

锡业股份 (000960)

证券研究报告

2019年10月30日

锡锌价格承压拖累业绩，联合减产毛利率有望企稳

公司发布 2019 年三季报，实现营业收入 340.4 亿元，同比增长 8.67%，利润总额 9.4 亿元，同比下滑 12.4%，归母净利润 5.81 亿元，同比下滑 20.5%。其中 Q3 实现营业收入 120.1 亿元，同比提升 6.64%，归母净利润 1.25 亿元。

锡锌价下跌&并表权益降低拖累业绩。2019 年前三季度锡均价是 14.3 万元/吨，同比下滑 2.43%，其中 Q3 均价跌至 13.5 万元/吨。锌均价 2.1 万元/吨，同比下滑 13%，锡锌价格下跌拖累公司业绩，公司实现综合毛利率 7.88%，同比下滑 0.4 个百分点。2018 年公司控股子公司华联锌铟收到建信金融投资 8 亿元增资实现公司资产负债率的改善，但增资完成后公司持有权益从 75.74% 下滑至 68.55% 一定程度影响并表权益，此外管理费用同比增加 1.96 亿元；套保和汇率影响下投资收益、公允价值变动损益同比分别减少 7102 万元、5339 万元，带来业绩下滑。

缅甸进口持续回落，联合减产有望支撑锡价。今年前三季度锡矿砂进口同比回落 21%，其中缅甸进口回落 25%，预计全年仍出现 20% 左右下滑，锡矿端供应持续偏紧。但需求相对疲软影响锡价在 Q2/Q3 持续回落，9 月国际锡业周中国锡冶炼企业倡导联合减产 2.02 万吨，占中国 2018 年精锡产量的 11%，作为全球主要供应商印尼天马公司也表示，将减产 1 万吨以上。根据此次会议达成的减产共识，后续全球精锡供应或将减产 3.02 万吨以上，约占 2018 年全球年产量的 8.2%。矿山端紧张或向冶炼端传导，精锡联合减产有望直接带来库存进一步回落，价格企稳回升。

自给率可观，锌冶炼投产，毛利率有望企稳。目前公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4 万吨/年、锡化工产能 2.6 万吨/年、阴极铜产能 10 万吨/年、锌精矿产能 12 万吨/年、伴随锌冶炼产能 10 万吨/年，铟冶炼产能 60 吨/年，公司自有矿原料折合金属量产量锡、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 年有望逐渐达产。伴随锡价企稳，锌冶炼加工费用提升（目前锌精矿加工费在 6500 元/吨左右）有望平缓锌价下滑影响，公司收入端有望持续增长，毛利率有望企稳。

盈利预测与评级。考虑公司近期公告锡冶炼减产 10%，锌价持续下滑，我们下调公司 19-21 年归母净利润 7.4 亿元，9.5 亿元，12.7 亿元（前值为 10.8 亿元、12.1 亿元和 14.6 亿元），EPS 为 0.44 元/股、0.57 元/股和 0.76 元/股，对应当前收盘价 PE 为 22.9 倍、17.7 倍和 13.3 倍。预计锡价有望企稳回升，随着公司锌冶炼逐渐放量，公司锌业务拖累减缓，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	43,046.37	44,251.67	44,959.69
增长率(%)	2.93	15.09	8.70	2.80	1.60
EBITDA(百万元)	2,687.68	3,054.74	2,732.35	3,115.81	3,520.68
净利润(百万元)	706.03	881.21	736.09	949.60	1,267.13
增长率(%)	418.68	24.81	(16.47)	29.01	33.44
EPS(元/股)	0.42	0.53	0.44	0.57	0.76
市盈率(P/E)	23.83	19.09	22.85	17.71	13.28
市净率(P/B)	1.54	1.41	1.32	1.23	1.13
市销率(P/S)	0.49	0.42	0.39	0.38	0.37
EV/EBITDA	11.85	8.55	10.36	8.01	6.86

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	10.08 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)	16,821.27
流通 A 股市值(百万元)	16,821.19
每股净资产(元)	7.44
资产负债率(%)	58.40
一年内最高/最低(元)	13.50/9.40

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

- 《锡业股份-半年报点评:锡锌涨跌业绩小幅提升，冶炼投产盈利有望稳步提升》2019-09-02
- 《锡业股份-季报点评:毛利率小幅回升，锡价攀升业绩有望持续改善》2019-04-30
- 《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

