湖南有色（2626）

公司報告

買入

2008 年 11 月 13 日

預期盈利顯著下降，關注礦產資源的長期投資價值

- **預計 2009 年公司金屬產品價格仍就不利業績好轉：**預期 2009 年鉛、鋅價格基本與生產成本持平，分別爲 1.35 萬元/噸和 1.2 萬元/噸。鎢和銻的價格預計會比 2008 年略微有所降低（具體見正文）。公司業績增長動力將主要來自於鎢精礦的增產和硬質合金的產品結構調整和擴產。
- **鎢、銻和硬質合金業務謹慎看好，鉛鋅業務好轉需時日：**供應基本面使我們對鎢、銻和硬質合金未來的價格謹慎看好，遠景鎢業投產使公司 08 年鎢精礦增產 600－800 噸，09 年達產至 1500 噸。新田嶺鎢業的整合慢於預期，但預計 09 年可投產。硬質合金毛利率隨產品結構調整每年約提升 1%。鉛鋅業務由於價格短期難以走強，好轉仍需時間。公司預計 08 年雨雪災害損失可獲退稅約人民幣 1.5 億元。
- **五礦集團擬將參股湖南有色集團獲 40%股權，或因資產整合而帶來投資機會：**由於商品價格下跌導致公司股價最低跌至 0.3 倍 P/B，公司較低的股價和礦產資源的戰略價值爲潛在的戰略投資者在二級市場整合公司礦產資源提供可能。
- **下調目標價至 1.25 港元，投資評級買入：**我們認爲在商品價格下行週期中，有色金屬企業的估值主要取決於淨資產決定的重置成本或礦產資源戰略價值確定的潛在收購價格，故綜合 P/B 和資源價值分析結果，調降公司 12 個月目標價至 1.25 港元， 對應 2008-2010 年預測盈利的動態 P/E 分別爲 20 倍、14 倍和 7 倍，對應預測股東權益的動態 P/B 分別爲 0.65 倍、0.63 倍和 0.59 倍，給予買入評級。

匯率: 港元=0.88 人民幣

第一上海研究部

86755-33367018

行業	有色金屬
股價	0.98 港元
目標價	1.25 港元
	(+27.5%)
市值	16.01 億港元
已發行股本	36.68 億股
52 周高/低	6.32 港元/0.40 港元
每股淨現值	1.72 港元
主要股東	湖南有色集團（53.08%）

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	17765	21494	16030	17464	20702
变动（%）	91	21	(25)	9	19
净利润（百万人民币）	451	315	197	285	566
基本每股收益（人民币）	0.14	0.09	0.05	0.08	0.15
变动（%）	(28)	(38)	(40)	44	99
市盈率@0.98港元（倍）	6.1	9.8	16.0	11.1	5.6
每股派息（人民币）	0.01	0.03	0.02	0.02	0.05
息率（%）	1.71	3.11	1.87	2.70	5.37

來源：公司資料，第一上海估計

股價表現

來源：彭博

盈利預測變更

產銷量假設變化

謹慎看好鎢、銻和硬質合金的價格走勢

預計鉛鋅價格 2009 年仍不容樂觀，五礦集團參股湖南有色集團獲 40%股權後，公司調控鎢、銻和硬質合金市場供應量的能力更爲突出，對這些產品的價格謹慎看好。產銷量方面，鎢精礦產量提升是業績增長的主要動力，衡陽遠景鎢業預計 2008 年有 500～800 噸的鎢精礦產量，8 月份有 100 多噸的產量，2009 年預計達產 1500 噸的產量。遠景的鎢精礦全部自用，不外銷。新田嶺鎢業的整合進度慢於預期，公司表示該礦 2009 年能投產，達產產能預計在 2000-3000 噸之間。銻仍將限量保價，而鉛鋅冶煉目前無意減產。調整公司主要產品的銷量和銷售價格假設如下：

