

# 资源软肋拖累业绩，期待铅锌价格回升

2011年12月28日

中性/首次

株冶集团

调研快报

## ——株冶集团（600961）调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
联系人：李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028

### 事件：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

### 观点：

#### 1. 冶炼规模大，成本行业内最低

公司是国内产能规模最大的铅锌冶炼企业，主要以生产铅锌产品为主，并综合回收铜、金、银、铋、镉、铟、锗等多种稀贵金属和硫酸，其中锌产量位居全国第一。公司的铅锌产能为60万吨，其中电锌50万吨，电铅10万吨。公司采用湿法工艺生产电锌、锌合金等产品，锌冶炼成本在6000元/吨左右，铅冶炼成本在5000元/吨左右，铟冶炼成本在2000元/吨的水平，公司冶炼成本与同行业相比，成本行业内最低。公司生产的主要副产品产能为：黄金1吨，银150吨，硫酸35万吨，镉1000吨，铟40~50吨。公司12万吨基夫赛特一步冶炼技改项目，建设期为2年，预计明年二季度开始试生产，项目建成后公司将陆续关停原有落后铅冶炼产能，铅冶炼产能将保持在12万吨左右的水平。

表 1：2011—2013 年公司产能预测

产品	2011	2012E	2013E
电锌（万吨）	50	51	51
电铅（万吨）	10.5	11	12
黄金（吨）	0.8	1	1
白银（吨）	150	150	150
铟（吨）	40	45	50
硫酸（万吨）	35	35	35
镉（吨）	1000	1000	1000

资料来源：公司资料，东兴证券

#### 2. 缺少精矿资源是公司未来发展的最大障碍

公司是单一铅锌冶炼企业，没有自有矿山，因此原材料铅锌精矿价格变动对公司业绩有显著影响。目前公司铅锌精矿基本依赖进口，其中国内精矿占80%左右，国外精矿占20%左右。由于目前精矿价格较低，大部分矿产商都采取惜售策略，因此公司铅锌精矿采购采用点价模式确定精矿价格，即矿产商可以根据未来3个月内的精矿价格进行结算。

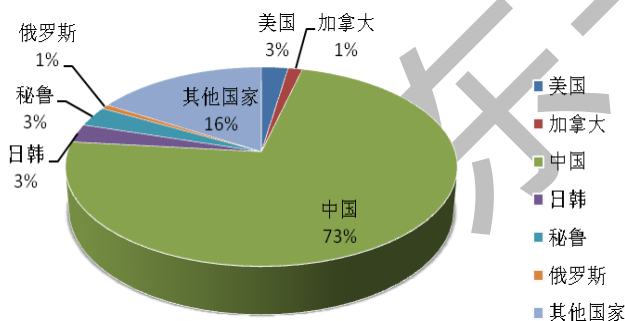
今年以来，伴随着铅锌价格的大幅下降以及冶炼产能的大规模扩张，国内铅锌行业冶炼加工费大幅下降，公司铅锌业务已经处于盈亏平衡甚至亏损的状态。今年公司铅锌业务的毛利率大幅下降导致副产品稀贵金属占公司利润的比例已经提升至47%，相比于其他拥有铅锌精矿资源优势的企业，公司在行业低谷时的盈利能力较差，缺少精矿资源已经成为公司未来发展的最大障碍。

### 3. 钢供需总体偏紧，价格仍将上涨

钢是中国具有优势的稀有金属，除中国以外的全球钢储量为 6000 吨，而中国保有钢量为 1.3 万吨，储量占全球的近三分之二。中国是全球最大的原生钢生产国和出口国。由于钢在地壳中分布量小而且分散，钢主要是以杂质成分分散在其他元素的矿物中，原生钢的生产主要是通过铅锌矿的冶炼，1 吨铅锌矿中钢的含量在 1 千克左右。因此全球原生钢的产量主要取决于全球铅锌产量的增长。

