

评级: 买入
上次评级: 买入
当前价格: ¥17.14
2010.12.30

纯冶炼企业的脱胎换骨

——株冶集团调研报告

✍	任宪功	✍	刘勇
☎	86-10-6878 4237	☎	86-10-6878 4265
SAC 执业证书	S1150207100102	✉	liuyong@bhqz.com
✉	renxiangong@hotmail.com		

核心观点:

- 原材料供应将不再受制于人
- 水口山矿装入上市公司存有预期
- ITO靶材等待破茧而出

投资要点:

● 原材料供应将不再受制于人;

我们有理由猜测五矿集团会重视公司的原材料供应问题,做出此判断的根据是五矿 MMG 的功能定位,MMG 可为五矿集团旗下相关下游产业链提供稳定的原材料供应,有助于集团整体的发展。

● 水口山装入上市公司存有预期;

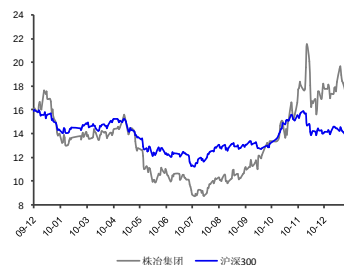
水口山有色金属集团与公司构成同业竞争关系,五矿集团今后如何处置这部分资产,是与公司密切相关的。五矿将以湖南有色水口山公司为战略平台,建设中国五矿南方有色金属产业基地。

● ITO 靶材等待破茧而出;

公司在 ITO 靶材研制方面取得了一些进展,但仍在靶压制方面还存在压靶开裂的技术难题,想通过引进热等静压压靶技术,彻底解决开裂难点,等待破茧而出。它的价格是铜靶价格的 5-6 倍,甚至更高,那么利润率较高,该新材料一旦实现完全产业化,将能为公司带来较大利润

● 盈利预测与投资建议

我们对公司关键变量如产量、产销率、价格和毛利率做出了假设,在不考虑注入矿以及协议矿供应的情况下,仍然以铅锌和相关稀贵金属的冶炼业务为重点,得出 10 年、11 年、12 年的营业收入 121 亿、146 亿和 183 亿,净利润分别是 0.21 亿、0.67 亿和 1.55 亿。今年有可能扭亏,但盈利幅度很小。尽管从估值角度看其它铅锌冶炼公司的资源特性要由于株冶,但株冶集团将随着五矿的入主而逐步向好转变,看好公司在资源注入和原材料供应、以及新材料领域推广的空间。给予“买入”投资评级。



公司简介

公司是我国老牌的、综合实力最强大的铅、锌冶炼生产商,产能规模国内遥遥领先,未来业绩想象空间值得期待。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	8376	11809	12104	14646	18308
EBITDA(百万元)	189	401	92	145	262
净利润	19	70	21	67	155
摊薄 EPS(元)	0.04	0.13	0.04	0.13	0.29
PE(X)	817.3	224.3	741.8	236.2	101.3
EV/EBITDA(X)	93.4	47.2	209.4	136.8	78.3
PB(X)	7.98	7.27	7.19	6.98	6.53
ROIC	0.23%	3.65%	1.04%	1.61%	2.72%
总资产周转率	1.50	2.10	2.11	2.64	2.86

资产负债表	2008	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	608	335	343	350	350	营业收入	8376	11809	12104	14646	18308
应收票据	37	277	284	344	430	营业成本	7834	11094	11532	13922	17319
应收账款	55	51	53	64	80	营业税金及附加	57	18	41	50	62
预付款项	131	128	124	120	115	销售费用	107	110	114	138	172
其他应收款	48	100	103	124	156	管理费用	338	330	339	410	513
存货	1125	2377	2471	2983	3711	财务费用	94	133	823	866	867
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	53	22	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	1	投资收益	110	-29	5	15	15
固定资产	1446	2363	4752	5184	6246	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	948	168	119	75	42	营业利润	24	72	16	68	183
工程物资	10	2	2	2	2	营业外收支净额	45	13	10	10	0
无形资产	319	312	301	289	278	税前利润	70	86	26	78	183
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	52	16	5	11	27
资产总计	4876	6375	8192	9905	11386	净利润	18	70	21	67	155
短期借款	1275	1582	1688	2233	2891	归属于母公司的	19	70	21	67	155
应付票据	40	80	83	100	125	少数股东损益	-1	0	0	0	0
应付账款	169	418	632	763	727	基本每股收益	0.04	0.13	0.04	0.13	0.29
预收款项	93	211	331	476	659	稀释每股收益	0.04	0.13	0.04	0.13	0.29
应付职工薪酬	35	47	350	350	350	财务指标					
应交税费	-130	-307	-800	-800	-800	成长性					
其他应付款	58	66	66	66	66	营收增长率	-39.1%	41.0%	2.5%	21.0%	25.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-87.8%	541.8%	-69.6%	63.0%	90.2%
长期借款	1214	1759	1759	1759	1759	净利润增长率	-75.8%	264.4%	-69.8%	214.0%	133.2%
负债合计	2905	4213	6596	7475	8334	盈利性					
股东权益合计	1970	2162	2185	2252	2407	销售毛利率	6.5%	6.1%	4.7%	4.9%	5.4%
现金流量表						销售净利率	0.2%	0.6%	0.2%	0.5%	0.8%
净利润	18	70	21	67	155	ROE	1.0%	3.2%	1.0%	3.0%	6.4%
折旧与摊销	149	145	14	18	20	ROIC	0.23%	3.65%	1.04%	1.61%	2.72%
经营活动现金流	831	-910	11115	10898	10899	估值倍数					
投资活动现金流	-372	-218	-274	-264	6	PE	817.3	224.3	741.8	236.2	101.3
融资活动现金流	-138	855	289	471	584	P/S	1.9	1.3	1.3	1.1	0.9
现金净变动	321	-273	8	65	169	P/B	7.98	7.27	7.19	6.98	6.53
期初现金余额	288	608	335	343	350	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	609	335	343	408	519	EV/EBITDA	93.4	47.2	209.4	136.8	78.3

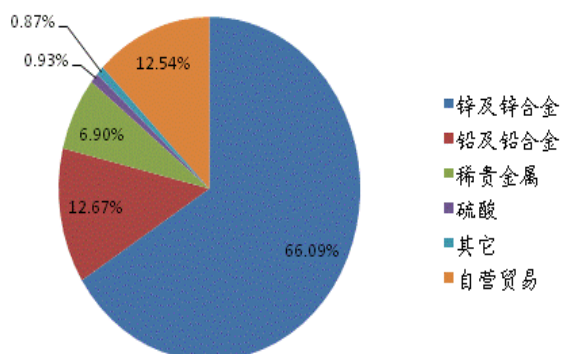
1. 我国老牌的铅锌冶炼龙头

株冶集团是我国最早的一批铅、锌冶炼厂，前身可追溯至 1956 年成立的株洲冶炼厂，02 年 1 月，株洲冶炼厂整体改制成国有独资企业，07 年 4 月，通过定向增发公司完成了整体上市。

公司的技术装备和各类技术经济指标均处于国内同行前列，是中国首家铅、锌、银均获国际认证的企业，也是我国铅、锌行业首家通过三大体系认证的企业，是全国首批循环经济试点企业，也是我国国家级高新技术企业。总而言之，株冶集团是我国铅、锌冶炼公司中产能规模最大，技术实力最雄厚的企业。目前中国的锌冶炼总产能是 600 万吨，株冶的市场占有率大概在 10%左右。

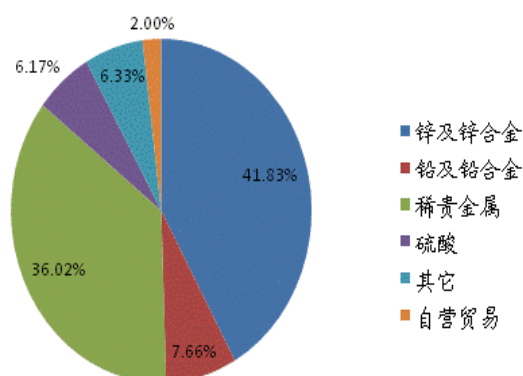
目前来看，公司的营业收入构成中，铅、锌冶炼仍占据绝大部分比例；而毛利润构成中，贡献最大的当属锌产品和稀贵金属产品。全年来看，公司的业绩并不会特别大的起色，主要任务仍然是扭亏。

图 1：2010 年中期公司营业收入构成



资料来源：WIND 渤海证券研究所

图 2：2010 年中期公司毛利润构成



资料来源：WIND 渤海证券研究所

实际上，困扰公司发展壮大多年的核心问题便是原材料供应，由于原材料供应得不到保证，以及原材料价格波动较大的影响，公司业绩也表现的非常不稳定，甚至比较差。但这种现象可能不会再持续下去了，五矿集团的入主将从根本拿上改变这种不利局面，无论是从原材料供应还是从更高层面的战略支持方面，对于公司而言都是一个长期而潜在的利好，对此不能视而不见，株冶不在是从前的那个坏孩子印象的株冶。下面我们将重点介绍公司值得看好的几个因素。

2. 看好公司长期更好发展的几个要素

2.1. 原材料供应将不再受制于人

前面提到过，公司最大的问题是没有原矿，铅锌原矿供应紧缺持续加大，公司在中报中已有提及，并且持续影响至全年。五矿集团对湖南有色集团进行战略重组，这是在省政府的平台上进行的。目前五矿有色持股湖南有色集团 51% 的股权，从而持有株冶集团 47.8% 的股权，成为公司的实际控制人。我们有理由猜测五矿集团会重视公司的原材料供应问题，做出此判断的根据是五矿 MMG 的功能定位。五矿集团旗下香港上市公司五矿资源收购五矿有色全资子公司 MMG 获得澳大利亚当局批准。据了解，MMG 是世界第二大锌矿生产企业和锌、铜、铅、金及银的主要生产商，目前经营四个矿山，包括位于老挝的 Sepon 铜及金矿业务；位于澳大利亚昆士兰省的 Century，为世界最大锌矿之一，并同时生产铅及银；位于西澳大利亚的 Golden Grove，为锌、铜、铅及贵金属矿；位于澳大利亚塔斯曼尼亚的 Rosebery，为锌、铜、铅及贵金属矿。这些资产都比较优质，MMG 的收购使得五矿资源进入利润丰厚的上游金属采掘业，同时也为五矿集团旗下相关下游产业链提供稳定的原材料供应，有助于集团整体的发展。

图（表）3：五矿 MMG 目前经营的铅锌矿山汇总

位置	矿名	主要矿种
老挝	Sepon	铜、金
昆士兰	Century	锌、铅、银
西澳大利亚	Golden Grove	锌、铜、铅、贵金属
塔斯曼尼亚	Rosebery	锌、铜、铅、贵金属

资料来源：MMG 渤海证券研究所

由于这一方案目前只处于我们的猜测阶段，五矿集团将如何协调株冶与 MMG 的供货协议还不得而知。供应量和供货价格怎么定还需等待，并择期确认能为公司贡献多少业绩。无论如何，我们坚信。优质的冶炼资产和优质的矿山结合，将是典型的 1+1 大于 2 的组合。

2.2. 水口山集团装入上市公司存有预期

水口山有色金属集团与公司构成同业竞争关系，五矿集团今后如何处置这部分资产，是与株

冶集团密切相关的。当然该预期还存在较大的不确定性，12月20日，中国五矿集团公司与衡阳市政府达成的战略合作协议。涉及4大核心内容，其中一项是以金铜综合回收产业升级改造项目和铜、铅、锌冶炼及精深加工为重点，**以湖南有色水口山公司为战略平台，建设中国五矿南方有色金属产业基地**。水口山集团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。公司拥有60万吨铜铅锌采选、20万吨铜铅锌冶炼、1000千克黄金、240吨白银生产能力，生产规模、销售收入等指标位居全省有色行业前列。

2.3. ITO 靶材新材料，等待破茧而出

ITO 靶材，全称为氧化铟锡靶材，主要作为透明导电膜，广泛用于平板显示器、防辐射玻璃、太阳能电池板等高新技术领域。ITO 靶材因技术工艺复杂，直到目前仍属国际前沿高新技术，仅有日、美、德等少数发达国家能够生产，且没有统一的国际标准。

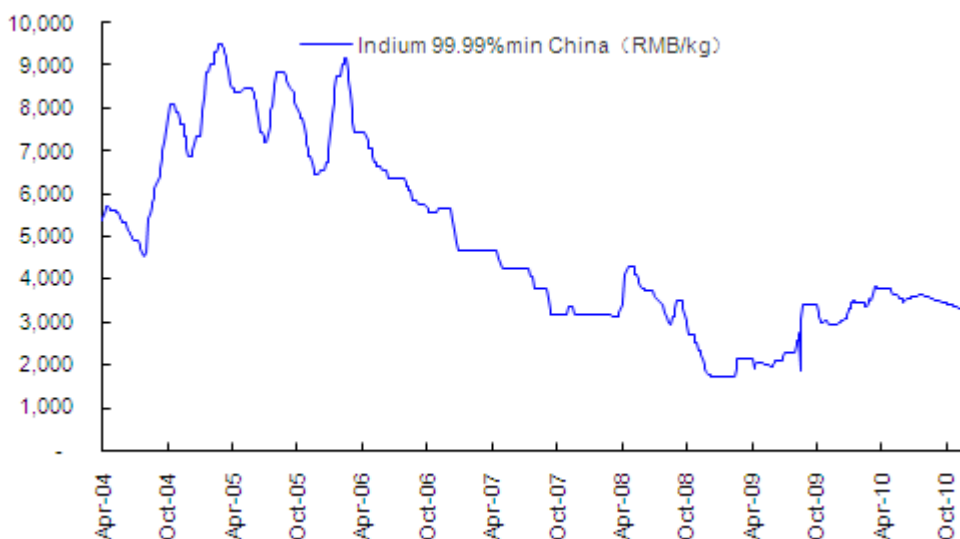
株冶一直在做 ITO 靶材项目，并且早在 2002 年便起草并制定了国家标准。2002 年初，“株冶”成立 ITO 靶材课题组，次年 10 月，ITO 靶材研究取得突破并成功投产，打破了国外对 ITO 靶材的技术垄断。

尽管公司在 ITO 靶材研制方面取得了一些进展，但仍在靶压制方面还存在压靶开裂的技术难题，想通过引进热等静压压靶技术，彻底解决开裂难点。随着液晶显示器的大批量投放市场，对 ITO 靶材供不应求，每年需进口不少的 ITO 靶材（海关没有单独的税则号，具体数量不清楚），其价格是铟锭价格的 5-6 倍，甚至更高，那么利润率较高，该新材料一旦实现完全产业化，将能为公司带来较大利润。

2.4. 铟价存在向上拓展空间

公司是我国最大的铟生产公司，2010 年公司产铟量大概在 50 吨左右，占到中国铟产量的 13-15%。自然界中没有原生铟矿，基本上都是锌矿伴生。尽管铟产量相对铅锌而言并不高，也没有确切的铟生产成本数据，但我们估计铟冶炼的毛利率应该比较高。如果铟价大幅上涨，公司受益明显。

图 4: 铟价仍然在底部徘徊

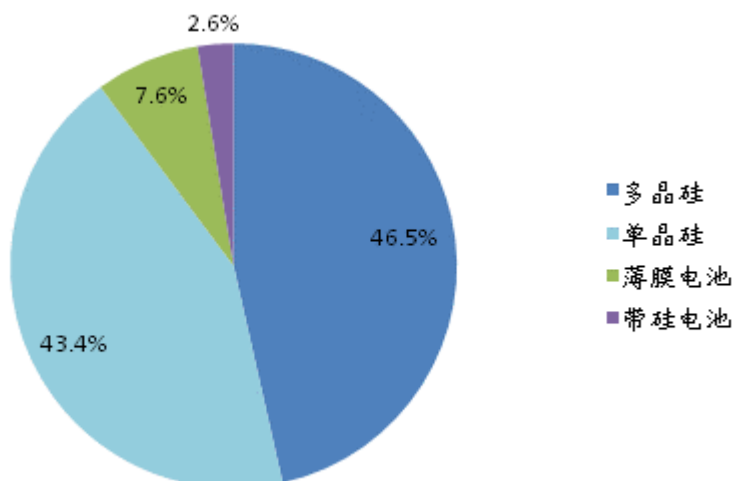


数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

铟的主要用于平板显示器和太阳能光伏发电领域。目前全球大部分的铟都是先制成 ITO 用于平板显示器 LCD 和 LED, USGS 数据显示, LCD 领域大概用到 70% 的铟, LED 用到 14% 的铟, 今后随着 LED 的比例提升, 其用铟量也会跟随提升。此外, 铟和铜的化合物主要用在太阳能光伏薄膜电池领域, 用量也将有提升。总的来看, 铟是比较重要的新材料。

众所周知, 太阳能光伏发电的主要技术仍然还是多晶硅, 但由于成本太高, 明显高于火力和水力发电成本, 因此也成为太阳能发电技术推广应用的主要障碍, 如果选择相薄膜太阳能光伏电池则有可能大大减少发电成本, 因此从成本角度, 我们认为薄膜光伏发电技术还有提升空间。

图 5: 薄膜电池占太阳能光伏电池技术的比例逐步上升



数据来源: WIND 渤海证券研究所

从供应层面讲，中国对铟资源的重视程度会日益提升，实行出口配额许可证制度，并且取消出口退税，增加出口关税，一旦国内铟资源保护力度加大，铟行业发展得到规范，供应层面的加强将促使铟价格回归其真实价值。因此综合而言，我们认为铟价将会是波动向上的走势。

3. 盈利预测与投资建议

我们对公司关键变量如产量、产销率、价格和毛利率做出了假设，在不考虑注入矿以及协议矿供应的情况下，仍然以铅锌和相关稀贵金属的冶炼业务为重点，得出 10 年、11 年、12 年的营业收入 121 亿、146 亿和 183 亿，净利润分别是 0.21 亿、0.67 亿和 1.55 亿。今年有可能扭亏，但盈利幅度很小。

对于该公司的估值，我们认为不能按照传统的市盈率法，因为首先公司今年前三季度业绩为负，且今年全年的盈利也是微利，市盈率倍数非常高，失去意义。其二由于我们预期的对公司形成正面支撑的资源问题解决并没有明显的方案，无法预测盈利，因此我们改用市净率。目前 A 股铅锌冶炼类公司的平均 PB 为 6.2 倍，如果以该均值作为公司的目标估值，株冶集团的目标价为 22.6 元，较目前价格有 30%左右的上升空间。尽管从估值角度看其它铅锌冶炼公司的资源特性要优于株冶，但株冶集团将随着五矿的入主而逐步向好转变，**看好**公司在资源注入和原材料供应、以及新材料领域推广的空间。给予“买入”投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 4、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhzq.com		xiexd@bhzq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水道西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号外经贸大厦楼 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 6878 4130

传真: (010) 6878 4236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn