

## 信心之旅

公司简报

### ◆事件:

印尼贸易部 11 月锡出口仅 464.98 吨, 同比下降 91%, 较 10 月锡出口 6989.04 吨, 环比下降 93.35%。受印尼 11 月锡出口大幅下降影响, 12 月 30 日 LME 锡价大涨 2.52%。

### ◆点评:

**1、印尼出口新规有望改善锡供给, 提振锡价:** 印尼锡出口占全球锡供应 30% 左右, 2013 年 7 月印尼贸易部规定出口锡锭及其他精炼产品品味不得低于 99.9%, 且国内出口锡产品必须在 ICDX 交易备案后出口, 印尼政府着手控制国内锡出口。2014 年 11 月印尼贸易部再次实施锡出口新规, 把锡出口产品分类扩大到四类, 且要求出口企业获得相应的出口执照, 并对品味、包装、尺寸等做出相应规定。随着印尼贸易部锡出口新规, 印尼锡出口供给进一步得到控制, 有望改善全球锡供给格局, 提振锡价。

**2、锡业新管理层剥离亏损资产, 专注主业:** 上届管理层把公司定位为锡、铅、铜多金属发展战略, 铅、铜项目上马虽然丰富公司产品线, 但庞大的再融资不仅给公司带来沉重的债务负担, 同时由于冶炼项目低毛利对整体业绩造成拖累影响。新一届管理层上台, 主动进行战略收缩, 对部分亏损产品停产、停止或暂缓无边际贡献的投资项目, 改善公司经营业绩。

**3、收购华联锌铜优质资产, 构筑锡、铜多金属资源平台:** 华联锌铜资源储量 6946.47 吨, 锡储量 27.85 万吨, 锌金属储量 315.48 万吨, 铜金属储量 2.91 万吨。收购华联锌铜增强锡主业的资源自给率, 同时铜资源储量位居全国第一, 占全球铜储量近 30%, 收购完成后公司确立以锡、铜为主的多金属资源平台。2014~2016 年业绩承诺 4.29 亿元、5.13 亿元、5.90 亿元。

### ◆盈利预测、投资评级和估值

不考虑收购华联锌铜对业绩的贡献, 我们预测 2014 年~2016 年每股收益 0.29 元、0.35 元、0.57 元, 对应当前股价市盈率 58 倍、48 倍、30 倍, 维持买入评级, 目标价 20 元。

### ◆风险提示:

锡价大幅下跌

### 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	16,268	21,922	23,409	25,831	28,872
营业收入增长率	26.69%	34.75%	6.78%	10.35%	11.77%
净利润(百万元)	35	-1,341	338	406	665
净利润增长率	-95.09%	-3984.61%	-125.23%	19.91%	64.06%
EPS(元)	0.03	-1.15	0.29	0.35	0.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.67%	-19.00%	4.43%	5.11%	7.85%
P/E	420	-11	43	36	22
P/B	3	2	2	2	2

## 买入(维持)

当前价/目标价: 17.40/20.00 元

目标期限: 6 个月

### 分析师

李伟峰 (执业证书编号: S0930514050002)

021-22169122

[liweifeng@ebscn.com](mailto:liweifeng@ebscn.com)

### 市场数据

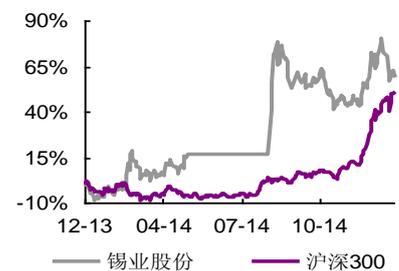
总股本(亿股): 11.51

总市值(亿元): 200.31

一年最低/最高(元): 9.51/19.53

近 3 月换手率: 85.95%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-19.47	-39.99	8.32
绝对	3.62	1.26	58.68

