

2018年02月26日

公司研究

评级：买入（维持）

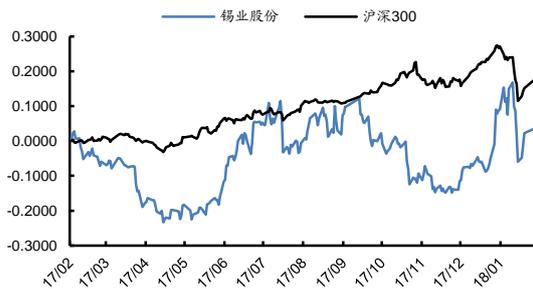
研究所

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
联系人：郝思行
02168930175 haosx@ghzq.com.cn

缅甸锡矿库存得以去化，预计下半年锡矿供给 将出现缺口

——锡业股份（000960）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
锡业股份	-4.3	14.7	2.5
沪深300	-7.1	-0.8	17.2

市场数据 2018-02-23

当前价格（元）	14.85
52周价格区间（元）	10.57 - 17.05
总市值（百万）	24781.33
流通市值（百万）	17959.93
总股本（万股）	166877.64
流通股（万股）	120942.30
日均成交额（百万）	389.77
近一月换手（%）	84.39

相关报告

《锡业股份（000960）深度报告：锡价步入上行周期，业绩高弹性的全球锡业龙头》——2017-12-26

《锡业股份（000960）三季报预告点评：海外供给下滑，消费电子、光伏拉动需求，锡价有望持续上涨》——2017-10-18

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%。

投资要点：

- **缅甸供给趋势性下滑，预计2018年供给同比减少1万吨。**根据对上市公司和产业链贸易商的调研情况来看，我们判断缅甸的矿产在2018年大概率会减少20%，对应1万吨左右。缅甸矿趋势性下降是从2016年就开始的，目前露天矿已经枯竭，矿采进入到地下5层的坑采，面临品味低、体量小等问题。缅甸佤邦的财政部在2015年以前屯积了较多的原矿，2016年下半年随着锡价的走强，以及露天矿采的逐渐枯竭，当地政府释放了大量的库存，预计政府库存已经去化了3/4，剩余的1/4库存（金属吨在1-2万吨左右）可以支撑2018年上半年的供应不出现下滑。因此我们判断如果宏观经济层面不出现不利的波动，2018年下半年锡价有望继续走强。
- **印尼海底锡矿开采困难，预计不会形成大量供给。**印尼的海底锡矿虽然资源较为丰富，品味较高，但采矿难度却非常之大，锡矿开采需要在近海5公里，海下80米进行作业，难度很高。此外印尼的开采是在近岛，易受到天气的影响，供给并不稳定。我们认为印尼政府出于保护锡资源的角度，近年对于出口量的控制都较为严格，不会大量增加供给，会随着价格的上涨缓慢的增加出口量。
- **国内内蒙地区新增4000吨锡矿供给，复产矿不会形成规模。**2018年国内锡矿新增供给主要来自于内蒙地区，其中包括兴业矿业的银漫矿山和一些其他的小矿山，供给增量在3000-4000金属吨左右。2015年锡价暴跌，国内小矿厂基本已经关停，矿企破产，短期无法重新开启，锡价需要持续稳步回升到18万/吨以上，且在高位维持一段时间，小锡矿才有重新开启的动力。同时破产关停的矿山重启会涉及矿权处置等问题，变更一个矿权去国土资源部门办手续至少要半年以上。
- **全球其他地区锡矿供给增量有限，同时受到品味下滑的干扰。**2017年除中国、印尼、缅甸外，其他地区新增锡矿供给仅刚果拥有1000吨左右的增量，澳洲虽然锡矿储量丰富，但人工和基建成本太高，导致在经济性的考量下很难有大规模的量产。此外，全球锡矿还遭遇品味快速下滑的干扰，秘鲁的锡矿企业因品味下滑在考虑变卖资产退出该行业。

- **再生锡供给呈现趋势性下滑。**由于电子产品的微型化、集成化，单一电子产品的耗锡量呈现下降趋势，而单一产品含锡量的下降导致了回收成本的上升，因此近年来再生锡的供给也呈现了下滑的趋势。但如果锡价进一步上涨，锡回收也会有所增加。
- **盈利预测和投资评级：**公司主产品锡步入了上行周期，为公司业绩提供弹性，其他金属预计高位震荡，为公司利润提供支撑。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 吨铟的冶炼项目全面达产，公司利润会进一步增厚。预计公司 2017-2019 的 EPS 分别为 0.61 元、0.99 元、1.23 元，对应当前股价的 PE 分别为 24.46 倍、15.00 倍、12.12 倍。维持“买入评级”。

