

株冶集团（600961）：缺乏上游资源限制公司盈利能力
中性（首次）
有色金属行业/铅锌
当前股价：14.66 元

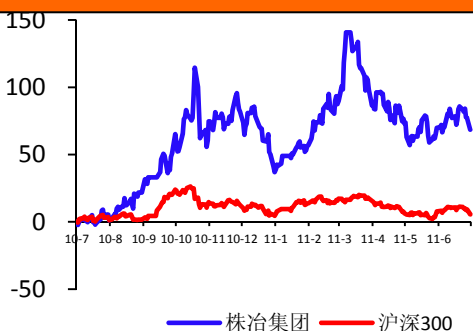
报告日期：2011 年 8 月 10 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,618	12,278	12,893	13,313
(+/-)	6.85%	-2.69%	5.00%	3.26%
营业利润	-11	4	34	64
(+/-)	-115.37%	134.66%	778.71%	90.05%
归属于母公司的净利润	18	31	55	79
(+/-)	-75.01%	78.15%	76.66%	43.24%
每股收益	0.03	0.06	0.10	0.15
市盈率	489	248	140	98

公司基本情况（2011 年中报）

总股本/已流通股（亿股）	5.27/2.58
流通市值（亿元）	38.65
每股净资产（元）	3.83
资产负债率（%）	69.89

股价表现（最近一年）


有色金属行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793721

qiuzx@cfsc.com.cn

- 公司10日公布了2011年中报业绩，上半年实现销售收入60.2亿元，较上年同期增长了6.55%，实现归属于母公司股东的净利润-7816万元，同比增加14436万元，基本每股收益-0.15元。公司套期保值合约的公允价值变动收益较去年同期大幅增加1.1亿元，弥补公司部分损失。
- 公司主要产品产量平稳但毛利率降低。公司上半年完成铅锌总产量约29.84万吨，比上年同期增长0.95%，其中锌产量约22.3万吨，铅产量约7.54万吨。锌产品毛利率较同期降低1.57%至0.98%，铅产品毛利率减少0.97%至1.47%。我们认为，公司产品产量保持相对平稳，但上半年电力成本紧张及环保压力增加使得公司毛利率降低明显。预计下半年的成本压力将不减，影响公司盈利能力。
- 稀贵金属产品和硫酸产品成公司利润主要来源。公司稀贵金属产品及硫酸产品的毛利占比达到62.4%，成为公司主要利润来源。上半年铟锭价格上涨43%，预计公司上半年铟产品产量约20吨，以铟锭价格4400元/公斤、毛利率45%计算，上半年铟产品贡献毛利约3960万元。上半年内，公司硫酸产品价格上涨近50%，预计公司报告期内硫酸产量约12万吨，毛利贡献3359万元。我们认为，由于下游的旺盛需求，铟锭和硫酸价格有望继续上涨，公司副产品的盈利能力将持续，成公司盈利的主要来源。
- 缺乏上游资源限制公司盈利能力。公司是国内最大的锌冶炼企业，目前拥有50万吨/年的锌冶炼产能、铅冶炼产能约。但是公司一直缺乏上游铅锌矿产资源，公司目前的原材料全部依赖外部采购，影响公司盈利能力。
- 资产注入短期内难于完成。公司与关联方湖南有色控股集团下属的水口山集团存在同业竞争，控股股东五矿集团2010年6月提出了解决同业竞争的方案，承诺三年解决好同业竞争问题。但是由于水口山集团经营业绩不佳，部分矿权等资产权属并不完善，还不符合上述条件的规定，因此短期内资产注入难度较大。目前水口山集团拥有铜铅锌矿三座，铅锌资源储量分别约111万吨、87万吨。若资产注入完成，将大幅度提供公司的资源自给

率，提高公司的盈利能力。但是短期内较难完成。

- **公司在五矿集团的定位还未明确。**五矿集团去年入主湖南有色金属控股集团公司，明确表示将以湖南有色集团作为实施主体，整合资源、优化结构，市场一直对公司在五矿集团的定位有所期待，但目前对公司的定位仍然没有明细，具有较大的不确定性。我们认为，公司在五矿集团的定位将决定未来公司在资源整合方向，对公司未来发展意义重大，但是五矿集团将公司的定位问题仍未确定。
- **盈利预测。**我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.06、0.1、0.15元/股，对应最新股价的PE分别为248、140、98倍，由于公司资产注入预期具有较大的不确定性并且公司铅锌冶炼业务缺乏上游资源，给予公司“中性”评级。
- **风险提示。**铅锌价格大幅波动风险、资产注入风险。

图表 1 公司盈利预测表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,261,794	1,227,848	1,289,283	1,331,276
增长率 (%)	6.85%	-2.69%	5.00%	3.26%
减：营业成本	1,189,195	1,169,463	1,224,998	1,260,044
毛利率 (%)	5.75%	4.76%	4.99%	5.35%
营业税金及附加	3,582	3,486	3,660	3,780
销售费用	11,876	12,300	13,000	15,000
管理费用	33,363	34,000	34,500	35,000
财务费用	18,403	19,000	21,000	23,000
费用合计	63,642	65,300	68,500	73,000
期间费用率 (%)	5.04%	5.32%	5.31%	5.48%
资产减值损失	7,515	0	0	0
加：公允价值变动收益	-175	5,800	6,000	6,500
投资收益	1,203	1,500	1,600	1,700
营业利润	-1,111	385	3,384	6,432
增长率 (%)	-115.37%	-134.66%	778.71%	90.05%
营业利润率 (%)	-0.09%	0.03%	0.26%	0.48%
加：营业外收入	3,878	3,774	3,963	4,092
减：营业外支出	153	0	0	0
利润总额	2,614	4,159	7,347	10,524
增长率 (%)	-69.44%	59.13%	76.66%	43.24%
利润率 (%)	0.21%	0.34%	0.57%	0.79%
减：所得税费用	807	1,040	1,837	2,631
所得税率 (%)	30.86%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	1,807	3,119	5,510	7,893
增长率 (%)	-74.17%	72.62%	76.66%	43.24%
净利润率 (%)	0.14%	0.25%	0.43%	0.59%
归属于母公司所有者的净利润	1,751	3,119	5,510	7,893
增长率 (%)	-75.01%	78.15%	76.66%	43.24%
少数股东损益	56	0	0	0
总股本	52,746	52,746	52,746	52,746
摊薄每股收益(元)	0.03	0.06	0.10	0.15

资料来源：华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券有色金属行业研究员。经济学士、经济学硕士；
主要研究和跟踪领域：有色金属行业研究。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>