

副产品扛大旗

---豫光金铅2010年中报点评

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

事件：公司公布年报，报告期内，公司实现营业收入339,383.03万元，比去年同期增长37.96%，利润总额完成5,663.35万元，比去年同期增长57.03%，净利润完成3,544.49万元，比去年同期增长53.87%。符合预期。

点评

- 公司2010年1季度实现营业利润率为2.394%、1季度实现每股收益分别为0.16元，而2季度营业利润率为-0.633%，主营业务出现亏损，2季度公司实际亏损29万元，主要原因在于2季度铅、硫酸、黄金价格均有不同程度下滑。
- 由于公司没有自有矿山，冶炼铅所需的铅精矿几乎需全部外购，尽管电解铅业务营业收入占比超过50%，但上半年仍然亏损61.44百万元，利润贡献负值。公司主要的利润来源为铅冶炼过程中回收的副产品白银、黄金、硫酸等副产品。（参见图1）
- 从行业来看，从2009年初以来，然而伴随着铅价的上涨，铅精矿的价格也在不断上涨，而作为冶炼企业利润来源的铅冶炼加工费已在不断下降。目前市场铅冶炼加工费2400-2500之间，该加工费水平使得铅冶炼企业电解铅业务处在盈亏平衡点附近。
- 公司非募投项目8万吨/年熔池熔炼直接炼铅项目的即将投产以及参股公司粗铅产能陆续投产，公司未来两年电解铅（粗铅）产能以及副产品产能将有明显增长：届时公司的权益铅产能将达到44万吨，权益硫酸产能将达到32万吨。然尽管如此，由于公司所需的铅精矿仍需全部外购，这将极大限制公司铅业务的盈利空间。尽管公司持股25%的龙钰矿业有限公司是一家从事矿产勘探和生产的公司，然而项目进展低于预期，向公司供应的铅精矿极其有限。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6378.89	8370.00	10392.00	10799.60
增长率(%)	-16.29%	31.21%	24.16%	3.92%
归属母公司股东净利润	103.20	111.48	137.31	151.83
增长率(%)	74.20%	8.03%	23.17%	10.57%
每股收益(EPS)	0.452	0.488	0.602	0.665
每股经营现金流	0.705	-0.322	-0.343	2.560
销售毛利率	3.55%	4.19%	4.04%	4.04%
净资产收益率(ROE)	9.93%	9.77%	10.84%	10.80%
市盈率(P/E)	34.55	31.98	25.97	23.48

请务必阅读正文之后的重要声明

有色金属 2010-7-28

评级: 中性 (维持)

目标价格

当前价格 15.62

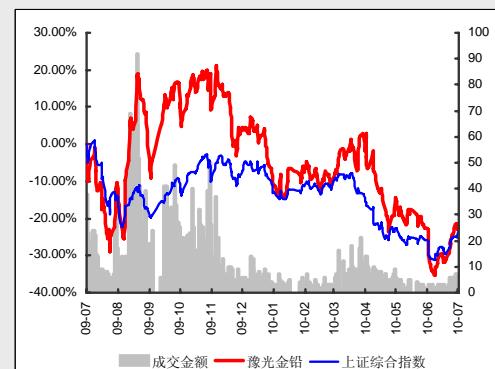
基础数据

总市值 (百万)	3565.56
总股本/流通股本 (百万股)	228 /228
流通市值 (百万元)	3565.56
每股净资产	4.56
净资产收益率	9.93

