

與商品牛市共舞

- **商品牛市仍然持續**：在全球經濟和中國、印度等國經濟仍然持續增長的環境下，長期以來資本投入不足導致的資源供給增長緩慢和資源枯竭預期，本輪金屬價格上漲周期將大大延長。
- **資源優勢明顯，鎢資源有絕對優勢**：公司在鎢資源有絕對優勢。尤其是今後收購瑤崗仙以後，公司控制的鎢(WO₃)資源儲量達到 96 萬噸。在全球資源、能源價格飛速上漲的情況之下，像鎢資源這種幾乎沒有替代品的、需求旺盛的、供給受限的資源品種沒有理由不受到追捧。這是湖南有色最大的亮點。
- **資源儲量增加的前景非常樂觀**：資源儲量增加的前景非常樂觀，企業價值增長空間極大。在樂觀情況下，其資源儲量有機會成倍增長。
- **成功整合鎢產業鏈**：柿竹園和瑤崗仙兩礦山讓公司在鎢資源有了絕對優勢；國內第一、二大公司硬質合金企業均被公司控制，公司由此控制了硬質合金 70%的市場份額。湖南有色成為鎢產業鏈上中下游均具有絕對控制力的行業龍頭。
- **12 個月目標價 3.95 港元**：在持續的商品牛市中，得資源者得天下，擁有明顯資源優勢以及資源增加空間極大的湖南有色具有中長期投資價值。我們設定 12 個月目標價為 3.95 港元，相當於 14 倍 06 年每股收益。

第一上海研究部

86755-33367856

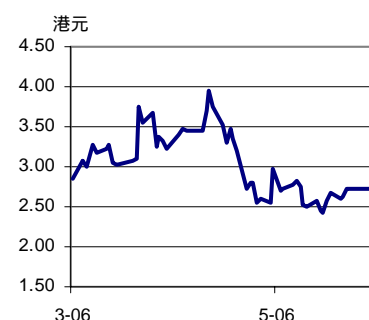
| | |
|---------|-----------------------|
| 行業 | 有色金屬 |
| 股價 | 2.925 港元 |
| 目標價 | 3.95 港元 (+35%) |
| 市值 | 100 億港元 |
| 已發行股本 | 34.21 億股 |
| 52 周高/低 | 4.025 港元/2.225 港元 |
| 每股淨現值 | 1.32 港元 |
| 主要股東 | 湖南有色金屬控股集團公司 (57.62%) |

匯率: 港元=1.032 人民幣

盈利摘要

| 截止12月31日財政年度 | 2004实际 | 2005实际 | 2006预测 | 2007预测 | 2008预测 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿元人民币) | 73.3 | 93.4 | 180.1 | 195.7 | 212.2 |
| 变动 | 26% | 27% | 93% | 9% | 8% |
| 净利润(亿元人民币) | 5.6 | 4.3 | 10.0 | 10.1 | 10.4 |
| 每股收益(元人民币) | 0.27 | 0.20 | 0.29 | 0.29 | 0.30 |
| 变动 | 228% | -27% | 49% | 1% | 3% |
| 市盈率(倍) | | 15.5 | 10.4 | 10.3 | 10.0 |
| 每股股息(元人民币) | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 息率 | 0% | 0% | 3% | 3% | 3% |

股價表現



來源: 公司資料, 第一上海估計

來源: 彭博

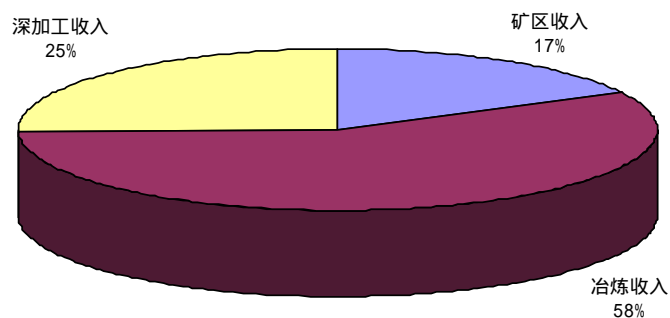
業務分析

湖南有色金屬股份公司是“採礦+冶煉+加工”一體化企業，旗下主要包括株冶公司、株硬公司、錫礦山礦、柿竹園礦和黃沙坪礦。公司擁有豐富的有色金屬礦產資源，鎢、鉍的儲量全球居第一位，多種有色金屬儲量排名全國第一。同時也是中國的鋅、銻、硬質合金、銻、鉍及相關產品以產量計的最大生產商，和鉛、鉍、銻等有色金屬及相關產品的主要生產商。

