

## 株冶火炬 ( 600961 ): 新股定价

预计定价: 4.3-5.3 元

行业: 有色金属

首次评级:

密级:

### 主要财务数据:

市场数据:	2004.8.25
上证综指:	1339
深圳成指:	3165
每股净资产:	1.60 (04.6.30)
发行价格	3.50
总股本(万股):	42745.7914
流通A股(万股):	12000
流通B股/H股:	0/0
相关研究:	

年份	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	净利润 (万元)	每股收益 (元)	每股经营现 金流(元)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)
2001	157138	16716	2849	0.093	0.598	8.47	
2002	197155	21099	4395	0.143	0.267	11.56	
2003	247908	23777	5643	0.184	0.714	12.92	

### 要点:

- 公司主营业务是锌及锌合金的生产与销售。其主要产品锌锭、热镀锌合金和铸造锌合金的业务收入占主营业务收入 85.52%。
- 公司出口锌及锌合金多年来稳居国内前列,公司 2002 年和 2003 年锌实际产量居全国第一,生产的“火炬”牌电锌产品近三年的国内市场占有率保持在 10%左右的水平,处于我国锌冶炼行业领先地位。
- 公司近几年主营业务的毛利率一直在 26%左右,影响毛利率的主要原因是锌产品价格的不断下降。估计通过调整产品结构,发展高附加值的产品,发挥技术优势和规模优势,公司的盈利能力将有一定的提高。
- 公司目前经营状况稳定增长,有较好的经营性现金流,公司的财务结构比较稳健,但资产负债率较高,具有一定的偿债风险。
- 目前锌金属市场总量供大于求,市场趋于饱和,构成一定的市场风险和价格风险;另外公司出口产品享受国家出口退税的优惠政策,国家关于出口退税率的调整将影响公司的业绩,构成一定的风险。
- 预计公司在 04 年主营业务收入将同比有近 25%增长,04 年每股收益约为 0.215 元。比较目前锌业市场的其他上市公司如中金岭南和锌业股份,其平均市盈率为 22 倍左右,因此根据公司 03、04 年的业绩,我们认为公司价值区间在 4.3-5.3 元之间。

研究员: 葛军

[gejun@cjsc.com.cn](mailto:gejun@cjsc.com.cn)

联系人: 张玲洁

027-65799521

[zhanglj@cjsc.com.cn](mailto:zhanglj@cjsc.com.cn)

地址:

武汉市新华下路特 8 号(430015)

长江证券有限责任公司研究所

<http://www.cz318.com.cn>

注:本报告是为特定客户提供的参考资料,文中内容代表个人观点。在本机构,本人知情的范围内,本机构,本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本公司力求报告内容准确可靠,但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

## 一、公司基本情况

公司由原湖南火炬有色金属有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司股东为株洲冶炼厂、湖南经济技术投资担保公司、株洲全鑫实业有限责任公司、株洲市国有资产投资经营有限公司、中国有色金属工业长沙公司、西部矿业有限责任公司、四川省会理锌矿、江西省七宝山铅锌矿、江苏省吴县市铜矿和乐昌市铅锌矿。其中株洲冶炼集团有限责任公司是公司的第一大股东，目前直接和间接持有公司 18073.6514 万股的股份，占本次发行后的公司股份的 42.28%。

公司是国内主要的综合性锌生产企业，2002 年和 2003 年锌生产量居全国第一，公司的主营业务是锌、锌合金和工业硫酸的生产和销售。公司产品在国内市场以华南、华东地区为主，该地区锌消费量占全国锌总消费量的比例估计在 70% 左右的水平。国外市场以东南亚市场为主，如日本、新加坡、韩国等以及欧美一些发达国家和地区。公司拥有 2 条完整的锌生产系统，电锌年设计生产能力为 25 万吨，居世界第 9 位（2001 年）。公司锌冶炼生产系统采用的焙烧 - 浸出 - 净化 - 电解 - 铸型湿法炼锌工艺，是当前世界上成熟的、国内先进的炼锌工艺流程，其整体工艺设备处于国内领先水平，其中重要装备具有国际先进水平。

