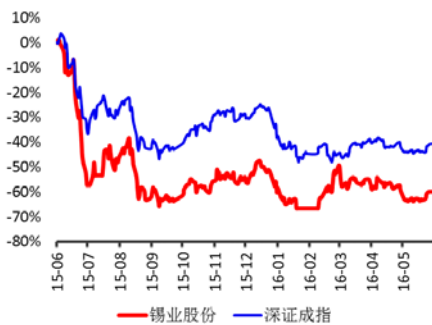


2016年6月6日

——锡业股份（000960.SZ）临时公告点评

评级：首次覆盖，给予“推荐”评级

最近 52 周走势：



相关研究报告：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

叶洋 马群星

电话：0510-82832380

Email: yey@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：公司发布公告，拟筹划非公开发行股票募集资金用于云南文山年产 10 万吨锌、60 吨铜冶炼技改项目、云南个旧南部选矿试验示范园区 2000 吨/日多金属选厂工程项目等。鉴于该事项尚存在不确定性，为确保信息披露公平，维护广大投资者合法权益，避免公司股价异常波动，公司自 2016 年 6 月 6 日开始停牌，时间不超过十个交易日。

点评：

- **并入优质资产，大幅提升业绩。**公司 2015 年并购的华联锌铜主营业务是锌精矿、锡精矿和铜精矿的采选和生产，2015 年净利 4.98 亿，顺利完成业绩承诺，是公司旗下业绩最好的子公司。同时公司拥有丰富的矿产资源，铜、锡和锌的储量分别位居全国第一、第三和云南省第三。长远来看，华联锌铜的并入为锡业股份的业绩提供重要支撑。
- **三费下降，产品价格回暖助大幅减亏。**报告期内公司优化组织生产，对净利润贡献小的产业进行阶段性停产。实现三费同比均有下降，公司主营产品价格回暖致使同期无资产减值损失。2016 年一季度净利润 963.96 万元，同比扭亏为盈；归母净利润-1437.71 万元，同比大幅减亏 92.74%，
- **定增持续发力主业。**此次定增的重点工程即是华联锌铜的锌铜冶炼扩建工程和选矿园区建设，两个项目的预算金额为 40 亿左右。定增的发行有望进一步优化财务结构，推进项目的顺利进行。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计当前商品价格处于周期底部，未来将逐渐盘整向上，持续改善公司业绩。不考虑定增摊薄股本，预计 16~18 年公司 EPS 分别为 0.03、0.44 和 0.89 元，对应当前的股价，PE 分别为 333.4X、25.6X、12.5X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 商品价格持续下跌；2) 下游需求疲软。

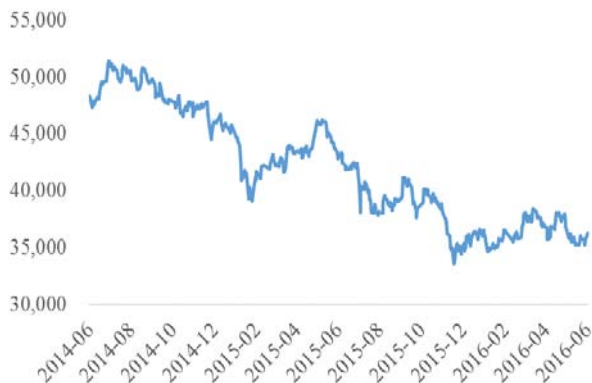
1、产品价格跟踪

图表 1: SHFE 锌价 (元/吨)



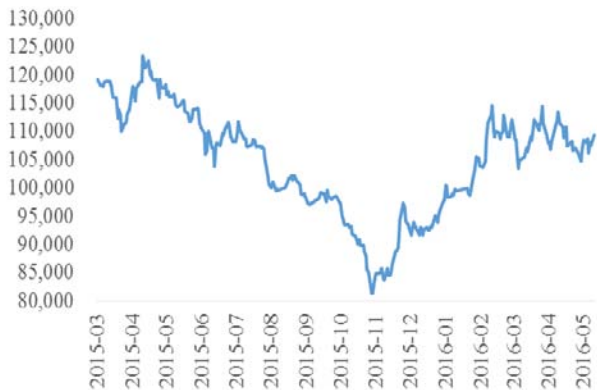
数据来源: WIND, 国联证券研究所

图表 2: SHFE 铜价 (元/吨)



