

业绩持续好转, 关注未来放量

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 2018年上半年实现营业收入200.6亿元, 同比增长13.8亿元, 增幅7.4%; 实现净利润5.9亿元, 同比增长21.3%; 归属于上市公司股东的净利润4.5亿元, 同比增长0.9亿元, 增幅26.2%。
- **锡板块营收下降, 锌板块盈利能力提高。** 公司上半年整体业绩提高, 分业务板块有升有降。其中, 锡锭、锡材营收分别同比降13.1%、2.3%。受益于锌价格上升, 公司锌板块营收增加。锌精矿价格同比增8.4%, 锌营收同比增14.7%, 毛利率同比增7.1%, 锌产品盈利能力显著提高。
- **成本控制加强, 持续优化资产结构。** 公司成本工作不断强化, 2018年上半年主营业务成本费用占主营业务收入比重91.5%, 同比小幅下降。同时, 公司持续优化资产结构、资金效率, 上半年公司资产负债率62.6%, 同比下降约5%。
- **转型发展聚力突破, 华联锌铟或将助力公司业绩腾飞。** 公司子公司华联锌铟上半年净利润5.9亿元, 是公司主要业绩来源。目前华联锌铟下的募投项目“年产10万吨锌、60吨铟项目”顺利实现联动试车。“南部选矿试验示范园区2000t/d多金属选厂工程项目”也在顺利进行中。上述两项目预期2018年年底建成, 完全达产后将给公司带来共计超过3亿元/年税后净利润。此外, 华联锌铟铜街-曼家寨360万吨/年采矿权证顺利取得, 采矿扩建工程及其配套项目建设加紧推进。随着在建项目的推进与完成, 华联锌铟盈利能力有望进一步提高, 进而带动公司业绩提升。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.62元、0.77元、0.98元, 对应PE分别为16倍、13倍和10倍。公司所处行业估值均值18年为16.8倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 锌、锡金属价格或大幅波动、产能释放或不及预期的风险。

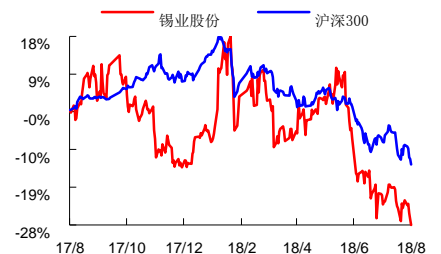
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34410.17	37959.53	40056.96	42471.45
增长率	2.93%	10.31%	5.53%	6.03%
归属母公司净利润(百万元)	706.03	1029.98	1283.46	1638.03
增长率	418.68%	45.88%	24.61%	27.63%
每股收益EPS(元)	0.42	0.62	0.77	0.98
净资产收益率ROE	7.32%	9.72%	10.95%	12.45%
PE	24	16	13	10
PB	1.39	1.26	1.14	1.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.69
流通A股(亿股)	12.09
52周内股价区间(元)	10.18-16.67
总市值(亿元)	169.88
总资产(亿元)	345.02
每股净资产(元)	6.88

相关研究

1 公司概况：锡、铟双龙头企业

公司是一家以锡为主的综合性有色金属企业，是世界锡行业的龙头企业，主要从事锡、铜、锌、铟等有色金属的采、选，锡、铜金属的冶炼及锡、铜、锌等金属产品的贸易，同时还有锡材和锡化工等锡深加工业务，形成了公司矿山、冶炼、贸易三大业务板块。2005年以来公司锡金属产销量连续稳居全球第一，2017年公司锡金属国内市场占有率43.55%，全球市场占有率21.08%。

公司主要产品有锡锭、阴极铜、锡铅焊料及无铅焊料、锡材、锡基合金、有机锡化工、无机锡化工产品及锌精矿含锌等14个系列660多个品种。

表 1：公司主要业务情况

产品名称	主要应用
锡锭	在电子、食品、机械、电器、汽车、航天及其他工业领域有着极为广泛的作用
阴极铜	广泛运用于电器、轻工、机械制造、建筑业及国防工业等领域
锡材	主要运用于镀锡行业、有机合成、合金制造、电子工业及电脑、移动通讯、仪器仪表制造业、电器产品制造业、汽车工业和其他机器制造业等领域。
锡基合金	主要应用于电池、导电零件、轴承等制造行业。
锡化工产品	广泛应用于水泥添加剂、药剂、塑料、陶瓷、木材防腐、防污剂、涂料、催化剂、农用化学制品、阻燃剂及塑料稳定剂等方面。
锌精矿	生产金属锌、锌化合物等的主要原料。

