

公司研究/年报点评

2017年04月09日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.54
合理价格区间(元): 14.50~15.95

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

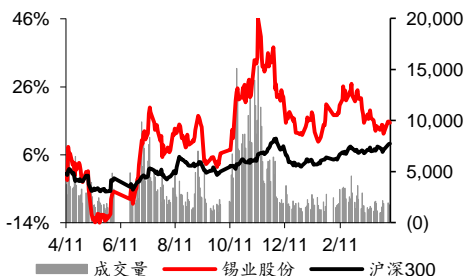
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《锡业股份(000960,增持): 定增过会, 助力锌铟冶炼项目》2017.01
- 2《锡业股份(000960): 主业价格回暖, 产品拓展提升盈利》2016.10
- 3《锡业股份(000960): 严苛补偿方案彰显股东信心》2015.03

股价走势图



资料来源: Wind

立足锡锌资源, 盈利稳步提升

锡业股份(000960)

发布 16 年年报: 业绩略超预期

公司于 4 月 7 日发布 16 年年报, 2016 年实现营业收入 334.29 亿元, 同比增长 7.56%; 归属于母公司股东的净利润为 1.36 亿元, 同比实现扭亏为盈; 对应基本每股收益为 0.09 元。其中第四季度实现营业收入 76.08 亿元, 归属于母公司股东的净利润 0.79 亿元。公司业绩略超此前业绩预告的净利润预期, 16 年公司非经常性损益对利润影响较大, 扣非后归属于母公司股东净利润达到 2.38 亿元, 扣非后 EPS 达到 0.16 元。

非主营拖累利润, 募投项目盈利稳定

公司此前募投项目华联锌铟受益于锌价上涨, 16 年子公司营业收入大 18.41 亿元, 实现净利润 5.86 亿元, 达到利润承诺额, 为公司贡献稳定的盈利。公司报告期内, 营业外支出达 1.77 亿元, 主要因固定资产报废、郴州水毁事件后续支出导致, 同时期货投资等营业外损失也对最终净利润造成一定影响。公司非经常性损益约为 1.02 亿元, 扣非后归属于母公司股东净利润同比增加 4.6 亿元。

定增获审核通过, 锌铟采选冶一体化持续推进

公司 24 亿元的非公开发行股票工作已经于报告期内获得证监会审核通过, 其中主要项目锌铟冶炼技改项目建成后, 预计锌铟年产量将分别达到 10.22 万吨和 87.40 吨。公司子公司华联锌铟矿山资源丰富, 其中铟和锌金属储量分别位居全球第一、云南省第三。公司通过实施矿山建设项目, 有望实现锌铟采选和冶炼一体化, 为后续铟深加工提供充足的原料保障; 同时促进地域产业经济, 实现多元化业务的协同。

锡主业效率逐步提升, 行业龙头地位稳固

根据长江有色数据, 2017 年一季度国内锡锭平均价格为 14.8 万元/吨, 较 16 年一季度的均价 10.5 万元/吨, 同比涨幅约为 41%, 锡产品市场价格持续回升。由于公司通过资产收购、扩建等途径近年来不断提高锡矿自给率, 实现了原料保障力度的提高, 因而锡价上涨有望进一步改善公司锡产品加工业务的盈利水平。

主业盈利持续改善, 维持公司“增持”评级

公司作为锡行业采选加工一体化企业, 受益于金属价格提升和资产重组后的盈利能力增长, 综合实力不断提升。假设 2017 年锡、锌等金属价格保持稳定, 公司矿山和冶炼项目进度符合预期; 预计 2017-2019 年公司营收分别为 357.90、376.10、377.33 亿元, EPS 为 0.29、0.54、0.64 元, 对应当前股价的 PE 为 46、25、21 倍。给予 2017 年估值区间 50-55 倍, 对应公司股价合理区间为 14.50-15.95 元, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 金属价格下跌; 项目推进不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,472
流通 A 股 (百万股)	1,209
52 周内股价区间 (元)	10.08-17.16
总市值 (百万元)	19,932
总资产 (百万元)	28,425
每股净资产 (元)	5.35

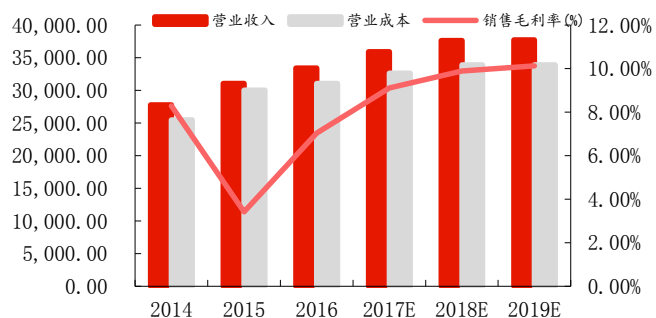
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	31,079	33,429	35,790	37,610	37,733
+/-%	11.91	7.56	7.06	5.09	0.33
净利润 (百万元)	(1,970)	136.12	433.29	794.21	945.39
+/-%	(1,570)	106.91	218.32	83.30	19.04
EPS (元, 最新摊薄)	(1.34)	0.09	0.29	0.54	0.64
PE (倍)	(10.12)	146.43	46.00	25.10	21.08

