

**锡业股份(000960)/稀有金属**
**锡业股份：“锡”望之星**
**评级：买入**
**市场价格：15.35**
**分析师：谢鸿鹤**
**执业证书编号：S0740517080003**

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

**分析师：陈炳辉**
**执业证书编号：S0740517110001**

电话：021-20315186

Email: chenbh@r.qlzq.com.cn

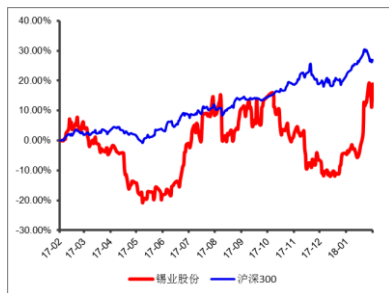
**联系人：张强**

电话：0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1669
流通股本(百万股)	1209
市价(元)	15.35
市值(百万元)	25615
流通市值(百万元)	18565

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31079.20	33429.06	36140.02	37942.09	38392.98
增长率 yoy%	18.92%	7.56%	8.11%	4.99%	1.19%
净利润	-1968.63	136.12	732.57	1279.00	1374.68
增长率 yoy%	-5809.64%	106.91%	438.18%	74.59%	7.48%
每股收益(元)	-1.180	0.082	0.439	0.766	0.824
每股现金流量	1.253	1.117	0.759	4.411	0.858
净资产收益率	-25.51%	1.73%	8.51%	12.94%	12.21%
P/E	-13.01	188.19	34.97	20.03	18.63
PEG	0.07	1.62	N/A	N/A	N/A
P/B	3.32	3.25	2.98	2.59	2.28

备注：

**投资要点**

- **以锡为主轴，积极拓展锌铜新边疆。**公司为锡、铜“双龙头”企业，拥有锡冶炼产能8万吨/年（其中，自产锡精矿约为3万吨）和铜冶炼产能10万吨（其中自产铜精矿约3万吨），锌精矿产量超过10万吨（金属量，10万吨锌冶炼项目在建），同时拥有锡材、锡化工产能分别为3.6万吨和2.4万吨，2005年以来，锡金属产量稳居全球第一位。2016年国内及全球市占率分别达到46.86%、22.64%。
- **剥离劣质资产，公司轻装前行。**公司于2014年8月出售对业绩造成严重拖累的铝业分公司，经营压力显著降低，再叠加2016年初开始，锡、铜、锌价格步入上行通道，年内涨幅分别超过57%、58%和24%，公司业绩弹性显著提升。商品价格上涨+亏损业务剥离，助力锡业股份2016年成功扭亏为盈，实现利润1.36亿元。
- **1) 锡：供给收紧预期不断被强化。**受限于开采方式转变（露采→坑采）和资源品位下降（5%→1%），缅甸锡精矿供应量将逐年下降，预计2018年缅甸矿供给降幅在1-2万吨区间，对应全球锡精矿产量的5%左右，受此影响，全球供给增速将进一步放缓；传统领域平稳+新兴领域可期，锡需求将呈稳中有增态势；供需缺口进一步增扩，2018年或是锡行业拐点之年。
- **2) 铜：将迎长牛格局。**2012-2013年资本开支见顶，矿山产能释放已接近尾声，预计2018年全球铜精矿产量增速仍将处于低位；在“欧美走强+中国走弱=增速整体走平”的宏观组合下，铜消费端增速依然稳健，再叠加进口限废政策的X变量，2018年铜价中枢有望系统性抬升。
- **3) 锌：受制于矿，短缺继续。**应用领域的“强周期”属性决定锌消费增速将有所回落，精矿供给虽边际上有所改善，但全年仍将维持短缺格局，锌价景气周期有望得到延续。
- **投资建议：**锡业股份是行业龙头企业，兼具资源、技术及政策优势，再考虑到2018年是锡行业的拐点之年，在供需基本面支撑下，锡价将步入上行通道；铜原料供应趋紧，铜价中枢将系统性抬升；锌供需虽边际改善，但仍将延续短缺格局，价格具备上攻动能。**锡业股份锡、铜、锌三大业务板块有望在此轮有色金属景气周期中迎来难得的共振行情。**
- **盈利预测：**我们预计公司2017/2018/2019年净利润分别为7.3/12.8/13.7亿元，对应EPS分别为0.44/0.77/0.82元，目前股价对应的PE估值水平则分别为35x/20x/19x。2018年锡价每上涨5000元/吨，公司年化归母净利润有望增厚2.2亿元，给予“买入”评级。
- **风险提示事件：**宏观经济波动带来的风险；进口废铜政策变动带来的风险；缅甸资源储量大幅波动的风险；锡、铜、锌价格不及预期的风险。

## 内容目录

以锡为主轴，拓展锌铜新边疆.....	- 4 -
剥离劣质资产，公司轻装前行.....	- 8 -
锡：从古老金属到现代金属.....	- 9 -
供给：收紧预期不断强化.....	- 10 -
基本金属中的稀缺品种.....	- 10 -
分布高度集中，供给弹性较小.....	- 10 -
缅甸供给扰动增大，收紧预期不断被强化.....	- 11 -
需求：传统领域稳定，新兴领域可期.....	- 13 -
2018：锡行业拐点之年.....	- 14 -
铜：有望迎来长牛格局.....	- 15 -
铜矿产出增长有限.....	- 15 -
限废政策，进一步增加供给端不确定性.....	- 16 -
供需仍将偏紧，长周期牛市格局来临.....	- 16 -
锌：短缺延续，仍将受制于矿.....	- 17 -
供给：精矿短缺持续.....	- 17 -
供需平衡：供需边际改善，但仍为短缺.....	- 17 -
投资建议：“锡”望之星，给予“买入”评级.....	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

