

宏达股份(600331)

业绩依赖锌价 资源扩张或将持续

宏达股份公司调研简报

林浩祥

021-38676521

linhaoxiang@gtjas.com

本报告导读:

- 铅锌底部已经形成
- 公司领导谈及金鼎二期工程建设、钒钛磁铁矿和未来资源开发的想法

- **铅锌行业底部区域已经形成。**锌价在基本金属中率先调整,目前价格已经来到了 2002-2004 年的均价附近,预计 1-2 月国内中小铅锌企业仍处于亏损境地,大型企业中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份和冶炼企业也处于盈亏平衡线附近。当前锌价向下的空间已经收窄,未来锌价继续下跌将引发更大规模的减产,从而修复供需关系(09 年锌精矿加工费也回升至历史平均水平反映出供需关系在逐步改善)。我们认为行业底部区域已经形成。
- **锌价有望小幅回升。**从 4Q08、1Q09 的价格走势看,由于行业的减产和需求的小幅回升,锌价均价有所上涨。但从国内外的先行指标透视当前的宏观经济仍未见复苏,而锌价的回升的依赖仍然是实体经济需求的回暖。如果 2 季度全球经济能触及底部,那么 3 季度锌价或有起色。
- **公司业绩的低点已经出现。**2008 年上半年公司受到了地震的影响,导致非流动性资产减值近 1.7 亿元;由于锌价的持续下跌导致存货跌价,4Q08 也成为公司经营业绩最糟糕的时期。公司金鼎方面的采矿成本是国内最低的,金鼎矿业盈利微薄对应国内锌行业的经营困境。一旦锌价在 1Q08/1Q09/2Q09 逐步出现回暖,行业和公司的经营业绩也将出现明显好转。
- 公司在 2009 年的重点工作之一仍是资源的扩张。我们认为金属价格一旦出现趋势性上涨,公司金鼎 2 期的建设、四川省内的资源整合收购将重新提上日程,因此公司资源的增长仍然值得关注。
- 当前铅锌行业仍处于周期底部,预计 1H09 公司的生产经营预计仍在盈亏平衡线附近,乐观预计 2Q09 公司也仅能实现微幅的盈利。**预计公司 2008-2010 年业绩为-0.52、0.20 和 0.56 元,股价对于 2010 年业绩 19x,估值已经不显便宜。**我们认为在需求低迷的背景下,金属价格难能出现快速上涨(企业的过剩产能很容易转化为期货市场的空头寸)但从长期看来,周期性板块跌至行业谷底对应了进行资源收购的机会:我们认为公司未来一方面依托金鼎矿业,另一方面公司有能力对于钒钛磁铁矿和四川周边的磷矿和其他小金属资源进行开发利用。**从中长期的投资角度,给予公司“谨慎增持”的投资评级。**

评级: 谨慎增持

首次评级

目标价格: ¥13.00

当前价格: ¥10.28

2009.03.17

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.81 ~ 80.20
总市值 (百万元)	10,392
总股本/流通 A 股(百万股)	1,032/608
流通 B 股/H 股	
流通股比例	58.9%
日均成交量 (百万股)	29.0
日均成交值 (百万元)	363.4

