

# 株冶集团 (600961.SH)

## 铅锌龙头完善资源布局，新晋低估黄金标的

### 买入(首次评级)

当前价格: 10.19 元  
 目标价格: 13.89 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1073/752
总市值/流通市值 (百万元)	10933/7661
每股净资产 (元)	1.93
资产负债率 (%)	59.71
一年内最高/最低 (元)	11.17/7.28

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 王保庆  
 执业证书编号: S0210522090001  
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

#### 投资要点:

➤ **老牌铅锌冶炼龙头，锌及锌合金产能处全国首位。**公司拥有60多年的锌冶炼生产及管理经验，拥有锌锭产能30万吨、锌合金产能38万吨，处全国首位，工艺能耗水平已经达到国内先进水平。

➤ **背靠五矿集团，保障增长潜力。**2011年五矿集团通过增资扩股成为公司实控人，作为五矿集团的重要上市平台陆续整合集团相关资产，相继完成水口山有限和株冶有色股权收购，五矿铜业暂缓但远期仍有可能，另外公司还托管集团铅锌资产黄沙坪矿业、金信铝业等，保障资源潜力。

➤ **收购水口山有限，完善资源布局。**水口山有限拥有2个采矿权和3个探矿权，拥有矿石量1,597.80万吨，含铅金属量45.07万吨、锌金属量50.09万吨、金金属量41.87吨、银金属量1,333吨，证载采矿规模达到80万吨/年。根据《开发利用方案》测算，矿山可产精矿含铅、锌分别1.86万吨和1.83万吨，金精矿1.9吨、银精矿50.3吨，拥有冶炼产能铅锭及铅合金冶炼产能10万吨/年，白银609.3吨/年，黄金8.26吨/年。

➤ **水口山并表，盈利能力大幅提升。**水口山有限2022年1-8月毛利率达到16.8%，明显高于原公司2022年的4.2%，其中锌精矿毛利率高达76.8%、黄金37.6%，都将显著提升公司盈利能力。2023年上半年完成重大重组后，实现锌锭及锌合金产量32万吨、铅及铅合金5万吨、黄金1.45吨、白银145吨，根据公司业绩预告，预计2023年实现归母净利润6.0-7.2亿元，同比增加967.4%-1180.9%。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为7.0/8.9/9.1亿元，对应当前股本EPS为0.65/0.83/0.85元/股，对当前股价PE为16/12/12倍，明显低于行业平均水平。2024年给予公司17XPE估值，对应目标价格13.89元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**金属价格变化不及预期；汇率波动风险；矿山安全生产风险

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,472	15,677	22,255	22,804	22,804
增长率	12%	-5%	42%	2%	0%
净利润 (百万元)	164	56	695	892	913
增长率	3%	-66%	1137%	28%	2%
EPS (元/股)	0.15	0.05	0.65	0.83	0.85
市盈率 (P/E)	66.7	194.5	15.7	12.3	12.0
市净率 (P/B)	47.5	50.1	12.0	6.5	4.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**量：**公司锌锭及锌合金产能暂稳，假设 2023-2025 年公司锌锭及锌合金产量稳定在 68 万吨；收购水口山后，康家湾 70 万吨产能陆续达产并投产，假设 2023-2025 年自产锌精矿 1.77/1.83/1.83 万吨，铅精矿 1.8/1.8/1.8 万吨；贵金属包含矿山冶炼回收和外购原料两部分，2023 年上半年公司黄金产量 1.45 吨，假设 2023-2025 年冶炼金产量 3.2/3.2/3.2 吨，其中自产 1.7/1.9/1.9 吨；自产白银 43/50/50 吨。

**价：**假设锌锭 2023-2025 年均价 2.15/2.2/2.2 万元/吨；铅锭（不含税）1.58/1.55/1.55 万元/吨；降息周期贵金属价格偏强，假设 2023-2025 年黄金价格分别为 450/500/500 元/克；白银价格（不含税）5,562/6,184/6,184 元/公斤。

