

锡业股份

000960

增持/ 维持评级

股 价	2009/10/20
RMB28.16	

基础数据

总股本（百万股）	651
流通 A 股（百万股）	328
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）	9234

财务数据

市净率 (X)	7.27
TRACING P/E (X)*	-47.65
EPS (元)	0.13
股息率 (%)	0.07

*最近四季盈利计算。

相关研究

- 《锡业股份：销量恢复进程有望加速》
(2009/07/28)
- 《锡业股份：业绩拐点已得到确认》
(2009/07/14)
- 《锡业股份：即将升格为综合性矿业

分 析 师
 叶 洮
 +755-82492171
 yetao@lhqz.com

研究助理
 王 茜
 +755-82364392
 wangqianys@lhqz.com

盈利能力逐季提升

——2009 年 3 季报点评

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	9162.9	5222.6	5913.8	8189.9	10405.7
(+/-%)	8.3	-34.6	-35.5	38.5	27.1
归属母公司净利润(百万元)	25.6	87.8	412.4	548.5	821.8
(+/-%)	-95.7	-82.4	1510.6	33.0	49.8
EPS(元)	0.04	0.14	0.61	0.82	1.22
P/E(倍)	715.6	208.6	34.5	25.9	17.3

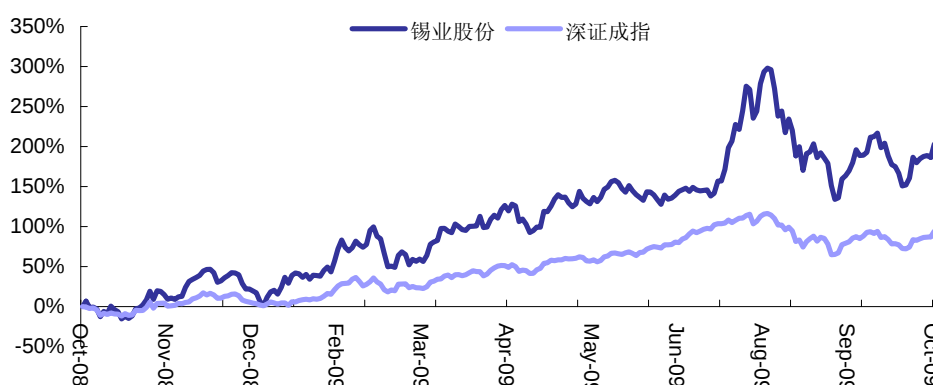
■ **盈利能力逐季提升，继续传递积极信号。**公司公布三季报，1-9 月实现净利 8784 万元，每股收益 0.135 元，基本符合我们预测，但显著超出市场预期。因锡价维持强势，且库存转销冲减主营业务成本，加上郴州项目投产后开始产生利润贡献，公司三季度实现净利 12.9 亿元。而今年各季每股收益分别为 -0.17、0.11 和 0.20 元，盈利能力逐级上升的趋势显现。

■ 公司同时发出预告，预计 4 季度单季净利约 3200 万元，归因于安排部分设备检修。而根据我们的测算，我们认为公司预计偏谨慎，届时再次作出修正的可能性较大。1、作为全球最大锡供应商，其产量减少将致市场产生供应减少预期，从而对价格形成支撑；2、减产不会对销售构成明显影响（3 季度末，公司存货净额 15.8 亿元）。

■ **美元的持续弱势，将对金属价格继续构成支撑。**因美国相对国力的削弱和国际储备货币多元化的预期，美元中长期前景看淡。近日澳洲意外加息，提升市场对全球经济复苏的信心，加大了对通胀预期升温的担忧。基本金属——基于经济复苏的实体需求以及基于通胀预期的投资需求，均有望得到提升。我们判断未来金属价格仍将维持强势。

