

2018年05月18日

公司研究

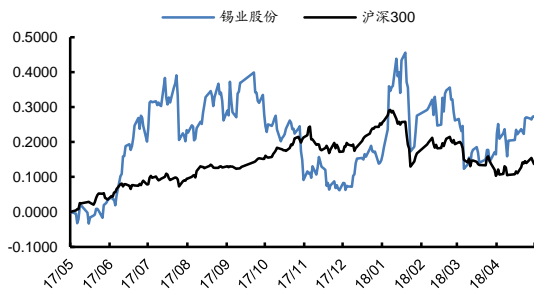
评级：买入（维持）

研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人：李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
联系人：郝思行
02168930175 haosx@ghzq.com.cn

缅甸矿供给收缩开始发酵，锡价上行周期即将启动

——锡业股份（000960）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
锡业股份	9.4	-0.1	27.2
沪深300	2.6	-2.6	13.7

市场数据 2018-05-17

当前价格（元）	14.58
52周价格区间（元）	10.96 - 17.05
总市值（百万）	24330.76
流通市值（百万）	17633.39
总股本（万股）	166877.64
流通股（万股）	120942.30
日均成交额（百万）	416.22
近一月换手（%）	31.47

相关报告

《锡业股份（000960）调研简报：缅甸锡矿库存得以去化，预计下半年锡矿供给将出现缺口》——2018-02-26

《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

投资要点：

- **单月锡矿进口量下降，缅甸矿供给收缩开始发酵。**受缅甸佤邦财政部清理库存的影响，1-2月国内锡矿进口数量同比大增，按照目前缅甸进口锡精矿25-27%的品味测算，预计金属含量在1.7万吨左右。但随着佤邦财政部阶段性清理库存的告一段落，缅甸地区原矿品味下滑，供给大幅收缩的情况开始凸显。海关数据显示，2018年3月国内从缅甸进口的锡矿砂及精矿总计7942吨，折合金属吨约3000吨左右，4月缅甸锡矿的供应情况并没有好转，云锡预计4月数据将在3月数据的基础上继续缩减几百吨。如果佤邦财政部不因财政吃紧而释放库存，假设2018年5-12月维持3000吨/月的供给量，2018年缅甸锡金属的进口量约为4.7万吨，同比2017年减少2万吨左右。
- **国内锡矿供给略有增加。**2018年国内新增锡矿供给方面，主要来自于兴业矿业银漫矿山的达产和部分小型矿山的增产，合计约5000吨增量。再生锡方面，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呈现下滑的趋势。复产矿方面，2015年锡价暴跌，国内小型矿山基本关停，矿企破产，短期无法重新开启，即使锡价上涨也需要锡价在高位维持一段时间，小型锡矿才有重新开启的动力。同时破产关停的矿山进行重启会涉及矿权处置等问题，而变更矿权去国土资源部门办手续至少需要半年以上。因此，2018年国内锡矿供给增量预计只有内蒙地区扩产的5000吨。
- **其他地区供给预计持平或略有下滑。**印尼贸易部数据显示，2017年印尼精炼锡出口7.8万吨，其中天马公司占比近50%。公司公告披露，2018年天马公司锡矿计划产量为3.55万吨，与去年3.51万吨的计划量几乎持平，其中2018年一季度公司实现5500吨产量，同比下降26%。考虑到公司2017年没有完成锡矿产量计划以及2018年一季度锡矿产量数据同比大幅下滑，预计2018年天马公司无法完成3.55万吨的计划产量，印尼整体供给可能略有下滑。南美洲的锡矿供给主要来源于秘鲁，秘鲁明苏公司年报披露，2017年公司精炼锡产量收缩8%至1.8万吨，随着品味的下滑，资源的枯竭，预计2018年明

