

# 锡业股份 (000960)

证券研究报告

2017年03月08日

## 锌矿新贵，长期亏损形象到业绩高增长的预期差

公司是全球最大锡生产商，以及云南第三大锌矿开采商。资源禀赋强。公司金属保有储量锡 80 万吨，铜 105 万吨，锌 315 万吨。考虑到文山地区锌矿脉结构、个旧地区公司矿区地质结构，远期储量或较大程度上大于目前已探明储量。产量方面，公司年产精锡 6.5 万吨，锡材 2.5 万吨，锡化工 2 万吨。是全球最大的锡材和锡化工品生产商。子公司华联锌铟年产精矿金属量超过 10 万吨。此外，公司有冶炼阴极铜产量 10 万吨，精矿自给率 30%。

**行业连年下滑倒逼国企改革。**公司 2015 年员工总数达到 1.5 万人，2016 年起公司通过内退等方式，降低员工人数，此外，公司管理层去行政级别化，将绩效摆在首位，建立充足的激励机制和淘汰制度。在营销管理上，公司作为全球最大的锡供应商，开始在期货现货上布局，提高公司议价能力。在原料环节，公司矿山和选厂合并一体化，合并成本进行核算考核，降低成本，提高运营协调效率。

**坐拥最优质锌多金属矿山，开动印钞机。**公司于 2015 年吸收合并华联锌铟。华联锌铟位于文山，为单体锌矿山富含铜、锡、铟等多金属。公司储量 315 万吨，露天开采，年采量 12 万吨。吨成本根据测算在 4000 到 5000 元之间。根据当前锌价，每吨锌矿毛利 1 万元左右。

**公司形象是最大预期差。**公司在过去三年累计资产减值 6.23 亿元，2016 年三季报显示公司自 2007 年以来首次出现资产减值回转，单季度自 2014 年以来首次出现资产减值回转。显示公司资产水分大幅缩减。在公司运营层面上，公司连续四个季度保持盈利，并且盈利幅度还在扩大。考虑到 2017 年金属价格大幅高于 2016 年平均水平，公司盈利能力有望继续扩大。按照当前价格不变，公司盈利有望超过 10 亿元。一改往日连续亏损面貌。

**引进国资战投，化解单一股权，逐步进行混改。**和泽投资取得云锡控股 31.29% 控股权。发起人为国经和泽，国经和泽发起人为圣乙投资。圣乙投资是云南省国资委设立的投资主体。本次引进和泽投资化解单一股权问题，推进混改第一步。

**盈利预测和投资建议：**我们预计，公司 2016 至 2018 年净利润分别为 0.98 亿、10.04 亿和 13.30 亿元，对应 PE 为 216.13、21.34、16.12。考虑到公司目前估值纵向对比历史低、横向对比宏锌钴和中金岭南已经凸显业绩和弹性价值，我们给予公司“买入”评级。

**风险提示：**补库存周期或在 2 季度被证伪、美国基建低于预期、全球货币政策收紧超预期带来的商品价格下跌风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,133.65	31,079.20	23,637.26	27,524.78	28,983.63
增长率(%)	19.21	18.92	(23.95)	16.45	5.30
EBITDA(百万元)	1,329.70	260.79	1,939.81	3,115.12	3,465.76
净利润(百万元)	34.48	(1,968.63)	98.22	1,004.70	1,330.03
增长率(%)	(102.57)	(5,809.64)	(104.99)	922.96	32.38
EPS(元/股)	0.02	(1.34)	0.07	0.68	0.89
市盈率(P/E)	615.65	(10.78)	216.13	21.34	16.12
市净率(P/B)	3.00	2.75	2.69	2.40	2.09
市销率(P/S)	0.81	0.68	0.90	0.78	0.74
EV/EBITDA	22.95	122.58	19.42	10.15	10.23

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 (首次评级)
当前价格	14.02 元
目标价格	18 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,472.06
流通 A 股股本(百万股)	1,209.42
A 股总市值(百万元)	20,638.21
流通 A 股市值(百万元)	16,956.11
每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	67.76
一年内最高/最低(元)	17.35/9.86

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 锡业股份的历史、资产和股权结构.....	4
1.1. 公司历史沿革.....	4
1.2. 公司资产情况.....	4
1.3. 公司股权结构.....	5
2. 战略收缩和革新，深耕锡、锌两大板块.....	6
2.1. 主业迎来反转.....	6
2.2. 成本稳步降低.....	7
2.3. 一改往日亏损面貌，重回高业绩弹性序列.....	7
3. 锡——供需格局大幅改善，价格有望震荡向上.....	8
3.1. 全球供需结构——中国消费最多；印尼、缅甸出口最大.....	8
3.2. 锡价有望继续上涨——度过供给冲击，锡重回供给不足.....	10
4. 锌短缺从精矿传导至锌锭，价格继续震荡上行.....	12
5. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司部分矿权情况.....	5
图 3：公司股权结构.....	5
图 4：公司控股或参股情况.....	6
图 5：公司产业链.....	6
图 6：锡业股份综合毛利率回到 2012 年水平.....	7
图 7：公司毛利回到历史高位水平.....	7
图 8：锡产品单位成本快速下降.....	7
图 9：注入华联锌铜后公司价格业绩弹性大幅提升.....	8
图 10：铅锌公司价格业绩弹性.....	8
图 11：全球储量集中在中国、马来西亚、印尼等少数国家.....	9
图 12：中国最大的锡矿生产国.....	9
图 13：印尼出口占全球产量 20%.....	9
图 14：缅甸占中国进口大头.....	9
图 15：中国消费占全球将近一半.....	9
图 16：中国锡消费结构.....	10
图 17：全球主要地区消费结构.....	10
图 18：商业库存到历史低位（千吨）.....	11
图 19：供给连续两年出现不足（吨）.....	11
图 20：秘鲁和印尼减产抵消缅甸增产.....	11
图 21：印尼、秘鲁、玻利维亚、荷兰四国占全球锡贸易比重.....	11
图 22：主要市场消费电子增速（%）.....	11

图 23: 全球半导体销量增长.....	12
图 24: 美国电子行业产能利用率和日本半导体订单同比.....	12
图 25: 日本和北美印刷电路板需求反弹.....	12
图 26: 中国集成电路继续保持 20%以上增速、日本增速反弹.....	12
图 27: 2017 年全球锌精矿仍然短缺.....	12
图 28: 全球冶炼锌产量不及需求增速.....	12
图 29: 2017 年全球锌精矿仍然短缺.....	13
图 30: 进口同比小于去年, 国内紧缺状态维持.....	13
图 31: 进口加工费不及 2000 元/吨人民币.....	13
图 32: 国内加工费在低位.....	13
图 33: 汽车销量增速下滑.....	13
图 34: 新增船舶订单同比小幅下降.....	13
图 35: 一线城市销售面积增速最低, 二线三线超预期.....	14
图 36: 三线城市销售增速维持高位.....	14

## 1. 锡业股份的历史、资产和股权结构

### 1.1. 公司历史沿革

公司是一家注册地在昆明，资产在个旧、文山、郴州等地，专注于基本金属中锌、锡、铜开采冶炼、锡化工的大型地方国有企业。公司于 1999 年在深交所上市。

**2006 年股权分置改革。**2006 年 1 月 24 日公司经股权分置改革相关股东会议审议通过，并与 2006 年 2 月 13 日实施，公司完成股权分置改革，公司股本结构由股改前的非流通股 34,185.6 万股、流通股 19,500 万股，变更为有限售条件的流通股 28,335.6 万股，无限售条件流通股 25,350 万股。国有法人持股比例为 52.11%。

