

锡业股份(000960)

公司研究/调研简报

推荐 首次评级

合理估值: 47.85-56.55 元

锡价利润传导将加快 锡业股份最受益

——锡业股份(000960)调研简报

民生精品---调研简报/有色金属行业

2010 年 11 月 08 日

一、事件概述

近期我们对锡业股份公司进行了实地调研,向公司副董事长及相关人员了解了公司目前的经营状况,未来发展战略。通过和公司管理层的沟通,我们对公司未来发展前景看好,认为锡价上涨的趋势不变,近期内利润将逐步传导至公司业绩。

二、投资者重点关注问题纪要

1、公司对锡价的判断,目前的供给关系是否合理?

价格看涨。从全球的范围,目前非洲、东南亚锡量较多,如:肯尼亚、赞比亚等地,但政治上相对不稳定。而泰国、马来基本上消耗完毕,全世界没有一个很好的发现的大型锡矿。

2、公司目前的产能是 7 万吨,未来五年内水平?

保持稳定,但公司国外产量将陆续增加。

3、在新产品研发方面,有何进展?

正在积极更新,节能环保的锡业产品方面,涂料、涂层:在美国 1 万-2 万多吨,按现在价格,4-6 亿美元(出口给美国),占公司比重不是很大。国家政策上有限制,不太好做;电池:二氧化锡在电池上有发展潜力。这种技术较为前沿,但在中国缺少技术与团队。

4、锡精矿伴生的副产品有多少价值?

目前锡精矿伴生的铋、铟、银等的金属,不计价。其中铋一年共 60 吨,留下来一、二十吨。价格不好,一直存着。银是 8 吨左右。

5、集团是否还有较多资产注入到上市公司?

集团的矿目前只有 2000 吨锡精矿,主要的矿都已经注入到上市公司。

6、公司是否有新的融资计划?

环保问题做完,会有新的融资。

三、分析与判断

➤ 供需缺口增加,下游需求持续旺盛,价格将继续上涨

从全球供需来看,短期来看,由于印尼火山、海啸等地理天气因素,对锡生产大国印尼的产量有所影响,预计今年减产 10% 以上。从锡下游产品来看,全球范围内,电子消费约占 32%,镀锡板约占 27%,锡化工约占 17%。我国来看,锡生产相对集中,公司目前锡生产保持稳中增长,预期今年总产量同比增长 15% 左右,但对国内的供给保持相对平稳,预期增长 10%。但从下游需求来看,目前电子行业计算机、消费电子、手机等生产消费复苏明显,需求旺盛,截止到今年 9 月的数据显示,笔记本计算机累计产量同比增长 34%,手机产量累计产量同比增长 40%,预期全年电子行业产量增幅在 30% 左右,明年仍将保持 20% 以上增速,对锡金属的需求将继续扩大。目前供需缺口将持续扩大,预期价格将继续上涨。

民生证券研究所

分析师: 黄玉

执业证书编号: S01002081120226

电话: (8610)8512 7646

Email: huangyu@mszq.com

助理分析师: 滕越

执业证书编号: S0100109070818

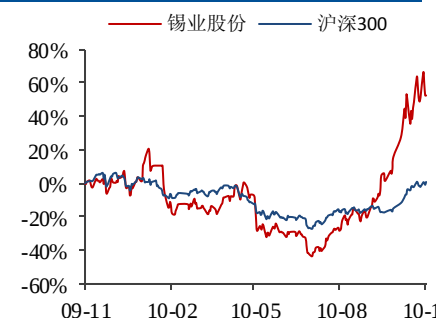
电话: (8610)8512 7645

Email: tengyue@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-05)

收盘价(元)	40.35
近 12 个月最高/最低	14.06/45.50
总股本(百万股)	801.75
流通股本(百万股)	433.67
流通股比例%	54.09%
总市值(亿元)	323.51
流通市值(亿元)	323.51

相关研究

➤ 锡价上涨将在今年末明年初传导至公司业绩上

金属锡是基本金属本轮上涨中最先创历史新高的品种，2010 年 10 月 14 日上冲至 27300 美元/吨的历史高点，年平均价格上涨 45%。根据对锡金属供求关系的判断，短期内锡价仍将保持上涨。相比而言，锡业股份作为国内最大的锡业龙头，业绩却与价格大幅上涨相背离，我们预计四季度以及明年一季度，利润传导将反映到公司的业绩上来。

➤ 预计今年铅产量 1 万吨，2~3 年产能达 10 万吨，EPS 约增厚 0.20 元

公司 2010 年初通过配股方式融资启动铅冶炼项目，铅冶炼系统技改扩建工程项目完工后，公司的铅冶炼产能将达到 10 万吨/年，将有效扩大铅产能，丰富和优化产品结构。目前公司铅冶炼技术一流，但由于项目尚未完全达产，预计今年铅锭产量仅为 1 万吨，未来 2~3 年将陆续达到公司设计产能，EPS 约增厚 0.20 元。

➤ 环保问题定会解决，再融资计划仍会启动

今年 8 月底环保部终止对公司的环保核查公司，主要是为个旧的锡冶炼存在二氧化硫排放不达标问题，湖南郴州冶炼厂及屋场坪锡矿 1500t/d 采选工程的废渣堆放和排水存在。目前公司已经提交了完整的整改方案，环保问题未来定会解决，存在的问题对公司整体产量、业绩影响不大。公司未来仍有再融资计划，以扩大企业生产经营规模。

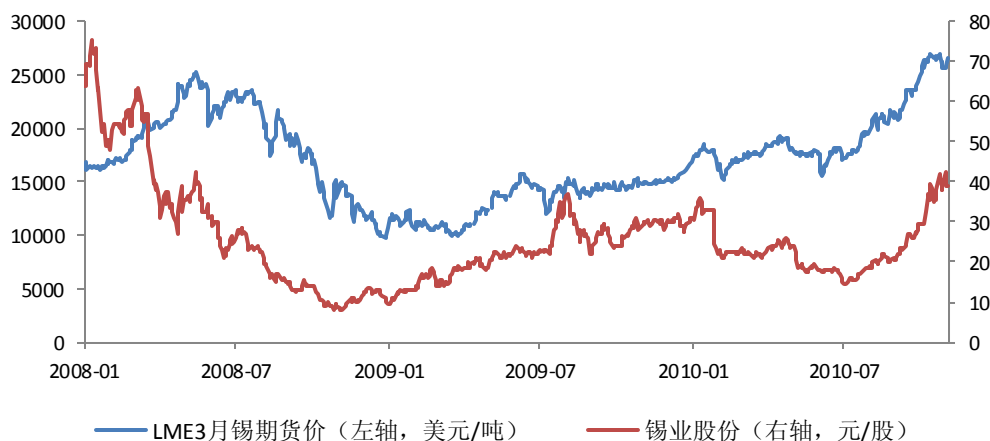
四、盈利预测与投资建议

公司是上市公司中唯一的锡生产企业，锡业龙头地位确定。随着下游电子行业对锡需求的增加，公司将全面受益于未来锡价上涨，伴随未来铅产品产能扩张完成，公司业绩将全面提升，预计公司 2010~2012 年三年营业收入复合增长率达到 20%，利润大幅提高，复合增长率达到 46%，EPS 分别为 0.52、0.87、1.11 元，首次给予公司“推荐”评级。由于锡金属的生产集中性，公司应享有一定估值溢价，和较高的估值弹性，按照公司 2011 年 55 倍~65 倍市盈率估计，合理目标价格为 47.85-56.55 元。

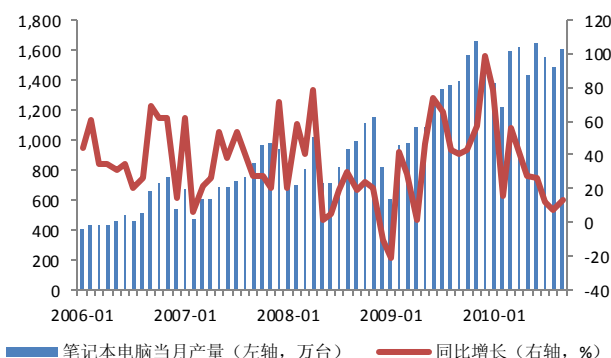
五、风险提示

1) 下游电子产品需求放缓；2) 海外锡产能扩大；3) 出口退税降低。

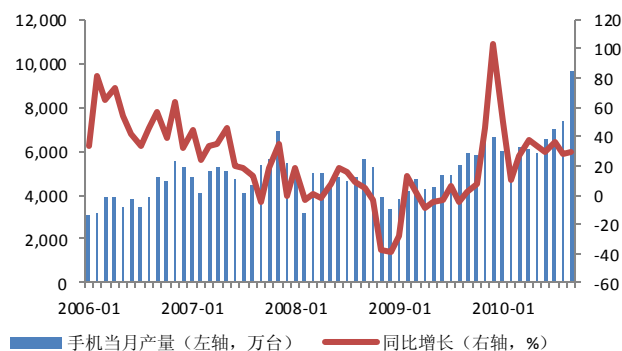
图 1: LME 锡价走势与股价对比，相关程度较为明显



资料来源：公司资料，民生证券研究所

图 2: 笔记本电脑产量增长明显


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 手机产量稳定在 30%左右增长


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

表 1: 未来三年产品收入预测, 收入符合增长率达 20%

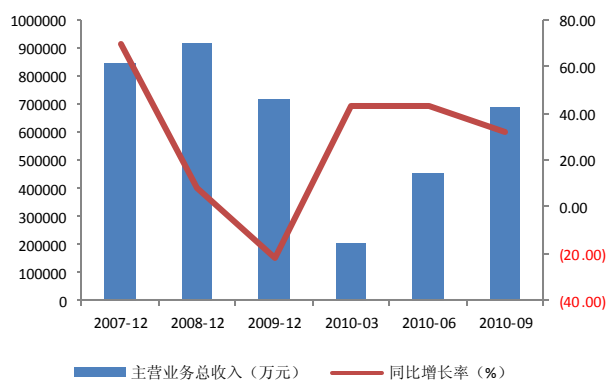
	2009	2010E	2011E	2012E
产品一: 锡锭				
销售收入 (万元)	391014.93	580000	700000	800000
增速 (%)	21.71	48.33	20.69	14.29
毛利率 (%)	11.52	12.00	14.00	14.00
产品二: 锡材				
销售收入 (万元)	134344.84	207070	245000	285000
增速 (%)	-44.71	54.13	18.32	16.33
毛利率 (%)	5.57	15.00	17.00	17.00
产品三: 锡化工				
销售收入 (万元)	75,772.47	105600	125000	140000
增速 (%)		39.36	18.37	12.00
毛利率 (%)	9.02	8.00	10.00	11.00
产品四: 其他				
销售收入 (万元)	93,966.50	115000	150000	220000
增速 (%)		22.38	30.43	46.67
毛利率 (%)	28.86	29.00	30.00	30.00
销售收入 (万元)	695098.74	1007670	1220000	1445000
销售成本 (万元)	608598.13	865212	1022850	1203150
毛利率 (%)	12.44	14.14	16.16	16.74

资料来源: 民生证券研究所

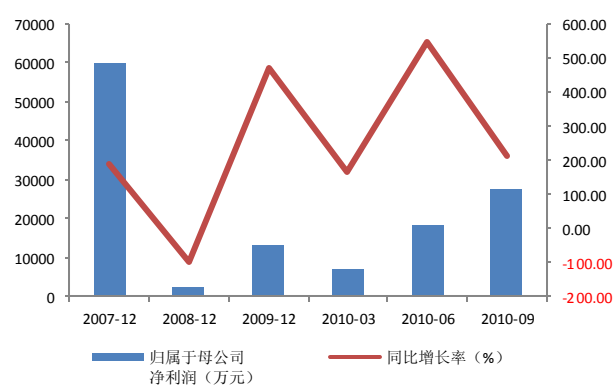
表 2: 相对估值

公司名称	股价 11-5	EPS					PE			PB	
		2009	2010E	2011E	2012E	TTM	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
江西铜业	45.32	0.78	1.25	1.59	1.90	40.74	36.20	28.51	23.79	5.86	8.34
铜陵有色	29.27	0.47	0.62	0.73	0.87	58.76	47.39	39.83	33.46	4.93	4.76
云南铜业	29.13	0.30	0.39	0.91	1.17	33.23	73.83	31.91	24.95	10.91	3.51
驰宏锌锗	30.01	0.28	0.47	0.76	0.96	65.64	63.17	39.67	31.18	11.35	4.43
西部矿业	19.31	0.25	0.50	0.69	0.83	42.51	38.98	28.00	23.35	3.49	4.76
南山铝业	11.73	0.50	0.43	0.57	0.71	31.67	27.00	20.51	16.50	2.60	7.60
焦作万方	26.90	0.40	0.95	1.19	1.38	29.76	28.46	22.65	19.48	7.38	4.81
吉恩镍业	31.23	0.16	0.35	0.67	0.90	57.56	87.96	46.88	34.72	8.36	4.39
平均		0.39	0.62	0.89	1.09	44.98	50.38	32.25	25.93	6.86	5.32
锡业股份	40.35	0.21	0.52	0.87	1.11	100.15	100.38	60.00	47.03	7.82	5.27