**利：**假设生产成本相对稳定，则 2023-2025 年锌锭及锌合金（不含水口山自产锌矿）毛利率 5.1%/5.0%/5.0%；水口山锌精矿毛利率 70.6%/70.8%/70.8%；黄金 28.3%/33.8%/33.8%；白银 19.2%/21.5%/21.5%。

### 我们区别于市场的观点

**市场担心锌冶炼行业竞争激烈，影响公司利润释放。**我们认为，2023 年公司完成水口山收购后，已经不能以传统冶炼行业看待公司，1) 资源布局将有效降低公司成本，助力锌及锌合金利润释放：2022 年 1-8 月水口山锌精矿毛利率高达 76.8%，明显高于 2022 年公司锌锭及锌合金冶炼的 3.0% 毛利率，自有矿山产量释放提高原料自给率，盈利能力提升；2) 赋能黄金属性，水口山有限 2 个采矿权保有资源储量含金金属量 41.87 吨，平均品位 3.1g/t，80 万吨采选规模达产后，精矿含金量达到 1.9 吨，叠加铅冶炼过程回收和外购原料，2023 年上半年黄金产量达到 1.45 吨，株冶集团成为新晋黄金标的。

### 股价上涨的催化因素

铅锌/贵金属价格上涨；新增矿山项目并购。

### 估值与目标

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/8.9/9.1 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.65/0.83/0.85 元/股，对当前股价 PE 为 16/12/12 倍，明显低于行业平均水平。2024 年给予公司 17XPE 估值，对应目标价格 13.89 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

金属价格变化不及预期；汇率波动风险；矿山安全生产风险

## 正文目录

1	五矿集团控股公司，旧貌新颜利润改善 .....	5
1.1	老牌铅锌冶炼龙头，弥补资源短板 .....	5
1.2	产业链布局日趋完善，赋能贵金属属性 .....	5
1.3	背靠五矿集团，增长仍有潜力 .....	6
1.4	旧貌新颜，利润改善 .....	8
2	优质铅锌冶炼龙头，增强资源布局 .....	10
2.1	老牌铅锌冶炼龙头，工艺技术优势显著 .....	10
2.2	收购水口山有限，布局铅锌金资源 .....	11
2.3	五矿铜业收购暂缓，远期仍有可能 .....	13
3	避险+降息前夕，贵金属价格继续偏强 .....	14
4	盈利预测和投资建议 .....	16
4.1	核心假设 .....	16
4.2	盈利预测 .....	17
4.3	估值及投资建议 .....	18
5	风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司主要产品及用途 .....	6
图表 3: 公司股权结构 .....	7
图表 4: 中国五矿(含下属公司)与上市公司存在类同业务的主体 .....	8
图表 5: 产品产量/万吨 .....	8
图表 6: 公司营收规模/(亿元, %)	8
图表 7: 公司净利润/(亿元, %)	9
图表 8: 主要毛利构成/(亿元, %)	9
图表 9: 株冶集团各产品毛利率 .....	9
图表 10: 水口山有限产品毛利率 .....	9
图表 11: 锌冶炼工艺流程 .....	10
图表 12: 锌冶炼能耗标准 .....	10
图表 13: 水口山有限矿业权 .....	11
图表 14: 水口山铅锌矿资源储量(截止 2021 年 8 月 31 日) .....	12
图表 15: 水口山铅锌矿满产情况下各金属产量测算 .....	12
图表 16: 柏坊铜矿资源储量(截止 2021 年 12 月) .....	12
图表 17: 2021 年水口山有限营收占比 .....	13
图表 18: 2021 年水口山有限毛利占比 .....	13
图表 19: 水口山集团对于水口山铅锌矿业绩承诺/亿元 .....	13
图表 20: 五矿铜业各产品产量 .....	14
图表 21: 五矿铜业毛利结构/亿元 .....	14
图表 22: 五矿铜业未来营收测算 .....	14
图表 23: 五矿铜业未来净利润测算 .....	14
图表 24: 美债收益率与黄金价格/(%, 美元/盎司) .....	15
图表 25: 核心 CPI 持续回落 .....	15
图表 26: 美联储点阵图显示加息进入尾声 .....	15
图表 27: 长短美债继续倒挂/% .....	16
图表 28: 美国一般政府债务占 GDP 比重 .....	16