## 二、行业情况

公司属于有色金属的锌行业。在有色金属中，锌的消费量仅次于铜和铝，是国民经济的重要原材料。世界锌的资源丰富。据美国地质调查所资料，截至 2002 年，全世界查明锌储量为 20000 万吨，储量基础为 45000 万吨，现有储量和储量基础的静态保证年限为 23 年和 51 年。锌储量和储量基础占锌资源量的 10.52% 和 3.68%。中国锌的储量和储量基础均居世界首位，已成为世界最大的铅锌资源国家。

### 2002 年世界锌储量和储量基础

单位：万吨

项目	世界	中国	澳大利亚	美国	加拿大	秘鲁	墨西哥
储量	20000	3300	3300	3000	1100	1600	800
储量基础	45000	9200	8000	9000	3100	2000	2500

资料来源：(Mineral Commodity Summaries, 2003)

世界锌的主要生产国有：中国、加拿大、日本、美国、澳大利亚、墨西哥、俄罗斯。其中以中国产锌最多，其次为加拿大。锌的主要消费国有中国、美国、日本、德国、韩国和俄罗斯。由于中国内需扩大，已成为世界上锌的最大消费国，精锌消费量占全球的 21%；美国居世界第 2 位。

### 近年锌主要产销国的产量和消费量

单位：万吨

国家	锌产量		锌消费量	
	2002 年	2003	2002 年	2003 年
中国	215.5	229	180	200
加拿大	79.3	77.5	19.2	19.5
日本	64.0	65.6	60.3	60
美国	34.4	37.2	122.4	116
德国	37.8	38.6	49.5	48.5
澳大利亚	56.7	55	24.2	24.2
韩国	60.8	63	47.7	46.3

世界总计	971.2	983.2	936.9	973.2
------	-------	-------	-------	-------

资料来源：《中国铅锌信息》2003 年第11 期、2004 年第6 期。2003 年除中国外的其他国家产销量系国际铅锌小组2003 年底的预测数

**世界锌生产和消费情况**

单位：万吨

项目	1997 年	1998年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
矿产锌产量	708.45	755.30	802.45	867.05	910.5	890	963.7
精锌产量	761.24	801	836.5	891.5	910.4	957.1	983.2
精锌消费量	760.53	791.67	837.9	882.7	873.8	900	973.2

资料来源：《中国铅锌信息》2001 年第6 期、2003 年第2 期和4 期、2004 年第6 期

进入20世纪90年代后，受国家鼓励铅锌出口政策，以及国家外贸外汇体制改革等因素的影响，我国锌冶炼能力急剧膨胀，出口量也大幅增长，锌生产的增长速度达年均13%，明显快于年均11%左右的消费增长速度，使我国从锌供应不足转为供大于求，由锌进口大国变成出口大国。

**1999—2003 年我国锌市场供求情况**

单位：万吨

年份	1999	2000	2001	2002	2003
锌产量	170	195	204	215.5	229
消费量	124	135	149	180	200
出口量	57	70	61	56	43.2
进口量	11	14	15	22	11.5
净出口量	46	56	46	34	24

