

有色金属冶炼 II

锡业股份 (000960.SZ) / 17.99 元

四季度业绩将环比回升

事项

锡业股份发布 2012 年三季报: 三季度实现营业收入 4.4 亿元, 同比增加 18.21%, 实现归属母公司所有者净利润 832 万元, 同比下降 95.57%, 每股收益 0.01 元。前三季度实现营业收入 10 亿元, 同比减少 0.56%, 实现归属母公司所有者净利润 8543 万元, 同比下降 84.24%, 每股收益 0.09 元, 略低于公司业绩修正公告的预期。

主要观点

1. 公司三季度营业收入同比增长, 但净利润同比大幅下滑, 因主营产品价格大幅下跌导致毛利率下滑所致。三季度公司营业收入同比增加 18%, 环比增长 55%, 因主营产品销量增加、副产品银价上涨以及铜冶炼项目开始产出。但公司三季度净利润同比大幅下滑 95.57%, 环比大幅下滑 77%, 主要因产品价格大幅下跌导致毛利率大幅下滑, 锡价从 8 月中开始触底回升, 但三季度国内精炼锡现货均价仍环比下跌了 6%, 同比下滑了 24.4%, 铅价从 7 月初开始触底回升, 但三季度国内精炼铅现货均价环比下跌了 0.9%, 同比下滑 6.6%。

2. 公司前三季度财务费用同比大幅增长 29%, 一定程度上拖累公司业绩增长。主要因公司铜铅冶炼项目规模扩大, 资金需求上升, 向银行借款同时大幅增加。公司三季度短期借款和长期借款比年初分别增加了 50% 和 82%。

3. 我们认为四季度公司业绩将出现环比回升。主要基于以下两点判断:

(1) 公司自产铜精矿将在四季度贡献业绩。公司 11 年自产铜精矿 1.5 万吨左右, 铜精矿利润占公司主营业务利润的比例达到 13%。而 12 年公司自产铜精矿为 10 万吨铜冶炼项目投产作原料储备, 上半年并未销售给集团 (上半年铜精矿销售收入仅 455 万元, 销量不到 100 吨), 上半年存货环比大幅增加也能够反映这点。随着铜冶炼项目在 12 年三季度开始试生产, 自产铜精矿将在四季度贡献业绩。

(2) 未来 3-6 个月, 锡的投资性需求将主导价格上涨。印尼减产托底价格并一定幅度抬升锡价的底部区间, 但价格能否具备持续上涨动能还必须依靠需求——实际需求和投资需求。未来 3-6 个月锡的实际需求端难以显著回升, 在此背景下, 金融属性将主导锡价上涨, 外围市场流动性明显改善和风险偏好情绪攀升将拉动锡的投资性需求, 更为重要的是, 锡价会因其中长期供给缺口而享有“流动性溢价”。

4. 维持推荐评级。下调 12-14 年国内精炼锡现货均价至 158000/165000/175000 元/吨, 同时下调公司 12-14 年 EPS 分别至 0.25/0.53/0.64 元, 目前股价对应 PE 分别为 71/34/28 倍。鉴于四季度公司业绩将出现环比回升, 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

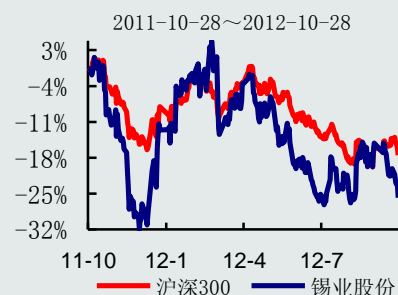
投资评级

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	26.36/16.38

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

《公司下调增发底价》	2012-08-07
《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
流动资产	8578	5728	6643	7472
现金	1375	802	980	1542
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
非流动资产	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
资产总计	16545	13414	14079	14667
流动负债	9213	6600	7018	7228
短期借款	7266	5319	5567	5664
应付账款	691	459	517	556
其他	1257	821	934	1008
非流动负债	2073	1445	1278	1189
长期借款	774	832	623	333
其他	1300	614	655	856
负债合计	11286	8045	8296	8417
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	2270	2685	3152
归属母公司股东权益	5236	5347	5762	6230
负债和股东权益	16545	13414	14079	14667

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	188	2977	502	1016
净利润	704	228	478	580
折旧摊销	249	264	268	269
财务费用	376	564	414	397
投资损失	-7	1	1	-2
营运资金变动	-1202	1942	-632	-207
其它	70	-21	-27	-22
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	1852	-3556	-327	-450
短期借款	3222	-1946	248	97
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	-1667	-366	-257
现金净增加额	610	-572	178	561

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12842	11695	14797	16465
营业成本	10767	10158	13019	14508
营业税金及附加	51	50	52	51
营业费用	166	158	174	191
管理费用	524	498	548	602
财务费用	376	564	414	397
资产减值损失	124	20	67	70
公允价值变动收益	4	10	20	30
投资净收益	7	-1	-1	2
营业利润	845	255	543	676
营业外收入	30	40	43	38
营业外支出	69	31	38	46
利润总额	805	264	548	668
所得税	102	37	71	88
净利润	704	228	478	580
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	703	229	478	581
EBITDA	1469	1083	1225	1343
EPS (元)	0.78	0.25	0.53	0.64

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	38.6%	-8.9%	26.5%	11.3%
营业利润	127.9%	-69.8%	112.7%	24.5%
归属母公司净利润	91.9%	-67.4%	108.9%	21.4%
获利能力				
毛利率	16.2%	13.1%	12.0%	11.9%
净利率	5.5%	2.0%	3.2%	3.5%
ROE	13.4%	4.3%	8.3%	9.3%
ROIC	7.5%	5.9%	6.8%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	68.2%	60.0%	58.9%	57.4%
净负债比率	79.98%	84.78%	83.61%	80.77%
流动比率	0.93	0.87	0.95	1.03
速动比率	0.36	0.34	0.37	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.78	1.08	1.15
应收帐款周转率	41	40	47	54
应付帐款周转率	19.74	17.67	26.67	27.06
每股指标(元)				
每股收益	0.78	0.25	0.53	0.64
每股经营现金	0.21	3.28	0.55	1.12
每股净资产	5.78	5.90	6.36	6.87
估值比率				
P/E	23.19	71.23	34.10	28.08
P/B	3.11	3.05	2.83	2.62
EV/EBITDA	17	23	21	19

资料来源：公司报表、华创证券

有色组分析师介绍

李游: 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，2011 年 9 月加入华创证券。

何杰: 有色金属行业分析师，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	yangxiaohao@hcqz.com
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hcqz.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcqz.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqz.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
	周琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcqz.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hcqz.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hcqz.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hcqz.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqz.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcqz.com

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;分析师在本报告中对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