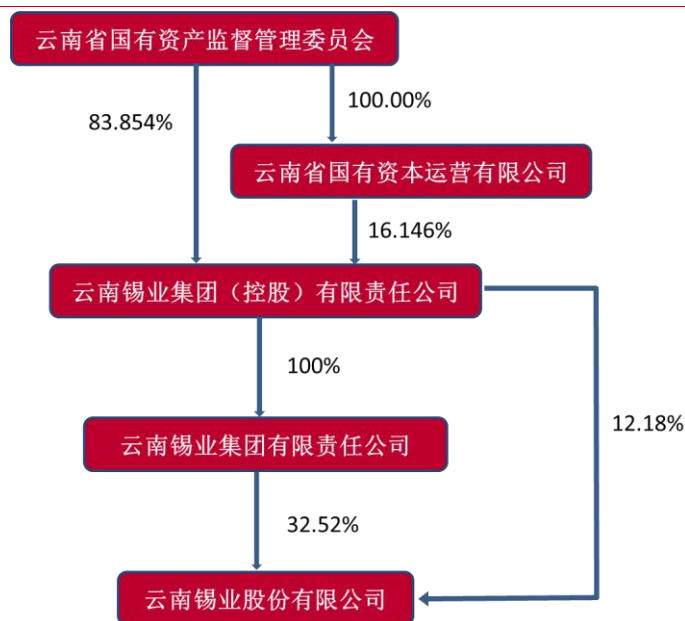
## 图表目录

图表 1: 锡业股份股权结构图.....	- 4 -
图表 2: 锡业股份保有资源储量.....	- 4 -
图表 3: 2014-2016 年公司主要产品产销量情况.....	- 5 -
图表 4: 化工生产基地全貌.....	- 5 -
图表 5: 锡材生产基地全貌.....	- 5 -
图表 6: 锡业股份参控股公司一览表.....	- 6 -
图表 7: 奥斯麦特炉工艺系统.....	- 7 -
图表 8: 公司电解精炼生产车间.....	- 7 -
图表 9: 先进的锡冶炼烟气低浓度二氧化硫制酸系统.....	- 7 -
图表 10: 《锡行业规范条件》公告企业名单.....	- 7 -
图表 11: 公司主营业务收入占比情况.....	- 8 -
图表 12: 锡为公司毛利贡献主力军.....	- 8 -
图表 13: 自 2016 年起锡、锌价格步入上涨周期.....	- 9 -
图表 14: 2016 年公司实现扭亏为盈.....	- 9 -
图表 15: 青铜器——铜锡合金.....	- 9 -
图表 16: 锡主要应用于电子工业领域.....	- 9 -
图表 17: 主要有色金属储采比.....	- 10 -
图表 18: 全球锡资源储量逐年下降.....	- 10 -
图表 19: 全球锡资源分布高度集中.....	- 11 -
图表 20: 中国锡精矿产量占比约为 1/3.....	- 11 -
图表 21: 锡精矿产量连续两年下降.....	- 11 -
图表 22: 除缅甸外其他主要锡精矿生产国产量均在下降.....	- 12 -
图表 23: 佤邦曼相矿区集中约占全国锡矿产量占比为 95%.....	- 12 -
图表 24: 中、美、欧、日合计占比超过 3/4.....	- 13 -
图表 25: 全球锡消费稳步提升.....	- 13 -
图表 26: 焊料用锡超过半壁江山.....	- 14 -
图表 27: SHFE 库存单边下行.....	- 15 -
图表 28: LME 库存震荡走低.....	- 15 -
图表 29: 全球锡供需平衡表.....	- 15 -
图表 30: 2018 年铜精矿产量同比增速预计为 2.8%.....	- 16 -
图表 31: 全球铜供需平衡表.....	- 17 -
图表 32: 全球锌终端消费结构.....	- 17 -
图表 33: 中国锌终端消费结构.....	- 17 -
图表 34: 全球锌供需平衡表.....	- 18 -
图表 35: 盈利预测核心假设.....	- 18 -
图表 36: 公司业绩弹性测算表.....	- 19 -
图表 37: 公司盈利预测表.....	- 20 -

## 以锡为主轴，拓展锌铟新边疆

- **公司实际控制人为云南省国资委。**锡业股份是具有百年以上历史传承的锡行业龙头企业，其前身是成立于 1883 年的个旧厂务招商局，1950 年定名为云南锡业，是中国最大的锡生产、加工和出口基地。公司于 2000 年 2 月在深圳证券交易所挂牌上市，从股权结构上看，实际控制人为云南省国资委，云南锡业集团有限责任公司持股锡业股份 32.52%。具体如下所示。

**图表 1：锡业股份股权结构图**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **坐拥丰厚资源，区位优势明显。**锡业股份坐落于成矿条件优越、找矿前景广阔的“锡都”云南个旧，该地区锡资源占全国总量三分之一以上。近年来，公司通过区域性矿山平台构建，地质找矿能力和地质勘探水平得到进一步提升，资源保有储量逐年增加，为可持续发展提供了有力保障。目前，锡精矿自给率基本维持在 40% 左右。同时，公司于 2015 年并购华联锌铟，一举成为全球“锡”、“铟”双龙头。具体资源储量如下所示。

**图表 2：锡业股份保有资源储量（单位：万吨）**

金属	储量
锡	79
铜	120
铅	8
锌	422
铟	0.63

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **锡金属产量稳居全球第一。**截止 2016 年末，锡业股份拥有锡冶炼产能 8 万吨/年（其中，自产锡精矿约为 3 万吨）和铜冶炼产能 10 万吨（其中

自产铜精矿约 3 万吨)，锌精矿产量超过 10 万吨（金属量，10 万吨锌冶炼项目在建），同时拥有锡材、锡化工产能分别为 3.6 万吨和 2.4 万吨，2016 年锡锭产量为 3.7 万吨（不含贸易量，年度产销量如表 3 所示）。2005 年以来，锡金属产量稳居全球第一位，2016 年国内及全球市占率分分别达到 46.86%、22.64%。

**图表 3：2014-2016 年公司主要产品产销量情况**

产品	2014		2015		2016	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
锡锭 (万吨)	3.97	3.67	3.61	3.98	3.74	3.71
锡材 (万吨)	2.57	2.62	2.45	2.53	2.58	2.58
锡化工 (万吨)	2.02	2.02	2.01	1.98	2.06	2.03
阴极铜 (万吨)	7.31	7.84	8.91	8.27	10.00	9.85

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 全产业链布局，向深加工拓展。**公司拥有全球最先进的采、选、冶、深加工成套技术和最完整的锡采选冶及深加工产业链，在注重提升资源保障能力和冶炼加工能力的同时，积极向锡化工以及锡材等深加工领域拓展。公司拥有无机锡和有机锡两大系列共 28 个品种规格；能够生产 500 多个规格品种的锡材产品，被广泛运用于电子、电镀、马口铁及轴承合金制造等行业。

**图表 4：化工生产基地全貌**



来源：公司资料，中泰证券研究所

**图表 5：锡材生产基地全貌**



来源：公司资料，中泰证券研究所

- 与此同时，锡业股份积极实施“走出去”战略，生产和经营范围不断拓宽，目前已在湖南郴州构建采、选、冶一体化产业链条，形成云南以外的另一个生产基地，为公司可持续发展能力再添保障。公司旗下所属 18 家子公司、3 家合营公司和 2 家合营公司，涵盖生产加工、贸易流通和融资租赁等各个环节。



