

## 锡铟锌多项目发展，产业结构优化

### ——锡业股份（000960）年报点评报告

增持（维持）

日期：2020年04月22日

#### 事件：

公司发布2019年年度报告。报告期内，公司实现营业总收入428.87亿元，同比增长8.29%；实现归母净利润8.49亿元，同比下降4.04%；对应EPS为0.51元/股。全年生产有色金属29.98万吨，其中：锡7.26万吨、铜11万吨、锌11.42万吨、铅2596吨、钨422吨。

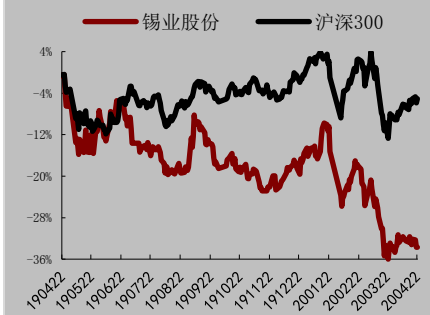
#### 投资要点：

- **锡铟锌多项目迅速发展，公司营收大幅增长：**公司加强锡深加工技术，锡产品营收稳定，其中锡化工产品的毛利率和营收分别较上年增长3.47%和2.64%。公司锌产品业务发展迅速，营收较上年大幅增长31.34%，系公司10万吨/年锌项目投产。受19年锌产品销售价格下降影响，毛利率有所下降达50.29%。公司60吨铟冶炼项目建成投产也带动公司其他产品毛利率和营收大幅增长。19年公司与其他全球锡行业龙头达成联合减产协议，预计锡价格上涨将带动公司营收进一步增加。
- **稳固国内锡产业龙头，海外业务成为公司新盈利点：**公司抢抓民族电子品牌采购国产化机遇，锡材公司成为目前国内唯一认证合格的锡材正式供应商；同时公司进一步强化境外平台业务定位，获得商务部对锡行业内的唯一企业发文特许经营政策，锡精矿加工贸易业务获得国家层面的许可和支持。2019年公司优化锡精矿加工贸易业务流程，全年进口锡精矿含锡金属量3,334.70吨，锡锭复出口数量2,608吨，境外业务营收较去年增长54.65%，20年或将成为公司新盈利增长点。
- **整合公司资源，加速产业结构优化升级：**19年公司调整生产模式，子公司华联锌铟生产的锌精矿由直接对外销售变更为主要销售给云锡文山公司作为生产锌锭的原料；在建有价金属回收项目、锡异地搬迁项目将进一步降低公司成本。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司整体生产相对稳定，预计20-22年公司归母净利润分别为9.47亿元、10.01亿元和10.80亿元，EPS分别为0.57、0.60和0.65元/股，对应近期收盘价8.43元的PE分别为14.8、14.1和13.0倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**疫情影响贸易业务、锡价格下滑、项目产能释放不及预期

#### 基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	云南锡业集团有限责 任公司/39.77%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,668.78
流通A股(百万股)	1,668.77
收盘价(元)	8.26
总市值(亿元)	137.84
流通A股市值(亿元)	137.84

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年04月22日

#### 相关研究

- 万联证券研究所 20190903\_锡业股份半年报点评\_AAA
- 万联证券研究所 20180819\_公司点评报告\_AAA\_锡业股份(000960)点评报告
- 万联证券研究所 20180428\_公司点评报告\_AAA\_锡业股份(000960)点评报告

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	428.87	463.32	495.08	522.61
增长比率(%)	8.3%	8.0%	6.9%	5.6%
归母净利润(亿元)	8.49	9.47	10.01	10.80
增长比率(%)	-4.0%	11.5%	5.7%	7.9%
每股收益(元)	0.51	0.57	0.60	0.65
市盈率(倍)	16.6	14.8	14.1	13.0

资料来源：Wind，万联证券研究所

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E		
<b>流动资产</b>	<b>10,882</b>	<b>11,492</b>	<b>12,188</b>	<b>12,722</b>	<b>营业收入</b>	<b>42,887</b>	<b>46,332</b>	<b>49,508</b>	<b>52,261</b>		
货币资金	4,583	4,243	4,163	4,099	营业成本	39,109	42,389	45,361	47,844		
应收票据及应收账款	822	1,193	1,325	1,399	营业税金及附加	171	181	193	204		
其他应收款	372	394	461	515	销售费用	199	213	228	240		
预付账款	159	127	136	144	管理费用	1,213	1,297	1,386	1,463		
存货	4,121	4,659	5,179	5,596	研发费用	145	158	168	178		
其他流动资产	825	876	924	969	财务费用	684	688	707	730		
<b>非流动资产</b>	<b>24,255</b>	<b>25,546</b>	<b>26,814</b>	<b>28,178</b>	资产减值损失	-75	-29	-32	-36		
长期股权投资	360	360	360	360	公允价值变动收益	-16	-10	11	-9		
固定资产	13,794	14,063	14,296	14,637	投资净收益	13	46	50	52		
在建工程	3,908	4,794	5,681	6,567	资产处置收益	14	4	3	5		
无形资产	3,953	3,987	4,025	4,070	<b>营业利润</b>	<b>1,361</b>	<b>1,478</b>	<b>1,561</b>	<b>1,682</b>		
其他长期资产	2,240	2,342	2,453	2,544	营业外收入	16	15	14	13		
<b>资产总计</b>	<b>35,137</b>	<b>37,037</b>	<b>39,002</b>	<b>40,900</b>	营业外支出	72	74	75	77		
<b>流动负债</b>	<b>17,301</b>	<b>17,531</b>	<b>17,631</b>	<b>17,521</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,306</b>	<b>1,419</b>	<b>1,500</b>	<b>1,618</b>		
短期借款	9,595	9,364	9,117	8,926	所得税	196	202	214	231		
应付票据及应付账款	1,110	1,336	1,491	1,494	<b>净利润</b>	<b>1,109</b>	<b>1,217</b>	<b>1,286</b>	<b>1,388</b>		
预收账款	185	190	198	209	少数股东损益	260	270	285	308		
其他流动负债	6,411	6,641	6,825	6,891	<b>归属母公司净利润</b>	<b>849</b>	<b>947</b>	<b>1,001</b>	<b>1,080</b>		
<b>非流动负债</b>	<b>3,803</b>	<b>4,256</b>	<b>4,835</b>	<b>5,455</b>	EBITDA	3,146	2,913	2,949	3,176		
长期借款	1,240	1,693	2,271	2,892	EPS (元)	0.51	0.57	0.60	0.65		
应付债券	1,100	1,100	1,100	1,100							
其他非流动负债	1,463	1,463	1,463	1,463							
<b>负债合计</b>	<b>21,104</b>	<b>21,787</b>	<b>22,466</b>	<b>22,976</b>	<b>主要财务比率</b>						
股本	1,669	1,669	1,669	1,669	<b>至12月31日</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
资本公积	8,764	8,764	8,764	8,764	<b>成长能力</b>						
留存收益	2,213	3,161	4,162	5,242	营业收入	8.3%	8.0%	6.9%	5.6%		
归属母公司股东权益	12,403	13,350	14,352	15,431	营业利润	1.2%	8.6%	5.6%	7.8%		
少数股东权益	1,631	1,900	2,185	2,493	归属于母公司净利润	-4.0%	11.5%	5.7%	7.9%		
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,137</b>	<b>37,037</b>	<b>39,002</b>	<b>40,900</b>	<b>获利能力</b>						
					毛利率	8.8%	8.5%	8.4%	8.5%		
					净利率	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%		
					ROE	6.8%	7.1%	7.0%	7.0%		
					ROIC	5.9%	5.8%	5.7%	5.8%		
					<b>偿债能力</b>						
					资产负债率	60.1%	58.8%	57.6%	56.2%		
					净负债比率	150.4%	142.9%	135.9%	128.2%		
					流动比率	0.63	0.66	0.69	0.73		
					速动比率	0.38	0.38	0.39	0.40		
					<b>营运能力</b>						
					总资产周转率	1.22	1.25	1.27	1.28		
					应收账款周转率	67.06	68.87	67.59	67.59		
					存货周转率	10.41	9.94	9.56	9.34		
					<b>每股指标 (元)</b>						
					每股收益	0.51	0.57	0.60	0.65		
					每股经营现金流	1.26	1.39	1.44	1.51		
					每股净资产	7.43	8.00	8.60	9.25		
					<b>估值比率</b>						
					P/E	16.56	14.85	14.05	13.03		
					P/B	1.13	1.05	0.98	0.91		
					EV/EBITDA	9.04	8.80	8.83	8.36		

现金流量表		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,101</b>	<b>2,317</b>	<b>2,404</b>	<b>2,527</b>	
净利润	1,109	1,217	1,286	1,388	
折旧摊销	1,096	819	778	844	
营运资金变动	-861	-489	-429	-518	
其它	756	770	769	813	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,948</b>	<b>-2,157</b>	<b>-2,076</b>	<b>-2,259</b>	
资本支出	-1,947	-2,092	-2,025	-2,210	
投资变动	-1	-1	-1	-1	
其他	0	-65	-49	-48	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-874</b>	<b>-501</b>	<b>-408</b>	<b>-332</b>	
银行借款	17,755	222	331	430	
债券融资	0	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	
其他	-18,628	-723	-739	-762	
<b>现金净增加额</b>	<b>-712</b>	<b>-341</b>	<b>-80</b>	<b>-64</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>5,074</b>	<b>4,583</b>	<b>4,243</b>	<b>4,163</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>4,361</b>	<b>4,243</b>	<b>4,163</b>	<b>4,099</b>	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场