

锡业股份 (000960)

公司研究/动态报告

缅甸锡矿供应拐点将至，全球精锡供需出现缺口

动态研究报告/有色金属

2018 年 10 月 10 日

报告摘要:

● 缅甸锡矿供应拐点将至

年初预计缅甸锡矿供应将在今年迎来拐点，供给将出现明显收缩。但是 ITA 数据显示，今年 8 月份中国从缅甸进口锡精矿数量超市场预期，1-8 月份合计约 42,700 吨，同比甚至还增长约 5%，之所以会出现这样的情况主要在于缅甸当地的去库存。低邦曼相矿区原矿库存在今年 9 月初约为 70-80 万吨，相比于 2017 年 7 月的 190-200 万吨，降幅超过 55%。中缅口岸锡精矿库存在今年 9 月初约为 4,600 金属吨，相比于今年 4 月初的 11,400 金属吨，降幅约 60%。预计在接下来的几个月当中，在不考虑缅甸当地政府抛储的情况下，中国从缅甸进口锡精矿的数量大约在每个月 3000-4000 吨的水平，2018 年全年合计约 60,000 吨，同比将减少 11%。明年的降幅将更加明显，预计将减少 10-30%。

● 云南地区锡矿供应偏紧，加工费持续下降

预计中国锡精矿产量将从 2017 年的 8.57 万吨提升至 2018 年的 9.17 万吨，同比增加 6000 吨，同比增长 7%，增量低于预期主要是由于内蒙古的银漫矿业 2018 年的锡矿产量将比预期少 1000 吨，最多达到 6500 吨的水平。同时调研数据显示，云南地区锡精矿供应偏紧，这点从加工费的下降可以反映出来，云南地区 40 品位加工费从去年年初 2.3-2.4 万元/吨左右水平降到今年年初 1.9-2.0 万元/吨左右水平，而进入今年 2 季度之后，基本是降到 1.4-1.5 万元/吨水平。在这个加工费水平下，精锡加工企业基本处于盈亏平衡状态。

● 公司 2018 年净利润预计同比增长 30%

锡业股份当前的战略规划是以冶炼端产品的结构性优化为主，公司精矿产量相对维持稳定，但是冶炼端产品体量虽大却收效甚微，产品毛利率还有很大的提升空间。业绩方面，基于今年基本金属价格前高后低的价格判断，公司大部分产品都通过套期保值锁定了风险，2018 年的业绩确定性高。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年的营收分别为 358.70 亿元、371.67 亿元和 382.98 亿元，归母净利润分别为 9.00 亿元、14.47 亿元和 16.83 亿元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 19X、12X 和 10X，对应 2019-2020 年 PB 分别为 1.5X、1.3X 和 1.2X，维持公司“推荐”评级。

● 风险提示：缅甸锡矿减产力度不及预期；公司精矿产量不及预期。

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	35,870	37,167	38,298
增长率 (%)	2.9%	4.2%	3.6%	3.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	706	900	1,447	1,683
增长率 (%)	418.7%	27.5%	60.7%	16.4%
每股收益 (元)	0.46	0.54	0.87	1.01
PE (现价)	22.6	19.2	11.9	10.3
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

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

推荐

维持评级

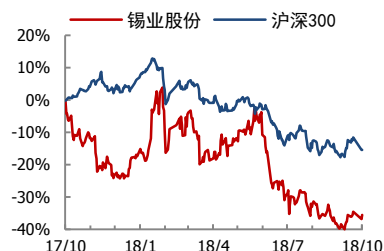
当前价格： 10.36 元

交易数据

2018-10-9

近 12 个月最高/最低 (元)	16.67/9.64
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)	173
流通市值 (亿元)	125

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：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：刘孟孟

执业证号： S0100117070072

电话： 15210216914

邮箱： liumengluan@mszq.com

研究助理：杨耀洪

执业证号： S0100118010056

电话： 18659008657

邮箱： yangyaohong@mszq.com

相关研究

【民生有色】公司深度报告：锡价步入上行周期，公司构建优质产品组合
20180417

目录

一、锡行业拐点将至，全球精锡供需将出现缺口	3
（一）缅甸锡矿供应拐点将至，国内加工费持续下降	3
（二）精锡供给端收缩，需求略增，供需将出现缺口	5
二、锡业股份以产品结构性优化为主要发展战略	7
三、风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

一、锡行业拐点将至，全球精锡供需将出现缺口

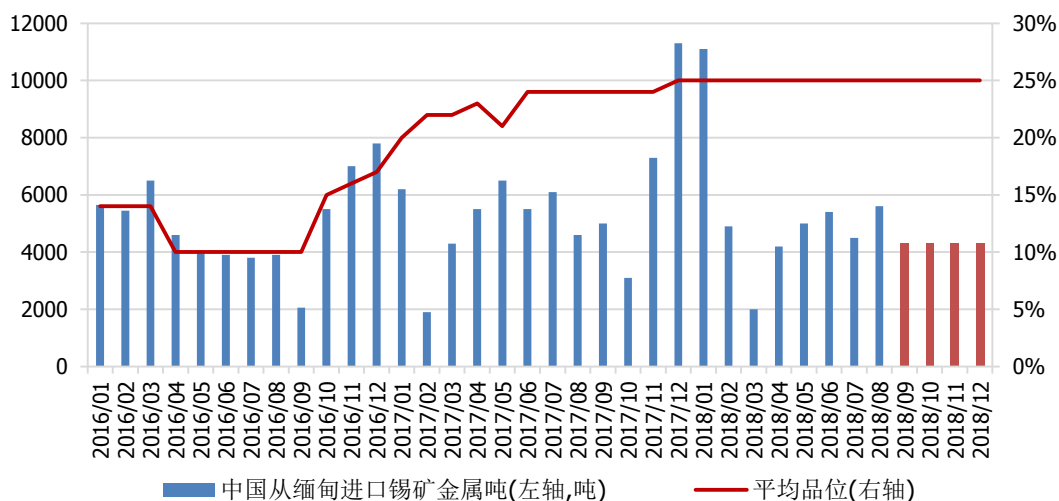
(一) 缅甸锡矿供应拐点将至，国内加工费持续下降

首先从缅甸锡矿开始说起。缅甸的锡精矿供应主要来自于佤邦曼相矿区，该地区高品位、低成本的矿开发之后，产量几乎由零增至 5 万吨左右的水平。具体来看，2012-2015 年，该地区开采的是地表高品位富矿，露天品味甚至一度高于 5%；2016 年开始逐步转入地表下低品位贫矿，平均品位降至 3% 左右，但当年缅甸政府释放了约 1 万吨金属量的锡矿库存，使得锡矿供给达到顶峰；2017 年全面进入地下开采阶段，品位进一步下降到 1.5-2%，但是在库存以及尾矿回采的支撑下，锡矿出口总量并未下滑。

年初我们预计缅甸锡矿供应将在今年迎来拐点，供给将出现明显收缩。但是截止至目前，ITA 的数据显示，今年 1-8 月份中国从缅甸进口锡精矿合计约 42,700 吨，同比甚至还增长 5%，之所以会出现这样的情况主要是在于缅甸当地的去库存。佤邦曼相矿区原矿库存在今年 9 月初约为 70-80 万吨，相比于 2017 年 7 月的 190-200 万吨，降幅超过 55%。中缅口岸锡精矿库存在今年 9 月初约为 4600 金属吨，相比于今年 4 月初的 11400 金属吨，降幅约 60%。

缅甸矿山品位系统性下降是不可避免的，矿山地下开采阶段的成本会持续提升，预计在接下来的几个月当中，在不考虑缅甸当地政府抛储的情况下，中国从缅甸进口锡精矿的数量大约在每个月 3000-4000 吨的水平，2018 年全年合计约 60,000 吨，同比将减少 11%。明年的降幅将更加明显，预计将减少 10-30%。

