

锡业股份 (000960) 2012 年三季度报点评: 毛利率急剧下滑

行业分类: 有色金属

2012 年 10 月 26 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (12.10.26)	17.99 元

基础数据

上证指数	2066.21
总股本 (亿)	9.065
流通 A 股 (亿)	9.065
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	163.08
每股净资产 (元)	5.74
ROE (2011)	14.24
资产负债率	74.73
动态市盈率	68.8
市净率	3.26

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

2012 年三季度报:

- 公司三季度实现营业收入 43.98 亿元, 同比增长 18.21%; 归属于上市公司股东的净利润 832.23 万元, 同比下降 95.57%; 前三季度共实现营业收入 100.21 亿元, 同比下降 0.56%; 归属于上市公司股东的净利润 8542.59 万元, 同比下降 84.24%, 基本每股收益 0.0942 元, 同比下降 84.25%。**
- 毛利率急剧下降。**受宏观环境影响, 今年以来, 锡价持续下滑, 特别是在三季度, 锡价创下新低 141250 元/吨, 同时, 10 万吨铜冶炼项目三季度投产, 新项目刚刚投产, 其盈利能力还未能很好体现, 致使公司整体盈利水平下降, 毛利率从去年同期的 16.05% 下降至 10.65%, 三季度更是仅有 6.6%。
- 公司正处于转型关键期。**公司锡相关业务已成熟, 未来增长空间不大, 故公司未来战略定位于多元化发展, 目前 10 万吨/年铅冶炼项目和 10 万吨/年铜冶炼项目均已完工, 锡、铜、铅多元化发展的格局雏形已现。由于前期公司采购铅、铜精矿价格偏高, 且项目均处于试生产阶段, 项目价值还未显现, 恰逢恶劣的外围环境, 公司正处于转型以及为未来积蓄力量的关键时期。
- 受项目建设资金需要,**公司净负债由年初的 88 亿元上升至 9 月末的 130 亿元, 前三季度财务费用同比大幅增加; 但受调低职工薪酬影响, 管理费用降幅明显, 特别是三季度, 管理费用同比下降近 65%, 尽管这种下降不可持续, 但是显示了公司的成本管理能力。
- 盈利预测与投资评级:**受宏观环境影响, 我们下调 2012-2014 年公司每股收益分别为 0.12 元、0.34 元、0.52 元, 对应的 PE 为 145 倍、53 倍、34.6 倍, 结合公司当前股价, 下调投资评级至“持有”。目前公司正处于战略转型的重要期, 转型完成后将形成锡、铜、铅多元发展的格局, 建议重点关注。

 联系人: 薄晓旭 联系人电话: 0755-83778731
 联系人邮箱: xiaoxu_bo@163.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告
请务必阅读正文后的免责条款部分

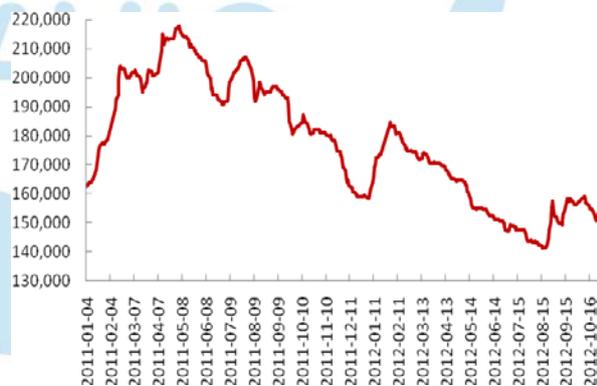
 联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

