

## 宏达股份 (600331)

### 增持/维持评级

股价: RMB9.99

#### 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhc.com.cn

王茜

SAC 执业证书编号:s1000510120021

(0755)8236 4392

wangqianys@mail.htlhc.com.cn

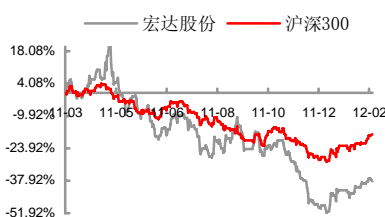
#### 相关研究

《蜕变第一步》(2011/11/15)  
《钼铜项目如期推进 钒钛资源加紧布局》(2011/09/20)  
《钼铜项目破冰》(2011/08/31)  
《扫清融资障碍》(2011/05/16)  
《计提拖累业绩 关注钼铜进展》(2011/04/25)

#### 基础数据

总股本(百万股)	1,032
流通 A 股(百万股)	1,032
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	10,310

#### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 主业依旧低迷 蜕变值得期待

### —2011 年报点评

公司全年实现营收 43.85 亿元, 同比增长 5.94%; 营业利润 1.01 亿元, 利润总额 1.21 亿元, 归属于上市公司净利润 5252.74 万元, 全年实现 EPS 0.05 元/股, 其中第四季度单季为-0.04 元/股。

#### 点评

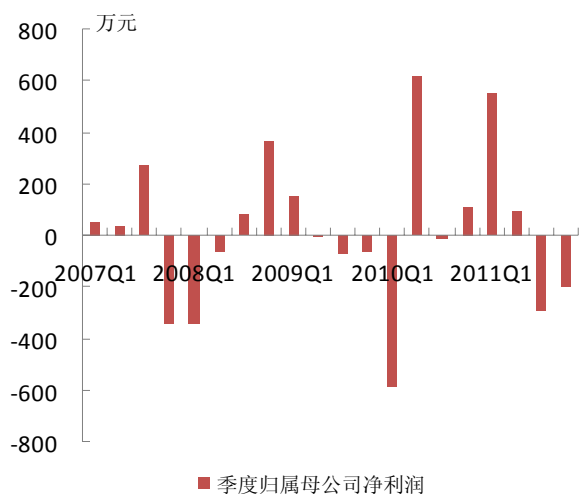
- **地产转让带来收益, 主业低迷拖累业绩。**1、报告期内公司转让成都置成地产股权实现投资收益 7.32 亿元; 2、磷化工业务产销两旺, 磷肥价格全年维持在较高水平, 致化工业务明显回升, 毛利率同比上升 4.89%, 至 24.96%; 3、今年以来铅锌价格震荡下跌, 其中锌价从年初 18500 元/吨下跌至 15500 元/吨, 跌幅超过 16%, 拖累采矿业务; 4、冶炼加工费持续走低(目前铅、锌加工费分别为 95、55 元/吨)、环保成本日益提高等因素, 导致公司金属冶炼业务毛利率进一步下滑 9.55%, 至 8.57%; 5、期间费用率约 21%, 依然维持较高水平。
- **钼铜项目加速推进中。**公司已于 2011 年 11 月发布非公开发行预案, 拟募集不超过 50 亿元, 用于“钼铜多金属资源深加工综合利用项目”和补充公司流动资金, 但本次募投项目仅是钼铜金属的纯冶炼, 不仅项目的盈利能力难言吸引力, 而且抗风险能力也较为脆弱, 我们认为, 此类方案要得到专业投资者的认同, 矿石资源的保障应进一步明朗。
- **关注天仁矿业开发进度。**此前公告称钼铜项目的矿石原料计划主要来自于关联方四川(宏达)集团自有矿山和其他战略合作方, 其中 4 万吨钼金属量计划全部来自于关联方自有矿山和其他战略合作方, 40 万吨铜金属量中 50% 计划来自于国内关联方自有矿山和其他战略合作方, 50% 计划来自于海外战略合作方。我们认为, 在国内铜冶炼厂原料高度依赖进口的现实下, 公司依靠关联方自有矿山与增加铜矿石进口或是现实之举, 因此宏达集团控股的天仁矿业所拥有的邦铺钼铜多金属矿的开发进度值得密切关注。我们也将保持跟踪。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4384.7	4,250.8	4,489.0	4,924.9
(+/-%)	5.7	-3.0	5.6	9.7
归属母公司净利润(百万元)	52.5	13.6	84.2	169.7
(+/-%)	114.7	-74.2	520.7	101.7
EPS(元)	0.05	0.01	0.08	0.16
P/E(倍)	196.3	-	124.9	62.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

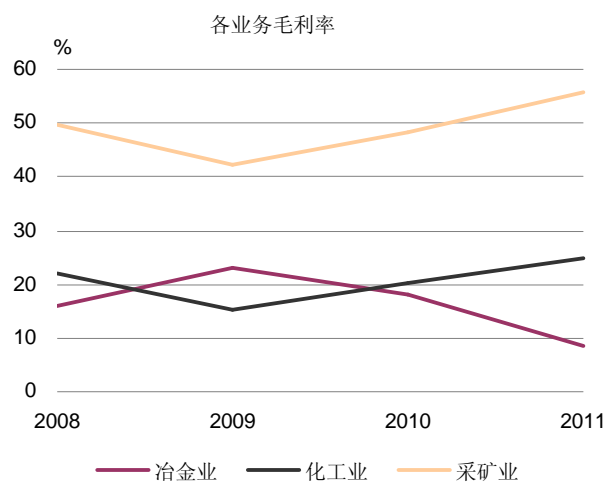
- 维持“增持”评级。在 2012-13 年锌价 16500、17000 元/吨的假设下，我们调整 2012-13 年 EPS 预测分别为 0.01、0.08 元/股。公司钼铜项目的破冰以及钒钛项目的推进都将引发融资需求，地产业务转让扫清了其再融资的障碍。我们认为，其资源价值提供了较高安全边际，而前期未果的重大资产重组，其预期始终存在，维持“增持”评级。
- 风险提示：铅锌价格继续回落；非公开发行仍需股东大会审议及证监会核准、钼铜项目仍需环评审批、钒钛资源综合开发项目仍需诸多环节的审批，且采矿权的取得仍存较大不确定性。

图 1： 公司单季度盈利



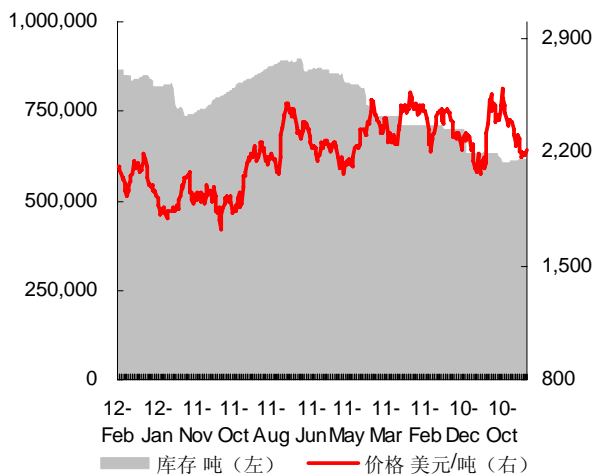
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2： 公司各业务毛利率



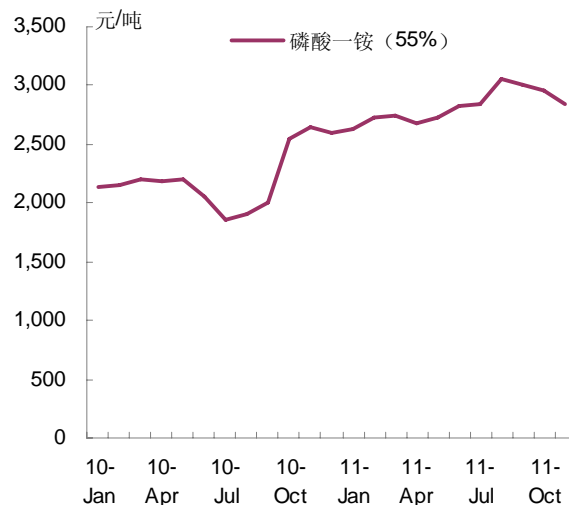
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 3： LME 锌现货价格及库存



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 4： 磷酸一铵价格



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 5: 锌冶炼加工费持续走低



资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012	2013	2014	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5171	5063	5770	5410	<b>营业收入</b>	4385	4251	4489	4925
现金	1612	3561	4443	4067	营业成本	3669	3243	3365	3646
应收账款	115	593	543	550	营业税金及附加	28	19	20	22
其他应收款	792	96	121	133	营业费用	165	149	162	177
预付账款	291	649	505	547	管理费用	433	425	449	492
存货	2027	0	0	0	财务费用	331	351	342	321
其他流动资产	333	164	159	113	资产减值损失	381	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4122	3814	3472	3087	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	247	206	206	206	投资净收益	723	0	0	0
固定资产	2165	2357	2326	2184	<b>营业利润</b>	101	63	152	266
无形资产	416	346	296	246	营业外收入	24	5	0	0
其他非流动	1293	905	644	451	营业外支出	5	10	0	0
<b>资产总计</b>	9292	8877	9242	8497	<b>利润总额</b>	121	58	152	266
<b>流动负债</b>	6577	5149	4901	3863	所得税	40	15	38	67
短期借款	4889	4200	4000	3000	净利润	81	44	114	200
应付账款	336	357	336	328	少数股东损益	28	30	30	30
其他流动负	1352	593	565	535	归属母公司净利	53	14	84	170
<b>非流动负债</b>	730	1694	2194	2287	EBITDA	689	682	787	893
长期借款	685	1685	2185	2285	EPS (元)	0.05	0.01	0.08	0.16
其他非流动	45	9	9	2					
<b>负债合计</b>	7307	6843	7095	6150	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	742	772	802	832	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	1032	1032	1032	1032	<b>成长能力</b>				
资本公积	234	234	234	234	营业收入	6.0%	-3.1%	5.6%	9.7%
留存收益	-40	-4	80	250	营业利润	-47.6%	-37.8%	141.3%	75.0%
归属母公司	1243	1262	1346	1516	归属母公司净利	-84.9%	-74.2%	520.7%	101.7
<b>负债和股东</b>	9292	8877	9242	8497	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	16.3%	23.7%	25.0%	26.0%
					净利率(%)	0.0%	2.3%	0.8%	0.0%
					ROE(%)	4.2%	1.1%	6.3%	11.2%
					ROIC(%)	4.3%	7.3%	9.7%	12.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	78.6%	77.1%	76.8%	72.4%
					净负债比率(%)	89.41	86.00%	87.17%	85.93
					流动比率	0.79	0.98	1.18	1.40
					速动比率	0.48	0.98	1.18	1.40
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.47	0.50	0.56
					应收账款周转率	50	11	7	8
					应付账款周转率	12.00	9.36	9.71	10.97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新	0.05	0.01	0.08	0.16
					每股经营现金流	0.22	2.72	0.91	0.83
					每股净资产(最	1.20	1.22	1.30	1.47
					<b>估值比率</b>				
					P/E	195.09	755.82	121.76	60.38
					P/B	8.24	8.12	7.61	6.76
					EV/EBITDA	23	23	20	17

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。