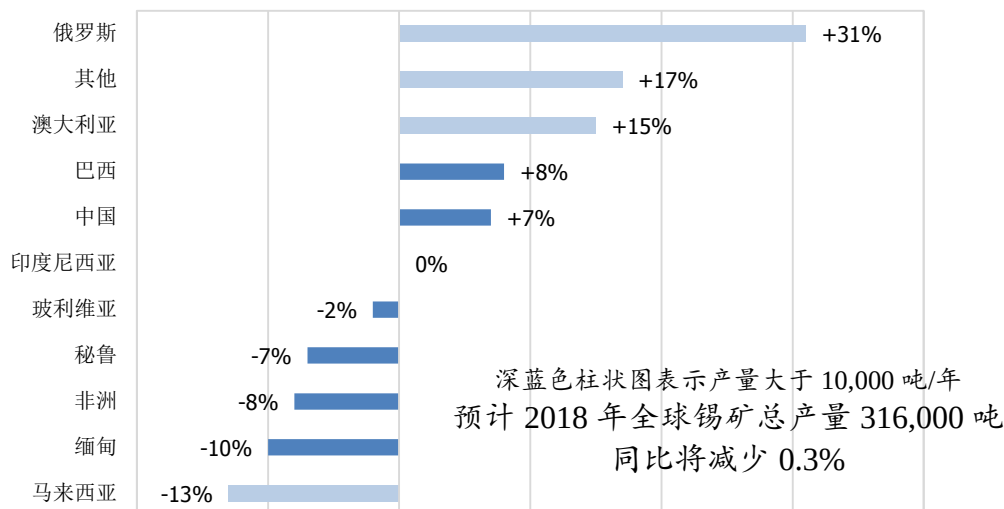
图1: 预计 2018 年中国从缅甸进口锡精矿数量在 60,000 吨左右水平，同比将减少 11%



资料来源：ITA，民生证券研究院；注：橙色柱状图表示估计值

紧接着是其他主要的锡矿生产地区。预计中国锡精矿产量将从 2017 年的 8.57 万吨提升至 2018 年的 9.17 万吨，同比增加 6000 吨，同比增长 7%，其中增量主要来自于内蒙古的银漫矿业，该项目在 2017 年上半年正式投产，全年产量 3000 吨，预计 2018 年产量将比预期少 1000 吨，最多做到 6500 吨左右的水平，增量 3500 吨。而印尼作为另一个主要的锡矿生产大国，预计 2018 年锡矿产量保持稳定。另外，秘鲁和玻利维亚锡矿产量亦将出现不同程度缩减。综上，预计 2018 年全球锡矿总产量约为 31.60 万吨，同比将减少 0.3%。

