

2010 年 1 月 25 日

# 株冶集团 ( 600961 )

## 库存增值与副产品价格上升驱动业绩成长

评级：中性

### 投资要点：

- **库存增值和副产品价格上涨将提高盈利能力。**目前公司是国内铅锌冶炼行业的龙头，冶炼的原材料靠外购取得。公司的盈利增长主要来自于原料库存增值和副产品收益的增长。
- **未来产量稳步增长。**预计公司 2009 年锌冶炼实际产量可达 45 万吨，是国内最大的冶炼生产商；铅冶炼产量可达 10 万吨。2009 年公司新增的 10 万吨常压富氧直接浸出项目已经投产，预计 2009 年达产 80%，2010 年可实现完全达产。与哈萨克斯坦合作的基夫赛特直接炼铅项目正在进行建设，预计 2010 年达产，未来将给公司铅及硫酸产量带来提升，预计公司 2010 年铅锌产量增长 10%。
- **五矿集团入主，资源整合预期渐强。**五矿集团收购的 OZ minerals 公司拥有 1820 万吨的锌储量和 340 万吨铅储量。如果五矿集团将株冶作为整合铅锌资源的平台，公司的价值将得到跨越式提升。集团入主后目前可预见的收益来自于原料供应和销售渠道优势。
- **盈利预测与估值。**单纯考虑冶炼业务，预计公司 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.19、0.35 元。参照 A 股市场铅锌类上市公司估值水平，考虑到冶炼公司相对资源类公司的折价，给予冶炼业务 35 倍 PE，公司冶炼业务价值中枢为 12.25 元。1 月 25 日公司收盘价为 14.93 元，给予公司“中性”的投资评级。结合五矿集团的整合预期，若公司股价随市场系统性风险回落至 12 元以下即进入价值投资区域，届时可适当配置。

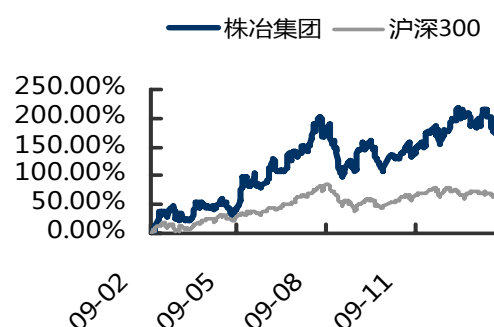
新材料小组

联系人：袁 理

0512-62938652

yuanl@gsjq.com.cn

### 株冶集团与沪深 300 指数走势比较图



### 市场数据

2010 年 1 月 25 日

|             |          |
|-------------|----------|
| 总股本 (万股)    | 52745.79 |
| 流通 A 股 (万股) | 25832.76 |
| 收盘价 (元)     | 14.93    |
| 6 个月换手率 (%) | 530.99   |