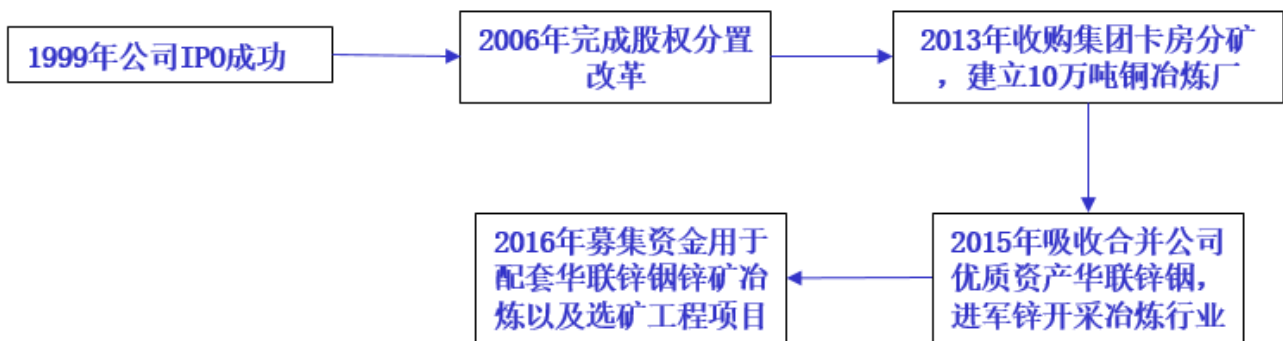
**2013 年非公开发行股票。**公司 2013 年募集资金 40.8 亿元用于 10 万吨铜项目建设、收购云锡控股卡房分矿的采矿权及相关资产。实现铜保有储量增加 12.03 万吨，三氧化钨增加 2.53 万吨，以及新增 2000 吨/日单铜矿选矿和 3000 吨/日多金属选矿的采选能力，以及 10 万吨/年的电铜冶炼能力。其余募集资金用于个旧矿区勘探和偿还银行贷款。

**2015 年公司发行股票购买资产。**公司拟以发行股份为对价，购买华联锌铟 212,072,000 股股份，占华联锌铟总股本的 75.74%，本次交易完成后，锡业股份将持有华联锌铟 75.74% 的股份。华联锌铟公司锌保有资源储量 450 万吨，铟储量 6300 吨。

**2016 年非公开发行股票。**公司拟募集资金不超过 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。

至此，公司完成了云南省内多金属资源开采到冶炼布局，形成上游完整产业链的全球锡产量最大、云南锌产量第三大的有色企业。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.2. 公司资产情况

根据公司公告，公司金属保有储量锡 80 万吨，铜 105 万吨，锌 315 万吨。考虑到文山地区锌矿脉结构、个旧地区公司矿区地质结构，远期储量或较大程度上大于目前已探明储量。产量方面，公司年产精锡 6.5 万吨，锡材 2.5 万吨，锡化工 2 万吨。是全球最大的锡材和锡化工品生产商。子公司华联锌铟年产锌精矿金属量超过 10 万吨。冶炼阴极铜产量 10 万吨。

华联锌铟为公司最优质资产，2015 年金属价格探底，全年净利润仍然达到 4.98 亿元。未来 5 年锡业股份将继续深耕华联锌铟，扩大采选规模。

锡材深加工方面，公司在昆明经开区拥有中国最大的锡材加工中心，年产锡材 2.5 万吨，具有世界先进的锡粉、拉丝、挤压、锡球设备。公司锡材产能 3.83 万吨。产量 2.5 万吨左右。

锡化工方面，公司目前是国内最大的锡无机、有机化工生产基地，产能为 2.4 万吨。

在锡化合物高压合技术、真空技术等居世界一流水平。

在资源开发发面，公司规划继续突出个旧东部的核心地位，用 3 到 5 年时间建成六大坑下生产基地和三大选矿基地，实现新增有色资源储量 200 万吨，采选规模达到 1000 万吨/年。

图 2：公司部分矿权情况

序号	矿山（采矿权）名称	采矿权证号	采矿权到期日	采矿权是否可延期	主要矿种	剩余可开采矿石量（万吨）	品位（%）	金属量（吨）	剩余可开采年限（年）
1	锡业股份有限公司老厂分公司	5300000420427	2024年11月1日	可延期	锡	4,925.4	0.476	157,075	20
					铜		1.233	353,499	
2	锡业股份有限公司卡房分公司	5300000420426	2024年11月1日	可延期	铅	1,267.1	4.755	45,048	20
					锡		0.615	46,534	
3	锡业股份有限公司大屯锡矿	5300000020028	2020年7月5日	可延期	铜	171.34	1.232	123,186	3
					锡		0.506	8,038	
4	云南锡业股份有限公司采选分公司塘子凹矿	C5300002011013240109757	2015年9月11日	可延期	锡	1,608.38	1.123	134,212	10
					铜		1.092	148,219	
5	云南华联锌锡股份有限公司铜街、曼家寨矿区	C5300002011013220105994	2018年2月10日	可延期	锡	9,120.11	0.515	303,138	20
					锌		4.152	3,234,809	
6	云南华联锌锡股份有限公司马关县都龙金石坡	C5300002009083220036355	2019年8月14日	可延期	锡	2,193.15	0.35	12,533	15
					锌		4.412	873,817	
7	云南华联锌锡股份有限公司小老木山锌锡矿	C5300002009083220036171	2020年5月24日	可延期	锡	47.91	1.002	4,803	15
					锌		4.945	23,695	
8	湖南省郴州市屋场坪锡矿	C100000201004310063171	2015年9月30日	可延期	锡	181.01	0.618	11,187	12
					铜		0.256	21,949	

