

2010年8月15日

株冶集团

铅锌价格波动、成本抬升拖累盈利

A
买入

600961.SS - 人民币 15.07

目标价格: 人民币 21.30 (▼26.80)

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(16)	(12)	(13)	55
相对新华富时A50指数(%)	(8)	(5)	(4)	60

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	527
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	3,891.5
3个月日均交易额(人民币 百万)	144
净负债比率(%) (2011E)	124.5
主要股东(%)	
株冶冶炼集团有限公司	44.49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

株冶集团公告 2011 年上半年每股亏损 0.15 元, 这主要是由于铅锌价格大幅波动所致, 此外电力、人工及环保成本上扬也加大了盈利压力。可喜的是上半年基于对高毛利的精钢产品价格前景的乐观判断, 公司采取了惜售的态度, 我们预计下半年公司将可能集中出售这些产品以提振盈利。2011 年以来, 精钢价格步入了稳步复苏的通道, 我们认为未来节能环保和新能源等新兴产业仍将持续获得政策红利扶持, 精钢需求或将持续向好。放眼 2011 年下半年, 全球经济复苏可能受阻, 铅锌需求前景不容乐观, 基于谨慎考虑, 我们下调了铅锌价格预测和公司的盈利预测。2 季度以来有色板块估值历经大幅调整, 因而我们也下调了对公司的估值。我们下调公司目标价至 21.30 元, 但维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 钢行业景气度不断抬升。
- 工艺流程改善促使成本下降。
- 作为五矿铅锌平台, 将获得五矿集团大力扶持。

评级面临的主要风险

- 铅锌产品价格继续下滑。
- 公司资产负债率较高。

估值

- 我们下调公司 11 年、12 年每股盈利预测至 0.187 元(下调 30.8%) 和 0.384 元(下调 16.7%)。并基于 5 倍的 2011 年市净率对公司估值, 相应目标价由 26.80 元下调至 21.30 元。我们维持对公司的买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	11,809	12,618	12,746	13,902	13,736
变动(%)		7	1	9	(1)
净利润(人民币 百万)	70	18	99	203	248
全面摊薄每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.187	0.384	0.470
变动(%)		(75.0)	464.7	104.8	22.3
核心每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.187	0.384	0.470
变动(%)		(75.0)	464.7	104.8	22.3
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.271	0.461	0.611
调整幅度(%)	-	-	(30.8)	(16.7)	(23.1)
全面摊薄市盈率(倍)	113.4	454.0	80.4	39.2	32.1
核心市盈率(倍)	113.4	454.0	80.4	39.2	32.1
每股现金流量(人民币)	(1.73)	0.59	1.38	0.91	1.61
价格/每股现金流量(倍)	(8.7)	25.6	10.9	16.5	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	28.9	25.1	18.7	16.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.009	0.019	0.023
股息率(%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

铅锌价格大幅波动拖累上半年盈利

2011年公司半年报公告亏损7,816.09万元(折合每股亏损0.15元),同比增加14,435.98万元(2010年中报每股亏损0.42元),环比增加1,280.5万余元(2011年1季报每股亏损0.17元)。

公司主要产品铅、锌价格大幅波动是公司中报产生亏损的主要原因。其次公司电力、人工以及环保成本的抬升也起到了推波助澜的作用。

值得注意的是:公司上半年套期保值持仓浮动盈余大幅增加(同比增加1.096亿元,环比增加8,945万元),以及资产减值损失的同比减少(减少3,400余万元),缩小了主营产业的亏损缺口。因而公司在2季度铅、锌现货价格较1季度更为低迷,而铅锌毛利下降的背景下,实现了较好的收益。

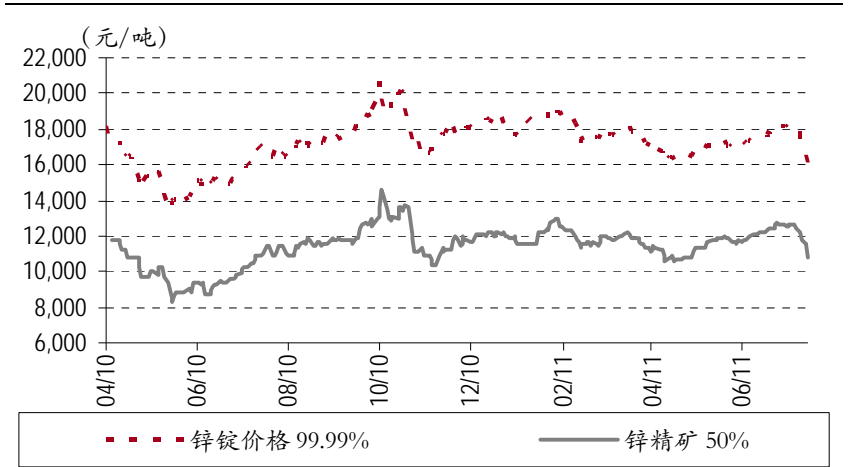
此外公司上半年黄金、白银、粗铜及少量钢等副产品价格同比涨幅显著,公司稀贵金属产业部分利润也有较好的增长,这也验证了我们对稀贵产品是公司盈利重要组成部分的判断。

图表 2. 公司铅锌产品毛利

	2011 中报	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报
锌产品(%)	0.98	1.92	2.55	8.9	11.22	3.9	3.3
铅产品(%)	1.47	4.04	2.44	10.21	6.58	(5.18)	9.64

资料来源:公司公告,中银国际研究

图表 3. 国内锌锭和锌精矿价格



资料来源:亚洲金属网,中银国际研究

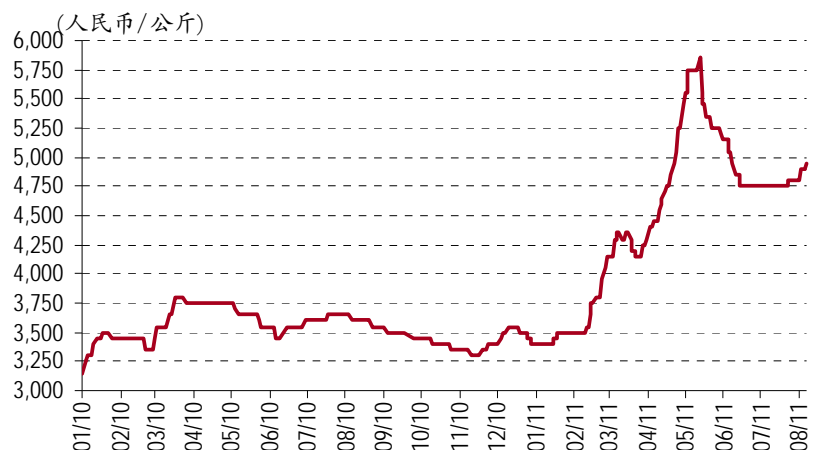
钢价仍具上升空间

2011年以来，在供需趋好的利好带动下，国内精钢价格稳步回暖，上半年精钢含税均价达4,500元/公斤，同比上涨26%。

2011年6月以来，钢市先于欧美假期而进入传统淡季，精钢价格有所回落。可喜的是进入8月，众多国内外贸易商已开始开启采购，以应对欧美假期后的需求高潮，钢价也随之稳步上扬。

基于经济转型期，我国对节能环保(LED照明)、新能源(铜钢镓硒太阳能薄膜电池)的持续政策红利扶持，我们依然看好钢的供需向好趋势，以及钢价的提升空间，并维持对钢价的假设。

图表 4. 钢价走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 5. 钢价预测

(元/公斤)	2010	2011E	2012E	2013E
预测	3,800	5,700	7,980	9,580
同比增长率(%)	-	50	40	20

资料来源：公司数据

下调盈利预测和目标价，维持买入评级

下半年，放眼全球，在欧债和美债、以及我国经济增速放缓的困扰下，全球经济运行前景不容乐观，全球经济复苏进程或低于市场和我们的预期。锌业供需局面改善有一定的阻力。基于这点判断，我们也在2011年下半年有色板块策略报告中相应调整了对锌价的预测。

图表 6. 铅锌价预测

(美元/吨)	2010	2011E	2012E	2013E
锌价目前预测	2,160	2,484	2,608	2478
锌价年初预测	2,160	2,700	2,835	
变动情况(%)	-	(8.0)	(8.0)	-

资料来源：公司数据

由于公司业绩受铅锌产品价格影响较大，锌价下调后公司主业将面临较大的盈利压力。上半年公司对钢等稀贵产品采取了惜售的态度，下半年为完成中报提出的盈利目标，我们预计公司将会集中出售高毛利率的钢以提振业绩。

此外，为度过成本攀升带来的经营困难，公司也一直致力于提升工艺以实现降耗节能，以及提高副产品的回收量和品质。2011年这些举措都将陆续取得较好的成效。

基于这几判断，因此我们推断公司下半年业绩将会有较好的提升，但全年业绩或仍将低于之前的预测。

我们分别下调公司2011年-2012年每股盈利至0.187元（下调30.8%）和0.384元（下调16.7%）。

2011年2季度以来，有色板块整体估值跟随大市进行了较大幅度的调整，我们也相应下调公司的估值。我们基于5倍（下调20%）的2011年市净率给公司估值，相应目标价下调20.5%至21.30元。

