

2010年11月22日

株冶集团

全球铝业龙头

A

买入

600961.SS - 人民币 16.34

目标价格: 人民币 26.80

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

株冶冶炼集团股份有限公司(株冶集团)是中国最大且全球领先的铝生产商,同时是亚洲最大的湿法锌冶炼企业。铝是中国具有优势的稀有金属,储量占全球近73%。铝的下游LCD和LED平板显示器需求呈现加速上升的趋势,节能环保也将推动LED在通用照明领域逐步普及,铝也是制造新一代铜铝镍高效太阳能电池和下一代电脑芯片的关键材料,前景十分光明,我们相信全球铝业将步入黄金发展期。我们预计中国政府未来如果对铝行业加紧控制并实施战略收储,将推动铝价大幅上升,并使得未来铝业务对公司盈利贡献呈现井喷的态势。另外,我们相信公司可能成为五矿集团打造世界级铅锌工业领导者的战略平台,未来发展空间极大。我们预计公司2010-12年盈利的复合增长率可高达116%,我们给予公司的目标价格为26.80元人民币,首次评级为买入。

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(%) | 1 | 15 | 51 | 5 |
| 相对新华富时A50指数(%) | 22 | 25 | 49 | 27 |

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) | 4,219 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 305 |
| 净负债比率(%) | 82.4 |
| 主要股东(%) | |
| 株冶冶炼集团股份有限公司 | 39.6 |

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

支撑评级的要点

- 政府可能战略收储以及出口控制将限制铝的供给。
- 下游需求上升强劲,推动铝业步入上升期。
- 有望获得铅锌资源注入并获得稳定的铅锌矿供应。

评级面临的主要风险

- 政府收储时间难以判断。
- 铝需求低于预期导致铝价波动较大。
- 五矿集团的内部整合晚于预期。

估值

- 我们以6.4倍的2010年市净率给公司估值,这和铅锌类上市公司的平均市净率水平一致,但较最具可比性的公司中色股份有37%的折让,相应的目标价格为26.80元。我们对公司的首次评级为买入。

图表 1.投资摘要

| 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 | 12,125 | 13,288 | 14,248 |
| 变动(%) | - | 41 | 3 | 10 | 7 |
| 净利润(人民币 百万) | 19 | 70 | 51 | 143 | 243 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.036 | 0.133 | 0.098 | 0.270 | 0.461 |
| 变动(%) | - | 264.4 | (26.6) | 177.0 | 70.5 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.036 | 0.133 | 0.098 | 0.270 | 0.461 |
| 变动(%) | - | 264.4 | (26.6) | 177.0 | 70.5 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 448.1 | 123.0 | 167.5 | 60.5 | 35.4 |
| 核心市盈率(倍) | 448.1 | 123.0 | 167.5 | 60.5 | 35.4 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.58 | (1.73) | 2.81 | 0.99 | 1.06 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 10.4 | (9.5) | 5.8 | 16.4 | 15.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 39.3 | 33.2 | 26.6 | 20.5 | 15.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.050 | 0.000 | 0.054 | 0.092 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.6 |

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

| | |
|------------------------|----|
| 投资摘要及估值..... | 3 |
| 公司背景..... | 5 |
| 钢需求井喷一触即发..... | 7 |
| 中国战略收储有望推动钢价大幅上升..... | 11 |
| 株冶集团有望充分享受钢业爆发东风..... | 14 |
| 有望成为五矿打造世界级铅锌企业平台..... | 15 |
| 盈利展望 - 有望出现爆发式增长..... | 17 |
| 主要风险..... | 20 |
| 研究报告中所提及的有关上市公司..... | 22 |

投资摘要及估值

投资亮点—铟业务以及央企整合

株冶集团是中国最大且全球领先的铟生产商，同时可能是五矿集团打造世界级铅锌工业领导者的战略平台。

首先，铟是中国具有优势的稀有金属，储量占全球近 73%。而株冶集团是中国最大并且也是全球领先的铟生产商。铟的下游 LCD 和 LED 平板显示器需求呈现加速回升的趋势，节能环保政策也将推动 LED 在通用照明领域逐步普及，铟也是制造新一代铜铟硒高效太阳能电池的核心材料和制造下一代电脑芯片的关键材料，商用化前景十分光明，因此我们对铟未来强劲的需求持十分乐观的态度。考虑到目前铟价仍然徘徊在历史较低的水平，我们相信铟的需求上升将推动铟的价格不断抬高；此外，由于中国在全球铟供应中的重要地位，我们预计中国政府未来如果对铟行业加紧控制并实施战略收储，将使得市场供应趋紧并推动铟价大幅上升。我们相信未来铟业务对公司盈利的贡献将呈现井喷的态势。

其次，株冶集团是中国锌冶炼产能最大、全球单厂锌冶炼产能排名前五的大型铅锌冶炼企业，而公司还可能成为实际控制人五矿集团打造世界级铅锌工业领导者的战略平台，未来发展空间极大。公司还有望从湖南有色获得铅锌资源注入，并通过五矿获得稳定的铅锌矿供应。

放眼未来，我们相信随着铟业务盈利的不断攀升，以及实际控制人五矿集团和母公司湖南有色给予的铅锌矿资源支持，公司未来盈利将出现十分显著的增长。我们估计 2010 年-2012 年公司净利润复合增长率将高达 116%。

市净率法估值

我们相信随下游需求爆发以及供应的限制，铟业务将成为公司未来盈利亮点和重要增长点之一。但我们考虑到株冶集团是目前全国铅锌冶炼的龙头企业，目前公司资产以及销售额仍以铅锌业务为主，因此我们仍选取 A 股铅锌类上市公司对株冶集团进行估值比较。