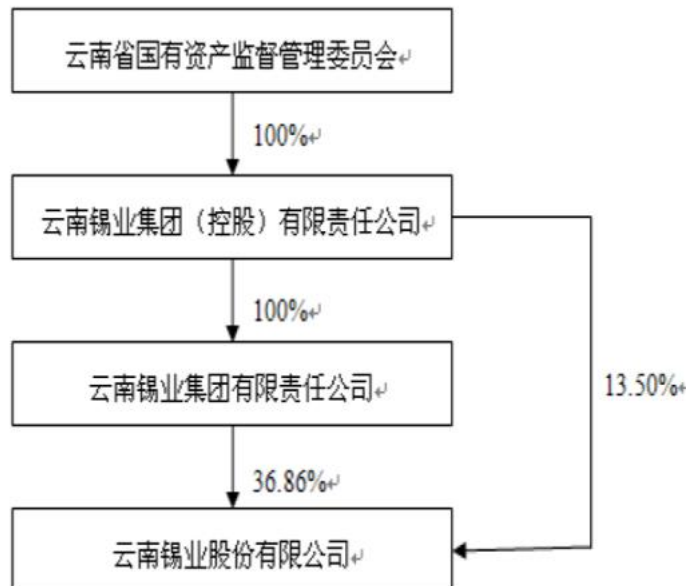
资料来源：云锡集团 2016 年第一期中期票据募集说明书、天风证券研究所

注：部分矿山剩余可开采年限超过采矿权到期时间，主要是由于采矿权证可办理延期，公司已经或正在办理这些矿权的延期手续。最新实际储量应大于账面储量。

### 1.3. 公司股权结构

公司实际控制人为云南锡业集团（控股）有限责任公司。集团直接或者间接持股合计 50.36%。博信优质（天津）股权投资基金合伙企业为公司第二大股东，持股占比 3.95%。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司控股或参股情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股	被参控公司注册资本	投资额	主营业务
1	云锡贸易(上海)有限公司	子公司	100.00	100,000.00	10,000.00	商贸
2	云锡(上海)投资发展有限公司	子公司	100.00	100,000.00	10,000.00	投资与贸易
3	云南锡业郴州矿冶有限公司	子公司	100.00	37,900.00	56,460.58	制造加工业
4	云南华联锌铟股份有限公司	子公司	75.74	28,000.00	308,835.38	锌铟采选
5	云锡(香港)源兴有限公司	子公司	100.00	27,417.02	26,976.59	金属贸易和投资
6	郴州云湘矿冶有限责任公司	子公司	100.00	27,000.00	27,206.14	制造加工业
7	云锡(红河)投资发展有限公司	子公司	100.00	10,000.00	1,000.00	投资与贸易
8	云南锡业锡材有限公司	子公司	100.00	8,483.03	8,899.91	深加工
9	云锡(香港)资源有限公司	子公司	51.00	8,081.10	4,121.36	投资与贸易
10	云南锡业锡化学品有限公司	子公司	100.00	8,067.50	8,067.50	制造加工业
11	云南锡业微电子材料有限公司	子公司	100.00	7,328.89	6,500.00	深加工
12	云南锡业资源(美国)有限公司	子公司	100.00	3,676.02	3,846.32	商贸
13	云南锡业资源德国有限公司	子公司	100.00	2,777.38	2,961.69	商贸
14	和硕县矿产开发服务有限责任公司	子公司	58.06	1,000.00	580.58	矿产开发投资与贸易
15	个旧鑫龙金属有限责任公司	子公司	100.00	480.00	464.00	制造加工业
16	文山天龙锌业有限公司	合营企业	50.00			铅锌冶炼;硫酸生产,销售
17	云南云铜锌业股份有限公司	联营企业	18.88			有色金属冶炼
18	马关云铜锌业有限公司	合营企业	50.00			矿产品收购,冶炼,销售
19	云锡-力宝(香港)资源有限公司	联营企业	26.00			贸易
20	文山云铜矿冶股份有限公司	合营企业	50			矿产品购销

资料来源：公司公告、天风证券研究所

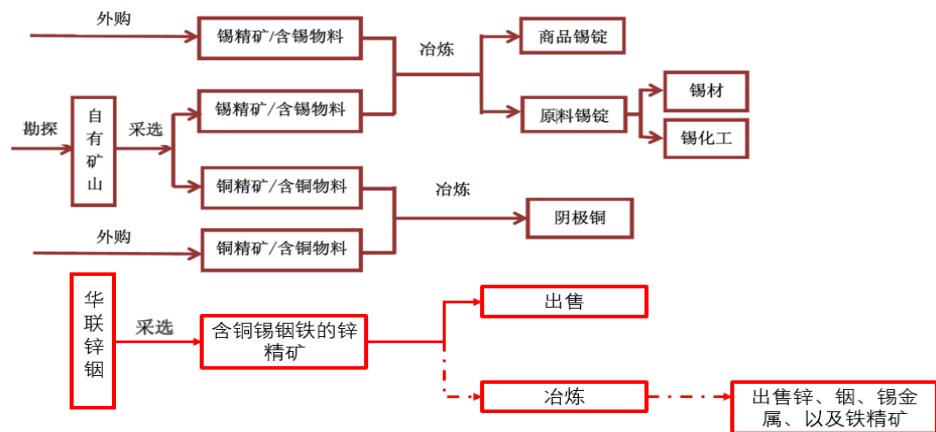
## 2. 战略收缩和革新，深耕锡、锌两大板块

公司是全球最大锡生产商，以及云南第三大锌矿开采商。资源禀赋强。上一轮金属价格下跌至 2015 年底底部区域，在内外部的压力和动力之下，公司在节本增效、深挖潜力上卓有成效，逐步实现革新。未来公司将继续聚焦在锡产业链和锌上游采选冶炼板块上。

### 2.1. 主业迎来反转

公司主营业务分为三大类：1.锡锭及系产品。2.锡锌铜铟矿石采选。3.金属贸易。华联锌铟是公司毛利的主要贡献点。弹性最大来源是锡价变化。

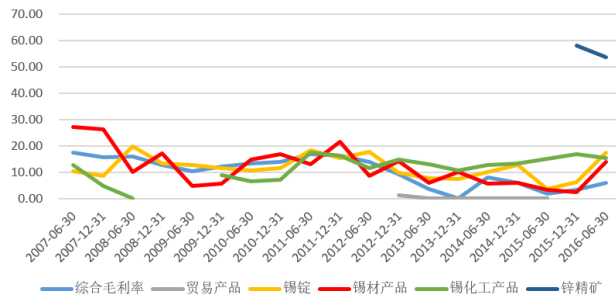
图 5：公司产业链



资料来源：公司公告、天风证券研究所

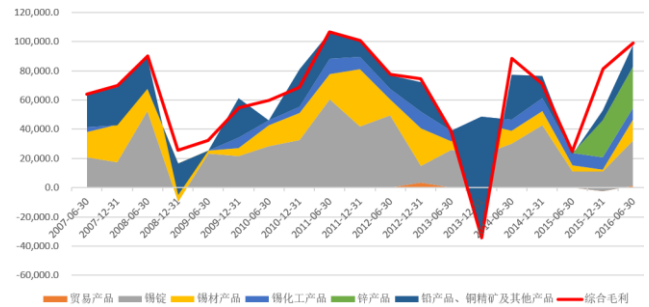
过去锡材、锡锭、和其他产品贡献较高毛利，本轮金属价格上涨，锌精矿、锌铟的毛利跟涨，但由于 2016 年上半年价格处于上涨阶段，均价距离高位有不少差距，因此还没完全反应在企业业绩里。考虑到 2017 年上半年锡、锌均价大幅高于 2016 年上半年，2017 年上半年毛利比 2016 年上半年毛利大概率高 7 亿以上。有望创公司历史新高。

图 6：锡业股份综合毛利率回到 2012 年水平



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司毛利回到历史高位水平



资料来源：Wind、天风证券研究所

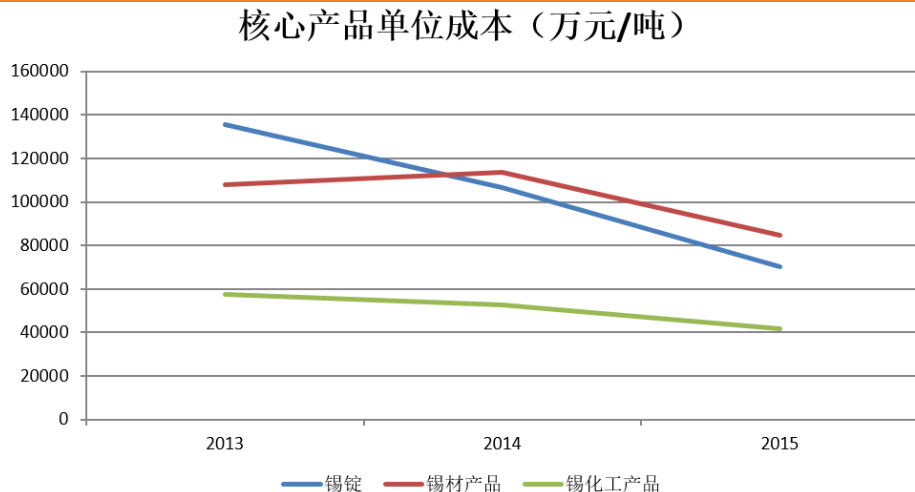
## 2.2. 成本稳步降低

倒逼的国企改革更加高效。金属价格下跌致使公司 2015 年巨亏，在过去 5 年中多次进行大幅资产减值处理。但是，越是行业有困难的大型国企，越是有动力进行改革增效。和中国铝业类似，公司过去几年中在降本增效中做出巨大努力。

公司 2015 年员工总数达到 1.5 万人，2016 年起公司通过内退等方式，逐步降低员工人数，此外，公司管理层去行政级别化，将绩效摆在首位，建立充足的激励机制和淘汰制度。在营销管理上，公司作为全球最大的锡供应商，开始在期货现货上布局，提高公司议价能力。在原料环节，公司矿山和选厂合并一体化，合并成本进行核算考核，降低成本，提高运营协调效率。

反应在公司主要产品上，过去三年锡产品单位成本逐步降低。除去原材料成本下降原因之外，公司得益于改革后更高效的运营效率，锡化工产品 and 锡材产品过去几年毛利率甚至出现上升。

图 8：锡产品单位成本快速下降



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2.3. 一改往日亏损面貌，重回高业绩弹性序列

公司最大的预期差就是过去连续亏损的不利市场形象和如今业绩大幅反转之间的差。公司注入华联锌铟之后，业绩华丽转身。华联锌铟未注入前为集团最优质资产之一。2015 年公司吸收合并华联锌铟，大幅改善公司盈利能力，以及业绩对金属价格的弹性。

图 9：注入华联锌铟后公司价格业绩弹性大幅提升

股本数 (万股)	115,122	147,206	115,122	147,206
	利润弹性 (万元)		每股收益弹性 (EPS)	
产品价格变化幅度	增发前	增发后	增发前	增发后
10%	21,368	36,752	0.19	0.25
50%	106,838	183,761	0.93	1.25
100%	213,675	367,521	1.86	2.50

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司在过去三年累计资产减值 6.23 亿元，2016 年三季报显示公司自 2007 年以来首次出现资产减值回转，单季度自 2014 年以来首次出现资产减值回转。显示公司资产水分大幅缩减，目前仅剩郴州等地区子公司长期亏损，或存留小部分坏账。但整体来看，在产品价格从底部大幅抬升、长年资产减值已经结束的情况下，未来这部分损益对公司实际影响已经降低到最低程度。

在公司运营层面上，公司连续四个季度保持盈利，并且盈利幅度还在扩大。考虑到 2017 年金属价格大幅高于 2016 年平均水平，公司盈利能力有望继续扩大。

锡业股份估值和弹性吸引力开始凸显。横向对比同类型矿山采选公司，在基础锌价下，公司隐含的 PE 为 18.75 倍，同时，驰宏锌锗隐含的 PE 为 18.85 倍，中金岭南 22.44。

图 10：铅锌公司价格业绩弹性

锌平均价格变化 2017 年年化盈利 (万元)	西藏珠峰	盛达矿业	华钰矿业	中金岭南	驰宏锌锗 (增 发后)	建新矿业	锡业股份 (扭 亏、增发后)
+3000	166,882	75,787	47,456	163,193	272,969	107,922	158,814
+2000	160,797	73,394	45,945	149,518	254,575	102,082	150,096
+1000	154,711	71,001	44,434	135,843	236,182	96,243	141,378
基础锌价 (22785)	148,626	68,608	42,923	122,168	217,789	90,404	132,660
2017 预计锌销量 (万吨)	8.90	3.50	2.21	20.00	26.90	8.54	12.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 锡——供需格局大幅改善，价格有望震荡向上

#### 3.1. 全球供需结构——中国消费最多；印尼、缅甸出口最大

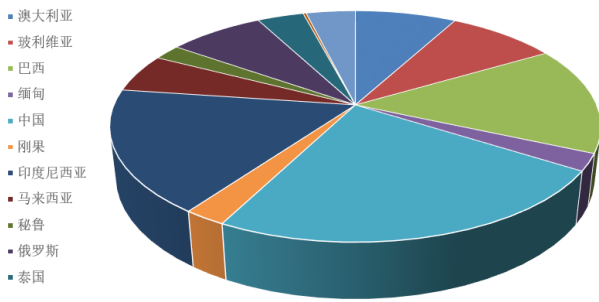
过去几年，精炼锡发生两个重要趋势变化。首先，精炼锡的供需格局由过剩转向短缺，库存开始下降。其次，缅甸高品位矿的冲击影响减弱，缅甸进口矿品位快速下滑，并且由于掠夺式开采，导致缅甸矿的开采规模难以扩大，矿山寿命大幅缩减。预计未来缅甸矿供给维持稳定，难以有显著增长。

全球储量主要集中在中国、马来西亚、印尼等少数国家。产量上中国、印尼、缅甸是最大的精矿生产国。其中中国主要用于自身消费，印尼和缅甸是全球最大的两个出口国。印尼出口量随着政策趋于更加严格、锡砂矿品位下降严重，导致成本提升，产量下降连年下降。缅甸目前在采以露天矿为主。缅甸静态储量仅 11 万吨，年产 3.3 万吨锡精矿左右。缅甸表层 5% 以上富矿已经接近消耗殆尽，目前主力在采矿山品位下降至 3% 左右。预计未来会进一步下滑。考虑到缅甸静态可采年限仅为 3.3 年左右，预计缅甸未来产量难以增长，甚至可能出现下滑。

中国 2012 年之前进口较少，锡砂矿每年进口不及 5 万吨，折合锡金属不到 3000 吨。自从缅甸高品位低成本矿开发后，中国进口大幅增加。低成本矿石冲击中国云南锡产业。由于缅甸地理和成本优势（靠近中国，更靠近中国锡生产冶炼基地个旧），致使中国和全球锡价大幅下跌。

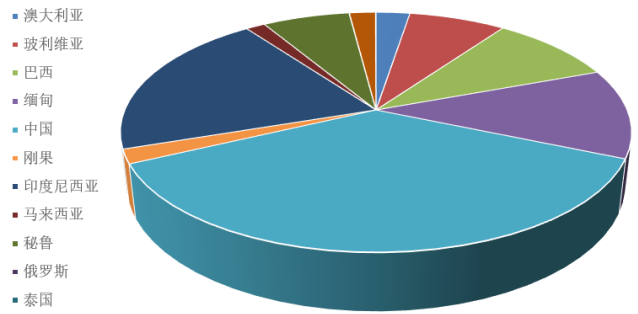


图 11：全球储量集中在中国、马来西亚、印尼等少数国家



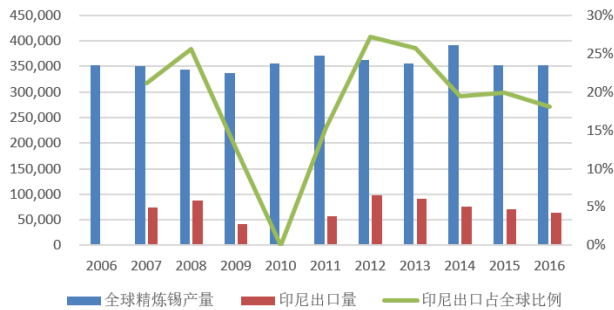
资料来源：USGS、天风证券研究所

图 12：中国最大的锡矿生产国



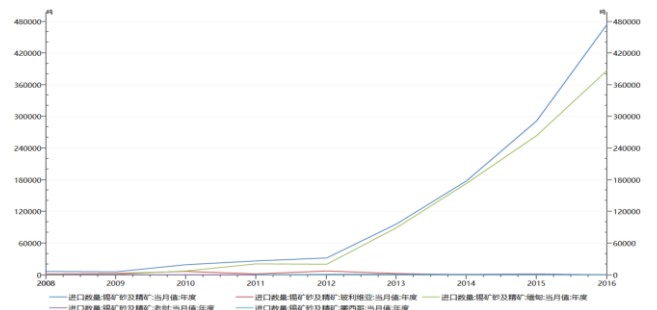
资料来源：USGS、天风证券研究所

图 13：印尼出口占全球产量 20%



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

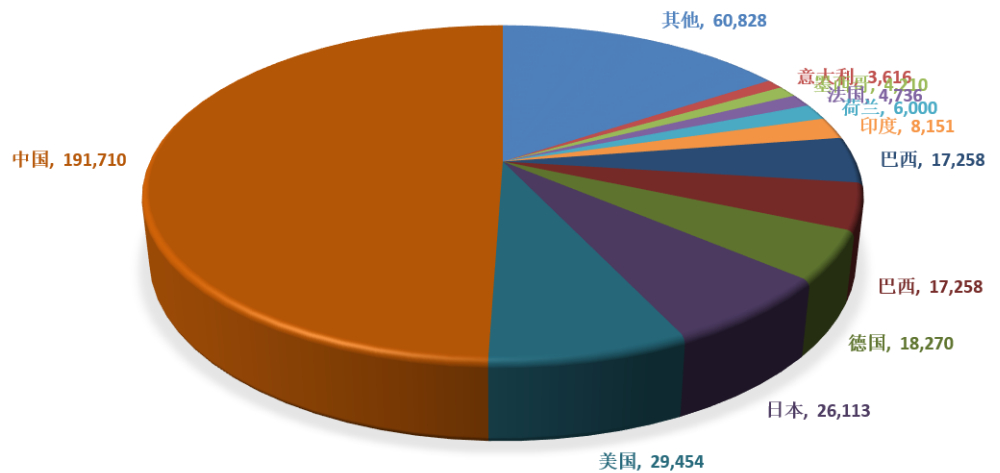
图 14：缅甸占中国进口大头



资料来源：Wind、天风证券研究所

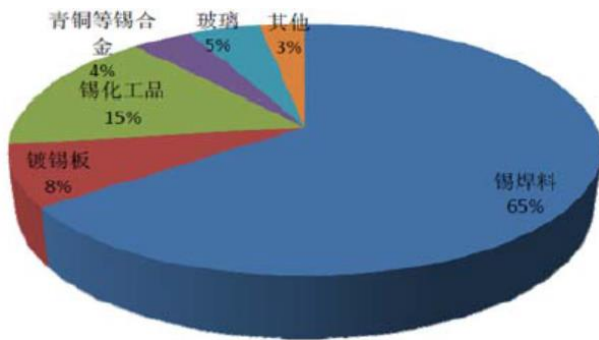
中国是全球最大锡消费国和生产国。中国的消费量占全球将近一半。和全球的消费结构不同，中国一半的锡消费用于电子焊锡领域。欧美地区锡化工占比量更大一些。这主要是因为产业分工上，中国在电子工业领域是全球第一大制造国，耗用大量锡。

图 15：中国消费占全球将近一半



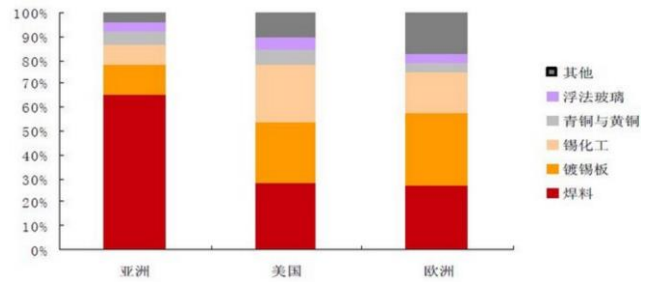
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 16：中国锡消费结构



资料来源：ITRI、天风证券研究所

图 17：全球主要地区消费结构



资料来源：ITRI、天风证券研究所

### 3.2. 锡价有望继续上涨——度过供给冲击，锡重回供给不足

商业库存接近历史低位、供需重回不足、需求稳步增长而供给品位逐步下降，共同构成锡价持续高位的逻辑。全球锡的静态可采年限为 16 年，是基本金属里可采年限最少的品种。并且近年来全球未发现大型锡矿，动态增储量小。

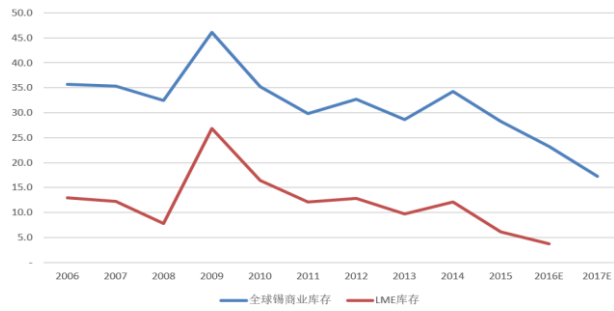
当前锡最接近锌 2016 年的情况。锌自 2014 年出现矿石端短缺后一直在消耗库存。直到 2016 年初，矿石的商业库存达到历史底部、Lisheen 和 Century 两个超级大框退出产能，2016 年需求超预期增长，共同构筑锌价持续性上涨。

当前锡库存接近历史低位，2015 年底商业库存为 2.83 万吨。到 2016 年底，预计为 2.33 万吨。考虑到 2017 年中国供给继续受到环保因素限制，需求端马口铁和锡焊继续小幅增长，2017 年库存可能进一步降低至 1.3 万吨。商业库存或只能维持不足一个月的消费量。

供需端过去两年由于锡价大幅下跌，导致中国锡矿大面积亏损。中国锡精矿产量在 2015 年达到顶峰 11 万吨后，2016 年产量下降 1 万吨至 10 万吨。全球其他地区保持相对均衡。这是由于尽管缅甸的产量上升，但是印尼、秘鲁等地的产量今年来持续下滑，导致增产和减产相互抵消。整体来看，2016 年全球锡精矿含金属产量下滑 9000 吨，下滑 3.12%。此外，根据统计，缅甸的静态锡储量仅为 11 万吨，按照目前每年 3.3 万吨的产量，静态年限不足 4 年。并且缅甸是掠夺式开采，极大损害矿山可采寿命，预计未来缅甸因素会成为助推价格上涨的因素。

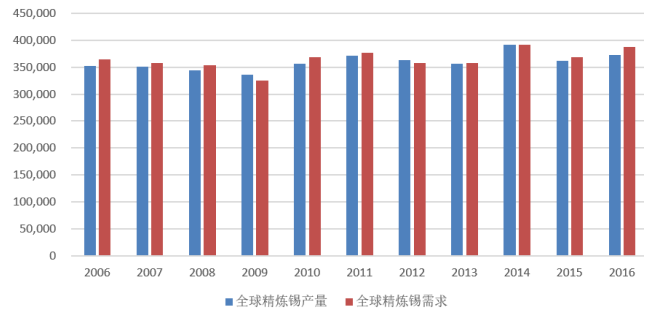
从公司层面来看，秘鲁锡矿几乎被明苏公司垄断。近年来入选品位不断下降是秘鲁锡矿减产的主要原因。从过去 6%左右品位一路下降，2015 年品位还在 2%以上，至 2016 年入选品位下滑至 2%以下，仅为 1.8%。印尼矿石最为特殊，在海岸线延伸处。印尼最大的锡开采冶炼上 PT Timah 开采难度和成本不断上升，过去开采深度为水下 5 米到 20 米，2013 年最深开采深度超过 60 米，目前主要开采深度在 50 米附近，成本普遍上升，目前平均成本在 13 万元/吨左右。PT Timah 过去 8 年毛利从最高 2.82 亿美金下跌至 2015 年仅为 5128 万美金。净利润从最高 1.39 亿美金下降至 2015 年 759 万美金。2016 年仅为 1894 万美金。