### 相关研报

进退有据, 突出主业

..... 2014-08-04

业绩拐点, 看好下半年锡价上涨投资机会

..... 2014-07-22

## 1、印尼出口新规有望改善锡供应格局

以2013年为例，全球精炼锡产量35.34万吨，印尼出口精炼锡9.16万吨，占比25.92%。印尼锡出口对全球锡供给格局影响较大。

2013年7月，印尼贸易部规定自2013年7月1日起，出口锡锭及其他精炼产品在纯度上不得低于99.9%，并将锡锭出口纳入ICDX交易所管理，印尼政府开始着手控制国内精炼锡出口。但从印尼政府的锡出口管制效果并不明显，为了进一步控制国内锡出口以及堵上出口漏洞，印尼贸易部出口锡出口新规，新规规定锡出口产品种类从过去的两种扩大到四种，要求出口企业获得相应的出口执照，对精锡设置了最低纯度（锡锭99.9%、其它形状纯锡99.93%）；对焊料设置了最高纯度（99.8%），其它产品（96%）；并对出口标签、包装、尺寸、锡锭与焊料的形状均做出了规定。2014年11月新规定正式实施，另外2015年1月起锡焊料出口也将纳入ICDX交易所交易后 方能出口，将进一步控制印尼锡出口。

表1：印尼锡出口政策梳理

政策名称	内容	实施时间	发布部门
锡出口新规	新规则把锡产品的分类从过去的两种扩大到四种，要求出口企业获得相应的出口执照，对精锡设置了最低纯度（锡锭99.9%、其它形状纯锡99.93%）；对焊料设置了最高纯度（99.8%），其它产品（96%）；并对出口标签、包装、尺寸、锡锭与焊料的形状均做出了规定。注册出口商必须在2015年3月1日前重新申办新规出口许可。	2014/11/1	贸易部
印尼国会和能矿部最终协定	印尼国会和能矿部达成最终协定，将于2014年1月12日开始禁矿	2014/1/12	国会和能矿部
《关于通过加工和提炼提高矿产附加值》第二次修订的部长条例	印尼能矿部颁布法案修改条例。印尼能源及矿产资源部颁布了2013年第20号关于对《能矿部部长条例7/2012号--关于通过加工和提炼提高矿产附加值》第二次修订的部长条例。该条例提到禁止原矿出口。		能矿部
2013年第32号部长条例	对精锡出口产品的规格进行限制，所有锡锭出口纳入统一交易平台，要求必须在ICDX交易之后方可出口。自2015年1月开始出口锡焊料需经由本地平台交易	2015/1/1	贸易部
印尼上调锡出口最低纯度标准	印度尼西亚贸易部部长Gita Wirjawan签发了一项新命令，规定自2013年7月1日起，出口的锡锭及其他精炼产品在纯度上不得低于99.9%，这一纯度标准高于目前的99.85%。此外，锡焊料出口也被纳入贸易部于2014年1月1日起实施的出口许可体系中。	2013/7/1	贸易部
	印尼政府将允许最低含锡量为63%和最高含铅量为35%的焊锡出口，该规定将于2013年1月1日生效。	2013/1/1	贸易部

资料来源：光大证券研究所整理

根据印尼贸易部公布的最新数据，2014年11月印尼锡出口仅464.98吨，同比下降91%，较10月锡出口6989.04吨，环比下降93.35%。受印尼11月锡出口大幅下降影响，12月30日LME锡价大涨2.52%。

表2：印尼锡出口月度数据

月份	精炼锡（吨）	同比（%）
2013年1月	9154.71	70
2013年2月	8354.49	0.4
2013年3月	9295.7	8

2013年4月	7853.09	4.9
2013年5月	9242.05	17.4
2013年6月	11111.38	15
2013年7月	6465.95	-22.1
2013年8月	6524.73	16
2013年9月	785.99	-92
2013年10月	4069.77	-63.2
2013年11月	5192.86	-34.6
2013年12月	13562.03	56.1
合计	91612.75	
2014年1月	4,612.56	-49.6%
2014年2月	5,997.46	-28.2%
2014年3月	5,847.48	-37.1%
2014年4月	5,219.33	-33.5%
2014年5月	12,778.81	38.3%
2014年6月	12,376.79	11.4%
2014年7月	7,645.20	18.2%
2014年8月	3,594.92	-44.9%
2014年9月	5,441.55	592.3%
2014年10月	6,989.04	71.7%
2014年11月	464.98	-91.0%
2014年12月		
合计		