### 财务数据

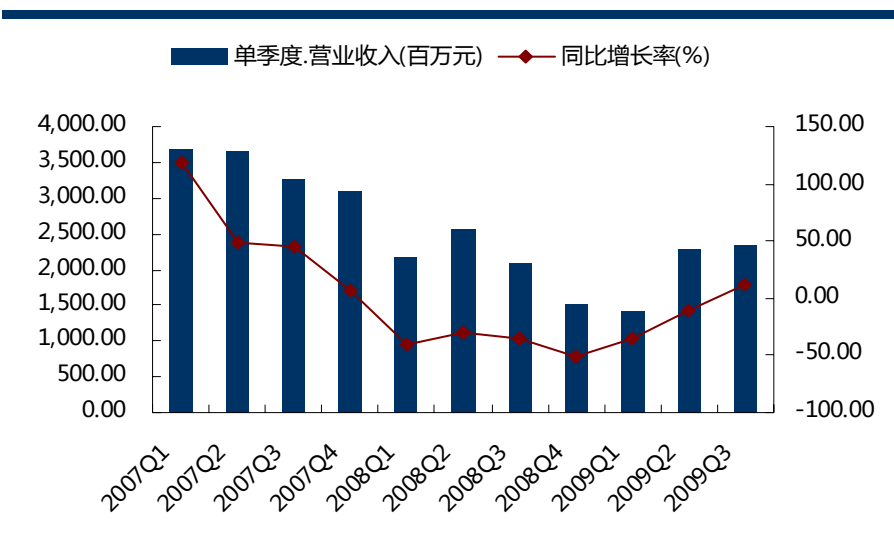
2009Q3

|            |       |
|------------|-------|
| 营业收入 (亿元)  | 60.68 |
| 净利润 (亿元)   | 0.50  |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.095 |
| 每股净资产 (元)  | 4.01  |

## 1. 铅锌价格上涨推动公司业绩回升

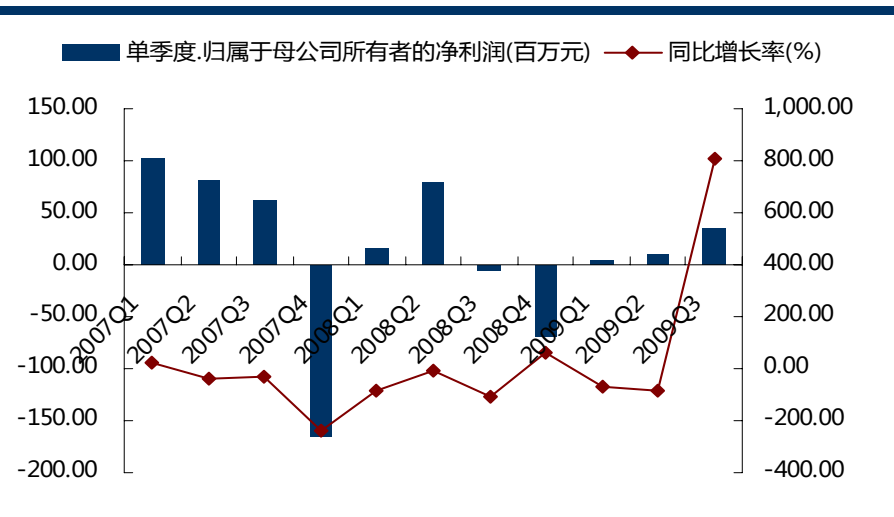
公司09年前三季度实现主营业务收入60.68 亿元，较上年同期减少12%，实现归属于母公司所有者的净利润5016 万元，较上年同期减少44%。由于公司的存货水平较高，使得冶炼原材料成本处于相对低位，一季度以来铅锌价格的上涨推动营收和利润逐季度上升。2009年第三季度公司实现归属于母公司所有者的净利润35.46亿元，同比增长808.86%，环比第二季度增长258.82%。

**图 1：营业收入逐季增加**



资料来源：株冶集团各期财务报表

**图 2：净利润逐季恢复**



资料来源：株冶集团各期财务报表

## 2. 未来产量稳步增长

目前公司处于超负荷满产状态，预计公司 2009 年锌冶炼实际产量可达 45 万吨，是国内最大的冶炼生产商；铅冶炼产量可达 10 万吨。其中，2009 年公司新增的 10 万吨常压富氧直接浸出项目已经投产，预计 2009 年达产 80%，2010 年可实现完全达产。与哈萨克斯坦合作的基夫赛特直接炼铅项目正在进行建设，预计 2010 年达产，未来将给公司铅及硫酸产量带来提升，预计公司 2010 年铅锌冶炼产量增长 10%。

## 3. 库存增值和副产品价格上涨将提高公司盈利能力

目前公司是国内铅锌冶炼行业的龙头，没有矿产资源，冶炼的原材料靠外购取得，无法充分享受到金属价格上涨带来的收益。在目前的加工费水平下，公司冶炼基本微利，铅锌矿原材料成本占比 70%，冶炼成本在 3500 元/吨左右，铅锌产品毛利率为 6%。