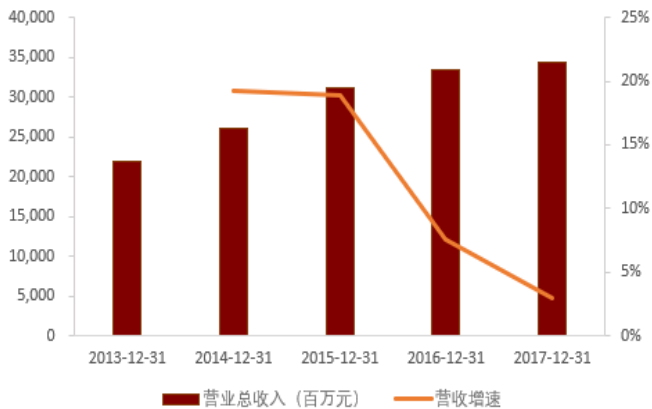
数据来源：公司2018年中报，西南证券整理

公司拥有较丰富的锡、铟、铜、锌等有色金属矿产资源，公司所在的个旧地区是中国锡资源最集中的地区之一，素有世界“锡都”美誉，个旧矿区成矿条件良好，找矿前景广阔，公司每年找矿成果比较丰硕。2015年公司通过重大资产重组收购华联锌铟75.74%股权后，奠定了公司锡、铟双龙头的市场地位。

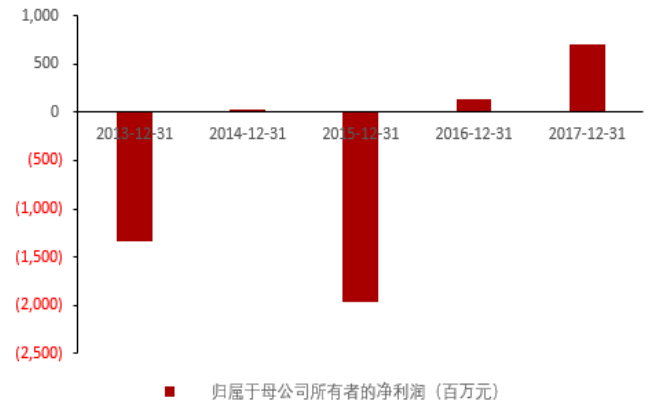
云锡控股直接持有公司12.18%股权，并通过其全资子公司云南锡业集团间接持有公司32.52%股权，共计持股44.7%；因此，云锡控股为公司实际控制人，云南锡业集团为公司的第一大股东。

2 公司业绩：盈利能力持续改善

受益于锡、锌和铜等金属价格上涨和剥离亏损铅资产、注入华联锌铟、红河资源等优质资产，改善公司经营状况，公司业绩逐步迎来反转。2016年，公司业绩成功扭亏为盈，2017年实现营收344亿元，归母净利润7亿元，同比增速更是高达419%。

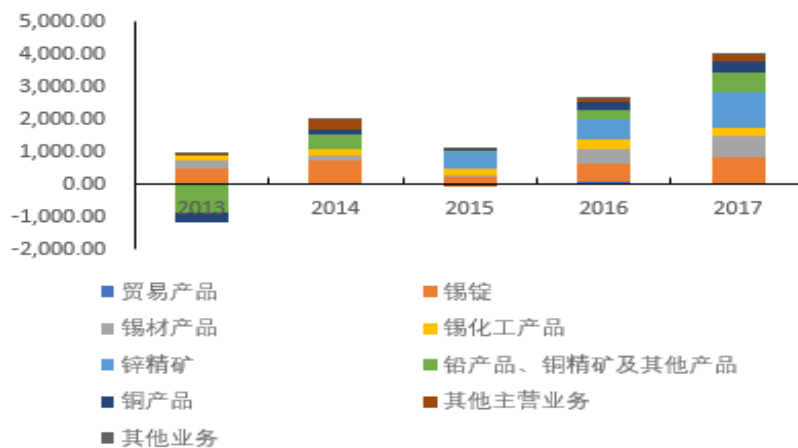
图 1: 公司 2013-2017 年营收情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 2: 公司 2013-2017 归母净利润情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

