

锡业股份 (000960)

证券研究报告

2018年11月09日

冶炼检修不改趋势，进口回落锡价有望再上

事件：

公司公告冶炼分公司为保证锡冶炼设备完好和持续正常生产，将按年度检修计划对冶炼设备进行停产检修。本次检修计划于2018年11月11日开始，预计检修时间不超过50天，

短期检修不改全年业绩增长趋势

公司2015年吸收合并华联锌铟，现有自有矿原料折合金属量产量锡、铜超过3万吨，锌精矿含锌超过12万吨。锡冶炼自给率约40%；铜冶炼自给率约30%左右，年产10万吨锌冶炼项目建设进展顺利，预计未来锌冶炼可实现自给率100%。考虑公司短期冶炼设备的检修为例行事件，不影响原料端和毛利率较高的锌板块，对公司全年生产经营计划预计无重大影响。公司Q3归母净利润同比增长52.53%，全年业绩仍有望保持较高增速。

缅甸进口开始回落，预计全年下滑幅度有望超过25%

2016年以来缅甸是中国锡矿进口的主要来源，但根据海关披露数据，中国2018年前三季度进口锡矿砂17.21万吨（均为实物吨），其中从缅甸进口约17万吨同比下滑约17%。其中9月从缅甸进口锡矿砂约1.47万吨，同比下滑24%。尽管年终缅甸仍可能有部分库存抛售，但16、17年11-1月的月度进口体量超过3万吨的基数很难达到，四季度进口数据同比大概率出现更大回落，甚至环比保持稳定水平。因此，全年缅甸进口锡原料体量较2017年的29.55万吨下滑幅度有望超过25%。

国内环保制约，海外进口回落，锡价有望再上台阶

2018年以来锡价先涨后跌，前三季度长江有色现货均价约14.6万/吨，同比上涨0.61%。尽管过去两年年底存在低邦政府库存出售的扰动，考虑2017年以来缅甸矿的供应总量开始下滑，四季度来看月度进口大概率同比回落。其他国家地区没有大量新增供给补充，国内个别地区受制环保原因产量小幅下滑。根据WBMS数据，全球2018年1-8月全球锡市供应短缺7700吨，国际市场、国内市场可能会继续呈现短缺的情况，锡价有望再上台阶。

盈利预测与评级：

我们预测公司18~20年归母净利润至9.64亿元、10.83亿元和11.66亿元，EPS分别0.58/0.65/0.70元/股，对应当前收盘价PE为17.7倍、15.8倍和14.7倍。预计锡价有望震荡向上，随着公司新增产能逐渐放量，公司锌业务业绩长期可期，维持“买入”评级。

风险提示：公司冶炼检修不能及时复产的风险，缅甸进口大幅超预期，焊料需要大幅低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	33,429.06	34,410.17	38,433.99	39,089.17	39,416.75
增长率(%)	7.56	2.93	11.69	1.70	0.84
EBITDA(百万元)	2,055.90	2,687.68	3,030.16	3,264.19	3,414.20
净利润(百万元)	136.12	706.03	964.29	1,082.59	1,166.41
增长率(%)	(106.91)	418.68	36.58	12.27	7.74
EPS(元/股)	0.08	0.42	0.58	0.65	0.70
市盈率(P/E)	125.54	24.20	17.72	15.78	14.65
市净率(P/B)	2.17	1.56	1.43	1.31	1.20
市销率(P/S)	0.51	0.50	0.44	0.44	0.43
EV/EBITDA	15.55	11.85	9.26	7.47	7.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.24元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,668.78
流通A股股本(百万股)	1,406.14
A股总市值(百万元)	17,088.27
流通A股市值(百万元)	14,398.91
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	61.31
一年内最高/最低(元)	17.05/8.58

作者

杨诚笑	分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
王小芃	分析师
SAC执业证书编号：S1110517060003	
wangxp@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《锡业股份-季报点评:锡锌价格高位,运营管理助力,业绩持续增长可期》2018-10-23
- 《锡业股份-半年报点评:锡价高位下,龙头业绩增长可期》2018-08-19
- 《锡业股份-公司点评:缅甸锡矿下滑扭转全球供需,受益锡、锌价上涨》2018-01-29



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,652.08	4,063.69	4,612.08	4,690.70	4,730.01
应收账款	1,276.15	1,122.52	1,536.07	207.65	211.13
预付账款	138.25	59.75	252.43	54.89	229.69
存货	3,928.11	4,134.21	5,100.46	3,793.61	5,528.21
其他	1,000.75	1,315.23	1,392.70	1,285.66	1,401.93
流动资产合计	8,995.35	10,695.40	12,893.74	10,032.51	12,100.98
长期股权投资	415.04	359.18	359.18	359.18	359.18
固定资产	11,879.90	11,496.48	11,939.61	12,367.73	12,770.84
在建工程	1,614.78	2,158.15	2,366.52	2,533.22	2,666.57
无形资产	3,952.24	3,826.29	3,723.39	3,620.49	3,517.59
其他	1,567.88	2,017.39	1,736.75	1,709.82	1,679.90
非流动资产合计	19,429.83	19,857.49	20,125.45	20,590.44	20,994.09
资产总计	28,425.18	30,552.90	33,019.19	30,622.95	33,095.07
短期借款	12,820.48	10,898.96	12,113.68	8,415.06	9,308.60
应付账款	1,722.78	1,769.86	1,754.83	1,892.75	1,858.55
其他	1,244.21	2,839.79	1,881.36	2,034.02	2,195.97
流动负债合计	15,787.47	15,508.61	15,749.86	12,341.84	13,363.12
长期借款	1,027.30	1,094.00	1,226.95	1,200.00	1,342.66
应付债券	1,445.37	500.00	1,314.22	1,086.53	966.92
其他	1,203.92	1,217.22	1,285.94	1,235.69	1,246.28
非流动负债合计	3,676.59	2,811.22	3,827.11	3,522.22	3,555.86
负债合计	19,464.06	18,319.83	19,576.98	15,864.06	16,918.98
少数股东权益	1,089.29	1,277.10	1,478.54	1,712.62	1,963.41
股本	1,472.06	1,668.78	1,668.78	1,668.78	1,668.78
资本公积	6,672.69	8,849.41	8,849.41	8,849.41	8,849.41
留存收益	6,447.87	9,330.61	10,294.90	11,377.49	12,543.89
其他	(6,720.77)	(8,892.83)	(8,849.41)	(8,849.41)	(8,849.41)
股东权益合计	8,961.12	12,233.07	13,442.22	14,758.89	16,176.08
负债和股东权益总	28,425.18	30,552.90	33,019.19	30,622.95	33,095.07

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	242.98	895.13	964.29	1,082.59	1,166.41
折旧摊销	896.13	922.58	751.48	808.15	866.48
财务费用	719.28	571.24	577.18	519.39	455.51
投资损失	2.67	(35.64)	(20.00)	(18.00)	(20.00)
营运资金变动	(599.67)	(501.17)	(1,321.36)	3,117.59	(2,118.89)
其它	536.72	442.82	212.04	238.05	256.49
经营活动现金流	1,798.12	2,294.95	1,163.63	5,747.76	605.99
资本支出	1,298.53	822.50	1,231.28	1,350.25	1,289.41
长期投资	(1.75)	(55.85)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,780.72)	(2,479.27)	(2,511.28)	(2,632.25)	(2,569.41)
投资活动现金流	(1,483.94)	(1,712.63)	(1,280.00)	(1,282.00)	(1,280.00)
债权融资	15,796.54	14,636.27	15,845.89	11,980.84	13,156.05
股权融资	(699.41)	1,806.33	(529.76)	(514.13)	(450.93)
其他	(15,772.27)	(15,651.72)	(14,651.37)	(15,853.85)	(11,991.80)
筹资活动现金流	(675.14)	790.89	664.76	(4,387.14)	713.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(360.96)	1,373.21	548.39	78.62	39.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	33,429.06	34,410.17	38,433.99	39,089.17	39,416.75
营业成本	31,075.80	30,934.35	34,661.01	35,111.01	35,336.01
营业税金及附加	133.02	190.76	192.17	195.45	197.08
营业费用	169.95	157.43	169.11	171.99	173.43
管理费用	846.00	1,142.14	1,153.02	1,172.67	1,182.50
财务费用	744.95	576.27	577.18	519.39	455.51
资产减值损失	(51.23)	222.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(9.13)	6.17	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(40.22)	61.30	20.00	18.00	20.00
其他	98.70	(181.69)	(40.00)	(36.00)	(40.00)
营业利润	461.21	1,300.92	1,701.50	1,936.65	2,092.20
营业外收入	58.51	19.08	44.46	40.68	34.74
营业外支出	176.65	295.27	177.52	216.48	229.76
利润总额	343.07	1,024.73	1,568.44	1,760.85	1,897.19
所得税	100.08	129.61	392.11	440.21	474.30
净利润	242.98	895.13	1,176.33	1,320.64	1,422.89
少数股东损益	106.86	189.10	212.04	238.05	256.49
归属于母公司净利润	136.12	706.03	964.29	1,082.59	1,166.41
每股收益(元)	0.08	0.42	0.58	0.65	0.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	7.56%	2.93%	11.69%	1.70%	0.84%
营业利润	-131.37%	182.07%	30.79%	13.82%	8.03%
归属于母公司净利润	-106.91%	418.68%	36.58%	12.27%	7.74%
获利能力					
毛利率	7.04%	10.10%	9.82%	10.18%	10.35%
净利率	0.41%	2.05%	2.51%	2.77%	2.96%
ROE	1.73%	6.44%	8.06%	8.30%	8.21%
ROIC	4.30%	7.98%	8.22%	8.03%	9.39%
偿债能力					
资产负债率	68.47%	59.96%	59.29%	51.80%	51.12%
净负债率	5.86%	8.30%	-2.83%	-5.97%	-4.99%
流动比率	0.57	0.69	0.82	0.81	0.91
速动比率	0.32	0.42	0.49	0.51	0.49
营运能力					
应收账款周转率	33.52	28.69	28.91	44.83	188.24
存货周转率	9.24	8.54	8.32	8.79	8.46
总资产周转率	1.19	1.17	1.21	1.23	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.42	0.58	0.65	0.70
每股经营现金流	1.08	1.38	0.70	3.44	0.36
每股净资产	4.72	6.57	7.17	7.82	8.52
估值比率					
市盈率	125.54	24.20	17.72	15.78	14.65
市净率	2.17	1.56	1.43	1.31	1.20
EV/EBITDA	15.55	11.85	9.26	7.47	7.56
EV/EBIT	26.51	17.41	12.32	9.93	10.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com