

## 锡业股份 (000960)

增持/维持评级

股价: RMB21.68

### 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhsc.com.cn

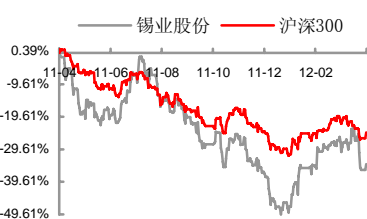
### 相关研究

- 《夯实资源基础, 稳定业绩增长》(2011/08/02)
- 《产品价格提升, 业绩稳步增长》(2011/04/20)
- 《价格上涨尚未有效传导》(2010/10/20)
- 《向综合性矿企稳步迈进》(2010/08/17)
- 《量价齐升 盈利持续向好》(2010/08/10)
- 《消费及电子提升锡需求》(2009/12/17)
- 《盈利能力逐季提升》(2009/10/20)
- 《销量恢复进程有望加速》(2009/07/28)
- 《业绩拐点已得到确认》(2009/07/14)
- 《即将升格为综合性矿业公司》(2009/04/21)

### 基础数据

总股本(百万股)	907
流通 A 股(百万股)	907
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	19,653

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 短期需求疲弱, 但长期供给从紧

## —2011 年年报点评

- **业绩符合预期。**公司 4 月 9 日晚公布 2011 年年报, 全年实现营业收入 128.4 亿元, 同比上升 38.57%; 归属于上市公司股东的净利润 7.03 亿元, 同比上升 91.88%; 每股收益 0.776 元, 单季度实现盈利 1.61 亿元, 对应 EPS0.178 元/股, 业绩符合我们之前的预期。
- **市场需求清淡, 二季度有望季节性回暖。**受海外和国内宏观经济下滑的影响, 四季度国内锡价持续下滑, 市场交易清淡, 公司收入环比下滑 25.71%, 净利润环比下滑 14.26%; 从行业基本面来看, 今年一季度由于国内外价差的原因, 精锡进口较多, 但下游需求依然不旺, 预计这一状况在二季度随着下游开工率的季节恢复有望有所改善, 但外围经济整体偏弱, 预计需求同比下滑将是大概率事件。
- 今年 2 月份, 财政部上调部分矿石资源税适用税率, 其中, 锡矿资源税率提高接近 20 倍, 调整后税率标准调整为一等矿山每吨 20 元; 二等矿山每吨 18 元; 三等矿山每吨 16 元; 四等矿山每吨 14 元; 五等矿山每吨 12 元, 以公司现有产能和矿石品位核算, 预计新增成本 5000 万元左右, 对应 EPS 大约 0.055 元/股。此外; 这对国内其他锡精矿厂商生产成本也会构成一定影响, 但由于市场相对疲弱, 成本传导效应或将受到影响。
- **行业长期基本面依然从紧, 资源基础仍是公司主要优势。**近期, 主要精锡出口国印尼提出征收镍、铝土等金属原矿的出口关税, 并在短期实行出口禁令; 尽管尚未将锡资源纳入其中; 但长期来看, 在锡资源依然较为紧缺, 印尼的控制力度易紧难松。公司近些年来除了保障已有矿山的生产能力之外, 也在积极整合省内外资源, 并向多金属综合性矿企方向迈进, 未来几年公司的资源整合步伐仍将延续, 资源基础仍然是公司优势所在。
- **调整盈利预测。**在 2012-2013 年锡价 185000 元/吨、195000 元/吨的假设下, 预计公司 2012-2013 年 EPS 为 0.74、1.08 元/股; 对应估值水平(P/E) 分别为 29.2、19.7 倍。我们对云锡集团主导整合省内锡资源的前景保持乐观, 维持“增持”的评级。
- **风险提示:** 宏观经济、金属价格均存在一定不确定性。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12842.0	12514.0	16204.0	20219.0
(+/-%)	38.57	-2.55	29.5	24.8
归属母公司净利润(百万元)	703.0	669.0	995.0	1191.0
(+/-%)	91.9	-4.85	48.7	19.7
EPS(元)	0.78	0.74	1.10	1.31
P/E(倍)	27.8	29.2	19.7	16.4