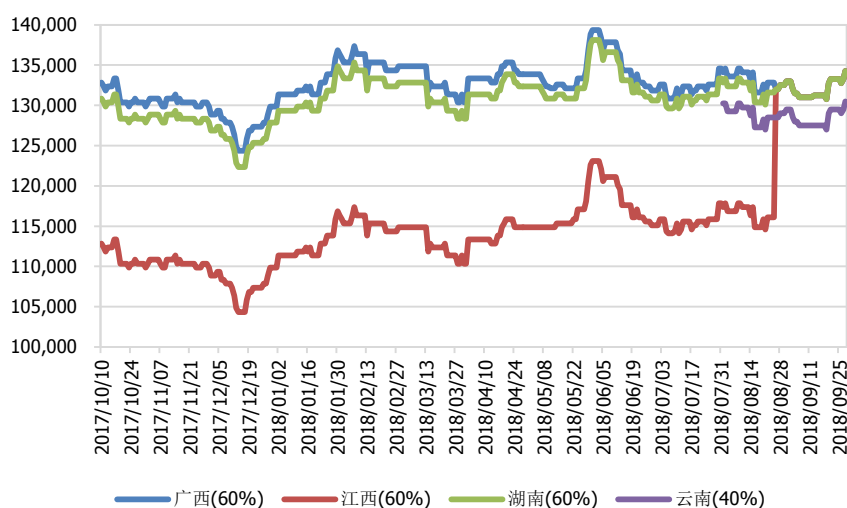
图2: 2018 年各国锡矿产量增减变化估计



资料来源: ITA, 民生证券研究院

通过调研的结果显示, 云南地区乃至全国的锡矿供应都是偏紧的, 数据显示国内锡精矿现货价格中枢逐步上移。此外, 目前市场重点关注云南个旧地区选厂关停迁址事宜, 当地政府原定于 9 月 30 日为选厂关闭的最后期限。但 SMM 的资料显示, 部分选厂由于尚有选矿订单未完成, 而关厂迁址将涉及数月新选厂建设期, 这将影响到订单的按期执行, 希望政府能够酌情延期, 因此对于何时关停选厂尚未有最后定论。我们认为选厂搬迁必然会在短期之内影响锡矿的供应, 进而进一步影响冶炼厂的产量。

图3: 国内锡精矿现货价格中枢上移 (元/)



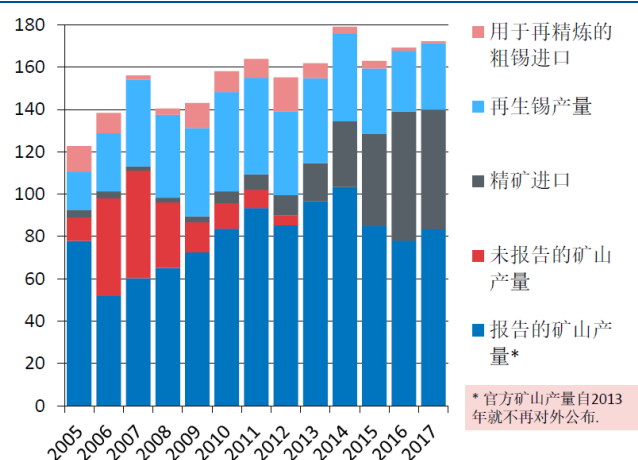
资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

换一个角度, 国内锡矿供应的紧张程度从加工费的变化体现的非常明显, 国内主产区锡精矿加工费处于下行通道。具体来看, 云南地区 40 品位加工费从去年年初 2.3-2.4 万元/吨左右水平降到今年年初 1.9-2.0 万元/吨左右水平, 而进入今年 2 季度之后, 基本是降到 1.4-1.5 万元/吨水平。在这个加工费水平下, 精锡加工企业基本处于盈亏平衡状态。

(二) 精锡供给端收缩，需求略增，供需将出现缺口

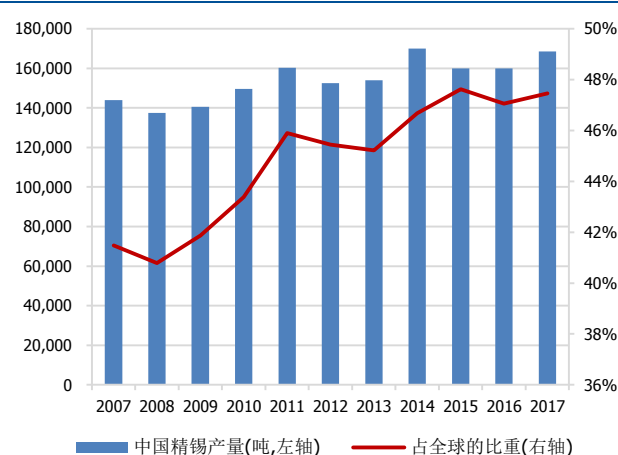
从精锡供给的角度来看，首先是中国市场，近年中国精锡产量维持在 16-17 万吨之间，占到全球总产量的 45% 以上。中国自产的锡精矿并不能满足生产需求，原料严重短缺，对进口原料的依赖程度在 30-40% 之间，并且几乎所有的进口锡精矿都是来自缅甸，所以缅甸矿产量的变化将直接影响到中国精锡生产原材料的供应。精锡产量方面，SMM 数据显示今年的 1-8 月份中国精锡产量约为 10.55 万吨，同比减少 1.14 万吨，国内冶炼厂精锡库存相比同期亦呈现下降趋势，产量同比出现下滑一方面是由于原料供应紧张，一方面是由于安全和环保压力，精锡生产受到抑制。

图4：中国锡原料来源（单位：千吨）



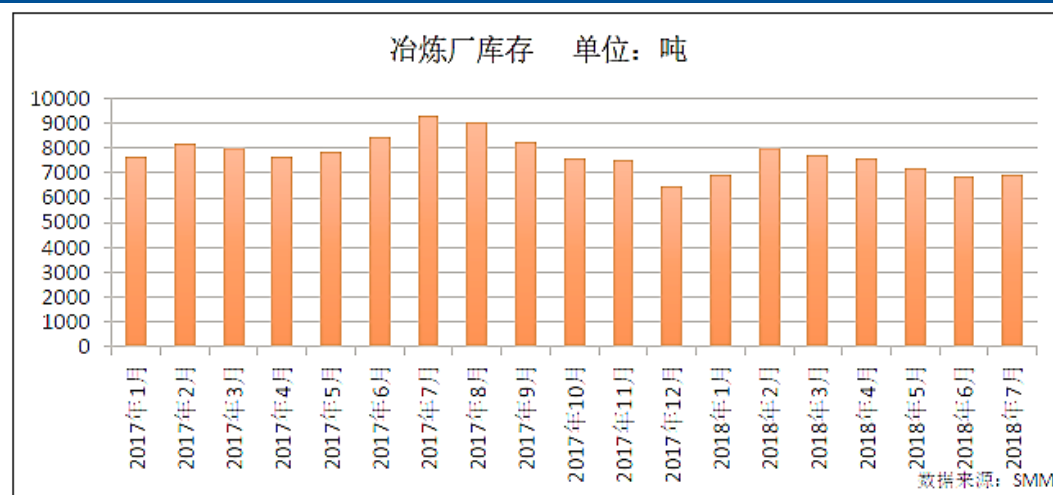
资料来源：ITA, CRU, 民生证券研究院

图5：中国精锡产量占到全球产量的 45% 以上



资料来源：中国金属通报, 民生证券研究院

图6：国内冶炼厂精锡库存相比同期呈现下降趋势

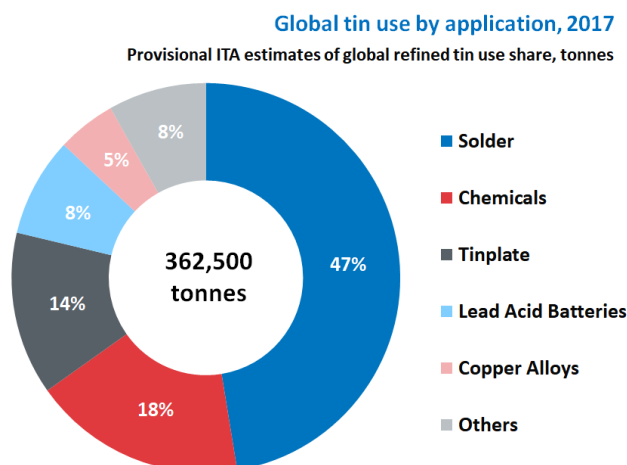


资料来源：SMM, 民生证券研究院

印尼市场方面，作为全球第二大锡生产国，2017 年锡矿产量约 8.3 万吨，精锡产量约 8 万吨，并且印尼生产的精锡绝大部分都出口到国际市场。进入 2018 年，由于印尼出口许可证颁发的政策变化导致精锡出口量从 3 月份受限，4 月底才得以解决。根据印尼贸易部的数据统计，今年 1-9 月份印尼精锡出口量合计约 6.3 万吨，预计全年精锡产量为 7.5 万吨。

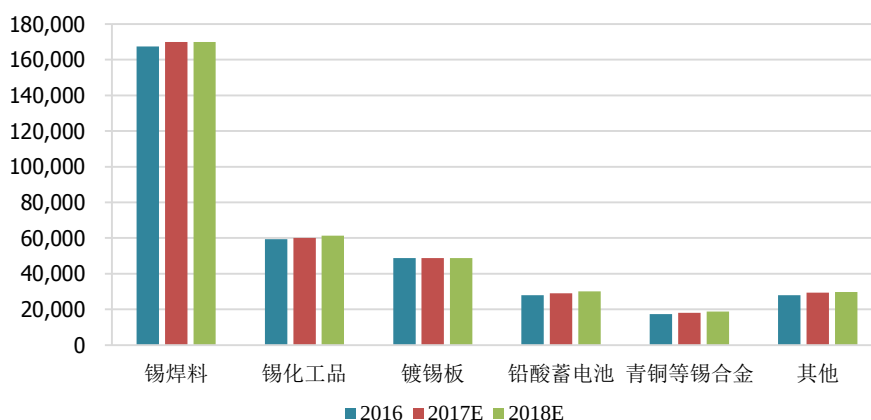
从精锡需求的角度来看, ITA 在最新的调研报告中, 将 2017 年全球精锡消费量的估计值由先前的 35.55 万吨提升至 36.25 万吨, 这个数字相较于 2016 年同比增长约 4%, 彰显全球市场强劲的消费动力。而在 2018 年, 由于中美贸易战以及中国宏观经济走弱的影响, 市场对于精锡消费持有相对悲观的态度, 消费增速要明显低于 2017 年的 4%, 但总体预计全球精锡消费在 2018 年仍会有 1% 左右的增长。

图7: 预计 2017 年全球精锡消费量约为 36.25 万吨



资料来源: ITA, 民生证券研究院

图8: 预计 2018 年全球精锡消费增速在 1% 左右 (单位: 吨)



资料来源: ITA, 民生证券研究院

综上所述, 预计 2018 年全球精锡供需将出现缺口, 2019 年缺口将继续扩大。

表1: 预计 2018 年全球精锡供需将出现缺口 (单位: 千吨)

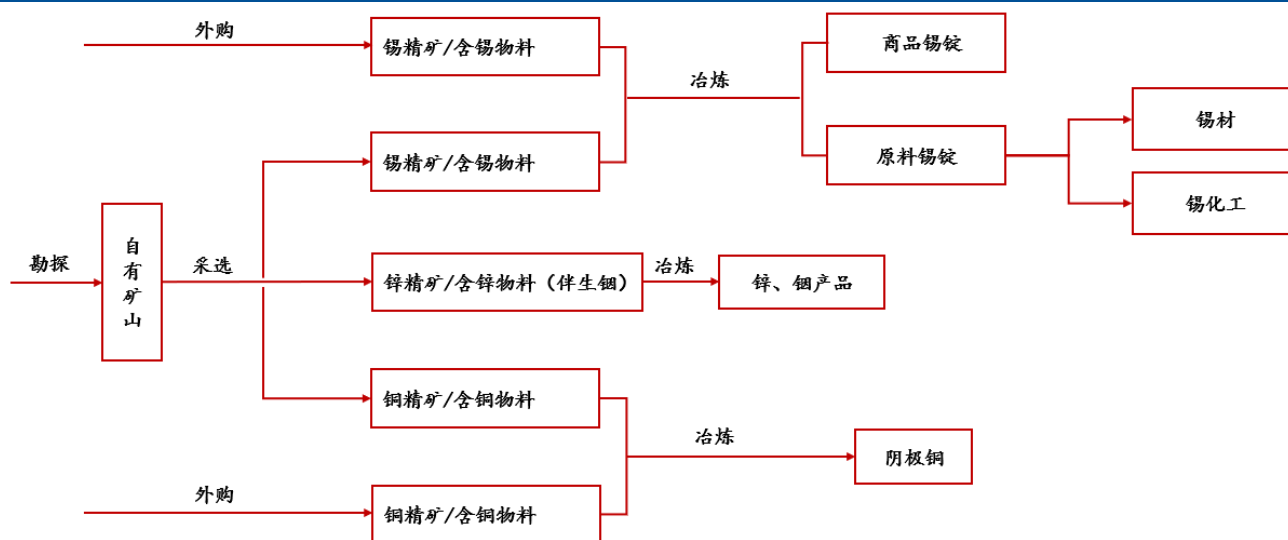
	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
全球精锡产量	340.5	370.2	335.5	340.2	364.3	363.0	359.0
增速	1.52%	8.72%	-9.37%	1.40%	7.08%	-0.36%	-1.10%
全球精锡消费	341.3	353.1	340.8	348.7	362.5	366.0	367.7
增速	1.58%	3.46%	-3.48%	2.32%	3.96%	0.97%	0.46%
供需平衡	-0.8	17.1	-5.3	-8.5	1.8	-3.0	-8.7

