

锡业股份 (000960)

价格上涨尚未有效传导

-2010 年三季度报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB36.75

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083  
+755-82492171 yetao@lhq.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030  
+755-82364392 wangqianys@lhq.com

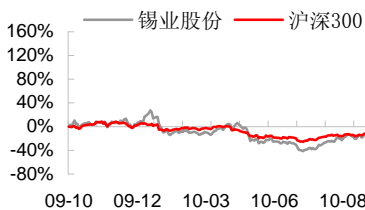
相关研究

- 《向综合性矿企稳步迈进》(2010/08/17)
- 《量价齐升 盈利持续向好》(2010/08/10)
- 《消费及电子提升锡需求》(2009/12/17)
- 《盈利能力逐季提升》(2009/10/20)
- 《销量恢复进程有望加速》(2009/07/28)
- 《业绩拐点已得到确认》(2009/07/14)
- 《即将升格为综合性矿业公司》(2009/04/21)

基础数据

总股本(百万股)	801.75
流通 A 股(百万股)	433.67
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	15937.28

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

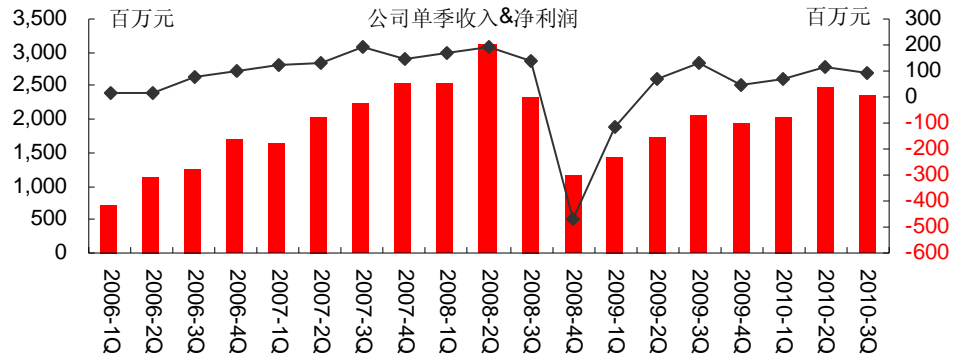
- **业绩略低于我们预期。**公司于 10 月 19 日晚发布 2010 年三季度报, 1-9 月公司共实现营业收入 68.93 亿元, 同比增加 32%; 归属于上市公司净利润 2.76 亿元, 同比增加 214.75%; 实现每股收益 0.3522 元, 同比上升 160.89%, 业绩略低于我们预期。
- 三季度单季盈利低于预期, 我们预计主要源于: 1) 报告期内公司生产有色金属产品约 2 万吨, 仅为年计划的 20%, 仍低于预期 (1-6 月仅生产 3.71 万吨, 为年计划的 35.68%); 2) 其中锡化工产品产量 3651 吨, 锡材产品 4071 吨, 超出预期, 但加工业务毛利率相对较低; 3) 为 10 万吨铅/年项目试车准备原料至存货大幅增加至 27.5 亿元, 占用一定流动资金至短期借款大幅增加, 从而使得本期财务费用达 9143 万元, 同比增加 38.71%。
- 各项费用率略有增加。公司管理费用率、财务费用率分别环比上升 1.08、1.17 个百分点; 管理费用率略降 0.01 个百分点。
- 目前, 各国货币开始新一轮宽松, 印钞机和高失业率继续打压美元, 流动性再次宣泄商品市场。有色金属既能承载流动性, 又被视为较理想的抵御通胀的选择。我们始终认为锡金属有望成为 2010 年唯一短缺的基本金属, 主要出口国印尼产量明显下滑, 供应忧虑可望进一步对锡价构成支撑。
- 我们调整公司 2010-2012 年 EPS 至 0.40、0.90 和 1.19 元/股 (最新摊薄)。鉴于: 1) 国际锡价未能按比例拉动国内锡价涨幅, 2) 锡价的上涨仍未能顺利传导至公司经营业绩, 3) 公司预计, 因原料价格大幅上升、冶炼分公司停产检修和年末计提减值准备等原因, 第四季度净利润环比将有所下降。2010-2012 年均价假设: 锡价为 13、15 和 15.5 万元/吨, 铜价为 5.7、6 和 6.2 万元/吨, 铅价为 15700、16500 和 17000 元/吨。
- 公司正在从单一矿企向综合类矿企升级, 未来盈利点有望增加, 我们认为锡行业前景乐观, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 1、产能扩张进度存在一定不确定性; 2、宏观经济、金属价格均存在一定不确定性, 价格的剧烈波动对公司的正常经营或造成负面影响。

经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7154.9	6893.9	7331.6	10778.1	15533.5
(+/-%)	-21.9	32.0	2.5	47.0	44.1
归属母公司净利润(百万元)	134.4	276.5	318.9	718.5	953.3
(+/-%)	424.8	214.7	137.3	125.3	32.7
EPS(元)	0.17	0.34	0.40	0.90	1.19
P/E(倍)	219.3	106.6	92.3	41.0	30.9

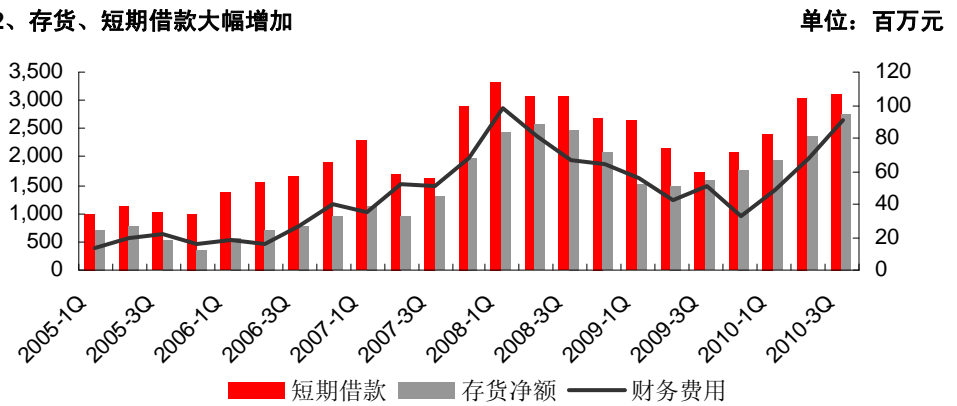
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1、单季盈利略有回落



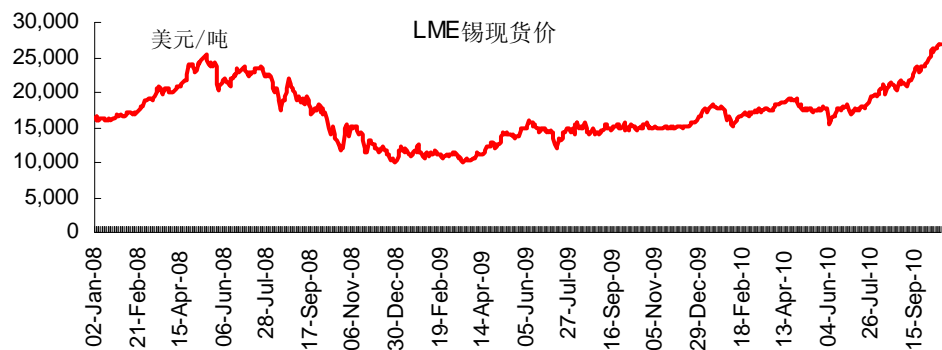
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2、存货、短期借款大幅增加



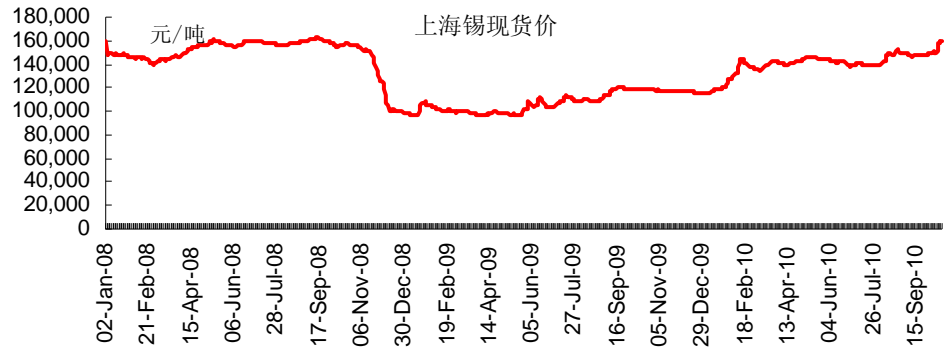
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3、LME 锡价格库存走势