公司 2010 年前三季度业绩受冶炼成本抬升,和铅锌价格下跌导致存货跌价准备提高所拖累,处于亏损状态。但我们相信随着钨业务盈利上升,以及来自湖南有色和五矿集团的支持,公司盈利将驶入快速上升通道,因此我们采用市净率法对公司进行估值。

当前 A 股铅锌类相关企业 2010 年的市净率预测值在 3.6-10.4 倍,平均市净率为 6.4 倍。虽然相对于有上游资源的铅锌上市公司,株冶集团目前是个纯冶炼的企业,铅锌业务盈利能力不佳,但未来有望从湖南有色获得铅锌资源注入,并通过五矿获得稳定的铅锌矿供应,更重要的是公司战略稀贵金属钨的发展空间十分显著,所以我们认为公司可以获得较高的估值水平。

此外我们也发现株冶集团与中色股份有较大的相似性,中色股份也是央企控股企业,以铅锌为主业,另外中色股份拥有稀土的分离业务,这和钨一样都是中国优势的稀有金属,因此我们认为两公司的估值有更大的可比性。

虽然如此,我们谨慎的以 6.4 倍的 2010 年市净率给公司估值,这和铅锌类上市公司的平均市净率水平一致,较中色股份有 37%的折价,相应的目标价格为 26.80 元。我们对公司的首次评级为**买入**。

图表 2.与锌铅类上市公司估值比较

| 证券简称 | 证券代码 | 收盘价 | 市值 (元) (百万元) | 每股收益(元/股) | | | 每股收益增长率(%) | | 市盈率(倍) | | 市净率(倍) | | 净资产收益率(%) 2010E |
|-------------|-----------|-------|-----------------|-----------|-------|-------|------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------------------|
| | | | | 2009 | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E | |
| 西部矿业 | 601168.SS | 17.47 | 41,579 | 0.25 | 0.515 | 0.76 | 106.0 | 47.6 | 33.9 | 23.0 | 3.6 | 3.3 | 40.4 |
| 中金岭南 | 000060.SZ | 19.98 | 31,768 | 0.4046 | 0.393 | 0.663 | (2.9) | 68.7 | 50.8 | 30.1 | 5.9 | 4.8 | 11.6 |
| 驰宏锌锗 | 600497.SS | 24.47 | 24,715 | 0.337 | 0.392 | 0.44 | 16.3 | 12.2 | 62.4 | 55.6 | 5.7 | 5.5 | 9.2 |
| 中色股份 | 000758.SZ | 30.60 | 19,553 | 0.133 | 0.113 | 0.333 | (15.0) | 194.7 | 270.8 | 91.9 | 10.4 | 9.6 | 4.0 |
| 平均值 | | | 29,404 | 0.28 | 0.35 | 0.55 | 26.1 | 80.8 | 49.1* | 36.2* | 6.4 | 5.8 | 16.3 |
| 株冶集团 | 600961.SS | 16.34 | 8,611 | 0.133 | 0.098 | 0.270 | (26.3) | 175.5 | 167.5 | 60.5 | 3.9 | 3.7 | 2.4 |

资料来源:中银国际研究部

*指剔除中色股份

公司背景

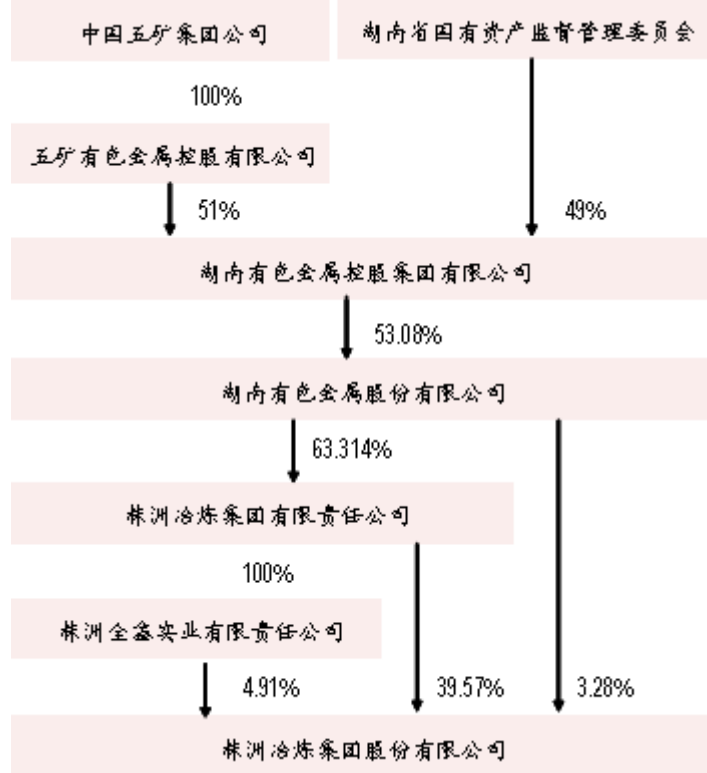
株冶集团是中国主要的铅锌冶炼企业和出口基地之一。公司锌冶炼产能约 50 万吨，以约 10% 的市场占有率居全国第一，也是亚洲最大的湿法炼锌企业。公司铅冶炼年产能接近 10 万吨，也位列全国大型铅冶炼企业之一。

除铅锌业务外，公司还从事生产和销售稀贵金属铟、稼以及硫酸等铅锌冶炼副产品。其中尤为值得注意的是公司铟年产能高达近 50 吨，占 2009 年全国铟（包括再生铟）总产量 15% 和原生铟产量的 17%，是全国最大的铟生产企业。作为长期深耕于铟领域研发和生产的国有大型铅锌冶炼企业，公司在全国铟业具有重要的市场影响力。

继 2008 年 9 月五矿有色从湖南省国资委处获得湖南有色 40% 股权后，2009 年 12 月五矿有色再次以 55.6 亿元现金增持湖南有色股权至 49%，并于同时受让了湖南国资委无偿划转的湖南有色 2% 股权。至此五矿集团已控股湖南有色 51% 的股权，并通过湖南有色正式成为株冶集团的实际控制方。

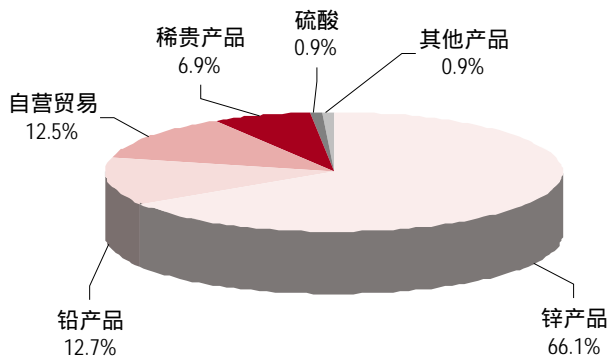
2010 年上半年公司锌、铅和稀贵金属业务分别贡献 66.1%、12.7% 和 6.9% 的营业收入，并分别占据 41.8%、7.7% 和 36% 的毛利润。

图表 3.公司股权和主要控股公司结构图



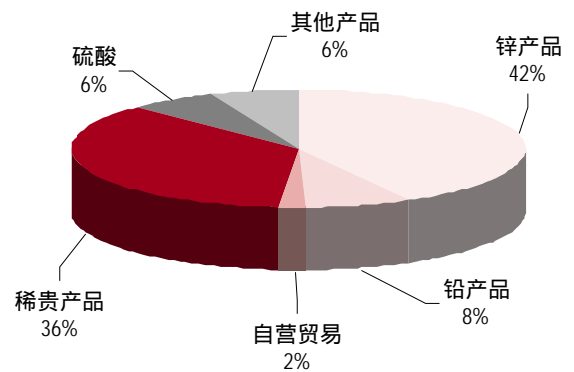
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.2010 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.2010 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

铟需求井喷一触即发

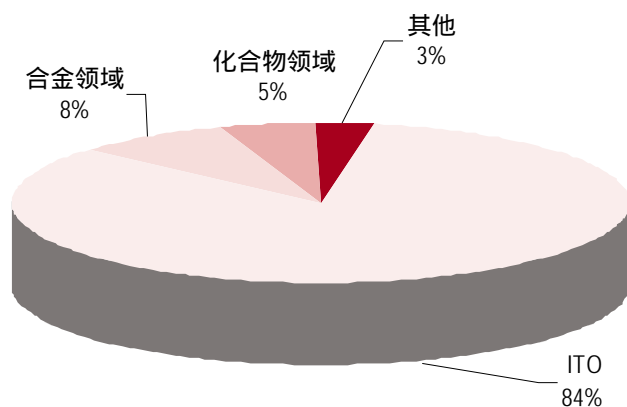
铟是银白色略带淡蓝色的稀贵金属，具有良好的延展性和传导性，在平板显示、通用照明和太阳能光伏发电领域拥有广泛的应用范围和发展潜力，因此铟业被普遍看好为“新材料朝阳产业”。

铟下游产业概述

目前全球约 84%的铟被制作为应用于平板显示的铟锡金属氧化物（ITO）。ITO 具有出色的导电性和透明性，可以切断对人体有害的电子辐射、紫外线及远红外线。所以铟普遍被用于喷涂在电子显示屏上，以在增强导电性和透明性的同时切断对人体有害的电子辐射光线。据 USGS 统计数据，目前全球近 70%的铟被用于制造平板显示领域的 LCD 显示屏，14%的铟被用于正在逐步普及的新一代 LED 显示屏。

此外合金领域和化合物领域各占全球铟消费的 8%和 5%。值得注意的是铜和铟的化合物——铜铟镓硒在薄膜太阳能电池板领域的应用被国际学术界和产业界公认为下一代新型薄膜电池的主要发展方向。

图表 6.铟的消费领域情况



资料来源：USGS，中银国际研究

LCD 显示需求复苏强劲，有力拉动钢消费大幅跃升

目前在平板显示领域，相对于新一代 LED (Light Emitting Diode，又称发光二极管) 技术，LCD (Liquid Crystal Display，俗称液晶显示器) 仍占据主流地位。据统计目前 LCD 在全球电视机中的渗透率高达 20%，LED 尚仅有 3%。

2008 年-2009 年受世界范围内金融危机影响，全球 LCD 需求骤降，LCD 产业随之陷入史上最为严重的衰退期。在需求跌入冰点的同时也带来了全球 LCD 产能扩张的停滞。可喜的是也正是受惠于此，整个 LCD 行业在渡过金融危机的同时也基本消化了危机前累计的库存，完成了去库存化。

随后在各国政府的经济刺激政策影响下，LCD 需求随全球经济复苏强劲反弹。根据全球液晶玻璃基板巨头美国康宁公司 (Corning Inc.) 最新预计：在东南亚新兴市场 LCD 液晶显示器消费强劲的刺激下，2010 年全球 LCD 需求将同比飙升 21% 达创记录的 1.71 亿片。我国已成为全球 LCD 平板电视销售领头羊，2010 年液晶显示器的需求将升至 3,700 余万片。LCD 需求的火爆提振了随其同步陷入低谷的全球钢业，据估算 2010 年全球用于 LCD 的钢将同幅大涨 21% 至 850 余吨，我国钢的消费也将高达近 185 吨。

除电视外，我们还注意到近些年来笔记本电脑 (包括上网本、平板电脑) 和智能手机等新兴热门电子产品的消费需求得到进一步增强。根据 DisplayResearch 预测，2010 年全球笔记本、上网本等领域的液晶显示需求将实现 15% 的大幅增长。

此外根据摩尔定律，平板显示领域的技术革新将会日趋加快，LCD 液晶电视的更新换代周期也将随之大幅缩短。我们认为这也将有力的支撑 LCD 液晶面板市场需求的长期繁荣。

综合考虑液晶电视、笔记本和智能手机等 LCD 显示屏主要应用领域未来需求的强劲增长，以及我国家电以旧换新等相关消费刺激政策的持续，我们预计我国乃至全球钢在 LCD 领域的消费将面临大幅增长的机遇。

第四代 LED 绿色光源产业井喷引领钢消费驶入快车道

LED 是一种固态的半导体器件，它可以直接把电转化为光。用若干个 LED 组成的 LED 屏，可接驳计算机显示文字和图形。相对于 LCD，LED 的主要优势之一在于可大规模生产任意尺寸和形状的显示屏，克服了 LCD 目前只能量产 100 英寸左右显示屏的障碍。LED 这一技术优势带来了其应用领域的大幅扩张：LED 不仅可应用于平板电视等传统范畴，更可将应用范围拓展至户外大型显示屏、交通信号灯、特殊照明、日常通用照明等各类尺寸电子显示领域。因此我们有理由相信虽然目前 LED 渗透率还并不高，但作为新一代平板显示技术，LED 拥有广阔的发展空间和潜力。

在家电应用领域，据 iSuppli 分析预测 2009 年-2014 年期间我国 LED 电视的出货量年均复合增长率有望超过 150%，呈井喷式增长的态势。此外 LED 具有无可比拟的节能优势，如果政府效仿对节能空调采取的财政补贴政策来推广高效节能的平板电视，则 LED 背光液晶电视的增速有望进一步扩大。

此外我们认为 LED 将凭借其节能优势在各类通用照明领域大显身手。从全球范围内来看，飞利浦公司于 2010 年 9 月预测，2010 年 LED 照明产品的市场份额仅约 10%，而到 2015 年全球 LED 照明的市场规模将会超过传统照明，占到全球照明市场份额的 56% 左右。在国内，根据 2009 年 10 月颁布的《半导体照明节能产业发展意见》，2015 年前我国半导体照明节能产业产值年均增长率也将高达 30% 左右。据中国有色金属工业年鉴预测，如若 LED 顺利进入普通照明领域，则钢的年消费量至少达几百吨的规模。

我们相信 LED 市场需求的大跨步飞跃必将给钢产业带来历史性发展机遇。我们相信钢在 LED 中的需求爆发近在眼前。

太阳能薄膜光伏发电有望成为钢铁产业发展蓝海

虽然目前多晶硅仍然是太阳能光伏发电的主要技术，但是多晶硅电池系统的最低发电成本目前仍高达每度电 2 元多的水平，基本无法与传统煤炭发电成本相比较，更落后于风力发电成本。可以说太阳能光伏发电至今未能进一步发展，成本是关键制约因素。

相对多晶硅电池而言，薄膜太阳能光伏电池系统成本平均可减少约 1/3。且随着技术的进步，薄膜发电成本仍有较大的下降空间。受益于此，自 2007 年起全球薄膜电池产量增长率一直领先于光伏产业年均增长率。

2006 年各种太阳能电池技术中，多晶硅占全部太阳能光伏发电市场份额的 46.5%，单晶硅为 43.4%，薄膜电池约 7.6%，带硅电池 2.6%。但据欧洲能源协会预测，到 2010 年薄膜光伏电池占比将攀升至近 20%。

在各类薄膜电池板材料中，铜铟镓硒具有稳定性好、抗辐照性能强、成本低、效率高等优点。该类电池板大面积电池组件转化效率一般可达 10%-15%，是公认的下一代新型薄膜电池的主要发展方向。

我们相信未来全球能源将日趋紧缺，能源价格也将因全球范围内流动性泛滥而被不断推高。在此背景下，全球各国将加大对太阳能光伏发电的投入，值得注意到是我国已将太阳能光伏发电列入我国新能源战略新兴产业领域。据此我们对铜铟镓硒薄膜电池在大规模政策利好支持下的发展空间持较为乐观的态度。

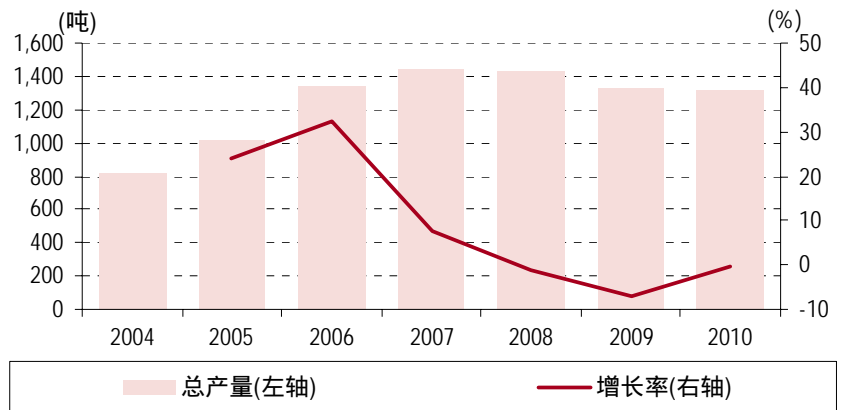
中国战略收储有望推动钢价大幅上升

精钢供给恢复慢于需求增长

钢主要以微量存在于闪锌矿中，工业生产则一般采用化学法或电解法在锌冶炼过程中提炼原生钢，因此钢属于电锌的副产品之一。除原生钢外，工业中也可以从废靶（例如 ITO）中提取再生钢。

金融危机前受惠于钢下游产业的旺盛需求，2004-2007 年全球精钢总产量年均增长率高达 20%。但在金融危机爆发后，受需求下降影响，全球精钢产量持续衰退。此外根据安泰科预测，2010 年受我国节能减排关停部分铅锌冶炼企业影响，我国和全球精钢产量将基本和 2009 年持平达约 1,320 吨。

图表 7.全球精钢产量

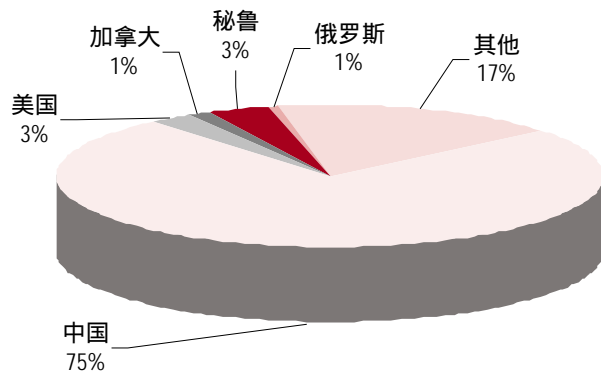


资料来源：中国有色金属工业年鉴，中银国际研究

铟是中国的优势金属

铟同稀土等一样，是中国占有优势地位的稀贵金属。据 USGS 数据，2007 年中国的原生铟储量约占全球的 73% 达 8,000 吨，远远领先于其他国家。

图表 8.2007 年中国铟储量占比



资料来源：USGS，中银国际研究

同时中国也是全球最大的原生铟供应国和出口国。虽然自 2007 年以来由于铟需求跌入谷底，中国铟产业一直处于减产状态，但 2009 年中国精铟产量仍达 300 余吨，占全球约 50% 的原生铟市场份额（2009 年全球精铟总产量为 1,457 吨，其中原生铟 600 吨，再生铟 857 吨）。

铟主要是锌冶金过程中的伴生品，随着锌产量的增长而增长。据中国有色工业金属年检预测，未来全球铅锌冶炼产量增长主要集中在我国，因此全球原生铟的产量增速将继续依赖我国产量的增长。此外虽然目前全球再生铟主要来自于日本和韩国，但是铟的主要下游产品 LCD 和 LED 目前全球的主要生产和消费基地已经转移到我国大陆和台湾地区，同时日韩再生铟生产成本也较高，因此这两国再生铟的产量增长潜力较小。考虑到我国再生铟技术尚不成熟，因此可以预见未来全球铟产量的增长主要来源于我国原生铟产量的提高。

我国战略收储预期可能使供应趋紧并大幅推升钨价

钨作为一种稀有金属在自然界中含量较少且分布稀疏，中国是目前国际市场钨的重要生产者和提供者。为保证中国稀有金属资源优势地位，加强稀有金属资源控制，遏制无序与混乱开采，和保护环境，中国正在调整稀有金属的出口政策。我们注意到 2011 年我国钨出口配额将继续维持在 233 吨的水平，总量和 2009 年及 2010 年持平。据商务部信息，未来我国包括钨在内的稀有金属出口配额将以 2%至 3%的幅度逐年递减。

据 11 月 3 日上海证券报消息，我国政府也正在酝酿对稀土、钨、铌、钼、锡、钽、锆、等十种稀有金属的战略收储计划。

我们认为随着钨的下游需求上升将推动钨的价格不断抬高，由于中国在全球钨供应中的重要地位，我们预计中国政府未来如果对钨行业加紧控制并实施战略收储，将使得市场供应趋紧并推升钨价大幅上升。

株冶集团有望充分享受铝业爆发东风

全球领先的钢生产商

由于原生钢是锌冶炼过程中的副产品，因此株冶集团长期高居中国乃至全球原生钢龙头地位。2009年公司精钢产量约为50万吨，占据中国2009年精钢总产量的15%。2010年公司钢产量预计将基本和2009年持平，继续保持全球规模领先地位。

我们注意到在全国钢出口配额管制的背景下，公司自2009年起每年出口配额占比均稳定在20%左右，领先于其他国内竞争对手。

生产成本低

由于钢是株冶在锌冶炼过程中的副产品，因此生产成本较低。我们初步估算，公司钢的生产成本可能不到1000元/公斤，按照目前的市场价格，毛利率可能在60%以上，具有较高的利润水平。

我们相信在全球钢需求上升和我国对钢供应控制的预期下，钢的价格可能面临大幅上升。株冶集团将凭借其规模和成本优势，充分享受铝业加速发展带来的好处。

有望成为五矿打造世界级铅锌企业平台

国内铅锌冶炼龙头企业

2010 年株冶集团拥有锌冶炼产能约 50 万吨，铅冶炼产能近 10 万吨，是全国产能最大的锌冶炼企业，其铅冶炼规模也位居全国领先之列。

2010 年公司计划生产铅锌共约 60 万吨(锌约 50 万吨，铅约 12 万吨)，上半年公司共完成铅锌总产量 29.56 万吨，实现全年目标的 48.94%，同比增长 13.33%。

2010 年 7 月，公司正式启动 12 万吨基夫赛特一步炼铅技改项目，建设期为 2 年。项目建成后公司将陆续关停原有落后铅冶炼产能，铅冶炼总体产能将维持在 12 万吨左右的水平。

将成为五矿集团打造世界级铅锌冶炼企业战略平台

在 2009 年底中国五矿集团与湖南有色控股集团战略重组的签字仪式上，五矿集团表示要把湖南有色建设成为世界钨铋工业和铅锌工业的领导者，这意味着株冶集团将成为五矿集团打造世界级铅锌冶炼企业的战略平台。

2010 年 11 月初，五矿集团与株洲市人民政府签署了“共建有色金属新材料精深加工株洲基地”战略合作框架协议。按照合作框架协议，五矿将在未来十年内将株洲市下属企业的年销售额提升至 500 亿元，使株洲成为国内第一、世界一流的有色金属材料研发和精深加工基地。我们认为株冶集团作为五矿在株洲主要下属企业（另一企业为株硬），未来整体营收规模将获得大幅提升。