资料来源: ITA, 民生证券研究院

二、锡业股份以产品结构性优化为主要发展战略

锡业股份是国内最大的锡上市公司。公司在 2017 年自产锡精矿约 3.40 万吨，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 7.78 万吨，原料自给率约 43.6%。公司锡金属国内市场占有率 43.55%，全球市场占有率 21.08%。截止至 2017 年年底，公司保有锡资源储量 75.18 万吨，而每年公司都会投入资金开展矿产探勘活动，基本上每年新增的量和消耗的量能够实现 100% 对冲，所以锡的资源储量基本能够保持不变。

图9：锡业股份产业链分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

锡业股份当前的战略规划是以冶炼端产品的结构性优化为主。原料端，公司每年 3.40 万吨的锡精矿产量、3.56 万吨的铜精矿产量和 12.51 万吨的锌精矿产量基本能够实现。但是在冶炼端，公司的锡材、锡化工产品体量大，却收效甚微，利润未充分释放，产品毛利率还有很大的提升空间，而公司 10 万吨的铜冶炼项目盈利能力也有待提高。另外，公司在 2017 年 8 月通过定向增发筹建的“年产 10 万吨锌 60 吨铟冶炼项目”目前已经完成点火试车，进入试生产和设备调试阶段，该项目除了精锌产品之外，60 吨铟产品由于是伴生的，在采选环节成本很低，之后将成为公司净利润的重要补充。

公司在近期成功完成铅冶炼相关资产的收购，该项资产将用于公司锡冶炼异地搬迁升级改造项目。公司锡冶炼异地搬迁改造项目是势在必行的。冶炼分公司是锡业股份主要的锡冶炼生产基地，具有完备的锡冶炼生产流程，拥有 7 万吨/年的精锡生产能力，但是由于该项目建设较早，随着个旧市城市化建设的不断推进和个旧市房地产项目的开发，居民住宅楼建设位置不断向冶炼分公司靠近，尽管冶炼分公司的生产在安全和环保上都是达标的，但居民区与企业混杂仍存在着较大的安全隐患。此次公司通过对云锡集团铅业分公司铅冶炼设备进行改造，相比于原新建方案，能够有效减少项目投入资金约 4.5 亿元，项目建设周期由原来的 3-5 年缩短至 2 年。预计该项目在 2020 年能够投入使用。

表2：锡冶炼异地搬迁升级改造项目（变更）能有效减少投资 4.5 亿元（单位：万元）

指标名称	原新建计划（2017 年版）	异地搬迁升级改造项目（2017 年版）	两者对比
项目总投资	300,812.35	255,358.02	-45,454.33
其中：1.工程投资小计	259,752.51	215,971.02	-43,781.49
(1) 建设投资	251,897.77	117,740.47	-134,157.30
(2) 建设期利息	7,854.74	4,038.00	-3,816.74
(3) 利用原有净资产	0.00	80,837.19	80,837.19
(4) 土地	0.00	13,355.36	13,355.36
2.铺底流动资金	41,059.84	39,387.00	-1,672.84

资料来源：公司公告，民生证券研究院

预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 358.70 亿元、371.67 亿元和 382.98 亿元，归母净利润分别为 9.00 亿元、14.47 亿元和 16.83 亿元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 19X、12X 和 10X，对应 2019-2020 年 PB 分别为 1.5X、1.3X 和 1.2X。