图表 29: 央行购金量/吨 .....	16
图表 30: 盈利预测 .....	17
图表 31: 可比公司估值 .....	18
图表 32: 盈利及估值敏感性分析 .....	18
图表 33: 财务预测摘要 .....	20

## 1 五矿集团控股公司，旧貌新颜利润改善

### 1.1 老牌铅锌冶炼龙头，弥补资源短板

**老牌铅锌冶炼龙头，搬迁升级焕发新活力。**公司源于 1956 年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000 年，企业由工厂制转为公司制、股份制，2004 年公司在上海证券交易所上市。2014 年以来，公司积极响应国家老工业基地搬迁改造，2018 年关停了湖南省株洲市石峰区清水塘基地全部冶炼产能，同时在湖南省衡阳市常宁水口山工业园新建 30 万吨锌冶炼系统及 10 万吨铅精炼及稀贵综合回收系统，形成了衡阳、株洲、深圳和天津四大生产基地，主要生产锌及其合金，综合回收银、铟等稀贵金属和硫酸。

**并购水口山，弥补资源短板。**2023 年通过收购水口山有限，获得 2 项采矿权和 3 项探矿权，公司将重组升级为拥有铅锌矿产资源和完整铅锌采选、冶炼生产线的全产业链有色金属企业，主要产品及综合回收副产品包括铅合金、铅锭、黄金、白银、锌精矿等，通过集中发挥采、选、冶、研完备的产业链优势，加快公司高质量发展的进程。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、上海金属网、华福证券研究所

### 1.2 产业链布局日趋完善，赋能贵金属属性

公司主要产品有锌锭、热镀锌合金、铸造锌合金，铅锭、铅基合金、黄金、白银等，副产品为硫酸、氧化锌、镉白粉等，矿产品有铅精矿、锌精矿、金精矿、铜精矿等，以及小产品镉锭、铟锭。

**矿山采选业务：**公司水口山铅锌矿铅、锌原矿品位高，在国内属于禀赋较好的矿山，同时伴生金、银品位较高，采选规模达到 80 万吨 /年，根据平均品位初步测算，年产矿石量含锌 1.83 万吨、铅 1.86 万吨、银 50.3 吨、金 0.82 吨。