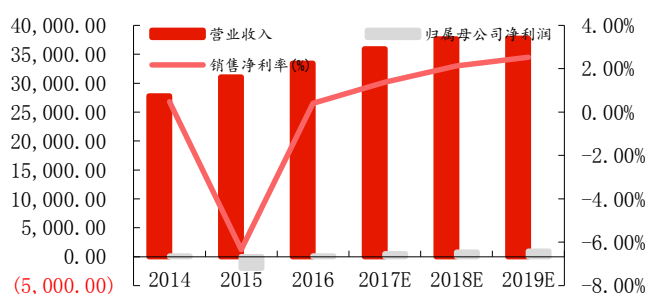
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：公司主营及成本（百万元）



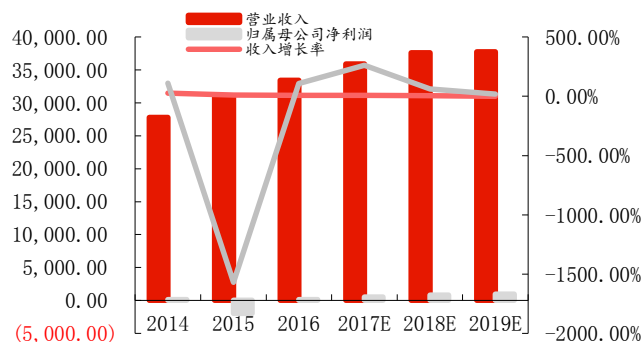
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司收入及归属于母公司净利润（百万元）



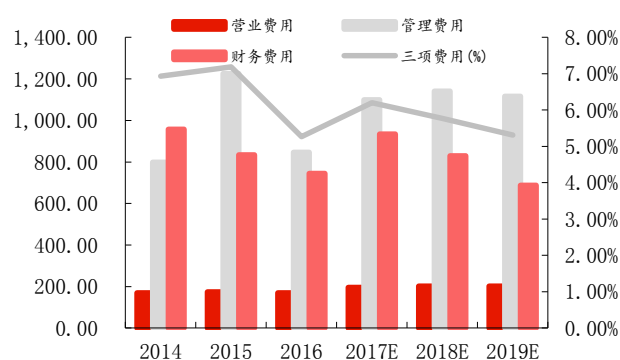
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司营业收入及增长（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

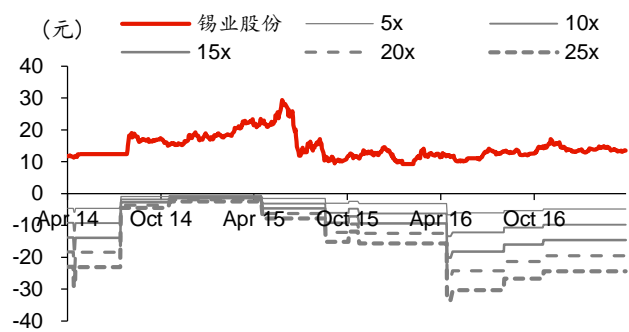
图表4：公司费用构成（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

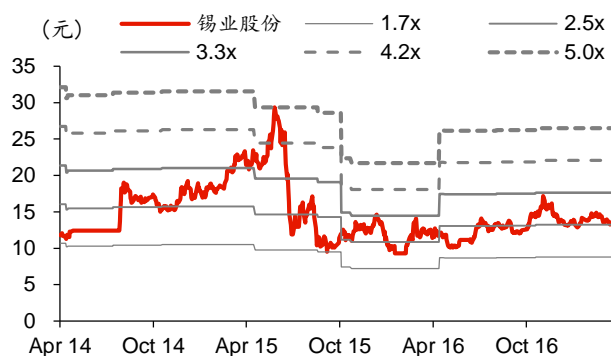
PE/PB - Bands

图表5: 锡业股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 锡业股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,440	8,995	9,821	9,813	9,897
现金	2,846	2,652	2,506	2,611	2,583
应收账款	511.02	820.12	728.08	791.58	806.96
其他应收账款	207.17	456.03	594.53	520.07	555.81
预付账款	198.95	138.25	166.12	174.02	169.78
存货	3,309	3,928	4,534	4,405	4,491
其他流动资产	1,368	1,001	1,293	1,311	1,290
非流动资产	19,138	19,430	18,664	17,804	16,969
长期投资	416.78	415.04	412.57	414.09	413.74
固定投资	12,130	11,879	12,059	11,804	11,332
无形资产	3,682	3,952	3,818	3,682	3,552
其他非流动资产	2,910	3,183	2,374	1,904	1,671
资产总计	27,578	28,425	28,485	27,617	26,865
流动负债	14,276	15,787	15,042	13,197	11,359
短期借款	11,415	12,820	11,919	10,055	8,205
应付账款	923.18	1,295	1,362	1,352	1,384
其他流动负债	1,937	1,672	1,762	1,790	1,770
非流动负债	4,615	3,677	3,922	3,943	3,891
长期借款	1,181	1,027	1,027	1,027	1,027
其他非流动负债	3,434	2,649	2,894	2,915	2,863
负债合计	18,891	19,464	18,964	17,140	15,250
少数股东权益	990.29	1,089	1,216	1,378	1,571
股本	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	6,672	6,673	6,673	6,673	6,673
留存公积	(360.94)	(224.82)	160.38	954.59	1,900
归属母公司股	7,697	7,872	8,305	9,099	10,045
负债和股东权益	27,578	28,425	28,485	27,617	26,865

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,031	1,798	1,386	2,846	2,614
净利润	(1,774)	242.98	559.74	956.22	1,138
折旧摊销	928.55	896.13	797.89	832.97	843.34
财务费用	834.59	744.95	937.08	834.64	694.34
投资损失	(39.98)	40.22	(9.61)	1.94	4.47
营运资金变动	1,651	(1.96)	(1,026)	174.68	(29.72)
其他经营现金	431.04	(124.20)	126.46	45.76	(36.93)
投资活动现金	(553.38)	(1,484)	(17.96)	(41.93)	(43.89)
资本支出	1,828	1,486	(0.24)	0.04	0.02
长期投资	(1,270)	0.00	(7.25)	1.49	0.46
其他投资现金	4.15	1.97	(25.45)	(40.40)	(43.40)
筹资活动现金	(58.35)	(675.14)	(1,514)	(2,699)	(2,598)
短期借款	697.17	1,405	(901.92)	(1,864)	(1,850)
长期借款	(577.51)	(153.85)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	320.83	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(48.43)	0.93	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(450.43)	(1,927)	(612.28)	(835.43)	(748.08)
现金净增加额	1,424	(350.90)	(146.14)	105.32	(28.30)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,079	33,429	35,790	37,610	37,733
营业成本	30,020	31,076	32,632	33,902	33,923
营业税金及附加	60.16	133.02	105.66	117.54	121.12
营业费用	174.33	169.95	194.29	200.98	201.07
管理费用	1,226	846.00	1,095	1,140	1,116
财务费用	834.59	744.95	937.08	834.64	694.34
资产减值损失	279.47	(51.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.49	(9.13)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.98	(40.22)	9.61	(1.94)	(4.47)
营业利润	(1,472)	461.21	835.37	1,413	1,673
营业外收入	55.78	58.51	72.34	64.97	66.35
营业外支出	60.65	176.65	117.42	127.70	132.43
利润总额	(1,477)	343.07	790.29	1,350	1,607
所得税	297.82	100.08	230.55	393.86	468.84
净利润	(1,774)	242.98	559.74	956.22	1,138
少数股东损益	195.55	106.86	126.45	162.01	192.85
归属母公司净利润	(1,970)	136.12	433.29	794.21	945.39
EBITDA	291.40	2,102	2,570	3,080	3,211
EPS (元)	(1.34)	0.09	0.29	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	11.91	7.56	7.06	5.09	0.33
营业利润	(925.41)	131.34	81.13	69.12	18.43
归属母公司净利润	(1,570)	106.91	218.32	83.30	19.04
获利能力 (%)					
毛利率	3.41	7.04	8.82	9.86	10.10
净利率	(6.34)	0.41	1.21	2.11	2.51
ROE	(25.60)	1.73	5.22	8.73	9.41
ROIC	(3.45)	3.74	5.49	7.28	7.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.50	68.47	66.58	62.06	56.76
净负债比率 (%)	71.58	73.73	71.91	68.56	64.79
流动比率	0.59	0.57	0.65	0.74	0.87
速动比率	0.34	0.32	0.34	0.40	0.47
营运能力					
总资产周转率	1.10	1.19	1.26	1.34	1.39
应收账款周转率	60.13	46.23	43.20	45.83	43.76
应付账款周转率	23.52	28.02	24.56	24.98	24.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.34)	0.09	0.29	0.54	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.22	0.94	1.93	1.78
每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.35	5.64	6.18	6.82
估值比率					
PE (倍)	(10.12)	146.43	46.00	25.10	21.08
PB (倍)	2.59	2.53	2.40	2.19	1.98
EV_EBITDA (倍)	113.64	15.75	12.88	10.75	10.31

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com