

株冶集团 (600961.SH)

2023 年报及 2024 一季报点评：23 年资源注入带动业绩大增，24Q1 业绩符合预期

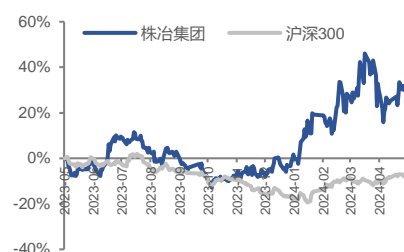
买入(维持评级)

当前价格：10.89 元
目标价格：13.87 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1073/752
总市值/流通市值 (百万元)	11684/8187
每股净资产 (元)	2.13
资产负债率 (%)	55.26
一年内最高/最低 (元)	12.21/7.28

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
执业证书编号：S0210522090001
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

投资要点：

➤ **事件：**公司发布2023年报及24Q1季报，23实现营收194.1亿元，同比（调整后）-4.9%，主因锌价下跌及锌合金收入下降所致；实现归母净利润6.11亿元，同比（调整后）+24.0%。24Q1实现营收44.3亿元，同比-1.6%；实现归母净利润1.59亿元，同环比+13.4%。

➤ **2023年：完成水口山有限并购带动业绩大增。**量：23年锌及锌合金产量66.2万吨，同比+2.2%；铅及铅合金10.7万吨，同比-2.8%；黄金产量3.4吨，同比+122.6%；白银320.1吨，同比+18.7%。价：23年黄金均价450元/克，同比+58元/克；白银5,561元/千克，同比+841元/千克；锌均价2.15万元/吨，同比-0.3万元/吨，包含分成的加工费均价0.62万元，同比+0.03万元/吨；铅均价1.58万元/吨，同比基本持平。利：23年水口山首年并表，公司实现毛利16.6亿元，实现毛利率8.5%。其中，黄金实现毛利2.85亿元，占比17.2%，实现毛利率21.2%；白银实现毛利3.19亿元，占比19.3%，实现毛利率22.7%；锌及锌合金毛利7.37亿元，占比44.5%，毛利率6.5%。

➤ **2024年：24Q1公司实现毛利3.92亿元，同环比分别+0.44/+0.64亿元。**其中，24Q1锌冶炼加工费环比-678元/吨，形成部分拖累，未来金银价格上涨继续带动利润释放。2024年公司将依托铅锌矿产资源和完整铅锌采选、冶炼生产线的全产业链优势，落实铅锌矿山资源开发和铅锌有色金属冶炼加工两大业务双轮驱动的发展战略，锌铅铜精矿含量目标为4.17万吨，锌产品产销目标为64.2万吨，其中锌合金48.78万吨；铅产品产销目标为10万吨，其中铅合金5.5万吨。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们调整了黄金价格和锌精矿加工费，假设2024-2026年自产金矿1.9/2.0/2.0吨，预计2024-2026年可实现归母净利润7.1/8.3/8.2亿元（24-25年前值为8.9/9.1亿元），对应EPS分别为0.66/0.77/0.76元/股，对应当前PE为17/14/14X，仍属于低估黄金标的，给予2024年行业平均21X估值，对应目标价格13.87元/股，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**金价不及预期，安全生产风险

相关报告

《株冶集团 (600961.SH)：铅锌龙头完善资源布局，新晋低估黄金标的》——20240313

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,677	19,406	20,700	20,848	20,778
增长率	-5%	24%	7%	1%	0%
净利润(百万元)	56	611	708	831	820
增长率	-66%	987%	16%	17%	-1%
EPS(元/股)	0.05	0.57	0.66	0.77	0.76
市盈率(P/E)	207.9	19.1	16.5	14.1	14.3
市净率(P/B)	53.6	3.2	2.7	2.4	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	600	2,132	2,147	2,304	营业收入	19,406	20,700	20,848	20,778
应收票据及账款	486	518	521	520	营业成本	17,750	18,907	18,964	18,922
预付账款	173	184	184	184	税金及附加	109	103	104	104
存货	2,210	2,354	2,361	2,079	销售费用	27	25	25	25
合同资产	0	0	0	0	管理费用	531	517	479	478
其他流动资产	366	329	331	330	研发费用	158	168	169	169
流动资产合计	3,835	5,516	5,545	5,417	财务费用	105	136	108	94
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	3,931	3,821	3,778	3,669	资产减值损失	-4	0	0	0
在建工程	590	640	640	590	公允价值变动收益	-9	-9	-5	-8
无形资产	676	803	970	1,210	投资收益	-8	-9	-9	-9
商誉	0	0	0	0	其他收益	45	45	35	35
其他非流动资产	82	88	94	98	营业利润	755	869	1,020	1,006
非流动资产合计	5,279	5,352	5,483	5,567	营业外收入	4	4	4	4
资产合计	9,114	10,869	11,028	10,984	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	1,699	2,648	2,243	1,699	利润总额	757	871	1,022	1,008
应付票据及账款	896	954	992	1,089	所得税	122	141	165	163
预收款项	0	0	0	0	净利润	635	730	857	845
合同负债	243	260	262	261	少数股东损益	23	22	26	25
其他应付款	600	600	600	600	归属母公司净利润	611	708	831	820
其他流动负债	433	445	444	443	EPS (按最新股本摊薄)	0.57	0.66	0.77	0.76
流动负债合计	3,871	4,908	4,541	4,091					
长期借款	980	970	900	800	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	506	506	506	506	成长能力				
非流动负债合计	1,486	1,476	1,406	1,306	营业收入增长率	23.8%	6.7%	0.7%	-0.3%
负债合计	5,357	6,384	5,947	5,397	EBIT 增长率	212.0%	16.9%	12.1%	-2.5%
归属母公司所有者权益	3,632	4,338	4,908	5,388	归母公司净利润增长率	987.3%	15.9%	17.3%	-1.3%
少数股东权益	125	147	173	198	获利能力				
所有者权益合计	3,757	4,485	5,081	5,586	毛利率	8.5%	8.7%	9.0%	8.9%
负债和股东权益	9,114	10,869	11,028	10,984	净利率	3.3%	3.5%	4.1%	4.1%
					ROE	16.3%	15.8%	16.4%	14.7%
					ROIC	12.3%	11.6%	12.8%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率	58.8%	58.7%	53.9%	49.1%
					流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
					速动比率	0.4	0.6	0.7	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	2.1	1.9	1.9	1.9
					应收账款周转天数	4	3	4	4
					存货周转天数	32	43	45	42
					每股指标(元)				
					每股收益	0.57	0.66	0.77	0.76
					每股经营现金流	0.64	1.08	1.26	1.58
					每股净资产	3.39	4.04	4.57	5.02
					估值比率				
					P/E	19	16	14	14
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	187	158	144	146

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn