

公司研究/中报点评

2017年08月31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): 14.7  
合理价格区间(元): 17.15~19.60

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

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

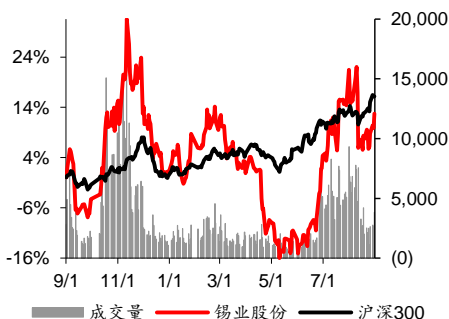
**黄孚** 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

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

相关研究

- 1 《锡业股份(000960,增持): 立足锡锌资源, 盈利稳步提升》2017.04
- 2 《锡业股份(000960,增持): 定增过会, 助力锌铟冶炼项目》2017.01
- 3 《锡业股份(000960): 主业价格回暖, 产品拓展提升盈利》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩持续释放, 定增实施助力项目

## 锡业股份(000960)

### 发布 17 年中报: 盈利实现大幅增长

公司发布 17 年半年报, 报告期内实现营业收入 186.85 亿元, 较上年同期增长 13.46%; 实现营业利润 5.83 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 3.59 亿元, 较去年同期调整后业绩同比增长 7165.51%; 扣非后归属母公司股东净利润 3.55 亿元, 同比增长 12255.77%。公司总资产为 276.65 亿元, 归属于上市公司股东净资产为 82.51 亿。公司业绩符合此前业绩预告预期。

### 一体化改革提升效率, 锡铟和锌产品盈利增长

公司借助云南国企改革机遇, 推进一体化改革, 实现经营效率提升。上半年锡铟市场均价同比上涨 34%, 同时公司锡铟、锡材吨销售费用同比下降, 锡铟产品销售毛利率达 18.36%, 同比增长 0.81%。同时矿山片区利润同比有所增长。受益于锌价上涨, 公司上半年锌产品毛利率达到 62.54%, 同比增长 8.88%。16 年公司锡金属国内市场占有率 46.86%, 全球市场占有率 22.64%; 锡铟和锡原矿金属产量分别为 3.74 和 3.78 万吨。

### 非公开发行顺利实施, 锌铟采选冶一体化持续推进

公司于 8 月 30 号发布公告, 本次非公开发行新增股份 196721311 股, 将于 17 年 9 月 1 日在深交所上市, 发行价格为 12.20 元/股, 共计募集资金净额 23.71 亿元。募集资金主要用于锌铟冶炼技改项目和多金属选厂工程项目, 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。

### 立足优质锡锌金属资源, 打造多元产业经济

公司借助优质矿产资源, 进一步发展冶炼业务和多金属循环经济。10 万吨铟、60 吨铟冶炼技改项目建成后, 将形成环保、低耗、资源综合利用的铟铟冶炼体系。公司主要办公地区个旧是中国锡资源最集中的区域之一, 个旧矿区有良好的成矿条件, 找矿的前景广阔。在丰富的金属资源基础上, 公司不断探索多金属综合回收、环保节能项目, 寻求产业和区域互补, 促进循环经济的发展。

### 主业盈利持续改善, 维持公司“增持”评级

17 年公司经营效率提升, 铟、锡价格同比出现上涨, 提振公司盈利。保守假设锡铟、锌精矿 17-19 年均价为 14 万元/吨和 1.6 万元/吨, 矿产产量保持稳定, 上调公司盈利预测, 17 年净利润上调幅度 63%。预测 17-19 年营收分别为 371.63、385.52、388.96 亿元, 归属母公司净利润 8.10、11.27、13.88 亿元, 增发摊薄后 EPS 为 0.49、0.68、0.83 元, 对应 17 年 PE30、22、18 倍。参考同行业公司 PE 估值水平, 给予公司 17 年 PE35-40 倍, 对应股价区间 17.15-19.60 元。维持“增持”评级。

风险提示: 锡铟等金属价格下跌; 项目推进不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,669
流通 A 股 (百万股)	1,209
52 周内股价区间 (元)	10.95-17.16
总市值 (百万元)	24,531
总资产 (百万元)	28,186
每股净资产 (元)	4.82

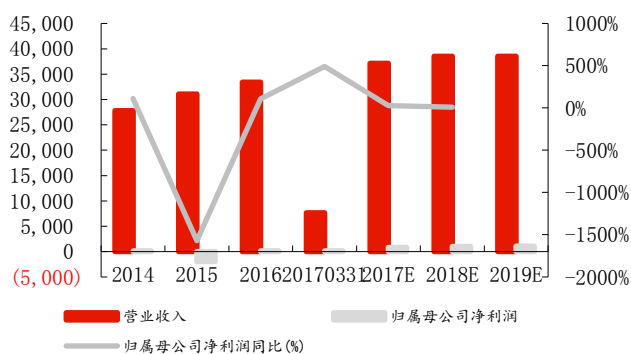
资料来源: 公司公告

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	37,163	38,552	38,896
+/-%	11.91	7.56	11.17	3.74	0.89
归属母公司净利润 (百万元)	(1,970)	136.12	810.04	1,127	1,388
+/-%	(1,570)	106.91	495.10	39.08	23.16
EPS (元, 最新摊薄)	(1.18)	0.08	0.49	0.68	0.83
PE (倍)	(12.45)	180.22	30.28	21.77	17.68

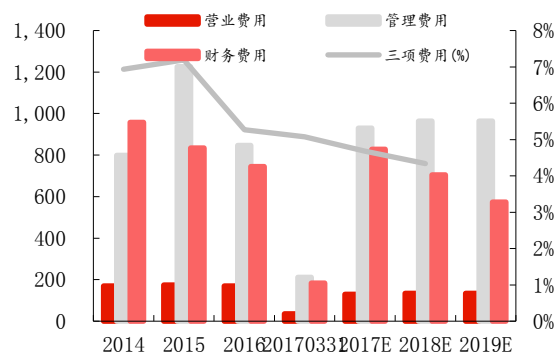
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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

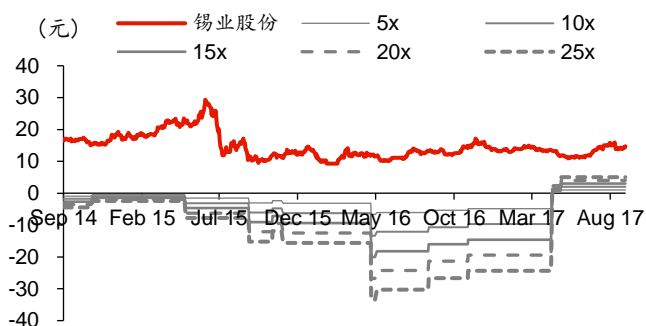
图表2: 公司费用构成 (百万元)



资料来源: wind, 华泰证券研究所

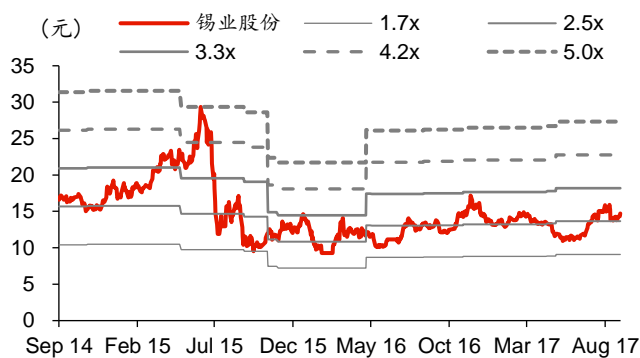
**PE/PB - Bands**

图表3: 锡业股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 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	8,094	7,410	7,548
现金	2,846	2,652	500.00	0.00	0.00
应收账款	511.02	820.12	756.01	811.39	831.82
其他应收账款	207.17	456.03	617.34	533.09	572.93
预付账款	198.95	138.25	172.70	179.63	175.57
存货	3,309	3,928	4,713	4,547	4,644
其他流动资产	1,368	1,001	1,335	1,339	1,323
非流动资产	19,138	19,430	18,977	18,504	18,013
长期投资	416.78	415.04	412.57	414.09	413.74
固定投资	12,130	11,879	12,466	12,598	12,470
无形资产	3,682	3,952	3,747	3,611	3,480
其他非流动资产	2,910	3,183	2,351	1,881	1,649
资产总计	27,578	28,425	27,071	25,914	25,560
流动负债	14,276	15,787	13,469	10,956	9,013
短期借款	11,415	12,820	10,283	7,763	5,803
应付账款	923.18	1,295	1,416	1,396	1,432
其他流动负债	1,937	1,672	1,770	1,797	1,778
非流动负债	4,615	3,677	3,422	3,443	3,391
长期借款	1,181	1,027	527.30	527.30	527.30
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	16,891	14,399	12,403
少数股东权益	990.29	1,089	1,295	1,497	1,745
股本	1,472	1,472	1,669	1,669	1,669
资本公积	6,672	6,673	6,673	6,673	6,673
留存公积	(360.94)	(224.82)	537.14	1,664	3,051
归属母公司股	7,697	7,872	8,886	10,018	11,412
负债和股东权益	27,578	28,425	27,071	25,914	25,560