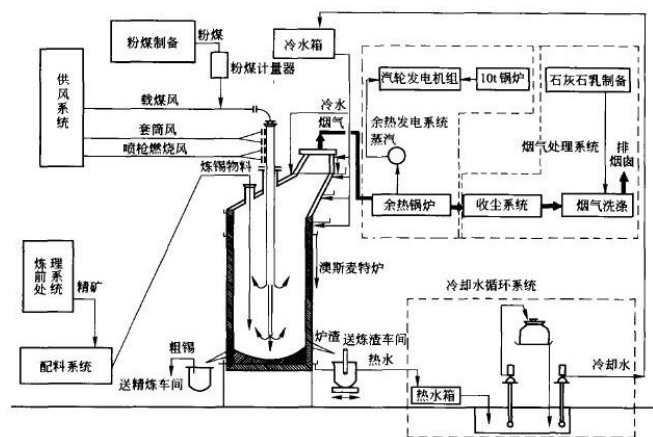
图表 6: 锡业股份参控股公司一览表

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
1	云锡贸易(上海)有限公司	子公司	100.0	1,021,619.43	507.87	商贸
2	云锡(上海)投资发展有限公司	子公司	100.00	65,503.78	251.21	投资与贸易
3	云锡文山锌铜冶炼有限公司	子公司	100.00	0.00	0.00	金属冶炼
4	云锡(香港)资源有限公司	子公司	100.00	115,479.65	1,570.38	投资与贸易
5	云南锡业郴州矿冶有限公司	子公司	100.00	41,753.40	-1,400.39	制造加工业
6	云南华联锌铜股份有限公司	子公司	75.74	196,40.21	50,340.37	锌铜采选
7	云锡(香港)源兴有限公司	子公司	100.00	89.98	-165.84	金属贸易和投资
8	郴州云湘矿冶有限责任公司	子公司	100.00			制造加工业
9	云锡(红河)投资发展有限公司	子公司	100.0	0.00	-1.04	投资与贸易
10	云南锡业锡材有限公司	子公司	100.00	130,455.70	945.64	深加工
11	云南锡业锡化学品有限公司	子公司	100.00	1,637.78	94.01	制造加工业
12	云南锡业微电子材料有限公司	子公司	100.00	60.76	-41.80	深加工
13	云南锡业资源(美国)有限公司	子公司	100.00	58,863.73	298.39	进出口贸易
14	云南锡业资源德国有限公司	子公司	100.00			进出口贸易
15	和硕县矿产开发服务有限责任公司	子公司	58.06	0.00	-37.50	矿产开发投资与贸易
16	个旧鑫龙金属有限责任公司	子公司	100.00	7,584.02	13.63	制造加工业
17	云锡(深圳)融资租赁有限公司	孙公司				融资租赁
18	文山云铜矿冶股份有限公司	合营企业	50.00			矿产品购销
19	文山天龙锌业有限责任公司	合营企业	50.00			铅锌冶炼;硫酸生产,销售
20	马关联众机械化工工程有限公司	孙公司				土石方工程剥离
21	云锡-力宝(香港)资源有限公司	联营企业	26.00			贸易
22	云南云铜锌业股份有限公司	联营企业	18.88			有色金属冶炼
23	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

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 中国锡行业的技术领头羊。**1999 年锡业股份率先引进澳斯麦特强化熔炼技术, 用澳斯麦特炉取代所有的锡精矿还原熔炼反射炉和电炉, 同时对锡精矿还原熔炼车间及其配套工序和设施进行全面改造, 该项目于 2000 年 11 月正式启动, 2002 年 4 月澳炉成功点火运行。目前, 公司已经形成沸腾炉富氧焙烧脱硫—顶吹炉富氧熔炼—电热机械结晶机、真空炉、电解互补精炼流程—烟化炉富氧侧吹炼渣工艺, 并采用 DCS 集散控制系统, 锡冶炼技术及装备处于国际先进水平, 是中国乃至全球锡行业技术领跑者。

图表 7: 奥斯麦特炉工艺系统



来源:《奥斯麦特炉炼锡工艺与生产实践》, 中泰证券研究所

图表 8: 公司电解精炼生产车间



来源: 公司资料, 中泰证券研究所

- 凭借自身技术实力, 获得多项产业政策支持。锡业股份通过引进-吸收-再创新, 不断引领中国锡冶炼工艺向高效、节能、绿色方向发展。公司于 2013 成功通过《锡行业准入条件》评审, 是当年锡行业唯一一家纳入准入名单的锡企业。2017 年, 商务部批准锡业股份可以开展锡精矿加工贸易业务, 这也是锡行业唯一获此资质的企业。

图表 9: 先进的锡冶炼烟气低浓度二氧化硫制酸系统



来源: 公司资料, 中泰证券研究所

图表 10: 《锡行业规范条件》公告企业名单

序号	省(区)	企业名称	公告时间
1	云南	云南锡业股份有限公司	2013
2	江西	方圆(德安)矿业投资有限公司	2017

来源: 工信部官网, 中泰证券研究所

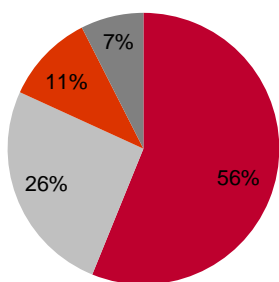
- **定增锌、钢冶炼项目，拓展业务新边疆。**2016年6月，公司公告以非公开发行股票的方式拟募集资金总额不超过24亿元，其中21亿元用于投资年产10万吨锌、60吨钢技改项目。公司控股子公司云南华联锌铜股份有限公司铜、锌金属储量分别居全球第一、云南省第三，本项目所需原料自给率达到100%。项目建设期为2年，预计建成后，年产锌量将分别达到10.22万吨和87.40吨，有助于公司向锌铜产业链深加工端延伸，进一步巩固公司的资源优势和行业龙头地位。

### 剥离劣质资产，公司轻装前行

- **出售亏损铅业分公司。**锡业股份铅业分公司原有产能2万吨/年，10万吨/年改扩建项目于2011年4月建成投产，但由于原料自给率低，导致市场竞争能力以及盈利能力均偏弱，再叠加铅市场价格低位运行，建成后处于严重亏损状态，对公司业绩造成拖累。为避免铅市场环境持续恶化而给公司带来更大的损失，2013年8月底，铅业分公司主动停产；2014年8月，锡业股份发布公告称，为改善锡业股份业绩，提升公司投资价值，拟将铅业分公司资产转让出售给控股股东的控股股东云南锡业集团（控股）有限责任公司，2015年4月铅业分公司资产交割及价款支付完毕，至此，公司经营压力显著降低。
- **锡、铜、锌三大业务板块中，锡为公司利润重要来源。**2017年中报数据显示，公司187亿营收中，贸易产品营收为105亿元，占比为56%；锡、铜产品营收分别为48亿元、20亿元，占比分别为26%和11%。但公司毛利主要由锡板块贡献，具体来看，2017年上半年，锡产品累计贡献毛利7.2亿元，占公司全部毛利15.3亿元的47%；铜、锌板块毛利贡献占比分别为9%和34%。由此可见，锡是公司盈利的主力军。

图表 11: 公司主营业务收入占比情况

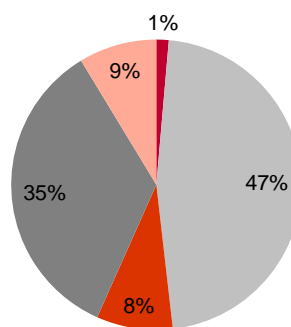
■ 贸易产品 ■ 锡产品 ■ 铜产品 ■ 其他



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 锡为公司毛利贡献主力军

■ 贸易产品 ■ 锡产品 ■ 铜产品 ■ 锌产品 ■ 其他



来源：公司公告，中泰证券研究所

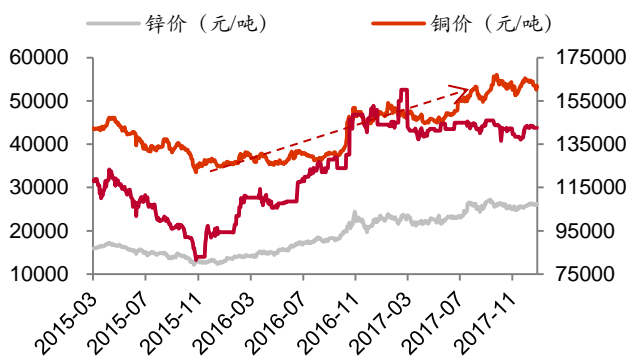
- **锡、铜、锌价格上涨，助力公司业绩大幅改善。**在剥离了亏损资产后，锡业股份轻装前行，再叠加锡、铜、锌逐步进入价格上涨周期，锡业股份盈利能力得到大幅度提升。2015年，锡、铜、锌价格底部运行，公司经营压力巨大，年亏损额接近20亿元，2016年开始，锡、铜、锌价格同步进入上行周期，其中，锌价涨幅更大、持续时间更长。2016年1月，锡行业骨干企业发表联合倡议书，响应国家“供给侧改革”号召，一



