

# 锡业股份

## 收购华联锌铟，剥离铅冶炼资产，开启新征程

### 注入华联锌铟，资源储量及盈利能力有望大幅提升

锡业股份 2014 年 8 月 5 日发布重大资产重组公告，公司拟向云锡控股、云锡集团、博信天津发行股份购买华联锌铟 75.74% 的股权。本次交易完成后，华联锌铟将成为公司的控股子公司。一方面公司与华联锌铟之间的关联交易（公司向华联锌铟采购锡精矿和铜精矿）将得以解决；另一方面将大幅增加公司的资源储量及盈利能力。

### 云锡控股接盘铅冶炼资产，为公司进一步减负

公司同时公告与云锡控股签订《资产转让协议》，转让出售铅业分公司资产。公司预计若不剥离，铅业分公司正常生产经营，每年亏损不低于 2 亿元。此次将铅冶炼资产剥离给云锡控股，体现了大股东对上市公司的支持，为上市公司进一步减负的积极支持态度。

### 考虑资产重组及方案后，调整 2014/15/16 盈利预测

考虑到瑞银大宗商品团队对于金属价格预测的调整，同时考虑到本次资产重组及铅冶炼资产剥离对于公司盈利的可能影响，我们上调 2014-2016 年 EPS 至 0.45/0.54/0.65 元（原为 0.11/0.20/0.28 元，增发摊薄前），其中拟收购华联锌铟贡献 0.22/0.26/0.30 元，剥离铅冶炼资产及金属价格假设调整贡献 0.14/0.12/0.13 元。

### 估值：上调目标价至 20.2 元，维持“中性”评级

我们基于 DCF 估值法，在 WACC 为 7.28% 的假设下，推导出目标价 20.2 元（原 11.5 元），考虑到股价已经大幅上涨反应资产重组预期，我们继续维持“中性”评级。

### Equities

中国	
有色金属	
12 个月评级	中性 保持不变
12 个月目标价	Rmb20.20 之前: Rmb11.50
股价	Rmb18.01
路透代码: 000960.SZ 彭博代码 000960 CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52 周股价波动范围	Rmb18.22-9.66
市值	Rmb16.3 十亿/US\$2.65 十亿
已发行股本	907 百万 (ORDA)
流通股比例	47%
日均成交量(千股)	22,477
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb404.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb11.5 十亿
市净率 (12/14E)	2.3x
净债务 / EBITDA	5.3x
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.11 0.45 297.49 0.29
12/15E	0.20 0.54 164.71 0.37
12/16E	0.28 0.65 131.12 0.48

林浩祥

分析师

S1460511010014

haoxiang.lin@ubssecurities.com

+86-213-866 8897

王琛

分析师

S1460513090003

chen-c.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8802

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,842	16,277	21,922	23,382	26,531	27,085	27,569	28,571
息税前利润(UBS)	1,209	612	(985)	1,410	1,631	1,839	1,913	2,047
净利润(UBS)	697	54	(1,341)	654	796	955	1,016	1,130
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.77	0.06	(1.28)	0.45	0.54	0.65	0.69	0.77
每股股息 (Rmb)	0.13	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金 / (净债务)	(8,838)	(14,503)	(11,079)	(10,698)	(11,211)	(10,100)	(9,067)	(7,965)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	9.4	3.8	-4.5	6.0	6.1	6.8	6.9	7.2
ROIC (EBIT) (%)	10.0	3.6	(5.2)	7.0	7.1	7.9	8.2	8.8
EV/EBITDA(core)x	22.9	36.6	-53.7	13.4	12.0	10.7	9.9	9.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	35.5	NM	(11.9)	40.4	33.2	27.7	26.0	23.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(11.2)	(13.7)	(1.2)	6.8	0.6	11.1	10.5	10.7
净股息收益率(%)	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 08 月 11 日 20 时 56 分的股价(Rmb18.01)得出；

# 投资主题

## 锡业股份

### 投资理由

锡业股份是国内唯一的锡行业上市公司，锡金属产量位居全球第一，是全球锡行业的龙头企业。公司目前已在我国前两大锡矿产地云南、湖南设立生产基地，且大股东云锡控股是云南锡矿资源的主要整合主体，我们预计公司未来资源增长潜力可观。但短期来看，公司盈利能力最强的锡精矿、铜精矿产量有限，盈利增长更多的取决于金属价格走势。我们给予公司“中性”评级。我们采用 DCF 估值法 (WACC7.28%)，得到公司 12 个月目标价为 20.2 元，瑞银预测公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.45/0.54/0.65 元。

