

有色金属冶炼 II

**锡业股份 (000960.SZ) / 18.21 元**

## 公司下调增发底价

### 事项

锡业股份 8 月 6 日晚发布了新的增发方案，拟向不超过 10 名的特定对象非公开发行不超过 24489.8 万股股票，发行底价由 27.95 元下调至 16.66 元，募集资金总额 40.8 亿元不变。

### 主要观点

**1. 公司下调增发底价以确保增发成功。**12 年上半年公司股价一度接近原定增发价格，但随着二季度需求下滑以及欧债危机卷土重来，锡价大幅下挫和公司盈利下滑导致股价大幅下跌。在这样的大背景下，公司下调增发底价以确保增发成功。

**2. 募投项目将提升公司资源禀赋。**截至 11 年底，公司保有资源储量：锡 54.7 万吨，铜 77.5 万吨和铅 14.2 万吨。公司拟增发收购卡房分矿采矿权，将新增铜金属储量 12.03 万吨（远景储量有望达到 20 多万吨）。拟增发个旧矿区矿产资源勘查项目，预期增储：锡 24.48 万吨，铜 55.24 万吨，钨 3.13 万吨。

**3. 募投项目提高未来铜精矿自给率。**公司 11 年自产铜精矿 1.5 万吨左右（不含税完全成本在 28000-29000 元/吨），公司计划 12 年自产铜精矿与 11 年基本持平。公司拟增发收购集团卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目，未来自产铜精矿将新增 6000 吨/年，铜冶炼原料自给率达到 25%。

**4. 下半年铜精矿将贡献业绩。**公司 12 年上半年业绩大幅下滑，一是锡价较去年同期大幅下跌，市场需求萎缩，锡产品销售下滑；二是自产铜精矿为下半年 10 万吨铜冶炼产能投产作原料储备（公司计划 12 年生产精炼铜 6 万吨左右），上半年并未销售给集团公司。随着铜冶炼产能在下半年投产，铜精矿将在下半年贡献业绩。

**5. 全球精锡供给将维持缺口。**未来 3-5 年全球锡供给增长缓慢格局难有根本转变，全球智能化、绿色化以及锡在新能源领域的应用将继续拉动锡需求增长，全球精锡供给将维持缺口。短期来看，外围市场风险偏好情绪回升将继续拉动金属的投资需求，全球电子行业也将呈现季节性底部复苏态势。预计 12-14 年国内精炼锡均价分别为 170000/180000/190000 元/吨。

**6. 盈利预测和公司评级。**预计 12-14 年公司 EPS 分别为 0.38/0.69/0.87 元，目前股价对应 PE 分别为 50/27/22 倍。考虑到下半年公司自产铜精矿将贡献业绩以及锡价底部回升，公司下半年业绩将环比回升，维持推荐评级。

### 风险提示

欧债危机升级和恶化导致锡价大幅下跌。

证券分析师：高利  
 执业编号：S0360209120018

研究助理：李游  
 Tel: 0755-82755952  
 Email: liyou@hczq.com

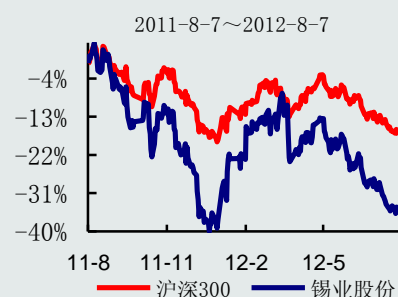
### 投资评级

投资评级：推荐  
 评级变动：维持

### 公司基本数据

总股本(万股)	90652
流通 A 股/B 股(万股)	90652/0
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	28.95/16.38

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《受益锡价上涨，增发项目提升公司价值》  
 2011-08-02

《锡价继续看好，毛利率大幅上升》  
 2011-04-21

《世界锡行业巨头，尽享行业景气》  
 2011-02-18

## 附录：财务预测表

**资产负债表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	8578	5728	6643	7880
现金	1375	802	980	1949
应收账款	268	314	314	299
其它应收款	79	58	64	67
预付账款	648	516	623	596
存货	5266	3467	4030	4254
其他	942	571	632	715
<b>非流动资产</b>	7967	7685	7436	7194
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5266	5013	4769	4521
无形资产	456	432	410	394
其他	2246	2240	2257	2279
<b>资产总计</b>	16545	13414	14079	15074
<b>流动负债</b>	9213	6488	6790	7233
短期借款	7266	5203	5333	5664
应付账款	691	459	517	556
其他	1257	826	939	1013
<b>非流动负债</b>	2073	1445	1278	1189
长期借款	774	832	623	333
其他	1300	614	655	856
<b>负债合计</b>	11286	7933	8068	8422
少数股东权益	23	21	21	20
股本	907	907	907	907
资本公积金	2185	2185	2185	2185
留存收益	2159	2382	2914	3555
归属母公司股东权益	5236	5459	5991	6632
<b>负债和股东权益</b>	16545	13414	14079	15074

**现金流量表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	188	2990	639	1211
净利润	704	339	625	789
折旧摊销	249	264	268	269
财务费用	376	460	403	384
投资损失	-7	1	1	-2
营运资金变动	-1202	1947	-631	-207
其它	70	-21	-27	-22
<b>投资活动现金流</b>	-1425	6	3	-5
资本支出	1426	0	0	0
长期投资	0	3	-2	0
其他	1	9	1	-4
<b>筹资活动现金流</b>	1852	-3569	-464	-238
短期借款	3222	-2063	131	331
长期借款	-719	58	-209	-290
普通股增加	82	0	0	0
资本公积增加	-83	0	0	0
其他	-650	-1563	-386	-279
<b>现金净增加额</b>	610	-572	178	968

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	12842	14053	15944	17600
营业成本	10767	12326	13873	15263
营业税金及附加	51	50	52	51
营业费用	166	183	201	221
管理费用	524	576	634	697
财务费用	376	460	403	384
资产减值损失	124	81	88	98
公允价值变动收益	4	10	20	30
投资净收益	7	-1	-1	2
<b>营业利润</b>	845	385	712	917
营业外收入	30	40	43	38
营业外支出	69	31	38	46
<b>利润总额</b>	805	394	717	909
所得税	102	55	92	119
<b>净利润</b>	704	339	625	789
少数股东损益	0	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	703	341	626	790
<b>EBITDA</b>	1469	1109	1384	1570
<b>EPS (元)</b>	0.78	0.38	0.69	0.87

**主要财务比率**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.6%	9.4%	13.5%	10.4%
营业利润	127.9%	-54.4%	84.9%	28.7%
归属母公司净利润	91.9%	-51.5%	83.6%	26.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.2%	12.3%	13.0%	13.3%
净利率	5.5%	2.4%	3.9%	4.5%
ROE	13.4%	6.2%	10.4%	11.9%
ROIC	7.5%	6.1%	7.9%	9.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.2%	59.1%	57.3%	55.9%
净负债比率	79.98%	84.50%	83.08%	80.72%
流动比率	0.93	0.88	0.98	1.09
速动比率	0.36	0.35	0.38	0.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.94	1.16	1.21
应收帐款周转率	41	48	51	57
应付帐款周转率	19.74	21.44	28.42	28.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.78	0.38	0.69	0.87
每股经营现金	0.21	3.30	0.71	1.34
每股净资产	5.78	6.02	6.61	7.32
<b>估值比率</b>				
P/E	24.29	50.12	27.30	21.62
P/B	3.26	3.13	2.85	2.58
EV/EBITDA	18	23	19	17

## 有色组分析师介绍

**李游：**华创证券有色金属行业分析师，中南财经政法大学金融学硕士，五矿期货 4 年工作经验。

**何杰：**华创证券有色行业分析师，德国奥格斯堡大学经济数学专业硕士，2010 年 8 月加入华创证券。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	<a href="mailto:yangxiaohao@hczq.com">yangxiaohao@hczq.com</a>
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	<a href="mailto:liuxuan@hczq.com">liuxuan@hczq.com</a>
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	<a href="mailto:shizhaofei@hczq.com">shizhaofei@hczq.com</a>
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	<a href="mailto:zhaoyifan@hczq.com">zhaoyifan@hczq.com</a>
	周琼	机构销售助理	010-66500838	<a href="mailto:zhou.vivian@yahoo.com">zhou.vivian@yahoo.com</a>
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	<a href="mailto:litao@hczq.com">litao@hczq.com</a>
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	<a href="mailto:zhangjuan@hczq.com">zhangjuan@hczq.com</a>
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	<a href="mailto:konglingyao@hczq.com">konglingyao@hczq.com</a>
	杨茜	机构销售经理	0755-82027566	<a href="mailto:yangxi@hczq.com">yangxi@hczq.com</a>
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	<a href="mailto:wangliyan@hczq.com">wangliyan@hczq.com</a>
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	<a href="mailto:diaojiannan@hczq.com">diaojiannan@hczq.com</a>
	宋唯瑛	私募销售经理	0755-83711905	<a href="mailto:songweiyi@hczq.com">songweiyi@hczq.com</a>
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	<a href="mailto:weiyuanhong@hczq.com">weiyuanhong@hczq.com</a>
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	<a href="mailto:wangweichang@hczq.com">wangweichang@hczq.com</a>
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	<a href="mailto:liyinyin@hczq.com">liyinyin@hczq.com</a>
	王潇岸	机构销售经理	021-50329316	<a href="mailto:wangsuan@hczq.com">wangsuan@hczq.com</a>
	吴丽平	机构销售经理助理	021-50581878	<a href="mailto:wuliping@hczq.com">wuliping@hczq.com</a>
	晏宗飞	私募销售经理助理	021-50157561	<a href="mailto:yanzongfei@hczq.com">yanzongfei@hczq.com</a>

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558