

锡业股份 (000960)

证券研究报告

2019年04月30日

毛利率小幅回升，锡价攀升业绩有望持续改善

事件：公司发布 2019Q1 财报，实现营业收入 89.57 亿元，同比下滑 0.85%；利润总额 3.0 亿元，同比下滑 7%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长近 10%。锡涨锌跌，毛利率实现回升。

2019 年 Q1 锌均价 2.2 万元/吨，同比下滑 15%，环比下滑 0.6%，较 2018 年度均价下跌 5.7%；2019 年 Q1 锡均价 14.8 万元/吨，同比上涨 1.28%，环比上涨 0.65%，较 2018 年均价回升 1.08%。尽管锌价下跌，营业收入和利润总额小幅回落，但 Q1 主营业务降本效果可观，实现毛利 8.8 亿元，同比上涨近 5000 万元，毛利率达到 9.84%，较 2018 年度回升 1 个百分点，同比上涨 0.6 个百分点。此外，由于公司外购商品采购减少，经营现金流大幅改善。我们判断伴随公司锌冶炼产能逐渐爬坡，锌价下跌的影响趋缓，锡价伴随供给收缩中枢大概率继续回升，公司业绩有望持续稳步增长。

进口回落持续，锡价中枢有望增长

2016 年以来缅甸是中国锡矿进口的主要来源，根据海关披露数据，中国 2018 年进口锡矿砂 22.2 万吨（均为实物吨），同比下滑 24.9%。其中从缅甸进口约 21.8 万吨同比下滑约 25%。2019Q1 同比下滑 11%，尽管缅甸仍可能有部分库存抛售，根据 WBMS 数据，2018 年全球锡市供应短缺 1.24 万吨。国际市场、国内市场可能会继续呈现短缺的情况，库存有望持续下滑，锡价大概率震荡攀升。

自给率可观，业绩有望持续增长

公司 2015 年吸收合并华联锌铜，17 年自有矿原料折合金属产量锡、铜超过 3 万吨，锌精矿含锌超过 10 万吨。锡冶炼自给率约 40%；铜冶炼自给率约 30%左右，年产 10 万吨锌冶炼项目预计 2019 年逐渐达产。公司近日公告与兴源矿业签订战略合作协议，如尽调顺利有望继续增厚公司锡锌资源储备。全球来看锌库存仍处于历史低位，公司锌精矿成本优势突出；中长期来看全球锡供需情况逐渐扭转，公司有望持续受益锡价上涨。

盈利预测与评级：

考虑 2020 年公司年产 10 万吨锌冶炼完全达产，我们预测公司 19-21 年归母净利润 10.8 亿元、12.1 亿元和 14.6 亿元，EPS 为 0.65 元/股、0.73 元/股和 0.88 元/股，对应当前收盘价 PE 为 18 倍、16 倍和 13 倍。预计锡价有望继续维持高位，随着公司锌冶炼逐渐放量，公司锌业务业绩有望持稳，维持“买入”评级。

风险提示：缅甸库存抛售大幅超预期，锡、锌价格下跌，公司新建产能、资源增厚推进速度不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,410.17	39,601.07	41,303.92	41,634.35	41,925.79
增长率(%)	2.93	15.09	4.30	0.80	0.70
EBITDA(百万元)	2,687.68	3,054.74	3,338.95	3,409.51	3,639.68
净利润(百万元)	706.03	881.21	1,082.00	1,212.15	1,464.36
增长率(%)	418.68	24.81	22.79	12.03	20.81
EPS(元/股)	0.42	0.53	0.65	0.73	0.88
市盈率(P/E)	27.51	22.04	17.95	16.02	13.26
市净率(P/B)	1.77	1.63	1.49	1.36	1.23
市销率(P/S)	0.56	0.49	0.47	0.47	0.46
EV/EBITDA	11.85	8.55	9.22	7.55	6.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.64 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,668.78
流通 A 股股本(百万股)	1,668.77
A 股总市值(百万元)	19,424.56
流通 A 股市值(百万元)	19,424.47
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	58.28
一年内最高/最低(元)	16.05/8.58