资料来源：《中国铅锌信息》2002 年第9 期、2003 年第2 期、2003 年第3 期、2004年第6 期等

**中国锌消费情况**

单位：万吨

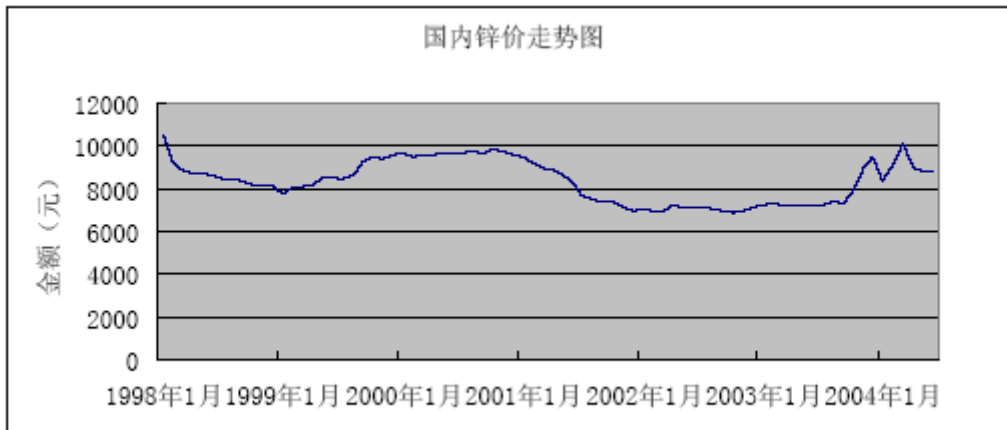
年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000
镀锌	21.0	26.0	30.0	33.0	37.0	41.0
电池	23.0	24.0	25.0	26.0	27.0	28.5
氧化锌	6.4	10.6	11.2	13.1	15.5	15.6
立德粉	7.1	6.4	6.0	6.3	6.5	6.5
铜材	16.5	14.2	13.7	14.1	13.0	13.4
锌合金	9.5	10.0	9.5	9.5	23	25.3
锌材	3.0	3.7	3.7	1.8	2.0	2.0
合计	87.4	94.9	99.1	103.8	120.0	125.3

资料来源：《中国海关统计年鉴》2001 年

我国锌价格市场已较早的与国际市场相互融通，国内锌产品的价格已完全由市场决定，并与国际市场锌产品的价格接轨。国际铅锌研究小组的数据表明，受世界经济的影响，2002 年西方国家锌的需求疲软，2002年西方国家精锌供应过剩量约30万吨，全球精锌过剩约38 万吨。在亚洲，尤其是在中国需求大幅增长的带动下，2002年全球锌消费需求上升了3%达到 900万吨。但2002年全球精锌产量仍然增长5.13%，供大于求的状况导致世界锌价依然低迷，LME现货年平均价为778美元/吨，比2001年的885美元/吨下跌12%。2003年全球锌产量和消费量分别比2002年增长2.73%和8.13%左右，供应过剩量有所减少，锌年平均价也回升到接近 1000美元/吨。下图是近5年LME锌现货价格走势和国内锌价走势图。

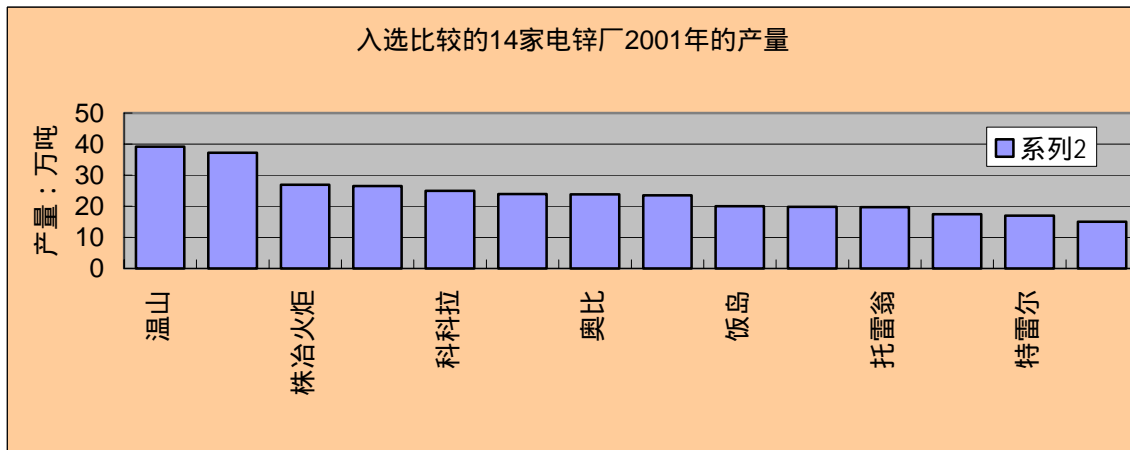
**近 5 年 LME 锌现货价格走势**


(资料来源：伦敦金属交易所)

**国内锌价走势图**

**资料来源：招股说明书**

从图中可以看出2001年下半年以来，国内外市场锌价持续低迷，从2003年第四季度起，国际国内锌价格开始上涨，2002年公司锌锭平均销售价格（不含税价）为6760元/吨，2003年平均锌锭价格为7186元/吨，较2002年上涨426元/吨，2004年1 - 6月份平均锌锭价格为9051元/吨，较2003年上涨1865元/吨，预计未来两年锌产品价格仍将维持在较高价位。一方面，世界锌生产商整合和减产将促使国际锌生产供需进一步平衡，南非Xstrata收购了西班牙主要锌生产商Asfurina锌业公司、法国的Nordenham锌冶炼厂等，并开始控制生产规模；另一方面，世界经济的复苏，尤其是中国市场的强劲需求将有利的拉动锌价的回升。预计2004-2005年LME现货锌价格平均价能维持在900-1100美元/吨，由于国内锌价已与国际接轨，国内锌价相应会在8800-10000元/吨范围内波动。对于株冶火炬来说，锌价是影响公司利润水平最直接和最重要的因素。其锌产品出口价格主要参考伦敦金属交易所（LME）的锌价确定。

株冶火炬2001年锌锭产量为26.9万吨，占全世界产量的4%，位居全球第三。在国内外锌精矿市场和金属市场都具有举足轻重的影响力。下图是全球2001年产量在15万吨以上的电锌厂的产量比较。



资料来源：长江证券研究所

序号	冶炼厂	国家	锌锭产量 (万吨)	序号	冶炼厂	国家	锌锭产量 (万吨)
1	温山	韩国	39.2	8	巴伦	比利时	23.5
2	圣胡安德涅瓦	西班牙	37.2	9	饭岛	日本	20.0
3	株冶火炬	中国	26.9	10	布代尔	荷兰	19.8
4	瓦利菲尔德	加拿大	26.5	11	托雷翁	墨西哥	19.7
5	科科拉	芬兰	24.9	12	乌斯季卡明诺戈尔斯克	哈萨克斯坦	17.4
6	里斯登	澳大利亚	23.9	13	特雷尔	加拿大	17.0
7	奥比	法国	23.8	14	切尔雅宾斯克	俄罗斯	15.1

资料来源：长江证券研究所

锌的生产工艺目前有湿法和火法两种基本方法。湿法是当今世界最主要、发展最快的炼锌方法，应用较广，其产量占世界锌总产量的 80% 以上。株冶火炬采用的就是目前世界炼锌行业的主流工艺，是能够抵御风险和参与国际竞争的工艺，比较先进。

目前国内锌行业主要的生产企业是葫芦岛锌业股份有限公司（锌业股份）、湖南株冶火炬金属股份有限公司、深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（中金岭南）、白银有色金属有限公司、柳州锌品有限公司。这五家的平均生产规模为 19.8 万吨，占国内总产能的 40% 之多。株冶火炬生产的“火炬”牌电锌产品近三年的国内市场占有率均保持在 10% 左右的水平，2002 年、2003 年公司的实际锌产量居国内第一，处于我国锌冶炼行业的领先地位。