■ **维持各项经营假设及盈利预测。**2009-2011 年每股收益分别为 0.61 元、0.82 元和 1.22 元。随公司铜、铅项目逐步完成（预计铜冶炼项目 2011 年底前建成，铅冶炼项目 2010 年即将建成），其综合类矿产企业的打造已现雏形，我们认为公司前景乐观，维持“增持”评级。

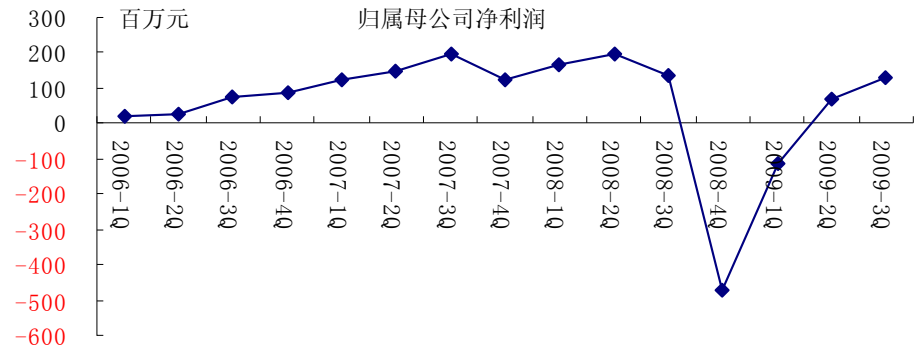
最近 52 周股价表现



附图表

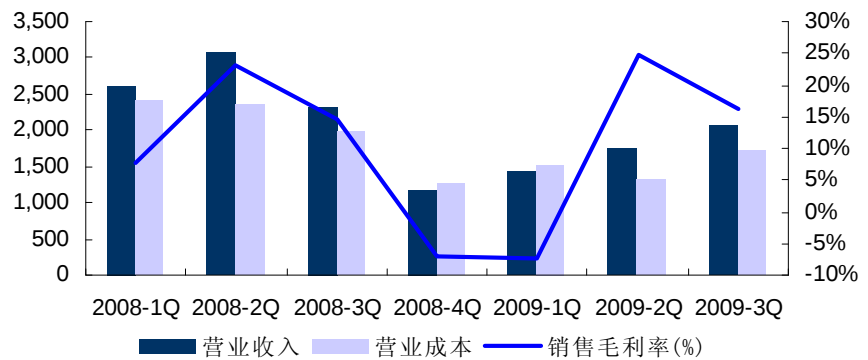
盈利能力持续提升，恢复至 07 年水平

图 1、公司单季归属母公司净利润



数据来源：联合证券研究所

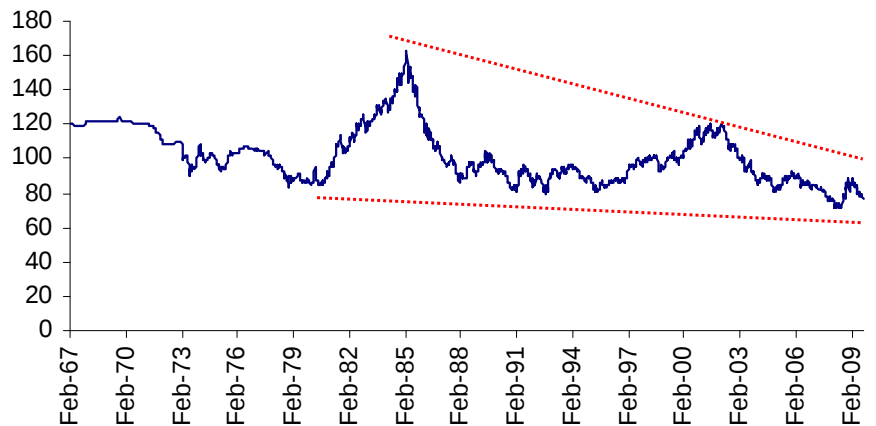
图 2、资产减值损失转销冲减成本