考虑到钢价未来上涨空间十分诱人，且作为五矿集团世界级铅锌战略平台，我们依然维持对公司的买入评级。

图表 7. 11年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10年上半年	11年上半年	同比变化(%)
销售收入	5,650.0	6,020.1	6.5
销售成本	5,422.1	5,791.9	6.8
营业税	9.1	0.9	(90.1)
毛利润	219	227	3.9
其他营业收入	(51.7)	62.7	n.a.
分销费用	56.5	56.9	0.6
管理费用	168.0	170.0	1.2
资产减值损失	88.6	54.3	(38.7)
经营利润	(146.1)	8.8	(106.0)
财务费用	92.30	85.58	(7.3)
投资收入	0.00	0.00	n.a.
其它非经营性收入	10.66	10.73	0.7
税前利润	(227.7)	(66.1)	(71.0)
税金	(5.0)	12.0	(342.8)
少数股东权益	(0.3)	0.0	(108.2)
净利润	(222.5)	(78.2)	(64.9)
全面摊薄每股收益(元)	(0.42)	(0.15)	(64.9)
盈利能力 (%)			
毛利率	3.9	3.8	
经营利润率	(2.6)	0.1	
净利率	(3.9)	(1.3)	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	11,809	12,618	12,746	13,902	13,736
销售成本	(11,094)	(11,892)	(12,036)	(12,996)	(12,751)
经营费用	(364)	(345)	(281)	(328)	(345)
息税折旧前利润	350	381	429	577	640
折旧及摊销	(145)	(208)	(178)	(195)	(211)
经营利润(息税前利润)	206	173	251	382	429
净利息收入/(费用)	(133)	(184)	(162)	(162)	(158)
其他收益/(损失)	13	37	32	27	32
税前利润	86	26	121	248	303
所得税	(16)	(8)	(22)	(45)	(55)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	70	18	99	203	248
核心净利润	70	18	99	203	248
每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.187	0.384	0.470
核心每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.187	0.384	0.470
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.009	0.019	0.023
收入增长(%)	n.a.	7	1	9	(1)
息税前利润增长(%)	n.a.	(16)	45	52	12
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	9	13	34	11
每股收益增长(%)	n.a.	(75)	465	105	22
核心每股收益增长(%)	n.a.	(75)	465	105	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	337	337	357	389	398
应收帐款	51	102	127	139	151
库存	2,377	2,343	2,287	2,599	2,550
其他流动资产	503	384	481	541	497
流动资产总计	3,269	3,164	3,252	3,668	3,597
固定资产	2,363	2,232	2,414	2,572	2,696
无形资产	312	305	289	274	259
其他长期资产	431	813	771	757	632
长期资产总计	3,106	3,349	3,475	3,603	3,587
总资产	6,375	6,514	6,727	7,271	7,184
应付帐款	418	243	350	378	383
短期债务	1,582	2,444	2,108	2,051	1,513
其他流动负债	302	518	789	1,068	1,220
流动负债总计	2,302	3,205	3,246	3,496	3,115
长期借款	1,759	967	1,057	1,153	1,211
其他长期负债	152	182	169	174	175
股本	527	527	527	527	527
储备	1,632	1,631	1,725	1,917	2,153
股东权益	2,160	2,158	2,252	2,445	2,680
少数股东权益	2	2	3	3	4
总负债及权益	6,375	6,514	6,727	7,271	7,184
每股帐面价值(人民币)	4.09	4.09	4.27	4.63	5.08
每股有形资产(人民币)	3.50	3.51	3.72	4.11	4.59
每股净负债/(现金)(人民币)	5.70	5.83	5.32	5.34	4.41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	86	26	121	248	303
折旧与摊销	145	208	178	195	211
净利息费用	128	194	162	162	158
运营资本变动	(967)	40	(6)	(172)	(483)
税金	(16)	(8)	(22)	(45)	(55)
其他经营现金流	(286)	(150)	297	94	713
经营活动产生的现金流	(910)	311	730	482	849
购买固定资产净值	(235)	(349)	(300)	(320)	(192)
投资减少/增加	22	45	0	0	0
其他投资现金流	(5)	13	3	3	3
投资活动产生的现金流	(218)	(292)	(297)	(317)	(189)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	713	(622)	(246)	39	(481)
支付股息	0	(13)	(5)	(10)	(12)
其他融资现金流	143	615	(162)	(162)	(158)
融资活动产生的现金流	855	(19)	(413)	(133)	(651)
现金变动	(273)	0	20	32	9
期初现金	611	337	337	357	389
公司自由现金流	(1,128)	22	433	166	660
权益自由现金流	(549)	(783)	168	187	165

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.0	3.0	3.4	4.2	4.7
息税前利润率(%)	1.7	1.4	2.0	2.7	3.1
税前利润率(%)	0.7	0.2	1.0	1.8	2.2
净利率(%)	0.6	0.1	0.8	1.5	1.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.0	1.0	1.0	1.2
利息覆盖率(倍)	1.5	0.9	1.5	2.3	2.7
净权益负债率(%)	139.1	142.3	124.5	115.0	86.6
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	113.4	454.0	80.4	39.2	32.1
核心业务市盈率(倍)	113.4	454.0	80.4	39.2	32.1
目标价对应核心业务市	201.7	807.3	143.0	69.8	57.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.7	3.7	3.5	3.3	3.0
价格/现金流(倍)	(8.7)	25.6	10.9	16.5	9.4
企业价值/息税折旧前利	31.3	28.9	25.1	18.7	16.0
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	78.2	72.4	70.2	68.6	73.7
应收帐款周转天数	1.6	2.9	3.3	3.5	3.9
应付帐款周转天数	12.9	7.0	8.5	9.5	10.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
净资产收益率(%)	3.2	0.8	4.5	8.6	9.7
资产收益率(%)	2.6	1.8	3.1	4.5	4.9
已运用资本收益率(%)	3.7	3.1	4.6	6.9	7.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371