

2010年4月23日

锡业股份

1 季度业绩略低于预期

A
买入

000960.SZ - 人民币 25.38

目标价格: 人民币 27.30

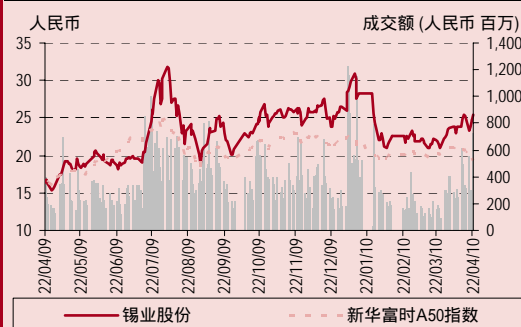
乐宇坤

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	15	(10)	54
相对新华富时A50指数(%)	11	21	(2)	37

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	801
流通股(%)	50
流通股市值(人民币百万)	10,249
3个月日均交易额(人民币百万)	240
净负债比率(%)	56
主要股东(%)	
云南锡业集团	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

锡业股份公告 2010 年 1 季度净利润为 7,180 万人民币, 占我们全年预测的 18%, 略低于我们预期。我们估计业绩由去年转亏为盈主要得益于锡产品价格同比大幅上升以及随着经济恢复 1 季度产品销量也较去年同期上升。1 季度净利润比 09 年 4 季度环比增加 25%, 我们估计这主要是由于 1 季度的国内锡价环比上升约 18%。由于 1 季度盈利低于我们预期, 我们将 2010-12 年的盈利预测分别下调 6.1%、4.6% 和 4.6%。锡业股份是全球最大的锡生产商, 公司所在地以及郴州地区也有较多的锡以及其它金属资源, 我们相信公司会充分利用自身的技术和规模优势进行扩张。我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 锡需求回暖并带动锡价走高;
- 内地经济增速高于预期;
- 公司有较丰富的锡资源。

评级面临的主要风险

- 锡价在库存升高的压力下可能有所回落;
- 锡深加工产品的市场开拓可能仍不顺利;
- 生产成本进一步下降的空间有限。

估值

- 我们目标价格为 27.30 元, 这是基于约 5.2 倍 10 年市净率 (大约相当于 08 年底以来的中间水平)。我们对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	8,881	6,908	9,123	10,675	12,100
变动(%)	8	(22)	32	17	13
净利润(人民币百万)	24	134	370	462	486
全面摊薄每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.457	0.562	0.607
变动(%)	(96.1)	470.6	126.2	23.1	7.9
市场预期每股收益(人民币)	-	0.222	0.569	0.708	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.486	0.589	0.636
调整幅度(%)	-	-	(6.1)	(4.6)	(4.6)
核心每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.457	0.562	0.607
变动(%)	(96.1)	470.6	126.2	23.1	7.9
全面摊薄市盈率(倍)	717.2	125.7	55.6	45.1	41.8
核心市盈率(倍)	717.2	125.7	55.6	45.1	41.8
每股现金流量(人民币)	1.68	0.68	1.63	0.63	0.72
价格/每股现金流量(倍)	15.1	37.1	15.6	40.3	35.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.8	44.0	28.3	23.8	23.3
每股股息(人民币)	0.024	0.118	0.272	0.385	0.405
股息率(%)	0.1	0.5	1.1	1.5	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

1 季度盈利环比增加 25%，但略低于预期。锡业股份公告 10 年 1 季度净利润为 7,180 万人民币（每股收益 0.09 元），而去年同期为亏损。1 季度净利润占我们全年预测的 18%，略低于我们预期。我们估计转亏为盈主要得益于锡产品价格同比大幅上升，公司公告锡锭、锡材、锡化工的国内销售价格同比分别上涨了 33.46%、31.11%、11.91%；锡材、锡化工的出口销售价格同比分别上涨了 75.70%、20.68%。另外，随着经济恢复，1 季度产品销量也较去年同期上升。另外，1 季度净利润比 09 年 4 季度环比增加 25%，我们估计这主要是由于 1 季度的国内锡价环比上升约 18%。

图表 2.季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季度
净利润(人 民币 百万)	167.3	195.2	136	(472)	(111.9)	70.59	129	47	72
毛利率(%)	15.4	15.7	13.9	(5.9)	3.6	14.5	15.7	10.6	12.9

资料来源：公司数据

生产未完全正常。2010 年 1 季度，公司生产有色金属总量 17,134 吨，为年计划的 14.39%，比上年同期增长 14.02%。其中：生产锡化工产品 4,296 吨，为年计划的 39.06%，比上年同期增长 145.92%；生产锡材产品 4,623 吨，为年计划的 28.89%，比上年同期增长 90.30%。因此，我们估计公司可能受检修和干旱等原因 1 季度未能完全正常生产，另外，1 季度是需求淡季，产量也不会很高。随着 2 季度后需求回升，我们认为公司完成全年的生产计划还是有可能的。

预计 2 季度盈利会明显好于 1 季度。公司在 1 季报中预计上半年净利润为 1.554 亿元，这意味着 2 季度的净利润为 8,360 万元，较 1 季度增长 16%。由于国内锡价在 3 月底后明显走强，因此我们估计 2 季度锡价会略高于 1 季度，加上 2 季度是锡产品的需求旺季，我们估计公司销量会大幅上升，因此我们估计公司 2 季度实现利润会好于公司预测。

下调盈利预测 由于 1 季度盈利低于我们预期，我们将 2010-12 年的盈利预测分别下调 6.1%、4.6%和 4.6%。

维持买入评级。锡业股份是全球最大的锡生产商，公司所在地以及郴州地区也有较多的锡以及其它金属资源，我们相信公司会充分利用自身的技术和规模优势进行扩张。我们的目标价格为 27.30 元，这是基于约 5.2 倍 10 年市净率（大约相当于 08 年底以来的中间水平），我们对该股维持**买入**评级。

