

强烈推荐-A (维持)

锡业股份 000960.SZ

当前股价: 14.95 元

2017年08月31日

定增护航 锡锌价格大涨推动利润大增

基础数据

上证综指	3361
总股本(万股)	166878
已上市流通股(万股)	120942
总市值(亿元)	249
流通市值(亿元)	181
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	65.8%
主要股东	云南锡业集团有限责
主要股东持股比例	32.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	3	14
相对表现	-5	-8	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《锡业股份(000960)——利润大幅改善, 价值被低估》2017-06-27

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

事件:

公司公布 2017 年上半年度报告, 实现营业收入 186.85 亿元, 较上年同期增长 13.46%; 归属于上市公司股东的净利润 3.59 亿元, 劲增 71 倍; 扣非归母净利润 3.55 亿元, 增 12255.8%。

评论:

1、锡锌供需基本面改善 价格中长期持续看好

上半年锡锭、锌锭价格分别同比大增 35%、57%。印尼锡出口乏力, 缅甸锡矿产量下降; 国内方面, 环保检查限制锡矿和锡冶炼产能释放, 市场锡供应紧张。锌供应缺口放大。预期随后两年锡、锌都大概率迎来供应的大拐点。中长期持续看好锡锌价格。

公司是全球最大的锡生产企业。公司年产量占中国接近一半, 占全球约 1/4。公司主要产品有锡锭、阴极铜、锡铅焊料及无铅焊料、锡材、锡基合金、有机锡、无机锡化工产品以及锌精矿含锌等 14 个系列 660 多个品种。

2、定增顺利 锌铜冶炼项目得以保证

公司成功募集 24 亿。此项费用将用于年产 10 万吨锌、60 吨铜冶炼技改项目和南部选矿试验示范园区 2,000t/d 多金属选厂工程项目。项目建成后, 预计锌年产量 10.22 万吨, 铜年产量 87.40 吨。成为全球最大的原生铜生产基地。

3、华联锌铜铜街-曼家寨矿段 360 万 t/a 采矿扩建工程推进顺利

该项目主要为满足锌铜一体化冶炼项目的原料需求。锌铜冶炼项目预计 2018 年一季度投产。

3、盈利预测与估值: 锡业股份是全球锡产业龙头, 借助华联锌铜和定增项目积极延伸锌铜产业链, 同时积极参与债转股, 混改提升未来潜力。预计锡锌价格有望持续走强, 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, 且将持续大幅增加。我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 8.9/12.3/14.2 亿元, 对应 EPS 为 0.61/0.83/0.96 元, 对应 PE20.8/15.1/13.1, 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。

表 1: 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	14.50	14.75	14.50	14.80	15.00
锌	2.60	2.29	2.40	2.50	3.00
铜	5.26	5.26	4.95	5.6	6.50

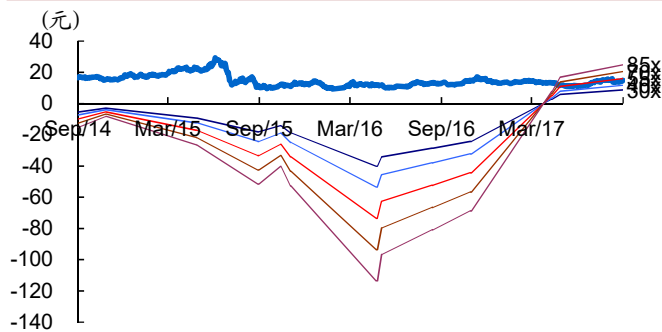
资料来源: SMM、招商证券

表 2: 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

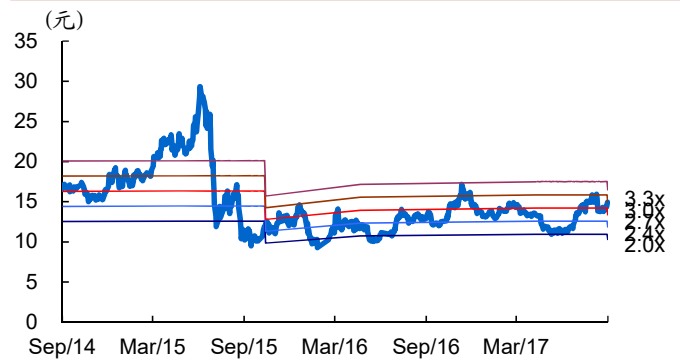
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 锡业股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 锡业股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、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	9546	9651	10302
现金	2846	2652	2866	2884	3475
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1296	714	770	787	797
应收款项	511	820	864	882	893
其它应收款	207	456	492	502	509
存货	3309	3928	4100	4134	4162
其他	271	425	453	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	28182	27579	27597
流动负债	14276	15787	15104	13181	11736
短期借款	11415	12820	12561	10623	9165
应付账款	923	1295	1354	1366	1375
预收账款	93	173	181	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	18781	16858	15413
股本	1472	1472	1472	1472	1472
资本公积金	6583	6622	6622	6622	6622
留存收益	(339)	(222)	(66)	893	1945
少数股东权益	990	1089	1372	1734	2145
归属于母公司所有者权益	7717	7872	8029	8987	10039
负债及权益合计	27598	28425	28182	27579	27597

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2031	1798	3030	3464	3559
净利润	(1969)	136	893	1226	1420
折旧摊销	926	896	1287	1201	1127
财务费用	804	719	775	698	601
投资收益	(18)	3	49	49	49
营运资金变动	1883	(48)	(258)	(73)	(48)
其它	405	92	284	362	411
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)	(2274)	(2904)	(2426)
借款变动	(1371)	1532	(763)	(1938)	(1458)
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)	(268)	(368)
其他	164	(1510)	(775)	(698)	(601)
现金净增加额	1419	(361)	214	18	591

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31079	33429	36054	36828	37296
营业成本	30017	31076	32502	32771	32993
营业税金及附加	60	133	143	147	148
营业费用	174	170	183	187	190
管理费用	1226	846	793	810	821
财务费用	835	745	775	698	601
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	1607	2166	2495
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	1605	2163	2493
所得税	298	100	430	575	661
净利润	(1773)	243	1176	1588	1831
少数股东损益	196	107	283	362	411
归属于母公司净利润	(1969)	136	893	1226	1420
EPS (元)	(1.34)	0.09	0.61	0.83	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	19%	8%	8%	2%	1%
营业利润	1699%	-131%	249%	35%	15%
净利润	-5810%	-107%	556%	37%	16%
获利能力					
毛利率	3.4%	7.0%	9.9%	11.0%	11.5%
净利率	-6.3%	0.4%	2.5%	3.3%	3.8%
ROE	-25.5%	1.7%	11.1%	13.6%	14.1%
ROIC	-3.4%	3.8%	7.7%	9.5%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	68.5%	66.6%	61.1%	55.8%
净负债比率	49.0%	50.5%	48.2%	42.2%	36.9%
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	42.8	42.2	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	0.61	0.83	0.96
每股经营现金	1.38	1.22	2.06	2.35	2.42
每股净资产	5.24	5.35	5.45	6.10	6.82
每股股利	0.50	0.50	0.18	0.25	0.29
估值比率					
PE	-11.2	161.7	24.6	18.0	15.5
PB	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	572.2	17.7	9.4	8.5	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，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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，任何机构和个人均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。