

# 中期业绩大幅下挫，内生转型值得期待

——豫光金铅（600531）2012中期业绩预报点评

2012年7月16日

推荐/首次

豫光金铅

事件点评

弓永峰

执业证书编号: S1480111020051

联系人: 陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

## 事件:

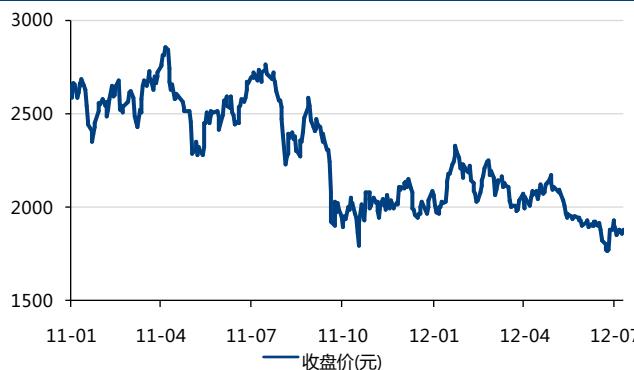
公司发布2012年中期业绩预报，预计归属上市公司股东净利润同比减少50%以上，即EPS低于0.21元。

## 主要观点如下:

### 1. 金属价格持续走低，拖累公司中报业绩。

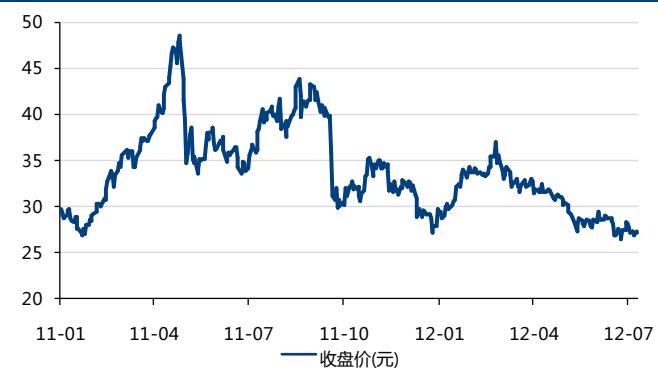
2011年上半年金属铅、金属银价格维持高位，尤其国际现货银价大幅攀升，公司2011年中期业绩大幅提升，归属上市公司股东净利润同比增长242%。但受国际宏观经济走差影响，金属价格自2011年下半年起持续走低，相比2011年高点金属铅价格下跌约40%，银现货价格下跌45%。铅和银是公司两项最重要的主营业务，在2011年收入中占比分别为40%和35%，金属价格走低在影响公司收入的同时也会增加公司资产减值损失的计提，影响公司当期业绩。

图1: 金属铅价格走势



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图2: 国际现货银价走势



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 2. 再生铅重获增值税优惠，期待行业整合突出龙头地位

2011年底《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》，明确了对铅酸电池回收处理企业增值税按50%即征即退的政策，体现了国家对铅酸电池回收处理行业的扶持。公司是国内铅酸电池生产再生铅的龙头企业，虽然由于2011年铅酸电池行业整合，在减缓下游需求的同时推高了废旧铅酸电池的价格，降低了铅酸电池回收利用的利润空间，但随着铅酸电池龙头扩产，下游需求已呈现出增加的趋势，而且废旧电池的价格有所回落，铅酸电池回收利用的利润空间有所恢复。

我国是铅酸电池的生产大国，同时也是使用大国，未来铅酸电池回收利用将是行业发展的主流趋势。2011年工信部发布的《再生铅行业准入条件（征求意见稿）》体现出国家提高再生铅行业集中度的倾向，未来《准入条件》正式出台，行业集中度将一步提升。公司目前具备18万吨铅酸电池处理能，江西源丰18万吨处理能力也有望在年底达产，除了能够增强公司盈利能力，产出的粗铅也能够在一定程度上缓解公司目前手中无矿的情况。

**表 1：再生铅行业准入条件对比**

项目	再生铅行业注入条件（意见稿）	铅锌行业准入条件
新、改建能耗（标煤 kg/吨铅）	< 130	< 130
新、改建铅总回收率（%）	> 98%	> 97%
现有再生铅总回收率（%）	> 96%	> 95%
废水循环利用率（%）	> 98%	> 90%
废渣铅含量（%）	< 2%	< 2%
新建项目产能（万吨/年）	> 5	> 5
改、扩建产能（万吨/年）	> 5	> 2
单系列规模（万吨/年）	> 3	> 1

资料来源：工信部 东兴证券

### 3. 冶炼渣处理延伸公司价值链，“吃干榨净”才是王道

在传统业务未来发展不断承压的情况下，公司主动拓展新业务。包括冶炼渣利用项目和溅射靶材及稀贵金属材料产业化项目，其中冶炼渣利用项目值得关注。冶炼渣项目利用公司传统业务生产过程中的产生的冶炼渣，是公司深挖自身发展潜力的体现。纵观有色金属行业，未来如何充分利用上游资源将成为行业的核心竞争力之一，公司无疑已先行一步。冶炼渣项目建设期2年，投产后年贡献净利润1.1亿元，高于公司2011年全年净利润。

**表 2：冶炼渣项目产能**

项目	产能（万吨）
冶炼渣处理量	13.5
电解铜	2.35
粗铅	5.73
阳极泥	300 (吨)
硫酸	6.6

资料来源：公司公告 东兴证券

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.76 元、0.92 元、1.18 元，对应 PE 24.81 倍、20.44 倍、15.99 倍，首次给与推荐评级。

### 投资风险

1、金属价格进一步走低；2、新建项目进度低于预期。

表 3: 投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8296.49	11667.99	11956.19	12710.63	13440.22
(+/-)%	30.06%	40.64%	2.47%	6.31%	5.74%
EBITDA	282.49	271.27	341.02	359.67	415.89
(+/-)%	23.52%	-3.97%	25.71%	5.47%	15.63%
净利润	152.73	88.04	223.00	270.66	346.01
(+/-)%	48.00%	-42.35%	153.29%	21.37%	27.84%
每股净收益 (元)	0.55	0.30	0.76	0.92	1.18

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

## 联系人简介

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业(储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理)研究。

## 新能源与电力设备小组简介

### 弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业(二次设备、节能环保)研究。

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业(储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理)研究。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业(核电与一次设备)研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。