致同意 2016 年减少精锡产量 1.7 万吨，切实维护锡行业健康发展，受此提振，锡价由年初 9.3 万元/吨上升至年底 14.6 万元/吨，涨幅达 57%。2015 年 11 月、12 月，锌、铜骨干企业先后发表倡议书，计划 2016 年减少精锌产量 50 万吨、精铜产量 35 万吨，再叠加海外大型锌矿山闭坑以及嘉能可减产因素催化，锌价由年初 1.3 万元/吨上涨至 2.1 万元/吨，涨幅高达 58%；铜价年内由 3.6 万元/吨上冲至 4.5 万元/吨，涨幅为 24%。

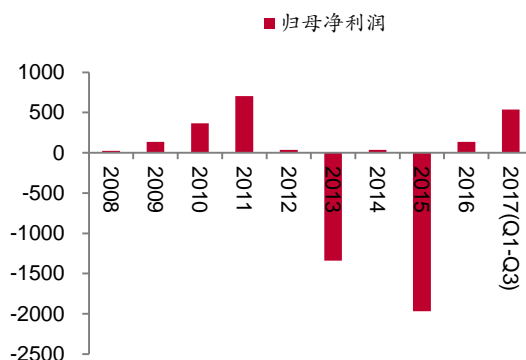
- **商品价格上涨+亏损业务剥离，锡业股份成功扭亏为盈。**2016 年，公司实现利润 1.36 亿元，2017 年前三季度，累计实现归母净利润 5.3 亿元，同比增长 7.07%，继续延续良好势头。

图表 13: 自 2016 年起锡、锌价格步入上涨周期



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2016 年公司实现扭亏为盈 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 锡: 从古老金属到现代金属

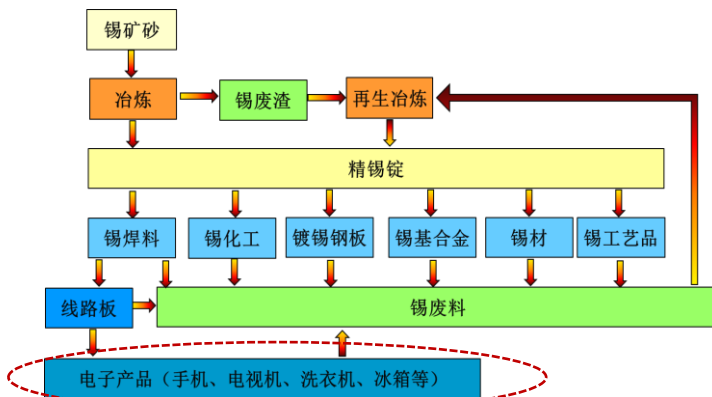
- 锡是人类发现最早、应用最早的金属之一，在古代由铜和锡组成的青铜合金的发现、生产和广泛应用，缔造了人类文明史上极为辉煌的“青铜器时代”。
- 锡的应用始终与人类的技术进步紧密相连，从远古的青铜时代到如今的高科技时代，锡的重要性和应用范围不断显现和扩大，成为现代工业和技术发展中不可或缺的关键材料。当前，锡主要应用于同电子工业高度关联的焊料领域，占比超过一半以上。伴随着电子工业的蓬勃发展，锡已经由古老金属过渡成为现代金属。

图表 15: 青铜器——铜锡合金



来源: 公开图片, 中泰证券研究所

图表 16: 锡主要应用于电子工业领域



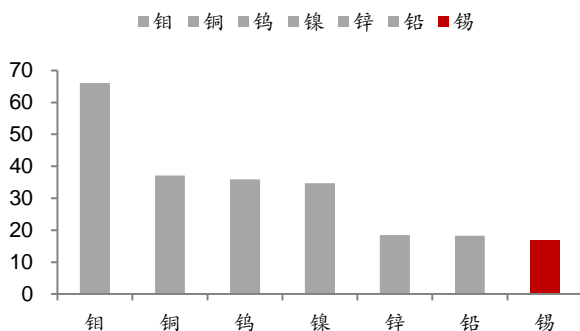
来源: CNIA, 中泰证券研究所

## 供给：收紧预期不断强化

### 基本金属中的稀缺品种

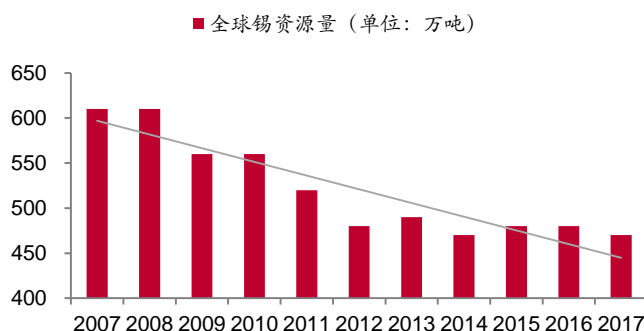
- 锡在地壳中含量仅为 0.0002% 左右，主要分布在太平洋地区，其中亚洲国家储量较为丰富，其次是南美洲、非洲、澳洲及欧洲。从资源禀赋上看，锡是基本金属中储量最小、储采比最低的品种。
- 美国地质调查局 2017 年数据显示，全球锡资源储量为 470 万吨，较 2016 年下降 10 万吨，降幅约为 2.1%。实际上，从历史时间序列来看，全球锡资源一直处于下行趋势，2007 至 2016 十年间，已经累计下降约 23%，年均降幅超过 2%。
- 从主要锡资源国储量变化情况来看，秘鲁锡基础储量下降明显，该国唯一锡矿山圣拉斐尔（San Rafael）矿出现品位下降、资源缩水的问题，锡资源已接近枯竭；澳大利亚近几年有新资源被发现，锡基础储量呈递增态势；其余国家锡基础储量维持稳定。

图表 17：主要有色金属储采比（年）



来源：USGS，中泰证券研究所

图表 18：全球锡资源储量逐年下降



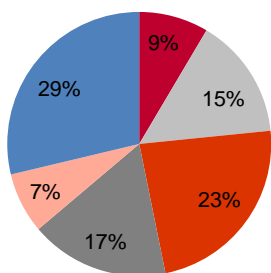
来源：USGS，中泰证券研究所

### 分布高度集中，供给弹性较小

- 全球锡资源分布高度集中。主要分布在中国、印度尼西亚、巴西、玻利维亚和俄罗斯，上述五国家的储量占全球总储量超过 70%。其中，中国和印尼合计占比超过 40%。
- 全球锡精矿的生产亦呈现高度集中局面，排名前五的生产国分别是中国、印尼、缅甸、玻利维亚和秘鲁，锡精矿产量合计占比约为 87%，我们认为这种资源及生产高度集中的状况在未来相当长一段时期内仍将持续。锡资源的全球分布格局决定了锡矿生产及精锡冶炼具有寡头垄断特征。

图表 19: 全球锡资源分布高度集中

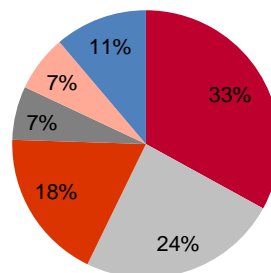
■ Bolivia ■ Brazil ■ China ■ Indonesia ■ Russia ■ Othes



