实现向综合金属业务跨越

推荐 （维持）

锡业股份（000960）2009 年报点评

2010 年 3 月 23 日

刘卓平
电话：0769-22119410
邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

投资要点：

- ✧ **业绩大幅增长471%却低于预期。**营业收入71.55亿元，同比增长减少21.92%；营业利润1.38亿元，同比大幅增长1155%；归属上市公司净利润1.344亿元，同比增长471.06%，每股收益0.21元。
- ✧ **产能产量。**2009年的金属总量88481吨，同比减少6.33%，我们推断公司锡锭产量约为5.5万吨，略低于我们的预测（5.75万吨），推断铜精矿约为1.8万吨，铅锭约为1.55万吨。锡化工产量10497吨，同比下降19.82%，低于预测（12500吨）；锡材14437吨，同比下降22.27%，低于预测（16500吨）。
- ✧ **毛利率各异。**锡锭毛利率11.52%，同比减少了1.58个百分点；锡材毛利率5.57%同比下降了7.71个百分点；锡化工毛利率实现大幅提高为9.02%，同比增长7.98个百分点；铅锭和铜精矿依然保持了高毛利率水平，毛利率为28.86%，同比增加了11.09个百分点。
- ✧ **实现向综合金属业务跨越。**公司在2009年报中首次将铅和铜精矿纳入主营业务中进行披露，标志着公司实现了向综合金属业务的跨越。配股建设的铅冶炼10万吨/年技改扩建工程预计2010年上半年完工，下半年将开始产能释放，公司的铅业务的收入和利润贡献度会继续提升。此外后续还将建设10万吨铜冶炼项目，该项目将是公司后续的最大看点。
- ✧ **后续发展空间大，维持推荐。**预计2010－2011年摊薄每股收益分别为0.72元、1.05元，当前估值2010/2011年PE为31/21倍，处于合理区间，我们看好未来锡价走势和公司的综合金属发展前景，维持推荐评级，建议继续关注。

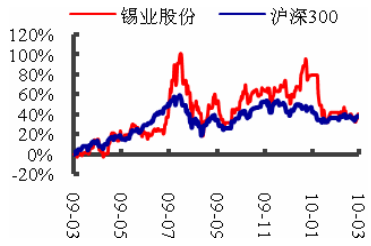
公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	9162.91	7,154.94	9,015.22	10,457.65
同比%	0.08	-21.91	26.00	16.00
归属母公司净利润(百万元)	25.61	134.39	568.38	843.99
同比%	-0.96	424.81	322.94	48.49
毛利率%	12.62	12.21	13.85	15.55
ROE%	5.22	5.22	12.50	16.43
每股收益(元)	0.04	0.21	0.71	1.05
每股净资产(元)	3.76	3.95	4.30	4.50
市盈率(倍)	558.57	106.43	31.00	20.88
市净率(倍)	5.85	5.57	5.11	4.88

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

主要数据	2010 年 3 月 22 日
收盘价(元)	21.98
总股本(万股)	80,175
流通 A 股股本(万股)	40,144
12 月最高价(元)	38.56
12 月最低价(元)	17.30

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

锡业股份 2009 年中报点评：业绩如期转好

2009 年 7 月 28 日

锡业股份（000960）研究报告：全球锡业龙头风云再起

2009 年 10 月 20 日

1. 2009 年业绩大幅增长 471%却低于预期

公司今日公布年报，全年实现营业收入 71.55 亿元，同比增长减少 21.92%；营业利润 1.38 亿元，同比大幅增长 1155%；归属上市公司净利润 1.344 亿元，同比增长 471.06%，每股收益 0.21 元。

