

2017年10月18日

公司研究

评级: 买入 (首次覆盖)

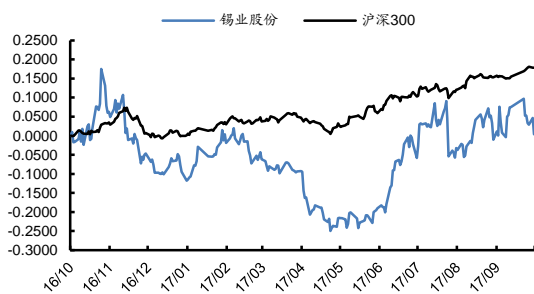
海外供给下滑, 消费电子、光伏拉动需求, 锡价有望持续上涨

——锡业股份 (000960) 三季报预告点评

研究所

证券分析师: 代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人: 李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
锡业股份	1.5	6.6	2.4
沪深300	1.8	6.7	17.8

市场数据

	2017-10-17
当前价格 (元)	14.66
52周价格区间 (元)	10.57 - 17.35
总市值 (百万)	24464.26
流通市值 (百万)	17730.14
总股本 (万股)	166877.64
流通股 (万股)	120942.30
日均成交额 (百万)	475.00
近一月换手 (%)	57.64

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件点评:

10月12日, 锡业股份发布2017年前三季度业绩预告, 公司前三季度归母净利润在5.29亿元至5.59亿元之间, 为去年同期的9.36倍至9.88倍, 其中第三季度归母净利润在1.7亿元至2亿元之间, 为去年同期的3.38倍至3.98倍。

投资要点:

■ **锡业龙头, 不断拓展锌、铜业务。** 公司金属储量为锡80万吨, 铜105万吨, 锌315万吨。公司是全球最大的锡生产商, 2016年锡金属国内市场占有率46.86%, 全球市场占有率22.64%。公司现拥有8万吨锡锭产能、2.4万吨锡化工产能、3.8万吨锡材产能和10万吨铜冶炼产能。2016年公司非贸易锡锭产量3.7万吨, 锡材产量2.6万吨, 锡化工产量2万吨, 阴极铜产量10万吨, 锌精矿(金属吨)产量11万吨。2016年6月公司公告定增项目, 涉及建设10万吨锌、60吨铜冶炼项目, 建设期为2年, 项目建成后预计锌、铜年产量将分别达到10.22万吨和87.40吨, 按照当时的价格进行测算, 项目建成后年创造税后净利润2.3亿元。

■ **印尼、缅甸锡供给拐点已现, 后续供给不足。** 过去数年, 缅甸大量开采地表品味高于5%的富矿, 富矿快速枯竭, 现已转入开采底下的低品位矿, 成本大幅上升。此外缅甸静态的储量/开采比仅为11年, 后续供给乏力。从2017年开始, 中国从缅甸进口的锡矿砂和锡精矿一直处于下滑状态。印尼同样面临着锡矿山品味下滑的问题, 叠加政府为了保护锡矿资源而进行了限采, 印尼的矿锡产量逐月下滑, 从2006年的1万吨/月下滑到现在的5000吨/月。

■ **电子、光伏拉动锡的终端需求。** 60%的锡消费为锡焊料, 电子产品为主要的下游之一。消费电子行业较为成熟, 年增速大约在2%-5%, 但随着汽车电子化、可穿戴设备等新兴领域的崛起和高速发展, 消费电子的增速也有所回升。此外, 光伏电池片之间的连接也要用到锡焊料, 1MW的光伏需要消耗金属锡120-140千克, 2016年全球光伏装机量达到了77GW, 预计今年可达到85GW, 消费锡1.1万吨, 随着

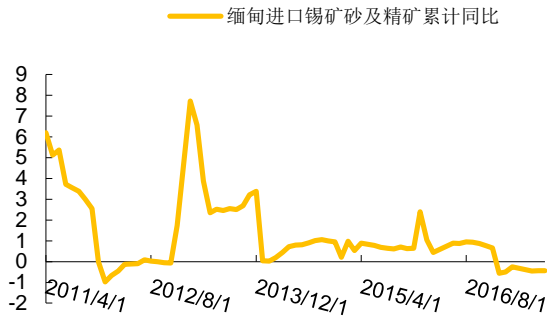
全球光伏装机量的快速增长，未来将成为锡消费的主要增长点之一。

- **锌矿加工费再次下滑，供给偏弱，需求稳增长，锌价高位小幅爬升。** 9月锌矿加工费TC/RC再次下滑，侧面验证锌矿供给偏弱，与此同时截至8月份我国基建投资同比增长16%，9月中、美、欧制造业PMI分别上升到52.4、60.8和58.1，基建投资和制造业走强拉动锌的需求稳定增长。我们预计锌价会维持在高位。
- **全球铜矿供应拐点已现，2020年之前无大型矿山投产。** 铜矿山的投产周期较长，从资本支出到产能投放需要4-5年的时间，2011年全球30家主要矿山公司的资本支出达到峰值，之后逐年快速下滑，因此在2015-2016年全球新增铜矿产能也达到了峰值，之后将逐年下滑。全球十大铜企除力拓和必和必拓在2020年之后有新产能投产外，其余公司均无扩产计划，预计在铜需求稳定增长的情况下，铜价有望继续上涨。
- **锡、锌库存下降。** Wind最新数据显示LME锡库存和锌库存分别为2090吨和27万吨，是自2012年以来的最低值。
- **取消精锡出口关税和配额，国内供过于求将得以缓解。** 目前全球锡供应存在一定缺口，而国内市场仍属于略微过剩的状态。2017年，国家取消了精锡出口关税和出口配额，精锡出口障碍消除，中国锡锭可以自由流入国际市场。一旦锡锭可以顺利出口，全球锡锭的供需格局将会有所改变。
- **首次覆盖，给予“买入评级”。** 公司主要产品锡、锌、铜都步入了上行周期，与此同时公司不断精简人员，控制成本，随着2019年公司10万吨锌、60吨铜冶炼项目全面达产，公司利润会大幅上升。预计公司2017-2019的EPS分别为0.49元、0.87元、1.31元，对应当前股价的PE分别为29.9倍、16.9倍、11.2倍。首次覆盖，给予“买入评级”。
- **风险提示：** 锡、锌、铜等产品价格下降的风险，公司定增进展及收益不及预期的风险，公司相关产品需求的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	33429	41337	45107	51293
增长率(%)	8%	24%	9%	14%
净利润(百万元)	136	812	1456	2187
增长率(%)	-107%	496%	79%	50%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.49	0.87	1.31
ROE(%)	1.52%	12.25%	17.00%	20.40%

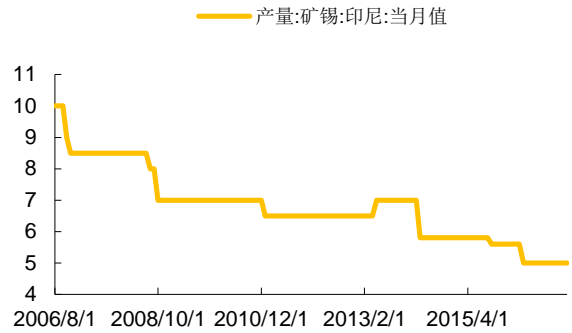
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 缅甸进口锡矿砂及精矿累计同比



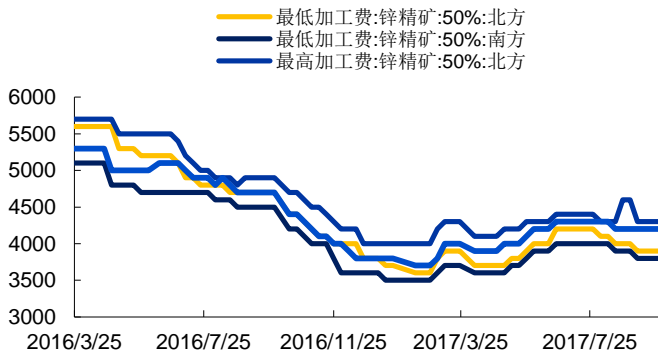
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 印尼锡矿月产量 (单位: 吨)



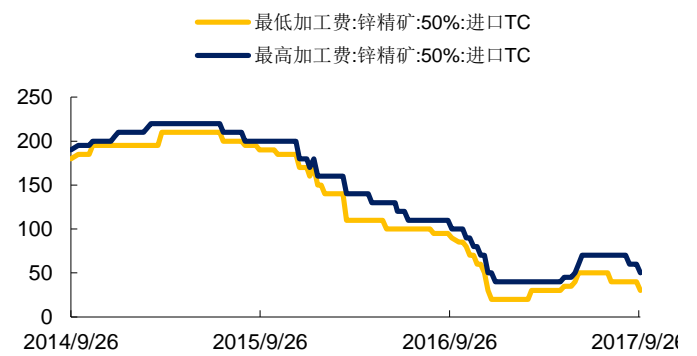
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 国内锌精矿加工费 (单位: 元/吨)