来源: USGS, 中泰证券研究所

图表 20: 中国锡精矿产量占比约为 1/3

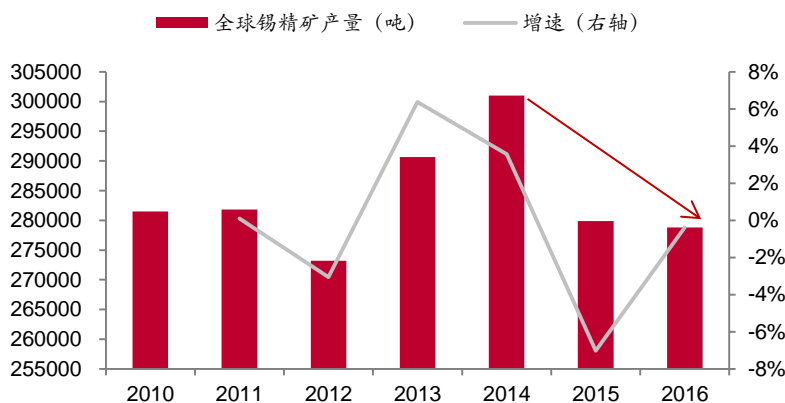
■ 中国 ■ 印尼 ■ 缅甸 ■ 玻利维亚 ■ 秘鲁 ■ 其他



来源: ITRI, ATK, 中泰证券研究所

- **锡资源接续能力堪忧。**自上世纪 80 年代以来全球就没有发现新的大型锡矿山。目前,全球在运行的主力锡矿包括中国的云锡锡矿、秘鲁的圣拉斐尔 (SanRafael) 锡铜矿、印度尼西亚的邦加 (Bangka) 锡矿、玻利维亚的瓦努尼 (Huanuni) 锡矿和科尔基里 (Colquiri) 锌锡矿、澳大利亚的雷尼森 (Renison) 锡矿,以及马来西亚的 RahmanHydraulic 锡矿和缅甸的佤邦锡矿。资源储量的整体下降,对全球锡精矿产量产生制约(当然,也存在价格影响因素),全球锡精矿产量在 2014 年见顶后,2015/2016 连续两年出现下滑,2016 年全球锡精矿产量为 27.9 万吨,同比下降 0.4%。

图表 21: 锡精矿产量连续两年下降

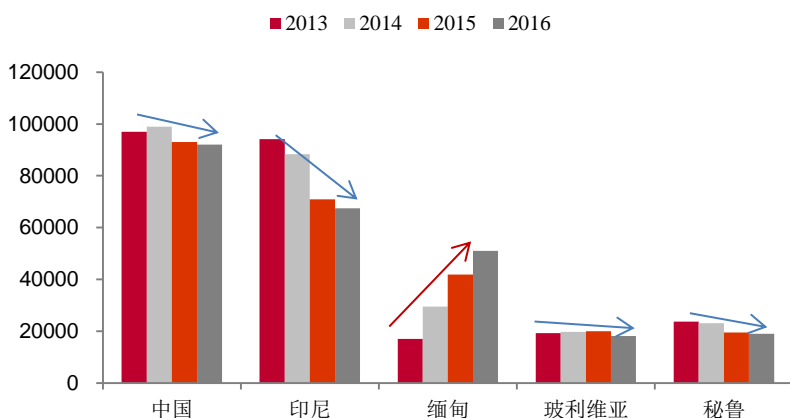


来源: ATK, 中泰证券研究所

**缅甸供给扰动增大, 收紧预期不断被强化**

- **资源分布和精矿生产的相对集中性, 决定了单一生产国波动会对供给端的边际变化带来显著影响。**从总量上看,全球锡精矿产量已经处于下行通道,那么,从结构上看,五大主要锡精矿生产国是如何变化的?通过分析数据,我们不难发现,近年来,中国、印尼、玻利维亚和秘鲁锡精矿产量均出现不同程度的下滑,但缅甸锡精矿产量却呈现爆发式增长,已经由 2013 年的 1.7 万吨快速飙升至 2016 年的 5.1 万吨,增长幅度高达 300%。

**图表 22: 除缅甸外其他主要锡精矿生产国产量均在下降(单位: 吨)**



来源: TIRI, ATK, 中泰证券研究所

- 面对这种供给格局的显著变化, 我们最需要回答的问题就是, 缅甸锡矿产量的快速增长是否可持续?
- 从资源分布上看, 缅甸锡矿最初开采集中在佤邦勐冒县龙潭锡矿区, 以手工收矿为主。2005年-2007年, 在佤邦勐能县曼相区发现新矿源, 矿石性质为氧化矿, 来源于山体塌方、泥石流等, 2009年底-2010年初, 该地区作为主要锡矿资源被正式开采, 目前, 产量占比约为95%左右。根据亚洲金属网调研数据, 2010-2011年期间, 曼相矿区加工处理的锡精矿原矿品位在10-20%区间。总的来看, 缅甸矿具有资源品位高、开采条件好的特征, 为其产量短时期内迅速放量提供了得天独厚的条件。

**图表 23: 佤邦曼相矿区集中约占全国锡矿产量占比为 95%**



来源: ITRI, 中泰证券研究所

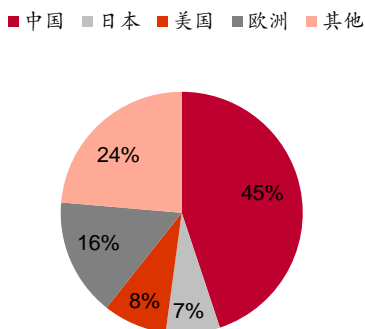


- **资源品位下降以及开采方式转换导致供给能力下降问题突出。**矿产资源具有不可再生性，在经历了过去三年（2014-2016年）大量消耗浅部、高品位矿后，缅甸锡精矿拐点已现。进入2015年，当地锡矿开采逐步由露采转向坑采，平均品位出现大幅下滑，截至目前，已经由前期的5-6%下降至1.0-1.5%。品位的下降以及开采方式的转变，一方面明显影响锡矿产出量，另一方面显著提升开采成本。同时，资源品质也发生明显变化，前期处理的主要是氧化矿，采用重选工艺，流程短、成本低；当前主要处理硫化矿，采用浮选工艺，对成本亦产生较大影响。根据亚洲金属网调研，缅甸约有选矿企业140余家，受限于原料以及技术经济指标，目前已经有约100家处于停产状态。叠加当地前期勘探投入较少，资源前景不明朗，再考虑到政府精矿储备量不断被消耗（剩余量约为1-2万吨左右），我们认为缅甸原矿产量高峰已过，2018年尚有库存对冲产量下降的影响，2019年问题将更加突出，缅甸锡矿资源供给能力下降已是不争的事实。
- **缅甸矿供给受限的影响有多大？**目前缅甸锡精矿年供给量（产量+政府储备量）在5-6万吨水平，基本全部出口至中国，约占我国锡产量的三分之一左右。预计2018年缅甸矿供给降幅在1-2万吨区间，对应全球锡精矿产量的5%左右，具体视锡价（影响经济可采品位）、资源勘查进展而定。