大股東湖南有色金屬控股集團擁有湖南省主要的鉛、鋅、鎢、銻、鉍等礦產資源的開採權，鉛鋅、硬質合金、銻品、氟化鹽產量均居全國同業前茅，“鑽石”、“火炬”、“閃星”等商標馳名中外。集團公司集採礦、冶煉、研發、加工和深加工為一體，是中國知名的多品種有色金屬及其深加工產品和技術服務供應商，其綜合實力居全國工業企業前110強，全國有色行業前5強，全省工業企業前3強。

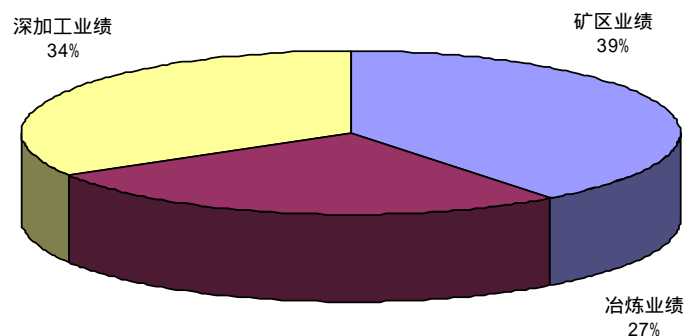
公司五大運營中心劃分為採礦、冶煉、深加工三大板塊，產品包括鋅、鉛、銻、鎢、鉍等。各業務的收入、分類業績比例如下圖。

圖表 1：2005 年分板塊收入



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 2：2005 年分板塊業績



資料來源：公司資料、第一上海

採礦板塊

公司擁有錫礦山礦、柿竹園礦和黃沙坪礦等礦山的開採權，其中柿竹園礦是遠近聞名的特大型多金屬礦床。該公司鎢、鉍的儲量全球居第一位，多種有色金屬儲量排名全國第一。擁有鎢（ WO_3 ）資源儲量 807381 噸，其中可開採儲量 546239 噸，即鎢的金屬儲量 433222 噸，鎢儲量占全球儲量的 15%。銻儲量約 177923 噸。隨著現有資源的不斷消耗，相對於其他競爭對手，該公司的鎢、銻資源優勢將日益明顯。

圖表 3：礦產資源儲量一覽表（噸）

| 礦種 | 柿竹園礦 | 黃沙坪礦 | 錫礦山 | 合計 |
|-------------|--------|---------|--------|---------|
| 鎢（ WO_3 ） | 708738 | 98643 | | 807381 |
| 鋅 | 8930 | 230327 | | 239257 |
| 銻 | | | 177923 | 177923 |
| 鉛 | 9544 | 122666 | | 132210 |
| 鉍 | 303083 | | | 303083 |
| 鉬 | 122137 | 18634 | | 140771 |
| 錫 | 112963 | | | 112963 |
| 銅 | 63134 | 1645 | | 64779 |
| 鐵 | | 7397394 | | 7397394 |

資料來源：公司資料

鎢資源

公司擁有鎢（ WO_3 ）資源儲量 807381 噸，可開採儲量 546239 噸，即鎢的金屬儲量 433222 噸，鎢儲量占全球儲量的 15%。其中，柿竹園的鎢（ WO_3 ）資源儲量有 70.9 萬噸，鎢精礦產能 4000 噸，公司擬在 2007 年擴大到 6000 噸。黃沙坪還有 9.8 萬噸，目前沒開採。

瑤崗仙礦現在在集團手中，鎢（ WO_3 ）資源儲量約 26 萬噸左右，估計在 2007 年收購進入股份公司，瑤崗仙鎢精礦產能 3000 噸左右。收購瑤崗仙以後，公司控制的鎢（ WO_3 ）資源儲量 96 萬噸，按目前產量，可以開採 100 年以上，鎢精礦產能達到 9000 噸左右。

圖表 4：中國主要的鎢精礦生產商

| 生產商 | 2004年鎢精矿产量 （ WO_3 65%，噸） | 2002年底的鎢資源 （ WO_3 ，噸） |
|-------|-------------------------------|----------------------------|
| 江西香炉山 | 7666 | 201455 |
| 湖南柿竹園 | 3232 | 715646 |
| 江西大吉山 | 2815 | 50481 |
| 湖南瑤崗仙 | 2324 | 259635 |