分业务来看, 公司主要盈利来自于锡、锌两大业务板块。2017 年, 锡锭、锡材和锡化工产品分别实现毛利 7.9、6.6 和 2.4 亿元, 合计贡献毛利占比约 48%。锌精矿实现毛利 11.15 亿元, 贡献毛利占比高达 32%。

图 3: 公司各项业务占比情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 上半年业绩分析: 业绩持续好转

2018 年上半年公司实现营业收入 200.64 亿元, 同比增长 13.79 亿元, 增幅 7.38%; 实现净利润 5.92 亿元, 同比增长 21.3%; 归属于上市公司股东的净利润 4.52 亿元, 同比增长 0.93 亿元, 增幅 26.16%。

公司上半年业绩持续好转, 但分业务板块有升有降。其中, 锡锭、锡材营收分别同比降 13.05%、2.34%。受益于锌价格上升, 公司锌板块营收增加。锌精矿价格同比增 8.4%, 锌营收同比增 14.69%, 毛利率同比增 7.09 个百分点, 锌产品盈利能力显著提高。

图 4: 2017-2018 上半年锌精矿价格


数据来源: Wind, 西南证券整理

另外, 公司成本工作不断强化, 2018 上半年主营业务成本费用占主营业务收入比重 91.5%, 同比小幅下降。同时, 公司持续优化资产结构、资金效率, 上半年公司资产负债率 62.6%, 同比下降约 5%。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司 2019 年由于 10 万吨锌项目逐步开始释放产能, 因此锌收入增速逐步提高, 2018-2020 年增速分别为 15%、20%、25%。

假设 2: 公司 2018-2020 年贸易产品毛利率保持稳定。

假设 3: 随着缅甸矿山资源逐步枯竭, 上游供给端紧张, 预期下半年锡价有望上涨, 带动公司锡业务板块业绩回升, 因此给予锡锭 2018-2020 年营收增速分别为 -5.0%、2.0%、2.0%, 锡材产品 2018-2020 年营收增速分别为 18.0%、7.0%、7.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
贸易产品	收入	19,102.49	21203.8	22051.9	22934.0
	增速	-8.67%	11.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
锡锭	收入	4,183.65	3974.5	4054.0	4135.0
	增速	13.49%	-5.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	18.8%	18.5%	19.0%	19.0%
锡材产品	收入	3,491.90	4120.4	4408.9	4717.5
	增速	33.9%	18.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	18.9%	19.0%	19.5%	19.5%
锡化工产品	收入	1,092.66	1114.5	1136.8	1159.5

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	-3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
锌精矿	收入	1,594.21	1833.3	2200.0	2750.0
	增速	53.1%	15.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
铜产品	收入	3,931.84	4521.6	4747.7	4985.1
	增速	25.19%	15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
其他有色金属产品	收入	883.35	1060.0	1325.0	1656.3
	增速	28.33%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	21.4%	21.5%	21.5%	21.5%
其他业务	收入	130.07	131.4	132.7	134.0
	增速	-29.37%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	39.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	34410.2	37959.5	40057.0	42471.4
	增速	2.9%	10.3%	5.5%	6.0%
	毛利率	10.1%	10.1%	10.7%	11.4%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 379.6 亿元、400.6 亿元和 424.7 亿元，归母净利润分别为 10.3 亿元、12.8 亿元和 16.4 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.77 元、0.98 元，对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600497.SH	驰宏锌锗	4.66	0.28	0.33	0.39	16.40	14.24	12.06
601168.SH	西部矿业	6.00	0.35	0.43	0.47	17.15	14.05	12.71
平均值						16.80	14.15	12.39
000960.SZ	锡业股份	10.18	0.62	0.77	0.98	16.49	13.24	10.37

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	34410.17	37959.53	40056.96	42471.45	净利润	895.13	1305.85	1627.22	2076.76
营业成本	30934.35	34123.19	35764.63	37615.46	折旧与摊销	922.58	1297.36	1297.36	1297.36
营业税金及附加	190.76	190.64	208.14	218.22	财务费用	576.27	597.54	554.48	467.88
销售费用	157.43	186.65	193.51	204.58	资产减值损失	222.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	1142.14	1160.19	1259.38	1322.89	经营营运资本变动	-427.02	-472.10	-248.56	-270.60
财务费用	576.27	597.54	554.48	467.88	其他	105.47	12.10	-82.12	-8.70
资产减值损失	222.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2294.95	2740.75	3148.39	3562.70
投资收益	61.30	27.46	27.46	27.46	资本支出	-531.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.17	0.42	0.74	1.54	其他	-1181.06	27.88	28.20	29.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1712.63	27.88	28.20	29.00
营业利润	1300.92	1729.22	2105.02	2671.41	短期借款	-1921.52	-197.73	-2206.37	-2625.68
其他非经营损益	-276.18	-133.67	-160.44	-171.33	长期借款	66.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	1024.73	1595.54	1944.58	2500.08	股权融资	2373.44	0.00	0.00	0.00
所得税	129.61	289.69	317.36	423.32	支付股利	0.00	-141.21	-206.00	-256.69
净利润	895.13	1305.85	1627.22	2076.76	其他	272.26	-2697.43	-554.48	-467.88
少数股东损益	189.10	275.87	343.76	438.73	筹资活动现金流净额	790.89	-3036.37	-2966.85	-3350.25
归属母公司股东净利润	706.03	1029.98	1283.46	1638.03	现金流量净额	1331.03	-267.74	209.74	241.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4063.69	3795.95	4005.70	4247.14	成长能力				
应收和预付款项	2383.17	2667.70	2836.18	2991.17	销售收入增长率	2.93%	10.31%	5.53%	6.03%
存货	4134.21	4522.04	4796.18	5024.19	营业利润增长率	182.07%	32.92%	21.73%	26.91%
其他流动资产	114.33	112.73	118.96	126.13	净利润增长率	268.39%	45.88%	24.61%	27.63%
长期股权投资	359.18	359.18	359.18	359.18	EBITDA 增长率	33.18%	29.44%	9.18%	12.13%
投资性房地产	102.72	102.72	102.72	102.72	获利能力				
固定资产和在建工程	13653.81	12929.91	12206.01	11482.11	毛利率	10.10%	10.11%	10.72%	11.43%
无形资产和开发支出	3826.29	3345.00	2863.71	2382.42	三费率	5.45%	5.12%	5.01%	4.70%
其他非流动资产	1915.49	1823.32	1731.15	1638.98	净利率	2.60%	3.44%	4.06%	4.89%
资产总计	30552.90	29658.56	29019.79	28354.04	ROE	7.32%	9.72%	10.95%	12.45%
短期借款	10898.96	10701.23	8494.86	5869.18	ROA	2.93%	4.40%	5.61%	7.32%
应付和预收款项	1729.48	1927.95	2036.94	2134.66	ROIC	6.69%	7.75%	9.26%	11.18%
长期借款	1094.00	1094.00	1094.00	1094.00	EBITDA/销售收入	8.14%	9.55%	9.88%	10.45%
其他负债	4597.39	2494.25	2531.63	2573.77	营运能力				
负债合计	18319.83	16217.43	14157.43	11671.61	总资产周转率	1.17	1.26	1.37	1.48
股本	1668.78	1668.78	1668.78	1668.78	固定资产周转率	2.94	3.41	3.85	4.38
资本公积	8849.41	8849.41	8849.41	8849.41	应收账款周转率	43.80	48.05	46.54	46.43
留存收益	481.21	1369.98	2447.45	3828.79	存货周转率	7.65	7.82	7.63	7.64
归属母公司股东权益	10955.97	11888.16	12965.63	14346.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.33%	—	—	—
少数股东权益	1277.10	1552.97	1896.73	2335.46	资本结构				
股东权益合计	12233.07	13441.13	14862.36	16682.43	资产负债率	59.96%	54.68%	48.79%	41.16%
负债和股东权益合计	30552.90	29658.56	29019.79	28354.04	带息债务/总负债	68.19%	75.81%	71.26%	63.94%
					流动比率	0.69	0.83	1.04	1.40
					速动比率	0.42	0.49	0.61	0.83
					股利支付率	0.00%	13.71%	16.05%	15.67%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2799.77	3624.11	3956.86	4436.65	每股收益	0.42	0.62	0.77	0.98
PE	24.06	16.49	13.24	10.37	每股净资产	7.33	8.05	8.91	10.00
PB	1.39	1.26	1.14	1.02	每股经营现金	1.38	1.64	1.89	2.13
PS	0.49	0.45	0.42	0.40	每股股利	0.00	0.08	0.12	0.15
EV/EBITDA	9.38	6.67	5.50	4.26					
股息率	0.00%	0.83%	1.21%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn