

强烈推荐-A (上调)

锡业股份 000960.SZ

目标估值: 19.00-20.00 元
 当前股价: 12.62 元
 2017年06月26日

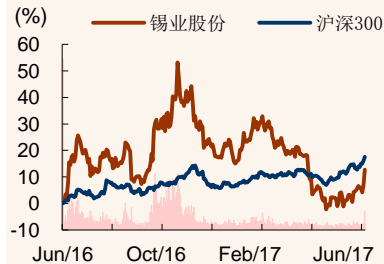
利润大幅改善, 价值被低估

基础数据

上证综指	3185
总股本(万股)	147206
已上市流通股(万股)	120942
总市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	153
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	67.3%
主要股东	云南锡业集团有限责
主要股东持股比例	36.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-11	7
相对表现	-1	-21	-9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘文平
 liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002
 研究助理
 黄昱颖
 huangyuying@cmschina.com.cn

锡: 供需格局大幅改善, 价格中长期看好

2010年以来LME锡库存总体持续下降, 目前接近历史低位, 锡价2016年触底反弹, 一路上涨。未来印尼锡出口乏力, 缅甸锡矿产量高峰将过, 中国在环保检查下产量受限, 关税取消预期出口增加, 锡供应可能持续萎缩。未来锡行业供需格局大幅改善, 锡价中长期看好。

锌: 精炼锌供应紧张, 支撑锌价上涨。

2017年精炼锌供应仍旧偏紧, 预计中国精炼锌供给负增长, 全球供给增长0.6%, 远不及消费正增长1.6%, 全球以及中国精炼锌供应缺口均放大。预计下半年精炼锌供应将持续紧张, 支撑锌锭价格上涨。

锡业股份: 利润明显改善, 估值偏低

锡业股份是全球锡产业龙头, 正借助华联锌铟和定增项目积极延伸锌铟产业链, 同时积极参与债转股, 混改提升未来潜力。公司锡、铟资源储量分别为79万吨和6300吨, 位居全球第一, 锌资源储量424万吨, 位居云南省第三, 铜资源储量120万吨。产能方面, 年产精锡8万吨, 铜10万吨, 锡材2.6万吨, 锡化工2.1万吨, 锌精矿含锌12万吨。2016年受益于锡价底部反弹和华联锌铟业绩贡献, 以及销售费用、管理费用和财务费用分别同比下降2.51%、31.01%和10.74%, 公司强势扭转亏损困境, 盈利稳步增长, 公司未来高利润可期, 目前价值被低估。

盈利预测与估值: 我们预计锡锌价格中长期持续上涨, 锡锌作为云锡股份的两大重要业务板块, 价格上行将使公司盈利状况大幅好转, 加之公司大幅削减管理费用、财务费用等, 因此公司盈利可观。我们预计2017/18/19年公司的归母净利润为8.2/12.0/14.1亿元, 对应EPS为0.55/0.81/0.96元, 2017年22.8倍PE, 高盈利低估值, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 锡锌价格不如预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	31079	33429	35888	36777	37280
同比增长	19%	8%	7%	2%	1%
营业利润(百万元)	(1470)	461	1470	2111	2473
同比增长	-1699%	-131%	219%	44%	17%
净利润(百万元)	(1773)	243	1074	1547	1815
同比增长	-5810%	-107%	499%	46%	18%
每股收益(元)	(1.34)	0.09	0.55	0.81	0.96
PE	-9.4	136.3	22.8	15.6	13.2
PB	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

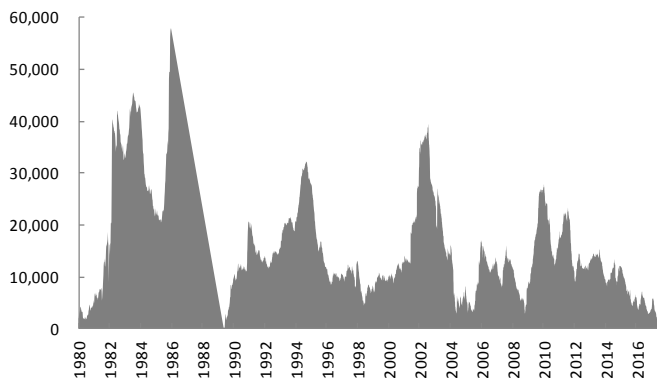
一、供需格局大幅改善，锡价中长期看好

锡库存接近历史低点，2016 年锡价触底反弹。未来印尼锡出口乏力，缅甸锡矿产量高峰将过，中国在环保检查下产量受限，关税取消预期出口增加，锡供应可能持续萎缩。锡供需格局将大幅改善，锡价中长期看好。

1、库存接近历史低点 锡价触底反弹

2010 年以来 LME 锡库存总体持续下降，目前接近历史低位。锡价 2016 年触底反弹，一路上涨，国内锡价受供给侧改革影响，同时有市场需求好转作为支撑。

图 1：LME 锡库存走势（单位：吨）



资料来源：Wind、招商证券

图 2：2013 年至今国内外锡价走势



资料来源：Wind、招商证券

2、国内外供需格局转向短缺 支撑锡价上行

全球精锡供应呈结构性短缺，生产商难以提高锡产量；中国精锡仍旧过剩，幅度下降。

表 1：全球精锡供求平衡表

单位：千吨	2013	2014	2015	2016	2017E
全球产量	341.9	370.2	335.8	341.4	344
全球消费量	349	357.8	345.7	352.7	355.1
全球平衡	-7.1	12.4	-9.9	-11.3	-11.1
全球报告库存量	34.3	39.1	32.2	28.7	23

资料来源：ITRI、CRU、招商证券

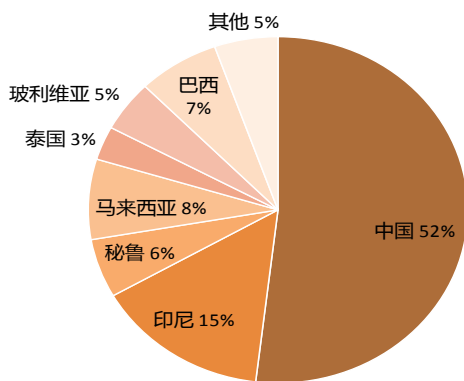
印尼锡出口乏力。2016 年印度受洪水灾害和抑制出口政策影响，锡出口大幅下降。2017 年虽然出口政策相对稳定，但产量增幅可能也不会很大。主要因为印尼 60%是海上开采，目前新资源面积较小，不适合原来的大型采砂船进行开采，锡砂上厚重的沙土移除也有技术难度，私人冶炼厂还需要进一步的投资和技术改进。

缅甸锡矿产量高峰将过。2013 年以来中国从缅甸进口锡矿砂及精砂大幅上升，高品位

低成本矿石冲击中国云南锡产业,致使锡价大幅下跌。而目前缅甸大型露天矿接近枯竭,典型的矿石品位从 3%下降到 1.5%-2%,5%以上的高品位矿石已经比较罕见。保留的地下深部矿开采难度大,再加上政治风险因素影响,缅甸对我国锡供给的冲击或将减小。