**锌冶炼业务：**锌产品产能 68 万吨，其中锌冶炼产能 30 万吨、锌基合金深加工产能 38 万吨，位居全国首位。其中，火炬牌锌合金的市场占有率处于第一梯队，在高端汽车板行业处于领先地位。

**铅冶炼业务：**铅冶炼产能 10 万吨，主要冶炼产品为铅锭、铅合金，并在铅冶炼的过程中综合回收黄金和白银等副产品。

**图表 2：公司主要产品及用途**

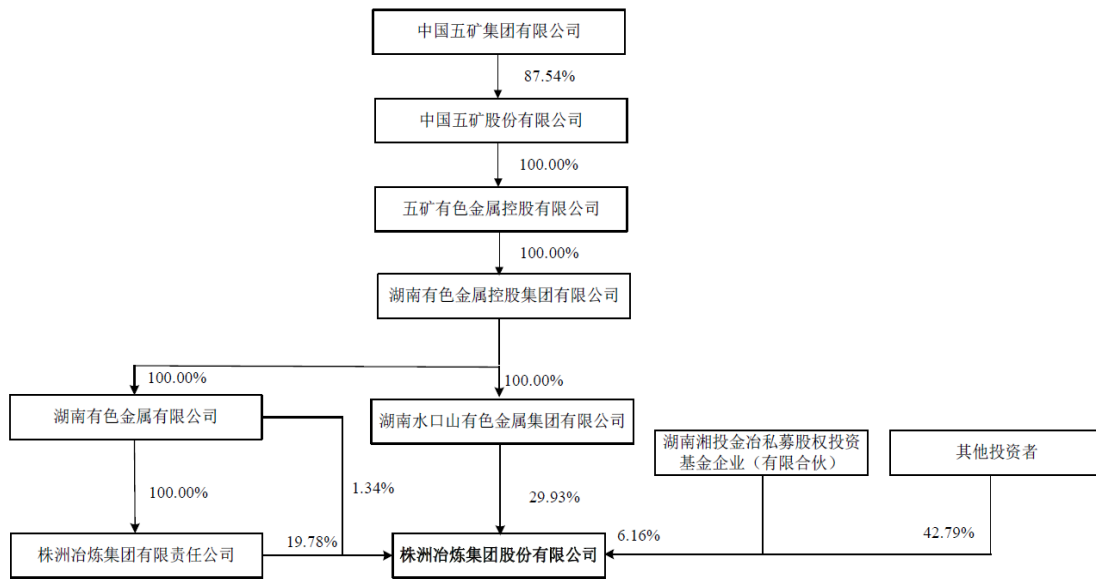
产品	用途
锌锭	主要以镀锌、锌基合金、氧化锌的形式广泛应用于汽车、建筑、家用电器、船舶、轻工、机械、电池等行业。
热镀锌合金	广泛用于板带、结构件批量镀锌，应用于汽车板、建筑材料板、家用电器 GA/GI 板带连续镀锌以及高速公路护栏、电力铁塔、渡管等结构件镀锌行业。
铸造锌合金	广泛用于卫浴、锁具、门窗五金、服饰配件、标牌、玩具等锌铸造件行业
铅锭	主要应用在制造蓄电池、涂料、弹头、焊接材料、化学品铅盐、电缆护套、轴承材料、嵌缝材料、巴氏合金和 X 射线的防护材料等
铅基合金	主要应用于蓄电池、电缆护套、电解铜、电解锌、放射性工作的防护材料等行业。
镉锭	下游消费领域主要有镍镉电池，颜料和荧光粉，塑料稳定剂，以及电镀、焊料，钢件镀层防腐，合金等
铟锭	主要用于生产 ITO 靶材（用于生产液晶显示器和平板屏幕），电子半导体，焊料和合金，涂层以及研究行业使用等
黄金、白银、铜精矿等	

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 1.3 背靠五矿集团，增长仍有潜力

**五矿集团为公司实控人。**2009 年，中国五矿与湖南省国资委、中国五矿股份有限公司签署的《注资与股份发行协议》，五矿集团成为株冶集团的间接股东和实控人；2023 年公司发行股份购买资产后，五矿集团持有份额进一步增加，截止 2023 年 9 月 30 日，通过湖南有色金属间接持有公司共计 51.05% 股权。

图表 3：公司股权结构



数据来源：公司公告、华福证券研究所

**托管集团同业资产，增长仍有潜力。**五矿集团拥有 8 家上市公司，包括中国中冶、五矿资本、五矿发展、中钨高新、株冶集团、长远锂科、五矿资源、五矿地产，旗下有与上市公司存在类同业务的主体：

**铅锌矿：**中国中冶从事境外铅锌矿的采选业务；五矿资源从事境外铅锌矿、铜矿的采选业务；黄沙坪矿业从事境内铅锌矿的采选业务。但出售产品不同，不构成同业竞争，因水口山与黄沙坪矿业地理位置相近，为避免双方可能存在的潜在同业竞争问题，黄沙坪矿业委托给上市公司管理。

**冶炼：**金信铝业从事铅冶炼业务，主要产品为铅锭，但因持续盈利能力较弱，未纳入同步注入上市公司范围，金信铝业现已委托水口山有限管理。

**黄金：**五矿旗下子公司闪星锡业锡矿山，从事锡精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锡精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金，但因主营收入和毛利占比较低，较难形成竞争关系。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/856005011023010102>