

宏达股份 (600331)

当前股价: 14.69 元

否极能否泰来?

投资要点:

- 锌价在 2008 年下半年再次出现暴跌走势, 全球各大锌矿
山及冶炼企业纷纷减产; 国内中小矿山关停的产能也较
大, 精矿供应紧张造成锌现货加工费不断走低。受供应紧
张影响, 锌价出现了反弹走势, 我们认为 09 年锌价难以
出现趋势性上涨行情, 但反弹有望抬高锌价底部, 公司业
绩有望扭亏, 2010 年锌价有望出现持续上涨行情。
- 公司控股的兰坪铅锌矿是硫化矿氧化矿伴生存在, 低品位
氧化矿开发一直无法进行, 以前无法利用的低品位氧化矿
石被堆积; 对低品位氧化矿开发的研究已在实验室阶段取
得进展, 我们不确定何时可以用于工业生产, 但该项目开
发潜力巨大, 值得期待。
- 公司未来将立足四川进行资源储备开发利用, 现阶段有望
联合开发攀枝花地区钒钛资源, 传统技术通过炼钢回收钒
钛资源回收率偏低, 公司未来有望使用新技术提高钒钛回
收率, 钒钛项目在 09 年预计难以带来利润, 但未来利润
丰厚, 值得期待。公司还在积极推进磷矿山的收购, 但存
在不确定性。公司大股东则在积极收购锂矿山和海外矿
山, 能否放入公司存在一定不确定性。
- 我们预测公司 2009 年-2010 年的 EPS 为 0.09 元和 0.42
元, 公司现有股价对 2010 年 EPS 估值并不低, 公司钒钛
资源开发和低品位氧化矿开发项目虽然具有较大潜力, 未
来能够带来丰厚利润, 但短期公司股价涨幅巨大, 因此给
予“观望”评级。

研究员: 高远

电话: 025-84457777-367

E-mail: gaoyuan1@mail.htsc.com.cn

研究员: 刘敏达

电话: 025-84457777-348

http://www.htsc.com.cn

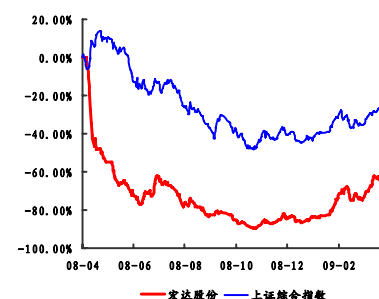
地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

观望

目标价 10-14 元

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(亿)	10.32
流通 A 股(亿)	6.08
52 周内股价区间(元)	3.81-38.05
总市值(亿)	151.6
总资产(亿)	83.63
每股净资产(元)	2.73

主要经营指标预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入(亿)	55.60	36.69	45.13	57.32
+/-%	9.27%	-34.00%	23.00%	27.00%
净利润(亿)	5.53	-5.27	0.50	2.28
+/-%	-13.41%	-195.24%	-109.55%	353.97%
EPS(元)	1.07	-0.98	0.09	0.42
P/E	13.70	NA	157.57	34.71

一、锌价格走稳公司主营业务有望扭亏

1、锌矿石是最近几年公司利润来源

公司在 2003 年前以化肥业务为主业，收购金鼎锌业并经过技改后，金鼎锌业旗下亚洲最大的露天锌铅矿山-兰坪矿山的矿石产出不断增加，随着锌价的走高，最近几年金鼎锌业已经成为公司的主要利润来源；锌锭及锌矿石也成为公司销售收入和利润的主要来源。2007 年公司销售收入及毛利润结构中，锌产品都占了 70%以上的份额。经过 09 年 3 月份向大股东增发后，公司持有金鼎锌业 60%的股权，应该说，公司主营业务利润主要取决于金鼎锌业的利润多寡。因此，锌价也就成了决定公司业绩的重要因素。

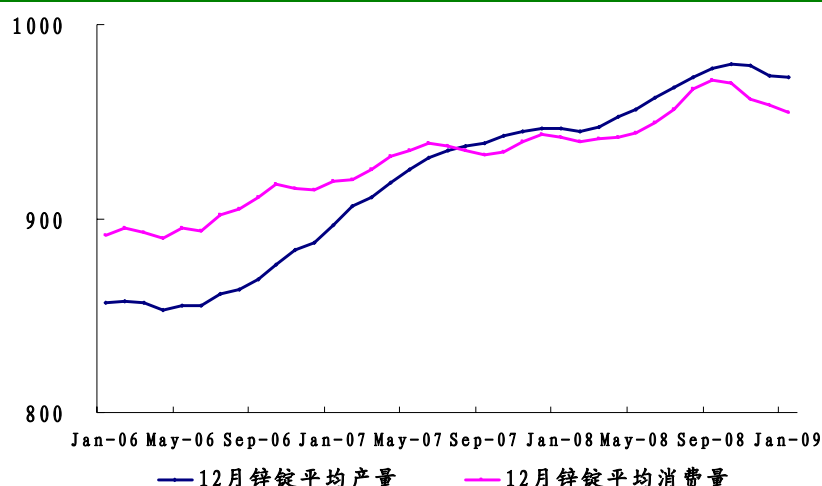
表：金鼎锌业贡献净利润情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
金鼎锌业净利润	1.212	2.33	12.77	12.43
公司净利润	0.967	1.85	6.37	5.53
金鼎锌业贡献净利润占比	63.92%	64.23%	102.24%	114.63%
国内平均锌价（元/吨）	10900	13800	27100	27400

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2、大规模减产改善锌供需，价格底部有望抬高

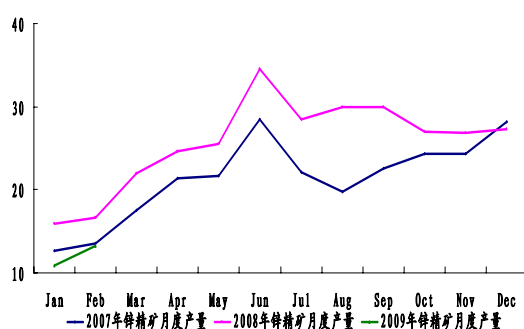
锌价自 2007 年 7 月见顶 3710 美元后便持续下跌，至 2008 年 10 月低点其跌幅已超过 72%，持续时间也已接近两年。长时间的低价使得全球锌矿山减产不断，今年以来，全球第 2 大的矿山 OZ 矿业和矿业巨头超达（Xstrate）公司再次宣布关闭矿山；到今年 3 月底西方国家宣布减产和关闭的矿山有 25 家，涉及产能 97 万吨左右，占 2008 年西方国家矿山供应能力 790 万吨的 12%。西方矿山关闭 2009 年将可能造成 90 万吨左右的减产。从 ILZSG 统计的 12 个月锌平均产出可以看出锌产出已出现了明显的下滑趋势，虽然经济危机造成全球锌消费出现下滑，但大规模的减产有利于改善锌的供需平衡。



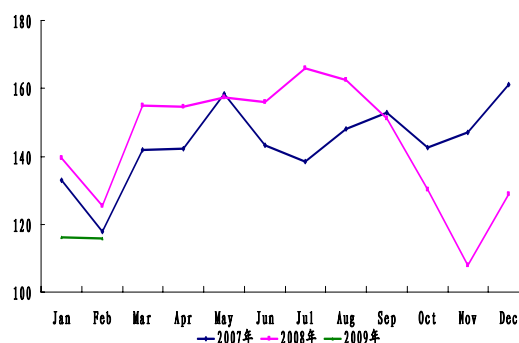
我国是世界最大的锌精矿及锌锭生产国，也是最大的锌消费国。国内锌精矿产出也出现了较大幅度的下降。据安泰科调研，内蒙古自治区内的中小矿山自去年四季度以来大面积停产，春节后仍然处于 20% 低开工率，国内其它地区也出现了中小矿山停产减产现象。精矿供应紧张造成国内大的冶炼厂前两个月的精矿进口量都非常大，葫芦岛市、株洲市前两个月的精矿进口量就分别占总进口量的 17% 和 16%。大量的进口精矿也造成了加工费的大幅下跌，现阶段锌精矿加工费已经跌至 80 美元/吨，较长单协议价格下跌 50% 以上。国内的锌加工费也由年初的 4000-4500 元/吨下降至 3700 元/吨。

我们认为低于生产成本后的大规模减产应该是锌价的重要支撑，国储局及俄罗斯的国家收储行为则进一步确认了本轮锌价下跌的底部。未来随着世界经济的好转，锌价的底部有望逐步走高。

图：我国锌精矿月度产量



图：我国镀层板月度产量



资料来源：安泰科，Mysteel，华泰证券研究所

3、锌价上涨公司有望扭亏，低品味氧化矿开发值得期待

在经济未出现好转之前，我们不认为锌价会出现持续的大幅上涨，但全年锌均价有望在 1.3 万元以上。08 年四季度应该是公司最困难的时期，09 年一季度公司主营业务有望保持盈亏平衡，全年主营业务有望扭亏。

公司拥有的兰坪铅锌矿为露天矿山，表面为氧化矿，约占 30%，中间为混合矿，约占 10%，内部为硫化矿，约占 60%。现阶段公司主要用高品位的氧化矿与硫化矿按一定比例混合以高温强酸浸出法冶炼，冶炼综合回收率在 81% 左右，冶炼厂排出的浸出渣含锌 5% 左右（株冶火炬排出渣含锌低于 1%），由于低品位氧化矿采选技术一直未有突破，因此以前开采出来的低品位氧化矿只能选择堆积。现阶段对低品位氧化矿的采选已经在实验室方面获得突破。未来若能应用于工业生产，将大幅提高公司利润，该项目值得期待。

