 27.95 元/股，发行数量不超过 15500 万股，募集金额不超过 40.80 亿元。若按照上限发行，本次发行完成后公司总股本将由 90652.04 万股增加到 106152.04 万股。公司控股股东云锡集团在发行前持股比例 50.51%，发行后下降为 43.14%，仍为公司控股股东。

表 2 本次非公开发行募集资金投向

序号	项目名称	投资总金额 (亿元)	预计募集资金量 (亿元)
1	10 万吨铜项目	25.67	11.40
2	卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目	11.39	11.35
3	10 万吨铅项目、10 万吨铜项目配套土地使用权收购项目	1.75	1.70
4	个旧矿区矿产资源勘查项目	8.39	8.35
5	偿还银行贷款	8.00	8.00
合计		55.20	40.80

资料来源：公司公告，海通证券研究所

发展铜项目具备资源优势。公司的个旧锡矿主要伴生矿种为铜矿。公司现有铜金属储量 77.5 万吨，另外本次卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目顺利实施，将增加铜金属储量 12.03 万吨。据我们测算，公司目前铜精矿产量在 1.5-2.0 万吨/年，卡房项目并入后将增加 4000-5000 吨的产量。

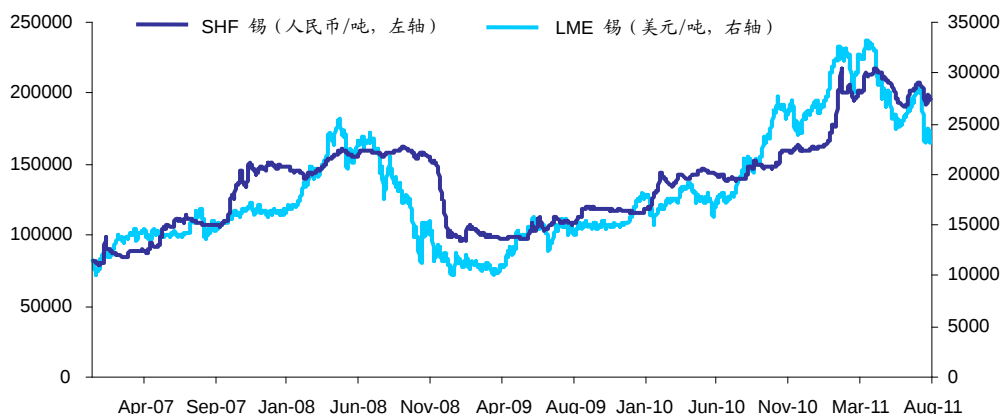
卡房项目具有较好的投资回报率和抗风险能力。卡房分矿铜矿金属量 120281 吨，平均品位 1.65%；钨矿金属量 25302 吨，平均品位 0.26%，生产规模 150.00 万吨/年。卡房分矿采矿权相关采选资产主要是 2000 吨/日的单铜选矿厂、3000 吨/日的多金属选矿厂等。收购完成后，项目年均净利润为 7268.72 万元/年，盈亏平衡点为产能利用率的 68.51%。

个旧矿产资源勘查为公司后续发展提供资源保障。公司近年来持续对个旧矿区进行勘查找矿，取得了良好的效果。本次利用募集资金对风流山、高峰山和大白岩进行勘查与详查，预获 331+332+333 类资源量 82.85 万吨，其中锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨。

3. 锡行业概况

锡是六种工业金属中供需面最紧张的。全球锡消费经历了金融危机后的一轮强劲复苏后，今年复苏的脚步明显放缓，锡的消费量虽然还未达到金融危机前的水平，但也恢复到 36 万吨以上的水平。锡的下游消费主要是焊料和马口铁。今年日本强震带来的电子行业锡需求减少给全球锡消费造成了一定的冲击。2011 年上半年国际市场略有过剩，但下半年消费将迎来又一个高峰，因此全年锡市场仍将保持供应短缺的状况，但缺口有所缩小。

图 1 锡价高位运行



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

国内现货市场锡价在 2010 年下半年因为大量供应过剩而远远落后于国际锡价的涨幅，进入 2011 年，则出现报复性补涨状况。但随后，国际锡价难以遏制的下跌，动摇了国内锡市场的信心。同时，国内本身消费迟滞也给锡价带来了压力，因此国内锡价开始下滑，但下跌幅度比国际锡价略小。国内外锡价在二季度经历了深度的调整后，已经基本调整到位，我们认为锡价将稳定于当前高位，国内现货市场锡价运行区间为 19.0-21.5 万元/吨，均价为 20 万元/吨。

4. 资源扩张，内外兼修

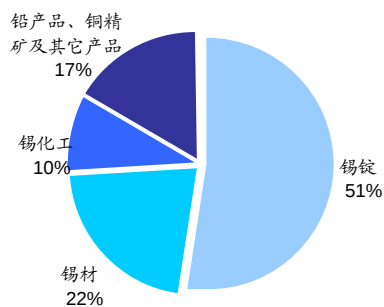
个旧矿区找矿前景广阔。公司资源储备较为充足，目前拥有锡、铜、铅等有色金属储量约 151 万吨，其中锡 54.7 万吨、铜 77.5 万吨、铅 14.2 万吨。同时，公司的矿产资源优势具有较大的持续性，个旧地区勘探潜力巨大，已探明的各种有色金属资源储量 1000 多万吨，其中锡资源储量约 200 多万吨，是目前全球已知最大的锡矿集聚区。个旧矿区有良好的成矿条件，目前地址勘探区域仅为个旧矿区的 15%，进一步找矿前景广阔。

集团注入预期强烈。以公司为核心的云锡控股是云南锡资源的主要整合主体。云锡控股自 2002 年起开始对个旧、文山、滇西等矿区的锡资源进行整合，现已完成对个旧矿区、云南梁河锡矿、文山都龙锡资源的整合工作，集中了全省已探明储量的约 74% 锡资源。我们认为，作为公司控股股东的母公司，云锡控股为避免同业竞争，在条件成熟后有可能逐步向公司注入优质锡资源。

5. 主营业务分析

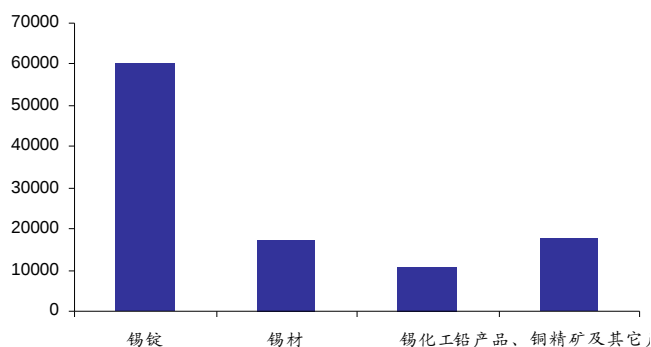
截至 2011 年 6 月底，公司拥有年产 8 万吨精锡、10 万吨铅、2.4 万吨锡化工产品和 2.7 万吨锡材产品的生产能力，年底 10 万吨铜将建成投产。锡锭是公司最主要的收入与利润来源，2011 年上半年占主营业务收入与利润分别为 51% 和 56.74%。我们认为，公司锡板块发展方向是进一步增加资源储量，为长期稳定发展提供资源保障，在产量上不会有太大的增长，因此未来利润增长点主要来自于锡价的攀升以及锡深加工推进带来的毛利率提升；10 万吨铅冶炼项目已经于 3 月建成投产，预计今年产量在 5-6 万吨左右，未来自给率将提升至 30%；10 万吨铜冶炼项目预计在今年年底建成投产，作为重要的锡矿伴生矿种，自给率较高，未来能为公司贡献一定的利润。

图 2 2011 年上半年公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2011 年上半年公司主营业务利润（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 盈利预测

公司作为国内唯一一家以锡产品为主营业务的上市公司，是全球最大的锡产品供应商，在锡领域拥有绝对的霸主地位。未来，公司将继续通过内外兼修的方式增加锡资源储备，推进锡产品深加工提高盈利水平；制定多金属发展战略，铅和铜冶炼项目的相继投产将大幅提高公司营收规模，未来盈利能力将取决于其自给率的提升情况。

表 3 主要产品价格假设（元/吨）

产品名称	2011	2012	2013
精锡	200000	220000	230000
精铜	70000	71000	72000
精铅	17000	17500	18000

资料来源：海通证券研究所

因此，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90 元、1.20 元和 1.30 元，对应的动态 PE 分别为 29.11 倍、21.83 倍和 20.15 倍。我们认为，2011 年 35-40 倍 PE 是比较合理的水平，首次给予公司“买入”评级，目标价 33.00 元，对应 PE37 倍。

7. 主要不确定性

锡、铅、铜等价格具有不确定性；在建项目进展具有不确定性；资源勘探具有不确定性；汇率风险。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、酒钢宏兴（600307）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、安阳钢铁（600569）、凌钢股份（600231）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		
	股票投资评级	类别	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性		个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。