

锡业股份(000960)/工业金属

锡业股份：业绩稳增，“锡牛”渐现

评级：买入(维持)

市场价格：10.18

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

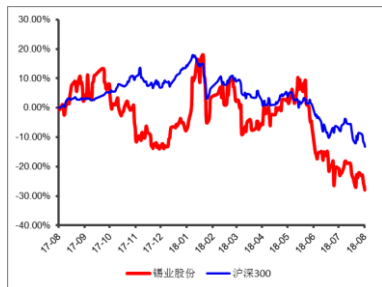
Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

联系人：张强

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 1669 |
| 流通股本(百万股) | 1209 |
| 市价(元) | 10.18 |
| 市值(百万元) | 16988 |
| 流通市值(百万元) | 12312 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 2018.04.27 年报点评：《锡业股份：行业拐点下的“锡”望之星》，维持“买入”评级
- 2018.02.01 锡业股份深度报告：《锡业股份：“锡”望之星》，给予“买入”评级

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 33429.06 | 34410.17 | 35528.60 | 36900.17 | 37734.86 |
| 增长率 yoy% | 7.56% | 2.93% | 3.25% | 3.86% | 2.26% |
| 净利润 | 136.12 | 706.03 | 1022.35 | 1259.43 | 1352.45 |
| 增长率 yoy% | 276.03% | 418.68% | 44.80% | 23.19% | 7.39% |
| 每股收益(元) | 0.082 | 0.402 | 0.613 | 0.755 | 0.810 |
| 每股现金流量 | 1.117 | 1.365 | 2.705 | 2.516 | 2.426 |
| 净资产收益率 | 1.73% | 6.13% | 8.54% | 9.51% | 9.27% |
| P/E | 124.80 | 25.31 | 16.62 | 13.49 | 12.56 |
| PEG | 1.14 | 0.96 | N/A | N/A | N/A |
| P/B | 2.16 | 1.55 | 1.42 | 1.28 | 1.16 |

备注：

投资要点

- 事件概述：**锡业股份8月17日披露公司2018年半年报，H1公司实现营业收入200.64亿元，同比增长7.38%；实现归属于上市公司股东的净利润4.52亿元，同比增长26.16%；实现扣非净利润4.54亿元，同比增长27.91%。从单季度数据看，今年Q2公司实现营业收入110.31亿元，同比基本持平，环比增长22.12%；实现归属于上市公司股东的净利润2.77亿元，同比增长29.09%，环比增长57.39%；实现扣非净利润2.77亿元，同比增长35.67%，环比增长56.50%。
- 核心产品均价上扬支撑业绩高增长，华联锌铟仍为公司主要利润源。**2018H1，锌价虽呈下行态势，但均价同比仍大幅上扬，上半年LME3M锌均价为3252美元/吨，同比上涨20.4%；同时，锡、铜上半年均价分别为14.60万元/吨和5.20万元/吨，同比分别上涨0.95%和11.72%，我们认为核心产品价格上涨，是公司业绩高增长的主因。而华联锌铟作为公司重要的锌产品基地，当仁不让成为利润贡献“主力军”，H1华联锌铟实现净利润5.91亿元，同比增长17.5%，H1公司锌产品毛利率为高达69.63%，较去年同期上涨7.09个百分点，而锡铟产品毛利率有所下滑（18.36%→16.55%），或与精矿供应紧张背景下加工费下滑有关；锡材以及化工品毛利率同比分别提升3.3、3.9个百分点，显示公司产品结构进一步优化、附加值进一步提升。
- 募投项目有序推进，资源供给能力再度提升。**公司于2016年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吨铟技改项目，2018H1该募投项目已经顺利实现联动试车，后续随着生产调试以及达产达标，有望逐步贡献利润。此外，华联锌铟铜街-曼家寨360万吨/年采矿权证成功获取，评估报告显示，矿区矿石资源储量9288万吨，金属量：锌329.72万吨（品位3.55%），锡31.15吨（品位0.34%），铜3.1万吨（品位0.03%），相关采矿扩建工程及其配套项目建设也正在加紧推进，公司资源供给能力将进一步增强。
- 硬短缺：2018年表现为结构逻辑，2019年过渡为总量逻辑。**资源品位下降（由5-6%降至1-1.5%）+开采方式转变（露采→坑采），导致缅甸锡精矿供给能力显著下降和开采成本上升，再考虑到当地资源前景不明以及政府精矿储备量不断被消耗的实际情况下，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年供给能力下降问题将更为

突出，也即，2018年表现为结构逻辑，而2019年有望过渡至总量逻辑，预计2018年缅甸矿供给降幅在1.5-2.0万吨区间，约占全球锡精矿产量的5%左右。而国内矿有效增量仅为6000-8000吨，远不能抵消缅甸降幅，再生锡仍将保持平稳，因此，供给端组合为：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），收紧趋势确立，再叠加稳中有增的需求，我们认为“锡牛”行情或将为期不远。铜原料供需仍将紧平衡，铜价中枢有望系统性上移；锌供需虽边际改善，但短缺格局仍将延续，全年均价来看，有望继续维持增长，华联锌铟盈利能力仍有保障。**锡业股份作为全球锡行业龙头，有望深度受益于此轮“锡牛”行情。**