52 周内股价走势图

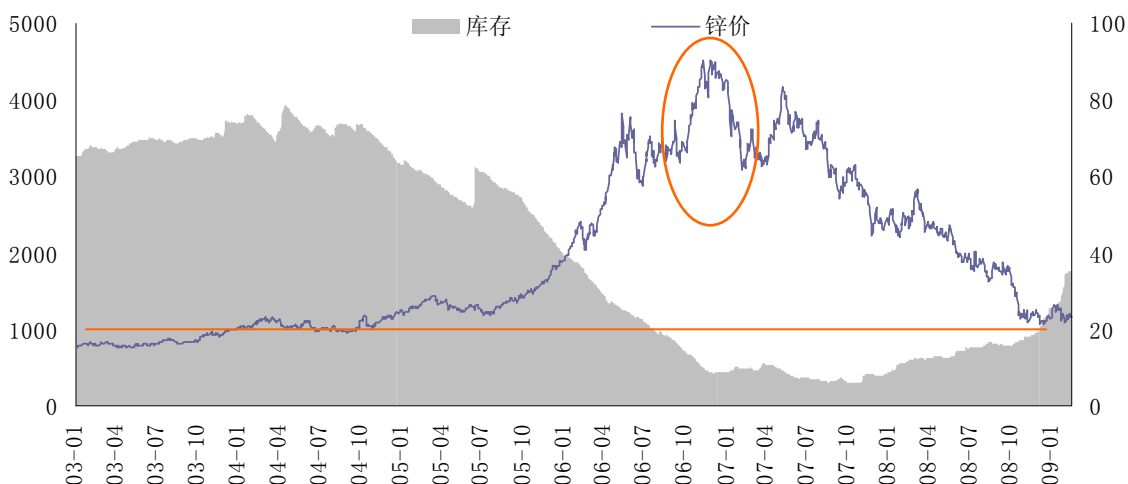


1. 行业简况

锌金属在基本金属中率先调整。本轮金属商品牛市中，锌价在2006年年底率先见顶。经历了2年的调整后，目前锌价已经来到2002-2004年的均价附近，中低品味的矿业公司已经出现亏损。

2008年锌金属供需过剩。根据国际铅锌研究小组(ILZSG)公布的最新月度报告显示，2008年全球锌市场供应过剩19.5万吨。全球金属统计局(WBMS)表示，2008年全球锌市场供应过剩18.5万吨。我们认为实际供需过剩的数据可能高于机构的预计值。

图1 LME三月锌价和库存



数据来源：库存，万吨，右轴；价格，美元/吨，左轴

4Q08以来国内锌价高于国际价格，但预计2Q09价格逐步消除。国内对有色行业产业振兴政策、收储政策导致国内锌价格一直强于外盘，从两市比值来看，目前内外盘比值高企于9以上，进口锌赢利比较可观，使得进口锌流入国内市场，加剧国内市场的供应压力，套利盘的介入将压制国内锌价的反弹。我们预计在2季度国内外价格逐步消除。

内外价差导致进口增加，国内企业销售压力增大。09年1月份精炼锌的进口量为12,498吨，同比增长305.66%，较08年12月也大幅增长，08年12月份的进口量为3306吨。09年1月份精炼锌的出口量为964吨，同比下降90.59%。09年1月份我国锌精矿进口量22.84万吨，同比下降14.61%，也明显低于08年12月的26.28万吨的进口量。09年1月进出口数据进一步证实由于两市比值偏高，导致进口锌数量持续增加，增加了国内的供给，增大了国内市场的压力。

09年锌精矿的加工费基本持平。中国进口精矿的现货加工费从2007年年中的300美元/吨水平下跌至09年1月到岸价的150—160美元/吨，目前为100—110美元/吨。我们预计2009年度合约加工费为170-180美元/吨，基础价格1100美元/吨。总体来看，180美元/吨的年度合约加工费基本上与历史平均水平一致，反映了2009年精矿市场供求基本平衡。

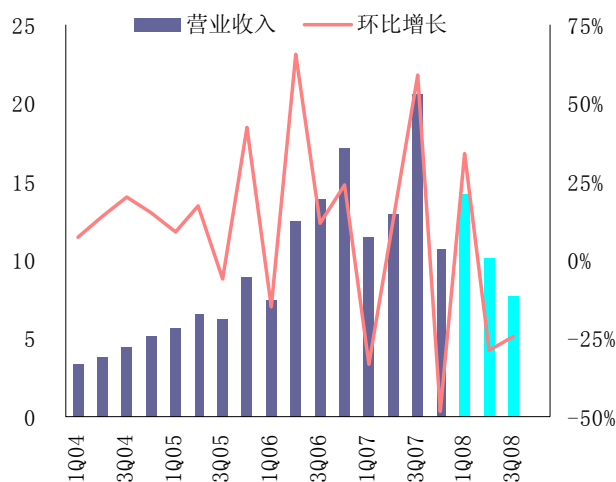
09 年下半年锌价有望小幅回升。从国内外的先行指标透视当前的宏观经济仍未见复苏，而锌价的回升的依赖仍然是实体经济需求的回暖。近期与部分铅锌行业人士交流认为，如果 2 季度全球经济能触及底部，那么 3 季度锌价或有起色。我们认为锌价目前下跌空间已经不大（如 1Q09 冶炼环节的公司仍处于盈亏平衡线附近，如果锌价继续下跌将引发更大规模的减产，从而修复供需关系），也认同锌价在 09 年下半年逐步回升的看法，但是总体的价格上升的空间不大（需求低迷的背景下，一旦金属价格出现快速上涨，企业的过剩产能将出现复产，由此打压产品价格）