### 需求：传统领域稳定，新兴领域可期

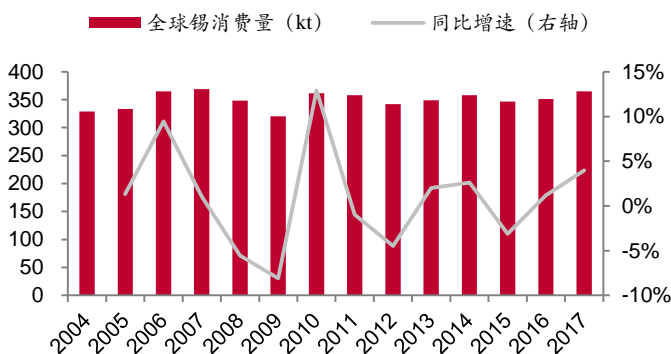
- 锡需求增长的驱动力源于消费升级。锡具有优异的物理性能和“绿色”无污染的特性，决定其消费具有“刚性”。从消费国别来看，主要集中在中国、欧洲、美国以及日本等，合计占比超过四分之三。近年来，全球锡消费呈现稳步增长态势（2008/2009受金融危机影响除外），2017年，全球锡消费量约为36.5万吨，同比增长4.0%。其中，中国消费量约为16.7万吨，占比约为46%。

图表 24：中、美、欧、日合计占比超过 3/4



来源：ATK, 中泰证券研究所

图表 25：全球锡消费稳步提升（单位：kt）



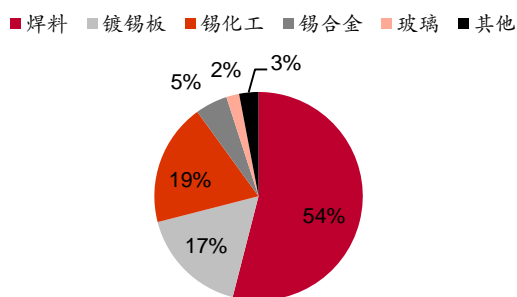
来源：ATK, 中泰证券研究所

- **进入 20 世纪 90 年代以来，锡的消费结构发生了明显变化，**具体来看：电子工业特别是亚洲发展中国家电子工业的蓬勃发展，显著提升焊料在精锡消费中的占比，使之成为第一大消费领域，占比约为 54%；随着科技的高速发展，锡化工产品种类日趋多样化，其应用范围亦越来越广泛，其中，无机锡保持平稳，有机锡具有较大增长潜力，锡化工消费占比约

为 19%；镀锡板由于受其他包装材料（如铝罐、塑料罐等）的挤占，加之镀锡工艺的改进（镀锡层变薄导致耗锡比例略有下降），其消费占比降至第 3 位，约为 17%；此外，全球浮法玻璃产量已经基本达到顶峰，不具备大幅度增长的条件，该领域锡消费量以稳为主。

- 综上，锡消费同电子工业高度关联，其他主要应用领域都亦具有偏强消费属性，锡用途的广泛性决定其消费具有“弱周期”性。2018 年，我们认为锡在传统领域消费量总体仍将保持平稳增长态势不变。

**图表 26：焊料用锡超过半壁江山**



来源：ATK，中泰证券研究所

- **新兴领域增长可期。**锡在新兴领域的应用也方兴未艾，譬如在光伏（铜铟镓硒，CIGS）、锡基阻燃剂、热电、不锈钢、刹车片、无铅轴承等领域都取得不同程度的进展。新兴应用领域的拓展，将为锡需求边际增长提供动力，并值得期待。
- **金属锡有望在新能源领域崭露头角。**以目前正热议的固态锂离子电池为例，固体电解质全固态系统是下一代电池的潜在候选者，在提供高功率和高能量密度的同时，更能保证电池的安全性和可靠性。2011 年，东京技术研究所与丰田汽车公司和日本高能加速器研究机构联合在《NatureMaterials》发表论文，介绍了结构为 Li<sub>10</sub>GeP<sub>2</sub>S<sub>12</sub>(LGPS)的固态电解质，随后，研究表明：在固态电解质中用两种更容易获取的元素锡和硅来代替锗，能够在不降低电池性能的前提下使低成本制造成为可能。我们认为，伴随着新能源汽车的快速发展，高性能电池的升级步伐也会相应加快，这或将有望加速固态含锡电解质电池的推广应用，并最终带动该领域锡消费的需求。

## 2018：锡行业拐点之年

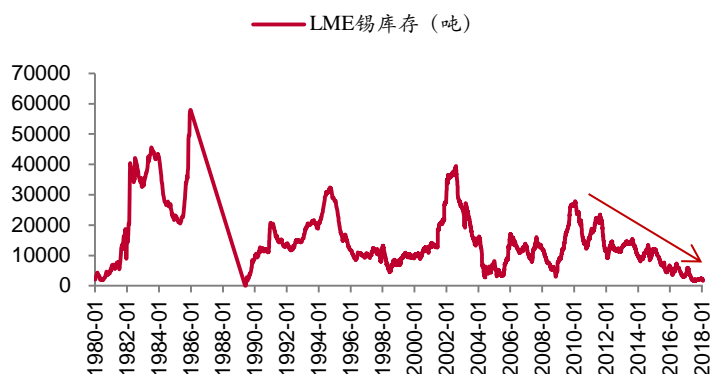
- **锡“去库之旅”已经开启。**库存是表征供需关系的重要中间变量，当供给 > 需求，则库存上升；当供给 < 需求，则库存下降。从上期所以及伦交所库存数据我们不难看出，锡“去库之旅”已经开启。
- 本轮国内去库存启动于 2017 年 9 月末（10000 吨），当前库存已经降至 4600 吨，较峰值水平下降超过一半，且去库趋势仍在延续；本轮国外去库存周期发端于 2012 年（库存量约为 12000 吨），截至目前，LME 库存已经降至不足 2000 吨的历史低位，降幅高达 80%。库存下降，印证锡行业供需趋紧，海外尤其，结构性短缺格局短期内难以扭转。

图表 27: SHFE 库存单边下行



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: LME 库存震荡走低



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2018 年或是锡行业拐点之年。由前文所述, 在缅甸矿扰动增加的情况下, 锡供给增速将进一步放缓, 叠加需求稳中有增, 我们认为, 2018 年锡供需缺口有望进一步增扩。我们认为, 短缺是“硬逻辑”, 在基本面支撑下, 锡价有望进一步走强, 锡行业确定性再度提升。

图表 29: 全球锡供需平衡表 (单位: 万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
全球产量	34.5	34.9	33.6	34.1	36.4	34.0	34.3	35.8	36.4
增速		1.2%	-3.9%	1.5%	6.9%	-6.6%	0.8%	4.4%	1.6%
其中, 中国	15.0	16.0	15.3	15.4	17.0	16.5	16.5	16.8	17.1
增速		7.1%	-4.9%	1.0%	10.4%	-2.9%	0.0%	1.8%	1.5%
中国外	19.5	18.9	18.3	18.7	19.4	17.5	17.8	19.0	19.3
增速		-3.3%	-3.1%	1.9%	4.1%	-9.8%	1.6%	6.7%	1.6%
全球需求	36.2	35.8	34.2	34.9	35.8	34.7	35.1	36.5	37.6
增速		-1.0%	-4.5%	2.0%	2.6%	-3.1%	1.2%	4.0%	3.0%
其中, 中国	14.7	14.9	14.9	15.6	16.3	15.4	15.8	16.7	17.1
增速		1.4%	-0.2%	5.1%	4.5%	-5.5%	2.5%	5.8%	2.5%
中国外	21.5	20.9	19.4	19.3	19.5	19.3	19.3	19.8	20.5
增速		-2.6%	-7.5%	-0.4%	1.1%	-1.1%	0.2%	2.5%	3.5%
供需平衡	-1.7	-0.9	-0.6	-0.8	0.6	-0.7	-0.8	-0.7	-1.3