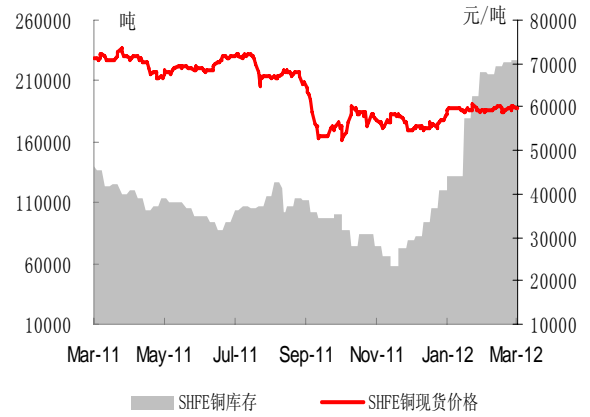
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: SHFE 现货锡价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2: SHFE 现货铜价格及库存走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	8578	7414	9804	12303	<b>营业收入</b>	12842	12514	16204	20219
现金	1375	751	972	1213	营业成本	10767	10451	13427	16886
应收账款	268	386	469	571	营业税金及附加	51	50	76	85
其他应收款	79	239	300	373	营业费用	166	162	210	262
预付账款	648	677	902	1101	管理费用	524	501	674	828
存货	5266	4616	6174	7787	财务费用	376	533	602	719
其他流动资产	942	744	987	1259	资产减值损失	124	50	75	66
<b>非流动资产</b>	7967	8281	9364	9293	公允价值变动收	4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	1	1	2
固定资产	5266	6527	7505	8426	<b>营业利润</b>	845	767	1142	1374
无形资产	456	439	422	406	营业外收入	30	40	43	38
其他非流动资产	2246	1315	1437	461	营业外支出	69	41	46	48
<b>资产总计</b>	16545	15694	19168	21596	<b>利润总额</b>	805	766	1139	1364
<b>流动负债</b>	9213	9630	12822	14776	所得税	102	97	144	172
短期借款	7266	7861	10800	12449	净利润	704	669	995	1191
应付账款	691	590	778	987	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	1257	1179	1244	1339	归属母公司净利	703	669	995	1191
<b>非流动负债</b>	2073	133	-580	-1297	EBITDA	1469	1600	2112	2523
长期借款	774	55	-665	-1384	EPS (元)	0.78	0.74	1.10	1.31
其他非流动负	1300	79	85	87					
<b>负债合计</b>	11286	9763	12242	13479	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	23	23	23	24	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	907	907	907	907	<b>成长能力</b>				
资本公积	2185	2185	2185	2185	营业收入	38.6%	-2.6%	29.5%	24.8%
留存收益	2159	2828	3823	5014	营业利润	127.9	-9.2%	48.9%	20.3%
归属母公司股东权益	5236	5908	6903	8093	归属母公司净利	91.9%	-4.8%	48.7%	19.7%
<b>负债和股东权</b>	16545	15694	19168	21596	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	16.2%	16.5%	17.1%	16.5%
					净利率(%)	5.5%	5.3%	6.1%	5.9%
					ROE(%)	13.4%	11.3%	14.4%	14.7%
					ROIC(%)	7.5%	8.1%	8.9%	9.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	68.2%	62.2%	63.9%	62.4%
					净负债比率(%)	79.98	91.20	90.86	89.42
					流动比率	0.93	0.77	0.76	0.83
					速动比率	0.34	0.29	0.28	0.31
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.92	0.78	0.93	0.99
					应收账款周转率	41	38	38	39
					应付账款周转率	19.74	16.33	19.64	19.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.78	0.74	1.10	1.31
					每股经营现金流	0.21	2.09	0.07	0.44
					每股净资产(最	5.78	6.52	7.61	8.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.81	29.22	19.65	16.42
					P/B	3.73	3.31	2.83	2.42
					EV/EBITDA	19	18	13	11

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。