资料来源：印尼贸易部；光大证券研究所

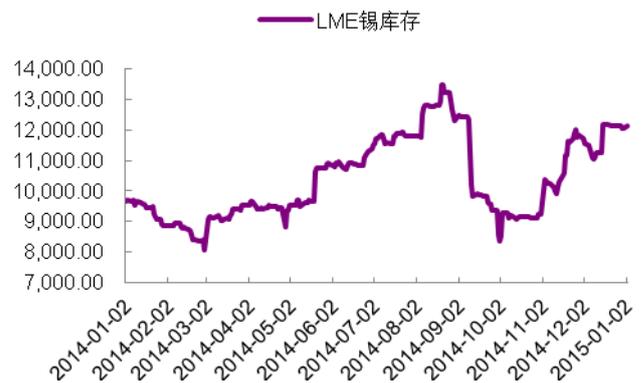
我们认为随着印尼锡出口新规的逐步推进，印尼锡出口数量有望得到控制，将进一步改善全球锡供给格局，有望提振锡价企稳回升。

图 1: LME 锡价走势



资料来源：WIND 资讯，光大证券研究所

图 2: LME 锡库存变化



## 2、新管理层剥离亏损资产，专注资源主业

### 2.1、新管理层重塑形象，剥离亏损资产

上一届管理层把公司定位为锡、铅、铜多金属发展战略，铅、铜冶炼项目上马虽然丰富公司产品线，但庞大的再融资不仅给公司带来沉重的债务负担，同时由于冶炼项目低毛利对整体业绩造成拖累影响。

近三年公司银行贷款一直保持在 100 亿以上，财务费用高达 6 个亿左右，高额的财务支出拖累公司经营业绩。

新一届管理层上台，主动进行战略收缩，对部分亏损产品停产、停止或暂缓无边际贡献的投资项目。

2014 年 8 月，公司公告将 10 万吨铅冶炼资产转让出售给控股股东云锡控股，我们预计铅冶炼资产剥离将为公司每年减亏 2 个亿左右。随着亏损资产的剥离，公司有望轻装上阵。

表 3：铅冶炼业务经营情况

单位：万元	2011A	2012A	2013A
铅业务营收	73064.34	117044.52	85222.06
铅业务毛利	-18380.61	-1627.06	-10826.4

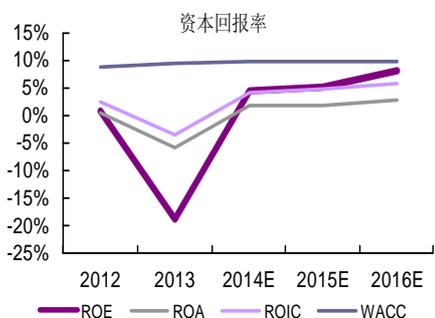
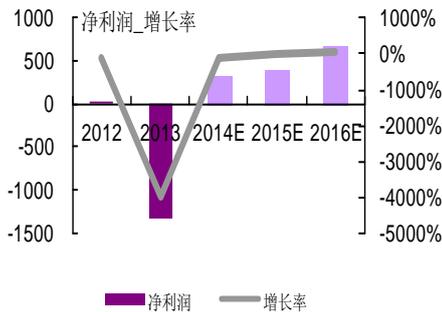
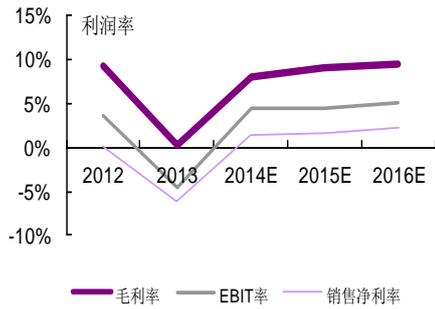
资料来源：Wind；光大证券研究所

### 2.2、收购华联锌铟优质资产，专注锡、铟资源主业

华联锌铟拥有八个矿权，其中仅铜曼矿区资源储量分别为铟金属 6946.47 吨，锡金属储量 27.85 万吨，锌金属储量 315.48 万吨，铜金属储量 2.91 万吨，铟、锡、锌储量分别居全国第一、全国第三、云南省第三。

2013 年华联锌铟净利润 2.87 亿元，同比增长 110.98%。根据预案，华联锌铟 75.74% 股权预估值 37.49 元，每股价格 17.68 元，对应 2013 年市盈率 17 倍，我们认为交易价格相对合理，同时华联锌铟盈利能力较强（2014 年~2016 年业绩承诺分别为 42907.47 万元、51293.96 万元、58988.69 万元）有望为公司未来业绩增长提供新的动力。

通过收购华联锌铟，公司不仅进一步增强锡主业的资源自给率，同时标的资产铟资源储量位居全国第一，占全球铟储量近 30%，收购完成后公司将确立以锡、铟为主的多金属资源发展平台。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>16,268</b>	<b>21,922</b>	<b>23,409</b>	<b>25,831</b>	<b>28,872</b>
营业成本	14,746	21,873	21,541	23,499	26,106
折旧和摊销	290	522	1,130	1,152	1,171
营业税费	47	29	95	105	117
销售费用	183	202	304	335	375
管理费用	519	600	640	706	790
财务费用	567	675	696	685	682
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	-25	4	28	0	0
<b>营业利润</b>	<b>12</b>	<b>-1,655</b>	<b>380</b>	<b>501</b>	<b>802</b>
<b>利润总额</b>	<b>42</b>	<b>-1,571</b>	<b>423</b>	<b>501</b>	<b>802</b>
少数股东损益	6	4	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>34.51</b>	<b>-1,340.66</b>	<b>338.26</b>	<b>405.62</b>	<b>665.46</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>23,445</b>	<b>22,658</b>	<b>23,382</b>	<b>23,601</b>	<b>24,142</b>
流动资产	13,190	10,216	12,154	13,292	14,770
货币资金	1,407	2,290	3,511	3,875	4,331
交易型金融资产	4	13	13	13	13
应收帐款	366	348	665	734	820
应收票据	1,063	759	468	517	577
其他应收款	206	502	304	310	318
存货	9,457	6,049	6,156	6,716	7,461
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	3	3	3
固定资产	6,892	10,528	9,847	9,081	8,261
无形资产	428	596	566	538	511
<b>总负债</b>	<b>18,290</b>	<b>15,569</b>	<b>15,685</b>	<b>15,587</b>	<b>15,573</b>
无息负债	1,488	1,361	1,905	2,000	2,131
有息负债	16,802	14,209	13,780	13,587	13,442
<b>股东权益</b>	<b>5,155</b>	<b>7,088</b>	<b>7,697</b>	<b>8,014</b>	<b>8,570</b>
股本	907	1,151	1,165	1,165	1,165
公积金	2,626	5,658	5,925	5,966	6,033
未分配利润	1,608	264	568	825	1,297
少数股东权益	28	32	54	74	92

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>277</b>	<b>2,184</b>	<b>2,335</b>	<b>1,583</b>	<b>1,643</b>
净利润	35	-1,341	338	406	665
折旧摊销	290	522	1,130	1,152	1,171
净营运资金增加	4,869	-2,645	357	1,043	1,348
其他	-4,917	5,648	510	-1,017	-1,541
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4,597</b>	<b>-2,458</b>	<b>-238</b>	<b>-233</b>	<b>-233</b>
净资本支出	-4,595	-2,458	-233	-233	-233
长期投资变化	0	0	-3	0	0
其他资产变化	-2	0	-2	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>4,356</b>	<b>1,165</b>	<b>-876</b>	<b>-986</b>	<b>-954</b>
股本变化	0	245	14	0	0
债务净变化	6,586	-2,594	-428	-194	-145
无息负债变化	388	-128	544	95	130
<b>净现金流</b>	<b>32</b>	<b>882</b>	<b>1,222</b>	<b>363</b>	<b>456</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	26.69%	34.75%	6.78%	10.35%	11.77%
净利润增长率	-95.09%	-3984.61%	-125.23%	19.91%	64.06%
EBITDA/EBITDA 增长率	-38.75%	-151.78%	-571.12%	7.28%	13.61%
EBIT/EBIT 增长率	-50.15%	-263.35%	-206.43%	13.10%	25.23%
<b>估值指标</b>					
PE	420	-11	43	36	22
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	33	-64	13	12	11
EV/EBIT	48	-30	27	24	19
EV/NOPLAT	51	-35	32	28	22
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	9.36%	0.22%	7.98%	9.03%	9.58%
EBITDA 率	5.49%	-2.11%	9.31%	9.05%	9.20%
EBIT 率	3.71%	-4.49%	4.48%	4.59%	5.14%
税前净利润率	0.26%	-7.17%	1.81%	1.94%	2.78%
税后净利润率 (归属母公司)	0.21%	-6.12%	1.44%	1.57%	2.30%
ROA	0.17%	-5.90%	1.54%	1.81%	2.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.67%	-19.00%	4.43%	5.11%	7.85%
经营性 ROIC	2.50%	-3.76%	4.16%	4.67%	5.74%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.84	0.76	0.96	1.06	1.18
速动比率	0.24	0.31	0.48	0.53	0.58
归属母公司权益/有息债务	0.31	0.50	0.55	0.58	0.63
有形资产/有息债务	1.36	1.52	1.65	1.69	1.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.03	-1.15	0.29	0.35	0.57
每股红利	0.02	0.00	0.09	0.11	0.18
每股经营现金流	0.24	1.87	2.00	1.36	1.41
每股自由现金流(FCFF)	-7.23	0.06	1.04	0.76	0.73
每股净资产	4.40	6.06	6.56	6.81	7.28
每股销售收入	13.96	18.81	20.09	22.17	24.78

资料来源：光大证券、上市公司

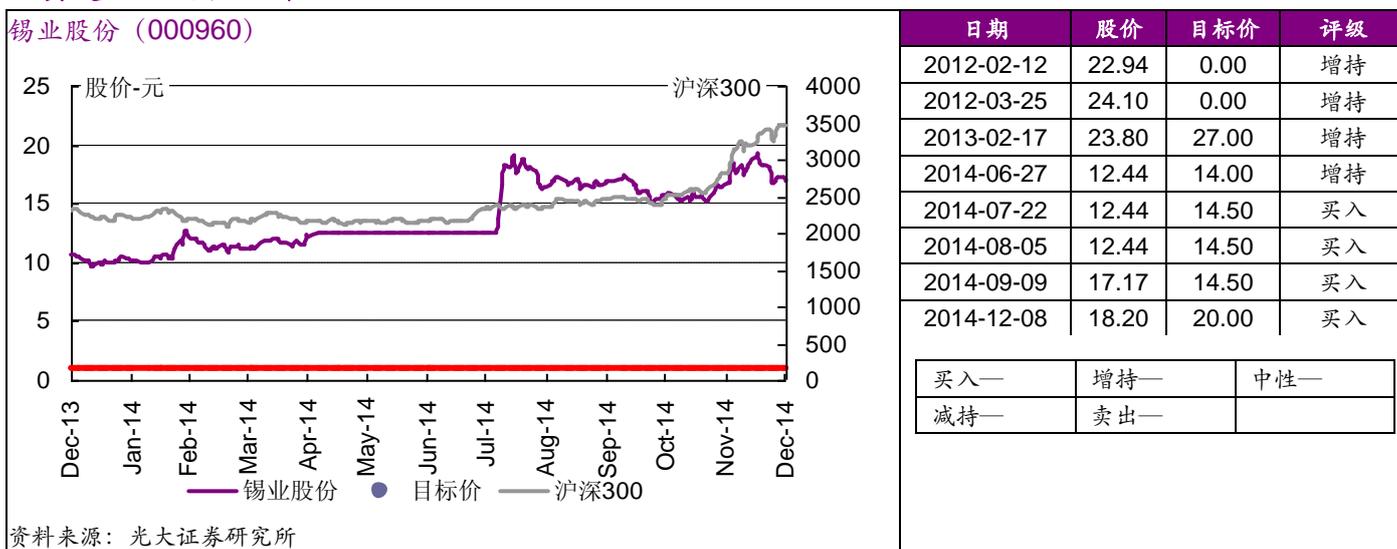
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

李伟峰，中国人民大学宏观经济研究所经济学硕士，中南大学冶金工程学院工学学士，曾在亚洲铝业（中国）有限公司从事研发工作，2011年从事有色金属行业研究，2014年加盟光大证券，2014年度金牛奖新材料行业第四名。重点覆盖有色金属、材料加工及新材料等领域。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com