来源: 安泰科, 中泰证券研究所

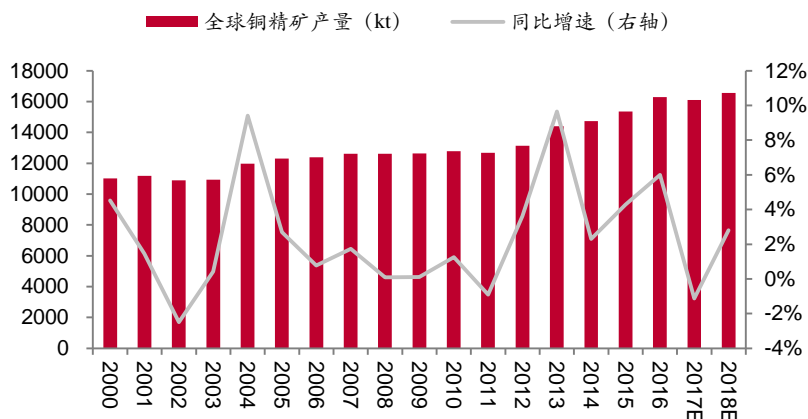
## 铜: 有望迎来长牛格局

### 铜矿产出增长有限

- 铜矿产能释放接近尾声。历史上看, 每次铜价上涨至前期高点, 都伴随着全球范围内铜企业资本开支的快速扩张。2011 年铜价触及高点后, 全球步入新一轮扩张周期, 过去 5 年全球铜矿产量平均增速超过 4%。在此期间, 铜价震荡下行, 矿企资本开支意愿亦逐步减弱, 实际上, 我们现在所“享受”到的铜矿增量仍来自于上一轮资本开支项目, 且接近尾声。

- **铜矿供给小幅放量。**2017年，全球铜精矿产量约为1610万吨，同比下降1.1%，这也是自2012年后的首次下降。我们看到2018年仍无大的矿山项目投产，明显增量主要体现在以下几个项目：新增产能方面，根据嘉能可公布的指引，旗下KOV矿有望在2018年投放15万吨铜精矿产能；扩产方面，Escondida矿有望在2018年扩产至102万吨，第一量子矿业Cobre铜矿明年继续增加5万吨。我们预计2018年全球铜精矿产量将增长2.8%至1655万吨水平，拉长周期来看，仍处于2012年以来的低速增长阶段。

**图表 30: 2018 年铜精矿产量同比增速预计为 2.8%**



来源: WoodMackenzie, 中泰证券研究所

#### 限废政策，进一步增加供给端不确定性

- 我国重度贫铜，因此进口废铜成为铜资源的重要补充。按照目前政策要求，2018年底禁止七类废杂铜进口，规范六类废杂铜进口，据SMM预计，2017年中国进口废铜总金属量约为127万吨，其中七类占比为60%~70%。若政策保持中性，则海外滞留的七类废铜可通过转化为六类废铜的方式再进口，如此，限废政策的影响将不必过分担忧；若政策进一步从严，则对于国内的废铜市场影响将显著增强。
- 我们认为，“限废”政策的不确定性，将成为影响供需边际变化进而影响铜价的X因素，需要持续跟踪、重点关注。

#### 供需仍将偏紧，长周期牛市格局来临

- 从铜消费端看，主要集中在电力、建筑以及家电等领域，合计占比接近四分之三，具有强周期属性。在2017年低基数效应下，电源及电网基本建设投资额增速将有所恢复，特别是优化电网结构的配电网投资有望明显增长；国内房地产周期有望持续稳固，美国房地产数据亮眼；家电市场景气度将有所弱化，但产品迭代需求以及出口有望支撑行业表现。此外，新能源汽车的快速放量，5G等建设提速，新兴产业对于铜的消费供需也值得期待。综上，我们预计2018年全球铜消费增速约为2.1%至2350万吨，较2017年(2.0%)增速略有提升。
- 综上，我们认为：铜原料供应不断趋紧将成为2018年铜行业投资的“逻辑主轴”，在“欧美走强+中国走弱=增速整体走平”基准假设下，铜价中枢将系统性抬升。



图表 31: 全球铜供需平衡表 (单位: 万吨)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>铜精矿供需平衡</b>								
产量	1313	1440	1473	1536	1629	1610	1655	1700
需求	1297	1373	1487	1529	1618	1620	1657	1704
增速		5.9%	8.3%	2.8%	5.8%	0.2%	2.3%	2.8%
供需平衡	17	67	-14	7	11	-10	-2	-4
<b>精铜供需平衡</b>								
产量	2015	2081	2172	2196	2276	2288	2342	2389
需求	1956	2066	2160	2193	2252	2298	2345	2395
增速		5.6%	4.6%	1.5%	2.7%	2.0%	2.1%	2.1%
供需平衡	59	15	11	3	24	-10	-3	-6

来源: WoodMackenzie, 安泰科, 中泰证券研究所

## 锌: 短缺延续, 仍将受制于矿

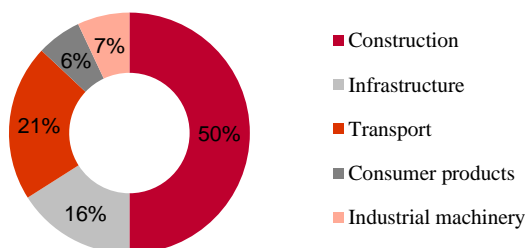
### 供给: 精矿短缺持续

- **锌矿关停导致供给紧张。**近年来, 受资源枯竭及全球锌价低迷影响, 以世纪矿、Lisheen 矿为代表的多个大型矿山关停了锌矿产能, 同时矿业巨头嘉能可在 2016 年减产 50 万吨, 致使 2016 年全球锌精矿供应出现高达 6.1% 的降幅。
- **2018 年, 锌精矿供需格局将继续边际改善, 但仍短缺。**国外锌精矿产量有望进一步提高。新投建产矿山项目方面, MMG 位于澳大利亚昆士兰州产能 17 万吨/年的 DugaldRiver 项目于 2017 年年底投放, 预计 2018 年锌矿有望达到满产状态; 韦丹塔位于南非的 Gamsberg 矿山项目计划于 2018 年期间投产 (产能 25 万吨/年), 预计 2018 年将贡献锌矿增量为近 4.5 万吨。预计 2018 年全球锌精矿供给将边际改善, 产量同比增长约 4.9% 至 1378 万吨, 但仍不改短缺格局。

### 供需平衡: 供需边际改善, 但仍为短缺

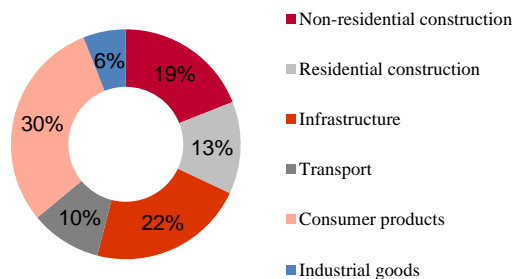
- 从消费领域看, 无论是中国还是全球, 锌主要直接用于生产镀锌、锌合金等, 镀锌板等产品广泛用于汽车、家电、建筑及基建等领域。这使得锌的需求与汽车、基础设施的投资建设高度关联