图表 1: 三季度报对比数据

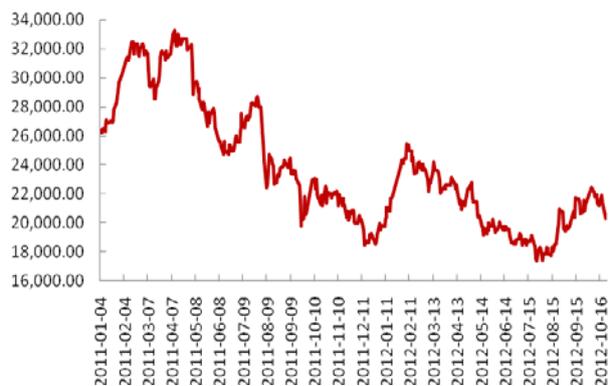
单位: 百万元

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q9	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q9	
营业总收入	3,195.63	3,161.40	3,720.61	10,077.64	2,794.79	2,828.37	4,398.11	10,021.26	三季度收入增幅明显, 预计源自公司主动调整
营业成本	2,619.46	2,669.65	3,171.07	8,460.18	2,422.51	2,423.38	4,107.62	8,953.51	
毛利率	18.03%	15.55%	14.77%	16.05%	13.32%	14.32%	6.60%	10.65%	产品价格下滑严重, 毛利率骤降
营业税金及附加	23.37	10.11	8.26	41.75	12.58	0.61	11.94	25.13	
营业税金及附加/收入	0.73%	0.32%	0.22%	0.41%	0.45%	0.02%	0.27%	0.25%	
销售费用	43.99	45.46	32.33	121.78	40.13	41.39	44.22	125.75	
销售费用率	1.38%	1.44%	0.87%	1.21%	1.44%	1.46%	1.01%	1.25%	
管理费用	147.36	114.76	134.09	396.21	128.68	110.18	47.15	286.01	三季度费用下降来自职工薪酬调整
管理费用率	4.61%	3.63%	3.60%	3.93%	4.60%	3.90%	1.07%	2.85%	管理费用率波幅收窄, 四季度大幅计提可能性小
财务费用	108.48	81.58	121.75	311.81	132.61	170.03	100.98	403.63	公司借款增加, 财务费用提高
资产减值损失	-0.01	0.04	41.11	41.14	0.47	36.98	55.17	92.62	金属价格下跌, 公司加大计提减值准备
营业利润	246.51	237.35	207.21	691.07	55.64	41.06	27.11	123.82	
营业利润率	7.71%	7.51%	5.57%	6.86%	1.99%	1.45%	0.62%	1.24%	产品价格下跌, 盈利能力下滑, 费用上升, 营业利润率出现较大幅度下滑
营业外收入	1.97	2.00	11.78	15.75	2.02	3.73	5.57	11.32	
营业外支出	0.73	2.54	1.68	4.95	0.97	0.82	1.64	3.43	
利润总额	247.75	236.81	217.31	701.86	56.69	43.97	31.04	131.71	
所得税	62.52	67.19	29.36	159.07	15.95	4.85	20.10	40.90	
实际所得税率	25.23%	28.37%	13.51%	22.66%	28.14%	11.03%	64.74%	31.05%	三季度所得税率偏高, 四季度或出现下降可能
净利润	185.23	169.62	187.95	542.80	40.74	39.12	10.95	90.81	
少数股东损益	0.15	0.27	0.17	0.59	0.58	2.18	2.62	5.38	
归属于母公司所有者的净利润	185.08	169.35	187.78	542.21	40.16	36.95	8.32	85.43	

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 长江有色市场锡1#价格走势 (元/吨)


数据来源: Wind

图表 3: LME锡现货价 (美元/吨)


数据来源: Wind

公司财务报表预测

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
流动资产	8578	7467	8907	10788	营业收入	12842	13493	15874	18628
现金	1375	500	600	800	营业成本	10767	11887	13847	16192
应收账款	268	275	379	415	营业税金及附加	51	42	60	80
其他应收款	79	226	266	312	营业费用	166	162	189	218
预付账款	648	882	931	1145	管理费用	524	463	573	712
存货	5266	4712	5564	6792	财务费用	376	679	758	813
其他流动资产	942	872	1167	1322	资产减值损失	124	135	97	74
非流动资产	7967	7646	7323	6977	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	0	9	10	10	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	5266	6045	6281	6227	营业利润	845	125	350	540
无形资产	456	438	418	399	营业外收入	30	35	39	39
其他非流动资产	2246	1154	614	341	营业外支出	69	39	40	41
资产总计	16545	15114	16230	17765	利润总额	805	122	349	538
流动负债	9213	8985	9900	11153	所得税	102	15	44	70
短期借款	7266	8284	9060	10142	净利润	704	107	304	468
应付账款	691	634	774	936	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	1257	67	66	76	归属母公司净利润	703	107	304	467
非流动负债	2073	867	789	670	EBITDA	1469	1086	1429	1694
长期借款	774	747	663	546	EPS (元)	0.78	0.12	0.34	0.52
其他非流动负债	1300	120	126	124					
负债合计	11286	9852	10689	11823					
少数股东权益	23	23	23	23	主要财务比率				
股本	907	907	907	907	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	2185	2185	2185	2185	成长能力				
留存收益	2159	2148	2426	2827	营业收入	38.6%	5.1%	17.7%	17.4%
归属母公司股东权益	5236	5239	5517	5918	营业利润	127.9%	-85.2%	179.7%	54.2%
负债和股东权益	16545	15114	16230	17765	归属于母公司净利润	91.9%	-84.8%	185.3%	53.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	16.2%	11.9%	12.8%	13.1%
					净利率 (%)	5.5%	0.8%	1.9%	2.5%
					ROE (%)	13.4%	2.0%	5.5%	7.9%
					ROIC (%)	7.5%	5.1%	6.6%	7.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	68.2%	65.2%	65.9%	66.6%
					净负债比率 (%)	79.98%	91.66%	90.96%	90.39%
					流动比率	0.93	0.83	0.90	0.97
					速动比率	0.34	0.31	0.34	0.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.85	1.01	1.10
					应收账款周转率	41	50	48	47
					应付账款周转率	19.74	17.95	19.67	18.94
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.12	0.34	0.52
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	1.24	0.21	0.12
					每股净资产 (最新摊薄)	5.78	5.78	6.09	6.53
					估值比率				
					P/E	24.24	159.95	56.06	36.46
					P/B	3.25	3.25	3.09	2.88
					EV/EBITDA	18	24	18	15

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治, SAC 执业证书号: S0640511050002, 中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年 8 月加入中航证券, 从事资源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。