数据来源：联合证券研究所

美元持续弱势，将对金属价格继续构成支撑

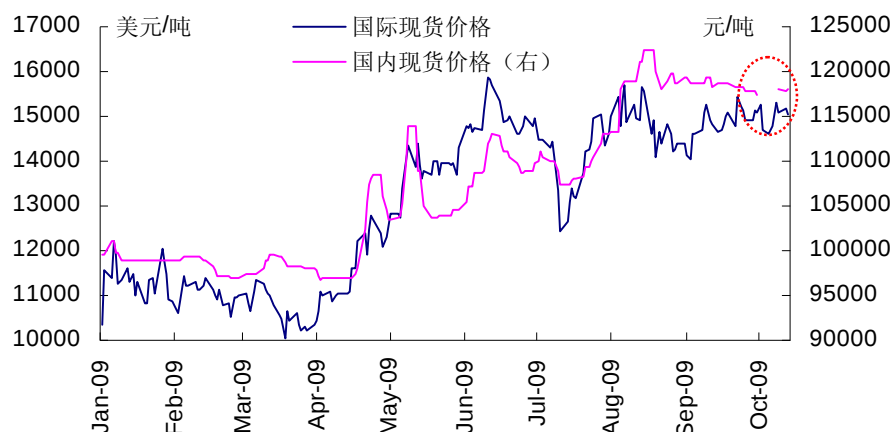
图 3、美元指数弱势格局未改



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所

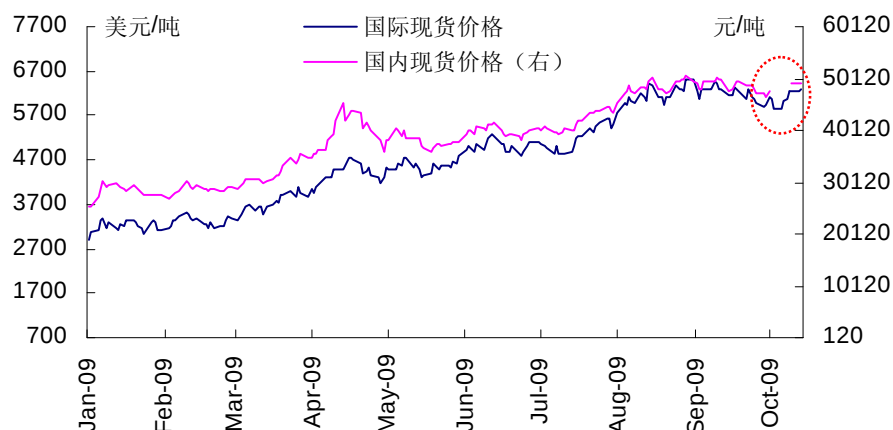
同时受益于通胀预期和经济复苏，公司主营产品锡、铜、铅价有望保持强势

图 4、国内外锡现货价格走势



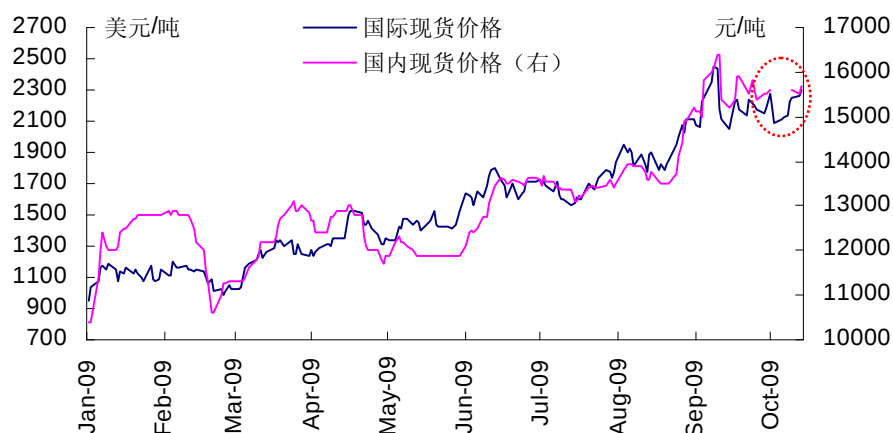
数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 5、国内外铜现货价格走势