图表 3.09 年业绩摘要

(人民币百万)	08 年	09 年	同比变化%
销售收入	1,424	2,035	43
销售成本	(1,361)	(1,762)	29
营业税	(11)	(11)	(5)
毛利润	52	262	407
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(22)	(30)	33
管理费用	(79)	(102)	28
资产减值损失	0	(1)	n/a
经营利润	(50)	129	n/a
财务费用	(56)	(48)	(13)
投资收入	0	(1)	n/a
其它非营业收入	1	8	533
税前利润	(104.3)	87.4	n/a
税金	(8)	(16)	104
少数股东权益	0	1	n/a
净利润	(111.9)	71.8	n/a
全面摊薄每股收益	(0.172)	0.090	n/a
盈利能力 (%)	3.6	12.9	
毛利率	(3.5)	6.4	
经营利润率	(7.9)	3.5	
净利率	3.6	12.9	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,881	6,908	9,123	10,675	12,100
销售成本	(7,783)	(6,086)	(7,861)	(9,179)	(10,496)
经营费用	(659)	(352)	(462)	(515)	(560)
息税折旧前利润	438	471	801	981	1,044
折旧及摊销	(145)	(149)	(172)	(187)	218
经营利润(息税前利润)	294	322	629	794	826
净利息收入/(费用)	(290)	(182)	(199)	(184)	(185)
其他收益/(损失)	(14)	19	4	4	4
税前利润	(11)	158	433	613	645
所得税	32	(27)	(65)	(153)	(161)
少数股东权益	2	3	2	2	2
净利润	24	134	370	462	486
核心净利润	24	134	370	462	486
每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.457	0.562	0.607
核心每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.457	0.562	0.607
每股股息(人民币)	0.024	0.118	0.272	0.385	0.405
收入增长(%)	8	(22)	32	17	13
息税前利润增长(%)	(65)	10	95	26	4
息税折旧前利润增长(%)	(53)	7	70	22	6
每股收益增长(%)	(96)	471	126	23	8
核心每股收益增长(%)	(96)	471	126	23	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	339	268	2,102	843	353
应收帐款	427	704	679	794	900
库存	2,091	1,776	1,669	1,953	2,214
其他流动资产	308	236	307	358	409
流动资产总计	3,165	2,985	4,756	3,948	3,876
固定资产	3,156	3,883	4,079	4,691	5,673
无形资产	477	466	465	464	464
其他长期资产	76	68	0	0	0
长期资产总计	3,708	4,416	4,543	5,156	6,137
总资产	6,872	7,402	9,300	9,104	10,013
应付帐款	313	287	371	433	495
短期债务	2,873	2,535	2,535	1,940	1,940
其他流动负债	174	62	292	354	400
流动负债总计	3,360	2,885	3,198	2,728	2,835
长期借款	1,046	1,909	1,909	1,909	2,458
其他长期负债	17	38	0	0	0
股本	651	651	801	801	801
储备	1,794	1,916	3,391	3,668	3,923
股东权益	2,444	2,567	4,192	4,469	4,724
少数股东权益	5	2	0	(2)	(5)
总负债及权益	6,872	7,402	9,300	9,104	10,013
每股帐面价值(人民币)	3.76	3.95	5.23	5.58	5.90
每股有形资产(人民币)	3.02	3.23	4.65	5.00	5.32
每股净负债/(现金)(人民币)	5.50	6.42	2.92	3.75	5.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(11)	158	433	613	645
折旧与摊销	145	149	172	187	218
净利息费用	290	182	199	184	185
运营资本变动	713	121	214	(341)	(311)
税金	(68)	(158)	162	(139)	(160)
其他经营现金流	21	(8)	(1)	(1)	(1)
经营活动产生的现金流	1,091	445	1,180	505	576
购买固定资产净值	(942)	(877)	(367)	(799)	(1,199)
投资减少/增加	126	20	0	0	0
其他投资现金流	0	(15)	15	0	0
投资活动产生的现金流	(816)	(873)	(352)	(799)	(1,199)
净增权益	0	0	1,320	0	0
净增债务	(214)	526	0	(595)	549
支付股息	(54)	(13)	(65)	(185)	(231)
其他融资现金流	(166)	(156)	(249)	(183)	(184)
融资活动产生的现金流	(434)	357	1,006	(964)	133
现金变动	(159)	(71)	1,834	(1,258)	(490)
期初现金	498	339	268	2,102	843
公司自由现金流	283	(424)	835	(286)	(615)
权益自由现金流	(248)	(84)	614	(1,074)	(259)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	4.9	6.8	8.8	9.2	8.6
息税前利润率	3.3	4.7	6.9	7.4	6.8
税前利润率	(0.1)	2.3	4.7	5.7	5.3
净利率	0.3	1.9	4.1	4.3	4.0
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.5	1.4	1.4
利息覆盖率	1.0	1.7	3.1	4.1	4.3
净权益负债率(%)	146.1	162.6	55.9	67.3	85.7
速动比率	0.3	0.4	1.0	0.7	0.6
估值(倍)					
市盈率	717.2	125.7	55.6	45.1	41.8
核心业务市盈率	717.2	125.7	55.6	45.1	41.8
目标价对应核心业务市盈率	771.5	135.2	59.8	48.6	45.0
市净率	6.8	6.4	4.9	4.6	4.3
价格/现金流	15.1	37.1	15.6	40.3	35.3
企业价值/息税折旧前利润	45.8	44.0	28.3	23.8	23.3
周转率					
存货周转天数	95.2	116.0	80.0	72.0	62.8
应收帐款周转天数	32.5	29.9	27.7	25.2	25.6
应付帐款周转天数	11.1	15.9	13.2	13.7	14.0
回报率(%)					
股息支付率	65.1	57.0	58.8	66.7	66.7
净资产收益率	1.0	5.4	10.9	10.7	10.6
资产收益率	4.3	3.7	6.4	6.5	6.5
已运用资本收益率	4.7	4.9	8.1	9.5	9.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371