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2018/2019/2020年净利润分别为10.2/12.6/13.5亿元，对应EPS分别为0.61/0.76/0.81元，目前股价对应的PE估值水平分别为16x/14x/13x。维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**宏观经济波动带来的风险；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。

图表 1: 公司财务报表及预测

| 利润表 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 31079.20 | 33429.06 | 34410.17 | 35528.60 | 36900.17 | 37734.86 |
| 减: 营业成本 | 30016.96 | 31075.80 | 30934.35 | 31761.20 | 32751.29 | 33428.61 |
| 营业税金及附加 | 60.16 | 133.02 | 190.76 | 196.80 | 204.37 | 208.99 |
| 营业费用 | 174.33 | 169.95 | 157.43 | 162.41 | 168.66 | 172.47 |
| 管理费用 | 1226.34 | 846.00 | 1142.14 | 1178.30 | 1223.64 | 1251.28 |
| 财务费用 | 834.59 | 744.95 | 576.27 | 594.51 | 617.39 | 631.34 |
| 资产减值损失 | 279.47 | -51.23 | 222.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 加: 投资收益 | 39.98 | -40.22 | 61.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 2.29 | -9.13 | 6.17 | 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 | -1470.40 | 461.21 | 1254.16 | 1635.39 | 1934.82 | 2042.18 |
| 加: 其他非经营损益 | -4.86 | -118.14 | -276.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | -1475.26 | 343.07 | 977.98 | 1635.39 | 1934.82 | 2042.18 |
| 减: 所得税 | 297.82 | 100.08 | 117.78 | 408.85 | 483.70 | 510.54 |
| 净利润 | -1773.08 | 242.98 | 860.20 | 1226.54 | 1451.11 | 1531.63 |
| 减: 少数股东损益 | 195.55 | 106.86 | 189.10 | 204.19 | 191.69 | 179.19 |
| 归属母公司股东净利润 | -1968.63 | 136.12 | 671.10 | 1022.35 | 1259.43 | 1352.45 |
| 资产负债表 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1360.30 | 1372.82 | 2700.01 | 1421.14 | 1476.01 | 2193.94 |
| 应收和预付款项 | 2212.94 | 2128.79 | 2383.17 | 2345.42 | 2563.70 | 2455.92 |
| 存货 | 3308.92 | 3928.11 | 4134.21 | 4223.06 | 4394.73 | 4401.28 |
| 其他流动资产 | 63.02 | 279.33 | 102.19 | 102.19 | 102.19 | 102.19 |
| 长期股权投资 | 416.78 | 415.04 | 359.18 | 359.18 | 359.18 | 359.18 |
| 投资性房地产 | 118.94 | 112.87 | 102.72 | 90.46 | 78.19 | 65.93 |
| 固定资产和在建工程 | 13547.01 | 13494.68 | 13655.04 | 11813.27 | 9971.51 | 8129.75 |
| 无形资产和开发支出 | 3682.13 | 3952.24 | 3826.29 | 3309.95 | 2793.61 | 2277.26 |
| 其他非流动资产 | 1249.97 | 1316.28 | 1729.48 | 1268.63 | 807.78 | 807.78 |
| 资产总计 | 25960.01 | 27000.15 | 28992.29 | 24933.30 | 22546.90 | 20793.23 |
| 短期借款 | 11415.29 | 12820.48 | 10898.96 | 6681.05 | 3283.81 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1386.33 | 2006.95 | 1961.49 | 1987.86 | 2047.59 | 2046.10 |
| 长期借款 | 3178.45 | 2472.67 | 1594.00 | 500.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 1199.82 | 618.63 | 2212.66 | 2212.66 | 2212.66 | 2212.66 |
| 负债合计 | 17179.89 | 17918.73 | 16667.11 | 11381.58 | 7544.06 | 4258.76 |
| 股本 | 1472.06 | 1472.06 | 1668.78 | 1668.78 | 1668.78 | 1668.78 |
| 资本公积 | 6671.76 | 6672.69 | 8849.41 | 8849.41 | 8849.41 | 8849.41 |
| 留存收益 | -427.01 | -272.91 | 437.79 | 1460.14 | 2719.57 | 4072.01 |
| 归属母公司股东权益 | 7716.80 | 7871.83 | 10955.97 | 11978.32 | 13237.75 | 14590.20 |
| 少数股东权益 | 990.29 | 1089.29 | 1277.10 | 1481.29 | 1672.97 | 1852.16 |
| 股东权益合计 | 8707.09 | 8961.12 | 12233.07 | 13459.61 | 14910.72 | 16442.36 |
| 负债和股东权益合计 | 25960.01 | 27000.15 | 28992.29 | 24933.30 | 22546.90 | 20793.23 |
| 现金流量表 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营性现金净流量 | 2091.64 | 1863.82 | 2277.15 | 4513.74 | 4198.48 | 4047.64 |
| 投资性现金净流量 | -553.38 | -1483.94 | -1712.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资性现金净流量 | -58.35 | -675.14 | 790.89 | -5792.60 | -4143.61 | -3329.71 |
| 现金流量净额 | 1484.39 | -285.20 | 1313.23 | -1278.86 | 54.86 | 717.93 |

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。