不考虑五矿集团未来的资产整合运作，公司的盈利增长主要来自于原料库存的增值和副产品收益的增长。2009 年末起国内北方铅锌矿山的停产检修加剧，同时春运压力不可忽视，公司存货高于正常水平以保证节后的正常生产。在铅锌价格上扬的阶段里，低价原材料库存增加有利于提升公司盈利水平。2009 年公司硫酸产量预计可达 40 万吨，其他副产品如铟、银等产量维持稳定，副产品价格的上行亦推助业绩提升。

## 4. 冶炼技术不断革新，保持行业内领先优势

公司是国内最早引进国际先进工艺湿法冶炼技术的企业，采用湿法工艺生产电锌、铸造锌合金、热镀锌合金、锌基稀土合金、锌镍合金、硫酸锌等系列锌产品，用烧结、鼓风炉冶炼、电解精炼的传统工艺生产电铅，并采用全球先进的动力波净化系统及丹麦托普索制酸技术生产硫酸。

2010 年达产的常压富氧直接浸出冶炼项目在质量、环保及综合回收上都会有很大的改善。项目实现浸出渣减量化，综合回收率较传统焙烧法提升 5%，最终可使单位冶炼成本下降。同时，公司将引进国外先进的一步炼铅法铅冶炼技术，实现铅冶炼技术升级。

## 5. 五矿集团入主，资源整合预期渐强

中国五矿集团 55.59 亿增资湖南有色，五矿集团对于旗下有色资产的整合不断推进。而株冶集团作为五矿旗下为数不多的有色企业，又是铅锌冶炼行业的龙头，不可否认是铅锌资源良好的整合实体。五矿集团收购的 OZ minerals 公司拥有 1820 万吨的锌储量和 340 万吨铅储量。如果五矿集团将株冶作为整合铅锌资源的平台，公司的价值将得到跨越式提升。

另外，集团入主后目前可预见的收益来自于原料供应和销售渠道优势。目前 OZ minerals 的矿产品销售主要以长单方式锁定，剩余部分对公司供应，使公司部分规避原材料波动的风险。同时，五矿集团的渠道将为公司销售产品提供便利。

## 6. 盈利预测与估值

盈利预测：四季度铅锌价格继续上扬，公司低成本的库存将使得公司四季度经营业绩优于三季度。假设公司 2010 年常压富氧 10 万吨直接浸出生产线达产，低成本存货逐步使用，铅锌价格 2010 年维持高位震荡。单纯考虑冶炼业务，预计公司 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.19、0.35 元。

估值与投资建议：参照 A 股市场铅锌类上市公司 2010 年 45 倍的平均估值水平，考虑到冶炼公司相对资源类公司的折价，给予冶炼业务 35 倍 PE，则公司冶炼业务价值中枢为 12.25 元。1 月 25 日公司收盘价为 14.93 元，给予公司“中性”的投资评级。结合实际控制人对公司的整合预期，若公司股价随市场系统性风险回落至 12 元以下即进入价值投资区域，届时可适当配置。

## 7. 三大财务报表及主要财务指标

表 1：财务报表预测与估值指标

| 资产负债表   |         |         | 单位：百万元  | 利润表     |         |         | 单位：百万元   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 会计年度    | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 会计年度    | 2008A   | 2009E   | 2010E    |
| 货币资金    | 695.38  | 90.46   | 119.41  | 营业收入    | 8376.30 | 9046.41 | 11941.26 |
| 应收和预付款项 | 271.38  | 451.46  | 498.21  | 营业成本    | 7833.82 | 8232.23 | 10687.42 |
| 存货      | 1125.12 | 1765.37 | 1987.18 | 营业税金及附加 | 56.82   | 61.36   | 81.00    |
| 其他流动资产  | 21.88   | 21.88   | 21.88   | 营业费用    | 107.49  | 116.09  | 153.24   |
| 长期股权投资  | 0.50    | 0.50    | 0.50    | 管理费用    | 338.25  | 352.81  | 597.06   |
| 投资性房地产  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 财务费用    | 94.35   | 134.92  | 153.92   |