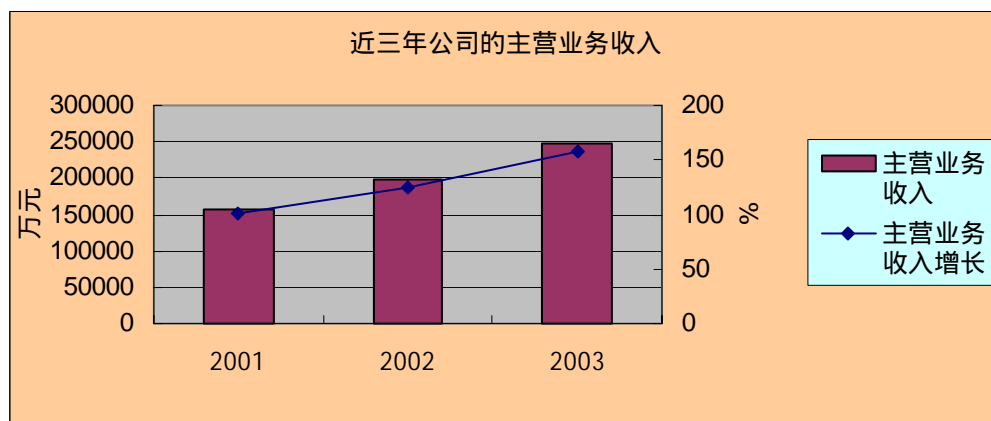
对于株冶火炬来说，株冶火炬的许多指标都处于世界先进地位，但其竞争力的劣势在于电价太高导致支出中净能耗费用太高，另外公司没有自己的矿山，锌精矿需要外购，对原材料供应商的依赖程度较高。

### 三、公司财务分析及预测

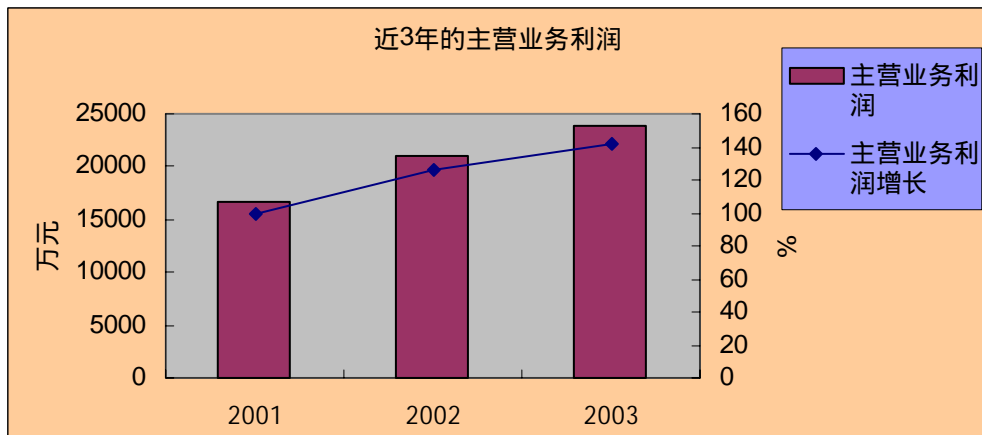
财务指标		2004 年半年	2003 年	2002 年	2001 年
经营能力	应收帐款周转率 (次)	28.29	55.08	39.97	33.67
	存货周转率 (次)	3.15	7.2	6.49	6.46
获利能力	每股收益 (元/股)	0.179	0.184	0.143	0.093
	净资产收益率 (%)	11.22	12.92	11.56	8.47
偿债能力	流动比率	1.18	1.01	0.68	0.93
	速动比率	0.62	0.46		
	资产负债率 (%)	71.02	66.60	67.64	69.42
公司实力	总资产 (万元)	170198	131091	118406	110024
	净资产 (万元)	75889	43659	38032	33635
	主营业务收入 (万元)	141537	247908	197155	157138
	主营业务利润 (万元)	15322	23777	21099	16716
	净利润 (万元)	5518	5643	4395.5	2849.4

