

产能搬迁完成全线达产，受益高 TC 二季度扭亏为盈

株冶集团 (600961)

事件

产能搬迁升级 6 月完成达产，二季度净利润 1500 万元

公司上半年，实现营业收入 41.88 亿元，归母净利润-0.34 亿元，亏损主因一季度处于产能试生产阶段，精炼锌产量较低导致亏损，二季度净利润 0.15 亿元实现季度盈利。上半年完成锌（含锌合金）总产量 15 万吨，电解锌四个系列产线相继通电投产，稳定运行生产效率逐步提升，析出锌日产量连续达到了 850 吨，达到设计产能的 94%，常宁锌项目达产达效按计划进度完成。由于搬迁导致资产建筑损失偏多，上半年资产减值损失 3007.53 万元，上年度为 14.1 亿元，减少 102.13%，现阶段搬迁已顺利完成，后续暂无相关资产减值。

简评

上半年原生锌产量 5 万吨，全年生产目标 20 万吨净利润转盈

公司全年计划生产原生精炼锌 20 万吨，经测算上半年原生锌产量约 5 万吨，下半年产量约 15 万吨，现阶段营收全部来自锌生产业务。以 2019 年 TC 加工费收入均价 7800 元计算，预计全年销售毛利润为 5 亿元。由于公司产能搬迁升级后，工艺技术升级自动化程度提高，管理人员大幅减少，应付职工薪酬减少，且清水塘生产基地固定资产转为持有待售资产折旧额减少，公司全年期间费用由 2018 年 5.69 亿元，下降至 3.19 亿元，同比下降 44%。全年净利润有望扭亏转盈达到 1.1 亿元。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	13,008.4	4,834.2	6,630.2	5,953.7
营业收入增长率	-5.7%	-62.8%	37.2%	-10.2%
EBITDA（百万）	-1,874.5	803.9	1,036.7	942.3
EBITDA 增长率	-543.6%	-142.9%	29.0%	-9.1%
净利润（百万）	-1,631.8	112.5	244.3	173.0
净利润增长率	-3042.9%	-106.9%	117.2%	-29.2%
ROE	-3218.6%	69.4%	60.1%	29.9%
EPS（元）	-3.09	0.21	0.46	0.33
P/E	-2.8	40.7	18.8	26.5
P/B	90.4	28.3	11.3	7.9
EV/EBITDA	-4.1	10.9	7.2	7.6

请参阅最后一页的重要声明

维持

增持

秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440519060001

研究助理：李木森

limusen@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019 年 08 月 16 日

当前股价：8.75 元

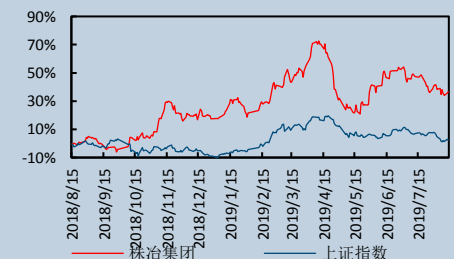
目标价格 6 个月：9.45 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-7.41/-2.86	12.18/15.17	34.82/34.24
12 月最高/最低价（元）			11.3/6.02
总股本（万股）			52,745.79
流通 A 股（万股）			52,745.79
总市值（亿元）			46.15
流通市值（亿元）			46.15
近 3 月日均成交量（万）			331.19
主要股东			
株冶冶炼集团有限责任公司			40.24%

股价表现



相关研究报告

- 19.01.28 【中信建投工业金属】株冶集团 (600961):收储补偿到位现金流改善,新产能投产恰逢 TC 上行
- 18.11.22 【中信建投工业金属】株冶集团 (600961):产能搬迁阵痛高点已过,锌冶炼有望转入高景气

受益 TC 高位锌冶炼单吨毛利 2300 元，业绩释放符合预期

2018 年下半年开始全球锌矿山集中增产复产，2019 年 1-5 月全球锌精矿产量同比增加 2.7%至 526.4 万吨，预计 2019 年全年锌精矿增产 65 万吨，增幅约 5%。而锌冶炼受到长期低资本开支和环保监察压力边际增产有限，导致 2019-2020 年锌冶炼出现产能瓶颈，冶炼缺口增加促使加工费出现十年以来的高位。2019 年锌精矿 TC 加工费持续上行，从年初 7130 元上行至二季度 8344 元高点，上半年均价 7800 元，反应了锌冶炼产能的紧张，相关产能处于高盈利景气周期。

公司上半年原生锌产量 5 万吨，毛利润 1.16 亿元，单吨毛利润约为 2320 元，对应公司冶炼现金成本为 5480，业绩释放符合预期。由于一季度公司处于搬迁后的试生产阶段，所以导致上半年单吨冶炼成本偏高，预计 6 月产能稳定生产后冶炼现金成本可降低至 5000 元。工业生产对锌需求同比减弱，商品周期下行，锌价承压下行，预计下半年锌 TC 均价为 7700 元。公司锌生产线完全达产，下半年可生产 15 万吨原生精炼锌，毛利润可达 4.05 亿元，净利润约 1.5 亿元，全年净利润转正可期。

盈利预测及投资建议

公司产能搬迁爬产顺利完成，2019 年二季度达产后，将受惠于 TC 景气周期带来利润弹性，新产能带来的效益提升，全年业绩将转亏为盈，并且成为国内效能领先的铅锌冶炼企业。公司搬迁后电费下降 0.07 元每吨，综合能耗下降 58%，人员配置减少 80%。2019 年锌冶炼行业产能瓶颈逐步显现，加工费持续上行，并将维持高位到 2020 年后。推荐关注株冶集团业绩修复带来的投资机会，2019 后新产能投产并逐步稳定达产后，将为业绩带来反转并为公司带来 5 亿元的毛利润及 1.1 亿元净利润。

我们预计公司 2019 年到 2021 年的营收分别为 48.3 亿元、66.3 亿元和 59.5 亿元，同比增长-62.8%、37.2%和-10.2%；实现归母净利润 1.1 亿元、2.4 亿元和 1.7 亿元，同比增长-107%、117%和-29%；每股 EPS 分别为 0.21 元、0.46 元和 0.33 元。每股净资产分别为 0.31 元、0.77 元和 1.1 元。2019 年到 2021 年的对应 PE 分别为 40.75 倍、18.76 倍和 26.49 倍，PB 分别为 28.29 倍、11.28 倍和 7.91 倍。考虑锌加工费逐步提升，公司新产能效益具有领先优势，给予公司增持评级，2019 年 45 倍 PE 估值，6 个月目标价 9.45 元。

风险分析

锌价短时间内大幅下跌导致库存跌价损失较大影响利润。

员工安置出现难以调和的矛盾，政府和集团帮扶不到位，造成非营业支出增加，导致利润下降。

新产能开工设备调试进度不及预期，导致阶段产量拖累全年生产经营计划。

分析师介绍

秦源：上海财经大学产业经济学博士，10年大宗商品市场和钢铁有色行业研究经历，曾就职于宝钢集团、安信证券、兴业研究，18年4月底加入中信建投研究所。

研究助理

李木森：香港城市大学信息系统管理硕士，3年有色金属行业研究经历，熟悉有色大宗商品供需格局与价格分析，18年8月加入中信建投研究所。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859