图 18：商业库存到历史低位（千吨）



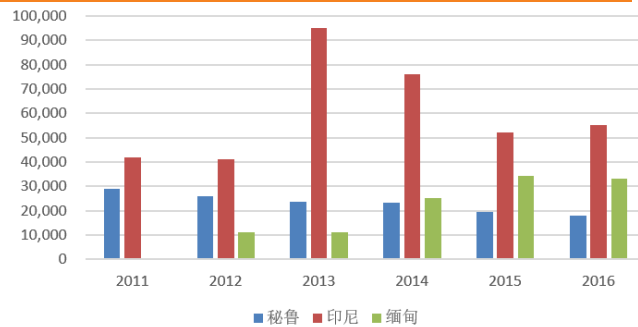
资料来源：WMBS、Wind、天风证券研究所

图 19：供给连续两年出现不足（吨）



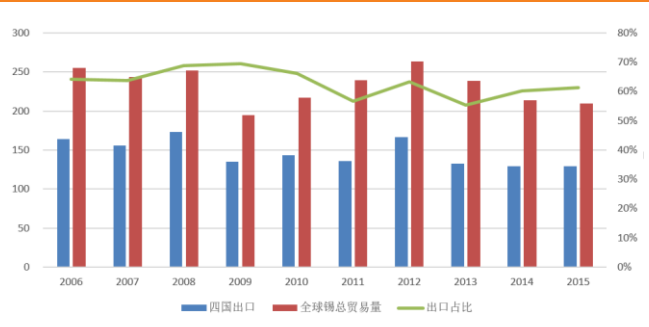
资料来源：WMBS、天风证券研究所

图 20：秘鲁和印尼减产抵消缅甸增产



资料来源：Wind、天风证券研究所

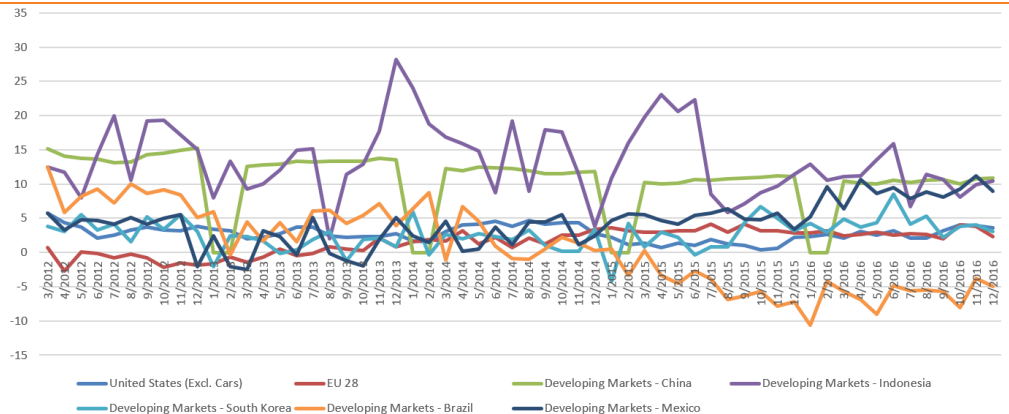
图 21：印尼、秘鲁、玻利维亚、荷兰四国占全球锡贸易比重



资料来源：WMBS、天风证券研究所

需求端马口铁、锡焊小幅增长。预计 2017 年继续小幅增长。2016 年全球锡消费量增长 5%。主要是受到电子产品复苏、马口铁消费持续增长影响。全球锡消费中 52%来自焊料、18%来自马口铁、14%来自化工、合金占 5%、浮法玻璃占 2%，其他合计占 9%。下游电子工业行业是中国以及东亚地区锡消费的绝对主导地位。目前，国内电子焊锡料占总消费的 50%。

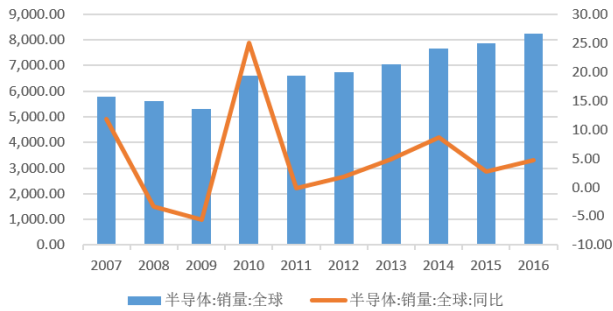
图 22：主要市场消费电子增速（%）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

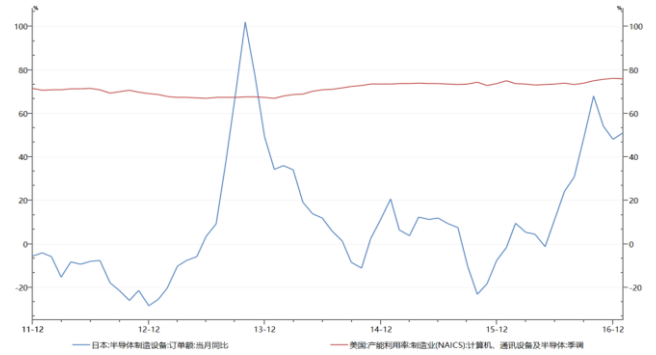
全球半导体销售量持续增长。可穿戴设备、无人飞行器、汽车电子的需求和渗透率不断攀升，成为下一个增量需求点。长期来看，未来半导体产量和需求因这些新增市场而持续增长，并拉动锡消费。

图 23：全球半导体销量增长



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：美国电子行业产能利用率和日本半导体订单同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

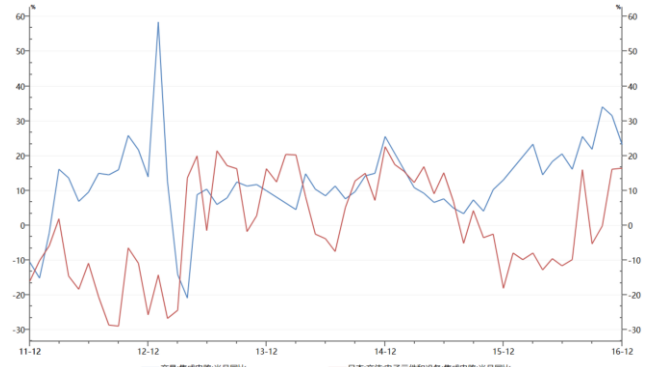
在印刷电路板和集成电路方面，全球主要生产和消费市场继续保持增长。尤其是集成电路方面，中国增速保持在20%以上，日本经过2016年上半年低迷之后，生产出现快速反弹。

图 25：日本和北美印刷电路板需求反弹



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：中国集成电路继续保持20%以上增速、日本增速反弹

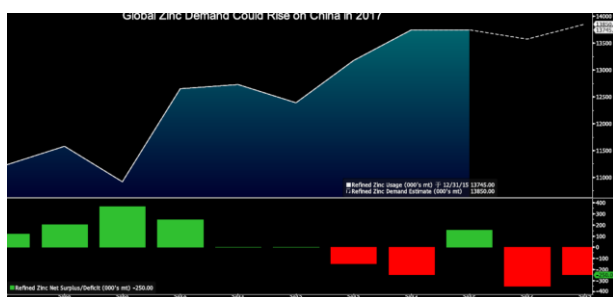


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 锌短缺从精矿传导至锌锭，价格继续震荡上行

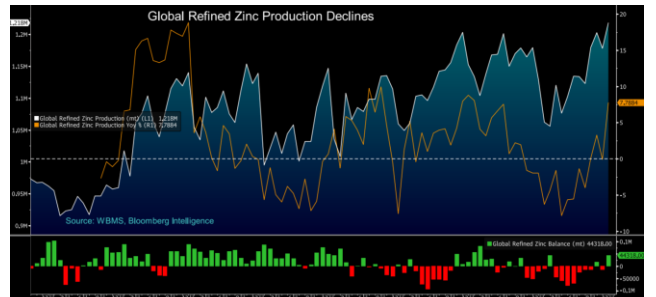
2017 年锌精矿仍然维持短缺，并且锌精矿的短缺大概率会传递到精炼锌上。目前国内锌精矿冶炼加工费在 4000 元/吨左右，进口锌精矿冶炼加工费不到 2000 元/吨。过低的进口冶炼加工费成为阻碍国内进口锌精矿的主要原因。更加加快国内精炼锌去库存。

