

金属价格赋予公司业绩弹性，新建项目增加新的增长动力

——豫光金铅（600531）调研简报

2012 年 7 月 26 日

推荐/首次

豫光金铅

调研快报

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:

近日我们调研了豫光金铅，就公司未来发展情况进行交流，并参观了公司再生铅生产线。

主要观点如下:

1. 铅、银价格走低，公司业绩短期承压。

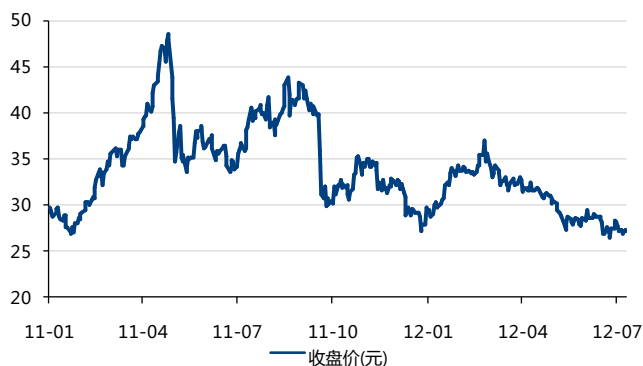
目前电解铅和铅精矿中回收相关金属是公司的主营业务，公司主要产品以铅、银为主。金属铅和金属银价格的波动对公司业绩构成巨大影响。公司电解铅主要利润来自于铅加工费，铅金属和铅精矿之间的价格差则是铅加工费的主要空间。自 2011 年以来，铅加工费一直在低位徘徊，2011 年年中出现一定程度回升，但进入 2012 年以来铅加工费又呈现出下跌的走势。2011 年在公司电解铅业务略显疲态的情况下，金属银价格飙升，一定程度上弥补了电解铅业务的下滑。但 2012 年以来，受国际宏观环境影响，金属银价格同样持续走低。短期来看，如果金属铅价格和金属银价格没有出现明显回升，则公司业绩将承担一定的压力。

图 1：铅金属与铅精矿价格差



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. 再生铅领军企业，外延式拓展积极布局。

公司作为国内电解铅和金属银生产的龙头企业，在不断推进传统业务的同时，积极依托自身行业优势拓展以废旧铅酸电池为主要原料的再生铅生产业务，经过近年来的发展公司已经成为国内再生铅领域当之无愧的第一。目前公司本部具备废旧铅酸电池处理能力18万吨，全部采用全自动处理生产线，最终处理产品包括塑料、碎板栅合金、铅膏。其中塑料直接外销，碎板栅合金和铅膏则直接进入公司粗铅和板栅合金生产线重新利用。

依托先进的技术和丰富的行业经验，公司积极拓展再生铅业务在全国的布局。2012年初公司变配股资金用途，在江西设立子公司从事当地废旧铅酸电池处理业务。项目设计产能18万吨，未来有可能成为江西省内废旧铅酸电池处理的主力军。目前项目进展顺利，预计整个项目在2013年底达产，达产后年贡献营业收入约14亿元。

3. 吃干榨净，从自身要效益。

公司积极发展铅精矿伴生金属的回收业务，通过对原材料的“吃干榨净”来获得尽可能多的利润。主要产品包括白银、黄金、氧化锌、粗铜、硫酸和锑铋等等。公司2012年初投资兴建冶炼渣处理技术改造工程，采用底吹炉熔炼+P-S转炉吹炼对冶炼废渣进行综合回收利用，主要从中回收铜、铅、金、银、硫、钨等有价值元素。目前项目用地已经购置完毕，预计项目将在2013年底前正式投产，投产后每年将贡献营业收入超过26亿元。

表 1：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

4. 澳大利亚矿山稳步推进，原材料供应有力背书。

公司目前拥有澳大利亚Sorby Hill铅锌矿25%的股权。该矿为露天矿，开采成本较低，铅金属含量在5%的水平，较为优质。预计Sorby Hill铅锌矿将在2013年6月份前后投产，按照公司持股25%来看，至少可以拥有产出量的25%。Sorby Hill铅锌矿投产后将为公司铅精矿的供给提供有力保障。

盈利预测与投资建议

废旧铅酸蓄电池对环境污染严重，未来从国家层面加强对废旧铅酸电池处理管理力度提高废旧铅酸电池回收利用率将是大概率事件，公司作为国内再生铅行业的龙头企业将受益国内再生铅行业的发展和行业集中度的提高。另外，目前金属铅和金属银价格处于低位，未来金属价格回升也将赋予公司业绩较好的弹性。我们预计公司2012年-2014年EPS分别为0.35元、0.82元、1.71元，对应PE52.34倍、22.77倍、10.88倍，维持推荐的投资评级。

投资风险

1、铅、银金属价格继续走低；2、重点新建项目进度低于预期。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,296.49	11,667.99	10,245.62	10,842.23	13,250.38
(+/-)%	30.06%	40.64%	-12.19%	5.82%	22.21%
EBITDA	282.49	271.27	257.81	436.88	774.02
(+/-)%	23.52%	-3.97%	-4.96%	69.46%	77.17%
净利润	152.73	88.04	104.70	240.66	503.74
(+/-)%	48.00%	-42.35%	18.92%	129.85%	109.31%
每股净收益（元）	0.55	0.30	0.35	0.82	1.71

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。