

2010年5月19日

# 株冶集团

## 中国最大锌冶炼生产商

**A**
**未有评级**

600961.SS – 人民币 10.14

**乐宇坤**

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

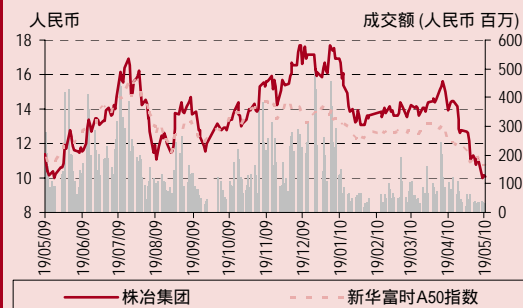
证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

株冶冶炼集团有限责任公司（株冶集团）主要从事锌和铅产品生产和销售，并副产镉等稀贵金属和硫酸。公司是中国最大的锌冶炼生产商，占据国内近 10.1% 的市场份额，同时也是国内主要的铅生产商之一。中国五矿集团通过股权划转方式即将成为株冶集团的实际控制人，五矿集团旗下有大量的铅锌资源，我们相信未来在铅锌矿的供应上会给公司带来更好的保障。此外，我们估计公司同业竞争问题也有可能逐步获得解决。

### 要点

- 铅锌产能增加。
- 增加自营贸易业务。
- 国内最大的镉生产商。
- 公司所需铅锌矿全部外购。
- 铅锌矿的加工费有下降风险。
- 债务负担重。
- 公司同业竞争问题有可能获得解决，但时间不确定。

### 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(%)	(38)	(28)	(26)	(11)
相对新华富时A50指数(%)	(13)	(16)	(10)	(5)

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)	2,620
3个月日均交易额(人民币百万)	74
净负债比率(%)	166.6
主要股东(%)	
株冶冶炼集团有限责任公司	39.6

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

### 图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	8,376	11,809	12,518	13,206	13,866
变动(%)	(39)	41	6	6	5
净利润(人民币百万)	19	70	102	150	173
全面摊薄每股收益(人民币)	0.04	0.13	0.19	0.28	0.33
变动(%)	(75.8)	264.4	45.6	47.1	15.0
市盈率(倍)	278.1	76.3	52.4	35.7	31.0
每股帐面价值(人民币)	3.73	4.09	4.14	4.31	4.46
市净率(倍)	2.7	2.5	2.5	2.4	2.3
每股股息(人民币)	0.00	0.15	0.12	0.17	0.20
股息率(%)	0.0	1.5	1.1	1.7	1.9

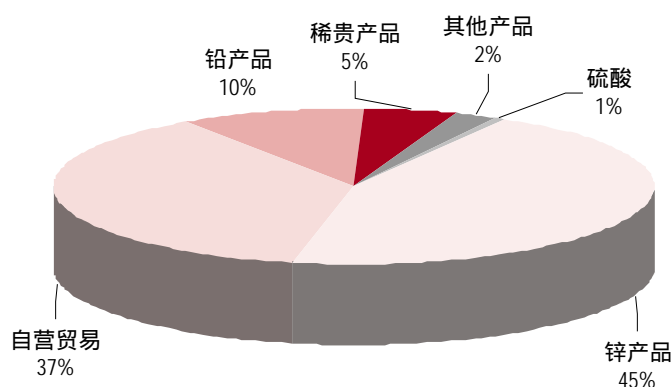
资料来源：公司数据及万得资讯

## 公司背景

株冶集团主要从事锌和铅产品生产和销售，并副产稀贵金属和硫酸。2009年，来自锌、铅和稀贵金属的销售收入分别占全部收入的45%、10%和5%；分别占全部毛利润的66.5%、17%和10.6%。公司是中国最大的锌冶炼生产商，占据国内近10.1%的市场份额；同时，公司也是国内主要的铅生产商之一。

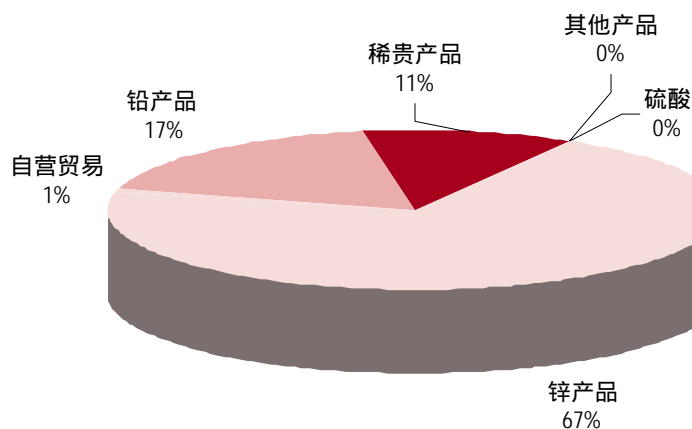
中国五矿集团通过股权划转方式即将成为株冶集团的实际控制人（目前在等待中国证监会核准），而之前为湖南有色金属控股集团有限公司（湖南有色集团）。公司于2004年8月30日在上交所上市。

图表 2. 销售收入分布



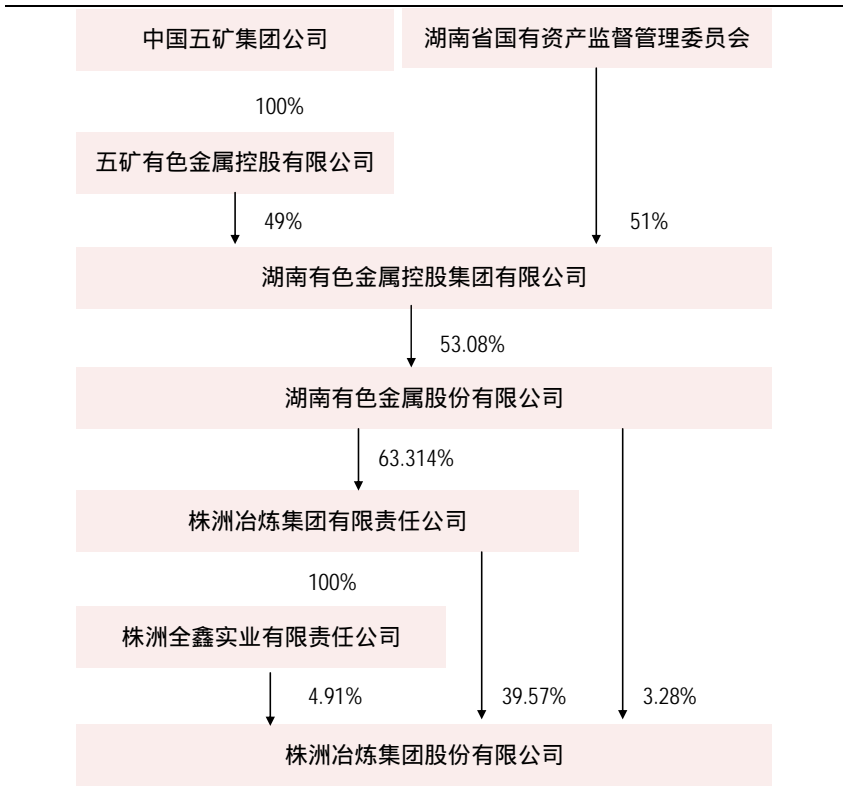
资料来源：公司数据

图表 3. 毛利润分布



资料来源：公司数据

图表 4. 股权结构图



资料来源：公司数据

### 铅锌产能增加

2009年公司生产电锌 43.84 万吨、电铅 10.46 万吨，铅锌产品总产量 54.3 万吨，为年目标的 103.2%，较上年增长 10.36%。公司的循环经济建设直接浸出炼锌工艺系统在 09 年 12 月份基本完工，由此公司锌的生产能力增加 8 万吨左右，公司目前的铅锌总产能近 65 万吨。2010 年，公司计划完成铅锌总产量 60.4 万吨，较 09 年实际量增加 11%，从而确保公司在国内铅锌冶炼行业的领先地位。

### 增加自营贸易业务

由于国际铅锌市场需求疲软，为做大做强，2009 年公司增加自营贸易业务，全年收入达到 43.71 亿元，虽然毛利率仅 0.1%，毛利润仅 380 万元，但该业务有助于公司建立新的贸易伙伴。

## 全国最大的钢生产商

09 年公司钢产量约 50 多万吨，是国内最大的钢生产商。钢主要用于 LCD 和半导体等电子产品，由于全球供应过剩，因此价格处于相对较低水平，目前在 3,000 多元/公斤，大大低于高点的近 8,000 元/公斤。但由于钢是铅锌冶炼的副产品，成本相对较低，因此目前公司还能取得近 13% 的毛利率水平。此外，09 年公司生产硫酸约 36 万吨，由于 09 年硫酸价格大幅下跌，硫酸业务出现近 500 万元的亏损。

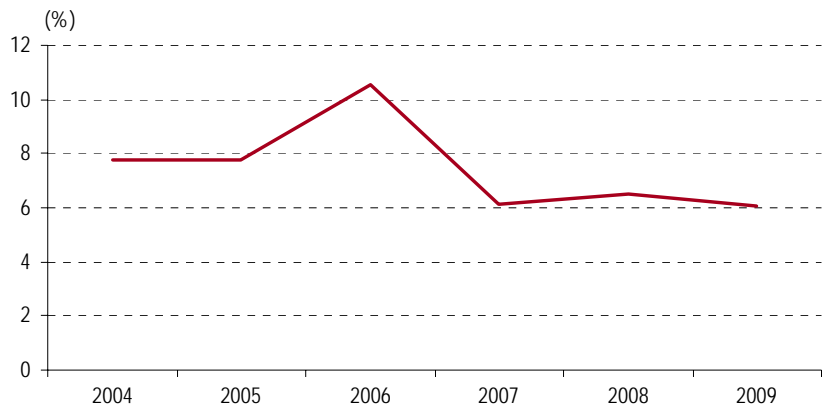
## 期货套期保值策略

2009 年公司将卖出保值为主的思路调整为适当增加对原料买入保值，全年公司套期保值头寸总量为 50,585 吨，约占总产量的近 10%，全部为到期平仓；境外头寸总量为 17,000 吨锌、5,450 吨铅；境内头寸总量为 28,135 吨锌，对应保值的是公司进口和库存锌精矿，以及锌产品。09 年公司累计期货套期保值损失近 3,007 万元。

## 铅锌冶炼业务利润率较为稳定

公司所需铅锌矿全部外购，其中近 30% 进口。由于公司是纯粹的冶炼企业，因此毛利率相对较为稳定。

图表 5. 毛利率



资料来源：公司数据

## 同业竞争问题

根据公司年报披露，目前在母公司中和公司存在同业竞争的企业有水口山集团和锡矿山闪星锑业有限责任公司（锡矿山）。水口山集团是湖南有色集团的控股子公司，主要经营铜、铅、锌和稀贵稀散金属等品种。现有铜矿一座、铅锌矿一座，年可采选矿石 60 万吨，冶炼铅锌 26 万吨，生产黄金 1,000 公斤和白银 260 吨，铍铜年生产能力达 1,200 吨，氧化铍年生产能力 1,200 吨，锌基合金年生产能力达 1.5 万吨。锡矿山是湖南有色(2626.HK/港币 2.89, 卖出)的控股子公司，是中国锑品深加工的主要科研基地和生产基地，也是全球最大的锑品生产商和供应商，目前已形成 4 万吨锑品、4 万吨精锌、10 万吨化工产品的生产能力。这两家企业的铅、锌、金、银业务与公司相同，构成同业竞争。

水口山集团和锡矿山都是老企业，要解决公司与他们之间的同业竞争问题有难度。目前湖南有色集团正在与中国五矿集团进行资产重组，我们相信重组完成后，公司的同业竞争问题有望得到解决。

## 持有西部矿业股票

公司于 2007 年非公开发行收购集团公司对外投资中西部矿业(601168.SS/人民币 10.70, 未有评级)股权 2,700 万股，该股份于 2008 年 9 月 2 日解禁并过户到公司。2008 年 12 月出售 1,000 万股，取得 6,758 万元的股权转让收益，公司现持有西部矿业股票 1,700 万股。

## 负债水平较高

截至 2010 年 1 季度末，公司的净负债/股东权益为 167%，处于较高水平，相应的 1 季度财务费用近 4,363 万元，占公司 1 季度毛利润的 26%，债务负担重是影响公司盈利水平的一个重要因素。

## 初步结论

公司目前以铅锌冶炼业务为主，没有自有矿山，但公司的实际控制人变更为中国五矿集团，五矿集团旗下有大量的铅锌资源（主要集中在澳洲的 MMG 公司），我们相信未来在铅锌矿的供应上会给公司带来更好的保障。此外，我们估计随着五矿集团的入主，公司同业竞争问题有可能获得解决。

公司目前面临的一个主要风险是铅锌矿的加工费有下降，随着国内铅锌冶炼产能的扩张，铅锌矿供应不足的问题会更明显。另外，何时能解决同业竞争问题存在较大不确定性，我们目前初步估计可能要到年底或明年初。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 5 月 17 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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