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%。

苏公司精炼锡产量将继续下滑。非洲锡矿包括刚果和尼日利亚在内的一些小型手抓矿，该地区的锡矿分布零散，不成面、不成带，无法进行机械化作业开采，供给难有增加。

- **消费电子、光伏支撑锡的终端需求。**锡的下游消费主要包括电子半导体应用的锡焊料、锡化工和锡材，全球锡消费量较为稳定，近年保持每年 1%-2% 的增长。60% 的锡消费为锡焊料，电子产品为主要的下游之一，消费电子行业较为成熟，年增速大约在 2%-5%，近年传统消费电子的增速也有所回升，未来汽车电子化的崛起和高速发展将成为锡焊料消费增长的看点之一。此外，光伏电池片之间的连接也要用到锡焊料，1MW 的光伏需要消耗金属锡 120-140 千克，2017 年全球光伏装机量达到了 99GW，消费锡金属 1.3 万吨，随着全球光伏装机量的快速增长，未来光伏用焊料将成为锡消费的主要增长点之一。需求端的分析详见我们的深度报告“锡价步入上行周期，业绩高弹性的全球锡业龙头”。
- **盈利预测和投资评级：**综上所述，2018 年缅甸矿供给预计缩减 2 万吨，国内增加 5000 吨，印尼和秘鲁供给将小幅下滑，预计全球供给同比减少 1.5 万吨，占比全球每年总供给的 4%。锡下游主要包括电子半导体应用的锡焊料、锡化工和锡材，全球锡消费量较为稳定，近年保持每年 1%-2% 的增长，在全球经济不出现断崖式下跌的情况下，锡价有望冲破 18000 元/吨，作为全球锡业龙头的锡业股份充分受益于锡价上涨。我们预计公司 2018-2020 的 EPS 分别为 0.99 元、1.23 元、1.41 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.00 倍、12.12 倍、10.51。维持“买入评级”。
- **风险提示：**锡、锌、铜、钨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；佻邦财政部大量释放库存冲击锡市；公司相关产品需求的不确定性。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	34410	45199	49784	52365
增长率(%)	3%	31%	10%	5%
净利润(百万元)	706	1652	2046	2359
增长率(%)	-	134%	24%	15%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.99	1.23	1.41
ROE(%)	5.77%	13.43%	13.96%	13.48%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：锡业股份盈利预测表

2018-05-1									
证券代码:	000960.SZ		股价:	14.58	投资评级:	买入	日期:	7	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	6%	13%	14%	13%	EPS	0.42	0.99	1.23	1.41
毛利率	10%	9%	9%	9%	BVPS	6.57	7.55	8.77	10.18
期间费率	7%	5%	5%	4%	估值				
销售净利率	2%	4%	4%	5%	P/E	35.10	15.00	12.12	10.51
成长能力					P/B	2.26	1.97	1.69	1.46
收入增长率	3%	31%	10%	5%	P/S	0.72	0.55	0.50	0.47
利润增长率	419%	134%	24%	15%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	1.13	1.25	1.32	1.33	营业收入	34410	45199	49784	52365
应收账款周转率	14.81	15.21	15.21	15.21	营业成本	31076	41206	45381	47754
存货周转率	7.52	7.52	7.52	7.52	营业税金及附加	191	181	199	209
偿债能力					销售费用	157	174	174	174
资产负债率	60%	61%	57%	52%	管理费用	1142	980	980	980
流动比	0.69	0.92	1.05	1.21	财务费用	576	567	506	398
速动比	0.42	0.91	1.03	1.19	其他费用/(-收入)	(155)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	1301	2272	2743	3059
现金及现金等价物	4064	13204	14773	16524	营业外净收支	(276)	0	0	0
应收款项	2323	2972	3273	3443	利润总额	1025	2272	2743	3059
存货净额	4134	326	326	326	所得税费用	130	375	453	505
其他流动资产	174	229	252	265	净利润	895	1897	2291	2554
流动资产合计	10695	16731	18624	20558	少数股东损益	189	245	245	195
固定资产	11496	10787	11416	11505	归属于母公司净利润	706	1652	2046	2359
在建工程	2158	2361	1561	1261	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	3826	3789	3751	3715	经营活动现金流	2295	7191	3270	3453
长期股权投资	359	414	413	412	净利润	895	1652	2046	2359
资产总计	30553	36100	37784	39469	少数股东权益	189	245	245	195
短期借款	10899	12052	11052	10052	折旧摊销	857	746	702	740
应付款项	1179	1571	1730	1820	公允价值变动	6	0	0	0
预收帐款	161	212	233	245	营运资金变动	347	4548	277	159
其他流动负债	3269	4270	4691	4931	投资活动现金流	(1713)	(258)	(492)	(492)
流动负债合计	15509	18105	17706	17048	资本支出	(912)	(203)	(493)	(493)
长期借款及应付债券	1594	2655	2455	2255	长期投资	56	(55)	1	1
其他长期负债	1217	1217	1217	1217	其他	(856)	0	0	0
长期负债合计	2811	3872	3672	3472	筹资活动现金流	829	2207	(1209)	(1210)
负债合计	18320	21977	21379	20520	债务融资	(2800)	2214	(1200)	(1200)
股本	1669	1669	1669	1669	权益融资	2378	0	0	0
股东权益	12233	14123	16405	18949	其它	1251	(7)	(9)	(10)
负债和股东权益总计	30553	36100	37784	39469	现金净增加额	1412	9140	1569	1751

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【煤炭钢铁有色组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。
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】

谭倩，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。