

## 方正证券研究所

有色金属行业分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220210100005

TEL: 010-68584850

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

助理研究员：王朗其

TEL: 010-68584837

E-mail: wanglangqi@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832249

E-mail: yangbin0@foundersc.com

## 历史表现



## 市场数据

|                | 本月   | 近三月   | 近六月   |
|----------------|------|-------|-------|
| 涨跌幅(%)         | 5.91 | 67.12 | 59.65 |
| 相对大盘<br>涨跌幅(%) | 2.84 | 49.19 | 43.04 |

日期：2010年11月9日

## 股票数据

|         |              |
|---------|--------------|
| 总股本(万股) | 52745.79     |
| 流通股(万股) | 52745.79     |
| 第一大股东   | 株冶冶炼集团有限责任公司 |

请务必阅读最后特别声明与免责条款

## 株冶集团(600961)

公司深度调研报告

2010.11.10

增持

## 投资要点

### ※五矿集团有意打造铅锌产业集群

五矿集团有意充分整合其有色铅锌资源，贯通产业链的上下游，发挥协同效应，巩固行业地位，实现可持续发展。株冶集团作为国内铅锌冶炼行业龙头，将在五矿打造产业集群过程中，发挥支点作用。

### ※年底业绩有望明显改善

随着锌价格从6月底的1750美元/吨升至10月的2400美元/吨，公司的存货跌价准备及公允价值变动将会有很大的回冲，将使得公司业绩明显改善。

### ※循环经济直接浸出项目引领未来锌冶炼发展方向

富氧常压直接浸出是目前世界上锌冶炼新工艺、新技术。公司循环经济直接浸出炼锌项目的实施将解决公司当前迫切需要处理的废渣问题，合理有效的利用现有资源，提高综合回收能力，加强对环境的保护。项目达产达标后将新增电锌产量10万吨/年。

### ※盈利预测与评级

基于以上调研分析，在未考虑五矿集团MMG稳定供给公司锌精矿及水口山集团资产注入的情况下，我们预测公司2010-12年每股收益(摊薄)分别为0.18、0.47、0.59元，经我们测算铅锌价格每上涨100元/吨，将给公司带来约0.08元EPS增量，维持公司“增持”评级。

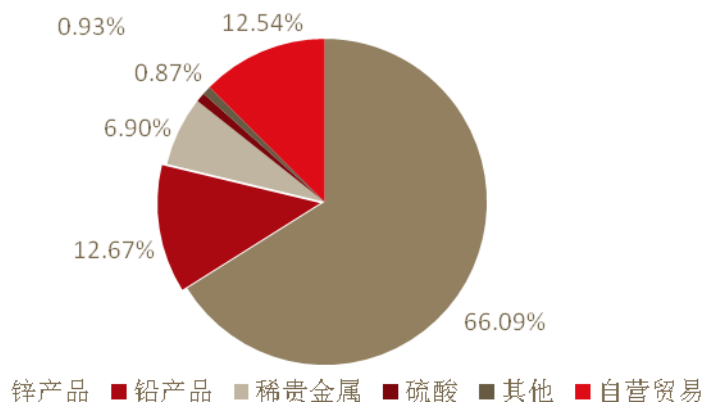
| 重要财务指标    |          | 单位:百万元   |          |          |  |
|-----------|----------|----------|----------|----------|--|
| 主要财务指标    | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |  |
| 营业收入      | 11809.00 | 15342.00 | 19698.10 | 21273.56 |  |
| 同比(%)     | 40.98%   | 29.92%   | 28.39%   | 8.00%    |  |
| 归属母公司净利润  | 70.08    | 96.53    | 246.33   | 309.56   |  |
| 同比(%)     | 264.37%  | 37.75%   | 155.18%  | 25.67%   |  |
| ROE(%)    | 3.24%    | 4.34%    | 10.11%   | 12.05%   |  |
| 每股收益(元)   | 0.13     | 0.18     | 0.47     | 0.59     |  |
| P/E       | 108.99   | 94.97    | 37.22    | 29.61    |  |
| P/B       | 3.54     | 4.21     | 3.87     | 3.62     |  |
| EV/EBITDA | 26.54    | 21.63    | 14.83    | 12.55    |  |

## 一、五矿将为公司插上飞翔翅膀

有色产业振兴规划鼓励大型企业重组，意在提高行业集中度。鼓励有实力的大型企业以多种方式重组，力争形成3至5个具有实

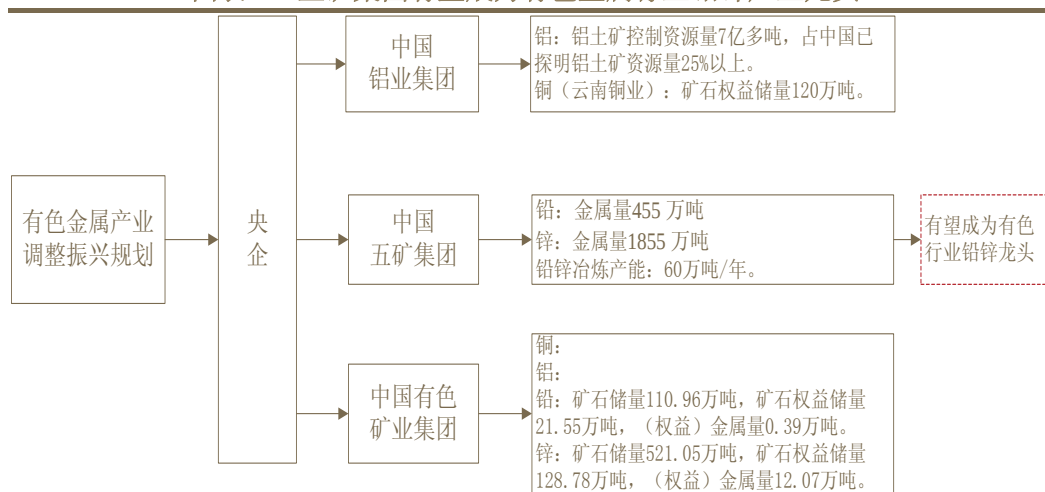
力的综合性有色金属企业集团，使铅、锌骨干企业的产量占全国的比重由目前的 40% 提高到 2011 年的 60%。这为公司的做大做强提供了契机。

图表 1：2010 年中报公司收入分产品构成



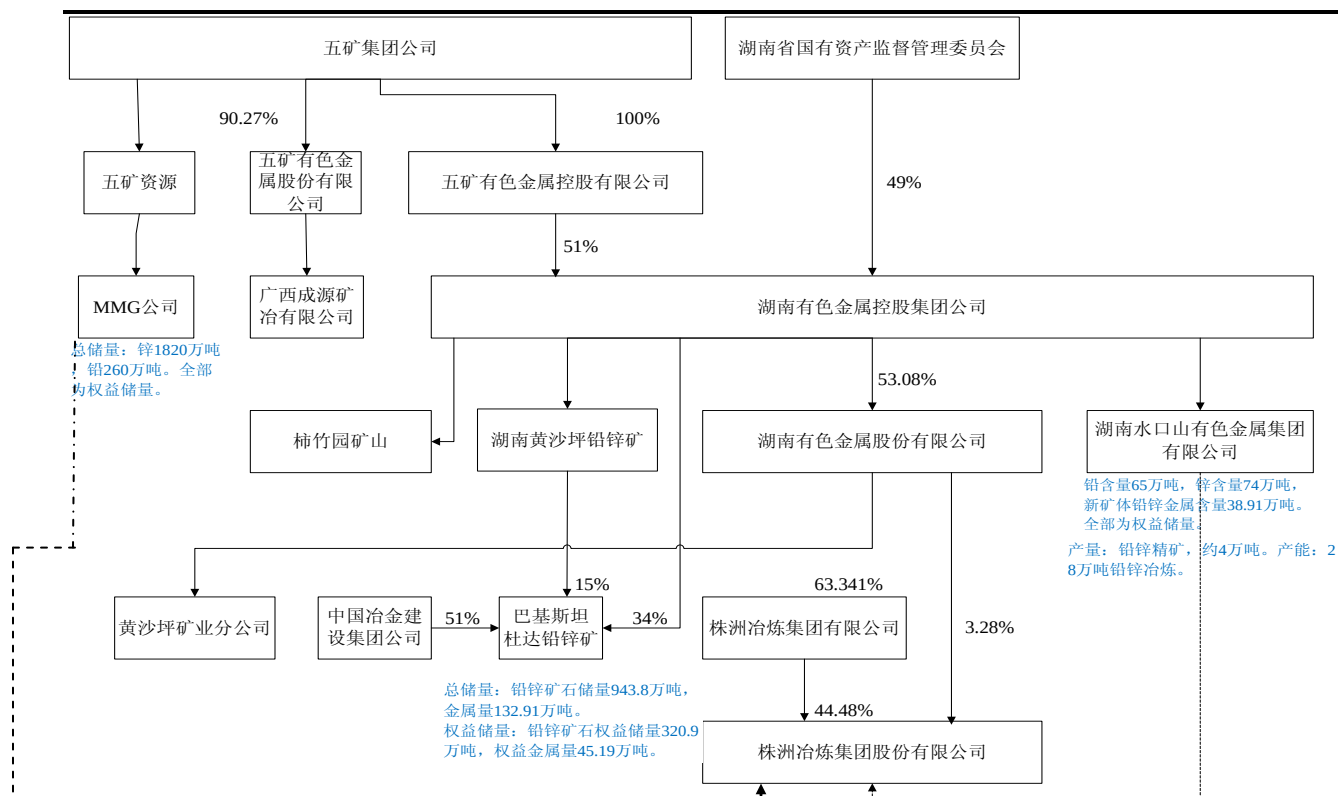
数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2：五矿集团有望成为有色金属行业铅锌产业龙头



数据来源：公司资料 方正证券研究所

图表 3：五矿集团铅锌股权关系图



数据来源：公司资料 方正证券研究所

为了促进中国有色金属产业振兴，提升全球竞争地位，加快湖南省地方经济发展，湖南省人民政府与五矿集团加强战略合作，由五矿集团对湖南有色集团实施战略重组。五矿集团将充分整合有色金属资源，贯通产业链的上下游，发挥协同效应，巩固行业地位，实现可持续发展，五矿集团将藉此打造铅锌产业链联盟。

收购完成后，五矿有色控股持有湖南有色集团 51% 股权，从而拥有占株冶集团全部已发行股份的 47.76%，五矿集团成为株冶集团的实际控制人。

2009 年 12 月 28 日，五矿集团、五矿有色控股向株冶集团出具了《避免同业竞争承诺函》，并作出以下承诺：在作为株冶集团实际控制人期间，不再新设立从事与株冶集团有相同或相似业务的子公司；如因将来的重组或并购导致其直接或间接控制子公司从事与株冶集团有相同或相似业务，则对该等子公司的经营活动进行协调，以尽量减少和避免可能出现的同业竞争；承诺根据市场情况及所属各子公司具体经营状况确定经营原则，在作为株冶集团实际控制人期间，如果出现直接或间接控制子公司从事业务与株冶集团产生同业竞争情况，保证株冶集团较本公司直接或间接控制的其他子公司在同等条件下享有优先权。同时，株冶集团作为国内铅锌冶炼龙头，因此，我们认为株冶集团将会成为五矿集团打造铅锌产业链的重要环节。

我们最为关注的是公司未来的重组事宜，从目前来看，由于水口山集团回归到湖南有色金属控股集团有限公司旗下，已经与株冶集团形成了同业竞争关系，所以内部重组有望成为公司未来发展战略的第一步。我们认为，株冶集团在湖南有色控股集团中处于重要地位，也是未来湖南省有色金属行业重组的重中之重，战略地位比较显著。以这种思路进行推测，我们认为，未来湖南省有色金属行业的重组有望分成两个方面：一是以株冶集团为核心的冶炼产能的重组，组成湖南乃至全国最大的有色金属冶炼企业集团；二是以中钨高新为核心的有色金属新材料产业，成为具有较强竞争力的金属下游产业集团。

综合上述因素考虑，我们预期株冶集团与五矿集团之间的发展融合会经历以下二个阶段：首先会解决株冶集团一直以来的短板问题——铅锌精矿供应，五矿 MMG 协议供给株冶集团精矿；水口山集团作为同业竞争问题，在实际控制人五矿集团的推动下，有望将水口山注入到株冶集团。

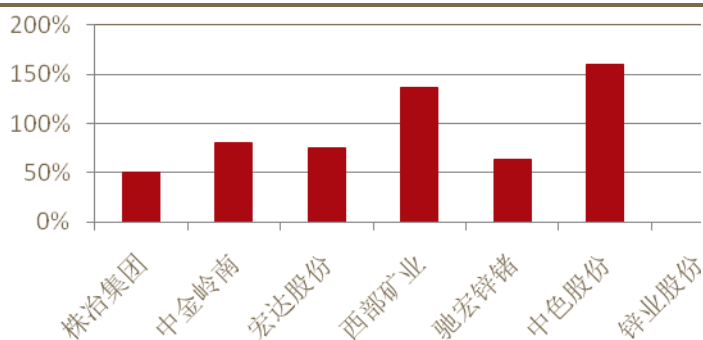
#### 第一阶段：五矿 MMG 协议供给株冶集团投资机会

图表 4：MMG 公司管理的主要铅锌矿山（2010 年 4 月）

| 国别   | 矿山              | 股权（%） | 备注                        |
|------|-----------------|-------|---------------------------|
| 澳大利亚 | Century 锌铅矿     | 100   | 世界第二大露天锌矿，年产锌精矿大约为 50 万吨。 |
|      | GoldenGrove 铜锌矿 | 100   | 生产锌精矿、铜精矿。                |
|      | Rosebery 锌铅矿    | 100   | 多金属地下矿，矿山寿命超过 2030 年。     |
|      | DugaldRiver 锌铅矿 | 100   | 开发阶段                      |
| 加拿大  | IzokLake 锌铜矿    | 100   | 勘探阶段                      |
|      | HighLake 锌铜矿    | 100   | 勘探阶段                      |

