

株冶集团 (600961)

公司研究/动态报告

降本增效，国企改革可预期

动态研究报告/有色金属

2016年08月19日

报告摘要:

● 降低成本，改善盈利状况

2016年年初至今，铅锌精矿加工费不断下降，公司盈利压力不断上升，但公司狠抓成本费用管理，成功扭亏为盈。铅精矿加工费从年初的2700元/吨（国内TC）下降至目前的1800元/吨，降幅为33%，电铅加工费同比下降10.8%；锌精矿加工费从年初的5350元/吨（国内TC）下降至目前的4800元/吨，降幅为10%，析出锌加工费同比下降4%。面对不利局面，公司狠抓成本控制，运输费用、销售费用、管理费用、财务费用同比均有所下降。半年度归属上市公司股东净利润扭亏为盈。预计未来加工费下降空间有限，但成本仍有下降空间，盈利将持续改善。

● 主要业务毛利率提高，未来将回归正常水平

上半年公司主要业务毛利率为5.26%，同比增加1.33个百分点。其中锌产品毛利率同比减少1.37个百分点，主要因为锌拔料价差、析出锌产量同比减少；铅产品毛利率同比增加11.1个百分点，主要因为铅拔料价差增加，产品加工费降低；稀贵产品毛利率同比增加10.54个百分点，主要因为银产品加工成本下降。我们认为未来公司主要产品加工费将保持稳定，回收率将进一步提高，主要产品毛利率将回归正常水平。

● 五矿集团旗下上市公司，有国企改革预期

公司隶属于五矿集团，国企改革预期较大。随着国资委宣布“当前国企改革试点全面铺开”后，各大央企重组工作不断展开。五矿集团旗下金瑞科技（现*ST金瑞）已率先实行资产注入。株冶集团作为五矿集团在湖南上市的另一家公司，由于金属需求不足，过去几年业绩不佳，参与国企改革的预期较大。

● 投资建议

根据我们对公司以及行业未来发展的判断，预计2016~2018年EPS为0.04、0.12、0.23，对应PE为258、91、46，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示:

加工费持续下滑、产量不达预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13,771	12,015	12,598	13,546
增长率(%)	-8.8%	-12.7%	4.9%	7.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	(605)	22	62	123
增长率(%)	-1618.7%	103.6%	184.8%	96.4%
每股收益(元)	(1.15)	0.04	0.12	0.23
PE(现价)	-9.4	258.0	90.6	46.1
PB	45.7	38.8	27.2	17.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐

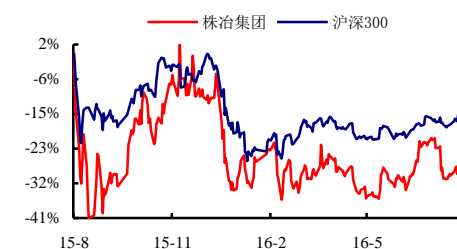
首次评级

合理估值：12—13元

交易数据 2016-8-18

收盘价(元)	10.71
近12个月最高/最低(元)	15.40/8.46
总股本(百万股)	527
流通股本(百万股)	527
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	56

该股与沪深300走势比较



分析师：范劲松

执业证号：S0100513080006

电话：0755-22662087

邮箱：fanjinsong@mszq.com

研究助理：喻罗毅

执业证号：S0100115090003

电话：0755-22662081

邮箱：yuluoyi@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	13770.7	12015.0	12598.0	13546.0	货币资金	(106.07)	120.15	125.98	135.46
减：营业成本	13682.2	11381.0	11917.0	12784.0	应收票据	140.00	35.71	148.53	49.57
营业税金及附加	15.69	13.69	14.36	15.44	应收账款	140.00	35.71	148.53	49.57
销售费用	109.49	95.53	100.17	107.71	预付账款	63.07	99.53	70.73	111.92
管理费用	304.94	266.06	278.97	299.96	其他应收款	218.92	42.73	231.62	63.38
财务费用	280.99	229.46	204.20	175.30	存货	1293.62	1314.50	1416.45	1513.19
资产减值损失	90.39	0.00	0.00	0.00	其他流动资产	279.66	279.66	279.66	279.66
加：投资收益	44.03	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	2029.20	1928.00	2421.49	2202.75
二、营业利润	(668.51)	29.25	83.30	163.59	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
加：营业外收支净额	66.06	0.00	0.00	0.00	固定资产	2964.91	2530.13	1970.41	1445.79
三、利润总额	(602.45)	29.25	83.30	163.59	在建工程	124.93	39.00	95.00	123.00
减：所得税费用	2.16	7.31	20.82	40.90	无形资产	288.53	248.65	208.78	168.91
四、净利润	(604.60)	21.94	62.47	122.70	其他非流动资产	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
归属于母公司的利润	(604.63)	21.94	62.47	122.70	非流动资产合计	3378.37	2817.78	2274.19	1737.70
五、基本每股收益 (元)	(1.15)	0.04	0.12	0.23	资产总计	5407.57	4745.78	4695.68	3940.45
主要财务指标					短期借款	3759.42	3635.64	2906.46	2553.38
项目	2015A	2016E	2017E	2018E	应付票据	330.73	134.19	352.62	169.61
EV/EBITDA	-106.36	11.50	10.30	9.33	应付账款	330.73	134.19	352.62	169.61
成长能力：					预收账款	215.99	49.12	228.85	70.04
营业收入同比	-0.09	-0.13	0.05	0.08	其他应付款	48.57	48.57	48.57	48.57
营业利润同比	-2.19	1.73	0.11	0.18	应交税费	0.00	1.00	2.00	3.00
净利润同比	-16.18	1.04	1.85	0.96	其他流动负债	5.26	4.26	3.26	2.26
营运能力：					流动负债合计	4690.70	4006.97	3894.39	3016.47
应收账款周转率	49.18	168.23	42.41	136.62	长期借款	577.80	577.80	577.80	577.80
存货周转率	10.58	8.66	8.41	8.45	其他非流动负债	17.81	17.81	17.81	17.81
总资产周转率	2.55	2.53	2.68	3.44	非流动负债合计	595.60	595.60	595.60	595.60
盈利能力与收益质量：					负债合计	5286.30	4602.57	4490.00	3612.07
毛利率	0.01	0.05	0.05	0.06	股本	527.46	527.46	527.46	527.46
净利率	-0.04	0.00	0.00	0.01	资本公积	867.24	867.24	867.24	867.24
总资产净利率 ROA	-0.07	0.05	0.06	0.09	留存收益	(1270.89)	(1248.95)	(1186.48)	(1063.78)
净资产收益率 ROE	-4.88	0.15	0.30	0.37	少数股东权益	(2.54)	(2.54)	(2.54)	(2.54)
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	121.27	143.21	205.68	328.37
流动比率	0.43	0.48	0.62	0.73	负债和股东权益合计	5407.57	4745.78	4695.68	3940.45
资产负债率	0.98	0.97	0.96	0.92	现金流量表				
长期借款/总负债	0.82	0.92	0.78	0.87	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	381.95	618.47	995.21	604.86
每股收益	-1.15	0.04	0.12	0.23	投资活动现金流量	(114.07)	(39.00)	(56.00)	(67.00)
每股经营现金流量	0.72	1.17	1.89	1.15	筹资活动现金流量	(111.13)	(353.25)	(933.38)	(528.38)
每股净资产	0.23	0.28	0.39	0.63	现金及等价物净增加	156.75	226.22	5.83	9.48

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

喻罗毅，新加坡管理大学应用金融硕士，华中科技大学材料成型及控制工程学士，曾供职于武汉钢铁公司，2015年加入民生证券，从事有色金属及新材料行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。