

锡业股份(000960)/工业金属

锡业股份：业绩稳步增长，“锡牛”可期

评级：买入(维持)
市场价格：12.90
分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：李翔

执业证书编号：S0740518110002

电话：0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

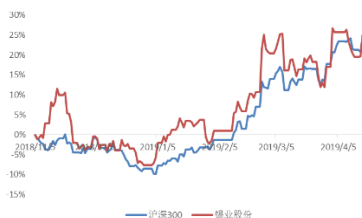
研究助理：张强

电话：0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1669
流通股本(百万股)	1669
市价(元)	12.90
市值(百万元)	21527
流通市值(百万元)	21527

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 2018.10.21 季报点评：《锡业股份：业绩稳健，“锡牛”渐临！》维持“买入”评级
- 2018.08.17 半年报点评：《锡业股份：业绩稳增，“锡牛”渐现》，维持“买入”评级
- 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,410.17	39,601.07	41,350.58	42,566.89	43,896.89
增长率 yoy%	2.93	15.09	4.42%	2.94%	3.12%
净利润	706.03	881.21	1,249.02	1,490.01	1,782.15
增长率 yoy%	418.68	24.81	47.62%	19.29%	19.61%
每股收益(元)	0.42	0.53	0.748	0.893	1.068
每股现金流量	1.365	1.572	0.524	2.796	0.380
净资产收益率	6.13%	7.08%	9.46%	10.14%	10.82%
P/E	32.08	25.44	17.24	14.45	12.08
PEG	0.99	0.86	N/A	N/A	N/A
P/B	1.96	1.80	1.63	1.47	1.31

备注：

投资要点

- **事件概述：**锡业股份发布 2018 年报，全年实现营业收入 396.01 亿，同比增长 15.1%，实现归母净利润 8.81 亿，同比增长 24.8%，其中，2018Q4 单季度实现收入 82.79 亿，环比减少 26.51%，同比增加 21.2%，实现归母净利润 1.53 亿元，环比减少 44.4%。同比减少 8.1%。
- **公司锡产品量价齐升，助推主营业务稳步增长。**①公司主要产品精锡与精铜价格同比上涨：2018 年公司精锡平均不含税售价为 12.56 万/吨，较 2017 年 12.38 万/吨上涨 1.4%，精铜平均不含税售价为 4.46 万/吨，较 2017 年 4.16 万/吨上涨 7.4%，锌精矿平均不含税售价为 1.44 万/吨，较 2017 年 1.48 万/吨回落 2.9%；②公司锡产品产销量同比增长：2018 年公司自产锡精矿 3.48 万吨，较 2017 年 3.4 万吨增长 2.1%，锡锭产销量约 3.5 万吨，较 2017 年 3.3 万吨增长 5.7%，公司在锡金属国内市场占有率 44%，全球市场占有率约 20%；公司锡产品量价齐升，助推公司 2018 年主营毛利由 2017 年 34.75 亿增厚约 2500 万，至 2018 年约 35 亿，主营业务业绩稳步增长。
- **得当的套保策略增厚公司利润，资产减值损失的减少基本与增加的财务费用对冲。**由于公司采取较为有效得当的套保策略，报告期末持仓套保期货合约浮动盈利，公允价值变动净收益为 1800 万，较 2017 年 600 万，增加 1200 万；期货交仓与套保平仓等投资收益约为 9000 万，较 2017 年 6000 万增厚 3000 万，因此有效得当的套保策略进一步增厚约 4000 万毛利；相较于 2017 年，2018 年资产减值损失减少近 2 亿，但由于汇兑损失与利息支出增加，财务费用由 2017 年的约 6 亿，增加约 2 亿至约 8 亿，资产减值损失的减少基本与增加的财务费用对冲。
- **募投项目按计划有序推进。**公司 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 吨钨技改项目，该募投项目已于 2018H1 顺利实现联动试车，于 2018 年 11 月进入湿法投料试车，11 月底产出锌锭和钨锭产品，后续已实现锌锭产品的销售。目前正处于试生产阶段，预计 2019H2 能够达产、达标。募投项目，一方面有助于延长锌产业链条，提升产品附加值；另一方面，能够有效提取锌精矿中不计价钨元素，低成本优势明显，有望成为公司重要利润补充。
- **行业有望从结构逻辑向总量逻辑过渡，“锡牛”可期。**