### 乐观情景

若未来中国宏观经济能够维持较高增速，基础金属需求复苏，锡、铜等金属价格与我们的预期相比分别高出 10% 至 11.2/3.4 美元/磅 (基准为 10.1/3.1 美元/磅)，我们估算对应乐观情景下每股估值为 32.4 元。

### 悲观情景

若各大经济体复苏的势头不能持续，基础金属需求持续疲弱，加之锡、铜矿山产能持续释放，则基础金属价格存在下行风险。我们假设下半年锡、铜价格分别下跌 10% 至 9.13/2.79 美元/磅，我们估算对应悲观情景下每股股指为 10.5 元。

### 近期催化剂

锡、铜、银等金属价格上行；  
公司通过内部增储、外部收购等方式增加公司资源储量。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb20.20

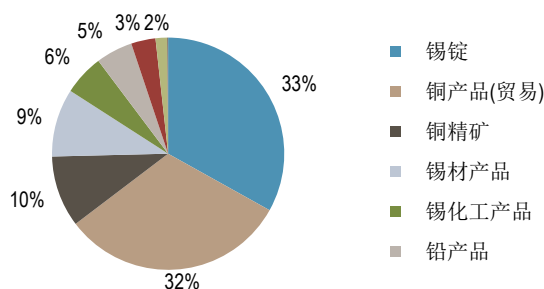
### 公司简介

公司是云南锡业集团有限责任公司控股的国内上市公司，是中国最大的锡生产出口基地。公司拥有世界上最先进的采、选、冶、深加工成套技术，拥有世界上最完整的锡采选冶及深加工产业链，拥有矿山勘探、采掘、选冶、锡化工、锡、铜、铅及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局。主导产品“云锡牌”精锡是“中国名牌产品”、国家质量免检产品，公司“云锡牌 YT”商标是“中国驰名商标”、国际知名品牌。

### 行业展望

锡作为稀有小金属，广泛应用于电子、电气、化工、冶金建材等行业。在资源日益稀缺的背景下，我们认为中国、印尼等主要产国将继续收紧对锡资源的控制，在没有新的大型锡矿投产及废锡回收技术明显提高的情况下，锡供给或将持续收缩，中长期我们看好锡资源价值。

### 收入按产品分布, 2013 (%)



数据来源: 公司公告

### 毛利按产品分布, 单位: 百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
锡锭	605	480	732	858	955
铜产品		-313	214	251	279
锡材产品	370	274	579	679	756
锡化工产品	185	119	290	340	378
其他	219	61	291	341	380
银产品	27	-493	43	50	56
铅产品	-16	-108	25	30	33
铜精矿	67	7	105	123	137
贸易	49	1	76	89	99
其他	24	20	24	28	31
总计	1,531	49	2,378	2,789	3,105
营业税金	47	29	47	53	54
毛利	1,484	20	2,332	2,736	3,051

来源: 公司财报, 瑞银证券估算

# 注入华联锌铟，资源储量及盈利能力有望大幅提升

锡业股份 2014 年 8 月 5 日发布重大资产重组公告，公司拟向特定对象发行股份购买资产。公司拟以 11.80 元/股的价格向云锡控股、云锡集团、博信天津发行不超过 3.18 亿股，以约 37.49 亿元购买华联锌铟 75.74% 的股权，其中向云锡控股购买 42%，向云锡集团购买 20%，向博信天津购买 13.74%。

本次交易完成后，华联锌铟将成为公司的控股子公司。一方面公司与华联锌铟之间的关联交易（公司向华联锌铟采购锡精矿和铜精矿）将得以解决；而一方面华联锌铟将大幅增加公司的资源储量及盈利能力。

根据公司公告，华联锌铟在铟矿（全国第一）、锡矿（全国第三）、锌矿（云南第三）等金属矿方面储量丰富，目前拥有 4 个采矿权及 4 个探矿权，其中铜曼矿区是华联锌铟目前的主力矿山。

