

有色金属冶炼 II

锡业股份 (000960. SZ) / 39.15 元

世界锡行业巨头，尽享行业景气

事 项

2011 年 2 月 17 日，我们在锡业股份公司进行了实地调研。

主要观点

- 2010 年由于锡金属全球短缺 2.2 万吨，导致锡价上涨 59%。根据国际锡研究小组 (ITRI) 的估计，2011 年全球需求同比增长约 13%，至 36 万吨左右。同时受恶劣天气和政府限令的影响，世界第二大锡生产大国--印尼持续减产，难以恢复。这将导致供需缺口继续扩大。随着全球需求的持续增加，矿品位的下降，预计 2012 年新供给的出现有可能低于预期，所以未来锡价维持高位是大概率事件。作为全球最大的锡生产商—锡业股份（据 ITRI 估计，年产量约 6 万吨，其中自产 1.8 万吨），将是锡价上涨的绝对受益者。
- 公司产品逐步向锡材和锡化工两个深加工领域扩展：公司现有锡材产能为 2.5 万吨，2010 年产量约 1.6 万吨；锡化工产能为 2.4 万吨，2010 年产量约 1.9 万吨。随着全球经济的复苏，预计公司锡材和锡化工的产量将稳步提高。
- 锡是稀有金属，且不可再生。为保证持续发展，公司制定了多元化发展的战略，主要包括 10 万吨铅冶炼和 10 万吨铜冶炼两个项目：
 - 10 万吨铅冶炼项目 2010 年底已完成试车，2011 年将投产，预计公司 2011 年铅产量为 4 万吨，以后有可能会根据市场情况进行增产。公司目前铅资源储量 38 万吨，年产铅精矿 2 万，全部自用。
 - 10 万吨铜冶炼项目目前处于基础建设阶段。后续工程需通过其它渠道融资完成。公司目前铜资源储量 57 万吨，年产铜精矿 1-2 万吨，全部外售。
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.36 元，0.59 元，0.64 元，对应 PE 为 108，67，61 倍。我们认为公司业绩将长期受益于锡价格上涨。首次关注，给予推荐评级。

风险提示

- 公司锡精矿自给率不足 40%，原料严重依赖外购。若锡精矿价格的波动未能及时传导到下游产品，会严重影响公司的生产成本。
- 公司目前尚处于环保整改中。虽然整改合格是大概率事件，但具体时间还不能确定，这将影响到公司新建铜冶炼项目的进度。

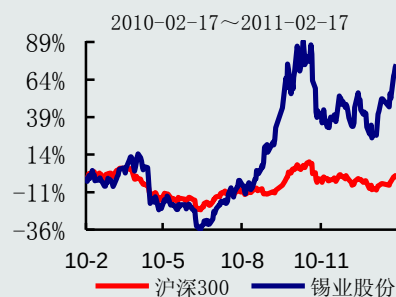
证券分析师：高利
 执业编号：S0360209120018
 联系人：张雪川 何杰
 Tel：0755-82828521
 Email：hejie@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	82411
流通 A 股/B 股(万股)	45602/0
资产负债率(%)	61.14
每股净资产(元)	5.12
市盈率(倍)	116.70
市净率(倍)	7.65
12 个月内最高/最低价	45.5/14.06

市场表现对比图 (近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2985	3157	4157	5330
现金	268	364	1160	1915
应收账款	315	356	380	429
其它应收款	40	54	63	63
预付账款	196	197	225	269
存货	1776	1771	1965	2174
其他	389	413	364	481
非流动资产	4416	4239	4080	3899
长期投资	0	2	1	1
固定资产	3177	3326	3327	3238
无形资产	466	443	415	390
其他	774	468	337	271
资产总计	7402	7396	8237	9229
流动负债	2885	770	711	772
短期借款	2095	164	0	0
应付账款	287	253	298	329
其他	502	353	413	443
非流动负债	1947	2484	2985	3571
长期借款	1458	1968	2496	3073
其他	489	516	489	498
负债合计	4832	3254	3697	4343
少数股东权益	2	52	81	113
股本	651	801	801	801
资本公积金	670	1805	1805	1805
留存收益	1252	1489	1858	2172
归属母公司股东权益	2567	4090	4459	4773
负债和股东权益	7402	7396	8237	9229

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	453	672	631	489
净利润	131	340	499	548
折旧摊销	150	163	171	174
财务费用	182	201	158	167
投资损失	2	-1	-1	0
营运资金变动	-78	-92	-206	-373
其它	66	60	10	-27
投资活动现金流	-642	13	18	18
资本支出	659	0	0	0
长期投资	0	-1	1	-0
其他	17	12	19	18
筹资活动现金流	118	-588	146	247
短期借款	-608	-1931	-164	0
长期借款	858	510	528	577
普通股增加	0	151	0	0
资本公积增加	0	1135	0	0
其他	-132	-453	-218	-330
现金净增加额	-71	96	795	755

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7155	8203	9340	10030
营业成本	7015	7079	8079	8690
营业税金及附加	43	42	50	55
营业费用	121	124	144	156
管理费用	328	334	334	333
财务费用	182	201	158	167
资产减值损失	61	33	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	1	1	-0
营业利润	138	391	571	624
营业外收入	31	35	27	31
营业外支出	10	11	12	11
利润总额	158	415	587	644
所得税	27	75	88	97
净利润	131	340	499	548
少数股东损益	-3	50	29	32
归属母公司净利润	134	291	469	516
EBITDA	469	756	901	966
EPS（元）	0.21	0.36	0.59	0.64

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-21.9%	14.6%	13.9%	7.4%
营业利润	954.9%	184.5%	45.8%	9.4%
归属母公司净利润	471.1%	116.3%	61.4%	9.9%
获利能力				
毛利率	2.0%	13.7%	13.5%	13.4%
净利率	1.9%	3.5%	5.0%	5.1%
ROE	5.2%	7.1%	10.5%	10.8%
ROIC	3.9%	7.4%	9.4%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	65.3%	44.0%	44.9%	47.1%
净负债比率	82.64%	71.78%	74.85%	77.78%
流动比率	1.03	4.10	5.84	6.91
速动比率	0.41	1.69	2.93	4.00
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.11	1.19	1.15
应收账款周转率	23	24	25	25
应付账款周转率	23.36	26.23	29.33	27.71
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.36	0.59	0.64
每股经营现金	0.57	0.84	0.79	0.61
每股净资产	3.20	5.10	5.56	5.96
估值比率				
P/E	189.57	107.96	66.87	60.86
P/B	9.92	7.67	7.04	6.57
EV/EBITDA	78	48	40	38

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801