数据来源：《金属矿业集团（MMG）》 方正证券研究所

图表 5：株冶集团锌精矿稳定供应有望大幅提高



数据来源：公司资料 方正证券研究所

国内目前锌精矿的定价模式主要有：公式定价模式与随行就市模式。

#### 公式定价

尽管国际市场锌精矿价格形成机制十分复杂，但也有较为固定的模式。简单地说，国际贸易中的锌精矿价格计算方法是：每干吨

精矿价格=LME 锌金属月平均价×锌精矿品位×回收率（85%）—加工费（TC）。由于 LME 的价格是由市场确定的，而品位和回收率较为固定，这样加工费（TC）就成了精矿价格变化的主因。

加工费由一个锌金属基价固定值和一个随金属价格波动而上下浮动的滑动值组成。如：以 LME 现货锌价 1000 美元/吨为基价，加工费为 189 美元/吨；上浮值为 17 美分/吨，下滑值为 9 美分/吨，即是指锌锭价格每上升 1 美元，加工费就上涨 17 美分，反之，就下降 9 美分。用滑动值来调整 TC 是为了体现矿山和冶炼厂共同参与市场价格分享。加工费与精矿供求乃至锌锭市场状况密切相关，当精矿供应过剩的时候，加工费高，对冶炼有利，反之，对矿山有利，但最终使矿冶双赢的只能是有有一个良好的锌价。

### 随行就市

（1）铅精矿含 Pb 品位=50%，每金属吨单价=基准价-2800 元。基准价为交货月上海有色网公布 1#铅锭月平均价。

（2）锌精矿含 Zn 品位=50%，每金属吨单价=基准价-扣减价；基准价为交货月上海有色金属网公布的 1#锌锭月平均价；

基准价=14000 元/吨时，扣减价=5500 元；

基准价大于或小于 14000 元/吨时，扣减价=5500+（基准价-14000）×20%元；基准价大于 18000 元/吨或小于 12000 元/吨时，扣减价双方另行协商书面确认。

作为锌冶炼企业，公司的盈利水平同样直接受到锌精矿加工费的影响。虽然公司锌精矿主要购自国内，应当使用国内锌精矿加工费涨幅进行分析，但国内国际加工费具有较强的相关性，因此我们在此使用国际锌精矿实际加工费进行分析。

株冶集团缺乏稳定铅锌供应一直是公司发展的短板，如果说五矿 MMG 丰富的铅锌资源，能够稳定供给株冶集团，将有利于缓解公司采购铅、锌原料的困难，有利于公司生产经营的持续稳健开展，减少资金风险。

图表 6：协议供给株冶集团铅锌精矿对公司 EPS 增量的敏感性分析

| 精矿量\协议优惠率 | 0.1% | 0.5% | 1%   | 1.5% | 2%   |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 50 万吨     | 0.01 | 0.03 | 0.05 | 0.08 | 0.1  |
| 75 万吨     | 0.01 | 0.04 | 0.08 | 0.12 | 0.15 |
| 100 万吨    | 0.01 | 0.05 | 0.1  | 0.15 | 0.21 |
| 125 万吨    | 0.01 | 0.06 | 0.13 | 0.19 | 0.26 |
| 150 万吨    | 0.02 | 0.08 | 0.15 | 0.23 | 0.31 |

数据来源：公司资料 方正证券研究所

### 第二阶段：湖南水口山集团整合进入株冶集团投资机会

我们认为，株冶集团在湖南有色控股集团中处于重要地位，也是未来湖南省有色金属行业重组的重中之重，战略地位比较显著。公司为湖南有色控股集团下属的公司，作为集团下属最大的铅锌冶

炼企业，未来湖南有色集团在冶炼产能整合方面将有可能以株冶集团为核心以这种思路进行推测。因此，未来五矿集团重组有望以株冶集团为核心的湖南有色内部冶炼产能的重组，组成湖南乃至全国最大的有色金属铅锌冶炼企业集团。

当前在湖南有色控股集团内，与株冶集团公司构成同业竞争的主要对象有水口山集团。水口山集团系湖南有色金属控股集团有限责任公司的控股子公司，拥有铜铅锌矿山三座，铜、铅、锌、氧化锌、稀有稀贵金属和无汞锌粉冶炼厂各一座。其中，康家湾矿为湖南省最大的铅锌金矿山，柏坊铜矿为湖南省唯一的采、选、冶工艺完整的铜企业。主要经营铜、铅、锌和稀贵稀散金属等品种。目前拥有铅含量 65 万吨，锌含量 74 万吨，及新增矿体铅锌金属含量 38.91 万吨。冶炼铅锌 26 万吨，生产黄金 1000 公斤和白银 260 吨，铍铜年生产能力达 1200 吨，氧化铍年生产能力 1200 吨，锌基合金年生产能力达 1.5 万吨。

在实际控制人解决了株冶集团稳定铅锌精矿供应问题后，我们最为关注的是公司未来的重组事宜，基于公司目前没有矿产资源以及实际控制人旗下仍有包括水口山集团等存在同业竞争关系的子公司，所以内部重组有望成为公司未来发展战略的第二步。五矿集团成为湖南有色与株冶集团的实际控制人后，五矿集团将充分利用其央企背景、资源优势、渠道优势，我们认为公司未来有望依靠实际控制人进行进一步重组整合，打造铅锌冶炼的航空母舰。

## 二、存货跌价准备与计提影响公司 2010 年中报业绩

株冶集团（600961）公司作为国内最大的铅、锌生产企业，2009 年生产电锌 43.84 万吨，电铅 10.46 万吨，稳居国内铅锌冶炼第一位。公司利润来源主要来自铅、锌冶炼。

公司 2010 年中期报告中，显示公司资产减值损失 8859.09 万元，同比增加 6026.11 万元。其中：坏账损失减少 692.71 万元，存货跌价损失增加 6718.82 万元。主要是由于锌价由年初的每吨 2600 美元左右跌至 6 月末的 1750 美元左右所致。公允价值变动收益 -5174.84 万元，同比减少 4261 万元。主要是公司套期保值产品的浮动亏损。