4、兰坪矿山的扩产进度将视锌价走势而定

公司收购兰坪铅锌矿时，其冶炼能力仅有 2 万吨，公司在 2005 年开始实施兰坪 1 期冶炼工程，该工程早已完工。公司原计划继续扩大兰坪铅锌矿的冶炼能力使其达到 24 万吨的锌锭产能。但锌冶炼投资巨大，在锌价仍然低迷的情形下公司将视锌价走势控制新建冶炼产能进度。

	2005 年	2006 年	2007 年
锌锭	8	16.6	19.1
氧化锌精矿	5.8	6.9	6.1
硫化锌精矿	3.3	4.7	4.2

表：公司金鼎锌业产能变化情况

2003年公司获得金鼎锌业时	2005年8月26号	2007年10月8号
12万吨锌采选产能	14万吨锌采选产能	14万吨锌采选产能
2万吨锌冶炼产能，开始兰坪一期工程	兰坪一期锌冶炼工程完工，设计10万吨，实际12万吨	决定投产兰坪二期锌冶工程，设计产能10万吨

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

二、立足四川进行资源储备，新项目短期难有利润

1、公司未来仍将以资源控制为主

公司未来的发展战略是实现公司的资源化、国际化和资本化。公司未来仍将以资源开发为主业，但经历 2004 年至 2007 年的商品牛市后，各地政府都意识到资源控制的重要性，跨省购矿难度越来越大。成功开发兰坪矿山为公司积累了美誉，赢得了省内管理部门的信任。未来公司将立足四川省，积极对省内优势资源进行整合。公司也将选择关乎未来国计民生的重要稀缺资源进行储备。海外布局也是公司的重要战略，宏达集团更是先于国内多数公司关注海外资源，但海外购矿面临许多风险，国内企业的海外并购成功的案例不多，公司将谨慎面对海外购矿，在合适的时机收购合适的标的矿山。也有可能采取集团购矿后孵育成熟后注入公司。公司也将充分利用资本市场的力量使公司较快发展。

2、公司整合钒钛矿山短期难以开发，其它资源收购仍在洽谈中

四川攀枝花钒钛铁矿保有储量为 67.3 亿吨，是仅次于鞍本地区的我国第二大铁矿，伴生的钛、钒、镓、钴和铬是国家重要战略资源，其中钛资源保有储量（以 TiO_2 计）4.28 亿吨，占全国储量的 93%。居世界第一位；钒资源保有储量（以 V_2O_5 计）1047.86 万吨，占全国储量的 63%，居世界第三位。对钒钛资源的开发从上世纪 70 年代便已经开始，但富钒钛铁矿石的采选冶炼一直是世界性难题。攀钢一直使用的流程是磁选法选出富钛矿石后制备钛精矿，磁选过后的矿石入高炉冶炼，冶炼后的高钛高炉渣中钛含量依然很高，但难回收利用。钒的提取是使用转炉，但最终钒回收率也相对较低。铁、钒、钛的最终回收率分别为 88%，41% 和 75% 左右，钒钛回收率偏低造成资源浪费。民营企业在回收率方面具有优势，对一些含钒量在 0.4% 的废渣进行提取依然可以获利。公司未来对钒钛资源的开发将有别与传统工艺，有可能使用新技术来提高钒钛的回收率。我们认为这也是当地政府愿意引进公司作为开发者的目的。对钒钛资源的综合开发是一项巨大的工程，涉及到综合开发，资源保护，可持续发展等多个领域。相关计划的审批也要通过四川省政府、国土资源部和发改委等多个部门同意。公司现在正积极推进项目的进行，但预计年内难以完成。

公司也一直在准备对磷矿山的收购，但存在一定难度，若公司能够成功收购磷矿山，未来公司或将加大化工业务的产能。公司大股东目前正在准备收购锂矿山，但未来并不确定是否注入上市公司。

三、投资建议

我们认为全球经济形势在 2009 年难以恢复,但受供应下滑的原因锌价底部有望抬高,2009 年锌均价有望达到 1.5 万元,2010 年将是世界经济复苏的一年,基本金属有望走出趋势性上涨行情,年均锌价有望达到 2 万元。在这样的价格和不考虑新项目带来利润的假设下,我们预测宏达股份 2009-2010 年的 EPS 将达到 0.09 和 0.42 元,现在的股价对应 2010 年股价估值相对不低,虽然到未来公司在攀枝花钒钛资源项目中将获得丰厚利润,公司也具备长期投资价值,但短期公司涨幅巨大。我们认为未来 6-12 个月价格区间为 10-14 元,因此给予“观望”评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5% 以下。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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,还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。