

株冶集团 (600961): 非经常性收益难掩“真实净利润”的亏损 中性 (维持)

有色金属行业/铅锌

当前股价: 6.81 元

报告日期: 2009 年 3 月 10 日

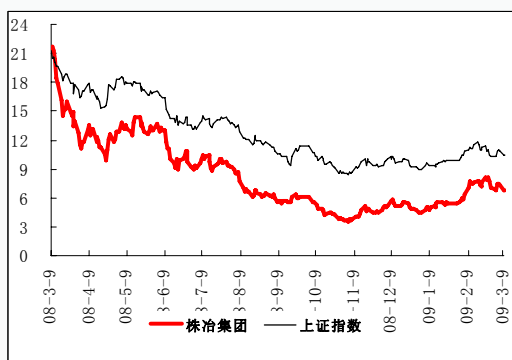
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8376	6576	8051	9353
(+/-)	-39.06%	-21.50%	22.43%	16.17%
营业利润	24	33	114	118
(+/-)	-70.87%	36.36	240.42	4.06%
归属于母公司 的净利润	19	28	96	88
(+/-)	-70.80%	44.98	242.94	-8.27%
每股收益 (元)	0.04	0.05	0.18	0.17
市盈率 (倍)	170	136	38	40

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	52,746/25,833
流通市值 (亿元)	10.81
每股净资产 (元)	3.73
资产负债率 (%)	59.59

股价表现 (最近一年)



联系人—天相有色金属组

010-66045478 mengls@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年年报显示, 公司全年实现营业收入 83.76 亿元, 同比下降 39.06%; 营业利润 2448.69 万元, 同比下降 70.87%; 归属于母公司所有者净利润 1923.23 万元, 同比下降 75.80%; 归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润-1.24 亿元; 摊薄 EPS 为 0.04 元, 而 07 年为 0.55 元。
- **铅锌价格大跌使收入同比下降39.06%。** 公司是我国最大的铅锌冶炼企业之一, 其中锌产能50万吨, 位居全国第一位。08年公司完成铅锌总产量49.2万吨, 同比减少3.41%, 但销售收入却同比下降 39.06%, 主要是由于08年国内铅锌价格大幅下跌所致。
- **毛利率小幅提升难阻营业利润同比下降70.87%。** 报告期内, 公司综合毛利率6.5%, 同比提升0.4个百分点, 主要是由于上半年铅锌及硫酸价格维持高位, 使08年中期公司毛利率达10.2%; 同时在下半年铅锌售价和原材料价格下降明显的情况下, 公司合理控制了库存原料数量, 期末锌精矿和铅精矿库存分别比期初减少9500吨和12000吨。但营业利润同比下降70.87%, 一方面是由于国内外铅锌价格持续下滑使收入下降明显, 特别是10月初以来的大幅下跌, 使得售价与成本倒挂, 导致第四季度毛利率为-7.9%; 另一方面, 铅锌价格暴跌也导致期末被迫计提存货跌价准备7175万元。另外, 随着下半年硫酸价格最高跌幅高达90%, 硫酸业务对公司的业绩贡献力度大幅减弱, 也拉低了公司整体盈利水平。
- **非经常性收益难掩“真实净利润”的亏损。** 08年公司实现小幅盈利, 主要是由于: 1) 报告期内实现投资收益11005万元, 其中出售西部矿业1000万股股权, 取得股权转让收益6758万元; 存货套期保值实现收益3436万元; 2) 公允价值变动收益增加, 主要是由于套期保值形成年末持仓浮动盈利2188万元; 3) 营业外收入大幅增加, 主要是由于获得Raffmet Pte Ltd. 公司违约金5793万元。但扣除上述非经常性收益以及存货跌价准备的计提, 报告期内归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润-1.24亿元。
- **盈利预测。** 我们预计公司09年归属于母公司所有者的净利润2788万元, 2009年、2010年EPS分别为0.05元和0.18元, 以3月9日收盘价6.81元计算, 对应动态市盈率分别为136倍和38倍, 维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示:** 1) 铅锌价格持续疲软的风险; 2) 宏观环境风险; 3) 有色行业周期性波动风险。

图表：株冶集团（600961）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,374,502	837,630	657,573	805,078	935,290
增长率 (%)	205.11%	-39.06%	-21.50%	22.43%	16.17%
减：营业成本	1,290,470	783,382	610,045	742,025	863,416
毛利率 (%)	6.11%	6.48%	7.23%	7.83%	7.68%
营业税金及附加	9,505	5,682	4,537	5,555	6,454
销售费用	10,937	10,749	7,299	8,936	10,382
管理费用	30,815	33,825	26,303	29,788	34,606
财务费用	12,577	9,435	6,050	7,407	8,605
费用合计	54,330	54,008	39,652	46,131	53,592
期间费用率 (%)	3.95%	6.45%	6.03%	5.73%	5.73%
资产减值损失	19,735	5,302	0	0	0
加：公允价值变动净收益	474	2,188	0	0	0
投资净收益	7,471	11,005	0	0	0
营业利润	8,406	2,449	3,339	11,367	11,828
增长率 (%)	-21.68%	-70.87%	36.36%	240.42%	4.06%
营业利润率 (%)	0.61%	0.29%	0.51%	1.41%	1.26%
加：营业外收入	6,026	6,782	0	0	0
减：营业外支出	326	2,259	0	0	0
利润总额	14,106	6,972	3,339	11,367	11,828
增长率 (%)	30.48%	-50.58%	-52.10%	240.42%	4.06%
利润率 (%)	1.03%	0.83%	0.51%	1.41%	1.26%
减：所得税	6,079	5,184	501	1,705	2,957
实际税负比率 (%)	43.10%	74.36%	15.00%	15.00%	25.00%
净利润	8,027	1,787	2,838	9,662	8,871
增长率 (%)	7.77%	-77.73%	58.78%	240.42%	-8.18%
归属于母公司所有者的净利润	7,949	1,923	2,788	9,562	8,771
增长率 (%)	7.86%	-75.80%	44.98%	242.94%	-8.27%
净利润率 (%)	0.58%	0.23%	0.42%	1.19%	0.94%
少数股东损益	78	-136	50	100	100
摊薄每股收益(元)	0.15	0.04	0.05	0.18	0.17

资料来源：公司年报、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002