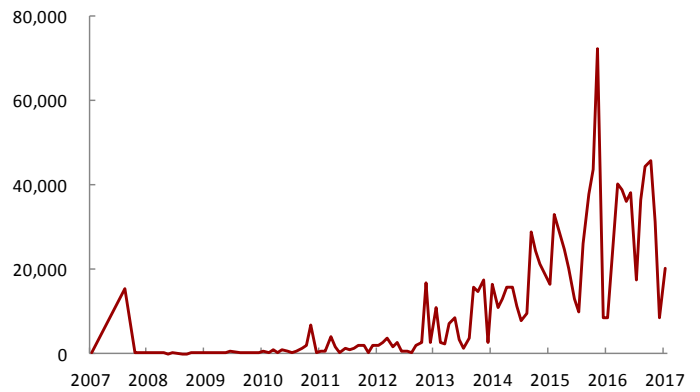
环保检查、关税双重影响下,国内供给或收窄。2015 年中央环保督察机制明确建立后,2016 年 7 月开始陆续展开了第三批中央环保督察,目前受督查省(市区)已经涵盖云南、广西、江西、湖南、内蒙古等精锡主要生产地区。今年 1 月份我国取消了精锡出口关税,3 月份精锡出口开始出现明显增长,5 月份出口精炼锡及锡合金 218 吨,同比增长 57.66%,年初至今同比增长 113.16%。关税取消未来可能改变精锡净进口情况,转变为净出口,促使国内的过剩产量流入海外市场。

图 3: 2016 年各国精炼锡产量全球占比



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 中国从缅甸进口锡矿砂及精矿变化趋势(单位:吨)



资料来源: Wind、招商证券

二、精炼锌供应紧张 支撑锌价上涨

经过 2016 年全球锌精矿供应巨缺 100 万吨之后,锌精矿采选企业陆续复产和投产,但是 2017 年全球锌精矿供应仍旧偏紧。此外,环保严查和资金紧张的压力下,最近三年国内小型锌冶炼企业陆续被淘汰,加之年内株冶停掉一条 10 万吨精炼锌生产线,全年看,中国精炼锌产量预计负增长。2017 年,中国精炼锌供给负增长,全球供给增长 0.6%,远不及消费正增长 1.6%,全球以及中国精炼锌供应缺口均放大。

春节之后,锌供应趋于紧张,令库存急速下降,促使国内外锌市场轮番上演逼仓行情。SHFE 和 LME 锌库存最近 4-5 年持续下降。目前分别创 2009 年 5 月以来次底、2009 年 2 月最低。预计下半年精炼锌供应将持续紧张,支撑锌锭价格上涨。

表 2: 中国锌供需平衡

单位: 万吨	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
产量	450	495	513	553	546	545
进口	65	75	68	65	53	57
出口	1	1	13	10	2	2
表观消费量	514	570	568	609	596	600
实际消耗量	534	583	607	611	632	646
供需平衡	-20	-13	-39	-2	-36	-51

资料来源: SMM、中国海关、招商证券

三、锡业股份：利润明显改善，估值偏低

锡业股份是全球锡产业龙头，借助华联锌铟和定增项目积极延伸锌铟产业链，同时积极参与债转股，混改提升未来潜力。2016 年受益于锡价底部反弹和华联锌铟业绩贡献，公司强势扭转亏损困境，盈利稳步增长，公司未来高利润可期，目前价值被低估。

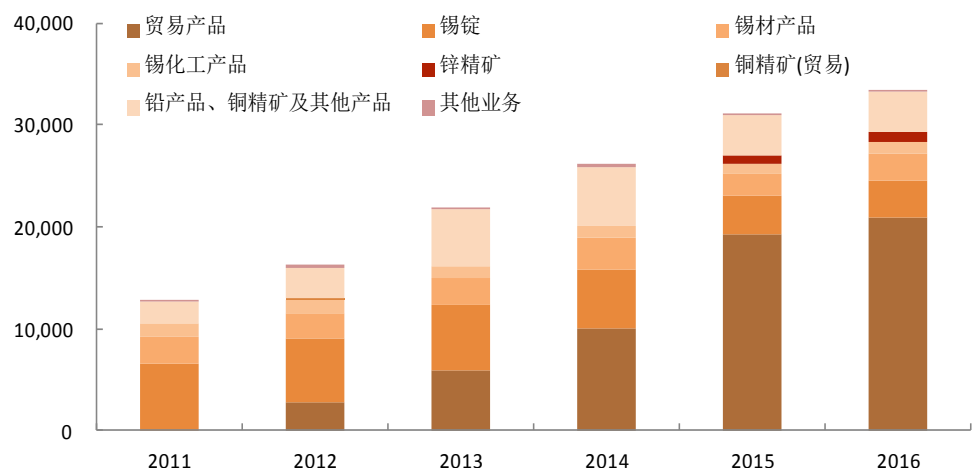
1、立足资源优势，打造锡、铟双龙头

全球锡产业龙头，多金属共同拓展。锡业股份是全球最大的锡生产商，锡、铟资源储量分别为 79 万吨和 6300 吨，位居全球第一，锌资源储量 424 万吨，位居云南省第三，铜资源储量 120 万吨。目前公司的主营业务为锡、锌、铜、铟等金属矿的勘探、开采、选矿，锡、铜冶炼及锡深加工业务。产能方面，年产精锡 8 万吨，铜 10 万吨，锡材 2.6 万吨，锡化工 2.1 万吨，锌精矿含锌 12 万吨。锡冶炼的自给率约 40%，铜约 32%。

积极延伸锌铟产业链，定增项目已获核准。2015 年 10 月，收购华联锌铟 75.74% 的股权。2016 年公司非公开发行股票，募集资金不超过 24 亿元用于 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目，以及南部选矿试验示范园区 2,000t/d 多金属选矿工程项目。立足丰富的资源优势，锌铟冶炼项目原料自给率将达到 100%，项目建成后，预计锌年产量 10.22 万吨，铟年产量 87.40 吨。成为全球最大的原生铟生产基地。2017 年 1 月 18 日，本次非公开项目以豁免聆讯的方式获得中国证监会发行审核委员会无条件通过，一旦拿到正式批文即可启动定增发行工作。

积极参与债转股，混改提升未来潜力。2016 年 10 月 16 日，锡业股份及控股子公司华联锌铟与建设银行签订了投资意向书，建设银行或其关联方设立的基金拟向华联锌铟注资以认购其新增注册资本，本次增资后，投资人将持有不高 15% 的华联锌铟股份。锡业股份由此成为 A 股市场第一家直接参与“债转股”的上市公司。

图 5：公司主营收入构成（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

表 3: 公司发展历程

时间	重大事件
2000 年	“锡业股份” A 股在深交所挂牌上市
2006 年	完成股权分置改革, 全部股份变为流通股
2012 年	非公开发行股票, 募集资金不超过 40.8 亿元用于 10 万吨铜项目、卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目、10 万吨铅项目、10 万吨铜项目配套土地使用权收购项目、个旧矿区矿产资源勘查项目和偿还银行贷款
2015 年	收购华联锌铟 75.74% 的股权。华联锌铟公司稀贵金属铟储量 (6417 吨) 位居全国第一, 锡金属储量 (31 万吨) 居全国第三, 锌金属储量 (413 万吨) 居全省第三
2016 年	非公开发行股票, 募集资金不超过 24 亿元用于 10 万吨锌、60 吨铟冶炼技改项目, 以及南部选矿试验示范园区 2,000t/d 多金属选矿工程项目
2016 年	锡业股份及控股子公司华联锌铟与建设银行签订投资意向书, 建设银行或其关联方设立的基金拟向华联锌铟注资以认购其新增注册资本, 本次增资后, 投资人将持有不高于 15% 的华联锌铟股份。锡业股份由此成为 A 股市场第一家直接参与“债转股”的上市公司。

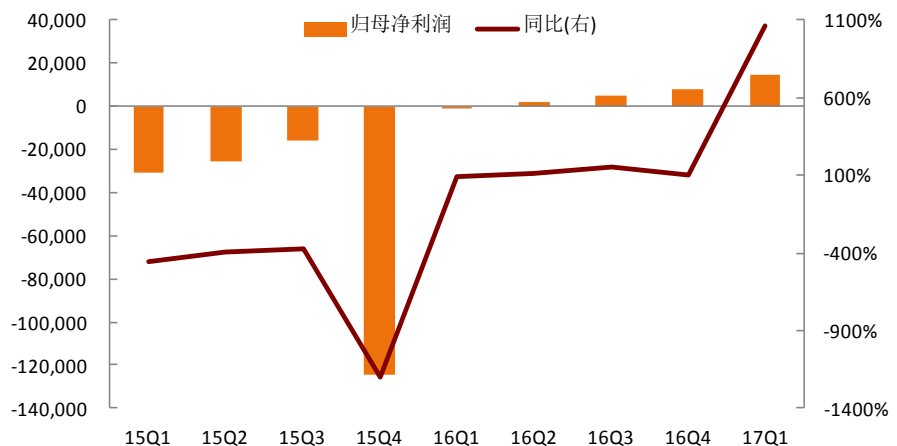
资料来源: 公司公告、招商证券

2、业绩强势扭亏，低估值高利润

2016 年受益于锡价底部反弹和华联锌铟业绩贡献，公司强势扭转亏损困境，盈利稳步增长。2017 年一季度实现营业收入 76.6 亿元，同比增长 42.4%，归母净利润 1.44 亿元，同比增长 1060.9%。锡锭、锡材产品、锡化工产品和锌精矿是公司毛利的主要来源，2016 年毛利大幅提升，恢复到历史高点。锡锭、锡材产品和锡化工产品的毛利率明显提高。

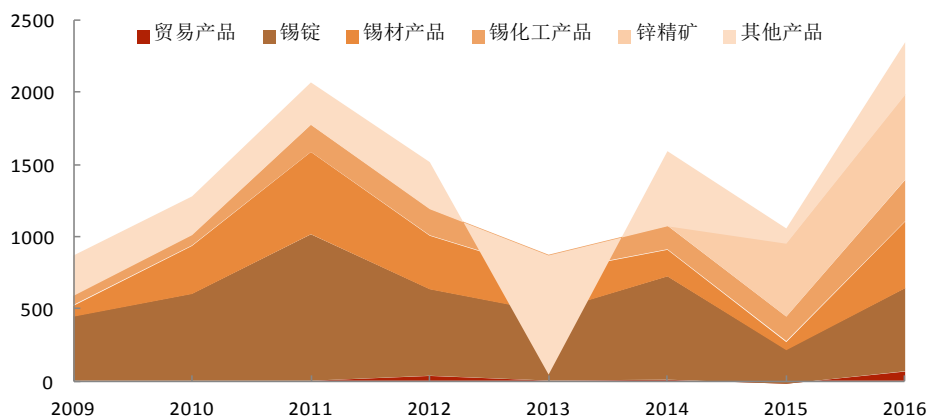
面对 2015 年的大幅亏损局面，公司高度重视预算执行监控和成本费用控制，2016 年销售费用、管理费用和财务费用分别同比下降 2.51%、31.01%和 10.74%，其中管理费用降低的主要原因是职工薪酬同比大幅降低。

图 6：2016 年公司业绩强势扭亏（单位：万元）



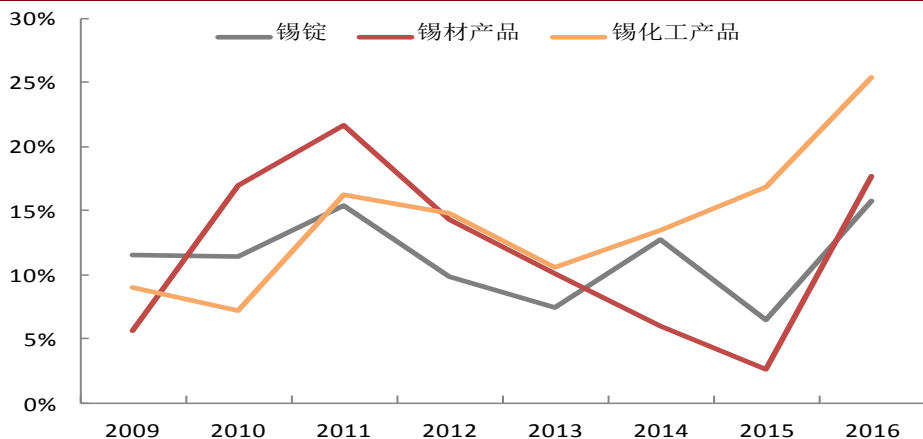
资料来源: Wind、招商证券

图 7：产品毛利恢复到历史高点（单位：百万元）



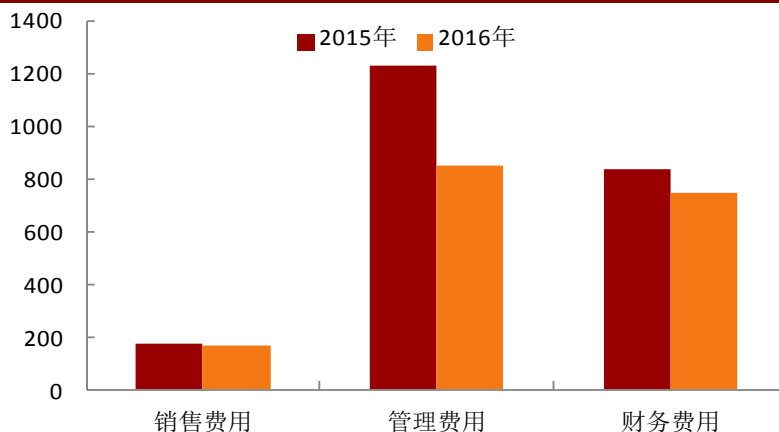
资料来源：Wind、招商证券

图 8：2016 年锡产品毛利率大幅提升



资料来源：Wind、招商证券

图 9：2016 年公司三项费用下降（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

3、公司业绩弹性测算

目前锡国内外供需格局转向短缺，支撑锡价上涨；精炼锌供应紧张，锌价获力上涨，锡锌作为云锡股份的两大重要业务板块，价格上行将使公司盈利状况大幅好转。根据测算，2017年锡板块可实现毛利增长3.23亿元，锌板块可实现毛利增长6.27亿元，预计2017年可实现归母净利润约8.16亿元，而公司2016年归母净利润是1.36亿元，2017年业绩将增长约500%。

我们预计2017/18/19年公司的归母净利润为8.2/12.0/14.1亿元，对应EPS为0.55/0.81/0.96元，2017年22.8倍PE，高盈利低估值，给予“强烈推荐-A”评级。

表4：盈利预测假设条件

单位: 万元/吨	最新价格	年初至今均价	2017E	2018E	2019E
锡	14.13	14.42	14.40	14.80	15.00
锌	2.26	2.25	2.25	2.30	2.40
铜	4.63	4.64	4.66	5.00	5.20

资料来源：SMM、招商证券

表5：盈利弹性表

	价格假设 (万元/吨、含税)	2016 年均价 (万元/吨)	变动 (万元/吨)	影响利润 (亿元)
锡	13.0	12.0	1.0	1.34
	14.0	12.0	2.0	2.69
	15.0	12.0	3.0	4.04
锌	2.0	1.7	0.3	3.57
	2.5	1.7	0.8	8.98
	3.0	1.7	1.3	14.38

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8440	8995	9529	9648	10302
现金	2846	2652	2864	2885	3476
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1296	714	767	786	797
应收款项	511	820	860	881	893
其它应收款	207	456	490	502	509
存货	3309	3928	4097	4134	4162
其他	271	425	452	461	466
非流动资产	19158	19430	18636	17928	17294
长期股权投资	417	415	415	415	415
固定资产	12130	11879	11637	11410	11197
无形资产	3682	3952	3557	3201	2881
其他	2930	3183	3027	2901	2801
资产总计	27598	28425	28165	27576	27596
流动负债	14276	15787	15189	13297	11861
短期借款	11415	12820	12647	10739	9291
应付账款	923	1295	1353	1366	1375
预收账款	93	173	180	182	183
其他	1844	1499	1008	1011	1012
长期负债	4615	3677	3677	3677	3677
长期借款	1181	1027	1027	1027	1027
其他	3434	2649	2649	2649	2649
负债合计	18891	19464	18866	16974	15538
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积金	6583	6622	6622	6622	6622
留存收益	(339)	(222)	(143)	807	1856
少数股东权益	990	1089	1348	1700	2108
归属于母公司所有者权益	7717	7872	7951	8901	9951
负债及权益合计	27598	28425	28165	27576	27596

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2031	1798	2944	3420	3548
净利润	(1969)	136	816	1195	1408
折旧摊销	926	896	1287	1201	1127
财务费用	804	719	777	704	607
投资收益	(18)	3	49	49	49
营运资金变动	1883	(48)	(245)	(83)	(51)
其它	405	92	259	353	407
投资活动现金流	(553)	(1484)	(542)	(542)	(542)
资本支出	(1828)	(1486)	(493)	(493)	(493)
其他投资	1274	2	(49)	(49)	(49)
筹资活动现金流	(58)	(675)	(2190)	(2857)	(2414)
借款变动	(1371)	1532	(676)	(1908)	(1448)
普通股增加	321	0	0	0	0
资本公积增加	1403	39	0	0	0
股利分配	(576)	(736)	(736)	(245)	(358)
其他	164	(1510)	(777)	(704)	(607)
现金净增加额	1419	(361)	212	21	591

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31079	33429	35888	36777	37280
营业成本	30017	31076	32477	32771	32993
营业税金及附加	60	133	143	146	148
营业费用	174	170	182	187	190
管理费用	1226	846	790	809	820
财务费用	835	745	777	704	607
资产减值损失	279	(51)	0	0	0
公允价值变动收益	2	(9)	(9)	(9)	(9)
投资收益	40	(40)	(40)	(40)	(40)
营业利润	(1470)	461	1470	2111	2473
营业外收入	56	59	59	59	59
营业外支出	61	177	61	61	61
利润总额	(1475)	343	1468	2109	2471
所得税	298	100	394	561	656
净利润	(1773)	243	1074	1547	1815
少数股东损益	196	107	258	353	407
归属于母公司净利润	(1969)	136	816	1195	1408
EPS (元)	(1.34)	0.09	0.55	0.81	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	19%	8%	7%	2%	1%
营业利润	1699%	-131%	219%	44%	17%
净利润	-5810%	-107%	499%	46%	18%
获利能力					
毛利率	3.4%	7.0%	9.5%	10.9%	11.5%
净利率	-6.3%	0.4%	2.3%	3.2%	3.8%
ROE	-25.5%	1.7%	10.3%	13.4%	14.1%
ROIC	-3.4%	3.8%	7.2%	9.3%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	68.5%	67.0%	61.6%	56.3%
净负债比率	49.0%	50.5%	48.6%	42.7%	37.4%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
存货周转率	6.5	8.6	8.1	8.0	8.0
应收帐款周转率	69.9	50.2	42.7	42.3	42.0
应付帐款周转率	26.4	28.0	24.5	24.1	24.1
每股资料 (元)					
每股收益	-1.34	0.09	0.55	0.81	0.96
每股经营现金	1.38	1.22	2.00	2.32	2.41
每股净资产	5.24	5.35	5.40	6.05	6.76
每股股利	0.50	0.50	0.17	0.24	0.29
估值比率					
PE	-9.4	136.5	22.8	15.6	13.2
PB	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	573.7	17.7	9.8	8.6	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平

5年有色金属和新材料研究和投资经验，善于从一级市场的角度研究二级市场上市公司，注重行业长期发展趋势和上市公司竞争优势分析。2014年新财富钢铁行业入围（第四名。）2015年度“天眼”明星分析师。2016年金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师第五名。

刘伟洁

招商证券有色研究员。中南大学硕士，6年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017年3月份加入招商证券。

黄昱颖

清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。