2. 公司概况

2.1. 4Q08 公司业绩触底

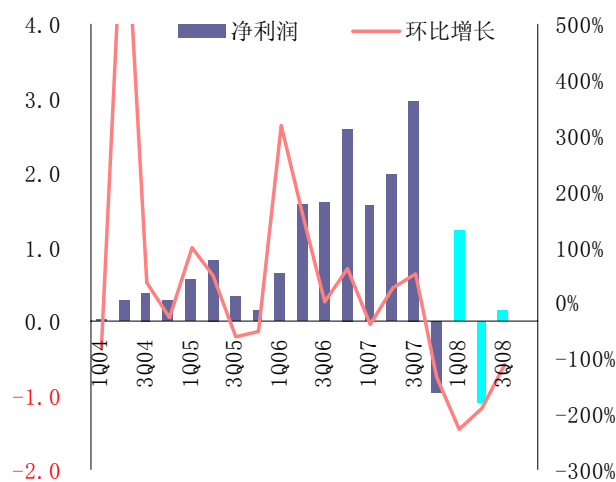
2008 年上半年公司受到了地震的影响，导致非流动性资产减值近 1.7 亿元；由于锌价的持续下跌导致存货跌价，4Q08 也成为公司经营业绩最糟糕的时期。

图 2 公司营业收入变动



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 3 归属母公司净利润变动



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

2.2. 公司主业经营

2.2.1. 铅锌

公司在锌价高的时候贫富兼采，锌价低时候多开采富矿，因此成本变动比较大。但是公司强调锌业务的成本是国内最低的（地表浅层开采优势），当前的锌价公司此项业务能够盈利；

公司目前外售的铅精矿量很少，正常年份金鼎锌业、甘洛矿加起来不足 2 万吨。公司矿资源中铅金属品位不高，铅产量和锌精矿产量还不是均化的。公司目前并不打算投资铅冶炼项目（矿的铅品味不高，投资回报率低；污染也比较大）；公司有氧化锌产品出售，部分可以进行精锌冶炼（但过多使用氧化锌冶炼对生产设备有损伤）。

10 万吨锌合金生产线遭受地震影响很大，现在还在逐步恢复；

金鼎冶炼是 100% 自给率；德阳冶炼的精矿供给分三部分：自给、进口和国内采购（价格不一，公司和部分中小矿山有战略采购协议），自给比率约为 20-30%。

甘洛矿的 915-I、915-II 矿区还没有完全投产，还需要做安全许可、环保许可等。

点评：公司锌价在国内生产企业中具有显著的成本优势，金鼎矿业的盈利微薄也对应了国内锌行业陷入了经营困境的低迷期。4Q08 行业出现了 20-30% 的产能减产，我们确信行业已经经历了周期谷底。随着 1Q09 铅锌价格出现反弹，行业和公司的经营业绩也将出现好转，即最坏的时刻即将过去。

展望 2 季度，我们认为锌价可能出现恢复性的上涨（11500-13000 元/吨），但是总体反弹的空间不会很大（价格出现过快上升，富余产能将很快复产打压价格）；之后的价格仍需要观察经济的复苏情况（如果 2 季度全球经济能触及底部，那么 3 季度锌价或有起色）

2.2.2. 磷化工

磷化工业务最坏的时点过去了，但 1 季度盈利状况还一般。预计化肥的产能在 3 月份能够恢复。公司也有意在争取一些磷矿的资源，为下游的生产提供保障。

2.3. 关于几个工程项目进展

2.3.1. 关于金鼎二期

公司对于金鼎二期的准备工作做了很久，到现在还没有正式开工，包括安全评估等环节都还在等云南国资委的认证报告；一期 10 万吨目前是完全正常开采。

点评：我们认为金鼎二期的工程进度，一方面取决于政府评估、投资建设等正常流程逐步开展，另一方面取决于锌行业何日见底回暖。2003 年公司入主金鼎锌业是在国内外经济增速较快、金属价格低迷的大宏观背景下进行的。经济的持续向好推升需求增长，从而推高金属价格，因此公司也获得良好的投资回报。当前金属价格同样低迷，但区别于经济已经出现严重放缓、复苏仍需要相当长的时间，因此目前对于上游资源开发需报以适度的谨慎。

2.3.2. 关于盐边县钒钛磁铁矿的进展？

目前四川钒钛资源开发有限公司取得的是盐边县钒钛磁铁矿的探矿权，在资源规划、产业规划（钒、钛、铁三种资源综合利用开发）做完后再申请采矿权。2009 年钒钛磁铁矿将是公司的工作重心之一。

由于攀钢钢钒在西昌着手布局凉山州西昌的钒钛钢铁新基地，宏达在盐边县的项目开发就更多的得到攀枝花地方政府的支持。短期看规划比较宏大，预计未来 1-2 年中还不能产生利润贡献。