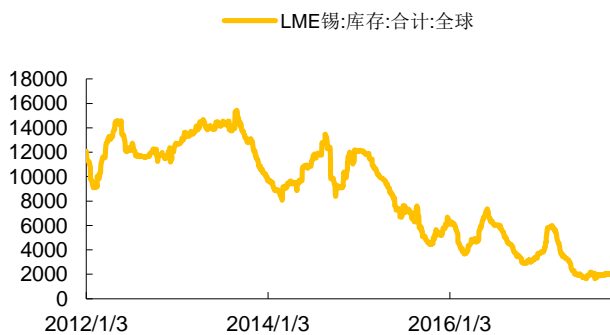
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 进口锌精矿进口加工费 (单位: 美元/吨)



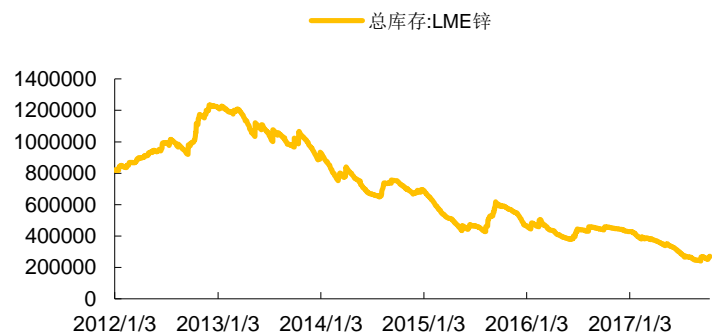
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: LME 锡库存 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: LME 锌库存 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 1: 锡业股份盈利预测表

2017-10-1										
证券代码:	000960.SZ				股价:	14.66	投资评级:	买入	日期:	7
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	12%	17%	20%	EPS	0.09	0.49	0.87	1.31	
毛利率	7%	8%	9%	12%	BVPS	5.35	5.19	6.05	7.33	
期间费率	6%	7%	5%	4%	估值					
销售净利率	0%	2%	3%	4%	P/E	158.54	30.15	16.80	11.19	
成长能力					P/B	2.74	2.82	2.43	2.00	
收入增长率	8%	24%	9%	14%	P/S	0.65	0.59	0.54	0.48	
利润增长率	-107%	496%	79%	50%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	1.18	1.45	1.54	1.57	营业收入	33429	41337	45107	51293	
应收账款周转率	16.79	15.21	15.21	15.21	营业成本	31076	38043	40868	45108	
存货周转率	7.91	7.91	7.91	7.91	营业税金及附加	133	164	179	204	
偿债能力					销售费用	170	150	150	174	
资产负债率	68%	64%	58%	53%	管理费用	846	920	920	1482	
流动比	0.57	0.61	0.73	0.95	财务费用	745	559	395	364	
速动比	0.32	0.59	0.70	0.93	其他费用/(-收入)	2	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	461	1665	2774	4166	
现金及现金等价物	2652	5610	6215	9286	营业外净收支	(118)	0	0	0	
应收款项	1991	2718	2966	3373	利润总额	343	1665	2774	4166	
存货净额	3928	326	326	326	所得税费用	100	416	693	1041	
其他流动资产	425	525	573	652	净利润	243	1249	2080	3124	
流动资产合计	8995	9179	10080	13636	少数股东损益	107	437	624	937	
固定资产	11879	11180	11815	11912	归属于母公司净利润	136	812	1456	2187	
在建工程	1615	2361	1561	1261						
无形资产及其他	3952	3899	3856	3813	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
长期股权投资	415	414	413	412	经营活动现金流	1798	5443	2756	3811	
资产总计	28425	28601	29293	32602	净利润	243	812	1456	2187	
短期借款	12820	11415	9988	9988	少数股东权益	107	437	624	937	
应付款项	1407	1729	1858	2051	折旧摊销	850	753	701	738	
预收帐款	173	213	233	265	公允价值变动	(9)	0	0	0	
其他流动负债	1388	1691	1814	2023	营运资金变动	608	3441	(25)	(51)	
流动负债合计	15787	15049	13893	14326	投资活动现金流	(1484)	(745)	(492)	(492)	
长期借款及应付债券	2473	2156	1956	1756	资本支出	(690)	(746)	(493)	(493)	
其他长期负债	1204	1204	1204	1204	长期投资	2	1	1	1	
长期负债合计	3677	3360	3160	2960	其他	(795)	0	0	0	
负债合计	19464	18409	17053	17286	筹资活动现金流	(508)	(1740)	(1659)	(248)	
股本	1472	1669	1669	1669	债务融资	699	(1722)	(1627)	(200)	
股东权益	8961	10192	12240	15316	权益融资	0	0	0	0	
负债和股东权益总计	28425	28601	29293	32602	其它	(1207)	(18)	(32)	(48)	
					现金净增加额	(193)	2957	605	3071	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【有色金属介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。