图表 1: 华联锌铟采矿权

序号	采矿权证号	矿山名称	有效期限	开采矿种	生产规模 (万吨/年)	矿区面积 (平方公里)
1	C5300002011013220105994	铜曼矿区（注）	2004/12/01-2014/12/01	锌矿，锡矿	60.00	2.8011
2	C5300002009083220036355	马关县都龙金石坡锌锡矿	2009/08/14-2019/08/14	锌矿，锡矿	10.00	2.6243
3	C5300002009083220036171	小老木山锌锡矿	2010/05/24-2020/05/24	锌矿，锡矿	3.00	1.5282
4	C5300002012033240123214	都龙锡矿花石头矿区	2012/03/20-2016/03/20	锡矿，钨矿	3.00	1.5353

来源: 公司公告

图表 2: 华联锌铟探矿权

序号	探矿权证号	勘察项目名称	有效期限	勘察面积
1	T53120081202020970	云南省马关县辣子寨-I 铅锌矿勘探	2013/5/16-2015/5/16	1.15 平方公里
2	T53520080702012188	云南省马关县辣子寨铅锌矿（区块 II）地质勘探	2012/10/2-2014/10/2	1.85 平方公里
3	T53120090902033864	云南省马关县老寨锡锌多金属矿勘探	2012/10/2-2014/10/2	21.68 平方公里
4	T53120081202020973	云南省马关县都龙水硐厂银铅锌多金属矿勘探	2013/7/12-2015/7/12	7.87 平方公里

来源: 公司公告

若本次对于华联锌铟的收购成功，公司锡、锌、铟、铜、钨等资源储量将得到大幅增厚，其中锡资源量将由 54.7 万吨大幅增加至 85 万吨。

图表 3: 华联锌铟拥有金属储量

矿区	锌金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)	铟金属量 (吨)	三氧化二钨 (吨)
铜曼矿区	320.54	29.64	2.99	6946.47	
金石坡矿区	6.71	0.16	0.03		2692.00
小老木山锡铟矿区	2.37	0.48			
花石头钨锡矿区		0.02			3761.38
合计	329.62	30.30	3.02	6946.47	6453.38

来源: 公司公告

此次公司收购华联锌铟，云锡控股、云锡集团、博信天津将对华联锌铟在本次交易实施完毕以后三年内的业绩进行承诺，2014/2015/2016 年承诺利润分别为 4.3/5.1/5.9 亿元，按照 2014 年权益净利润计算，收购 PE 约为 11.5 倍。本次收购若成功，公司资源储量及盈利能力将大大加强，成为锡、铟、铅锌、铜、钨等多金属资源公司。

## 云锡控股接盘铅冶炼资产，为公司进一步减负

除收购华联锌铟 75.74% 股权外，公司同时公告与云锡控股签订《资产转让协议》，转让出售铅业分公司资产。

公司铅业分公司 10 万吨/年铅冶炼技改扩建项目于 2011 年 4 月建成投产，由于原料自给率低以及金属价格大幅下跌，近三年以来亏损严重，目前该系统处于整体停产状态，对公司业绩形成了较大拖累。

本次拟出售铅业分公司资产以 2014 年 5 月 31 日为评估基准日，帐面价值约 13.98 亿元，评估值约 13.91 亿元，公司将产生资产转让损失约 697.74 万元。公司预计若不剥离，铅业分公司正常生产经营，每年亏损不低于 2 亿元。

此次将铅冶炼资产剥离给云锡控股，体现了大股东对上市公司的支持，为上市公司进一步减负的积极支持态度。

## 估值：上调目标价至 20.2 元，维持“中性”评级

考虑到瑞银大宗商品团队对于金属价格预测的调整，同时考虑到本次资产重组及铅冶炼资产剥离的影响，我们上调 2014-2016 年 EPS 预测至 0.45/0.54/0.65 元（原为 0.11/0.20/0.28 元）。

图表 4: 瑞银金属价格预测调整表

		2014E (新)	2014E (旧)	变化%	2015E (新)	2015E (旧)	变化%	2016E (新)	2016E (旧)	变化%
铜	美元/磅	3.09	2.90	6.7%	2.90	2.85	1.8%	2.85	2.85	0.0%
铅	美元/磅	0.96	1.00	-3.6%	1.10	1.10	0.0%	1.12	1.12	0.0%
锡	美分/磅	1015	948	7.1%	950	920	3.3%	930	930	0.0%