图表 7：公允价值变动情况

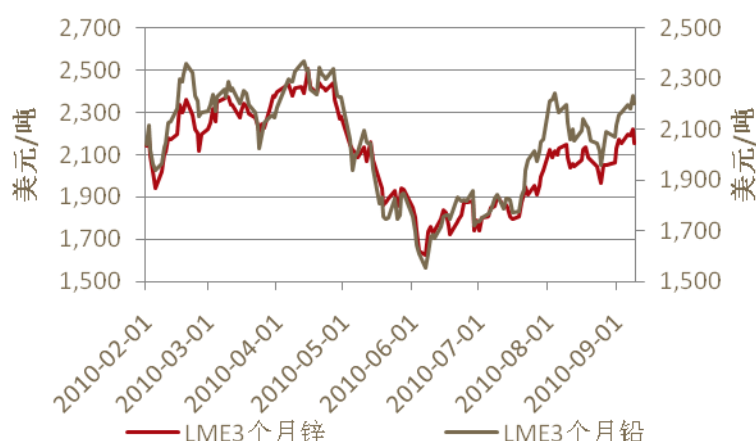
| 公司总股本（亿股） | 资产减值损失（亿元） | 存货跌价损失（亿元） | 公允价值变动收益（亿元） |
|-----------|------------|------------|--------------|
| 5.27      | 0.89       | 0.67       | -0.52        |

数据来源：公司公告 方正证券研究所

我们认为随着锌价格从 6 月底的 1750 美元/吨升至 10 月的 2400 美元/吨，公司的存货跌价准备及公允价值变动将会有很大的回冲，及年内公司将出售钢锭，将使得公司业绩出现超预期。



图表 8：铅锌价格逐步回升



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

### 三、非募集资金项目引领未来铅锌冶炼发展方向

#### 1 非募集资金项目兼顾环保与成本

公司在“十一五”循环经济建设规划中提出通过铅锌工艺升级，实现铅锌联合冶炼的循环经济产业模式，形成真正意义的铅锌冶炼“绿色工厂”的战略，并提出了“循环经济建设方案报告”，根据“株冶集团循环经济建设方案”，公司计划于 2009 年 2 月~2011 年 12 月新建十二万吨 Kivcet 直接炼铅系统。

采用的硫化锌精矿富氧常压直接浸出是目前世界上锌冶炼新工艺、新技术。完成后将新增电锌产量 10 万吨/年，另外搭配处理锌浸出渣 16 万吨/年（渣中含锌约 3 万吨/年），实际产电锌 13 万吨/年。经测算本项目财务内部收益率为 17.36%，投资利润总额 33614.9 万元/年，投资回收期为 7.37 年。直浸系统的投产标志着公司的产能跨上了新的台阶。

图表 9：非募集资金项目情况

| 项目名称               | 项目金额   | 项目进度 | 项目收益情况                    |
|--------------------|--------|------|---------------------------|
| 循环经济直接浸出炼锌项目       | 0.66亿元 | 99%  | 在建,项目绝大部分已于2009年底预列至固定资产。 |
| 搭配锌浸出渣KIVCET直接炼铅项目 | 1.85亿元 | 15%  | 在建                        |
| 合计                 | 2.50亿元 | /    | /                         |

数据来源：公司公告 方正证券研究所

直浸系统项目设计生产能力为 12 万吨/年粗铅、13.6 万吨/年硫酸、1.9 万吨/年次氧化锌，总建筑面积 29251m<sup>2</sup>。搭配处理锌直接浸出尾矿渣 9.6 万吨/年、硫化物热滤渣 2 万吨/年。计划 2010 年 12 月投产。项目达产后，年平均销售收入为 310278.7 万元，利润总额为 24351.79 万元。总投资收益率为 26.89%，投资回收期为 6.4 年（含基建期 2 年）。铅直收率 95%，硫回收率 95%，金、银入粗铅率分别为 98.06%和 99%。本工程实施后，将淘汰锌 I 系统的现

有浸出渣 1#~3#挥发窑，削减的  $\text{SO}_2$  排放量为 2826.47 吨/年，大大减少了  $\text{SO}_2$  污染物对环境的影响；每吨粗铅的综合能耗为 0.263 吨标煤；基夫赛特炉高温烟气经余热锅炉冷却，每年可回收余热蒸汽 4.1 万吨，烟化炉余热锅炉产蒸汽 23.8 万吨，折合标煤 3.6 万吨。

项目的实施将解决公司当前迫切需要处理的废渣问题，合理有效的利用现有资源，提高综合回收能力，加强对环境的保护。不但可以取得较好的经济效益，而且能获得良好的社会效益。

## 2 公司综合回收利用水平世界领先

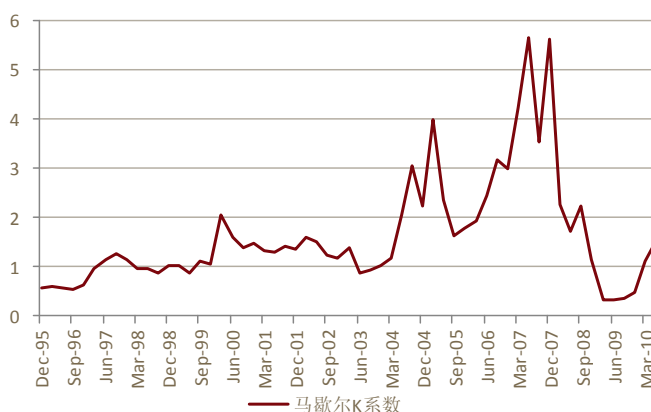
公司稀贵金属综合回收率在 80% 以上，这在世界范围内也处于领先水平。回收金属包括铅、铟、银、镉、铜、钴等，高的综合回收率一方面使锌冶炼不受杂质干扰而获得了高质量的规模经济效益，另一方面，使公司获得了原料成本较少或几乎原料成本为零的综合回收效益。这些重金属的回收更是减轻了公司对环境保护的压力。

## 四、铅锌有望维持高位震荡

### 1 下半年欧美流动性将逐步回归

我们用转换成美元为计价单位的欧美日的综合马歇尔 K 系数 ( $\text{M2}/\text{GDP}$ ) 来衡量全球流动性，根据我们对下半年 M2 和 GDP 的判断，宽松的货币供应量 (M2 增加)、经济复苏步伐缓慢 (GDP 增速降低) 以及美元指数汇率回落都将使得马歇尔 K 系数上升，这预示全球流动性将回归，而流动性的增加将对包括有色金属在内的商品价格形成支撑。

图表 10 马歇尔 K 系数



数据来源: Bloomberg 方正证券研究所

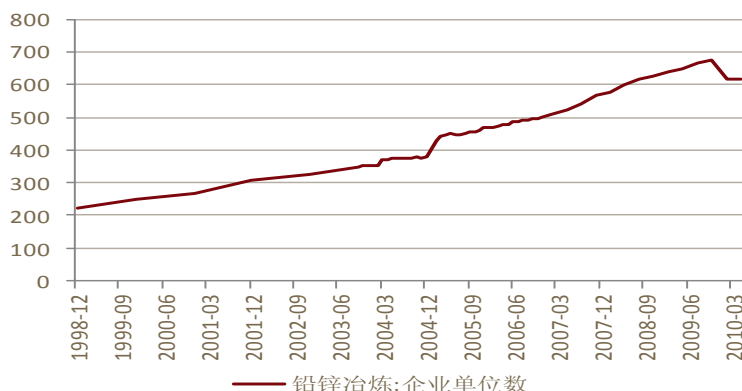
### 2 下游需求拉动锌冶炼成长空间

进入 2010 年后，铅锌自高位下跌了超过 40%，是所有有色金属里面跌幅最大，铅锌价格的大幅下跌已经逼近了部分国内冶炼厂的生产成本，进入 5 月份后国内冶炼厂减产消息不断传出，这铅锌价格的支撑是正面的。而实际上，我们认为市场对铅锌市场的忧虑是反应过度，对比铅锌供应量的同比增速和铅锌蓄电池（占铅消费



80%)和镀锌钢板(占总消费 50%)发现,铅锌供应量的增速要低于主要下游主要消费领域的增速。

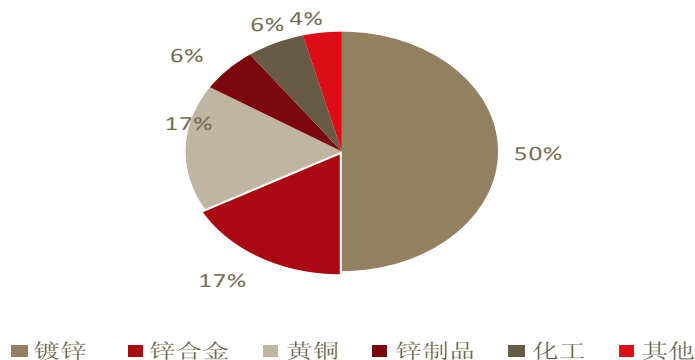
图表 11 中国铅锌冶炼企业数量逐年攀升



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

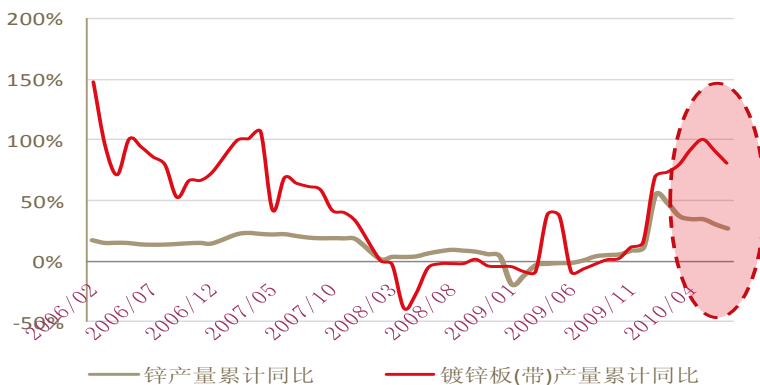
国内铅锌冶炼业经过长期的发展,数量一直处于逐年攀升的态势,却在 2009 年发生了调整的局面,企业数量有所下滑,最终达到了一个稳定的状态。这种走势反映了国内淘汰落后产能、整合与兼并的决心与魄力,铅锌行业将走在这场整合政策局势的前列。

图表 12 中国锌消费结构



数据来源: 安泰科 方正证券研究所

图表 13 国内锌供应量增长落后镀锌板需求增长



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

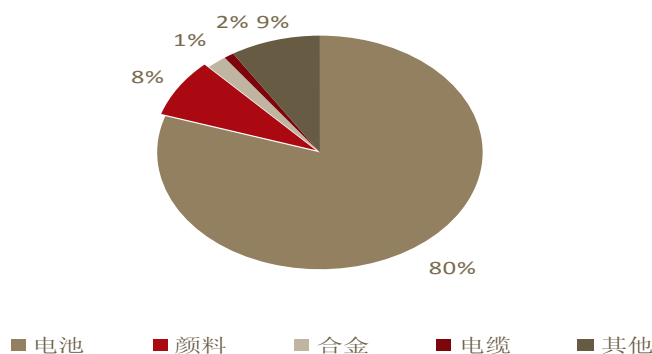
电镀是消耗锌金属最主要的下游应用，其中以镀锌钢板为最大板块，其次是黄铜等合金。镀锌板应用于汽车、建筑、家电、电力传输等。黄铜等合金则主要应用于建筑和电力产业。建筑和固定资产投资占到锌下游需求的比例超过 60%，从国内新屋开工面积来看，增速已经大幅回升，这也预示着国内锌需求量将继续走高，并成为全球锌需求增长的中坚力量。

图表 14 国内新屋开工面积累计同比增速



数据来源：CEIC 方正证券研究所

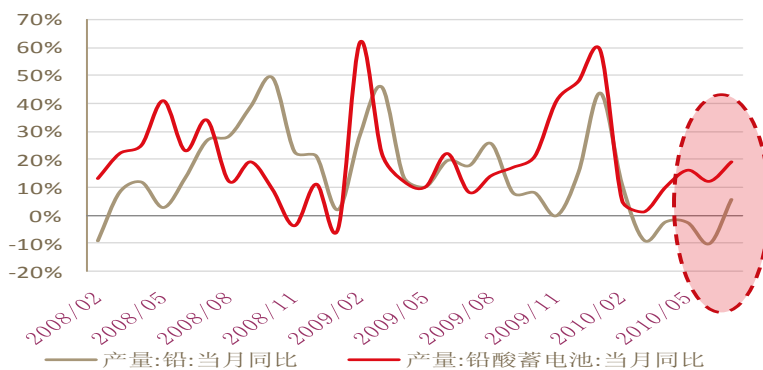
图表 15 中国铅消费结构



数据来源：安泰科 方正证券研究所

电池是消耗铅金属最主要的下游应用，比例达到了 80%，国内铅产量落后于铅酸蓄电池的需求量，推动铅需求的上漲。

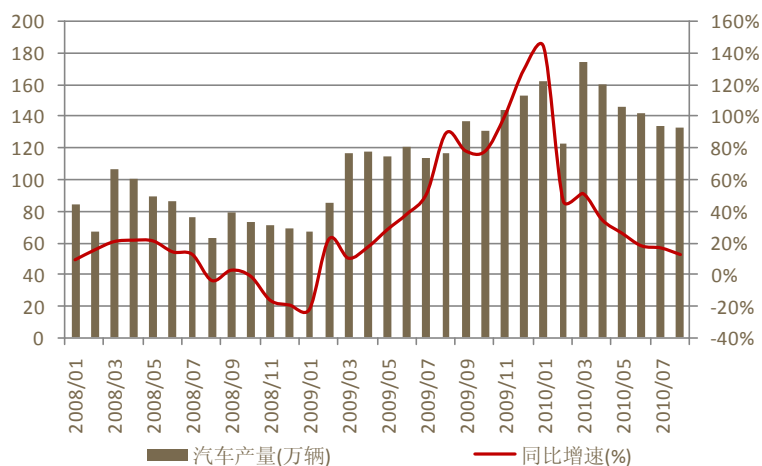
图表 16 国内铅供应量增长落后电池需求增长



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

铅的需求分布中，汽车用电池是占比最大的行业，占比超过了70%，从数据上来看，虽然说汽车产量同比增速有减缓的趋势但是当月产量一直都维持在一定高位，随着下半年接近年尾的消费需求提升，汽车产量有望在四季度有所反弹，将迎来铅需求的近一步提升。

图表 17 国内汽车产量和同比增速



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

图表 18 电解锌市场均衡价格预测表

|         |           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 消费:     |           |       |       |       |       |       |
| OECD 国家 | ('000t)   | 4177  | 4350  | 4488  | 4537  | 4564  |
| 中国      | ('000t)   | 4069  | 4354  | 4615  | 4892  | 5185  |
| 其他新兴市场  | ('000t)   | 2201  | 2247  | 2297  | 2364  | 2448  |
| 全球      | ('000t)   | 10447 | 10951 | 11400 | 11792 | 12197 |
| 增速      |           | -6.8  | 4.8   | 4.1   | 3.4   | 3.4   |
| 供应      |           |       |       |       |       |       |
| 全球      | ('000t)   | 10950 | 11200 | 11400 | 11700 | 12100 |
| 增速      |           | -6.1  | 2.3   | 1.8   | 2.6   | 3.4   |
| 过剩/(缺口) | ('000t)   | 503   | 249   | 0     | -92   | -97   |
| 存货消费比   | (days)    | 54.8  | 60.6  | 58.2  | 53.4  | 48.7  |
| 年均价     | (US\$/lb) | 74    | 84    | 88    | 90    | 95    |

数据来源：CRU International; GSJBW Research estimates 方正证券研究所

图表 19 电解铅市场均衡价格预测表

|         |         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|---------|------|-------|-------|-------|-------|
| 消费:     |         |      |       |       |       |       |
| OECD 国家 | ('000t) | 3670 | 3662  | 3692  | 3720  | 3752  |
| 中国      | ('000t) | 3217 | 3491  | 3788  | 4110  | 4438  |
| 其他新兴市场  | ('000t) | 1325 | 1381  | 1425  | 1468  | 1508  |
| 全球      | ('000t) | 8212 | 8533  | 8905  | 9297  | 9699  |

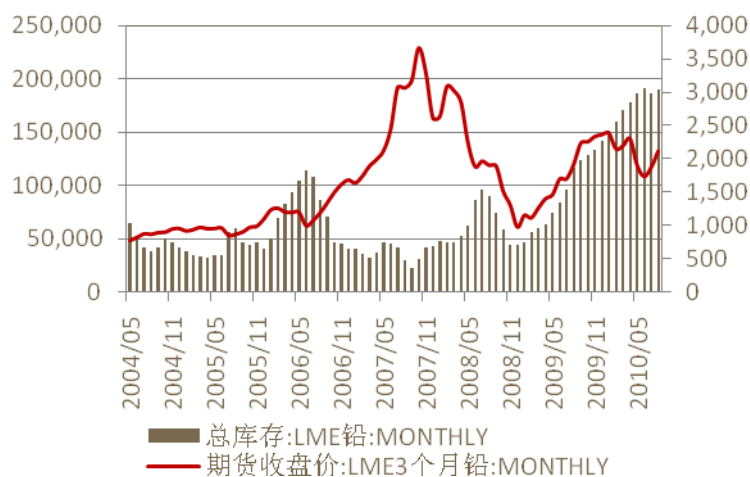
|         |           |      |      |      |      |      |
|---------|-----------|------|------|------|------|------|
| 增速      |           | -2.8 | 3.9  | 4.3  | 4.4  | 4.3  |
| 供应      |           |      |      |      |      |      |
| 全球      | ('000t)   | 8254 | 8644 | 8866 | 9286 | 9694 |
| 增速      |           | -1.3 | 4.7  | 2.6  | 4.7  | 4.4  |
| 过剩/(缺口) | ('000t)   | 42   | 111  | -38  | -11  | -5   |
| 存货消费比   | (days)    | 15.5 | 19.6 | 17.2 | 16.1 | 15.2 |
| 年均价     | (US\$/lb) | 77   | 81   | 70   | 80   | 85   |

数据来源: CRU International; GSJBW Research estimates 方正证券研究所

### 3 铅锌价格下半年回升, 将给公司带来业绩增长

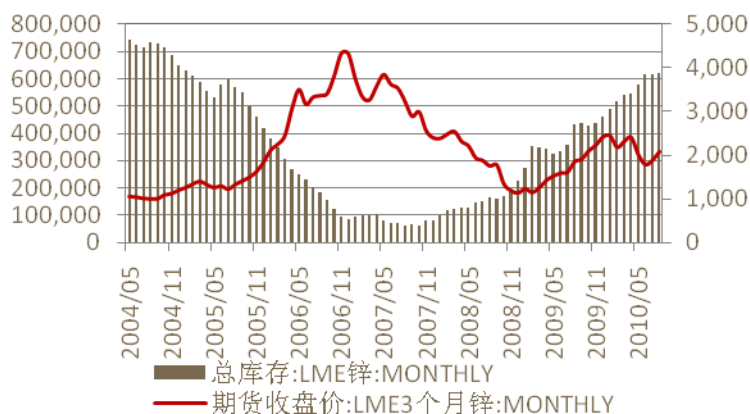
铅锌业务作为公司主营业务, 铅锌价格回升, 必将给公司带来业绩增长。

图表 20 LME 铅价及库存走势



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

图表 21 LME 锌价及库存走势

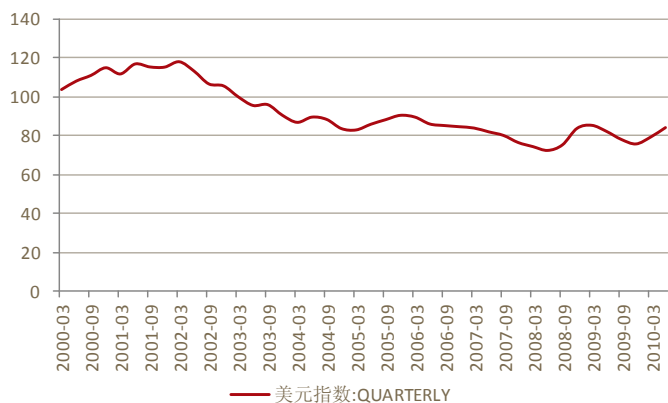


数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

铅锌价格与美元指数一直是强势负相关的, 对铅锌价格的一大支撑就是疲软的美元, 进入量化宽松货币周期的美元加剧了世界货

币的流动性。大量的美元进入商品市场并推高商品价格，因此，疲软的美元会是铅锌价格一个有力的支撑。

图表 22 美元指数中长期走弱



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究所

## 五、盈利预测与评级

未来随着全球汽车业逐步进入平稳发展阶段以及相关行业随着经济的平稳运行回归到正常的发展轨道上来，铅锌的需求将保持稳定增长。同时，考虑到美国量化宽松货币政策，我们预期铅锌价格在未来基本处于平稳上升态势。

根据公司冶炼产能的建设进度以及市场需求情况，对公司未来各产品产销量作如下假设：

图表 23: 公司主要产品预测

| 项目        | 2H10     | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 电锌        |          |         |         |         |
| 平均售价（元/吨） | 17349.50 | 17500   | 18000   | 19084   |
| 销售数量（万吨）  | 7        | 15      | 16      | 17      |
| 销售收入（百万元） | 1214.47  | 2625.00 | 2880.00 | 3244.28 |
| 毛利率       | 2.00%    | 4.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 销售成本（百万元） | 1190.18  | 2520.00 | 2736.00 | 3082.07 |
| 锌合金       |          |         |         |         |
| 项目        | 2H10     | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
| 平均售价（元/吨） | 18304.94 | 18600   | 19000   | 20000   |
| 销售数量（万吨）  | 16       | 32      | 36      | 38      |
| 销售收入（百万元） | 2928.79  | 5952.00 | 6840.00 | 7600.00 |
| 毛利率       | 4.50%    | 7.00%   | 10.00%  | 12.00%  |
| 销售成本（百万元） | 2797.00  | 5535.36 | 6156.00 | 6688.00 |

| 项目        | 2H10     | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 铅产品       |          |         |         |         |
| 平均售价（元/吨） | 15486.67 | 16600   | 17000   | 18000   |
| 销售数量（万吨）  | 5        | 10      | 13      | 14      |
| 销售收入（百万元） | 774.33   | 1660.00 | 2210.00 | 2520.00 |
| 毛利率       | 2.44%    | 4.00%   | 7.00%   | 11.00%  |
| 销售成本（百万元） | 755.44   | 1593.60 | 2055.30 | 2242.80 |

| 项目        | 2H10    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 金属铟       |         |         |         |         |
| 平均售价（元/吨） | 3800000 | 3900000 | 4000000 | 4000000 |
| 销售数量（吨）   | 25      | 50      | 53      | 56      |
| 销售收入（百万元） | 95.00   | 195.00  | 212.00  | 224.00  |
| 毛利率       | 22.00%  | 22.00%  | 22.00%  | 22.00%  |
| 销售成本（百万元） | 74.10   | 152.10  | 165.36  | 174.72  |

| 项目        | 2H10      | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 黄金        |           |           |           |           |
| 平均售价（元/吨） | 255000000 | 260000000 | 266000000 | 270000000 |
| 销售数量（吨）   | 0.5       | 1         | 1.05      | 1.1       |
| 销售收入（百万元） | 127.50    | 260.00    | 279.30    | 297.00    |
| 毛利率       | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%    |
| 销售成本（百万元） | 89.25     | 182.00    | 195.51    | 207.90    |

| 项目        | 2H10    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 白银        |         |         |         |         |
| 平均售价（元/吨） | 4200000 | 5000000 | 5000000 | 5000000 |
| 销售数量（吨）   | 175     | 350     | 368     | 386     |
| 销售收入（百万元） | 735.00  | 1750.00 | 1840.00 | 1930.00 |
| 毛利率       | 20.00%  | 20.00%  | 20.00%  | 20.00%  |
| 销售成本（百万元） | 588.00  | 1400.00 | 1472.00 | 1544.00 |

| 项目        | 2H10        | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|-------------|--------|--------|--------|
| 粗铜        |             |        |        |        |
| 平均售价（元/吨） | 57345.60345 | 65000  | 68000  | 68000  |
| 销售数量（吨）   | 2000        | 4000   | 4200   | 4410   |
| 销售收入（百万元） | 114.69      | 260.00 | 285.60 | 299.88 |
| 毛利率       | 18.00%      | 18.00% | 18.00% | 18.00% |
| 销售成本（百万元） | 94.05       | 213.20 | 234.19 | 245.90 |

| 项目 | 2H10 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----|------|-------|-------|-------|
|----|------|-------|-------|-------|



|            |         |          |          |          |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 硫酸         |         |          |          |          |
| 平均售价（元/吨）  | 358.87  | 350      | 360      | 360      |
| 销售数量（万吨）   | 20      | 40       | 42       | 44       |
| 销售收入（百万元）  | 71.77   | 140.00   | 151.20   | 158.40   |
| 毛利率        | 18.00%  | 18.00%   | 18.00%   | 18.00%   |
| 销售成本（百万元）  | 58.85   | 114.80   | 123.98   | 129.89   |
|            |         |          |          |          |
| 销售总收入（百万元） | 6061.55 | 12842.00 | 14698.10 | 16273.56 |
| 销售总成本（百万元） | 5646.86 | 11711.06 | 13138.35 | 14315.28 |
| 平均毛利率      | 6.84%   | 8.81%    | 10.61%   | 12.03%   |

数据来源：方正证券研究所

**维持“增持”评级。**基于以上分析，在未考虑五矿集团 MMG 稳定供给公司锌精矿及水口山集团资产注入的情况下，我们预测公司 2010-12 年每股收益（摊薄）分别为 0.18 元、0.47 元和 0.59 元。经我们测算，在目前铅锌价格基础上，铅锌价格每上涨 100 元/吨，预计将给公司带来约 0.08 元的 EPS 增量，维持公司“增持”评级。

图表 24 铅锌价格对 EPS 敏感性分析

| 产量\铅锌<br>价格上涨<br>比例 | 10%  | 15%  | 20%  | 30%  | 40%  |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| 54.3 万吨             | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 0.13 | 0.15 |
| 60 万吨               | 0.11 | 0.12 | 0.13 | 0.16 | 0.18 |
| 70 万吨               | 0.15 | 0.17 | 0.18 | 0.21 | 0.24 |
| 80 万吨               | 0.20 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.30 |
| 90 万吨               | 0.25 | 0.27 | 0.29 | 0.32 | 0.36 |
| 100 万吨              | 0.29 | 0.32 | 0.34 | 0.38 | 0.42 |

数据来源：方正证券研究所

图表 25 预期株冶集团未来发展阶段



数据来源：方正证券研究所

如果未来五矿集团公司稳定向株冶集团供给精矿的话，将有利于缓解公司采购铅、锌原料的困难，有利于公司生产经营的持续稳健开展，减少资金风险。并且水口山集团顺利注入到株冶集团，株冶集团公司的投资价值将得到较大的提升，我们认为，这种可能性较大。看好公司未来发展前景。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表           |             |              |              |              | 现金流量表          |             |              |              |              |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |                | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>     | 3269.02     | 3778.38      | 5785.78      | 4179.23      | <b>经营活动现金流</b> | -887.06     | 530.55       | -752.94      | 2019.89      |
| 现金              | 334.68      | 623.45       | 929.82       | 823.86       | 净利润            | 69.95       | 94.39        | 238.35       | 303.70       |
| 应收账款            | 51.46       | 167.40       | 94.41        | 154.79       | 折旧摊销           | 144.71      | 235.36       | 305.07       | 335.08       |
| 其它应收款           | 100.34      | 115.05       | 177.14       | 115.38       | 财务费用           | 133.30      | 158.92       | 201.67       | 218.13       |
| 预付账款            | 127.77      | 198.42       | 259.10       | 211.17       | 投资损失           | 28.96       | -51.93       | -44.34       | -22.44       |
| 存货              | 2376.94     | 2565.34      | 3899.30      | 2735.02      | 营运资金变动         | -1290.46    | 66.81        | -1410.24     | 1182.07      |
| 其他              | 277.84      | 108.73       | 426.00       | 139.01       | 其它             | 26.48       | 27.00        | -43.46       | 3.34         |
| <b>非流动资产</b>    | 3105.75     | 3923.71      | 4623.96      | 4736.54      | <b>投资活动现金流</b> | -417.46     | -980.33      | -962.77      | -414.42      |
| 长期投资            | 0.50        | 0.50         | 0.50         | 0.50         | 资本支出           | 80.80       | 593.06       | 908.90       | 48.45        |
| 固定资产            | 2363.18     | 2778.93      | 3372.52      | 3436.51      | 长期投资           | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 无形资产            | 311.75      | 406.09       | 529.72       | 561.71       | 其他             | -336.66     | -387.27      | -53.87       | -365.97      |
| 其他              | 430.31      | 738.19       | 721.21       | 737.82       | <b>筹资活动现金流</b> | 1031.37     | -241.50      | -370.71      | -736.88      |
| <b>资产总计</b>     | 6374.77     | 7702.10      | 10409.74     | 8915.78      | 短期借款           | 306.66      | -25.25       | -85.38       | 65.34        |
| <b>流动负债</b>     | 2301.93     | 3735.90      | 6406.25      | 5188.11      | 长期借款           | 544.37      | -156.88      | -106.11      | -450.95      |
| 短期借款            | 1582.09     | 2536.88      | 4844.29      | 3935.09      | 其他             | 180.35      | -59.37       | -179.21      | -351.27      |
| 应付账款            | 417.61      | 375.07       | 669.12       | 413.73       | <b>现金净增加额</b>  | -273.15     | -691.27      | -2086.42     | 868.58       |
| 其他              | 302.23      | 823.95       | 892.84       | 839.29       |                |             |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>    | 1911.18     | 1789.26      | 1645.88      | 1208.12      | <b>主要财务比率</b>  | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 长期借款            | 1758.76     | 1601.89      | 1495.78      | 1044.82      | <b>成长能力</b>    |             |              |              |              |
| 其他              | 152.42      | 187.38       | 150.10       | 163.30       | 营业收入           | 40.98%      | 29.92%       | 28.39%       | 8.00%        |
| <b>负债合计</b>     | 4213.11     | 5525.16      | 8052.13      | 6396.23      | 营业利润           | 195.32%     | 85.08%       | 205.23%      | 10.14%       |
| 少数股东权益          | 1.88        | -0.25        | -8.23        | -14.09       | 归属母公司净利润       | 264.37%     | 37.75%       | 155.18%      | 25.67%       |
| 归属母公司股东权益       | 2159.78     | 2177.19      | 2365.84      | 2533.63      | <b>获利能力</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>  | 6374.77     | 7702.10      | 10409.74     | 8915.78      | 毛利率            | 6.05%       | 6.80%        | 8.15%        | 7.90%        |
|                 |             |              |              |              | 净利率            | 0.59%       | 0.62%        | 1.21%        | 1.43%        |
| <b>利润表</b>      | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE            | 3.24%       | 4.34%        | 10.11%       | 12.05%       |
| <b>营业收入</b>     | 11809.00    | 15342.00     | 19698.10     | 21273.56     | ROIC           | 3.77%       | 3.00%        | 4.17%        | 6.06%        |
| 营业成本            | 11094.31    | 14298.74     | 18092.70     | 19592.95     | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |              |
| 营业税金及附加         | 17.81       | 77.77        | 87.72        | 78.22        | 资产负债率          | 66.09%      | 71.74%       | 77.35%       | 71.74%       |
| 营业费用            | 110.45      | 154.15       | 211.64       | 213.76       | 净负债比率          | 84.05%      | 82.16%       | 84.63%       | 85.36%       |
| 管理费用            | 330.16      | 464.14       | 647.36       | 645.84       | 流动比率           | 1.42        | 1.01         | 0.90         | 0.81         |
| 财务费用            | 133.30      | 158.92       | 201.67       | 218.13       | 速动比率           | 0.39        | 0.32         | 0.29         | 0.28         |
| 资产减值损失          | 22.17       | 115.40       | 103.28       | 103.83       | <b>营运能力</b>    |             |              |              |              |
| 公允价值变动收益        | 0.47        | 9.03         | 10.46        | 6.65         | 总资产周转率         | 2.10        | 2.18         | 2.18         | 2.20         |
| 投资净收益           | -28.96      | 51.93        | 44.34        | 22.44        | 应收帐款周转率        | 221.52      | 140.20       | 150.48       | 170.74       |
| <b>营业利润</b>     | 72.31       | 133.84       | 408.52       | 449.92       | 应付帐款周转率        | 37.83       | 36.08        | 34.65        | 36.19        |
| 营业外收入           | 14.86       | 47.65        | 43.44        | 35.32        | <b>每股指标(元)</b> |             |              |              |              |
| 营业外支出           | 1.66        | 9.17         | 11.14        | 7.32         | 每股收益           | 0.13        | 0.18         | 0.47         | 0.59         |
| <b>利润总额</b>     | 85.52       | 172.32       | 440.82       | 477.92       | 每股经营现金         | -1.68       | 1.01         | -1.43        | 3.83         |
| 所得税             | 15.57       | 77.92        | 202.47       | 174.22       | 每股净资产          | 4.09        | 4.13         | 4.49         | 4.80         |
| <b>净利润</b>      | 69.95       | 94.39        | 238.35       | 303.70       | <b>估值比率</b>    |             |              |              |              |
| 少数股东损益          | -0.12       | -2.14        | -7.97        | -5.86        | P/E            | 108.99      | 94.97        | 37.22        | 29.61        |
| <b>归属母公司净利润</b> | 70.08       | 96.53        | 246.33       | 309.56       | P/B            | 3.54        | 4.21         | 3.87         | 3.62         |
| EBITDA          | 412.99      | 608.66       | 1020.59      | 1106.56      | EV/EBITDA      | 26.54       | 21.63        | 14.83        |              |
| EPS (元)         | 0.13        | 0.18         | 0.47         | 0.59         |                |             |              |              |              |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

### 公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;

增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%-20%;

中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%-10%;

减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

### 行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;

减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

#### 北京

地址: 北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼 (100037)

电话: (8610) 68584820

传真: (8610) 68584803

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: [yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)

#### 长沙

地址: 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)

电话: (86731) 5832351

传真: (86731) 5832380

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: [yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)

#### 杭州

地址: 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)

电话: (86571) 87782600

传真: (86571) 87782600

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: [yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)