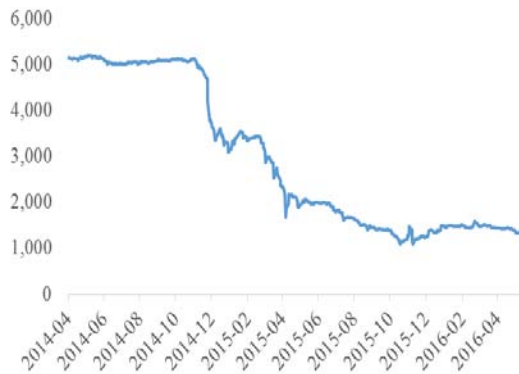
数据来源: WIND, 国联证券研究所

图表 3: SHFE 锡价 (元/吨)



数据来源: WIND, 国联证券研究所

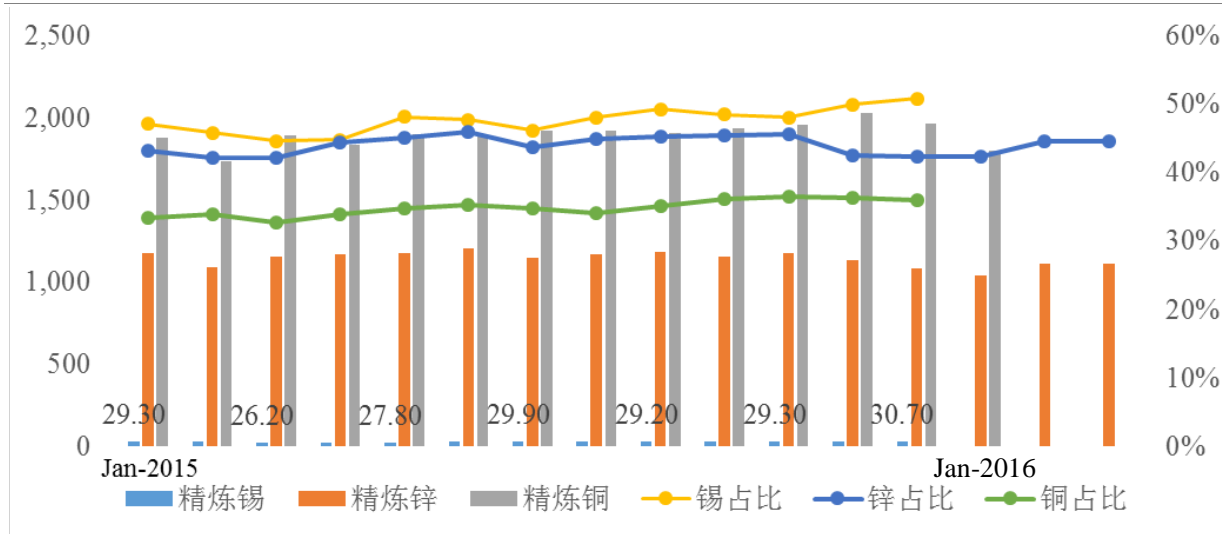
图表 4: 无锡市场: 铜价指数 (元/公斤)



