

# 锡价走低拖累业绩同比大幅下降

## 增持维持

### 投资要点:

- 📖 价格下降、成本上升双向挤压盈利空间
- 📖 季节性回暖有望阶段性提振锡价走势
- 📖 全球锡业龙头，中长期持续看好锡资源价值提升

### 报告摘要:

- **净利润同比下降 78.25%**。公司 2012 年上半年实现营业收入 56 亿元，同比下降 11.54%；归属于上市公司股东净利润 7710 万元，同比下降 78.25%；实现每股收益 0.0851 元。公司上半年主营业务综合毛利率为 14.17%，较去年同期下降 2.86 个百分点。
- **价格下降、成本上升双向挤压盈利空间**。公司上半年生产有色金属总量 7.2 万吨，同比增长 3.19%。盈利能力下降主要由于锡、铜、铅、白银等主要产品价格的大幅下滑，以及电力价格、锡矿产资源费、财务费用和用工成本等成本费用上升所造成的。
- **季节性回暖有望阶段性提振锡价走势**。三季度末期是传统消费旺季，国内下游需求将有望出现恢复性增长，并由此提升国内锡价；进而有望再次打开进口获利窗口，参与国际市场采购，加大国际市场供应缺口，从而推动进一步国际锡价回升。但由于目前欧美外围经济整体偏弱，下游需求依然疲软，整体走势仍将面临较大压力。
- **全球锡业龙头，中长期持续看好锡资源价值提升**。公司目前锡资源储量为 54.7 万吨、拟公开增发收购完成后将达到 79 万吨，未来 5 年自给率将由目前的 30% 提高至 40%。随着中国、印尼等主要锡生产国家对资源开采控制力度的不断加强，全球供给量将出现持续紧缩的趋势，我们中长期看好锡资源价值提升。
- **预计 2012 年 EPS 为 0.17 元，维持“增持”评级**。由于锡价不断下跌，我们下调全年的锡价假设至 16 万元/吨，2012-2014 年 EPS 调整为 0.17 元、0.34 元和 0.69 元，对应动态市盈率分别为 108 倍、52 倍和 26 倍。虽然对应目前股价估值水平偏高，但考虑到锡价已经处于底部区间，且公司业绩对锡价变化弹性较高，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	9266.96	12841.61	12263.67	17033.75	19340.26
同比增长率	29.52%	38.57%	-4.50%	38.90%	13.54%
净利润	366.47	703.21	150.52	310.58	629.88
同比增长率	172.70%	91.88%	-78.59%	106.33%	102.81%
每股收益(元)	0.40	0.78	0.17	0.34	0.69

### 分析师:

**闵丹 (S1180511010010)**

电话: 010-88085977

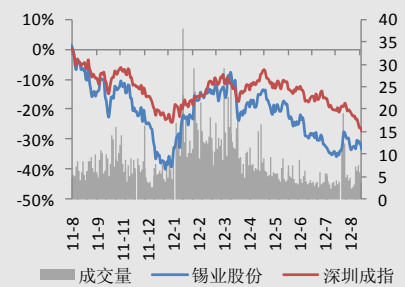
Email: mindan@hysec.com

**刘喆 (S1180511060001)**

电话: 010-88085267

Email: liuzhe@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本: 亿	9.07
流通股本: 亿	9.07
第一大股东	云南锡业集团有限责 任公司
第一大股东 持股比例	50.51