圖表 1：湖南有色主要產品、產量的假設

	2004实际	2005实际	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
销售量							
有色金属矿区							
钨精矿(吨)	2381	1778	1507	2305	2400	2500	3000
氧化钼(吨)	703	882	718	990	920	1200	1500
锌精矿(吨)	14177	15442	4141	3638	3500	3500	3000
铅精矿(吨)	8409	13398	9884	5732	5500	5000	4500
锑产品(吨)	23434	24201	25749	26879	26000	27300	28000
锌产品(吨)	29951	31652	32528	33197	26500	32000	31000
有色金属冶炼							
锌产品(吨)	198434	221347	404818	405077	400000	405000	405000
铅产品(吨)	98066	92170	84409	104801	90000	100000	100000
贵金属-铟(公斤)	55070	35000	48000	23000	35000	35000	40000
贵金属-银(吨)	507	456	414	281	120	200	220
深加工							
硬质合(吨)	4778	3575	5722	11166	13000	14000	15000
钨及化合物(吨)	7588	5301	5397	4989	8000	9000	10000
钼及化合物(吨)	416	258	571	748	750	800	880
钽铌及其化合物(吨)	500	526	477	544	520	550	600
价格							
有色金属矿区							
钨精矿(元/吨)	27899	64020	96490	84195	72500	75000	80000
氧化钼(元/吨)	95674	246575	188197	190887	190000	190000	200000
锌精矿(元/吨)	5195	6868	14420	19779	8000	7000	8500
铅精矿(元/吨)	6874	8179	9392	17626	13000	9500	13000
锑产品(元/吨)	18794	23482	31923	33515	30500	30000	33000
锌产品(元/吨)	9139	11751	23022	23502	12500	12000	15000
有色金属冶炼							
锌产品(元/吨)	9515	12195	22390	24784	13000	12500	15000
铅产品(元/吨)	7872	8294	10212	18764	14500	13500	14500
贵金属-铟(元/公斤)	5448	8306	6593	4838	2800	2900	3200
贵金属-银(元/吨)	1731998	1863677	2854419	3090528	3400000	3230000	3500000
深加工							
硬质合(元/吨)	201649	279016	310134	306927	310000	330000	370000
钨及化合物(元/吨)	85604	190483	221936	213975	200000	210000	220500
钼及化合物(元/吨)	299814	678387	508473	508417	510000	520000	540000
钽铌及其化合物(元/吨)	274193	356750	389454	397243	480000	480000	500000

資料來源：湖南有色年度報告，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

毛利率和成本分析

2008 年上半年礦山業務毛利率如預期提升至 23%

2008 上半年公司綜合毛利率爲 12.2%，其中礦山業務的毛利率爲 23%，提高了 3 個百分點，主要是公司鎢精礦、鉛鋅精礦和銻產品業務的毛利率依然維持高水準，同時毛利率高的產品占銷售收入比重提高。公司鎢精礦業務的毛利率因成本下降提高爲 52%，鉛鋅精礦的毛利率爲 35%。礦山業務的成本構成基本相同，炸藥占成本的 50%，水電燃料占 20%，人工占 20%，折舊占 10%。鋅精礦的成本爲 6200 元/噸，鉛精礦的成本爲 7700 元/噸，銻產品的生產成本爲 28000 元/噸，去年爲 27500 元/噸，基本持平。但由於鋅價大幅下跌，該板塊錫礦山的鋅產品（冶煉）業務的毛利率降至 3%，由於收入占比較大，導致公司礦山業務的毛利率在 23%的水準。根據我們對公司礦山業務產品產量、自用比和銷售價格的預測，我們測算公司 2008-2009 年礦山業務的毛利率爲 22%、19.4%和 25.9%。

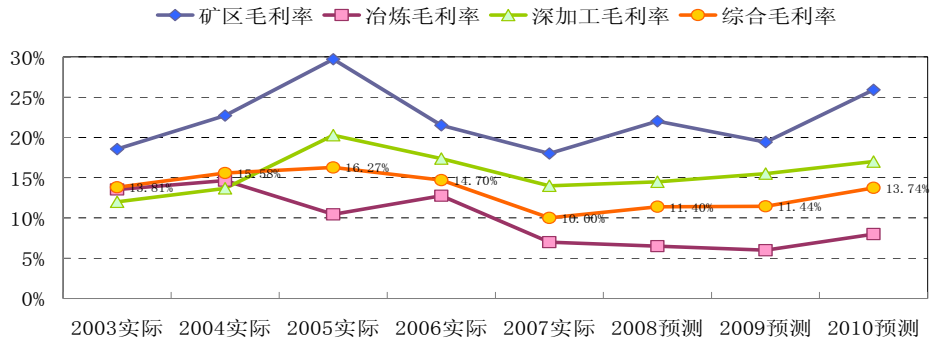
冶煉業務好轉樂觀預期也要到 09 年下半年

2008 上半年冶煉業務的毛利率只下降了 1%，爲 8%，多虧是副產品的毛利率保持較高水準。成本構成中原材料占 88%、燃料占 1%、水電占 4%，人工占 3.8%、折舊占 2%、修理費占 0.7%、其他占 0.5%。但考慮到並不樂觀的鉛鋅價格走勢，以及硫酸價格 2009 年的回落，我們預計 2008-2010 年冶煉業務的毛利率爲 6.5%、6%和 8%。儘管毛利率仍將下降，但我們預計鉛鋅價格走穩後，公司因跌價而對存貨計提減值損失的問題將弱化。

硬質合金業務通過產品結構調整提升毛利率

2008 上半年公司深加工業務的毛利率與去年同期持平爲 14%，成本結構如下：原材料 70%、燃料 2.6%、水電 5%、人工 5%、折舊 2.6%、修理費用 0.8%。08 年上半年公司產品結構中的高端硬質合金占比不到 20%，未來該比率將逐步提高至 40%，我們預期 2008-2010 年公司該項業務的毛利率爲 14.5%、15.5%和 17%。

圖表 2：公司各業務板塊及綜合毛利率情況



資料來源：公司資料，第一上海

其他重要假設

2008 年可獲政府補貼約人民幣 1.5 億元

特別說明影響我們盈利預測的一些其他的重要假設。一是政府已同意將公司年初雨雪災害的損失抵扣所得稅，公司上報的損失金額爲人民幣 2 億元，我們預計可批復的金額約爲 1.5 億元，計入損益表中其他收入項；二是我們預計公司冶煉業務的生產週期決定下半年仍有存貨計提的問題，上年年公司冶煉業務的計提損失約爲 1 億元，我們預計全年計提的損失約爲人民幣 2 億元。三是公司調研獲知 2009－2010 年公司每年的資本支出約爲人民幣 20 億元，我們的現金流和財務費用據此測算。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

銷售收入和淨利潤

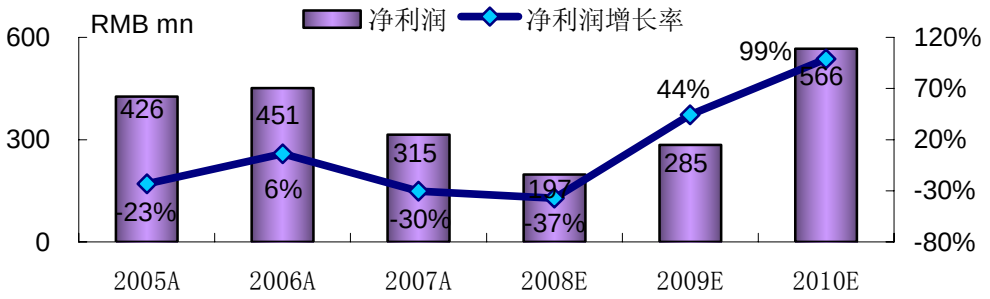
2009 年淨利潤有望出現拐點

根據預測，湖南有色 2008—2010 年的營業收入分別爲人民幣 160.3 億元、174.6 億元和 207.0 億元；淨利潤分別爲人民幣 1.97 億元、2.82 億元、5.66 億元；每股收益分別爲人民幣 0.05 元、0.08 元、0.15 元；現價之 2008—2010 年預測市盈率分別爲 16.0 倍、11.1 倍和 5.6 倍。

圖表 3：營業收入預測

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 4：淨利潤預測



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

估值與投資建議

資源價值分析－若收購，公司股票價值幾何？

我們給出上面的小標題，是因爲我們認爲在商品價格處於下行週期中，有色金屬企業的估值主要取決於淨資產決定的重置成本或礦產資源戰略價值確定的潛在收購價格。前者使大多數有色金屬公司的股價向 0.4 倍的 P/B 靠近，但從長遠來看，既然上漲週期可謂花無百日紅，那麼下跌週期也並非不會峰迴路轉。公司作爲中國特色金屬的主要製造商，其豐富的資源儲量的長期戰略投資價值顯著，公司股票或將迎來戰略投資者在二級市場整合公司資產而帶來的投資機會。換句話說，如果是大的金屬企業去收購或參股公司，那麼願意出的收購代價是多少呢，我們認爲基於現金流折現法的礦產資源的價值分析能爲我們提供一個更爲可信的公司估值參照標準。