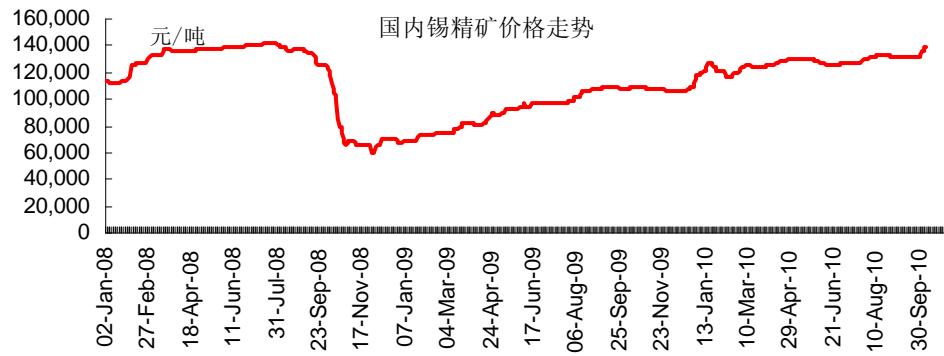
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 4、上海现货锡价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5、国内锡精矿价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2985	4247	4081	6115	<b>营业收入</b>	7155	7332	10778	15534
现金	268	491	400	400	营业成本	6281	6243	9021	13231
应收账款	315	436	500	776	营业税金及附加	43	37	58	85
其他应收款	40	117	207	306	营业费用	121	106	162	240
预付账款	196	207	281	421	管理费用	328	315	431	590
存货	1776	2814	2521	3963	财务费用	182	248	257	266
其他流动资产	389	183	172	249	资产减值损失	61	10	0	0
<b>非流动资产</b>	4416	5221	5359	5242	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-2	-6	0	0
固定资产	3177	3861	4247	4361	<b>营业利润</b>	138	367	850	1121
无形资产	466	449	433	417	营业外收入	31	30	26	29
其他非流动资产	774	911	680	464	营业外支出	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	7402	9468	9440	11357	<b>利润总额</b>	158	387	866	1140
<b>流动负债</b>	2885	3332	2622	3808	所得税	27	68	147	194
短期借款	2095	3114	2391	3422	<b>净利润</b>	131	319	718	946
应付账款	287	246	352	547	少数股东损益	-3	0	0	-7
其他流动负债	502	-28	-120	-161	归属母公司净利润	134	319	718	953
<b>非流动负债</b>	1947	1980	1973	1973	EBITDA	469	794	1318	1619
长期借款	1458	1533	1533	1533	EPS (元)	0.21	0.40	0.90	1.19
其他非流动负债	489	447	440	440					
<b>负债合计</b>	4832	5312	4596	5781	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	2	2	2	-5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	651	801	801	801	<b>成长能力</b>				
资本公积	670	1840	1840	1840	营业收入	-21.9%	2.5%	47.0%	44.1%
留存收益	1252	1518	2207	2945	营业利润	893.7%	166.5%	131.8%	32.0%
归属母公司股东权益	2567	4154	4843	5581	归属于母公司净利润	424.8%	137.3%	125.3%	32.7%
<b>负债和股东权益</b>	7402	9468	9440	11357	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	12.2%	14.9%	16.3%	14.8%
					净利率 (%)	1.9%	4.3%	6.7%	6.1%
					ROE (%)	5.2%	7.7%	14.8%	17.1%
					ROIC (%)	3.9%	5.8%	10.5%	10.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	65.3%	56.1%	48.7%	50.9%
					净负债比率 (%)	82.64%	87.48%	85.38%	85.71%
					流动比率	1.03	1.27	1.56	1.61
					速动比率	0.42	0.41	0.59	0.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.00	0.87	1.14	1.49
					应收账款周转率	22	19	23	24
					应付账款周转率	20.59	23.43	30.20	29.43
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.40	0.90	1.19
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	-0.55	1.59	-0.54
					每股净资产 (最新摊薄)	3.20	5.18	6.04	6.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	219.15	92.35	40.99	30.89
					P/B	11.47	7.09	6.08	5.28
					EV/EBITDA	72	42	26	21

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com