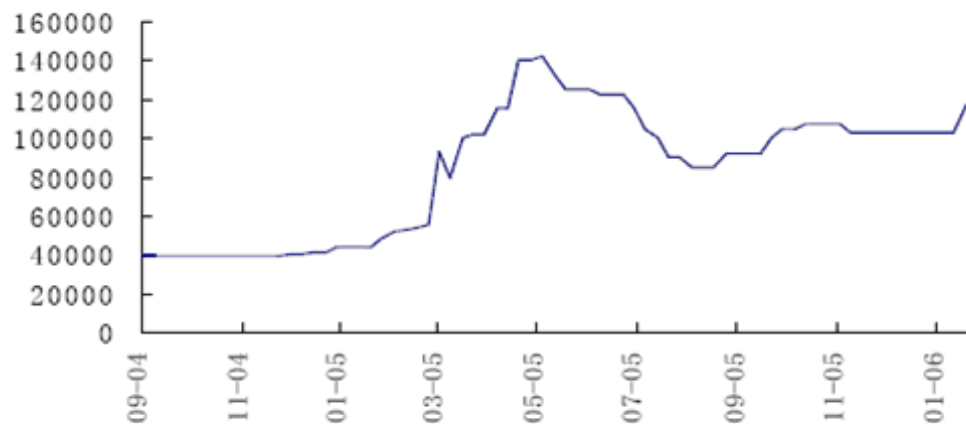
資料來源：中國鎢業協會

2005年銷售錫精礦 1778 噸，平均價格 64020 元/噸。2006年銷售量估計 2000 噸左右，今年上半年的平均價格大致在 10.5 萬元/噸附近，預計今年實現均價約 9.5 萬元/噸；2007年生產能力 6000 噸左右（不考慮瑤崗仙），銷售量預計 2500 噸左右，預計實現均價約 9.3 萬元/噸。

銻資源

中國是全球主要銻生產國，產量占全球的 80%以上。湖南和廣西為中國主要的銻生產省份，其產量分別占全國總量的 61%和 20%。錫礦山閃星銻業有限公司是全球最大的銻產品生產商。

圖表 5：湖南錫精礦價格走勢（白錫精礦 I 級一類），元



資料來源：中國金屬網、安泰科

圖表 6：中國主要的銻生產商

| 生產商 | 2004年產量 (噸) |
|-------------|-------------|
| 錫礦山閃星銻業有限公司 | 22265 |
| 湖南辰州礦業有限公司 | 10606 |
| 柳州華錫集團有限公司 | 7954 |
| 湖南瑤崗仙 | 2324 |

資料來源：2004年有色金屬工業統計資料彙編

錫礦山銻金屬儲量 18 萬噸，05 年銷售銻產品 2.4 萬噸，售價 2.35 萬元/噸。目前公司銻資源略顯不足，錫礦山的加工量有 50%的銻礦為外購。

公司增加在錫礦山礦區的勘探投入，初步勘探結果顯示錫礦山銻礦的勘探潛力還很大，在幾個鑽探點均有收穫，錫礦山的儲量有望重新標定。

目前國內金屬銻價 4.2 萬元/噸左右。我們預計銻價將長期在高位運行。

冶煉板塊

冶煉業務為公司控股 63.3%的株冶，主要產品為鋅、鉛、銻、銀。產能為鋅 33 萬噸，鉛 9 萬噸，銻 61 噸。毛利率 13%左右。株冶為一單純冶煉企業，所需礦石部分由公司黃沙坪分公司提供，大部分外購。

株冶不同于一般國際冶煉企業，不是單純以收取加工費為主的冶煉廠。公司在市場購買礦石，經冶煉加工後在市場出售金屬及合金產品，扮演了冶煉廠和現貨商的角色。公司在 05 年低價囤積了約半年用量的礦石，這是今年以來絕大多數冶煉廠利潤下降而株冶利潤反而大幅度上升的原因。6 月份鋅價暴跌，礦石價格也跟隨下跌，公司又準備囤積一部分礦石，以備下半年之用。公司對鋅價充滿信心，所以價格下跌就是他們備礦石的時機。我們對鋅價未來也比較看好，認為這樣做法在 1、2 年內問題不大，可以使公司獲得鉅額利潤。

但是，大型冶煉企業過多參加金屬貿易，把自己也置身于金屬價格高風險高收益的旋渦中，大大增加經營風險。

深加工

目前主要是控股 99%的株洲硬質合金廠。株硬是我國第一大硬質合金生產企業，硬質合金產能 5600 噸、鎢鉬鉭鈮及其化合物產能 17500 噸，2005 年銷售硬質合金 3575 噸、鎢鉬鉭鈮及其化合物 6085 噸。