来源:瑞银大宗商品团队

图表 5: 收购华联锌铟增厚 EPS 测算

	2014E	2015E	2016E
华联锌铟承诺利润 (万元)	42907.47	51293.96	58988.69
对应权益利润 (万元)	32498.12	38850.05	44678.03
增发后预计股本 (万股)	146893.23	146893.23	146893.23
增厚 EPS (增发摊薄后)	0.22	0.26	0.30

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

基于 DCF 估值法, 在 WACC 为 7.28% 的假设下, 我们推导得到公司新的目标价 20.2 元, 考虑到股价已经大幅上涨, 我们维持“中性”评级。

图表 6: WACC 计算

加权平均资本成本计算	
无风险收益率	4.2%
市场风险溢价	5.0%
BETA	1.368
股权成本 (Re)	11.0%
所得税率	25.0%
税前债务成本(Rd)	7.0%
税后债务成本	5.3%
权益比例	35.0%
目标债务比例	65.0%
加权平均资本收益率(WACC)	7.28%

来源:瑞银证券估算

## 锡业股份 (000960.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,842	16,277	21,922	23,382	6.7	26,531	13.5	27,085	27,569	28,571
毛利	2,024	1,484	20	2,332	NM	2,736	17.3	3,051	2,990	3,201
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,458	902	(462)	2,022	-	2,289	13.2	2,516	2,609	2,761
折旧和摊销	(249)	(290)	(522)	(612)	17.3	(658)	7.4	(677)	(696)	(714)
息税前利润(UBS)	1,209	612	(985)	1,410	-	1,631	15.7	1,839	1,913	2,047
联营及投资收益	11	(24)	4	34	NM	34	0.0	34	34	34
其他非营业利润	(39)	30	84	84	0.0	84	0.0	84	84	84
净利息	(376)	(567)	(675)	(655)	2.9	(687)	-4.9	(684)	(676)	(658)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	805	51	(1,571)	873	-	1,062	21.7	1,273	1,355	1,507
税项	(102)	(2)	234	(218)	-	(265)	-21.7	(318)	(339)	(377)
税后利润	704	49	(1,337)	654	-	796	21.7	955	1,016	1,130
优先股股息及少数股权	0	(6)	(4)	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	(6)	11	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	697	54	(1,341)	654	-	796	21.7	955	1,016	1,130
净利润(UBS)	697	54	(1,341)	654	-	796	21.7	955	1,016	1,130
税率(%)	12.6	0.0	0.0	25.0	-	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.77	0.06	(1.28)	0.45	-	0.54	21.7	0.65	0.69	0.77
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.77	0.06	(1.28)	0.45	-	0.54	21.7	0.65	0.69	0.77
每股收益(UBS, 基本)	0.77	0.06	(1.48)	0.45	-	0.54	21.7	0.65	0.69	0.98
每股股息净值(Rmb)	0.13	0.02	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	5.78	5.66	7.78	7.80	0.2	8.34	6.9	8.99	9.69	13.34
平均股数(稀释后)	906.52	906.52	1,049.26	1,468.93	40.0	1,468.93	0.0	1,468.93	1,468.93	1,468.93
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,379	1,411	2,303	2,442	6.1	2,847	16.6	2,911	3,819	4,700
其他流动资产	7,200	11,779	7,913	7,621	-3.7	8,668	13.7	8,715	8,937	9,233
流动资产总额	8,578	13,190	10,216	10,063	-1.5	11,515	14.4	11,625	12,756	13,934
有形固定资产净值	5,266	6,892	10,528	14,935	41.9	15,517	3.9	15,429	15,302	15,146
无形固定资产净值	456	428	596	571	-4.1	547	-4.3	522	498	473
投资/其他资产	2,246	2,935	1,318	1,186	-10.0	1,086	-8.4	1,014	965	937
总资产	16,545	23,445	22,658	26,755	18.1	28,665	7.1	28,590	29,521	30,490
应付账款和其他短期负债	959	2,124	1,694	1,630	-3.8	1,825	12.0	1,844	1,883	1,942
短期债务	8,254	13,654	11,721	11,480	-2.06	12,397	7.99	11,349	11,225	11,004
流动负债总额	9,213	15,778	13,415	13,109	-2.3	14,222	8.5	13,193	13,108	12,946
长期债务	1,963	2,260	1,661	1,661	0.0	1,661	0.0	1,661	1,661	1,661
其它长期负债	110	253	493	493	0.0	493	0.0	493	493	493
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	11,286	18,290	15,569	15,263	-2.0	16,377	7.3	15,348	15,262	15,100
普通股股东权益	5,236	5,127	7,056	11,460	62.4	12,256	6.9	13,211	14,227	15,357
少数股东权益	23	28	32	32	0.0	32	0.0	32	32	32
负债和权益总计	16,545	23,445	22,658	26,755	18.1	28,665	7.1	28,590	29,521	30,490
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	697	54	(1,341)	654	-	796	21.7	955	1,016	1,130
折旧和摊销	249	290	522	612	17.3	658	7.4	677	696	714
营运资本变动净值	(1,202)	(1,073)	2,342	156	-93.3	(959)	-	(98)	(177)	(279)
其他营业性现金流	439	1,019	656	687	4.6	601	-12.4	650	550	561
经营性现金流	182	290	2,180	2,110	-3.2	1,097	-48.0	2,185	2,085	2,127
有形资本支出	(2,898)	(2,816)	(2,144)	(1,000)	53.3	(1,000)	0.0	(373)	(372)	(377)
无形资本支出	(32)	(10)	(199)	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	(2)	(18)	47	-	34	-28.1	34	34	34
其他投资性现金流	0	0	0	(79)	-	(79)	-	(79)	(79)	(79)
投资性现金流	(2,930)	(2,827)	(2,360)	(1,033)	56.2	(1,045)	-1.2	(418)	(418)	(422)
已付股息	(99)	(118)	(23)	0	-	0	-	0	0	0
股份发行/回购	24	0	4,000	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(383)	(599)	(513)	(696)	-35.59	(564)	18.96	(655)	(634)	(603)
债务及优先股变化	2,333	5,074	(10)	(279)	-2,688.84	1,022	-	(1,039)	(104)	(191)
融资性现金流	1,876	4,356	3,454	(975)	-	457	-	(1,694)	(738)	(794)
现金流量中现金的增加(减少)	(873)	1,820	3,274	102	-96.9	509	398.3	72	929	911
外汇/非现金项目	1,487	(1,787)	(2,382)	37	-	(104)	-	(8)	(20)	(30)
资产负债表现金增加(减少)	614	32	892	139	-84.4	405	190.5	64	908	881