风险提示。锡、锌、铟、铜等产品价格下降的风险；地产和交运等锌的下游需求大幅下滑；锡矿供给超预期；公司锌铟冶炼厂进展及收益不及预期；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	41497	45199	49784
增长率(%)	8%	24%	9%	10%
净利润（百万元）	136	1013	1652	2045
增长率(%)	-	644%	63%	24%
摊薄每股收益（元）	0.09	0.61	0.99	1.23
ROE(%)	1.52%	11.78%	15.82%	16.09%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表：锡业股份盈利预测表

2018-02-2										
证券代码:	000960.SZ				股价:	14.85	投资评级:	买入	日期:	3
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%	16%	16%	EPS	0.09	0.61	0.99	1.23	
毛利率	7%	8%	9%	9%	BVPS	5.35	5.31	6.28	7.48	
期间费率	6%	7%	5%	4%	估值					
销售净利率	0%	2%	4%	4%	P/E	160.59	24.46	15.00	12.12	
成长能力					P/B	2.78	2.80	2.37	1.99	
收入增长率	8%	24%	9%	10%	P/S	0.65	0.60	0.55	0.50	
利润增长率	-107%	644%	63%	24%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	1.18	1.40	1.48	1.55	营业收入	33429	41497	45199	49784	
应收账款周转率	16.79	15.21	15.21	15.21	营业成本	31076	38230	41206	45381	
存货周转率	7.91	7.91	7.91	7.91	营业税金及附加	133	165	180	198	
偿债能力					销售费用	170	150	174	174	
资产负债率	68%	66%	61%	56%	管理费用	846	980	980	980	
流动比	0.57	0.65	0.76	0.91	财务费用	745	708	567	506	
速动比	0.32	0.63	0.74	0.89	其他费用/(-收入)	2	0	0	0	
					营业利润	461	1429	2272	2743	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	(118)	0	0	0	
现金及现金等价物	2652	6693	7557	8883	利润总额	343	1429	2272	2743	
应收款项	1991	2729	2972	3273	所得税费用	100	236	375	453	
存货净额	3928	326	326	326	净利润	243	1193	1897	2290	
其他流动资产	425	527	574	632	少数股东损益	107	180	245	245	
流动资产合计	8995	10275	11429	13115	归属于母公司净利润	136	1013	1652	2045	
固定资产	11879	11180	11815	11912						
在建工程	1615	2361	1561	1261	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	3952	3899	3856	3813	经营活动现金流	1798	5395	2593	3063	
长期股权投资	415	414	413	412	净利润	243	1013	1652	2045	
资产总计	28425	29697	30642	32081	少数股东权益	107	180	245	245	
短期借款	12820	12052	11052	10052	折旧摊销	850	753	701	738	
应付款项	1407	1738	1873	2063	公允价值变动	(9)	0	0	0	
预收帐款	173	214	233	257	营运资金变动	608	3449	(6)	34	
其他流动负债	1388	1702	1832	2013	投资活动现金流	(1484)	(745)	(492)	(492)	
流动负债合计	15787	15706	14991	14385	资本支出	(690)	(746)	(493)	(493)	
长期借款及应付债券	2473	2655	2455	2255	长期投资	2	1	1	1	
其他长期负债	1204	1204	1204	1204	其他	(795)	0	0	0	
长期负债合计	3677	3859	3659	3459	筹资活动现金流	(508)	(608)	(1236)	(1245)	
负债合计	19464	19565	18650	17844	债务融资	699	(586)	(1200)	(1200)	
股本	1472	1669	1669	1669	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	8961	10132	11993	14238	其它	(1207)	(22)	(36)	(45)	

负债和股东权益总计	28425	29697	30642	32081	现金净增加额	(193)	4041	864	1326
-----------	-------	-------	-------	-------	--------	-------	------	-----	------

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【煤炭钢铁有色组介绍】

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。

郝思行，美国德雷塞尔大学金融硕士，1年投资和咨询经验，现从事有色金属行业研究。

邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2年证券及其相关行业从业经历，2016年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

【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。