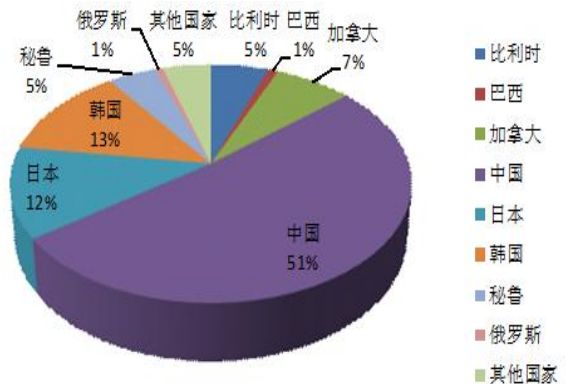
全球铅锌小组 (ILZSG) 预计 2011—2015 年，全球钢消费将以 12% 的年增长率增长至 3148~4000 吨之间。然而全球原生钢以及再生钢的总产能在 1100 吨~1400 吨的范围内波动。未来全球钢资源供需之间的缺口将逐年扩大，预计 2015 年供需缺口将高达 1600 吨左右。

图 1：2011 年全球钢矿储量分布



资料来源：USGS、东兴证券

图 2：2011 年全球主要国家原生钢产量占比



资料来源：USGS、东兴证券

表 2：2011-2015 年钢需求量预测 (吨/年)

钢下游领域	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
ITO 靶材	1250	1453	1680	1882	2108
CIGS 薄膜电池	10	28	125	280	620
LED 芯片	20	30	45	72	100
化合物	128	143	167	185	210
其他半导体行业	35	39	58	89	110
合计	1443	1693	2075	2508	3148

资料来源：中国金属通报、东兴证券

### 4. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设公司 2011—2013 年铅、锌和铜以及其他副产品的产量基本稳定, 锌价格分别为 16500 元/吨、16800 元/吨和 17000 元/吨; 铅价格分别为: 15370 元/吨、15670 元/吨和 15970 元/吨; 铜价格分别为: 4500 元/公斤、5000 元/公斤和 5000 元/公斤, 并在此基础上测算公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为: -0.614 元、-0.022 元和 0.209 元。

**表 3：价格假设（含税价）**

	2011E	2012E	2013E
锌（元/吨）	16,500	16,800	17,000
铅（元/吨）	15,370	15,670	15,970
镉（元/公斤）	4500	5000	5000

**表 4：盈利预测**

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,617.94	12,694.13	13,243.18	13,599.08
(+/-)%	6.85%	0.60%	4.33%	2.69%
经营利润（EBIT）	381.26	(32.85)	450.45	604.84
(+/-)%	8.83%	-108.62%	—	34.28%
净利润	17.51	(323.82)	(11.57)	110.24
(+/-)%	-75.01%	-1949.42%	—	—
每股净收益（元）	0.030	(0.614)	(0.022)	0.209

资料来源：东兴证券

由于公司每股收益对锌价和铅价较为敏感，因此我们考虑对公司每股收益做铅锌价格敏感性分析。假设以 2011 年锌价全年均价 16500 元/吨（含税）为基准，锌价变动范围为（-20%~20%），铅价格以 2011 年全年均价 15370 元/吨（含税）为基准，变动范围为（-20%~20%），对公司每股收益做敏感性分析得下表结果：

**表 5：每股收益敏感性分析表**

敏感性测试 铅价格	锌价格								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	(3.38)	(2.80)	(2.22)	(1.64)	(1.06)	(0.48)	0.10	0.68	1.26
-15%	(3.27)	(2.69)	(2.11)	(1.53)	(0.95)	(0.37)	0.21	0.79	1.37
-10%	(3.16)	(2.58)	(2.00)	(1.42)	(0.84)	(0.26)	0.32	0.90	1.48
-5%	(3.05)	(2.47)	(1.89)	(1.31)	(0.73)	(0.14)	0.44	1.02	1.60
0%	(2.93)	(2.35)	(1.77)	(1.19)	(0.61)	(0.03)	0.55	1.13	1.71
5%	(2.82)	(2.24)	(1.66)	(1.08)	(0.50)	0.08	0.66	1.24	1.82
10%	(2.71)	(2.13)	(1.55)	(0.97)	(0.39)	0.19	0.77	1.35	1.93
15%	(2.60)	(2.02)	(1.44)	(0.86)	(0.28)	0.30	0.88	1.46	2.04
20%	(2.49)	(1.91)	(1.33)	(0.75)	(0.17)	0.41	0.99	1.57	2.15

资料来源：东兴证券

## 结论：

公司由于缺乏精矿资源，精矿大部分依赖外购，因此公司业绩对铅锌价格较为敏感，我们认为目前铅锌价格已逼近成本线，大部分铅锌冶炼企业都处于微利或亏损状态，这种状况将随着铅锌价格的缓慢回升，逐步改善。预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：-0.614 元、-0.022 元、0.209 元，2013 对应的动态 PE 为 42.5 倍，首次给予公司“中性”投资评级。

**风险提示:**

- 1) 铅、锌价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司铅锌生产成本大幅上升，给公司业绩造成的影响

东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	12,617.94	12,694.13	0.60%	13,243.18	4.33%	13,599.08	2.69%
营业成本	11,891.95	12,193.01	2.53%	12,504.01	2.55%	12,702.01	1.58%
营业费用	118.76	119.32	0.48%	124.49	4.33%	127.83	2.69%
管理费用	333.63	355.44	6.54%	370.81	4.33%	380.77	2.69%
财务费用	184.03	199.25	8.27%	183.89	-7.71%	165.08	-10.23%
投资收益	12.03	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	(11.11)	(468.43)	N/A	(52.09)	N/A	110.31	N/A
利润总额	26.14	(430.43)	N/A	(14.09)	N/A	148.31	N/A
所得税	8.07	(107.61)	N/A	(3.52)	N/A	37.08	N/A
净利润	18.07	(322.82)	N/A	(10.57)	N/A	111.24	N/A
归属母公司所有者的净利润	17.51	(323.82)	N/A	(11.57)	N/A	110.24	N/A
NOPLAT	119.55	(201.88)	N/A	98.85	N/A	206.54	108.95%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	336.52	330.05	-1.92%	344.32	4.33%	353.58	2.69%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	101.65	102.25	0.59%	106.67	4.33%	109.54	2.69%
预付款项	203.64	281.67	38.32%	361.70	28.41%	442.99	22.48%
存货	2,342.69	2,371.79	1.24%	2,432.29	2.55%	2,470.80	1.58%
流动资产合计	3,164.87	3,267.35	3.24%	3,434.42	5.11%	3,571.44	3.99%
非流动资产	3,349.42	3,113.62	-7.04%	2,794.97	-10.23%	2,465.53	-11.79%
资产总计	6,514.28	6,380.97	-2.05%	6,229.40	-2.38%	6,036.97	-3.09%
短期借款	2,443.71	2,162.89	-11.49%	1,934.30	-10.57%	1,543.79	-20.19%
应付帐款	243.33	267.24	9.83%	274.06	2.55%	278.40	1.58%
预收款项	249.99	376.93	50.78%	509.36	35.13%	645.35	26.70%
流动负债合计	3,205.13	3,233.03	0.87%	3,086.24	-4.54%	2,837.70	-8.05%
非流动负债	1,148.93	1,146.36	-0.22%	1,146.36	0.00%	1,146.36	0.00%
少数股东权益	2.03	3.03	49.35%	4.03	33.04%	5.03	24.84%
母公司股东权益	2,158.20	1,998.55	-7.40%	1,992.77	-0.29%	2,047.89	2.77%
净营运资本	(40.26)	34.32	N/A	348.18	914.56%	733.75	110.74%
投入资本 IC	5,283.97	4,931.27	-6.68%	4,623.61	-6.24%	4,280.47	-7.42%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	18.07	(322.82)	N/A	(10.57)	N/A	111.24	N/A
折旧摊销	208.34	0.00	N/A	318.65	N/A	329.45	3.39%
净营运资金增加	(1,007.35)	74.58	N/A	313.86	320.87%	385.56	22.84%

经营活动产生现金流	310.61	511.76	64.76%	555.97	8.64%	694.95	25.00%
投资活动产生现金流	(291.55)	(259.72)	N/A	(75.00)	N/A	(75.00)	N/A
融资活动产生现金流	(19.41)	(258.52)	N/A	(466.70)	N/A	(610.70)	N/A
现金净增(减)	(0.36)	(6.48)	N/A	14.28	N/A	9.25	-35.18%

---

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

---

## 联系人简介

---

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。