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 锡业股份 (000960.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	35.5	NM	NM	40.4	33.2	27.7	26.0	23.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	35.5	NM	(11.9)	40.4	33.2	27.7	26.0	23.4
股价/每股现金收益	26.1	53.8	NM	20.9	18.2	16.2	15.5	11.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(11.2)	(13.7)	(1.2)	6.8	0.6	11.1	10.5	10.7
净股息收益率(%)	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	4.7	3.6	2.0	2.3	2.2	2.0	1.9	1.4
企业价值/营业收入(核心)	2.6	2.0	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	22.9	36.6	-53.7	13.4	12.0	10.7	9.9	9.0
企业价值/息税前利润(核心)	27.7	NM	NM	19.2	16.9	14.7	13.5	12.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	27.5	NM	NM	13.2	13.1	10.8	10.1	9.2
企业价值/运营投入资本	2.8	2.0	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	24,611	18,525	13,764	16,326	16,326	16,326	16,326	16,326
净债务 (现金)	8,838	14,503	11,079	10,698	11,211	10,655	9,583	8,516
少数股东权益	1	1	1	1	1	1	1	1
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>33,450</b>	<b>33,029</b>	<b>24,845</b>	<b>27,026</b>	<b>27,538</b>	<b>26,983</b>	<b>25,911</b>	<b>24,843</b>
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>核心企业价值</b>	<b>33,450</b>	<b>33,029</b>	<b>24,845</b>	<b>27,026</b>	<b>27,538</b>	<b>26,983</b>	<b>25,911</b>	<b>24,843</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	38.6	26.8	34.7	6.7	13.5	2.1	1.8	3.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	86.7	-38.2	-	-	13.2	9.9	3.7	5.8
息税前利润(UBS)	105.1	-49.4	-	-	15.7	12.8	4.1	7.0
每股收益(UBS 稀释后)	88.3	-92.2	-	-	21.7	19.9	6.5	11.2
每股股息净值	8.3	-84.6	-	-	-	-	-	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	15.8	9.1	0.1	10.0	10.3	11.3	10.8	11.2
息税折旧摊销前利润率	11.4	5.5	NM	8.6	8.6	9.3	9.5	9.7
息税前利润率	9.4	3.8	-4.5	6.0	6.1	6.8	6.9	7.2
净利 (UBS) 率	5.4	0.3	NM	2.8	3.0	3.5	3.7	4.0
ROIC (EBIT)	10.0	3.6	(5.2)	7.0	7.1	7.9	8.2	8.8
税后投资资本回报率	8.7	3.6	NM	5.2	5.3	5.8	6.1	6.5
净股东权益回报率(UBS)	14.1	1.0	(22.0)	7.1	6.7	7.5	7.4	7.6
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	6.1	16.1	(24.0)	5.3	4.9	4.0	3.5	2.9
净债务/总权益 %	168.1	281.3	156.3	93.1	91.2	76.3	63.6	51.8
净债务/(净债务 + 总权益) %	62.7	73.8	61.0	48.2	47.7	43.3	38.9	34.1
净债务/企业价值	26.4	43.9	44.6	39.6	40.7	37.4	35.0	32.1
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	172.1	159.5	57.7	56.0	55.2
资本支出/营业收入(%)	22.6	17.3	9.8	4.3	3.8	1.4	1.3	1.3
息税前利润/净利息	3.2	1.1	NM	2.2	2.4	2.7	2.8	3.1
股息保障倍数 (UBS)	5.9	3.0	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	16.9	33.5	-	-	-	-	-	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	12,842	16,277	21,922	23,382	26,531	27,085	27,569	28,571
<b>总计</b>	<b>12,842</b>	<b>16,277</b>	<b>21,922</b>	<b>23,382</b>	<b>26,531</b>	<b>27,085</b>	<b>27,569</b>	<b>28,571</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,209	612	(985)	1,410	1,631	1,839	1,913	2,047
<b>总计</b>	<b>1,209</b>	<b>612</b>	<b>(985)</b>	<b>1,410</b>	<b>1,631</b>	<b>1,839</b>	<b>1,913</b>	<b>2,047</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+12.2%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+12.2%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+3.0%

---

## 风险声明

我们认为以下因素可能导致我们对于公司业绩预测出现下行风险：国内外锡价大幅下跌，铜冶炼、铅冶炼项目产能投放力度不及我们预期等。



## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：林浩祥；王琛。

### 涉及报告中提及的公司的披露

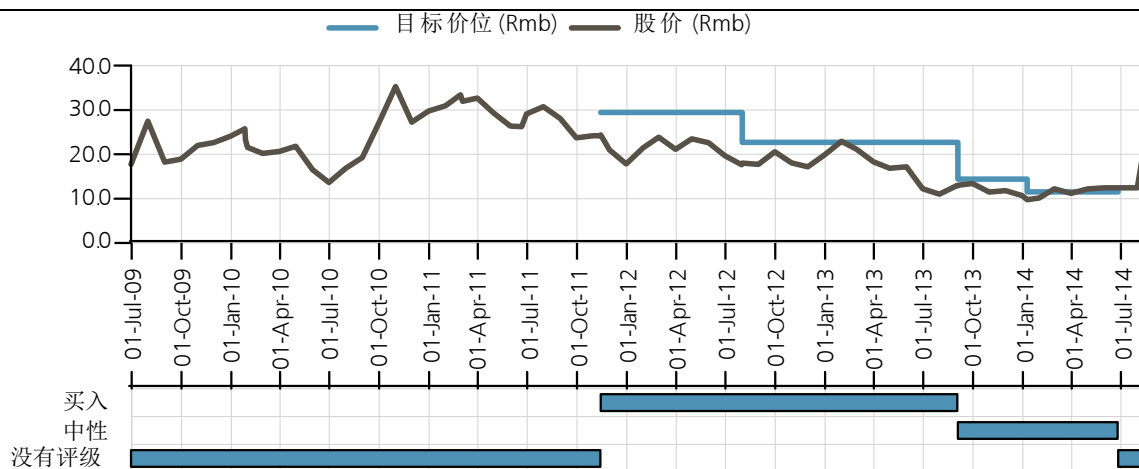
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
锡业股份	000960.SZ	暂停评级	不适用	Rmb18.22	2014 年 08 月 08 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 锡业股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 8 月 8 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。