

有色金属

报告原因：调研简报

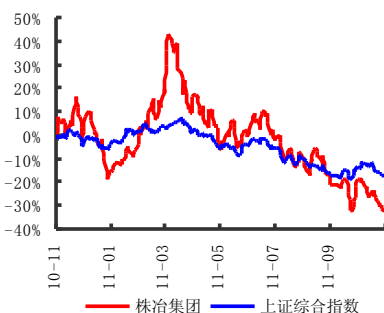
2011年11月28日

市场数据：2011年11月25日

收盘价(元)	11.46
一年内最高/最低(元)	24.70/10.85
市净率	3.42
市盈率	-
流通A股市值(亿元)	29.37

基础数据：2011年09月30日

每股净资产(元)	3.32
资产负债率%	75
总股本/流通A股(亿)	5.27/2.58
流通B股/H股(亿)	-/-



分析师

熊晓云

执业证书编号：S0760511010021

010-82190379

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

株冶集团 (600961)

中性

主营业务低迷，重组之路漫长

首次评级

公司研究/调研简报

- 株冶集团是全国铅锌冶炼龙头企业，现有铅锌冶炼产能近60万吨，居全国首位，全球第三。锌产品中合金占75%。锌合金的毛利不一定比精锌高，因为锌合金下游客户基本都是大型钢铁企业，溢价能力较强，合同一般是固定价。公司铅锌冶炼综合回收技术全国乃至全球领先，每年可产出近500公斤黄金、100吨白银、50吨铟、1000多吨铬、35万吨的硫酸以及少量铋等产品。
- 加工费下跌，冶炼业务利润微薄。公司电费0.6元/度，锌冶炼成本为5000-6000元，铅冶炼成本在4000左右。今年铅锌价格大幅下跌，加工费也先后步入跌势。除了部分出长单的矿企锌加工费可保持在5000元/吨上方以外，其余矿山扣减的加工费已跌至4000-4500元/吨区间，仍然难改锌精矿利润趋薄的现实，矿企惜售情绪浓厚。今年公司精矿主要购自国内矿山，因矿山惜售，只有任矿山企业采用点价策略挤压公司盈利空间。
- 存货跌价损失和期货亏损严重影响公司利润。前三季度公司资产减值损失已达2.44亿元，占同期营业毛利的63%。公司白银期货是空头，三季度白银期货价格上涨导致套期保值期货合约产生的浮动损失，三季度公允价值变动净损失0.87亿元，占同期营业毛利的54%，三季度资产减值损失和公允价值变动净损失占同期营业毛利的171%。目前铅锌价格低点徘徊，预计4季度资产减值损失将好转。
- 公司盈利严重依赖于副产品收益。公司硫酸生产成本200-300元，今年硫酸价格稳定在600元左右，使公司硫酸产品毛利大幅提升。今年黄金和白银价格高位震荡，贵金属毛利率能维持稳定。公司铟生产成本2000-3000元/千克，但公司认为今年铟价仍较低，与07年8000元/千克的价格仍相差较远，所以一直没有卖出。况且铟在公司业务中占比不大，对铟也不是很重视。公司生产的靶材在国内是最先进的，但跟国外比，仍处于中下游水平，只能用在冰箱等低端产品。每年产量约10吨，毛利低，销售收入归在放在“其他产品”类里。公司对贸易业务比较重视，历史背景是公司想从单一的冶炼加工业扩展至服务业，但目前铅锌价格低位波动的情况下，此项业务很难挣钱。

- 资产注入和原料获取之路漫长。目前五矿对公司的定位尚不明确，水口山等公司也是老资格企业，资产重组不易进行。此外，五矿正在做上市，如果湖南有色集团出现变化，上市申报材料就需要修改，因此近期不会开启注入。湖南的铅锌矿山基本都是小矿老矿，人员负担也比较沉重，所以基本没有收购价值。
- 投资评级为增持。预计公司 2011、2012 和 2013 年每股收益分别为-0.10 元、0.05 和 0.12 元，暂给予公司“中性”评级。

图 1: 铅精矿加工费处于低位 (美元)

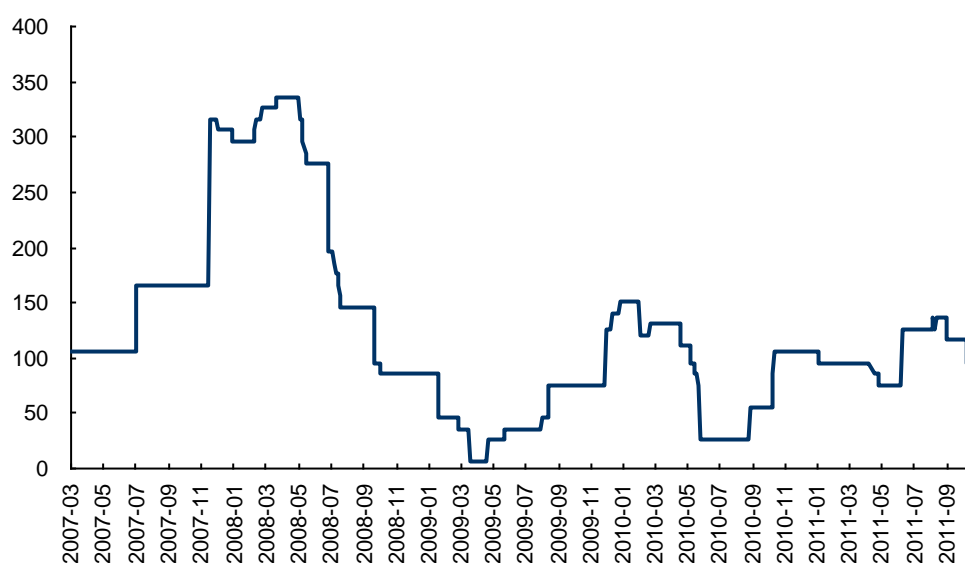


图 2: 锌精矿加工费持续下跌 (美元)

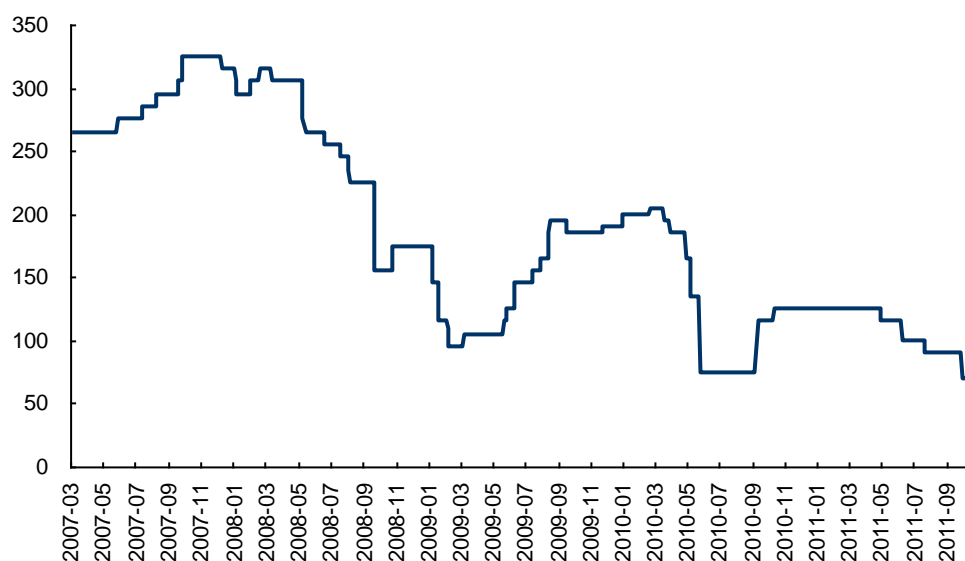


图 3: 公司单季度营业收入及净利润变化 (亿元)

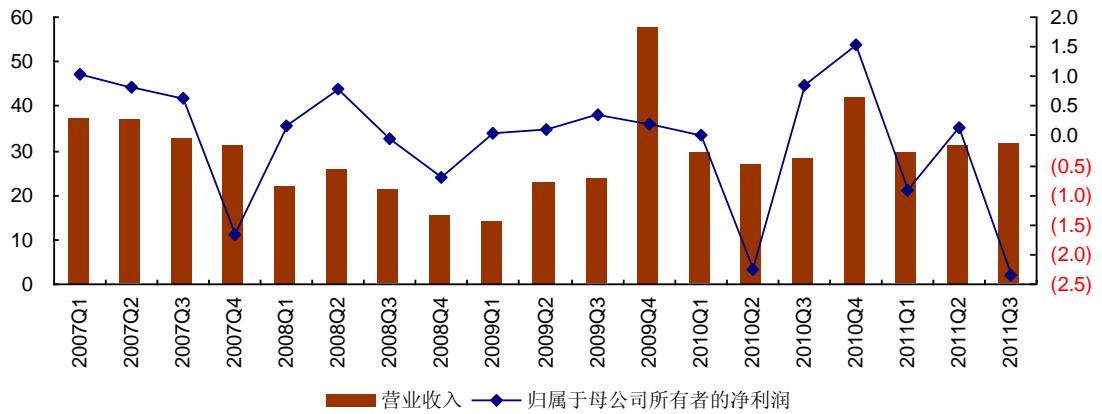
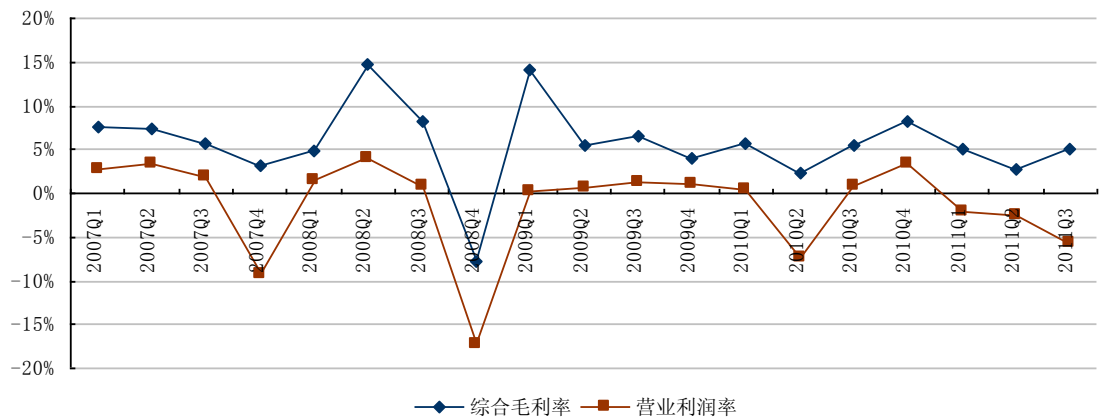


图 4: 公司单季度综合毛利率及营业利润率变化 (亿元)



投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

- 买入: 相对强于市场表现 20% 以上
- 增持: 相对强于市场表现 5~20%
- 中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

- 看好: 行业超越市场整体表现
- 中性: 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。