图 27：2017 年全球锌精矿仍然短缺



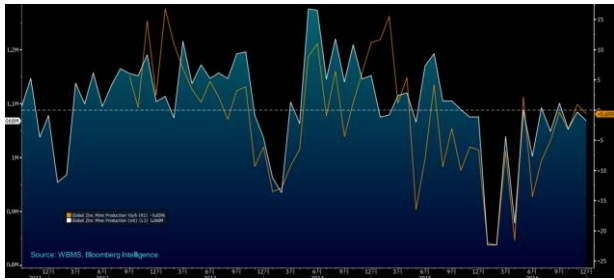
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 28：全球冶炼锌产量不及需求增速



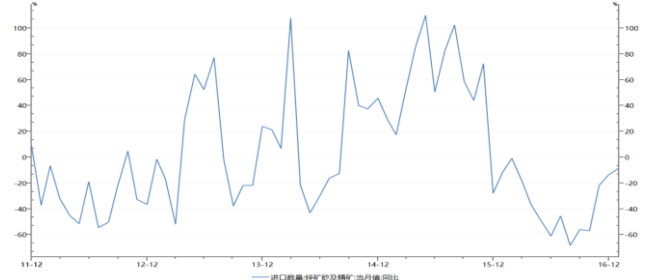
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 29：2017 年全球锌精矿仍然短缺



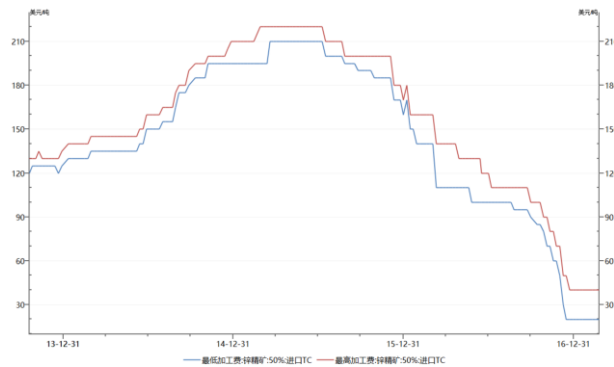
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 30：进口同比小于去年，国内紧缺状态维持



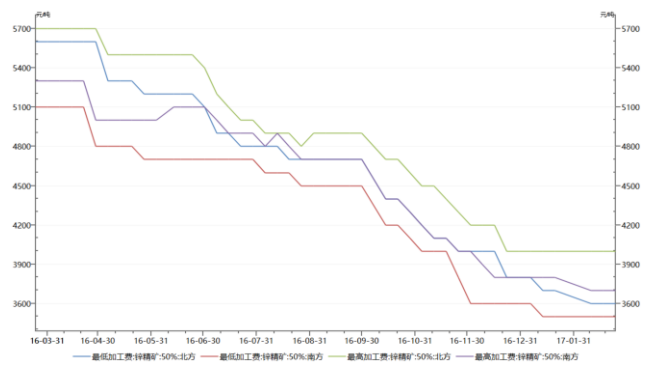
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：进口加工费不及 2000 元/吨人民币



资料来源：Wind、天风证券研究所

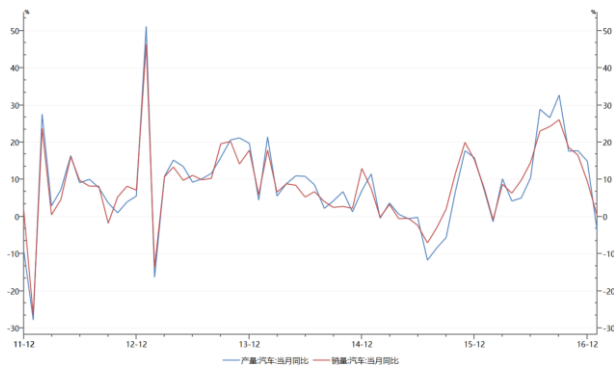
图 32：国内加工费在低位



资料来源：Wind、天风证券研究所

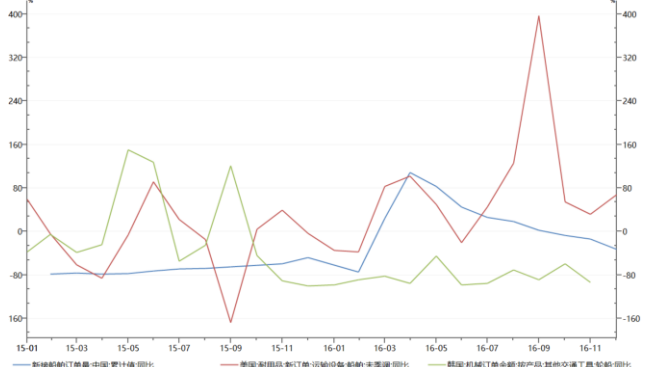
海外需求增速预计维持 2%左右，主要增量是来自于东南亚和印度地区。美国在特朗普基建投资预期之下，但实际行动需要等到计划发布以及国会通过。中国是全球锌需求总量变化和边际变化的最重要来源，是需求端最大的影响因素。国内需求端今年亮点在基建，23 省出台基建方案累计超过 40 万亿。汽车预计在 5%左右增速。尽管市场对地产行业表示谨慎或者悲观，但是今年以来，三四线城市表现超预期。一种解释是：在一二线城市房价带动下，人口出现回流现象，部分暂时不在一二线买房的外地居民开始选择在本来的三四线城市购买。预计今年国内锌需求增速有望达到 3%以上。

图 33：汽车销量增速下滑



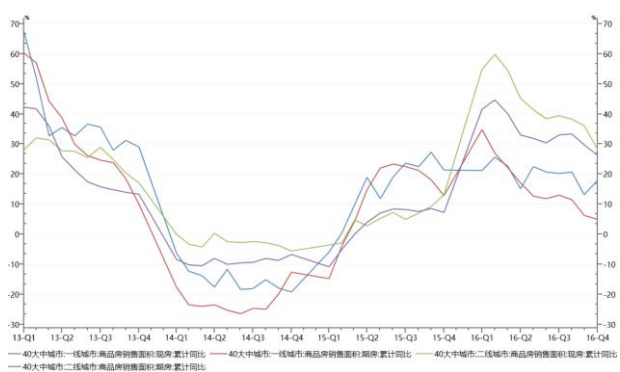
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34：新增船舶订单同比小幅下降



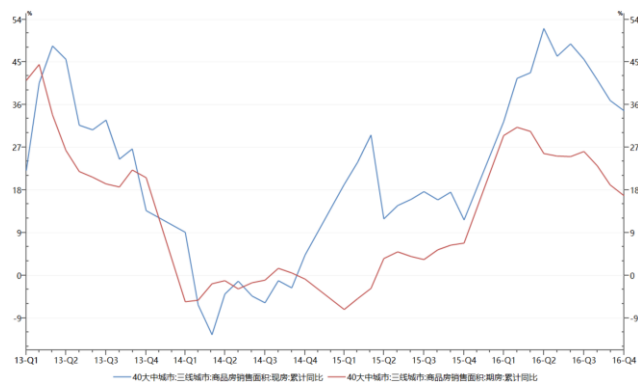
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：一线城市销售面积增速最低，二线三线超预期



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：三线城市销售增速维持高位



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

补库存周期或在 2 季度被证伪、美国基建低于预期、全球货币政策收紧超预期带来的商品价格下跌风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,208.60	2,845.55	2,245.54	2,614.85	2,753.45
应收账款	1,710.69	718.20	1,180.41	411.91	455.57
预付账款	94.28	198.95	259.29	97.41	285.99
存货	5,869.50	3,308.92	7,403.97	2,946.43	9,211.03
其他	1,156.54	1,368.10	562.93	1,613.20	714.59
<b>流动资产合计</b>	<b>10,039.60</b>	<b>8,439.72</b>	<b>11,652.15</b>	<b>7,683.80</b>	<b>13,420.62</b>
长期股权投资	0.00	416.78	416.78	416.78	416.78
固定资产	9,626.42	12,129.59	12,371.72	12,471.23	12,475.43
在建工程	931.02	1,417.42	1,142.30	977.22	878.17
无形资产	925.19	3,682.13	3,361.55	3,040.97	2,720.39
其他	1,059.49	1,512.23	1,517.76	1,548.16	1,426.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,542.13</b>	<b>19,158.15</b>	<b>18,810.11</b>	<b>18,454.35</b>	<b>17,917.21</b>
<b>资产总计</b>	<b>22,581.73</b>	<b>27,597.87</b>	<b>30,462.26</b>	<b>26,138.16</b>	<b>31,337.83</b>
短期借款	9,987.79	11,415.29	15,264.49	11,069.83	14,204.05
应付账款	1,561.02	1,293.60	1,256.59	1,405.53	1,302.35
其他	835.88	1,566.77	907.70	1,116.21	1,232.19
<b>流动负债合计</b>	<b>12,384.70</b>	<b>14,275.66</b>	<b>17,428.78</b>	<b>13,591.57</b>	<b>16,738.59</b>
长期借款	963.36	1,181.15	1,732.80	0.00	600.87
应付债券	1,195.83	1,997.30	1,462.20	1,551.78	1,670.43
其他	916.83	1,436.67	948.90	1,100.80	1,162.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,076.01</b>	<b>4,615.12</b>	<b>4,143.91</b>	<b>2,652.58</b>	<b>3,433.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>15,460.71</b>	<b>18,890.78</b>	<b>21,572.69</b>	<b>16,244.15</b>	<b>20,172.01</b>
少数股东权益	49.54	990.29	989.13	974.23	916.01
股本	1,151.22	1,472.06	1,472.06	1,486.69	1,486.69
资本公积	5,217.81	6,671.76	6,671.76	6,671.76	6,671.76
留存收益	5,957.85	6,330.17	6,428.39	7,433.09	8,763.12
其他	(5,255.40)	(6,757.18)	(6,671.76)	(6,671.76)	(6,671.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,121.02</b>	<b>8,707.09</b>	<b>8,889.57</b>	<b>9,894.01</b>	<b>11,165.82</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22,581.73</b>	<b>27,597.87</b>	<b>30,462.26</b>	<b>26,138.16</b>	<b>31,337.83</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.36	(1,773.08)	98.22	1,004.70	1,330.03
折旧摊销	595.95	926.00	839.98	872.55	901.82
财务费用	803.48	803.80	1,040.97	988.77	912.06
投资损失	0.00	(18.34)	(34.30)	(34.30)	(34.30)
营运资金变动	795.19	2,929.74	(4,851.30)	4,832.86	(5,463.39)
其它	(501.20)	(837.37)	15.84	(16.69)	(62.69)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,730.78</b>	<b>2,030.76</b>	<b>(2,890.60)</b>	<b>7,647.89</b>	<b>(2,416.46)</b>
资本支出	(343.53)	6,540.03	974.17	334.50	425.08
长期投资	0.00	416.78	0.00	0.00	0.00
其他	(433.21)	(7,510.19)	(1,441.86)	(783.01)	(874.38)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(776.74)</b>	<b>(553.38)</b>	<b>(467.69)</b>	<b>(448.51)</b>	<b>(449.30)</b>
债权融资	12,715.58	15,520.14	19,234.10	13,378.14	17,294.53
股权融资	(842.30)	892.57	(955.48)	(974.04)	(911.94)
其他	(13,908.74)	(16,471.06)	(15,520.35)	(19,234.17)	(13,378.23)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,035.46)</b>	<b>(58.35)</b>	<b>2,758.28</b>	<b>(6,830.07)</b>	<b>3,004.36</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,081.42)</b>	<b>1,419.03</b>	<b>(600.01)</b>	<b>369.31</b>	<b>138.59</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>26,133.65</b>	<b>31,079.20</b>	<b>23,637.26</b>	<b>27,524.78</b>	<b>28,983.63</b>
营业成本	24,535.64	30,016.96	21,419.62	24,039.52	25,003.69
营业税金及附加	39.30	60.16	37.63	46.16	50.28
营业费用	160.32	174.33	132.58	154.39	162.57
管理费用	572.19	1,226.34	698.90	834.20	959.68
财务费用	823.07	834.59	1,040.97	988.77	912.06
资产减值损失	141.86	279.47	300.00	240.44	273.30
公允价值变动收益	(1.71)	2.29	17.00	(1.80)	(4.47)
投资净收益	58.70	39.98	34.30	34.30	34.30
其他	(113.99)	(84.52)	(102.60)	(65.01)	(59.66)
<b>营业利润</b>	<b>(81.75)</b>	<b>(1,470.40)</b>	<b>58.86</b>	<b>1,253.80</b>	<b>1,651.87</b>
营业外收入	136.02	55.78	94.20	95.34	81.77
营业外支出	3.86	60.65	23.67	29.39	37.90
<b>利润总额</b>	<b>50.41</b>	<b>(1,475.26)</b>	<b>129.40</b>	<b>1,319.75</b>	<b>1,695.74</b>
所得税	13.05	297.82	32.35	329.94	423.94
<b>净利润</b>	<b>37.36</b>	<b>(1,773.08)</b>	<b>97.05</b>	<b>989.81</b>	<b>1,271.81</b>
少数股东损益	2.88	195.55	(1.17)	(14.89)	(58.22)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>34.48</b>	<b>(1,968.63)</b>	<b>98.22</b>	<b>1,004.70</b>	<b>1,330.03</b>
每股收益(元)	0.02	(1.34)	0.07	0.68	0.89

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.21%	18.92%	-23.95%	16.45%	5.30%
营业利润	-95.06%	1698.71%	-104.00%	2030.05%	31.75%
归属于母公司净利润	-102.57%	-5809.64%	-104.99%	922.96%	32.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6.11%	3.42%	9.38%	12.66%	13.73%
净利率	0.13%	-6.33%	0.42%	3.65%	4.59%
ROE	0.49%	-25.51%	1.24%	11.26%	12.98%
ROIC	2.96%	-4.35%	4.15%	6.91%	10.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.47%	68.45%	70.82%	62.15%	64.37%
净负债率	-13.05%	17.65%	5.91%	0.94%	2.25%
流动比率	0.81	0.59	0.67	0.57	0.80
速动比率	0.34	0.36	0.24	0.35	0.25
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.41	25.59	24.90	34.57	66.82
存货周转率	4.39	6.77	4.41	5.32	4.77
总资产周转率	1.16	1.24	0.81	0.97	1.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	-1.34	0.07	0.68	0.89
每股经营现金流	1.18	1.38	-1.96	5.20	-1.64
每股净资产	4.80	5.24	5.37	6.00	6.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	615.65	-10.78	216.13	21.34	16.12
市净率	3.00	2.75	2.69	2.40	2.09
EV/EBITDA	22.95	122.58	19.42	10.15	10.23
EV/EBIT	41.17	-50.28	34.26	14.10	13.83

### 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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com