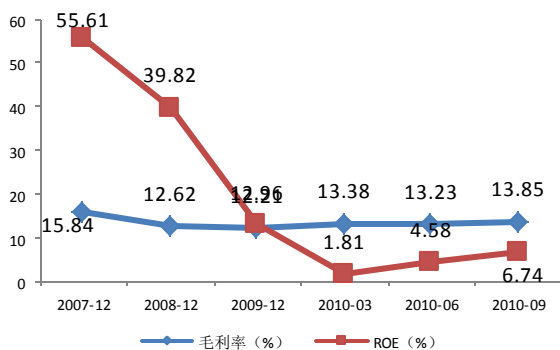
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 4: 销售收入今年恢复迅速


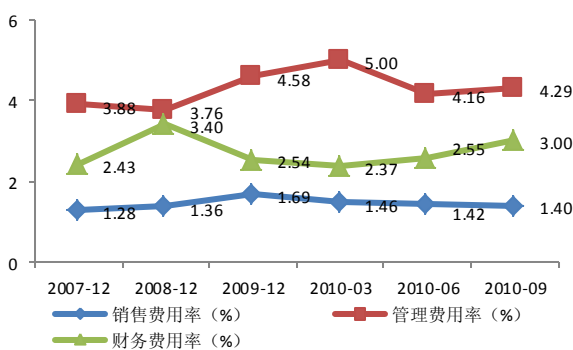
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 5: 今年净利润增加明显


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 6: 今年以来净利率提高明显


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 7: 三项费用率保持稳定


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	7155	10077	12200	14450
减：营业成本	6281	8652	10229	12032
营业税金及附加	43	50	61	72
销售费用	121	161	195	231
管理费用	328	453	561	665
财务费用	182	244	290	358
资产减值损失	61	10	20	20
加：投资收益	-2	0	0	0
二、营业利润	138	506	844	1072
加：营业外收支净额	21	0	0	0
三、利润总额	158	506	844	1072
减：所得税费用	27	86	143	182
四、净利润	131	420	700	890
归属于母公司的利润	134	420	700	890
五、基本每股收益 (元)	0.21	0.52	0.87	1.11
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	37.26	26.65	21.79
成长能力:				
营业收入同比	-21.9%	40.8%	21.1%	18.4%
营业利润同比	-1155.0%	267.6%	66.9%	27.1%
净利润同比	510.5%	219.3%	66.9%	27.1%
营运能力:				
应收账款周转率	22.64	24.60	19.74	18.07
存货周转率	3.70	5.30	5.81	6.37
总资产周转率	1.00	1.29	1.43	1.60
盈利能力与收益质量:				
毛利率	12.2%	14.1%	16.2%	16.7%
净利率	1.9%	4.2%	5.7%	6.2%
总资产净利率 ROA	1.8%	5.4%	8.2%	9.9%
净资产收益率 ROE	5.2%	14.2%	18.9%	21.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.03	1.26	1.43	1.72
资产负债率	65.3%	59.9%	59.8%	57.8%
长期借款/总负债	30.2%	33.7%	35.0%	38.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.52	0.87	1.11
每股经营现金流量	0.57	0.64	0.56	1.09
每股净资产	3.20	4.17	5.05	5.53

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	268	312	430	468
应收票据	389	605	732	867
应收账款	315	504	732	867
预付账款	196	504	732	867
其他应收款	40	101	98	101
存货	1776	2028	2169	2369
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2985	4053	4892	5538
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3177	3208	3229	3145
在建工程	625	525	375	175
无形资产	466	419	372	326
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	4416	4152	3976	3646
资产总计	7402	8205	8869	9185
短期借款	2095	2322	2578	2398
应付票据	0	0	0	0
应付账款	287	692	614	602
预收账款	97	138	153	180
其他应付款	34	50	50	20
应交税费	-166	18	19	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2885	3220	3414	3220
长期借款	1458	1658	1858	2058
其他非流动负债	35	35	35	35
非流动负债合计	1493	1693	1893	2093
负债合计	4832	4914	5307	5313
股本	651	802	802	802
资本公积	670	670	670	670
留存收益	1252	1871	2572	2962
少数股东权益	2	2	2	2
所有者权益合计	2569	3345	4046	4436
负债和股东权益合计	7402	8259	9353	9749
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	453	511	453	876
投资活动现金流量	-642	-100	-50	100
筹资活动现金流量	118	532	616	662
现金及等价物净增加	-71	120	218	238

分析师简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业、贵研铂业等。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。