（——盐边县境内矿产资源丰富，其中钒钛磁铁矿 38.13 亿吨（品位 30%-50%），而红格、新久片区被列为攀西三大钒钛磁铁矿基地之一。）

2.3.3. 关注集团资产注入情况？

公司 3 月 5 日公告了收购标的：以 101,734.29 万元的价格受让宏达集团持有的云南金鼎锌业有限公司 9% 股权和四川宏达金桥大酒店有限公司 98% 的股权，同时放弃了宏达集团控股子公司四川宏达房地产有限公司 100% 股权（账面价值约为 1.78 亿元）。

当前公司也在云南、四川争取一些磷矿的项目，同时集团和股份公司对于国际收购矿产的方案在考虑。

点评：公司在 2009 年的重点工作之一仍是资源的扩张。我们认为金属价格一旦出现趋势性上涨，公司金鼎 2 期的建设、四川省内的资源整合收购将重新提上日程，因此公司资源的增长仍然值得关注。

2.4. 其他

2009 年公司的工作重点是：

- 尽快将遭受地震损失的生产恢复；
- 抓好当期的工作生产；
- 做好公司战略准备——上头抓资源、下边抓好技术力量储备
- 抓好一些战略性、确定性的重点项目（比如战略型的，比如攀枝花的钒钛磁铁矿；再比如新型的项目？没有举例）

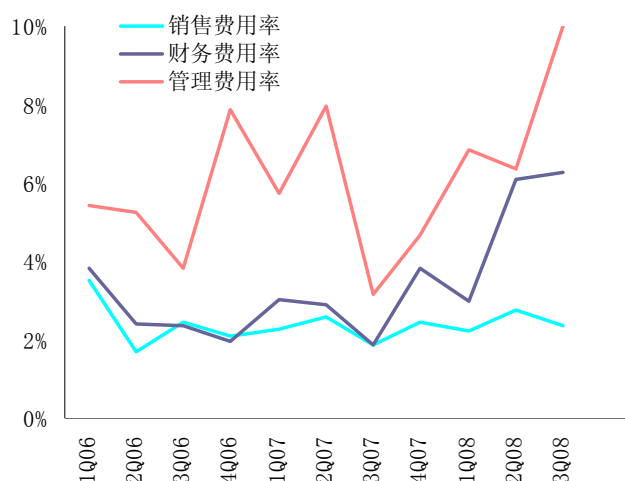
公司表示 2008 年的存货跌价和地震损失已经计提充分；

公司套期保值目前还没有做，但是公司在 2008 年完成了 LME 锌锭的品牌认证。已经成立了领导班子研究相关操作。

3. 投资评级

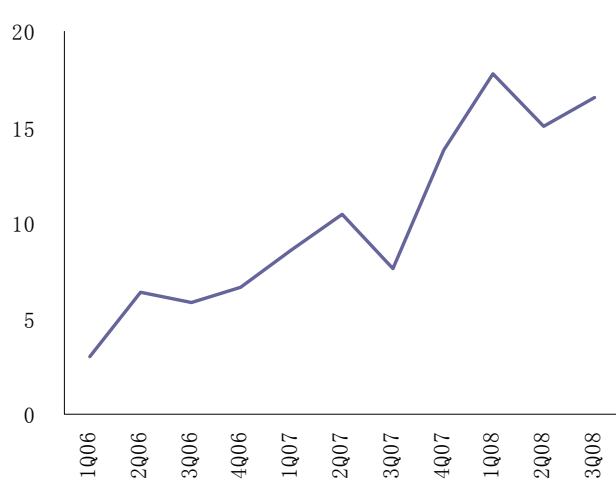
当前铅锌行业仍处于周期底部，预计 1H09 公司的生产经营预计仍在盈亏平衡线附近，乐观预计 2Q09 公司也仅能实现微幅的盈利。预计公司 2008-2010 年业绩为-0.52、0.20 和 0.56 元，股价对于 2010 年业绩 19x，估值已经不显便宜。我们认为在需求低迷的背景下，金属价格难能出现快速上涨（企业的过剩产能很容易转化为期货市场的空头头寸）但从长期看来，周期性板块跌至行业谷底对应了进行资源收购的机会：我们认为公司未来一方面依托金鼎矿业，另一方面公司有能力对于钒钛磁铁矿和四川周边的磷矿和其他小金属资源进行开发利用。从中长期的投资角度，给予公司“谨慎增持”的投资评级。