数据来源: 宏源证券

### 相关研究

 宏源证券\*行业研究\*2011年有色金属行业业绩前瞻: 经营业绩分化, 四季度增速放缓  
 2012.02.09

 宏源证券\*行业报告\*有色金属行业: 降能耗、促创新、调结构、重资源 - “十二五”发展规划点评  
 2012.01.16

 宏源证券\*行业报告\*结构调整看新材, 景气回升选资源  
 2011.12.06

附表: 盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12841.61	12263.67	17033.75	19340.26	货币资金	1622.13	1226.37	1703.37	1934.03
增长率 (%)	38.57%	-4.50%	38.90%	13.54%	应收和预付款项	1923.22	1122.25	3102.34	1677.34
归属母公司股东净利润	703.21	150.52	310.58	629.88	存货	5266.33	3249.65	8532.98	4702.69
增长率 (%)	91.88%	-78.59%	106.33%	102.81%	其他流动资产	14.23	14.23	14.23	14.23
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.17</b>	<b>0.34</b>	<b>0.69</b>	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.29	3.57	-5.12	6.75	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	16.15%	13.30%	13.64%	14.56%	固定资产和在建工程	7423.00	8035.50	7830.10	7687.21
销售净利率	5.48%	1.23%	1.82%	3.26%	无形资产和开发支出	455.61	437.07	418.53	399.99
净资产收益率 (ROE)	13.43%	2.82%	5.61%	10.59%	其他非流动资产	2.61	0.00	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	9.68%	3.89%	6.53%	6.16%	<b>资产总计</b>	<b>16707.13</b>	<b>14085.06</b>	<b>21601.56</b>	<b>16415.48</b>
市盈率 (P/E)	23	108	52	26	短期借款	7265.62	5961.09	10771.33	8641.99
市净率 (P/B)	3	3	3	3	应付和预收款项	1069.10	432.63	1570.93	659.61
					长期借款	1963.04	1189.24	2555.17	0.00
					其他负债	1150.52	1145.33	1145.33	1145.33
<b>利润表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>负债合计</b>	<b>11448.28</b>	<b>8728.29</b>	<b>16042.75</b>	<b>10446.93</b>
营业收入	12841.61	12263.67	17033.75	19340.26	股本	906.52	906.52	906.52	906.52
减: 营业成本	10767.07	10632.02	14710.37	16524.46	资本公积	2184.51	2184.51	2184.51	2184.51
营业税金及附加	51.02	61.32	85.17	96.70	留存收益	2145.26	2243.10	2444.98	2854.40
营业费用	166.21	171.69	238.47	270.76	归属母公司股东权益	5236.29	5334.13	5536.01	5945.43
管理费用	523.98	527.34	732.45	831.63	少数股东权益	22.55	22.63	22.80	23.13
财务费用	376.15	638.07	740.00	790.18	<b>股东权益合计</b>	<b>5258.85</b>	<b>5356.77</b>	<b>5558.81</b>	<b>5968.56</b>
资产减值损失	124.01	64.99	170.66	94.05	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16707.13</b>	<b>14085.06</b>	<b>21601.56</b>	<b>16415.48</b>
加: 投资收益	7.11	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动损益	4.28	0.00	0.00	0.00					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>营业利润</b>	<b>844.56</b>	<b>168.23</b>	<b>356.63</b>	<b>732.47</b>					
加: 其他非经营损益	-39.28	8.95	8.95	8.95					
利润总额	805.28	177.18	365.58	741.42	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
减: 所得税	101.70	26.58	54.84	111.21	经营性现金净流量	267.26	3235.15	-4641.95	6115.85
<b>净利润</b>	<b>703.58</b>	<b>150.60</b>	<b>310.74</b>	<b>630.21</b>	投资性现金净流量	-1425.39	-1021.26	-344.77	-344.77
减: 少数股东损益	0.37	0.08	0.16	0.33	筹资性现金净流量	1851.74	-2609.65	5463.73	-5540.42
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>703.21</b>	<b>150.52</b>	<b>310.58</b>	<b>629.88</b>	现金流量净额	689.22	-395.76	477.01	230.65

资料来源: 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**闵丹:** 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所, 期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

**刘喆:** 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 4 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

**主要研究覆盖公司:** 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com
华东	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
华南	张珺	010-88085978	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com
QFII	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
华北	李岚	02151782236	lilan@hysec.com
	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com
华东	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
华南	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责声明:**

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。