- 主要逻辑为缅甸原矿供给持续下降，当前缅甸矿主要面临两方面问题：一是资源品位下降，由前期的 5-6% 降至当前的 1.0-1.5%；二是开采方式转变，这也是资源品位下滑的结果，由前期露采逐步向坑采转换。上述两大问题共同导致缅甸锡精矿供给能力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形，我们认为缅甸原矿产量高峰已过。
- 从缅甸进口数量上持续得到印证：ITRI 数据显示，2018 年全年自缅甸累计进口锡精矿实物量 21.87 万吨，同比降 25.2%；按 2018 年平均品位 25%（选矿技术提升导致品位上升）测算，则 2018 年自缅甸累计进口锡精矿金属量 5.67 万吨，同比降 22.1%；进入 2019 年，2 月中国自缅甸进口锡精矿 0.39 万实物吨，约 980 金属吨（25%品位），环比下降 87%，同比下滑约 80%，数据持续验证原矿供给紧张状况。
- 供需结构上看，“锡牛”行情可期。国内矿有效增量仅为 6000-8000 吨，但受银漫矿业影响（年产 6000 吨），有效供给增量或大幅减少，而海外其他国家和地区（印尼等地）总体保持平稳，因此，未来锡供给端组合为：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”行情为期不远。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：**铜原料供需仍将呈现紧平衡态势，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，锌价将高位震荡，华联锌铟盈利能力依然突出。我们预计公司 2019/2020/2021 年净利润分别为 12.5/14.9/17.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.89/1.07 元，目前股价对应的 PE 估值水平分别为 17x/15x/12x。维持“买入”评级。

图表 1：盈利预测核心假设

	2019E	2020E	2021E
精锡平均售价（万元/吨，含税）	16.00	17.00	18.00
精铜平均售价（万元/吨，含税）	5.00	5.50	6.00
电解锌平均售价（万元/吨，含税）	2.10	2.00	2.00
锡锭销售数量（吨）	35,293	35,293	35,293
锡材销量（吨）	29,814	30,814	31,814
锡化工销量（吨）	17,649	18,649	19,649
电解铜销量（吨）	110,143	110,143	110,143
锌精矿销量（吨）	103,106	103,106	103,106

来源：中泰证券研究所

- **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 2: 公司财务报表及预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	33429.06	34410.17	39601.07	41350.58	42566.89	43896.89
减: 营业成本	31075.80	30934.35	36098.88	37212.53	38095.30	39004.91
营业税金及附加	133.02	190.76	198.05	206.80	212.88	219.53
营业费用	169.95	157.43	177.47	185.31	190.76	196.72
管理费用	846.00	1142.14	971.96	1155.78	1189.77	1226.95
财务费用	744.95	576.27	801.39	836.80	861.41	888.33
资产减值损失	-51.23	222.52	33.57	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-40.22	61.30	90.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-9.13	6.17	18.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-134.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	461.21	1254.16	1293.32	1753.37	2016.76	2360.45
加: 其他非经营损益	-118.14	-276.18	-38.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	343.07	977.98	1254.33	1753.37	2016.76	2360.45
减: 所得税	100.08	117.78	166.43	263.00	302.51	354.07
净利润	242.98	860.20	1087.90	1490.36	1714.25	2006.38
减: 少数股东损益	106.86	189.10	241.83	241.34	224.23	224.23
归属母公司股东净利润	136.12	671.10	846.08	1249.02	1490.01	1782.15
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1372.82	2700.01	4027.11	1654.02	1702.68	1755.88
应收和预付款项	2128.79	2383.17	1772.39	3067.14	1913.49	3221.11
存货	3928.11	4134.21	3905.51	4939.90	4115.34	5156.12
其他流动资产	279.33	102.19	258.14	258.14	258.14	258.14
长期股权投资	415.04	359.18	381.22	381.22	381.22	381.22
投资性房地产	112.87	102.72	42.75	42.75	42.75	42.75
固定资产和在建工程	13494.68	13655.04	16542.42	16240.28	15938.14	15635.99
无形资产和开发支出	3952.24	3826.29	4023.91	4023.91	4023.91	4023.91
其他非流动资产	1316.28	1729.48	1762.03	1307.04	852.05	852.05
资产总计	27000.15	28992.29	32715.47	31914.40	29227.71	31327.15
短期借款	12820.48	10898.96	9911.23	9906.65	7354.15	7118.56
应付和预收款项	2006.95	1961.49	1748.73	2074.48	1824.70	2153.35
长期借款	2472.67	1594.00	4211.27	1598.67	0.00	0.00
其他负债	618.63	2212.66	2647.47	2647.47	2647.47	2647.47
负债合计	17918.73	16667.11	18518.70	16227.26	11826.32	11919.39
股本	1472.06	1668.78	1668.78	1668.78	1668.78	1668.78
资本公积	6672.69	8849.41	8940.73	8940.73	8940.73	8940.73
留存收益	-272.91	437.79	1342.74	2591.76	4081.78	5863.92
归属母公司股东权益	7871.83	10955.97	11952.25	13201.27	14691.29	16473.43
少数股东权益	1089.29	1277.10	2209.55	2450.89	2675.12	2899.36
股东权益合计	8961.12	12233.07	14161.80	15652.16	17366.41	19372.79
负债和股东权益合计	27000.15	28992.29	32715.47	31914.40	29227.71	31327.15
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	1863.82	2277.15	2623.04	873.68	4666.37	634.13
投资性现金净流量	-1483.94	-1712.63	-3164.72	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-675.14	790.89	1863.01	-3246.76	-4617.72	-580.93
现金流量净额	-285.20	1313.23	1357.51	-2373.08	48.65	53.20

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。