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

图 6、国内外铅现货价格走势



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

风险提示

宏观经济复苏预期、有色金属价格虽目前预期良好，但仍存在不确定性。价格的剧烈波动对公司的正常经营亦构成负面影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3159	2391	3110	3800	营业收入	9163	5914	8190	10406
现金	339	400	400	400	营业成本	8007	4850	6757	8485
应收账款	326	350	400	498	营业税金及附加	46	34	41	54
其他应收款	62	61	93	137	营业费用	125	65	123	137
预付账款	233	132	215	249	管理费用	345	276	409	466
存货	2089	1271	1872	2351	财务费用	312	185	170	170
其他流动资产	110	177	131	166	资产减值损失	348	0	0	0
非流动资产	3699	4238	4383	4324	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	10	10	10	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	2505	3062	3400	3519	营业利润	-14	504	690	1093
无形资产	477	460	444	428	营业外收入	17	37	38	31
其他非流动资产	718	706	528	367	营业外支出	14	11	12	12
资产总计	6858	6629	7493	8124	利润总额	-10	530	715	1112
流动负债	3175	2413	2706	2557	所得税	-34	90	107	167
短期借款	2703	2102	2326	2099	净利润	24	440	608	945
应付账款	323	197	254	335	少数股东损益	-2	28	59	123
其他流动负债	150	115	126	123	归属母公司净利润	26	412	548	822
非流动负债	1233	845	845	845	EBITDA	459	829	1024	1444
长期借款	770	845	845	845	EPS (元)	0.04	0.61	0.82	1.22
其他非流动负债	463	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4408	3258	3551	3402	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	5	33	92	215	成长能力				
股本	651	671	671	671	营业收入	8.3%	-35.5%	38.5%	27.1%
资本公积	670	1142	1142	1142	营业利润	-102.2%	3543.6%	36.7%	58.5%
留存收益	1130	1530	2041	2698	归属于母公司净利润	-95.7%	1510.6%	33.0%	49.8%
归属母公司股东权益	2444	3338	3850	4506	获利能力				
负债和股东权益	6858	6629	7493	8124	毛利率(%)	12.6%	18.0%	17.5%	18.5%
现金流量表					净利率(%)	0.3%	7.0%	6.7%	7.9%
单位: 百万元					ROE(%)	1.0%	12.4%	14.2%	18.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	-11.7%	9.9%	11.0%	15.0%
经营活动现金流	1009	1340	334	676	偿债能力				
净利润	24	440	608	945	资产负债率(%)	64.3%	49.1%	47.4%	41.9%
折旧摊销	161	140	164	181	净负债比率(%)	78.78%	90.45%	89.29%	86.54%
财务费用	312	185	170	170	流动比率	0.99	0.99	1.15	1.49
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.27	0.45	0.46	0.57
营运资金变动	260	968	-628	-614	营运能力				
其他经营现金流	258	-392	20	-7	总资产周转率	1.33	0.88	1.16	1.33
投资活动现金流	-942	-585	-350	-115	应收账款周转率	24	17	22	23
资本支出	872	585	350	115	应付账款周转率	29.08	18.67	29.98	28.80
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-70	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.61	0.82	1.22
筹资活动现金流	-222	-694	16	-561	每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	2.00	0.50	1.01
短期借款	-183	-601	224	-226	每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.98	5.74	6.72
长期借款	95	75	0	0	估值比率				
普通股增加	114	20	0	0	P/E	555.48	34.49	25.93	17.31
资本公积增加	75	472	0	0	P/B	5.82	4.26	3.69	3.16
其他筹资现金流	-322	-660	-207	-335	EV/EBITDA	38	21	17	12
现金净增加额	-159	61	0	0					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。