同时五矿也将有效整合株冶和株硬两大国家级技术中心以及湖南有色相关的科研资源，打造具有世界领先水平的有色金属新材料研发中心。并推进株冶集团的技术升级，大力提升株冶集团关键工艺技术和装备水平，推广绿色冶金技术，发展循环经济，打造世界级“铅锌绿色冶炼”企业。

有望获得铅锌资源注入和稳定的铅锌精矿供给

我们认为目前制约株冶集团进一步发展的因素之一是缺乏上游铅锌精矿资源。目前株冶集团精矿基本依赖外购，其中国外精矿约占 20%，国内精矿约占 80%。由于铅锌冶炼业务利润十分有限，且当铅锌价格低迷时精矿生产企业也往往不愿以相应的低价出售精矿，给公司日常冶炼带来困难。

我们注意到株冶集团母公司湖南有色旗下拥有较多的铅锌矿资源。其中湖南有色下属拥有丰富铅锌资源且尚未上市的水口山集团更是与株冶集团长期存在同业竞争问题。我们认为母公司湖南有色有将水口山矿注入株冶集团以解决同业竞争问题的义务。此外湖南有色旗下巴基斯坦杜达铅锌矿拥有品味较好的铅锌矿资源，而且未来的铅锌矿将全部供给株冶。考虑到减少关联交易，我们认为母公司未来有可能也将杜达铅锌矿注入株冶集团。

图表 9.湖南有色集团旗下主要有色资源一览

| 项目 | 持股比例 | 金属储量 | 品位 | 计划年产量 |
|-------------|------|--|-------------------|---------------|
| 湖南水口山有色金属集团 | 100% | 铅 87.46 万吨，锌 111.08 万吨银 2,400 多吨，金近 60 吨 | 铅锌品位约 6.7% | 年开采铅锌矿石 60 万吨 |
| 巴基斯坦杜达铅锌矿 | 49% | 铅 33.03 万吨，锌 99.10 万吨 | 含锌 10.5%, 铅 3.5%, | 年开采铅锌矿石 66 万吨 |

资料来源：中银国际研究

最后我们预计株冶集团未来可通过实际控制方五矿集团获取更为稳定的精矿供给。在去年底五矿整合湖南有色后，公司可能已开始着手和五矿集团旗下的 MMG 接触，希冀能借助 MMG 这一全球第二大锌精矿企业稳定公司精矿供应，规避经营风险。

盈利展望 – 有望出现爆发式增长

我们预测 2010 年-2012 年公司净利润年均复合增长率达 116%。公司未来两年盈利爆发式增长主要来源于：

1. 家电和消费电子产品强劲需求将带来 LCD 和 LED 平板显示屏需求量的猛增，此外 LED 通用照明设备有望逐步普及，太阳能铜钢镓硒电池板也将加快商用。受益于此全球铝业将迎来价量齐升的繁荣期。
2. 五矿集团及湖南有色集团将在铅锌冶炼上游铅锌矿资源上给予株冶集团支持，提升公司铅锌冶炼盈利能力。

下游需求强劲拉动铝业盈利大增

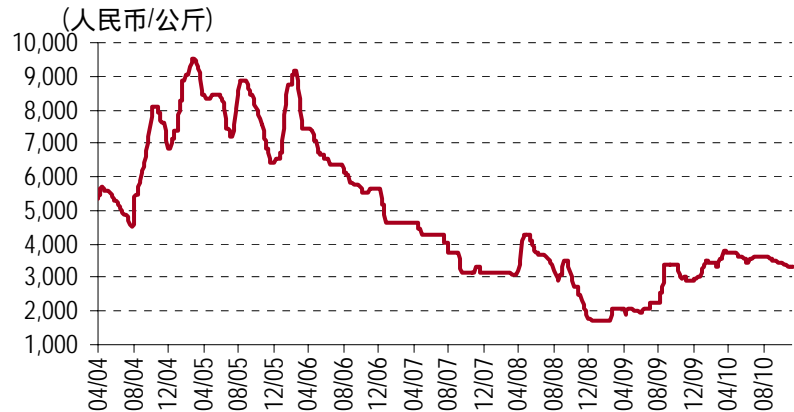
2007 年金融危机以来，铝价由于需求骤降一路从 9,600 元/公斤下挫 83%至 1,600 元/公斤。目前全球经济正稳步复苏，铝的下游产业尤其是平板显示产业需求也随之日趋旺盛，现在铝价基本稳定在 3,500 元/公斤上下，虽比最低点大幅上扬近 120%，但仍处于历史低位水平。

我们认为在下游需求强劲上扬，以及国家出口控制和战略收储预期下，铝价具有非常可观的上升空间。我们乐观地预测 2011 年铝价将同比有接近 50%的涨幅空间，和 2010 年同比上涨幅度基本持平。

同时在前几年铝价低谷期之时公司储存了一定的铝，富裕的库存可供公司在未来铝业繁荣期时适时出售以获取可观的盈利。

此外由于公司铝不计价，所以我们估算公司铝产品成本约 1,000 元/公斤左右。如按 2010 年至今铝均价 3,800 元/公斤计算，公司铝去税后的毛利将高达近 70%

考虑到株冶集团不仅是我国乃至全球原生铝的龙头企业，我们相信公司未来将充分享受铝价的上涨和消费量的攀升带来的巨大收益。

图表 10.精钢价格走势


资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 11.株冶集团钢产能销量及价格预测

| | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|
| 钢价格 (元/公斤) | 3,800 | 5,700 | 7,980 |
| 价格增长率(%) | 52 | 50 | 40 |
| 产能 (吨) | 50 | 50 | 50 |
| 产能增长率(%) | 4.2 | 4 | 0 |
| 销量 (吨) | 150 | 53 | 55 |
| 销量产能比(%) | 300.0 | 101.9 | 105.8 |

资料来源：公司数据

母公司铅锌矿资源支持有利于铅锌冶炼主业盈利

由于目前公司铅锌主业缺乏上游矿山资源支持，因此利润主要来源于收取一定的冶炼加工费，因此盈利情况不佳。

2010年公司有可能获得母公司湖南有色以及五矿集团的铅锌矿资源支持，有效提升公司明年铅锌业务利润情况。

全年有望扭亏为盈

2010年三季报显示公司1-3季度归属于母公司的净利润亏损约1.37亿元，即每股亏损0.26元，据公告其大面积亏损主要原因是：

- 1) 原材料成本的大幅上涨以及铅锌产品价差的缩小：前三季度日常生产所用电、煤焦、材料价格有一定幅度的上涨，其次铅锌价格下跌引发价差缩小等导致利润减少9,798.38万元。
- 2) 财务费用增加：由于直接浸出炼锌项目结转至固定资产、利息费用化所增加的利息支出等减少利润4,318.81万元。

3) 存货跌价准备的提取：由于第三季度末部分存货可变现价值低于账面成本计提相应的存货跌价准备等减少利润 4,810.82 万元。

虽然前三季度亏损，但我们注意到实际上公司第三季度实现盈利 8,360 万元（每股盈利 0.16 元）。其中五矿集团收购公司的 140 吨钢中可能有 24 吨计入第三季度，如按 60%的毛利和 3,500 元/公斤的合同售价计算，该项订单为公司第三季度贡献每股盈利 0.06 元（合约 3,231 万元净利）。

我们预测公司第四季度盈利将可达 0.358 元（合约 1.876 亿元净利），全年盈利将可至 0.098 元。其中五矿集团收购公司 140 吨钢中计入第四季度的 116 吨钢将带来利润贡献折合每股盈利 0.290 元。而下半年铅锌价格持续上扬带来的存货跌价准备冲回也将贡献相当一部分利润。

敏感性测试

钢价变动敏感性分析

我们认为公司未来盈利增长主要来源于钢业务的繁荣发展，因此钢价格的变动对公司盈利能力有较为明显的影响。根据我们测算，如 2010 年钢价比我们预计的价格上升 1%，则公司盈利将上升近 5.4%。

图表 12. 钢售价敏感性分析

| 钢价格变动 (%) | 盈利变化 (%) | |
|-----------|----------|--------|
| | 2010E | 2011E |
| 10 | 41.1 | 14.1 |
| 5 | 21.7 | 8.9 |
| 1 | 5.4 | 5.0 |
| (1) | (5.4) | (5.0) |
| (5) | (21.7) | (8.9) |
| (10) | (41.1) | (14.1) |

资料来源：中银国际研究部

主要风险

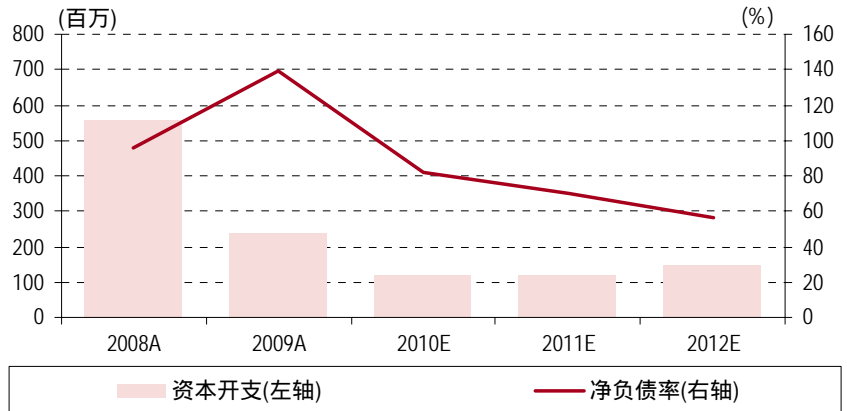
钢价波动风险

我们认为 2011 年和 2012 年钢价对公司盈利能力影响十分显著。如果全球经济复苏发生波动，继而拖累钢行业下游产业放缓发展速度，则会对钢的价格和需求量产生负面影响。这将会给公司盈利带来一定的压力。

债务负担有所缓解但仍较重

公司 2008 年至今净负债情况一直处于较高水平，2009 年更是高达 139%。考虑到公司于 2010 年 7 月启动了总投资约为 1 亿元的基夫赛特一步炼铅工程，和每年的例行技改等项目，我们预计公司未来负债较高的问题有所缓解，但仍然较重。

图表 13. 资产开支与净权益负债率比率



资料来源：公司数据，中银国际研究部

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 销售收入 | 8,376 | 11,809 | 12,125 | 13,288 | 14,248 |
| 销售成本 | (7,834) | (11,094) | (11,364) | (12,335) | (13,174) |
| 经营费用 | (275) | (364) | (367) | (452) | (435) |
| 息税折旧前利润 | 267 | 350 | 393 | 501 | 639 |
| 折旧及摊销 | (149) | (145) | (177) | (184) | (192) |
| 经营利润(息税前利润) | 119 | 206 | 216 | 317 | 447 |
| 净利息收入/(费用) | (94) | (133) | (185) | (159) | (151) |
| 其他收益/(损失) | 45 | 13 | 38 | 32 | 28 |
| 税前利润 | 70 | 86 | 69 | 190 | 324 |
| 所得税 | (52) | (16) | (17) | (48) | (81) |
| 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 19 | 70 | 51 | 143 | 243 |
| 核心净利润 | 19 | 70 | 51 | 143 | 243 |
| 每股收益(人民币) | 0.036 | 0.133 | 0.098 | 0.270 | 0.461 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.036 | 0.133 | 0.098 | 0.270 | 0.461 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.050 | 0.000 | 0.054 | 0.092 |
| 收入增长(%) | n.a. | 41 | 3 | 10 | 7 |
| 息税前利润增长(%) | n.a. | 73 | 5 | 47 | 41 |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a. | 31 | 12 | 28 | 28 |
| 每股收益增长(%) | n.a. | 264 | (27) | 177 | 71 |
| 核心每股收益增长(%) | n.a. | 264 | (27) | 177 | 71 |

