

湖南有色

中期业绩逊于预期

公司06年上半年营业额为113.28亿元，同比增长40.0%；毛利增长1.6%至13.04亿元；而毛利率则由06年上半年的16%下降至07年上半年的12%，下降了4个百分点，导致期间溢利减少4.7%至5.04亿元；股东应占盈利3.02亿元，同比持平；每股盈利0.09元。业绩逊于预期。根据我们对公司产品及原材料价格、产量的预测，分别调低公司07、08年盈利预测至8.13亿元和11.59亿元，摊薄每股收益分别调低至0.22元合0.32元。我们使用个别业务加总的方法估值，调低该股一年目标价至5.40港元，相对NAV值10%的折扣，给予优于大市的评级。

中期业绩逊于预期 公司06年上半年实现锌产量23.3万吨，同比增长10.2%，铅产量4.6万吨，同比增长2.4%，镉品产量15,127吨，同比增长15.4%，硬质合金产量3,752吨，同比增长21.0%，铋产量491吨，同比增长31.6%。06年上半年营业额为113.28亿元，同比增长40.0%；毛利增长1.6%至13.04亿元；而毛利率则由截至06年上半年的16%下降至07年上半年的12%，下降了4个百分点。总体导致期间溢利减少4.7%至5.04亿元；股东应占盈利3.02亿元，同比持平；每股盈利0.09元，不派中期股息。业绩逊于预期。

产品及原料价格变化对公司三个板块毛利影响有别 有色金属矿区板块，毛利由06年上半年的2.68亿元下降0.4%至07年上半年的2.67亿元，而毛利率则由06年上半年的26%下降至07年上半年的20%，下降了6个百分点。由于占该板块销售比重最大的镉产品原料价格涨幅大于销售价格涨幅，导致该板块毛利率下降。冶炼板块，毛利由06年上半年的7.35亿元下降8.7%至07年上半年的6.71亿元，而毛利率则由06年上半年的13%下降至07年上半年的9%，下降4个百分点。主要由于今年上半年消耗的是高价位的结存原料，其成本高于上年同期低价位的原料成本，导致毛利率的下降。硬质合金、钨钼钽铌及其化合物板块，毛利由06年上半年的2.79亿元增加30.8%至07年上半年的3.65亿元，而毛利率则由06年上半年的21%下跌至07年上半年的14%，下降了7个百分点。主要由于占销售比重较大的硬质合金、钨及化合物销售价格下降，并且自硬的毛利率较低，综合入账后也拉低了整体毛利率。

盈利预测及估值

12月31日(人民币百万)	2006A	2007E	2008E	价格 2009E
营业额	17,765	23,335	25,166	25,641
增长率(%)	91.2	31.4	7.8	1.9
营业毛利	2,613	3,143	3,499	4,010
净利润	451	813	1,159	1,533
增长率(%)	5.8	80.3	42.6	32.3
每股收益(元)	0.132	0.222	0.316	0.418
每股股息(元)	0.026	0.066	0.095	0.125
市盈率(X)	36.8	21.9	15.3	11.6
股息率(%)	0.5	1.4	2.0	2.6
RoE(%)	7.8	11.7	14.9	17.6

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

优于大市

(上次:买入)

目标价:HK\$ 5.40

现价:HK\$4.54

2007年09月4日

彭博:2626 HK

路透:2626.HK

股本数据

H股股份数(百万)	1,632.7
H股市值(港元百万)	7,412.5
52周高/低(HK\$)	6.05/2.83
平均成交金额(港元百)	198.6
主要股东	持股比例
湖南有色金属集团	53.08%
自由流通量	44.51%
行业	有色金属

招商证券(香港)研究部

研究员 邓良生

电话(0852)3189 6122

Email:dengls@cm-ccs.com

股价表现



下半年产品价格预测 铋价在去年曾创下5,700-5,800美元的历史高价。进入2007年后，国际铋市场依旧维持高位调整的态势，国际铋价呈现窄幅区间波动。上半年价格的最高价和最低价分别为5,600美元/吨和5,300美元/吨，上半年的均价为5,464-5,564 美元/吨，价格波动不大，供需双方处于长期平衡状态。根据有色金属工业协会公布的统计资料，上半年我国共生产精铋71,390吨，同比增加了4.02%，国内不断增加的产量成为铋价上涨的主要压力，而同时中国强劲的需求又成为市场价格止跌的重要支持。铋市场目前略有过剩，但随着出口数量的继续回落，国际市场上供应紧张的状况会愈发明显，预计下半年铋价格会继续保持高位调整的态势。国外近年来没有大型铋矿山投产，缺少新的供应源。在国外需求增长的情况下，中国出口减少将导致国际市场铋品供应趋于紧张，铋精矿供应紧张的局势也没有改变。从两年多来铋价的走势来看，铋精矿10万元/吨左右价格已得到上下游企业的心理接受和市场认可，仍可在较长时间内维持。

下半年国内铋精矿产量可望保持上半年水平，估计进口会进一步增加，精矿供应总体更加趋于宽松，冶炼厂产量有望保持在高水平。由于下游的需求强劲，铋价可望在较高价位（3,000美元以上）保持较长时间。07年下半年受环保和较高原料价格的影响，中国精铅产量增长有限，这限制了出口量，西方精铅供应不会出现实质性变化，LME铅价将继续在较高水平运行。

调低盈利预测及估值

根据我们对公司产品及原材料价格、产量的预测，分别调低公司07、08年盈利预测至8.13亿元和11.59亿元，摊薄每股收益分别调低至0.22元和0.32元，NAV值为5.95港元（港币兑换人民币预测为1：0.95）。湖南有色拥有多种业务，我们使用个别业务加总(sum of the parts)的方法估值。公司目前的营业利润在三大板块中约各占1/3，但三大板块的估值差异很大。我们认为，公司的矿区板块未来最具价值，考虑到其资源的全球稀缺及战略价值，结合香港市场对资源占绝对比重的公司的估值，给28倍的08年预测PE估值；而冶炼及硬质合金板块原料目前均严重依赖外购，属于产能充分竞争的加工业务，毛利率也较低，我们调低对此两板块估值至10倍的08年预测PE。综合后，公司的08年预测PE估值为16倍。调低该股一年目标价至5.40港元，相对NAV值10%的折扣（主要考虑公司收购可能遇到的不确定性），给予优于大市的评级。

湖南有色簡略損益預測表

截至 12 月底(人民币百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
營業額	9,291.2	17,765.1	23,335.0	25,166.0	25,641.0
經營成本	7,780	15,152	20,192	21,667	21,631
營業毛利	1,511	2,613	3,143	3,499	4,010
其它收入	53	187	471	555	612
營業費用	165	235	354	372	384
管理費用	560	896	1,208	1,268	1,299
其它經營開支	41	249	302	390	420
經營盈利	798	1,419	1,750	2,024	2,519
財務成本	174	245	132	132	144
應占聯營公司溢利	48	9	84	94	96
稅前利潤	671	1,165	1,702	1,986	2,471
稅項	134	290	433	342	423
少數股東權益	111	429	456	485	515
淨利潤	426	451	813	1,159	1,533
每股收益(元)	0.201	0.132	0.222	0.316	0.418
每股股息(元)	0.106	0.026	0.066	0.095	0.125

資料來源：公司，招商證券（香港）研究

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开数据，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：本人邓良生未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：<http://www.newone.com.hk>
电话：(852)31896888 传真：(852)31010828