数据来源: WIND, 国联证券研究所

2、产品产量跟踪

图表 5: 产品产出 (吨) 及中国占比



数据来源: WIND, 国联证券研究所

单位:百万元	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	31079.20	34187.12	37605.83	41366.41	经营性现金净流量	2091.64	-3838.21	10110.48	-3500.72
增长率(%)	18.92%	10.00%	10.00%	10.00%	投资性现金净流量	-553.38	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-1968.63	49.24	642.06	1316.90	筹资性现金净流量	-58.35	2819.78	-10076.30	3538.33
增长率(%)	-5809.64%	102.50%	1204.03%	105.10%	现金流量净额	1484.39	-1018.43	34.19	37.61
每股收益(EPS)	-1.34	0.03	0.44	0.89					
每股股利(DPS)	0.000	0.000	-0.002	-0.005	收益率				
每股经营现金流	1.421	-2.607	6.868	-2.378	毛利率	3.42%	8.00%	9.00%	10.00%
销售毛利率	3.42%	8.00%	9.00%	10.00%	三费/销售收入	7.19%	7.05%	6.44%	5.93%
销售净利率	-5.71%	0.13%	1.54%	2.87%	EBIT/销售收入	-2.26%	2.69%	3.75%	4.80%
净资产收益率(ROE)	-25.51%	0.63%	7.63%	13.53%	EBITDA/销售收入	0.72%	10.23%	10.60%	10.09%
投入资本回报率(ROIC)	-5.91%	3.52%	4.44%	9.26%	销售净利率	-5.71%	0.13%	1.54%	2.87%
市盈率(P/E)	-8.34	333.36	25.56	12.46	资产获利率				
市净率(P/B)	2.13	2.11	1.95	1.69	ROE	-25.51%	0.63%	7.63%	13.53%
股息率(分红/股价)	0.000	(0.000)	(0.000)	(0.000)	ROA	-2.70%	2.98%	6.64%	7.17%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROIC	-5.91%	3.52%	4.44%	9.26%
营业收入	31079.20	34187.12	37605.83	41366.41	增长率				
减: 营业成本	30016.96	31452.15	34221.31	37229.77	销售收入增长率	18.92%	10.00%	10.00%	10.00%
营业税金及附加	60.16	66.18	72.80	80.08	EBIT 增长率	-183.65%	231.16%	53.13%	40.83%
营业费用	174.33	191.76	210.94	232.03	EBITDA 增长率	-84.35%	1458.15%	13.98%	4.72%
管理费用	1226.34	1348.98	1483.87	1632.26	净利润增长率	-4845.68%	102.50%	1204.03%	105.10%
财务费用	834.59	867.98	728.68	588.98	总资产增长率	19.33%	18.78%	-31.23%	30.56%
资产减值损失	279.47	207.90	207.90	207.90	股东权益增长率	9.13%	0.64%	8.31%	15.74%
加: 投资收益	39.98	0.00	0.00	0.00	经营营运资本增长率	-48.28%	212.58%	-53.79%	149.97%
公允价值变动损益	2.29	0.00	0.00	0.00	资本结构				
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	66.18%	71.38%	55.64%	61.71%
营业利润	-1470.40	52.17	680.34	1395.40	投资资本/总资产	85.52%	87.51%	85.89%	84.98%
加: 其他非经营损益	-4.86	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	84.95%	83.06%	75.69%	76.38%
利润总额	-1475.26	52.17	680.34	1395.40	流动比率	0.51	0.79	0.93	1.22
减: 所得税	297.82	7.83	102.05	209.31	速动比率	0.26	0.21	0.38	0.33
净利润	-1773.08	44.35	578.29	1186.09	股利支付率	0.00%	-0.57%	-0.57%	-0.57%
减: 少数股东损益	195.55	-4.89	-63.78	-130.81	收益留存率	100.00%	100.57%	100.57%	100.57%
归属母公司股东净利润	-1968.63	49.24	642.06	1316.90	资产管理效率				
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产周转率	1.20	1.11	1.77	1.49
货币资金	1360.30	341.87	376.06	413.66	固定资产周转率	2.56	2.94	3.87	5.30
应收和预付款项	2212.94	3508.94	2779.53	4131.64					
存货	3308.92	10691.24	4541.55	12030.39	应收账款周转率	17.20	19.49	17.39	19.28
其他流动资产	63.02	63.02	63.02	63.02	存货周转率	9.07	2.94	7.54	3.09
长期股权投资	416.78	416.78	416.78	416.78	业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
投资性房地产	118.94	118.94	118.94	118.94	EBIT	-701.55	920.16	1409.02	1984.37
固定资产和在建工程	13547.01	11630.56	9714.10	7797.65	EBITDA	224.45	3497.33	3986.19	4174.26
无形资产和开发支出	3682.13	3200.81	2719.48	2238.16	NOPLAT	-1113.57	782.13	1197.67	1686.72
其他非流动资产	1249.97	862.68	475.39	475.39	净利润	-1968.63	49.24	642.06	1316.90
资产总计	25960.01	30834.84	21204.84	27685.62	EPS	-1.34	0.03	0.44	0.89
短期借款	11415.29	15102.77	5751.48	9871.25	BPS	5.24	5.28	5.71	6.61
应付和预收款项	1386.33	2529.05	1668.38	2835.77	PE	-8.34	333.36	25.56	12.46
长期借款	3178.45	3178.45	3178.45	3178.45	PEG	0.04	N/A	N/A	N/A
其他负债	1199.82	1199.82	1199.82	1199.82	PB	2.13	2.11	1.95	1.69
负债合计	17179.89	22010.09	11798.13	17085.28	PS	0.53	0.48	0.44	0.40
股本	1472.06	1472.06	1472.06	1472.06	PCF	7.85	-4.28	1.62	-4.69
资本公积	6671.76	6671.76	6671.76	6671.76	EV/EBIT	-44.04	38.72	18.60	15.22
留存收益	-427.01	-377.49	268.25	1592.69	EV/EBITDA	137.66	10.19	6.58	7.24
归属母公司股东权益	7716.80	7766.32	8412.06	9736.50	EV/NOPLAT	-27.75	45.55	21.89	17.91
少数股东权益	990.29	985.40	921.62	790.81	EV/IC	1.39	1.32	1.44	1.28
股东权益合计	8707.09	8751.72	9333.68	10527.31	ROIC-WACC	-5.91%	-0.13%	1.76%	6.25%
负债和股东权益合计	25886.98	30761.81	21131.82	27612.59	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。