### 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	1,549	3,163	2,991
净利润	(1,774)	242.98	1,016	1,328	1,636
折旧摊销	928.55	896.13	808.50	864.81	895.86
财务费用	834.59	744.95	820.21	683.11	536.66
投资损失	(39.98)	40.22	(9.61)	1.94	4.47
营运资金变动	1,651	(1.96)	(1,232)	237.60	(51.71)
其他经营现金	431.04	(124.20)	146.62	47.59	(30.10)
投资活动现金	(553.38)	(1,484)	(364.93)	(460.06)	(440.56)
资本支出	1,828	1,486	417.89	418.17	396.70
长期投资	(1,270)	0.00	(7.25)	1.49	0.46
其他投资现金	4.15	1.97	45.71	(40.40)	(43.40)
筹资活动现金	(58.35)	(675.14)	(3,336)	(3,203)	(2,551)
短期借款	697.17	1,405	(2,538)	(2,520)	(1,960)
长期借款	(577.51)	(153.85)	(500.00)	0.00	0.00
普通股增加	320.83	0.00	196.72	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)	(495.41)	(683.90)	(590.40)
现金净增加额	1,424	(350.90)	(2,152)	(500.00)	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,079	33,429	37,163	38,552	38,896
营业成本	30,020	31,076	33,923	34,996	35,080
营业税金及附加	60.16	133.02	109.72	120.48	124.85
营业费用	174.33	169.95	130.07	134.93	136.14
管理费用	1,226	846.00	929.08	963.79	972.39
财务费用	834.59	744.95	820.21	683.11	536.66
资产减值损失	279.47	(51.23)	2.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.49	(9.13)	7.00	6.00	6.00
投资净收益	39.98	(40.22)	9.61	(1.94)	(4.47)
营业利润	(1,472)	461.21	1,266	1,658	2,048
营业外收入	55.78	58.51	50.00	53.80	53.32
营业外支出	60.65	176.65	30.00	30.00	30.00
利润总额	(1,477)	343.07	1,286	1,682	2,071
所得税	297.82	100.08	270.01	353.12	434.91
净利润	(1,774)	242.98	1,016	1,328	1,636
少数股东损益	195.55	106.86	205.73	201.79	248.52
归属母公司净利润	(1,970)	136.12	810.04	1,127	1,388
EBITDA	291.40	2,102	2,894	3,206	3,480
EPS (元)	(1.34)	0.09	0.49	0.68	0.83

### 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	11.17	3.74	0.89
营业利润	(925.41)	131.34	174.45	30.97	23.52
归属母公司净利润	(1,570)	106.91	495.10	39.08	23.16
获利能力 (%)					
毛利率	3.41	7.04	8.72	9.22	9.81
净利率	(6.34)	0.41	2.18	2.92	3.57
ROE	(25.60)	1.73	9.12	11.25	12.16
ROIC	(3.45)	3.74	7.05	8.15	9.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.50	68.47	62.39	55.56	48.53
净负债比率 (%)	71.58	73.73	68.09	62.22	56.27
流动比率	0.59	0.57	0.60	0.68	0.84
速动比率	0.34	0.32	0.24	0.25	0.31
营运能力					
总资产周转率	1.10	1.19	1.34	1.46	1.51
应收账款周转率	60.13	46.23	44.06	45.55	43.88
应付账款周转率	23.52	28.02	25.02	24.89	24.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(1.18)	0.08	0.49	0.68	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.08	0.93	1.90	1.79
每股净资产(最新摊薄)	4.61	4.72	5.32	6.00	6.84
估值比率					
PE (倍)	(12.45)	180.22	30.28	21.77	17.68
PB (倍)	3.19	3.12	2.76	2.45	2.15
EV_EBITDA (倍)	119.50	16.56	12.03	10.86	10.01

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