以現金 4 億元作為出資占新自硬公司註冊資本的 80%；直接和間接持有中鎢高新 45.9%股權，中鎢高新包括自貢硬質合金的主要經營性資產。自貢硬質合金廠是我國目前第二大硬質合金生產企業，硬質合金產品國內市場佔有率超過 25%，60%以上的產品出口國外，2005 年淨利潤 1883 萬元。公司由此控制了硬質合金 70%的市場份額。

大宗原材料價格有望長期維持於較高水準，這也推動了全球包括中國在內的對石油和礦山開採等上游資源領域投資大幅增加，並帶動了硬質合金產品需求的增長。我們對未來幾年全球以及中國硬質合金的需求增長較為樂觀。

發展前景

有色金屬類公司的經營特點是：1、業績波動大，與金屬價格高度相關 2、在有色金屬產業鏈中，供給受到資源的嚴重制約難以快速提高，利潤明顯向上游採礦環節集中，可謂得資源者得天下。

因此，對這類公司的分析重點在金屬價格中長期趨勢的判斷，以及資源儲量和儲量的增長前景。通過這樣的定性分析模型才有可能判斷來企業的發展方向，方向對了最為重要。而常規的數量化估值模型在分析此類業績劇烈波動的公司時顯得蒼白無力。

有色金屬價格上漲周期仍將持續

全球經濟復蘇和新興經濟體的崛起帶來的強勁需求、全球資產流動性泛濫而大量湧入商品市場、複雜的國際政治關係以及美國“雙赤”帶來美元走弱構成了全球商品牛市的時代大背景，這些因素把傳統的“成本理論”拋到了一邊，使得商品更多的體現出“金融屬性”，這是需要關注的重要因素。

近期宏觀經濟面出現不明朗以及 FED 加息周期的不確定性，美國國內經濟下半年可

能出現減速，歐洲近期部分經濟資料並不樂觀，中國也可能收緊銀根，發展速度可能放緩，但最終不影響未來數年全球經濟向好的勢頭。

在全球經濟和中國、印度等國經濟仍然持續增長的環境下，由於長期以來資本投入不足導致的資源供給增長緩慢和資源枯竭形勢更為嚴峻，本輪金屬價格上漲周期將大大延長。儘管加息將影響資產流動性而導致商品價格的短期、中期波動，但金屬價格走勢的大周期仍將是持續上升。

本輪金屬價格上漲周期中，幾乎所有金屬類別都持續大幅度上漲。湖南有色旗下的多數金屬至少未來兩、三年將表現良好，其中鋅價將持續上漲，鎢價、銻價將在高價位元區域運行，其他金屬鉛、鈹、鉭、鈮、鉬等價格也將堅挺。

鎢行業

中國為鎢金屬的主要供應國，通過限制產量使價格提升。中國鎢精礦可采儲量占全球的 62.1%，為 180 萬噸；2005 年，產量占全球的約 90%，為 6.9 萬噸。自 1999 年以來，中國政府實施對中國鎢產品的生產及出口管制，2003 年鎢精礦限制為來自 118 個礦山的 4.3 萬噸，出口限額為 1.6 萬噸。2005 年 7 月國家嚴格治理鎢礦生產，造成大量小礦被關，供應減少造成鎢價大漲，最高達 13 萬元。目前每噸鎢精礦的生產成本在 3 萬元左右，而鎢精礦價格保持在 10 萬元以上。今年上半年亦有若干宏觀調控措施有效地扼住了產量增長的勢頭，同時也止住了精礦價格下跌的態勢。

05 年是歷史上高價鎢時代，但從 05 年披露的全球鎢消費情況看，仍然有 4% 的增長，可見鎢的消費價格彈性非常之小，鎢的市場需求呈現較強的剛性。

鎢的需求保持穩定增長、主要產鎢國中國的產量下降將為鎢價格高位運行提供堅實基礎。因此鎢精礦價格回到歷史上 3—4 萬的可能性已經不復存在，預期 06—08 年鎢價格仍將維持在高位。

在全球資源、能源價格飛速上漲的情況之下，像鎢資源這種幾乎沒有替代品的、需求旺盛的、供給受限的資源品種沒有理由不受到追捧。這是湖南有色最大的亮點。

銻行業

中國銻資源儲量占全球的 43.9%，約 79 萬噸；中國銻產量占全球的 81.4%，約 12.5 萬噸。湖南和廣西為中國主要的銻生產省份，其產量分別占全國總量的 61% 和 20%。主要消費市場防火劑占 85%，汽車電池 6%，催化劑占 6%。

中國成為全球最大銻消費國之一，消耗模式已由銻金屬轉移至防火劑、瓷漆及紡織業、玻璃業及電池行業等。由於中國是全球主要銻供應國，其供給、消費及出口量對國際市場的銻定價有重大影響。政府自 2001 年以來加強管制，使得全球銻市場的供應過剩情況得以緩解。

國內銻精礦產量 6.5 萬噸左右，進口 2.2 萬噸，合計 9 萬噸左右，國內消費 2 萬多噸，出口 6.5 萬噸左右。另有數據說，銻產量 14.6 萬噸（庫存和非法企業生產的礦是一部分），銻的統計資料是非常混亂的。

由於廣西省南丹礦自 2001 年 7 月的關閉，銻礦供應緊張，礦山企業處於有利的地位，銻價也將長期在高價區間運行。

資源儲量增加的前景非常樂觀

湖南有色的未來將會出現巨大變化，資源儲量增加的前景非常樂觀，企業價值增長空間極大，以至於常規估值方法對它失效。在樂觀情況下，其資源儲量有機會成倍增長。可謂得資源者得天下，擁有明顯資源優勢以及資源增加空間極大的湖南有色具有長期投資價值。

海外尋找資源

目前已披露的合作計劃是以 5.93 億港元收購了在澳洲堪帕斯公司 10.4% 股權，出資 6000 萬澳元(3.56 億港元)與其建立一家合資公司，開發其位於澳大利亞北領地的氧化物和硫化物礦產資源，包括多種金屬銅、鎳、鉛、鋅等，均為大型或特大型礦山。公司出資，對方出礦權，最後礦石各 50% 分配，估計 2007 年就有礦開採出來。

這是公司的一種策略性收購，希望以此加快產業鏈建設，加快礦產資源獲取。

其他潛力專案

未來可能的收購計劃包括瑤崗仙、杜達和水口山三個大專案。

1) 瑤崗仙：是大型鎢礦，產能在 3000 噸左右，已破產，現為有色集團持有。這個專案可能在明年進入股份公司，將進一步鞏固該公司鎢資源的絕對優勢。

2) 杜達：是一家巴基斯坦特大型鉛鋅礦，有色集團持有 49%，總儲量約 5000 萬噸，證實儲量為 1431 萬噸，平均鋅含量 8.6%，含鉛 3.2%。估計進入股份公司可能在 2008 年以後。屆時公司鉛鋅礦的自給率可望達到 100%。

3) 水口山：湖南水口山有色金屬集團集採礦、選礦、冶煉、加工為一體，現有銅、鉛鋅礦山三座，銅、鉛、鋅、氧化鋅和無汞鋅粉冶煉廠各一座。其所屬的康家灣礦為全國第四大鉛鋅礦山，保有鉛鋅儲量 1600 萬噸，在水口山礦田及周邊仍有良好的找礦前景。公司現有員工 1.2 萬人，固定資產總值 20 億元，擁有 60 萬噸采選、20 萬噸銅鉛鋅冶煉、1000 公斤黃金和 300 噸白銀的生產能力，年銷售收入 20 億元。水口山作為老國企，負擔重，原為有色集團下屬企業，改制前劃撥給湖南省國資委。目前正在清理社會負擔，學校、醫藥、派出所等機構將劃歸地方。視改制進度，可能劃歸有色集團，再進入湖南有色。屆時其鉛鋅能力將達到鋅 50 萬噸，鉛 15 萬噸，成為世界第三大鉛鋅企業。

現有礦山的勘探遠景樂觀

1992 年以後都沒有進行大規模的勘探工作，礦山的勘探程度不高。因此，現在進一步勘探找到更多礦產資源量的潛力比較大，近期幾個鑽探點均有收穫。公司計劃未來四年投入 1.2 億用於進一步勘探黃沙坪及錫礦山和其他周邊地區。

整合鎢產業鏈

鎢資源主要在江西和湖南兩省，廣東有一部分。公司作為國內重要鎢企業有動力去維持高鎢價的情況，比如聯合江西大鎢礦企業就產量計劃安排方面有一些共同的目標，力圖形成某種形式的聯盟。瑤崗仙礦可能在明年進入公司，將進一步鞏固該公司鎢資源的絕對優勢。

公司收購自貢硬質合金廠、中鎢高新的目標在於整合鎢的下游，將控制鎢下游需求 50% 的市場，進而控制鎢精礦的產出。目前國內第一、二大公司硬質合金企業均被

公司控制，公司由此控制了硬質合金 70%的市場份額。以後還可能進一步收購其他硬質合金企業，以達到控制這個行業的目的。

這樣，將使湖南有色成爲鎢產業鏈上中下游均具有絕對控制力的的行業龍頭。

業績預測

我們對湖南有色主要產品、產量的假設如下：

圖表 7：湖南有色主要產品、產量的假設

| | 2002实际 | 2003实际 | 2004实际 | 2005实际 | 2006预测 | 2007预测 | 2008预测 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售量 | | | | | | | |
| 有色金属矿区 | | | | | | | |
| 钨精矿(吨) | 3235 | 3177 | 2381 | 1778 | 2000 | 2500 | 3000 |
| 氧化钨(吨) | 517 | 724 | 703 | 882 | 890 | 890 | 890 |
| 锌精矿(吨) | 8734 | 9201 | 14177 | 15442 | 15000 | 14000 | 13000 |
| 铅精矿(吨) | 7816 | 8378 | 8409 | 13398 | 13500 | 13000 | 13000 |
| 铋产品(吨) | 24186 | 18012 | 23434 | 24201 | 25000 | 26000 | 26000 |
| 锌产品(吨) | 28641 | 29524 | 29951 | 31652 | 32000 | 32000 | 32000 |
| 深加工 | | | | | | | |
| 硬质合(吨) | 4318 | 4830 | 4778 | 3575 | 4200 | 4620 | 5082 |
| 钨及化合物(吨) | 4652 | 6343 | 7588 | 5301 | 5500 | 6050 | 6655 |
| 钼及化合物(吨) | 407 | 419 | 416 | 258 | 300 | 345 | 400 |
| 钽铌及其化合物(吨) | 381 | 413 | 500 | 526 | 560 | 588 | 620 |
| 有色金属冶炼 | | | | | | | |
| 锌产品(吨) | 220022 | 280074 | 198434 | 221347 | 280000 | 300000 | 330000 |
| 铅产品(吨) | 103612 | 105935 | 98066 | 92170 | 100000 | 110000 | 120000 |
| 贵金属-钨(公斤) | 60894 | 49195 | 55070 | 35000 | 400000 | 420000 | 450000 |
| 贵金属-银(吨) | 325 | 422 | 507 | 456 | 460 | 480 | 500 |
| 平均销售价格 | | | | | | | |
| 有色金属矿区 | | | | | | | |
| 钨精矿(元/吨) | 16535 | 19080 | 27899 | 64020 | 95000 | 93000 | 91000 |
| 氧化钨(元/吨) | 29387 | 35408 | 95674 | 246575 | 250000 | 240000 | 220000 |
| 锌精矿(元/吨) | 3549 | 3632 | 5195 | 6868 | 12500 | 14000 | 14500 |
| 铅精矿(元/吨) | 3988 | 4209 | 6874 | 8179 | 11000 | 11000 | 11000 |
| 铋产品(元/吨) | 12891 | 16844 | 18794 | 23482 | 30000 | 29000 | 28000 |
| 锌产品(元/吨) | 6521 | 6980 | 9139 | 11751 | 22000 | 23000 | 23500 |
| 深加工 | | | | | | | |
| 硬质合(元/吨) | 186824 | 180189 | 201649 | 279016 | 306000 | 310000 | 315000 |
| 钨及化合物(元/吨) | 54715 | 55951 | 85604 | 190483 | 209000 | 208000 | 207000 |
| 钼及化合物(元/吨) | 103083 | 125938 | 299814 | 678387 | 680000 | 670000 | 650000 |
| 钽铌及其化合物(元/吨) | 281008 | 298097 | 274193 | 356750 | 360000 | 355000 | 350000 |
| 有色金属冶炼 | | | | | | | |
| 锌产品(元/吨) | 7268 | 7674 | 9515 | 12195 | 24000 | 25000 | 25500 |
| 铅产品(元/吨) | 4127 | 4727 | 7872 | 8294 | 9000 | 8800 | 8800 |
| 贵金属-钨(元/公斤) | 422 | 1303 | 5448 | 8306 | 8000 | 8000 | 7800 |
| 贵金属-银(元/吨) | 1220832 | 1299517 | 1731998 | 1863677 | 2500000 | 2600000 | 2700000 |

資料來源：湖南有色年度報告，第一上海

根據我們的預測，湖南有色 06—08 年的淨利潤爲 9.96 億元人民幣、10.06 億元人民幣、10.35 億元人民幣；每股收益爲 0.31 元人民幣、0.31 元人民幣、0.32 元人民幣；現價之 06—08 年預測市盈率分別爲 10.4 倍、10.3 倍和 10 倍。

由於金屬價格波動比較大，湖南有色的業績的波動幅度也極大，因此 2006 年業績預測準確性相對較高，而 2007 年、2008 年業績預測的準確性則不夠高，只是指示一個方向——業績將保持較高水準且有一定增長。必須緊密跟蹤金屬價格的中長期變化趨勢、產量以及新專案進展等因素，才能更好把握該公司的發展。

估值

國際同類有色金屬公司 06 年平均預期市盈率為 10.2 倍。

湖南有色現價的估值水平與同類公司基本持平。但是，考慮到鎢資源的全球稀缺、戰略價值以及公司控制鎢資源的絕對優勢；對鎢產業鏈的全面整合；多金屬資源儲量增加的前景非常樂觀，企業價值增長空間極大。因此，湖南有色的估值水平應該高於同類公司。我們設定 12 個月目標價為 3.95 港元，相當於 14 倍 06 年每股收益。

圖表 8：估值比較

| 公司 | 06PE | 07PE | 06PB | 07PB | 產品 |
|------------|------|------|------|------|------|
| 厦門鈎業 | 13.0 | 11.0 | 3.2 | 2.7 | APT |
| Sandvik | 12.7 | 12.5 | 3.4 | 3.1 | 合金刀具 |
| Kennametal | 14.3 | 12.2 | 2.0 | 1.7 | 合金刀具 |
| COMINCO | 9.2 | 10.0 | 2.6 | 2.2 | 鉛鋅 |
| ZINIFEX | 6.0 | 4.5 | 2.4 | 1.6 | 鉛鋅 |
| Korea Zinc | 5.9 | 7.0 | 1.3 | 1.1 | 鉛鋅 |
| 湖南有色 | 10.4 | 10.3 | 2.1 | 1.9 | 多金屬 |
| 平均值 | 10.2 | 9.6 | 2.4 | 2.0 | |

資料來源：彭博

風險因素

經營業績和業務受經濟周期以及金屬價格波動的影響

冶煉板塊也承擔金屬價格風險

隨著現有礦山的開採程度日增，產量和礦石品位可能降低，以及成本增加

收購國內外資源專案未必能成功

部分業務消耗大量能源，可能面對電費上漲和電力供應不足的影響

財務報表摘要

損益表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

| | 04年 实际 | 05年 实际 | 06年 预测 | 07年 预测 | 08年 预测 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 73.1 | 92.9 | 179.3 | 194.8 | 211.1 |
| 毛利 | 11.4 | 15.1 | 26.8 | 27.8 | 29.3 |
| 其他业务收入 | 3.9 | 0.5 | 2.2 | 2.5 | 2.7 |
| 销售及管理费用 | (6.5) | (7.2) | (11.2) | (12.3) | (13.5) |
| 其他收入 | (0.1) | (0.4) | (0.4) | (0.4) | (0.3) |
| 营运收入 | 8.6 | 8.0 | 17.4 | 17.6 | 18.2 |
| 财务开支 | (1.5) | (1.7) | (0.7) | (0.7) | (0.8) |
| 联营公司 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 税前盈利 | 7.5 | 6.7 | 17.3 | 17.5 | 18.0 |
| 所得税 | (1.0) | (1.3) | (4.8) | (4.9) | (5.0) |
| 少数股东应占利润 | (0.9) | (1.1) | (2.5) | (2.5) | (2.6) |
| 净利润 | 5.5 | 4.3 | 10.0 | 10.1 | 10.4 |
| 折旧及摊销 | 2.7 | 3.3 | 4.4 | 5.2 | 5.3 |
| EBITDA | 10.2 | 10.0 | 21.7 | 22.7 | 23.3 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | < > | 27.1% | 93.0% | 8.6% | 8.4% |
| EBITDA (%) | < > | -1.5% | 115.7% | 4.6% | 2.7% |
| 每股收益 (%) | | | | | |

资产负债表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

| | 04年 实际 | 05年 实际 | 06年 预测 | 07年 预测 | 08年 预测 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金 | 3.7 | 10.1 | 29.8 | 32.6 | 38.0 |
| 应收账款 | 8.6 | 12.7 | 18.3 | 22.6 | 24.2 |
| 存货 | 13.4 | 27.9 | 34.2 | 36.8 | 35.0 |
| 其他流动资产 | 0.8 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 总流动资产 | 26.5 | 51.1 | 83.1 | 92.8 | 98.0 |
| 固定资产 | 22.8 | 34.0 | 38.7 | 42.2 | 45.4 |
| 无形资产 | 0.1 | 6.3 | 6.1 | 6.0 | 5.9 |
| 其他固定资产 | 13.5 | 8.9 | 8.6 | 8.3 | 8.1 |
| 总资产 | 62.9 | 100.3 | 136.5 | 149.3 | 157.4 |
| 短期负债 | | | | | |
| 应付帐款 | 13.6 | 17.8 | 29.0 | 33.0 | 32.0 |
| 短期银行贷款 | 21.3 | 33.0 | 31.0 | 31.0 | 31.0 |
| 其他短期负债 | 0.6 | 1.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 总短期负债 | 35.5 | 52.3 | 60.4 | 64.4 | 63.4 |
| 长期银行贷款 | 4.7 | 7.2 | 7.5 | 7.1 | 6.5 |
| 其他负债 | 4.1 | 8.7 | 6.8 | 7.2 | 7.0 |
| 总负债 | 44.2 | 68.3 | 74.7 | 78.7 | 76.9 |
| 少数股东权益 | 4.5 | 12.7 | 15.1 | 17.7 | 20.2 |
| 股东权益 | 14.2 | 19.4 | 46.7 | 53.0 | 60.3 |
| 每股账面值(元) | 0.7 | 0.9 | 1.4 | 1.5 | 1.8 |
| 营运资金 | (9.0) | (1.2) | 22.7 | 28.4 | 34.6 |

财务分析

| | 04年 实际 | 05年 实际 | 06年 预测 | 07年 预测 | 08年 预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 15.6% | 16.3% | 14.9% | 14.3% | 13.9% |
| EBITDA 利率 (%) | 13.9% | 10.8% | 12.1% | 11.6% | 11.0% |
| 净利率 (%) | 7.6% | 4.6% | 5.6% | 5.2% | 4.9% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | -8.8% | -7.8% | -6.2% | -6.3% | -6.4% |
| 实际税率 (%) | -12.9% | -20.0% | -28.0% | -28.0% | -28.0% |
| 股息支付率 (%) | < > | -1.0% | 9.0% | 0.0% | 0.0% |
| 库存周转 | < > | 7.7 | 4.7 | 2.8 | 2.5 |
| 应付账款天数 | 124.3 | 152.5 | 73.2 | 66.8 | 61.4 |
| 应收账款天数 | 65.9 | 108.0 | 68.7 | 68.0 | 59.7 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 1.56 | 1.55 | 0.19 | 0.10 | (0.01) |
| 收入/总资产 | 1.16 | 0.93 | 1.31 | 1.30 | 1.34 |
| 总资产/股本 | 4.43 | 5.17 | 2.92 | 2.82 | 2.61 |
| 盈利对利息倍数 | (5.84) | (4.57) | (26.55) | (23.77) | (23.03) |

现金流量表

人民币亿元，财务年度截至12月31日

| | 04年 实际 | 05年 实际 | 06年 预测 | 07年 预测 | 08年 预测 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBITDA | 10.2 | 10.0 | 21.7 | 22.7 | 23.3 |
| 融资成本 | (0.1) | (0.2) | (0.3) | (0.3) | (0.3) |
| 营运资金变化 | (10.9) | (7.7) | (1.0) | (2.9) | (0.8) |
| 所得税 | (0.4) | (0.5) | (4.8) | (4.9) | (5.0) |
| 营运现金流 | (1.2) | 1.7 | 15.5 | 14.6 | 17.1 |
| 资本开支 | (5.0) | (5.3) | (8.6) | (8.3) | (8.2) |
| 其他投资活动 | (0.8) | 3.6 | | | |
| 投资活动现金流 | (5.8) | (1.6) | (8.6) | (8.3) | (8.2) |
| 负债变化 | 7.4 | 3.3 | (1.7) | (0.4) | (0.6) |
| 股本变化 | | | 19.6 | | |
| 股息 | | | (3.0) | (3.0) | (3.0) |
| 其他融资活动 | (0.0) | 0.9 | | | |
| 融资活动现金流 | 7.4 | 4.2 | 14.9 | (3.4) | (3.6) |
| 现金变化 | 0.3 | 4.2 | 21.8 | 2.9 | 5.3 |
| 期初持有现金 | 3.4 | 3.7 | 8.0 | 29.8 | 32.6 |
| 期末持有现金 | 3.7 | 8.0 | 29.8 | 32.6 | 38.0 |

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。