

锡业股份(000960)

缅甸锡矿下滑扭转全球供需,受益锡、锌价上涨

事件: 近期缅甸锡矿供给下滑受到持续关注, 我们邀请国内锡行业龙头公 司锡业股份 董秘 张扬总解读行业供需变化和公司经营进展,我们对近期 锡行业变化和公司盈利情况做一更新。

公司经营效益持续改善

公司 2017 年以来生产经营持续改善, 2017 年 Q1、H1 和 Q3 整体归母净利 润分别比 2016 同期调整后同比实现扭亏、增长 7165%、890%, 2017 四季 度锡价同比微幅增长,年化有望持续保持高增长。

缅甸供给下滑,全球锡供需关系扭转

中国 2012 年之前进口较少, 锡砂矿每年进口不及 5 万吨, 折合锡金属量不 及 3000 吨。 自从 2015 年缅甸高品位低成本矿开发后, 中国进口大幅增加。 由于缅甸地理和成本优势,致使中国和全球锡价出现大幅下跌。缅甸进口 锡精矿折合金属吨 2016 年接近 6 万吨左右,约占国内需求近 1/3。考虑 2017 年以来缅甸矿的供应开始下滑(未来可能在4万吨或以下水平),其他国家 地区没有大量新增供给补充,近年全球锡的供需相对平衡,国际市场、国 内市场可能会同步呈现短缺的情况,锡价有望持续攀升。

公司原料自给率可观, 受益锡、锌价格上涨

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 10 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%。全球锡供需情况逐渐扭转, 锌库存处于历史地位, 公司有 望持续受益锌、锡价格上涨。

盈利预测与评级:

考虑缅甸矿山供给下滑并且持续在相对低位,锡价有望持续上涨, 2017 年锡均价接近 14.5 万元,预计 18-19 年锡均价仍大概率保持高位,达到 14.8 万/吨,15.5 万/吨左右水平,受益锡价上涨分别将公司2018-19 年盈利预 测由 0.66 元/股、0.71 元/股上调为 0.72 元/股、0.84 元/股,对应当前收盘 价动态 PE 为 22 倍、18.4 倍,维持"买入评级"。

风险提示: 缅甸锡矿超预期供给, 需求大幅下滑

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31,079.20	33,429.06	34,766.22	36,504.53	40,520.03
增长率(%)	18.92	7.56	4.00	5.00	11.00
EBITDA(百万元)	260.79	2,055.90	2,839.67	3,259.16	3,739.23
净利润(百万元)	(1,968.63)	136.12	854.52	1,196.67	1,404.53
增长率(%)	(5,809.64)	(106.91)	527.78	40.04	17.37
EPS(元/股)	(1.18)	0.08	0.51	0.72	0.84
市盈率(P/E)	(13.16)	190.27	30.31	21.64	18.44
市净率(P/B)	3.36	3.29	2.89	2.55	2.24
市销率(P/S)	0.83	0.77	0.74	0.71	0.64
EV/EBITDA	122.58	15.55	14.49	10.07	10.22

资料来源: wind, 天风证券研究所

证券研究报告 2018年01月29日

6.46

60.61

16.27/10.57

JAMIN AX	
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	15.58 元
目标价格	18 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) 1,209.42
A 股总市值(百万元)	25,999.54
流通 A 股市值(百万	元) 18,842.81

作者

每股净资产(元)

资产负债率(%)

一年内最高/最低(元)

投咨评级

杨诚笑 分析师

SAC 执业证书编号: S1110517020002 yangchengxiao@tfzq.com

SAC 执业证书编号: S1110516110003 sunliang@tfzq.com

分析师 SAC 执业证书编号: S1110517030003 tianyuan@tfzq.com

王小芃

分析师 SAC 执业证书编号: S1110517060003

wangxp@tfzq.com



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《锡业股份-半年报点评:锡锌回暖、 改革见效》 2017-09-07
- 2《锡业股份-公司深度研究:锌矿新贵, 长期亏损形象到业绩高增长的预期差》 2017-03-08



事件: 近期缅甸锡矿供给,2018年1月23日下午15:30我们邀请国内锡行业龙头公司锡业股份 董秘 张扬解读行业供需变化和公司经营进展。

锡业股份作为国内最大的锡的龙头公司,也是锌的龙头公司,这两年经过行业的调整之后 出现了大的反转,公司 2017 年以来业绩表现持续增长。附电话会议交流情况:

一、基本情况介绍

锡业股份是国内锡行业的龙头企业,近两年公司的内部管理得到进一步加强,推行的矿山 一体化、产购销一体化等一系列深化改革,红利逐步释放,业绩稳步向好。

二、提问环节

1、行业总体供需情况目前如何?

供给端方面:国外来看,东南亚、南美地区供应量不会有大的增长,其他部分高产地区的资源开采利用方式导致其成本上升,产量下降。国内来看,目前没有大的新矿山出现,虽然部分矿山有一定增量,但增幅有限。

需求端方面:需求端整体小幅上升。主要应用领域在焊料,单一电子产品用锡量很小,总体成本影响不会太大。

供需关系整体情况:近年来全球锡的供需基本是一个相对平衡的状况,未来如果部分地区 锡精矿产量如预期下滑,则意味将来国际市场、国内市场可能会同步呈现短缺的情况。

2、锡行业需求是如何细分的?

锡的消费情况来看,锡焊料占 60%左右,其他马口铁、玻璃用锡、锡化工产品等占 40%左右,其中马口铁和玻璃用锡的数量相对较大。从区域消费的分布来看,中国约 18 万吨,日本约 2.6 万吨,亚洲其他国家和地区约 6 万吨,美国约 3 万吨,欧洲接近 6 万吨左右的水平。

3、整个锡行业受环保政策影响如何?

锡行业受环保影响比较明显,多数冶炼厂2016年下半年以及2017年不同程度都因环保因素阶段性停产,而锡业股份没有受到影响。对于环保投入相对不足的其他锡生产企业来说, 其运营成本会受到一定影响。

4、目前行业加工费变化情况以及后续变化情况如何?

2017年下半年以来由于原料供应整体偏紧,整个行业加工费进一步收窄,未来可能还会有一定程度收窄的空间。

5、目前公司的自给率情况

公司的产品产量近几年处于基本稳定的状态。锡冶炼自给率约 40%;铜冶炼自给率约 30% 左右,未来锌冶炼可实现自给率 100%。



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,845.55	2,652.08	2,781.30	2,920.36	3,241.60	营业收入	31,079.20	33,429.06	34,766.22	36,504.53	40,520.03
应收账款	718.20	1,276.15	1,456.39	302.63	369.21	营业成本	30,016.96	31,075.80	31,324.37	32,708.06	36,143.87
预付账款	198.95	138.25	216.46	131.81	263.64	营业税金及附加	60.16	133.02	139.06	120.65	145.87
存货	3,308.92	3,928.11	6,768.25	2,827.52	9,166.90	营业费用	174.33	169.95	236.41	233.63	239.07
其他	1,368.10	1,000.75	1,797.63	1,001.50	2,015.56	管理费用	1,226.34	846.00	938.69	941.82	1,029.21
流动资产合计	8,439.72	8,995.35	13,020.03	7,183.83	15,056.91	财务费用	834.59	744.95	774.25	607.80	521.23
长期股权投资	416.78	415.04	415.04	415.04	415.04	资产减值损失	279.47	(51.23)	68.00	25.00	30.00
固定资产	12,129.59	11,879.90	11,909.84	11,682.11	11,286.79	公允价值变动收益	2.29	(9.13)	9.54	(6.36)	1.06
在建工程	1,417.42	1.614.78	1,004.87	650.92	420.55	投资净收益	39.98	(40.22)	20.00	18.00	20.00
无形资产	3,682.13	3,952.24	3,841.78	3,731.31	3,620.84	其他	(84.52)	98.70	(59.08)	(23.28)	(42.12)
其他	1,512.23	1,567.88	1,603.11	1,484.28	1,458.48	营业利润	(1,470.40)	461.21	1,314.98	1,879.22	2,431.84
非流动资产合计	19,158.15	19,429.83	18,774.62	17,963.65	17,201.69	营业外收入	55.78	58.51	83.44	65.91	69.29
资产总计	27,597.87	28,425.18	31,794.66	25,147.48	32,258.60	营业外支出	60.65	176.65	80.39	105.89	120.98
短期借款	11,415.29	12,820.48	14,771.46	7,517.87	12,011.08	利润总额	(1,475.26)	343.07	1,318.04	1,839.24	2,380.15
应付账款	1,293.60	1,722.78	1,516.41	1,706.14	1,896.18	所得税	297.82	100.08	329.51	423.02	523.63
其他	1.566.77	1,244.21	1,141.35	1,384.75	1,187.43	净利润	(1,773.08)	242.98	988.53	1,416.21	1,856.52
流动负债合计	14,275.66	15,787.47	17,429.23	10,608.75	15,094.69	少数股东损益	195.55	106.86	134.00	219.55	451.99
长期借款	1,181.15	1,027.30	1,445.70	0.00	943.90	归属于母公司净利润	(1,968.63)	136.12	854.52	1,196.67	1,404.53
应付债券	1,997.30	1,445.37	1,546.17	1,662.95	1,551.50	每股收益(元)	(1.18)	0.08	0.51	0.72	0.84
其他	1,436.67	1,203.92	1,185.81	1,275.47	1,221.73	5.24 E.L.	()				
非流动负债合计	4,615.12	3,676.59	4,177.67	2,938.41	3,717.12						
负债合计	18,890.78	19,464.06	21,606.90	13,547.17	18,811.81	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	990.29	1,089.29	1,216.59	1,432.48	1,874.42	成长能力					
股本	1,472.06	1,472.06	1,668.78	1,668.78	1,668.78	营业收入	18.92%	7.56%	4.00%	5.00%	11.00%
资本公积	6,671.76	6,672.69	6,672.69	6,672.69	6,672.69	营业利润	1698.71%	-131.37%	185.12%	42.91%	29.41%
留存收益	6,330.17	6,447.87	7,302.39	8,499.06	9,903.58	归属于母公司净利润	-5809.64%	-106.91%	527.78%	40.04%	17.37%
其他	(6,757.18)	(6,720.77)	(6,672.69)	(6,672.69)	(6,672.69)	获利能力					
股东权益合计	8,707.09	8,961.12	10,187.76	11,600.31	13,446.79	毛利率	3.42%	7.04%	9.90%	10.40%	10.80%
负债和股东权益总	27,597.87	28,425.18	31,794.66	25,147.48	32,258.60	净利率	-6.33%	0.41%	2.46%	3.28%	3.47%
						ROE	-25.51%	1.73%	9.53%	11.77%	12.14%
						ROIC	-4.35%	4.30%	7.63%	7.90%	13.49%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	(1,773.08)	242.98	854.52	1,196.67	1,404.53	资产负债率	68.45%	68.47%	67.96%	53.87%	58.32%
折旧摊销	926.00	896.13	750.44	772.14	786.16	净负债率	17.65%	5.86%	9.97%	3.41%	5.56%
财务费用	803.80	719.28	774.25	607.80	521.23	流动比率	0.59	0.57	0.75	0.68	1.00
投资损失	(18.34)	2.67	(20.00)	(18.00)	(20.00)	速动比率	0.36	0.32	0.36	0.41	0.39
营运资金变动	2,929.74	(599.67)	(4,418.74)	6,585.37	(7,512.47)	营运能力					
其它	(837.37)	536.72	143.54	213.19	453.05	应收账款周转率	25.59	33.52	25.45	41.51	120.62
经营活动现金流	2,030.76	1,798.12	(1,915.99)	9,357.16	(4,367.50)	存货周转率	6.77	9.24	6.50	7.61	6.76
资本支出	6,540.03	1,298.53	78.11	(9.66)	103.74	总资产周转率	1.24	1.19	1.15	1.28	1.41
长期投资	416.78	(1.75)	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(7,510.19)	(2,780.72)	(124.91)	(47.81)	(134.49)	每股收益	-1.18	0.08	0.51	0.72	0.84
投资活动现金流	(553.38)	(1,483.94)	(46.80)	(57.47)	(30.76)	每股经营现金流	1.22	1.08	-1.15	5.61	-2.62
债权融资	15,520.14	15,796.54	18,429.46	9,879.46	15,129.19	每股净资产	4.62	4.72	5.38	6.09	6.93
股权融资	892.57	(699.41)	(526.94)	(604.47)	(516.86)	估值比率					
其他	(16,471.06)	(15,772.27)	(15,810.52)	(18,435.61)	(9,892.83)	市盈率	-13.16	190.27	30.31	21.64	18.44
筹资活动现金流	(58.35)	(675.14)	2,092.00	(9,160.62)	4,719.50	市净率	3.36	3.29	2.89	2.55	2.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	122.58	15.55	14.49	10.07	10.22
现金净增加额	1,419.03	(360.96)	129.21	139.06	321.24	EV/EBIT	-50.28	26.51	19.70	13.19	12.94
	工口江光江:										

资料来源:公司公告,天风证券研究所



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		买入	预期股价相对收益 20%以上
	自报告日后的6个月内,相对同期沪	增持 预期股价相对收益 10%-20%	预期股价相对收益 10%-20%
	深 300 指数的涨跌幅	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	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	深 300 指数的涨跌幅	中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
	HAVAVIICHYKEI 000 WI	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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号	
邮编: 100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼	
邮箱: research@tfzq.com	邮编: 430071	邮编: 201204	邮编: 518017	
	电话: (8627)-87618889	电话: (8621)-68815388	电话: (86755)-82566970	
	传真: (8627)-87618863	传真: (8621)-68812910	传真: (86755)-23913441	
	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	邮箱: research@tfzq.com	