

2010年11月2日

# 锡业股份

## 供应紧张推动锡价进一步走强

**买入**
**A**

000960.SZ - 人民币 42.65

目标价格: 人民币 47.10 (↑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(%)	61	44	130	76
相对新华富时	74	28	118	83
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	802
流通股(%)	54
流通股市值(人民币百万)	18,471
3个月日均交易额(人民币百万)	733
净负债比率(%)	58
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 3 季度净利润同比下降 28% 至 9,281 万元, 环比也下降 17%。在 3 季度国内锡价同比上升 26%, 环比也上涨 2.3% 的情况下, 公司业绩下滑出乎我们预料。我们估计这主要是由于 70% 外购的锡原料价格上升幅度超过了下游锡产品。由于今年以来锡价整体表现好于我们预期以及对今后锡市场基本面进一步改善的判断, 我们将 2010-12 年的锡价假设调高 2.4-4.5%, 但由于公司 3 季度盈利及公告的全年盈利预测低于我们预期, 因此我们将 2010 年的盈利预测下调 10%。由于 A 股有色金属公司估值上升, 我们将目标价格由 27.30 元上调为 47.10 元。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;
- 锡、铅、铜的产能上升;
- 公司有较丰富的锡资源。

### 评级面临的主要风险

- 国内锡价在库存较高的压力下涨幅落后于国际市场;
- 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

- 我们将目标价格由 27.30 元上调为 47.10 元, 这是基于 8.3 倍 11 年市净率。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	9,534	11,612	13,204
变动(%)	8	(22)	38	22	14
净利润(人民币 百万)	24	134	364	545	625
全面摊薄每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.450	0.663	0.780
变动(%)	(96.1)	470.6	122.7	47.5	17.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.556	0.769	0.660
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.501	0.664	0.747
调整幅度(%)	-	-	(10.2)	(0.1)	4.4
全面摊薄市盈率(倍)	1205.3	211.2	94.9	64.3	54.7
每股现金流量(人民币)	1.68	0.68	1.62	0.69	0.93
价格/每股现金流量(倍)	25.3	62.4	26.3	61.8	46.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	71.5	67.8	41.3	34.0	32.1
每股股息(人民币)	0.024	0.118	0.267	0.454	0.520
股息率(%)	0.1	0.3	0.6	1.1	1.2

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 &lt;GO&gt;, thomsonreuters.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

3 季度盈利同比下降 28%，低于我们预期。锡业股份公告 2010 年 3 季度净利润同比下降 28% 至 9,281 万元（每股收益 0.143 元）；分季度看，3 季度净利润也环比下降 17%。在 3 季度国内锡价同比上升 26%，环比也上涨 2.3% 的情况下，公司业绩同比和环比双双下滑出乎我们预料。

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	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度
净利润(人民币 百万)	167.3	195.2	136	(472)	(111.9)	70.59	129	47	72	112	93
毛利率(%)	15.4	15.7	13.9	(5.9)	3.6	14.5	15.7	10.6	12.9	12.8	14.4

资料来源：公司数据

**锡价上升过快导致盈利与锡价背离。**虽然随着锡价上升公司的主要产品销售价格也相应上升，但公司所需锡原料有近 70% 依靠外购，而锡原料价格上升幅度要超过了下游锡产品，从而导致虽然锡价大幅上升，但公司盈利反而下降的背离现象。

**财务费用增长较快。**3 季度公司财务费用为 9,100 万元，同比增长 80%，环比增加了 36%。这一方面由于银行借款利率、票据贴现率上调；另一方面，虽然今年公司初实行了配股，但由于 10 万吨铅和 10 万吨铜项目建设支出增加，公司的净负债由年初的 37.3 亿元上升至 9 月末的 45.5 亿元。

**铅生产线尚未达产。**2010 年 1-9 月份，公司生产的有色金属总量为 57,485 吨，为年计划的 55.22%，比上年同期下降 16.84%。生产锡化工产品 12,110 吨，为年计划的 110.09%，比上年同期增长 55.19%。生产锡材产品 13,069 吨，为年计划的 81.68%，比上年同期增长 26.48%。由此可见，1-9 月份有色金属总产量低于预期主要是铅产量大幅下降，我们估计公司 10 万吨铅冶炼系统正式投产要到明年年初，其后铅产品产量将逐步回升。而除铅以外的产品完成全年计划问题不大。此外，冶炼分公司计划于 2010 年 9 月 25 日开始按计划停产检修，2010 年 11 月 10 日前恢复生产，公司估计此次停产检修将不会对公司全年产量产生较大影响。

未来两年年全球锡市场基本面大为改善。国际锡市场的供需基本面状况改善越发明显，从全球锡的供应来看，国际上主要的锡生产国印尼由于非季节性长期的降雨导致开采受困以及政府对非法开采的镇压，使印尼今年锡矿产量可能下滑20%以上。从另一主要锡生产国中国看，以目前资源状况矿产量未来增幅可能十分有限。而9月份，刚果由于暴力武装斗争，政府再次关停了主要锡生产省份的矿山，预计关停时间在20-30天左右。我们预计未来一两年全球精锡供应增加将十分有限。另外从需求方面看，全球经济逐步复苏有利于增加电子产品的消费，因此，我们相信在供应无法进一步增加而需求进一步恢复的状况下，2010-11年全球锡市场供应紧张的状况将持续，因此我们对未来2年的锡价继续持乐观态度。

**预计4季度盈利会继续下降。**公司在3季报中公告2010年全年的净利润在3.3-3.5亿元，这低于我们4.06亿元的全年盈利预测。根据公司公告我们计算4季度的净利润仅为5,400-7,400万元，较3季度进一步下降20-41%，而我们预计4季度的锡价将进一步上升。之所以再次出现这种锡价与盈利背离的情况，公司解释是虽然公司主要产品销售价格上升，但市场原料价格也同向大幅上升，公司冶炼分公司停产检修将对第四季度产量略有影响，此外，年末计提相关减值准备（我们估计是对旧的铅冶炼设备提的减值）也影响了盈利。我们因此预计公司第4季度净利润环比将有所下降。

**调整盈利预测。**由于今年以来锡价整体表现好于我们预期以及对今后锡市场基本面进一步改善的判断，我们将2010-12年的锡价假设调高2.4-4.5%，但由于公司3季度盈利及公告的全年盈利预测低于我们预期，因此我们将2010年的盈利预测下调10%，但基本维持11年盈利预测，并将12年盈利预测上调4.4%。

**图表 3. 中国现货市场锡价格假设**

(人民币/吨)	2010E	2011E	2012E
原假设	140,955	154,095	162,594
新假设	140,955	154,095	162,594
变化 (%)	2.4	4.4	4.5

资料来源：中银国际预测

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。由于A股有色金属公司估值上升，我们将目标价格由 27.30 元上调为 47.10 元，这是基于 8.3 倍 11 年市净率，我们对该股维持买入评级。

图表 4. 2010 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变化 %
销售收入	2,058	2,362	15
销售成本	(1,723)	(2,007)	16
营业税	(12)	(16)	31
毛利润	323	339	5
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(33)	(32)	(3)
管理费用	(89)	(108)	21
资产减值损失	(5)	0	n/a
经营利润	195	199	2
财务费用	(51)	(91)	80
投资收入	1	(2)	n/a
其它非营业收入	(1)	8	n/a
税前利润	144	113	(22)
税金	(16)	(21)	34
少数股东权益	0	1	n/a
净利润	129	93	(28)
全面摊薄每股收益	0.199	0.143	(28)
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	15.7	14.4	
经营利润率	9.5	8.4	
净利率	6.3	3.9	

