

2010年3月7日

株冶集团

需求旺盛和供应收紧推动钢价高歌猛进

A
买入

600961.SS - 人民币 17.24

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

株冶集团公告2010年实现每股盈利0.03元,而上半年是亏损0.42元。公司下半年能扭亏并实现全年盈利主要依靠下半年钢业务的贡献。钢主要以ITO靶材的形式应用于LED和LCD等平板电视领域,更为吸引人的是钢在太阳能薄膜电池以及LCD通用照明领域的应用正处于加速商用化的阶段。2011年春节以来,在美、日、韩等主要平板显示市场需求增加的推动下,钢价已出现快速持续上涨。此外中国政府可能对钢等具有资源优势的稀贵金属制定包括战略收储在内的扶持政策。我们预计在供给收紧和需求旺盛的背景下,目前仍处于历史低位的钢价未来上升空间巨大。此外作为五矿集团的铅锌平台,我们相信公司的铅锌主业将会得到进一步发展。我们维持对公司的盈利预测不变,目标价格为26.80元,重申对该股的买入评级。

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(%)	(4)	17	(2)	27
相对新华富时A50指数(%)	(9)	12	(5)	36

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)	4.45
3个月日均交易额(人民币 百万)	179
净负债比率(%)	142.3
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

支撑评级的要点

- 美国经济复苏拉动钢下游平板电视需求回暖。
- 我国政府可能对稀有金属实行战略收储。
- 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

- 铅锌价格未来有大幅波动的可能。
- 五矿集团的内部整合晚于预期。

估值

- 我们维持公司A股26.80元的目标价, 这是基于6.2倍的2011年市净率, 略低于铅锌类可比公司的均值。我们重申对公司的买入评级。

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)	1,809	12,618	14,765	15,397	15,567
变动(%)	-	7	17	4	1
净利润(人民币 百万)	70	18	143	243	322
全面摊薄每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.27	1	0.461
变动(%)	-	(77.44)	715.7	70.2	32.6
核心每股收益(人民币)	0.133	0.033	0.27	1	0.461
变动(%)	-	(77.44)	715.7	70.2	32.6
全面摊薄市盈率(倍)	129.	8	519.3	63.7	37.4
核心市盈率(倍)	129.	8	519.3	63.7	37.4
每股现金流量(人民币)	(1.73)	0.59	0.85	1.28	1.72
价格/每股现金流量(倍)	(10.0)	29.3	20.4	13.5	10.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.5	31.9	24.0	18.1	14.9
每股股息(人民币)	0.00	0.000	0.05	4	0.092
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.5	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

10 年下半年扭亏为盈

2010 年公司年报数据称公司 10 年盈利同比大幅下降 77.44%，每股盈利为 0.03 元，这低于我们 0.09 元的每股盈利预测。

公司每股盈利同比大幅下跌主要是由于锌价格在二季度出现了大幅下跌，使得公司高价采购的原料计提了大量的跌价准备并导致上半年出现较大亏损。此外公司财务费用较上年增加 5,072.55 万元，增长 38.05%，其主要原因是直浸系统资产从在建工程转为固定资产后原资本化利息费用化后增加的利息支出。

图表 2. 锌产品毛利率

	2010 年 年报	2010 年 中报	2009 年 年报	2009 年 中报	2008 年 年报	2008 年 中报
毛利率(%)	1.92	2.55	8.9	11.22	3.9	3.3

资料来源：公司数据

2010 年钢业务利润贡献显著

株冶集团是我国最大的钢供应商，公司钢年产能基本稳定在 40-50 吨左右。由于钢是铅锌冶炼副产品，因此成本较低，我们估算公司钢产品毛利可高达 50%-60%。

2010 年下半年公司稀贵产品营收环比大涨 270%，同比增加 220%。这主要是来自于下半年公司销售给五矿集团 140 吨钢的贡献。公司与五矿集团的钢产品交易共贡献 5.01 亿元营收，其中第三季度和第四季度分别贡献 1.38 亿元和 3.63 亿元。值得注意的是受益于钢销量的上升，公司下半年稀贵产品毛利也较上半年大幅跃升近 16.68%。

如国 2011 年钢销量达到 50 吨，我们测算公司 2011 年钢产品将贡献近 60%的净利，折合每股盈利 0.158 元。

2011 年铅锌业务发展平稳

公司现有锌冶炼产能 50 万吨，铅冶炼近 10 万吨。2010 年公司基本充分利用铅锌冶炼产能，全年共生产电锌 50.8 万吨和电铅 10.3 万吨，铅锌产品总产量较 2009 年增长 12.5%，创历史最好水平。公司 2010 年铅锌业务产销率也基本接近 100%。

公司 2011 年计划完成铅锌冶炼总产量 61 万吨，和 2010 年的实际产量基本一致。

图表 3. 公司铅锌产量预测

(吨)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
锌冶炼	438,400	508,000	512,500	510,000	510,000
铅冶炼 104,	600	103,000	102,000	105,060	107,161
铅锌冶炼总产量	543,000	611,000	614,500	615,060	617,161

资料来源：公司数据，中银国际研究

钢销量减少导致11年1季度业绩环比可能大幅下挫

公司 2010 年第三和第四季度受益于和五矿集团 140 吨钢交易，盈利大幅增长。虽然 2011 年以来钢价大幅升，但由于年初南方的冻雨天气给粗钢的运输和生产带来一定的困难，同时 2 月农历春节也使钢市交易较为清淡，因而我们估计公司 1 季度钢的销售量不多，环比大幅下降。

如果考虑公司 2011 年第一季度管理费用将环比出现下跌，我们估计公司 2011 年第一季度盈利将在 0.043 元附近，环比下降 85%。

钢价一路高歌猛进——需求旺盛，供给收紧

全球约 84% 的钢主要以钢锡金属氧化物 (ITO) 的形式应用于 LED 和 LCD 等平板电视显示领域。2011 年以来，随着美国、日本和韩国等西方国家经济的强劲复苏，这些平板电视主要消费国的需求呈现喜人的回暖态势。

2011 年 3 月以来在美、日和韩等国旺盛需求提振下，钢价已出现快速窜升的势头。据亚洲金属网数据显示，截至 3 月 3 日，今年钢价已大涨 22% 至 4,100 元/公斤。

同时需要指出的是，钢是我国具有资源优势的战略稀贵金属。据 USGS 统计，2007 年中国的原生钢储量约占全球的 73% 达 8,000 吨，远远领先于其他国家。而和稀土类似，我国长期以来以低价向美、日和韩等国提供低端原材料，因而钢价长期被西方国家压制。

据 2010 年 11 月 3 日《上海证券报》消息，为扭转我国长期低价对外销售包括钢在内的 10 种战略稀贵金属的不利局面，同时保护这 10 种储量日益稀少的战略金属，我国政府正酝酿对钢等十种稀有金属的战略收储计划。我国政府已颁布了一系列针对稀土的扶持政策，可以乐观的预计钢的一篮子政策极有可能随之在 2011 年陆续颁布。

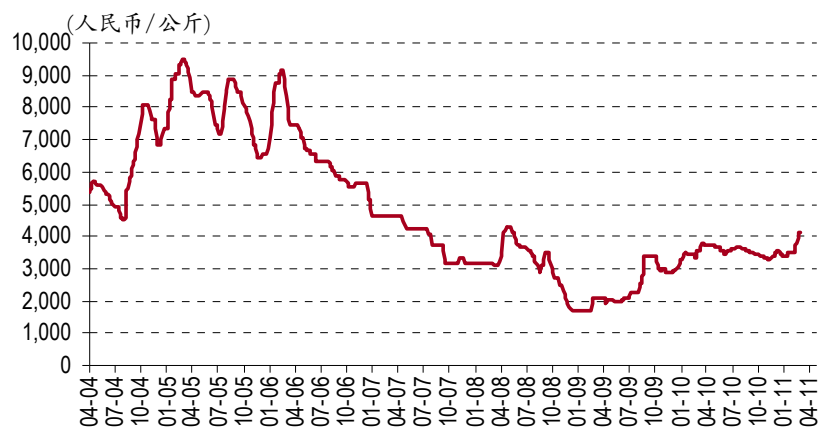
我们相信在供应收紧和需求旺盛的背景下，钢价上升动力将十分强劲。

图表 4. 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

图表 5. 精钢价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

维持公司盈利预测和目标价，重申买入评级

我们认为目前尚处于历史低位的钢价未来上涨空间巨大，受惠于此公司盈利在 2011 年将大幅上扬。

此外作为五矿集团的世界级铅锌战略平台，我们认为五矿将凭借其丰富的铅锌矿产资源给予公司铅锌冶炼业务以大力扶持，公司也可借此弥补缺乏上游原材料的发展短板。

我们维持对公司 2011-2012 年每股盈利预测和 A 股 26.80 元的目标价，这是基于 6.2 倍的 2011 年市净率（略低于铅锌类可比公司的均值）。我们重申对公司的**买入**评级。

图表 6. 与锌铅类上市公司估值比较

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	市值 (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(%) 2011E
				2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
西部矿业	601168.SS	17.85	42,483	0.25	0.515	0.76	106.0	47.6	34.7	23.5	3.7	3.3	40.4
中金岭南	000 060.SZ	20.41	32,452	0.245	0.338	0.67	38.0	98.2	60.4	30.5	6.0	5.0	11.6
驰宏锌锗	600497.SS	29.76	30,058	0.43	0.62	0.66	44.2	6.5	48.0	45.1	6.9	6.7	9.2
中色股份	000 758.SZ	31.91	20,390	0.133	0.113	0.333	(15.0)	194.7	282.4	95.8	10.9	10.0	4.0
平均值			31,346	0.26	0.40	0.61	43.3	86.7	47.7	33.0	6.9	6.3	16.3
株冶集团	600961.SS	17.240	9,085	0.133	0.033	0.270	NA	715.7	519.3	63.7	4.2	4.0	6.4

资料来源：中银国际研究部

* 指剔除中色股份

图表 7. 10 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
销售收入	11,809	12,618	6.9
销售成本 11	,094	11,892	7.2
营业税	18	36	101.1
毛利润	697	690	(1.0)
其他营业收入	0	0	
分销费用 11	0	119	7.5
管理费用	330	334	1.1
资产减值损失 22		75	239.0
经营利润	234	163	(30.5)
财务费用 133		184	38.1
投资收入	(29)	12	(141.5)
其它非经营性收入 13		37	182.0
税前利润	85	28	(67.2)
税金 16		8	(48.2)
少数股东权益	(0)	1	(551.6)
净利润	70	19	(77.44)
全面摊薄每股收益	0.133	0.03	(77.44)
盈利能力 (%)			
毛利率	5.9	5.5	
经营利润率 2.0		1.3	
净利率	0.6	0.2	

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	14,765	15,397	15,567
销售成本	(11,094)	(11,892)	(13,873)	(14,329)	(14,351)
经营费用	(364)	(345)	(384)	(398)	(436)
息税折旧前利润	350	381	509	670	780
折旧及摊销	(145)	(208)	(178)	(195)	(211)
经营利润(息税前利润)	206	173	331	475	568
净利息收入/(费用)	(133)	(184)	(172)	(177)	(170)
其他收益/(损失) 13		37	32	27	32
税前利润	86	26	191	325	431
所得税	(16)	(8)	(48)	(81)	(108)
少数股东权益 0		(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	70	18	143	243	322
核心净利润	70	18	143	243	322
每股收益(人民币) 0.13	3	0.033	0.271	0.461	0.611
核心每股收益(人民币) 0.13	3	0.033	0.271	0.461	0.611
每股股息(人民币) 0.00	0	0.000	0.054	0.092	0.122
收入增长(%) n.a.		7	17	4	1
息税前利润增长(%) n.a.		(16)	91	43	20
息税折旧前利润增长(%) n.a.		9	33	32	16
每股收益增长(%) n.a.		(75)	716	70	33
核心每股收益增长(%) n.a.		(75)	716	70	33

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	413	431	451
应收帐款 51		102	148	154	171
库存 2,37	7	2,343	2,636	2,866	2,870
其他流动资产 503		384	588	620	590
流动资产总计	3,269	3,164	3,785	4,071	4,083
固定资产 2,36	3	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	7,259	7,674	7,670
应付帐款 418		243	403	416	431
短期债务 1,58	2	2,444	2,482	2,270	1,746
其他流动负债 302		518	874	1,190	1,379
流动负债总计	2,302	3,205	3,758	3,876	3,555
长期借款 1,75	9	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 1,63	2	1,631	1,745	1,940	2,197
股东权益	2,160	2,158	2,272	2,467	2,725
少数股东权益	2	2	3	3	4
总负债及权益	6,375	6,514	7,259	7,674	7,670
每股帐面价值(人民币) 4.09		4.09	4.31	4.68	5.17
每股有形资产(人民币) 3.50		3.51	3.76	4.16	4.68
每股净负债/(现金)(人民币) 5.70		5.83	5.93	5.67	4.75

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	191	325	431
折旧与摊销 145		208	178	195	211
净利息费用 128		194	172	177	170
运营资本变动	(967)	40	(26)	(194)	(527)
税金	(16)	(8)	(48)	(81)	(108)
其他经营现金流	(286)	(150)	(21)	254	732
经营活动产生的现金流	(910)	311	446	676	909
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)	128	(116)	(466)
支付股息	0	(13)	(29)	(49)	(64)
其他融资现金流 143		615	(172)	(177)	(170)
融资活动产生的现金流	855	(19)	(72)	(341)	(700)
现金变动	(273)	0	77	18	20
期初现金 611		337	337	413	431
公司自由现金流	(1,128)	22	149	360	721
权益自由现金流	(549)	(783)	258	226	239

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	4.3	5.0
息税前利润率(%) 1.7		1.4	2.2	3.1	3.7
税前利润率(%) 0	.7	0.2	1.3	2.1	2.8
净利率(%) 0	.6	0.1	1.0	1.6	2.1
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.0	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率(倍) 1.5		0.9	1.9	2.7	3.3
净权益负债率(%) 139.	1	142.3	137.4	121.1	91.8
速动比率(倍) 0.4		0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍) 129.	8	519.3	63.7	37.4	28.2
核心业务市盈率(倍) 129.	8	519.3	63.7	37.4	28.2
目标价对应核心业务市	201.7	807.3	99.0	58.1	43.9
盈率(倍)					
市净率(倍) 4.2		4.2	4.0	3.7	3.3
价格/现金流(倍)	(10.0)	29.3	20.4	13.5	10.0
企业价值/息税折旧前利	34.5	31.9	24.0	18.1	14.9
润(倍)					
周转率					
存货周转天数 78.2		72.4	65.5	70.1	72.9
应收帐款周转天数 1.6		2.9	3.1	3.6	3.8
应付帐款周转天数 12.9		7.0	8.0	9.7	9.9
回报率					
股息支付率(%) 0	.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	3.2	0.8	6.4	10.3	12.4
资产收益率(%)	2.6	1.8	3.6	4.8	5.6
已运用资本收益率(%) 3	.7	3.1	5.8	8.1	9.8

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。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

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客户发布。

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，或将此报告全部或部分内容发表。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中银国际集团成员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 2011 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