|                  |                |                |                |                   |              |               |               |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|
| 固定资产和在建工程        | 2403.77        | 2518.68        | 2510.59        | 资产减值损失            | 53.02        | 33.00         | 56.00         |
| 无形资产和开发支出        | 318.96         | 282.82         | 246.69         | 投资收益              | 110.05       | 0.00          | 0.00          |
| 其他非流动资产          | 106.93         | 106.93         | 106.93         | 公允价值变动损益          | 21.88        | 0.00          | 0.00          |
| <b>资产总计</b>      | <b>4943.91</b> | <b>5238.11</b> | <b>5491.39</b> | 其他经营损益            | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 短期借款             | 1275.44        | 1504.59        | 1746.92        | <b>营业利润</b>       | <b>24.49</b> | <b>116.00</b> | <b>212.62</b> |
| 应付和预收款项          | 359.97         | 475.92         | 580.18         | 其他非经营损益           | 45.23        | 0.00          | 0.00          |
| 长期借款             | 1214.39        | 1214.39        | 1214.39        | <b>利润总额</b>       | <b>69.72</b> | <b>116.00</b> | <b>212.62</b> |
| 其他负债             | 123.67         | 123.67         | 123.67         | 所得税               | 51.84        | 17.40         | 31.89         |
| 负债合计             | 2973.47        | 3318.57        | 3665.16        | <b>净利润</b>        | <b>17.87</b> | <b>98.60</b>  | <b>180.73</b> |
| 股本               | 527.46         | 527.46         | 527.46         | 少数股东损益            | -1.36        | -2.01         | -3.68         |
| 资本公积             | 955.03         | 955.03         | 955.03         | <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>19.23</b> | <b>100.61</b> | <b>184.41</b> |
| 留存收益             | 485.37         | 436.48         | 346.85         |                   |              |               |               |
| 归属母公司股东权益        | 1967.86        | 1918.97        | 1829.34        | 财务和估值数据           |              |               |               |
| 少数股东权益           | 2.58           | 0.57           | -3.11          | 单位 : 百万元          |              |               |               |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1970.44</b> | <b>1919.54</b> | <b>1826.23</b> | 会计年度              | 2008A        | 2009E         | 2010E         |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4943.91</b> | <b>5238.11</b> | <b>5491.39</b> | 营业收入              | 8376.30      | 9046.41       | 11941.26      |
|                  |                |                |                | 增长率(%)            | -39.06%      | 8.00%         | 32.00%        |
|                  |                |                |                | 归属母公司股东净利润        | 19.23        | 100.61        | 184.41        |
|                  |                |                |                | 增长率(%)            | -75.80%      | 423.11%       | 83.30%        |
| 现金流量表            |                |                |                | 摊薄每股收益            | 0.04         | 0.19          | 0.35          |
| 单位 : 百万元         |                |                |                | 销售毛利率             | 6.48%        | 9.00%         | 10.50%        |
| 会计年度             | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 净资产收益率            | 0.98%        | 5.24%         | 10.08%        |
| 经营性现金净流量         | 925.58         | -49.65         | 714.56         | 市盈率               | 409.46       | 78.28         | 42.70         |
| 投资性现金净流量         | -371.88        | -500.00        | -500.00        | 市净率               | 4.00         | 4.10          | 4.30          |
| 筹资性现金净流量         | -138.24        | -55.26         | -185.61        |                   |              |               |               |
| 现金流量净额           | 414.98         | -604.92        | 28.95          |                   |              |               |               |

资料来源：东吴证券研究所

### 免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>