每股資源量價值爲 1.25 港元

下表公司資源量根據公司資料，並部分預估了公司海外專案的礦產資源量而得。各類礦產的淨利潤參考公司和行業平均水準設定，同時考率到目前市場普遍提升了投資的預期回報率，特別是民間資本的借貸利率已反應了這個現實，我們保守取折現率爲 12%，我們對公司國內現有的資源量價值進行分析，測算公司資源的每股價值爲 1.25 港元。

圖表 5：資源量價值分析

	鎢	鋅	鉛	鉬	銻	合計
儲量(万吨)	180	210	140	14	30	
平均选出率	65%	65%	65%	60%	60%	
平均冶炼收率	90%	95%	95%	90%	90%	
商品量(万吨)	105.30	129.68	86.45	7.56	16.20	
平均售价(万元)	8.50	1.60	1.80	40.00	3.20	
金属商品价值（亿元）	895.05	207.48	155.61	302.40	51.84	1,612.38
净利润率	18.00%	8.00%	8.00%	10.00%	5.00%	
净利润(亿元)	161.11	16.60	12.45	30.24	2.59	222.99
开采年限	75	40	40	50	50	0
平均每年净利润(亿元)	2.15	0.41	0.31	0.60	0.05	3.53
按12%折现率折现(亿元)	17.90	3.42	2.57	5.02	0.43	29.34
每股价值(港元)						0.91
净利润率	23.00%	12.00%	12.00%	15.00%	10.00%	
净利润(亿元)	205.86	24.90	18.67	45.36	5.18	299.98
开采年限	75	40	40	50	50	0
平均每年净利润(亿元)	2.74	0.62	0.47	0.91	0.10	4.84
按12%折现率折现(亿元)	22.87	5.13	3.85	7.53	0.86	40.24
每股价值(港元)						1.25
净利润率	28.00%	16.00%	16.00%	20.00%	15.00%	
净利润(亿元)	250.61	33.20	24.90	60.48	7.78	376.96
开采年限	75	40	40	50	50	0
平均每年净利润(亿元)	3.34	0.83	0.62	1.21	0.16	6.16
按12%折现率折现(亿元)	27.84	6.84	5.13	10.05	1.29	51.15
每股价值(港元)						1.58

資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

投資建議

下調 12 個月目標價至 1.25 港元，買入評級

我們再次強調在商品價格下行週期中對有色金屬企業的估值觀點，我們認爲有色金屬企業的估值將主要取決於淨資產決定的重置成本或礦產資源戰略價值確定的潛在收購價格，故綜合 P/B 和資源價值分析結果，調降公司 12 個月目標價至 1.25 港元， 對應 2008-2010 年預測盈利的動態 P/E 分別爲 20 倍、14 倍和 7 倍，對應預測股東權益的動態 P/B 分別爲 0.65 倍、0.63 倍和 0.59 倍，給予買入評級。從 P/B 估值上看，目標價對應不足 0.7 倍的 P/B 仍距常見的有色金屬領域資源整合時 1 倍 P/B 的出價水準有吸引力。

風險因素

市場、經營和投資風險

經營業績和業務受經濟週期以及金屬價格波動的影響

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

期貨市場操作受損

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

财務報表摘要

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	17,765.1	21,493.7	16,029.6	17,464.4	20,701.8
毛利	2,613.0	2,081.6	1,827.0	1,997.5	2,844.1
其他业务收入	186.6	358.1	389.7	267.8	223.5
销售及管理费用	(1,380.8)	(1,309.7)	(1,310.6)	(1,199.7)	(1,343.2)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	1,418.8	1,130.0	906.1	1,065.6	1,724.5
净财务收入（开支）	(245.0)	(343.7)	(417.8)	(443.6)	(497.4)
联营公司	(8.6)	(70.7)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
税前盈利	1,165.1	715.6	478.3	612.0	1,217.1
所得税	(290.5)	(239.4)	(119.6)	(153.0)	(304.3)
少数股东应占利润	(423.2)	(161.3)	(161.4)	(174.4)	(346.9)
净利润	451.4	314.9	197.3	284.6	565.9
折旧及摊销	448.8	500.6	578.3	655.2	729.7
EBITDA	1,867.6	1,630.6	1,484.5	1,720.8	2,454.2
增长					
总收入 (%)	91.2%	21.0%	-25.4%	9.0%	18.5%
EBITDA (%)	65.2%	-12.7%	-9.0%	15.9%	42.6%
净利润 (%)	6.0%	-30.2%	-37.3%	44.2%	98.9%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	14.7%	9.7%	11.4%	11.4%	13.7%
EBITDA 利率 (%)	10.5%	7.6%	9.3%	9.9%	11.9%
净利率(%)	2.5%	1.5%	1.2%	1.6%	2.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	7.8%	6.1%	8.2%	6.9%	6.5%
实际税率 (%)	24.9%	33.5%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	NA	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	88	82	101	87	80
应付账款天数	20	17	23	23	22
应收账款天数	7	9	16	17	15
财务状况					
净负债/股本	1.54	1.31	1.35	1.45	1.45
收入/总资产	1.21	1.16	0.87	0.87	0.95
总资产/股本	2.54	2.31	2.35	2.45	2.45
盈利对利息倍数	5.79	3.29	2.17	2.40	3.47

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,939.1	3,635.7	2,552.6	2,532.7	2,378.8
应收账款	875.7	1,326.7	1,599.4	1,681.1	1,835.0
存货	4,504.6	4,198.5	3,692.7	3,712.1	4,107.3
其他流动资产	953.4	725.9	829.5	898.9	1,030.1
总流动资产	8,272.8	9,886.9	8,674.1	8,824.8	9,351.1
固定资产	4,047.6	5,308.7	6,605.0	7,729.0	8,694.5
无形资产	591.7	855.5	1,101.0	1,331.6	1,502.6
其他	1,742.3	2,547.1	2,028.7	2,141.2	2,283.4
总资产	14,654.5	18,598.2	18,408.8	20,026.6	21,831.7
短期负债					
应付帐款、应付票据	1,151.8	1,057.3	1,049.0	1,143.8	1,259.5
短期银行贷款	4,175.7	4,571.2	4,845.5	5,814.6	6,396.1
其他应付帐款	1,847.8	1,847.7	1,479.8	1,546.9	1,816.3
总短期负债	7,175.4	7,476.2	7,374.3	8,505.3	9,471.8
长期银行贷款	721.9	1,856.9	2,195.0	2,340.0	2,432.0
其他负债	987.1	1,226.7	1,010.0	995.0	1,032.5
总负债	8,884.4	10,559.8	10,579.3	11,840.3	12,936.3
少数股东权益	1,544.7 #	2,274.1 #	2,172.9 #	2,347.3 #	2,694.2
股东权益	4,225.4	5,764.3	5,656.6	5,839.1	6,201.2
账面值（RMB元）	1.36	1.64	1.54	1.59	1.69
营运资金	1,097.4	2,410.6	1,299.8	319.5	(120.7)

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	1,867.6	1,630.6	1,484.5	1,720.8	2,454.2
其他项目	(167.2)	(362.2)	(403.4)	(518.1)	(556.2)
营运资金变化	(1,609.6)	(222.7)	(68.1)	(45.4)	(436.2)
所得税	(182.8)	(262.0)	(315.0)	(126.3)	(183.3)
营运现金流	(92.1)	783.7	698.0	1,031.0	1,278.5
资本开支	(1,500.5)	(2,134.2)	(2,306.4)	(2,152.2)	(2,006.0)
其他投资活动	254.6	369.3	258.2	249.2	240.0
投资活动现金流	(1,246.0)	(1,764.8)	(2,048.2)	(1,903.1)	(1,765.9)
负债变化	620.5	1,516.5	361.2	975.0	575.0
股本变化	1,948.8	1,348.0	0.0	0.0	0.0
股息	(324.7)	(200.1)	(91.5)	(120.3)	(239.2)
其他融资活动	2.2	87.1	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	2,246.7	2,751.4	269.7	854.7	335.8
现金变化	935.8	1,770.3	(1,080.5)	(17.3)	(151.6)
期初持有现金	1,005.1	1,939.1	3,635.7	2,552.6	2,532.7
期末持有现金	1,939.1	3,635.7	2,552.6	2,532.7	2,378.8

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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爲可靠，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項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。