图 4 管理费用率大幅上升



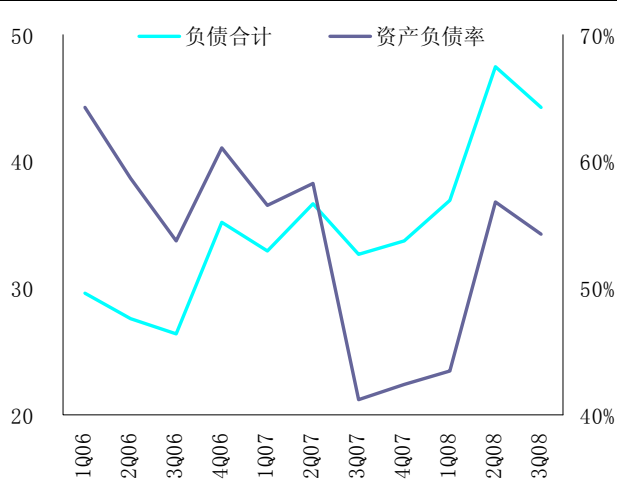
数据来源：国泰君安研究，公司财报；管理费用率，右轴

图 5 3Q08 公司存货处于高位



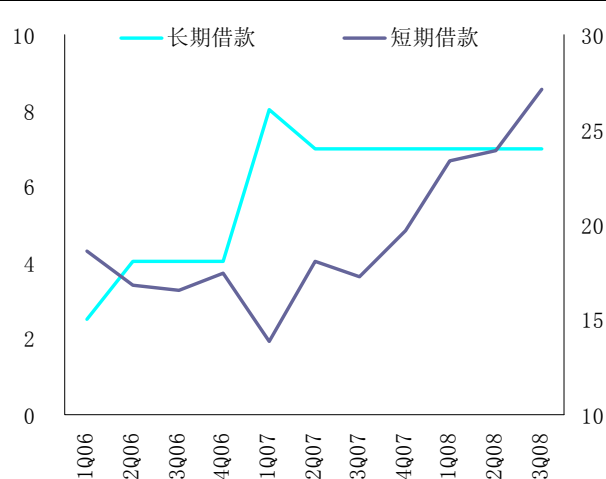
数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 6 公司负债指标小幅下降



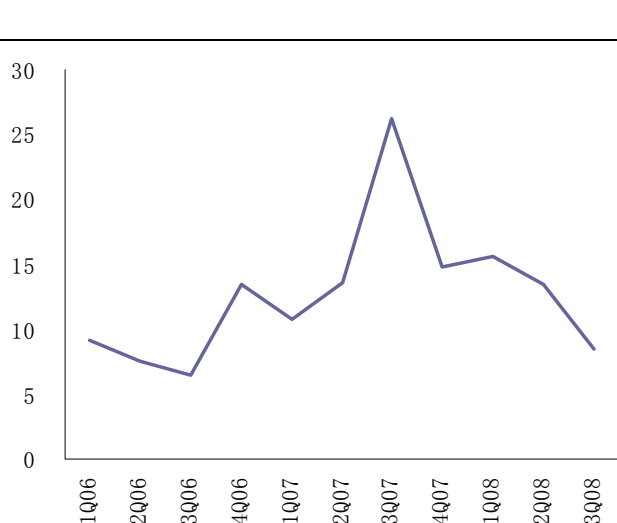
数据来源：公司财报，亿元

图 7 公司当期短期银行借款上升较快



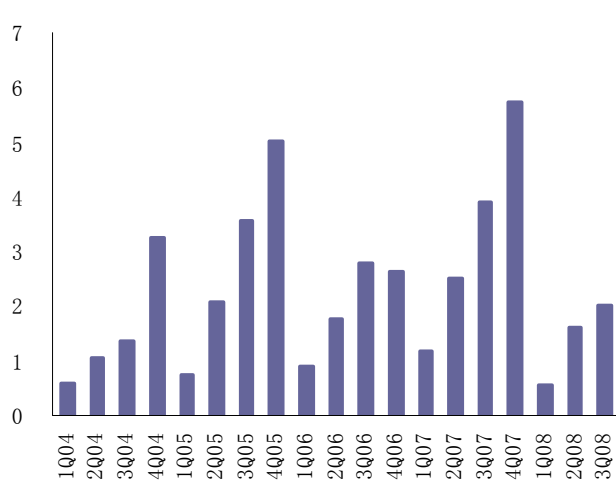
数据来源：短期借款，右轴；长期借款，左轴；亿元

图 8 货币资金指标



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 9 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com