三、风险提示

缅甸锡矿减产力度不及预期；公司精矿产量不及预期。

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	35,870	37,167	38,298
营业成本	30,934	32,190	32,528	33,208
营业税金及附加	191	197	204	211
销售费用	157	165	171	176
管理费用	1,142	1,076	1,115	1,149
EBIT	1,985	2,241	3,149	3,554
财务费用	576	573	643	684
资产减值损失	223	202	200	200
投资收益	61	80	80	80
营业利润	1,301	1,465	2,306	2,670
营业外收支	(276)	(80)	(80)	(80)
利润总额	1,025	1,385	2,226	2,590
所得税	130	208	334	388
净利润	895	1,177	1,892	2,201
归属于母公司净利润	706	900	1,447	1,683
EBITDA	2,908	3,156	4,201	4,765

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4064	3248	4848	6407
应收账款及票据	1952	2223	2304	2374
预付款项	60	129	130	133
存货	4134	3792	3832	3912
其他流动资产	114	114	114	114
流动资产合计	10695	9996	11735	13462
长期股权投资	359	379	399	419
固定资产	11496	13859	15857	18929
无形资产	3826	3723	3622	3525
非流动资产合计	19857	22108	23296	24325
资产合计	30553	32104	35031	37788
短期借款	10899	10899	10899	10899
应付账款及票据	1179	1343	1357	1386
其他流动负债	111	111	111	111
流动负债合计	15509	15582	15618	15673
长期借款	1094	2094	2094	2094
其他长期负债	1717	1017	2017	2517
非流动负债合计	2811	3111	4111	4611
负债合计	18320	18694	19729	20284
股本	1669	1669	1669	1669
少数股东权益	1277	1554	1999	2517
股东权益合计	12233	13410	15302	17504
负债和股东权益合计	30553	32104	35031	37788

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%	4.2%	3.6%	3.0%
EBIT 增长率	64.9%	12.9%	40.5%	12.9%
净利润增长率	418.7%	27.5%	60.7%	16.4%
盈利能力				
毛利率	10.1%	10.3%	12.5%	13.3%
净利率	2.1%	2.5%	3.9%	4.4%
总资产收益率 ROA	2.3%	2.8%	4.1%	4.5%
净资产收益率 ROE	6.4%	7.6%	10.9%	11.2%
偿债能力				
流动比率	0.7	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.4
资产负债率	0.6	0.6	0.6	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	43.0	43.0	43.0
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.9	1.0
每股净资产	6.6	7.1	8.0	9.0
每股经营现金流	1.4	1.8	2.3	2.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.6	19.2	11.9	10.3
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.6	9.2	6.8	5.7
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	1,177	1,892	2,201
折旧和摊销	1,145	1,117	1,251	1,411
营运资金变动	(443)	(40)	(104)	(113)
经营活动现金流	2,295	2,928	3,779	4,287
资本开支	1,716	3,435	2,480	2,480
投资	0	(10)	(40)	(40)
投资活动现金流	(1,713)	(3,445)	(2,520)	(2,520)
股权募资	2,378	0	0	0
债务募资	(1,011)	300	1,000	500
筹资活动现金流	791	(298)	341	(208)
现金净流量	1,373	(815)	1,599	1,559

插图目录

图 1: 预计 2018 年中国从缅甸进口锡精矿数量在 60,000 吨左右水平, 同比将减少 11%.....	3
图 2: 2018 年各国锡矿产量增减变化估计.....	4
图 3: 国内锡精矿现货价格中枢上移 (元/吨)	4
图 4: 中国锡原料来源 (单位: 千吨)	5
图 5: 中国精锡产量占到全球产量的 45%以上	5
图 6: 国内冶炼厂精锡库存相比同期呈现下降趋势.....	5
图 7: 预计 2017 年全球精锡消费量约为 36.25 万吨.....	6
图 8: 预计 2018 年全球精锡消费增速在 1%左右 (单位: 吨)	6
图 9: 锡业股份产业链分布	7

表格目录

表 1: 预计 2018 年全球精锡供需将出现缺口 (单位: 千吨)	6
表 2: 锡冶炼异地搬迁升级改造项目 (变更) 能有效减少投资 4.5 亿元 (单位: 万元)	8

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。