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	3,443.71	3,540.13	3,596.78
应收票据及应收账款	1,952.14	1,381.56	1,966.49	1,917.12	1,879.47
预付账款	59.75	79.24	198.42	32.84	191.93
存货	4,134.21	3,905.51	5,834.78	3,864.96	5,643.82
其他	485.60	606.34	798.17	557.28	775.36
流动资产合计	10,695.40	11,317.30	12,241.57	9,912.33	12,087.37
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	34,317.35	31,325.29	32,711.18
短期借款	10,898.96	9,911.23	10,063.92	6,924.60	5,970.13
应付票据及应付账款	1,179.40	1,310.21	1,683.61	1,372.16	1,611.23
其他	3,430.26	2,799.84	3,056.71	2,850.38	3,252.91
流动负债合计	15,508.61	14,021.27	14,804.24	11,147.14	10,834.27
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	19,124.51	14,853.54	14,532.85
少数股东权益	1,277.10	2,209.55	2,464.82	2,794.15	3,233.59
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	11,059.23	12,008.83	13,275.96
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	15,192.84	16,471.76	18,178.33
负债和股东权益总	30,552.90	34,252.16	34,317.35	31,325.29	32,711.18

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	895.13	1,123.04	736.09	949.60	1,267.13
折旧摊销	922.58	884.92	716.71	755.29	779.44
财务费用	571.24	791.05	721.13	708.66	637.22
投资损失	(35.64)	(34.46)	(69.00)	(45.11)	(66.44)
营运资金变动	(512.61)	810.68	(2,506.71)	1,710.00	(1,122.11)
其它	454.26	(1,028.03)	255.28	329.32	439.44
经营活动现金流	2,294.95	2,547.19	(146.51)	4,407.76	1,934.68
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	14,239.90	10,672.11	9,414.84
股权融资	1,802.04	(686.12)	(681.25)	(708.45)	(637.01)
其他	(15,647.42)	(12,772.75)	(15,322.08)	(14,240.10)	(10,672.31)
筹资活动现金流	790.89	1,863.01	(1,763.44)	(4,276.45)	(1,894.48)
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	(1,900.94)	96.42	56.64

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	43,046.37	44,251.67	44,959.69
营业成本	30,934.35	36,098.88	39,473.52	40,136.26	40,508.68
营业税金及附加	190.76	198.05	215.23	221.26	224.80
营业费用	157.43	177.47	202.90	203.11	206.59
管理费用	1,060.10	971.96	1,054.64	1,177.74	1,168.95
研发费用	81.98	134.92	133.44	154.88	143.87
财务费用	576.27	801.39	721.13	708.66	637.22
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	1,294.51	1,651.86	2,104.02
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	170.00	132.00
利润总额	1,024.73	1,302.86	1,150.07	1,504.61	1,995.99
所得税	129.61	179.82	158.71	225.69	289.42
净利润	895.13	1,123.04	991.36	1,278.92	1,706.57
少数股东损益	189.10	241.83	255.28	329.32	439.44
归属于母公司净利润	706.03	881.21	736.09	949.60	1,267.13
每股收益(元)	0.42	0.53	0.44	0.57	0.76

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.93%	15.09%	8.70%	2.80%	1.60%
营业利润	182.07%	3.15%	-3.53%	27.61%	27.37%
归属于母公司净利润	418.68%	24.81%	-16.47%	29.01%	33.44%
获利能力					
毛利率	10.10%	8.84%	8.30%	9.30%	9.90%
净利率	2.05%	2.23%	1.71%	2.15%	2.82%
ROE	6.44%	7.37%	5.78%	6.94%	8.48%
ROIC	7.98%	8.89%	7.84%	8.29%	10.75%
偿债能力					
资产负债率	59.96%	58.65%	55.73%	47.42%	44.43%
净负债率	86.43%	70.45%	71.06%	43.30%	32.01%
流动比率	0.69	0.81	0.83	0.89	1.12
速动比率	0.42	0.53	0.43	0.54	0.59
营运能力					
应收账款周转率	19.74	23.76	25.71	22.79	23.68
存货周转率	8.54	9.85	8.84	9.12	9.46
总资产周转率	1.17	1.22	1.26	1.35	1.40
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.53	0.44	0.57	0.76
每股经营现金流	1.38	1.53	-0.09	2.64	1.16
每股净资产	6.57	7.16	7.63	8.20	8.96
估值比率					
市盈率	23.83	19.09	22.85	17.71	13.28
市净率	1.54	1.41	1.32	1.23	1.13
EV/EBITDA	11.85	8.55	10.36	8.01	6.86
EV/EBIT	17.41	11.71	14.04	10.57	8.80

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