资料来源：招股说明书

2004年1 - 6月实现主营业务收入141537.36万元,与上年同期同比增长25.4%,原因是锌锭、锌合金及硫酸销售价格回升。近三年,公司主营业务收入呈现持续增长的态势。2001年公司的主营业务收入比2000年增长44%,主要是因为2001年6月公司收购株冶集团15万吨锌系统资产,增加了产销量,锌锭由2000年的9万吨。2002年锌锭产量达到18.31吨增加到15.22吨,比2001年增长26%,上述收购的资产比2001年增加了6个月产销量。由于2003年世界经济的增长,公司主营产品锌的价格和销售量的具有提高,2003年公司主营业务收入较2002年增长了25.74%,预计2004年主营业务收入将同比增长29%。



资料来源：长江证券研究所



资料来源：长江证券研究所

财务指标	本公司	锌业股份	中金岭南	驰宏锌锗	豫光金铅
流动比率	1.01	2.43	0.71	0.81	1.53
速动比率	0.46	1.96	0.36	0.43	0.64
应收帐款周转率(次)	55.08	1.71	11.93	28.18	38.32
存货周转率(次)	7.20	2.63	2.11	5.26	3.51
资产负债率(%)	65.87	43.45	74.64	72.74	47.66
主营业务利润率(%)	9.59	13.85	20.59	20.78	11.10
每股收益(元/股)	0.176	0.07	0.14	0.41	0.256
净资产收益率(%)	12.92	2.39	7.31	19.82	10.13

资料来源：长江证券研究所

与本行业的其他公司相比，株冶火炬的主营业务利润率偏低，明显低于中金岭南和驰宏锌锗。主要原因是这两家公司拥有自己的矿山，公司的流动比率和速动比率均低于锌业股份和豫光金铅，但高于中金岭南和驰宏锌锗，公司存在一定的短期偿债压力。从应收帐款周转率与存货周转率指标，看出公司的贷款回笼情况良好，存货的变现能力较强。公司的资产负债率偏高，存在着潜在的债务风险。公司的净资产收益率较高，显示公司的盈利能力较强。

### 三、公司募集资金的运用

公司本次向二级市场投资者定价配售方式发行 A 股 12000 万股，扣除发行费用，预计实际募集资金 39935.88 万元。将主要投向一下项目：

	项目名称	投资总额	募集资金投入	使用银行贷款	募集资金投资使用计划			
					第一年	第二年	第三年	流动资金
1	锌冶炼节能降耗技术改造	55,758.45	37,258.45	18,500	11,620	11,620	11,618.45	2,400
2	锌合金生产线技术改造	3,738.82	3,738.82	0	3,447.86			290.96
	合计	59,497.27	40,997.27	18,500	15,067.86	11,620	11,618.45	2,690.96

资料来源：招股说明书

公司通过锌 I 系统节能降耗技术改造，生产能力由原来的 18 万吨/年提高到 20 万吨/

年，锌 I 和锌 II 系统总产量保持 30 万吨/年，金属总产量稳定在国际上第五位，规模效益将更加明显。项目投产后，预计净利润可提高到 16581.4 万元。但项目时间较长，对公司业绩促进短期较难见效。锌合金生产线技术改造项目实施后，年产压铸锌合金 80000 万吨，实现利润总额 446.17 万元，能够使业绩提高 0.01 元。

#### 四、公司定位分析

根据上述对公司的分析，我们预计公司在 04 年主营业务收入将同比有近 25% 增长，04 年每股收益约为 0.215 元。比较目前锌业市场的其他上市公司如中金岭南、锌业股份和驰宏锌锗其平均市盈率为 22 倍左右，因此根据公司 03、04 年的业绩，我们认为公司价值区间在 4.3-5.3 元之间。

#### 投资评级的说明：

- 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证指数/深圳成指的涨跌幅为基准

- 投资建议的评级标准

强力买入：相对涨跌幅在 15% 以上

买 入：相对涨跌幅在 5% ~ 15% 之间

中 性：相对涨跌幅在 -5% ~ 5% 之间

卖 出：相对涨跌幅在 -5% ~ -15% 之间

强力卖出：相对涨跌幅在 -15% 以下