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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 608 | 335 | 612 | 671 | 614 |
| 应收帐款 | 55 | 51 | 66 | 73 | 73 |
| 库存 | 1,125 | 2,377 | 2,033 | 2,207 | 2,512 |
| 其他流动资产 | 238 | 505 | 435 | 481 | 554 |
| 流动资产总计 | 2,027 | 3,269 | 3,147 | 3,432 | 3,753 |
| 固定资产 | 1,446 | 2,363 | 2,331 | 2,304 | 2,302 |
| 无形资产 | 319 | 312 | 296 | 281 | 265 |
| 其他长期资产 | 1,084 | 431 | 447 | 458 | 443 |
| 长期资产总计 | 2,849 | 3,106 | 3,074 | 3,043 | 3,010 |
| 总资产 | 4,876 | 6,374 | 6,221 | 6,474 | 6,763 |
| 应付帐款 | 169 | 418 | 336 | 365 | 425 |
| 短期债务 | 1,275 | 1,582 | 628 | 438 | 103 |
| 其他流动负债 | 136 | 302 | 1,027 | 1,311 | 1,610 |
| 流动负债总计 | 1,580 | 2,302 | 1,992 | 2,115 | 2,138 |
| 长期借款 | 1,214 | 1,759 | 1,807 | 1,867 | 1,927 |
| 其他长期负债 | 111 | 152 | 209 | 165 | 176 |
| 股本 | 527 | 527 | 527 | 527 | 527 |
| 储备 | 1,440 | 1,632 | 1,684 | 1,798 | 1,992 |
| 股东权益 | 1,968 | 2,160 | 2,211 | 2,325 | 2,520 |
| 少数股东权益 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 总负债及权益 | 4,876 | 6,375 | 6,221 | 6,474 | 6,763 |
| 每股帐面价值(人民币) | 3.73 | 4.09 | 4.19 | 4.41 | 4.78 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.13 | 3.50 | 3.63 | 3.88 | 4.27 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 3.57 | 5.70 | 3.46 | 3.10 | 2.68 |

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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| 税前利润 | 70 | 86 | 69 | 190 | 324 |
| 折旧与摊销 | 149 | 145 | 177 | 184 | 192 |
| 净利息费用 | 120 | 128 | 185 | 159 | 151 |
| 运营资本变动 | (447) | (967) | (1,155) | (1,317) | (1,614) |
| 税金 | (52) | (16) | (17) | (48) | (81) |
| 其他经营现金流 | 991 | (286) | 2,223 | 1,355 | 1,587 |
| 经营活动产生的现金流 | 831 | (910) | 1,482 | 524 | 559 |
| 购买固定资产净值 | (556) | (235) | (120) | (150) | (150) |
| 投资减少/增加 | 184 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 18 | 7 | 2 | 9 |
| 投资活动产生的现金流 | (372) | (218) | (113) | (148) | (141) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 613 | 713 | (906) | (130) | (275) |
| 支付股息 | 0 | (51) | 0 | (29) | (49) |
| 其他融资现金流 | (751) | 193 | (185) | (159) | (151) |
| 融资活动产生的现金流 | (138) | 855 | (1,091) | (318) | (475) |
| 现金变动 | 321 | (273) | 277 | 59 | (57) |
| 期初现金 | 287 | 608 | 335 | 612 | 671 |
| 公司自由现金流 | 459 | (1,125) | 1,369 | 378 | 418 |
| 权益自由现金流 | 978 | (546) | 444 | 230 | 128 |

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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 3.2 | 3.0 | 3.2 | 3.8 | 4.5 |
| 息税前利润率(%) | 1.4 | 1.7 | 1.8 | 2.4 | 3.1 |
| 税前利润率(%) | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 1.4 | 2.3 |
| 净利率(%) | 0.2 | 0.6 | 0.4 | 1.1 | 1.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.8 |
| 利息覆盖率(倍) | 1.3 | 1.5 | 1.2 | 2.0 | 2.9 |
| 净权益负债率(%) | 95.5 | 139.1 | 82.4 | 70.2 | 56.1 |
| 速动比率(倍) | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 448.1 | 123.0 | 167.5 | 60.5 | 35.4 |
| 核心业务市盈率(倍) | 448.1 | 123.0 | 167.5 | 60.5 | 35.4 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 735.0 | 201.7 | 274.6 | 99.2 | 58.1 |
| 市净率(倍) | 4.4 | 4.0 | 3.9 | 3.7 | 3.4 |
| 价格/现金流(倍) | 10.4 | (9.5) | 5.8 | 16.4 | 15.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 39.3 | 33.2 | 26.6 | 20.5 | 15.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 52.4 | 57.6 | 70.8 | 62.7 | 65.4 |
| 应收帐款周转天数 | 2.4 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 1.9 |
| 应付帐款周转天数 | 7.4 | 12.9 | 11.3 | 9.6 | 10.1 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 37.6 | 0.0 | 20.0 | 20.0 |
| 净资产收益率(%) | 1.0 | 3.2 | 2.4 | 6.3 | 10.0 |
| 资产收益率(%) | 0.6 | 2.6 | 2.6 | 3.7 | 5.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 2.7 | 3.7 | 4.3 | 6.9 | 9.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

西部矿业(601168.SS/人民币 17.47, 未有评级)

中金岭南(000060.SZ/人民币 19.98, 未有评级)

驰宏锌锗(600497.SS/人民币 24.47, 买入)

中色股份(000758.SZ/人民币 30.60, 持有)

株冶集团(600961.SS/人民币 16.34, 买入)

以 2010 年 11 月 19 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

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 11 月 18 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”)须要受制于任何地区、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