图表 32: 全球锌终端消费结构



来源: WoodMackenzie, 安泰科, 中泰证券研究所

图表 33: 中国锌终端消费结构



来源: WoodMackenzie, 安泰科, 中泰证券研究所

- 考虑到较多依赖于汽车和基建投资，我们将需求增速从 2.4% 下调至 2.0%，预计锌供需在 2018 年将维持短缺格局，锌价高景气周期有望得到延续。

**图表 34: 全球锌供需平衡表 (单位: 万吨)**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>锌精矿供需平衡</b>							
产量	1283	1296	1316	1236	1296	1378	1460
需求	1249	1285	1330	1313	1327	1388	1438
增速		2.9%	3.5%	-1.2%	1.0%	4.6%	3.6%
供需平衡	33	11	-13	-77	-30	-10	22
<b>精锌供需平衡</b>							
产量	1294	1323	1371	1358	1386	1445	1495
需求	1316	1367	1379	1410	1443	1478	1512
增速		3.9%	0.9%	2.2%	2.4%	2.0%	2.3%
供需平衡	-22	-43	-7	-51	-57	-34	-17

来源: WoodMackenzie, 安泰科, 中泰证券研究所

### 投资建议: “锡”望之星, 给予“买入”评级

- 锡业股份是锡行业龙头企业, 兼具资源、技术以及政策优势, 再考虑到 2018 年是锡行业的拐点之年, 在供需基本面支撑下, 锡价将步入上行通道; 铜原料供应趋紧, 铜价中枢将系统性抬升; 锌供需虽边际改善, 但仍将延续短缺格局, 价格具备上攻动能。锡业股份锡、铜、锌三大业务板块有望在此轮有色金属景气周期中迎来难得的共振行情。

**图表 35: 盈利预测核心假设**

	产品	2017E	2018E	2019E
价格 (不含税)	精锡 (万元/克)	12.32	13.65	14.30
	精铜 (万元/吨)	4.21	5.13	5.13
	锌精矿 (万元/吨)	1.02	1.02	1.02
销量	精锡 (吨)	40000	40000	40000
	精铜 (吨)	95000	95000	95000
	锌精矿 (吨)	130000	130000	130000
销售成本	精锡 (自产, 万元/吨)	9.55	9.83	10.13
	精锡 (外购, 万元/吨)	10.92	12.75	13.40
	精铜 (自产, 万元/吨)	3.30	3.30	3.30
	精铜 (外购, 万元/吨)	3.57	4.36	4.36
	锌精矿 (万元/吨)	0.34	0.34	0.34

来源: 中泰证券研究所

- 我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 7.3/12.8/13.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.44/0.77/0.82 元, 目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 35x/20x/19x。假设铜、锌价格保持不变的情况下, 2018 年锡价每上涨 5000 元/吨, 公司年化归母净利润有望增厚 2.2 亿元, 给予“买入”评级。

**图表 36: 公司业绩弹性测算表**

锡价 (含税, 万元/吨)	涨幅 (万元/吨)	锡价 (不含税, 元/吨)	年化归母净利润 (亿元)	对应 PE
14.88	0.0	12.71	8.0	34
15.38	0.5	13.14	10.2	27
15.88	1.0	13.57	12.4	22
16.38	1.5	14.00	14.6	19
16.88	2.0	14.42	16.7	16
17.38	2.5	14.85	18.9	15
17.88	3.0	15.28	21.1	13
18.38	3.5	15.71	23.3	12
18.88	4.0	16.13	25.5	11
19.38	4.5	16.56	27.6	10
19.88	5.0	16.99	29.8	9

来源: 中泰证券研究所

注: 假设 2018 年除锡价外, 其他要素均按表 35 所示不变; 表中所示利润为年化利润, 而非落地利润。

## 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 进口废铜政策变动带来的风险
- 缅甸资源储量大幅波动的风险
- 原材料价格大幅波动带来的风险
- 锡、铜、锌价格不及预期的风险

**图表 37: 公司盈利预测表**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26133.65	31079.20	33429.06	36140.02	37942.09	38392.98
减:营业成本	24535.64	30016.96	31075.80	32923.02	33930.88	34248.66
营业税金及附加	39.30	60.16	133.02	143.81	150.98	152.78
营业费用	160.32	174.33	169.95	183.74	192.90	195.19
管理费用	572.19	1226.34	846.00	914.61	960.22	971.63
财务费用	823.07	834.59	744.95	778.13	781.83	771.87
资产减值损失	141.86	279.47	-51.23	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	58.70	39.98	-40.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.71	2.29	-9.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-81.75	-1470.40	461.21	1196.71	1925.28	2052.86
加:其他非经营损益	132.16	-4.86	-118.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.41	-1475.26	343.07	1196.71	1925.28	2052.86
减:所得税	13.05	297.82	100.08	299.18	481.32	513.22
净利润	37.36	-1773.08	242.98	897.54	1443.96	1539.65
减:少数股东损益	2.88	195.55	106.86	164.96	164.96	164.96
归属母公司股东净利润	34.48	-1968.63	136.12	732.57	1279.00	1374.68
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	710.18	1360.30	1372.82	1445.60	1517.68	1535.72
应收和预付款项	2819.78	2212.94	2128.79	2549.12	2354.98	2606.45
存货	5869.50	3308.92	3928.11	6335.71	4242.31	6434.78
其他流动资产	141.72	63.02	279.33	279.33	279.33	279.33
长期股权投资	0.00	416.78	415.04	415.04	415.04	415.04
投资性房地产	0.00	118.94	112.87	99.59	86.31	73.03
固定资产和在建工程	10557.45	13547.01	13494.68	11731.14	9967.59	8204.05
无形资产和开发支出	925.19	3682.13	3952.24	3433.72	2915.20	2396.69
其他非流动资产	731.15	1249.97	1316.28	924.80	533.32	533.32
资产总计	21754.97	25960.01	27000.15	27214.04	22311.77	22478.39
短期借款	9987.79	11415.29	12820.48	13431.69	8170.73	7129.31
应付和预收款项	1610.88	1386.33	2006.95	1739.39	2099.49	1767.89
长期借款	2159.19	3178.45	2472.67	1445.37	0.00	0.00
其他负债	876.09	1199.82	618.63	618.63	618.63	618.63
负债合计	14633.95	17179.89	17918.73	17235.09	10888.85	9515.83
股本	1151.22	1472.06	1472.06	1472.06	1472.06	1472.06
资本公积	5217.81	6671.76	6672.69	6672.69	6672.69	6672.69
留存收益	702.45	-427.01	-272.91	459.66	1738.66	3113.35
归属母公司股东权益	7071.48	7716.80	7871.83	8604.40	9883.40	11258.09
少数股东权益	49.54	990.29	1089.29	1254.25	1419.21	1584.18
股东权益合计	7121.02	8707.09	8961.12	9858.65	11302.62	12842.26
负债和股东权益合计	21754.97	25960.01	27000.15	27214.04	22311.77	22478.39
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	1765.57	2091.64	1863.82	1266.99	7360.25	1431.32
投资性现金净流量	-776.74	-553.38	-1483.94	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-2035.46	-58.35	-675.14	-1194.21	-7288.17	-1413.29
现金流量净额	-1046.22	1484.39	-285.20	72.78	72.08	18.04

来源: 公司公告, 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。