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《锡业股份-年报点评报告:看好锡价中枢攀升，业绩有望持续增长》2019-04-18
- 2 《锡业股份-公司点评:冶炼检修不改趋势，进口回落锡价有望再上》2018-11-09
- 3 《锡业股份-季报点评:锡锌价格高位，运营管理助力，业绩持续增长可期》2018-10-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,063.69	5,344.65	3,304.31	3,330.75	3,354.06
应收票据及应收账款	1,952.14	1,381.56	2,548.65	791.02	802.09
预付账款	59.75	79.24	182.41	32.77	174.98
存货	4,134.21	3,905.51	5,273.36	3,752.06	5,036.33
其他	485.60	606.34	762.61	538.97	734.78
流动资产合计	10,695.40	11,317.30	12,071.35	8,445.56	10,102.25
长期股权投资	359.18	381.22	381.22	381.22	381.22
固定资产	11,496.48	13,520.99	14,117.11	14,213.62	13,997.37
在建工程	2,158.56	3,021.43	1,848.86	1,157.31	724.39
无形资产	3,826.29	4,023.91	3,943.65	3,863.39	3,783.12
其他	2,016.98	1,987.33	1,784.95	1,797.42	1,737.72
非流动资产合计	19,857.49	22,934.87	22,075.78	21,412.96	20,623.82
资产总计	30,552.90	34,252.16	34,147.13	29,858.52	30,726.07
短期借款	10,898.96	9,911.23	9,648.83	4,710.62	3,227.06
应付票据及应付账款	1,179.40	1,310.21	1,511.05	1,332.29	1,425.08
其他	3,430.26	2,799.84	2,966.12	2,822.96	3,153.72
流动负债合计	15,508.61	14,021.27	14,126.00	8,865.87	7,805.86
长期借款	1,094.00	2,612.60	1,712.60	1,112.60	812.60
应付债券	500.00	1,598.67	1,181.35	1,093.34	1,291.12
其他	1,217.22	1,857.83	1,426.32	1,500.45	1,594.87
非流动负债合计	2,811.22	6,069.09	4,320.27	3,706.39	3,698.58
负债合计	18,319.83	20,090.36	18,446.26	12,572.27	11,504.44
少数股东权益	1,277.10	2,209.55	2,626.95	3,000.18	3,471.19
股本	1,668.78	1,668.78	1,668.78	1,668.78	1,668.78
资本公积	8,849.41	8,960.73	8,960.73	8,960.73	8,960.73
留存收益	9,330.61	10,323.15	11,405.15	12,617.30	14,081.65
其他	(8,892.83)	(9,000.40)	(8,960.73)	(8,960.73)	(8,960.73)
股东权益合计	12,233.07	14,161.80	15,700.87	17,286.25	19,221.62
负债和股东权益总	30,552.90	34,252.16	34,147.13	29,858.52	30,726.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	895.13	1,123.04	1,082.00	1,212.15	1,464.36
折旧摊销	922.58	884.92	716.71	755.29	779.44
财务费用	571.24	791.05	708.77	628.41	485.16
投资损失	(35.64)	(34.46)	(69.00)	(45.11)	(66.44)
营运资金变动	(512.61)	810.68	(2,739.05)	3,132.43	(855.13)
其它	454.26	(1,028.03)	439.37	379.56	481.71
经营活动现金流	2,294.95	2,547.19	138.80	6,062.73	2,289.10
资本支出	822.50	3,291.53	491.51	5.87	(44.41)
长期投资	(55.85)	22.03	0.00	0.00	0.00
其他	(2,479.27)	(6,478.29)	(482.51)	(40.76)	60.85
投资活动现金流	(1,712.63)	(3,164.72)	9.00	(34.89)	16.44
债权融资	14,636.27	15,321.88	13,824.81	8,458.13	6,671.77
股权融资	1,802.04	(686.12)	(668.89)	(628.21)	(484.95)
其他	(15,647.42)	(12,772.75)	(15,344.05)	(13,831.34)	(8,469.04)
筹资活动现金流	790.89	1,863.01	(2,188.14)	(6,001.41)	(2,282.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,373.21	1,245.48	(2,040.34)	26.43	23.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	34,410.17	39,601.07	41,303.92	41,634.35	41,925.79
营业成本	30,934.35	36,098.88	37,198.31	37,346.01	37,439.73
营业税金及附加	190.76	198.05	206.52	208.17	209.63
营业费用	157.43	177.47	185.87	199.84	205.44
管理费用	1,060.10	971.96	1,011.95	1,082.49	1,111.03
研发费用	81.98	134.92	128.04	145.72	134.16
财务费用	576.27	801.39	708.77	628.41	485.16
资产减值损失	222.52	33.57	20.00	43.00	32.00
公允价值变动收益	6.17	18.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.30	90.35	69.00	45.11	66.44
其他	(181.62)	(265.50)	(138.00)	(90.22)	(132.88)
营业利润	1,300.92	1,341.85	1,913.46	2,025.81	2,375.08
营业外收入	19.08	17.48	31.69	22.75	23.97
营业外支出	295.27	56.46	176.13	175.95	136.18
利润总额	1,024.73	1,302.86	1,769.03	1,872.60	2,262.87
所得税	129.61	179.82	247.66	280.89	316.80
净利润	895.13	1,123.04	1,521.36	1,591.71	1,946.07
少数股东损益	189.10	241.83	439.37	379.56	481.71
归属于母公司净利润	706.03	881.21	1,082.00	1,212.15	1,464.36
每股收益(元)	0.42	0.53	0.65	0.73	0.88

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.93%	15.09%	4.30%	0.80%	0.70%
营业利润	182.07%	3.15%	42.60%	5.87%	17.24%
归属于母公司净利润	418.68%	24.81%	22.79%	12.03%	20.81%
获利能力					
毛利率	10.10%	8.84%	9.94%	10.30%	10.70%
净利率	2.05%	2.23%	2.62%	2.91%	3.49%
ROE	6.44%	7.37%	8.28%	8.48%	9.30%
ROIC	7.98%	8.89%	10.18%	9.23%	11.93%
偿债能力					
资产负债率	59.96%	58.65%	54.02%	42.11%	37.44%
净负债率	86.43%	70.45%	67.01%	29.66%	17.26%
流动比率	0.69	0.81	0.85	0.95	1.29
速动比率	0.42	0.53	0.48	0.53	0.65
营运能力					
应收账款周转率	19.74	23.76	21.02	24.93	52.63
存货周转率	8.54	9.85	9.00	9.23	9.54
总资产周转率	1.17	1.22	1.21	1.30	1.38
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.53	0.65	0.73	0.88
每股经营现金流	1.38	1.53	0.08	3.63	1.37
每股净资产	6.57	7.16	7.83	8.56	9.44
估值比率					
市盈率	27.51	22.04	17.95	16.02	13.26
市净率	1.77	1.63	1.49	1.36	1.23
EV/EBITDA	11.85	8.55	9.22	7.55	6.72
EV/EBIT	17.41	11.71	11.74	9.70	8.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com