

锡业股份(000960)

公司研究/简评报告

公司构建优质产品组合，业绩释放符合市场预期

—锡业股份 2017 年年报点评

简评报告/有色行业

2018 年 4 月 26 日

一、事件概述

公司近日发布 17 年年报、18 年第一季度报告：17 年全年营收 344.10 亿元，同比增长 2.93%，归母净利润 7.06 亿元，同比增长 418.68%，扣非净利润 9.19 亿元，同比增长 286.33%；18 年 Q1 营收 90.33 亿元，同比增长 17.93%，归母净利润 1.76 亿元，同比增长 21.79%，扣非净利润 1.77 亿元，同比增长 17.44%。同时，公司在年报中预告 18 年营收目标为 350 亿元，同比增速 1.7%。

二、分析与判断

➤ 公司 17 年 Q4 和 18 年 Q1 业绩基本符合市场预期

公司 17 年自产锡精矿 3.40 万吨、铜精矿 3.56 万吨和锌精矿 12.51 万吨，精矿原料自给率维持稳定，同时相关金属价格同比显著提升带动了公司产品毛利率的提升，毛利率由 16 年约 7%提高至 17 年约 10%的水平。公司此前发布业绩预告显示归母净利润在 6.5-7.3 亿元，实际业绩符合市场预期。

➤ 公司是国内最大的锡上市公司，构建出优质产品组合

公司 17 年锡金属国内市场占有率 43.55%，全球市场占有率 21.08%，全年产出 3.34 万吨锡锭、2.83 万吨锡材和 1.61 万吨锡化工，合计精锡产量为 7.78 万吨。公司凭借丰厚的资源储备，目前已构建出“锡锌铜铟”的优质产品组合，其“10 万吨锌 60 吨锡冶炼项目”在 2017 年底完成主体工程，2018 年上半年进入调试阶段，下半年将正式投入生产。该项目精锡产能达产之后将迅速释放利润。

➤ 缅甸锡矿供给下降，将提供锡价上行动力

近期缅甸锡矿供给的下滑受到持续关注。17 年佤邦曼象矿区全面进入地下开采阶段，锡矿品位进一步下降至 1.5-2%的水平，全年或影响 1 万吨以上的锡矿产量。目前中国云南地区的锡精矿采购十分紧张，精锡冶炼费用持续下降。

三、盈利预测与投资建议

考虑到锡价、铜价进入长周期上行阶段，以及锌价有望持续保持高位，公司受益于产品价格提升和自身精锡产能的逐步释放，净利润将持续稳步增长。预计公司 2018-2020 年归母净利润 11.37 亿元、15.25 亿元和 16.79 亿元，对应 EPS 为 0.68 元、0.91 元和 1.01 元，对应 PE 为 20X、15X 和 14X，对应 PB 为 1.9X、1.7X 和 1.5X，PB 低于可比上市公司估值的平均水平，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：金属价格波动风险，项目进度及产能释放不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34,410	36,464	37,561	38,803
增长率(%)	2.9%	6.0%	3.0%	3.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	706	1,137	1,525	1,679
增长率(%)	418.7%	61.1%	34.1%	10.1%
每股收益(元)	0.46	0.68	0.91	1.01
PE(现价)	29.9	20.2	15.0	13.7
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

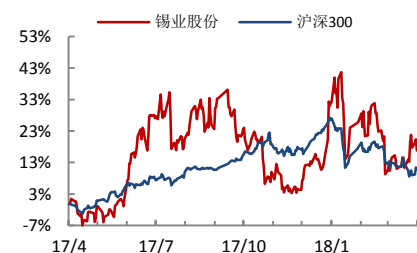
强烈推荐 维持评级

当前价格： 13.75 元

交易数据 2018-04-25

收盘价(元)	13.75
近 12 个月最高/最低	15.89/11.07
总股本(百万股)	1,669
流通股本(百万股)	1,209
流通股比例(%)	72.47
总市值(亿元)	229
流通市值(亿元)	166

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：刘孟孟

执业证号： S0100117070072

电话： 010-85127433

邮箱： liumengluan@mszq.com

研究助理：杨耀洪

执业证号： S0100118010056

电话： 021-60876713

邮箱： yangyaozhong@mszq.com

相关研究

【民生有色】锡业股份(000960)：锡价步入上行周期，公司构建优质产品组合

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	34,410	36,464	37,561	38,803
营业成本	30,934	32,714	33,178	34,155
营业税金及附加	191	201	207	213
销售费用	157	164	169	175
管理费用	1,142	1,094	1,127	1,164
EBIT	1,985	2,292	2,880	3,096
财务费用	576	568	562	541
资产减值损失	223	2	0	0
投资收益	61	20	20	20
营业利润	1,301	1,742	2,339	2,575
营业外收支	(276)	8	8	8
利润总额	1,025	1,750	2,347	2,583
所得税	130	262	352	387
净利润	895	1,487	1,995	2,195
归属于母公司净利润	706	1,137	1,525	1,679
EBITDA	2,908	3,200	3,900	4,243

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4064	2765	3696	4959
应收账款及票据	1952	1896	1953	2017
预付款项	60	131	133	137
存货	4134	4033	4090	4211
其他流动资产	114	114	114	114
流动资产合计	10695	9336	10395	11860
长期股权投资	359	359	359	359
固定资产	11496	14045	15119	18191
无形资产	3826	3723	3622	3525
非流动资产合计	19857	21281	22256	22559
资产合计	30553	30617	32652	34420
短期借款	10899	10899	10899	10899
应付账款及票据	1179	1275	1293	1332
其他流动负债	111	111	111	111
流动负债合计	15509	15532	15572	15645
长期借款	1094	1094	1094	1094
其他长期负债	1717	270	270	(230)
非流动负债合计	2811	1364	1364	864
负债合计	18320	16896	16936	16509
股本	1669	1669	1669	1669
少数股东权益	1277	1627	2096	2613
股东权益合计	12233	13721	15715	17911
负债和股东权益合计	30553	30617	32652	34420

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	2.9%	6.0%	3.0%	3.3%
EBIT 增长率	64.9%	15.4%	25.7%	7.5%
净利润增长率	418.7%	61.1%	34.1%	10.1%
盈利能力				
毛利率	10.1%	10.3%	11.7%	12.0%
净利率	2.1%	3.1%	4.1%	4.3%
总资产收益率 ROA	2.3%	3.7%	4.7%	4.9%
净资产收益率 ROE	6.4%	9.4%	11.2%	11.0%
偿债能力				
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.5
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.3
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	8.3	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	47.6	45.0	45.0	45.0
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.9	1.0
每股净资产	6.6	7.2	8.2	9.2
每股经营现金流	1.4	1.8	2.1	2.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.9	20.2	15.0	13.7
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.5	10.4	8.3	7.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	895	1,487	1,995	2,195
折旧和摊销	1,145	910	1,019	1,147
营运资金变动	(443)	86	(88)	(130)
经营活动现金流	2,295	3,044	3,473	3,744
资本开支	1,716	2,323	1,987	1,442
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,713)	(2,303)	(1,967)	(1,422)
股权募资	2,378	0	0	0
债务募资	(1,011)	(1,447)	0	(500)
筹资活动现金流	791	(2,040)	(575)	(1,059)
现金净流量	1,373	(1,299)	931	1,263

分析师简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

刘孟峦，有色金属方向负责人，曾就职于安泰科，6年基本金属行业研究经验，2017年加入民生证券。

杨耀洪，美国杜兰大学金融学硕士，2017年加入民生证券，从事有色金属行业研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。