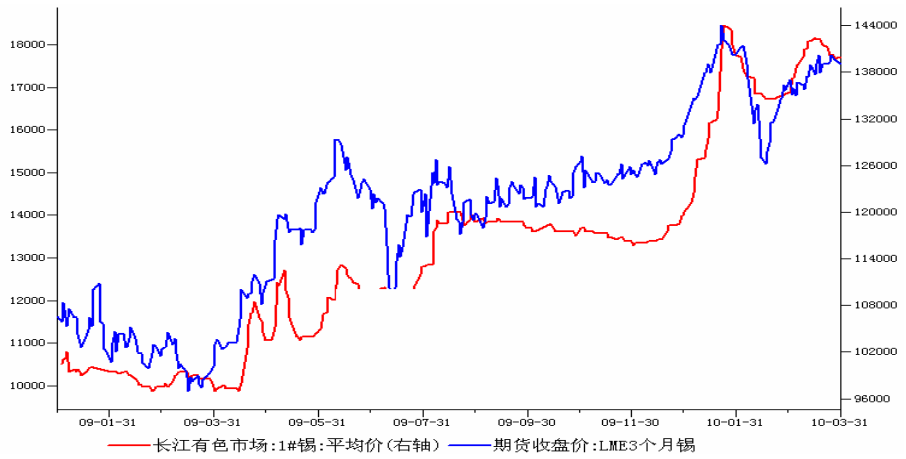
虽然公司全年业绩实现了同比大幅增长，但却低于我们的预期（我们预计的是 0.31 元），我们认为公司业绩低于预期的主要原因在于 4 季度业绩明显低于预期，我们之前预计公司 4 季度业绩会在 0.18 元左右，而实际仅有 0.072 元，差距较大。

导致 4 季度业绩低于预期的主要因素有二：一是随着锡价的上涨，公司的外购锡精矿涨价快于锡价导致冶炼的毛利率出现了明显下滑（4 季度综合毛利率为 11.05%，环比 3 季度下降 5.22 个百分点）；二是公司在 4 季度存在较大的非经营性损失，一部分是 3943 万元的资产减值损失，另一部分是 298 万元的投资损失，这两部分影响 4 季度 EPS 约为 0.05 元。

产量情况：由于经济危机，公司 2009 年上半年延续 2008 年 10 月以来的减产策略，直到下半年才加大开工率。全年金属总量 88481 吨，同比减少 6.33%，我们推断公司锡锭产量约为 5.5 万吨，略低于我们的预测（5.75 万吨），推断铜精矿约为 1.8 万吨，铅锭约为 1.55 万吨。锡化工产量 10497 吨，同比下降 19.82%，低于我们的预测（12500 吨）；锡材 14437 吨，同比下降 22.27%，低于我们的预测（16500 吨）。锡化工和锡材的产能利用率分别仅有 43.7%和 57.8%，仍然较低。

公司目前的资源储量如下：保有有色金属储量 180 万吨，其中：锡 56.9 万吨，加上郴州储量和尾矿，累计储量在 100 万吨；铅储量 38.6 万吨；铜金属储量 57.5 万吨。

图 1：2009 年以来国内外锡价



资料来源：东莞证券研发中心，wind 资讯

表 1：公司单季度经营对比

名称	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
单季度.每股收益(元)	-0.172	0.1085	0.1985	0.0715
单季度.销售毛利率(%)	4.42	15.09	16.27	11.05
单季度.净资产收益率 ROE(%)	-4.68	2.99	5.26	1.83
单季度.营业总收入(亿元)	14.24	17.4	20.58	19.32

单季度.营业总成本(亿元)	15.3	16.62	19.13	19.1
单季度.营业收入(亿元)	14.24	17.4	20.58	19.32
单季度.营业利润(亿元)	-1.06	0.79	1.45	0.19
单季度.利润总额(亿元)	-1.04	0.8	1.44	0.38
单季度.归属母公司股东的净利润(亿元)	-1.12	0.71	1.29	0.47
单季度.经营活动产生的现金流量(亿元)	-0.21	3.82	2.16	-1.23
单季度.投资活动产生的现金流量(亿元)	-1.23	-1.13	-1.49	-2.57
单季度.筹资活动产生的现金流量(亿元)	1.88	-0.89	-0.4	0.6
单季度.现金及现金等价物净增加(亿元)	0.44	1.8	0.27	-3.21

资料来源：东莞证券研发中心、wind 资讯

2. 毛利率各异

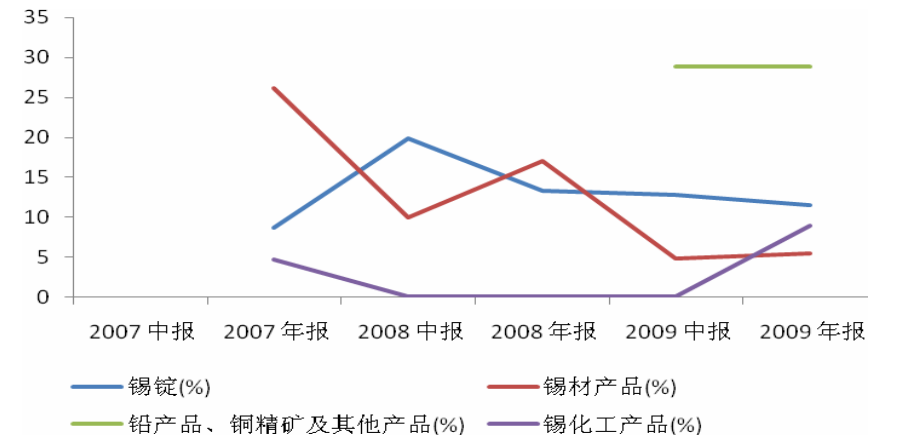
公司 2009 年有色金属综合毛利率为 12.44%，去 2008 年基本持平，但低于 2008 年中期金融危机之前的水平，显示了公司的盈利仍有很大的改善空间。

具体产品来看，公司锡锭 11.52%，同比减少了 1.58 个百分点，主要是 2009 年锡均价 10.97 万元/吨比 2008 年仍下跌了 23.5%。锡材毛利率 5.57%同比下降了 7.71 个百分点，我们判断除了价格下跌和产能利用率不高的原因外（2009 年产能利用率 57.8%），市场销售网络尚未打开仍是主要原因。

锡化工毛利率实现大幅提高，2009 年为 9.02%，同比增长 7.98 个百分点，在锡化工产能利用率仅有 43.7%的情况下仍能实现毛利率大幅上升，这要归功于公司锡化工产品价格相对坚挺，报告期锡化工价格跌幅仅有 10.78%，明显低于其他锡产品。

铅锭和铜精矿依然保持了高毛利率水平，2009 年毛利率为 28.86%，同比增加了 11.09 个百分点。其中，我们推断公司铜精矿产量约为 1.8 万吨，毛利率在 40%以上。

图 2：公司分产品毛利率



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

3. 实现向综合金属业务跨越

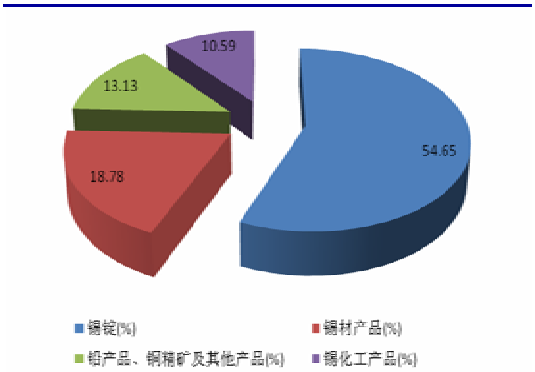
公司的 2 月初完成配股，配股价格为 8.98 元/股，募集 13.5 亿元人民币，核心的募投项目便是铅冶炼 10 万吨/年技改扩建工程。该项目完成后，将年产电铅 9.87 万吨，

硫酸 8.6 万吨，还有副产品白银 16 万吨、铜硫和铜精矿含铜 1390 吨，还有锑、铋精矿若干，预计 2010 年 5 月将完工，下半年将开始产能释放。

我们欣喜发现，公司在 2009 年报中首次将铅和铜精矿纳入主营业务中进行披露，标志着公司实现了向综合金属业务的跨越。2009 年公司铅产品和铜精矿等的收入为 9.4 亿元，占总收入的比重为 13.14%，首次超过 10%；毛利率高达 28.86%，远高于传统的锡产品，毛利占比达 30%，为公司 2009 年的业绩增长做出了突出贡献。随着 10 万吨铅冶炼的投产，公司的铅业务的收入和利润贡献度会继续提升。

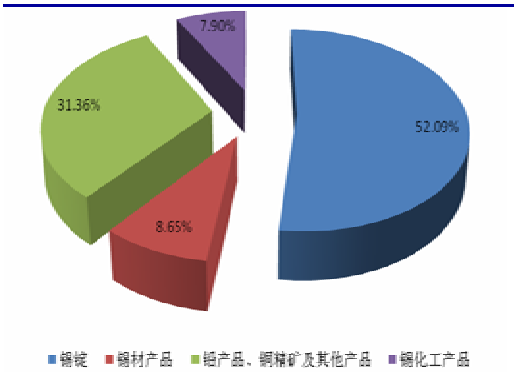
此外，值得期待的是公司即将上马的 10 万吨铜冶炼工程，该项目的前景将会好于铅冶炼。目前公司尚未有铜冶炼，每年所产的铜精矿基本外销，年产量在 1.8－2 万吨左右。而公司目前已经拥有了 57.5 万吨的铜矿金属储量，对公司的 10 万吨铜冶炼工程有较强的资源支持。该项目已经完成招标工作，预计很快就将进行“三通一平”的建设阶段，预计该项目会在 2010 年中逐渐明朗。

图 3：公司收入构成(2009)



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 4：公司毛利构成(2009)



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

4. 后续发展空间大，维持推荐

虽然公司 2009 年业绩低于预期，但我们依然看好公司的发展前景。我们认为在供给集中度较高的锡中，未来锡价上涨空间仍较大；我们对公司的 10 万吨铅冶炼项目持谨慎乐观的态度，公司 30%的自给率和当前铅价跟随其他金属继续上扬，公司的铅冶炼盈利对公司仍会有不小的贡献；我们对后续的 10 万吨铜冶炼工程持乐观态度，该项目将是公司后续的最大看点。

维持盈利预测，即预计 2010－2011 年摊薄每股收益分别为 0.72 元、1.05 元，当前估值 2010/2011 年 PE 为 31/21 倍，处于合理区间，我们看好未来锡价走势和公司的发展前景，维持推荐评级，建议继续关注。

表 2：公司产量预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
锡精矿（万吨）	1.65	2.25	2.35	2.50	3.00
锡锭（万吨）	6.11	5.84	5.55	6.25	7.5
锡材（万吨）	1.67	1.86	1.44	2.00	2.50
锡化工（万吨）	1.18	1.31	1.05	1.85	2.25
铅锭（万吨）	—	1.5	1.55	4	8
铜精矿（万吨）	—	1.5	1.8	2	2

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

表 3：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	**9,162.91**	**7154.94**	**9015.22**	**10457.65**
营业总成本	**9,181.70**	**7014.89**	**8366.54**	**9484.72**
营业成本	8,006.51	6281.02	7766.61	8831.49
营业税金及附加	42.81	42.81	40.57	47.06
销售费用	125	120.61	130.72	146.41
管理费用	345	327.71	378.64	418.31
财务费用	312	181.68	50.00	41.46
资产减值损失	348	61.07	0.00	0.00
其他经营收益	**5**	**-2.48**	**0.00**	**0.00**
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5	-2.48	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	**(14)**	**137.57**	**648.68**	**972.93**
加 营业外收入	17	30.53	30.00	30.00
减 营业外支出	14	9.81	10.00	10.00
利润总额	**(10)**	**158.28**	**668.68**	**992.93**
减 所得税	(34)	26.84	100.30	148.94
净利润	**24**	**131.44**	**568.38**	**843.99**
减 少数股东损益	**(2)**	-2.94	0.00	0.00
归属于母公司净利润	25.61	134.39	568.38	843.99
最新总股本(万股)	**65073**	**65073.00**	**80175.12**	**80175.12**
基本每股收益(元)	0.04	0.21	0.71	1.05
市盈率（倍）	558.57	106.43	31.00	20.88

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

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，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119450
传真：（0769）22119453
网址：www.dgzq.com.cn