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	9,534	11,612	13,204
销售成本	(7,783)	(6,086)	(8,178)	(9,964)	(11,406)
经营费用	(659)	(352)	(469)	(551)	(603)
息税折旧前利润	438	471	887	1,097	1,195
折旧及摊销	(145)	(149)	(172)	(187)	218
经营利润(息税前利润)	294	322	715	910	977
净利息收入(费用)	(290)	(182)	(292)	(275)	(249)
其他收益/(损失)	(14)	19	4	4	4
税前利润	(11)	158	426	639	732
所得税	32	(27)	(64)	(96)	(110)
少数股东权益	2	3	2	3	3
净利润	24	134	364	545	625
核心净利润	24	134	364	545	625
每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.450	0.663	0.780
核心每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.450	0.663	0.780
每股股息(人民币)	0.024	0.118	0.267	0.454	0.520
收入增长(%)	8	(22)	38	22	14
息税前利润增长(%)	(65)	10	122	27	7
息税折旧前利润增长(%)	(53)	7	88	24	9
每股收益增长(%)	(96)	471	123	47	18
核心每股收益增长(%)	(96)	471	123	47	18

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	3,112	795	365
应收帐款	427	704	709	864	982
库存	2,091	1,776	1,744	2,124	2,416
其他流动资产	308	236	319	389	444
流动资产总计	3,165	2,985	5,885	4,172	4,208
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	10,428	9,327	10,345
应付帐款	313	287	386	470	538
短期债务	2,873	2,535	3,555	1,940	1,940
其他流动负债	174	62	304	374	425
流动负债总计	3,360	2,885	4,245	2,784	2,903
长期借款	1,046	1,909	1,996	1,996	2,545
其他长期负债	17	38	0	0	0
股本	651	651	802	802	802
储备	1,794	1,916	3,384	3,748	4,100
股东权益	2,444	2,567	4,186	4,550	4,902
少数股东权益	5	2	0	(3)	(6)
总负债及权益	6,872	7,402	10,428	9,327	10,345
每股帐面价值(人民币)	3.76	3.95	5.22	5.67	6.11
每股有形资产(人民币)	3.02	3.23	4.64	5.10	5.54
每股净负债/(现金)(人民币)	5.50	6.42	3.04	3.92	5.14

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	426	639	732
折旧与摊销	145	149	172	187	218
净利息费用	290	182	292	275	249
运营资本变动	713	121	123	(456)	(348)
税金	(68)	(158)	163	(90)	(107)
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	1,177	554	742
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	1,107	(1,615)	549
支付股息	(54)	(13)	(65)	(182)	(273)
其他融资现金流	(166)	(156)	(342)	(274)	(248)
融资活动产生的现金流	(434)	357	2,019	(2,072)	28
现金变动	(159)	(71)	2,844	(2,317)	(429)
期初现金	498	339	268	3,112	795
公司自由现金流	283	(424)	831	(237)	(449)
权益自由现金流	(248)	(84)	1,624	(2,135)	(157)

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	4.9	6.8	9.3	9.4	9.0
息税前利润率	3.3	4.7	7.5	7.8	7.4
税前利润率	(0.1)	2.3	4.5	5.5	5.5
净利率	0.3	1.9	3.8	4.7	4.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	1.0	1.4	1.5	1.4
利息覆盖率	1.0	1.7	2.4	3.2	3.8
净权益负债率(%)	146.1	162.6	58.3	69.1	84.1
速动比率	0.3	0.4	1.0	0.7	0.6
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	1205.3	211.2	94.9	64.3	54.7
核心业务市盈率	1205.3	211.2	94.9	64.3	54.7
目标价对应核心业务市盈率	1331.0	233.3	104.8	71.0	60.4
<b>率</b>					
市净率	11.4	10.8	8.2	7.5	7.0
价格/现金流	25.3	62.4	26.3	61.8	46.1
企业价值/息税折旧前利润	71.5	67.8	41.3	34.0	32.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	95.2	116.0	78.6	70.9	62.8
应收帐款周转天数	32.5	29.9	27.1	24.7	25.5
应付帐款周转天数	11.1	15.9	12.9	13.5	13.9
<b>回报率(%)</b>					
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	10.8	12.5	13.2
资产收益率	4.3	3.7	6.8	7.8	8.4
已运用资本收益率	4.7	4.9	8.6	10.1	11.0

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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁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(“上市集团”)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、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

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 2009 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 15 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