交易数据

52周内股价区间	11.97-25.80
09年市盈率	34.55
市净率	3.46

一年期走势图



行业研究员: 张志鹏

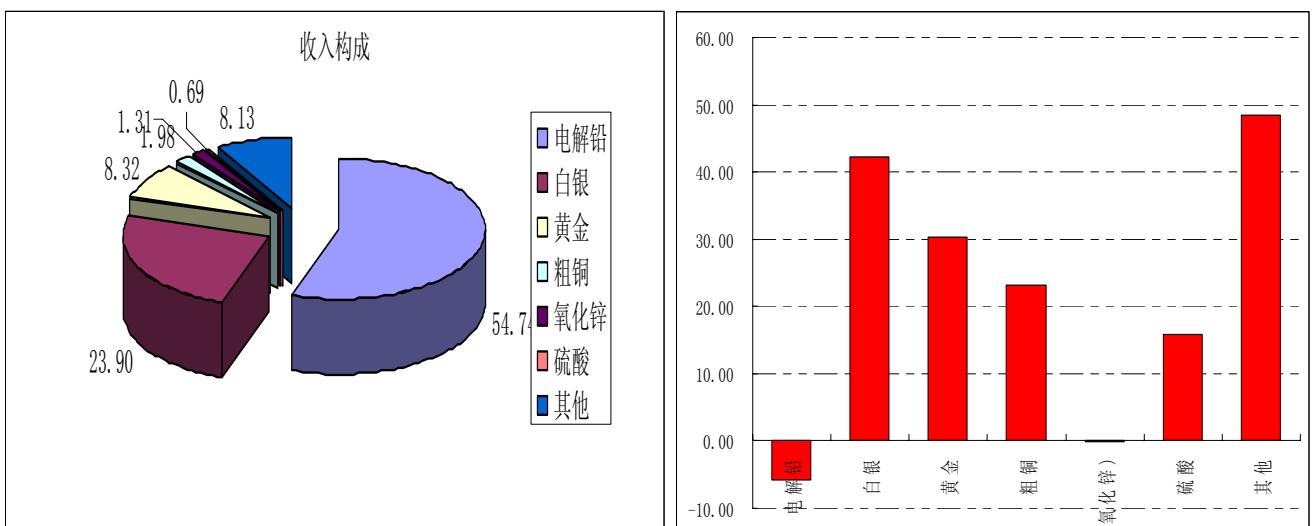
执业证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

Email zhangzhipeng@ajzq.comzzpforests@hotmail.com

- 公司主营收入的另一主要来源是白银的销售，由于铅精矿含银计价，因此公司主要是赚取白银的加工费，毛利率主要受白银金属价格波动以及综合回收率变化影响。黄金方面，公司部分含金量较低的铅精矿，金不计价，该部分黄金的提炼对公司业绩有重要影响。公司外购铅精矿中所含有的硫酸也不计价，硫酸年初以来先扬后抑，最高点一度达到 420 元/吨，较去年年底上涨 60%，不过目前又有大幅回落，在 270 元附近，2010 年上半年硫酸对公司业绩贡献加大。目前硫酸价格再度下跌的空间有限，而向上的空间更大，预计硫酸业务将在公司未来业绩贡献保持稳定。
- 公司 4 月 16 日公告，公司（包括公司全资企业）认购澳大利亚 KIMBERLEY METALS LIMITED（以下简称“KBL”）的股票，每股认购价为 0.25 澳元。公司后将持有 KBL 增发后所发行全部股票的 15%，占约 2080 万股。同时，公司（包括公司全资企业）支付 500 万澳元以获得 KBL 在西澳库纳纳拉地区 SORBY HILLS 铅银锌矿山项目 25% 的权益。公司将按市场条件在项目上获得一定比例的产品，该产品产量比例将与其在 KBL 股权比例及项目权益比重之和相当。KBL 拥有的主要矿山包括：西澳大利亚州 Kununura 地区 Sorby Hill 铅银锌矿采矿权和勘探权，新南威尔士州的 Mineral hills 金属矿勘探权和采矿权，以及昆士兰州 Cconstance Range 的铁矿项目 30% 的权益（参见图表 2）。目前该事项已经获得澳大利亚外国投资审查委员会（FIRB）的批准。该项目若能顺利实施将有助于打开资源瓶颈束缚，拓展公司盈利空间。
- 随着公司 8 万吨熔池熔炼项目以及参股 49% 的青海西豫公司将于今年相继投产，预计公司的权益电解铅（粗铅）产量以及副产品白银、黄金和硫酸产量在未来 2 年内能保持稳定增长，这是公司业绩增长的一个主要动力。不考虑公司未来配股计划，我们略微调高 2010 公司每股收益至 0.488 元，预计 2011-2012EPS 分别达到 0.60、0.67，PE 分别为 31.98、25.97、23.3830。鉴于公司作为一个纯冶炼公司，业绩波动大，我们维持“中性”评级。

图表 1 公司收入构成 图表 2 分业务营业利润



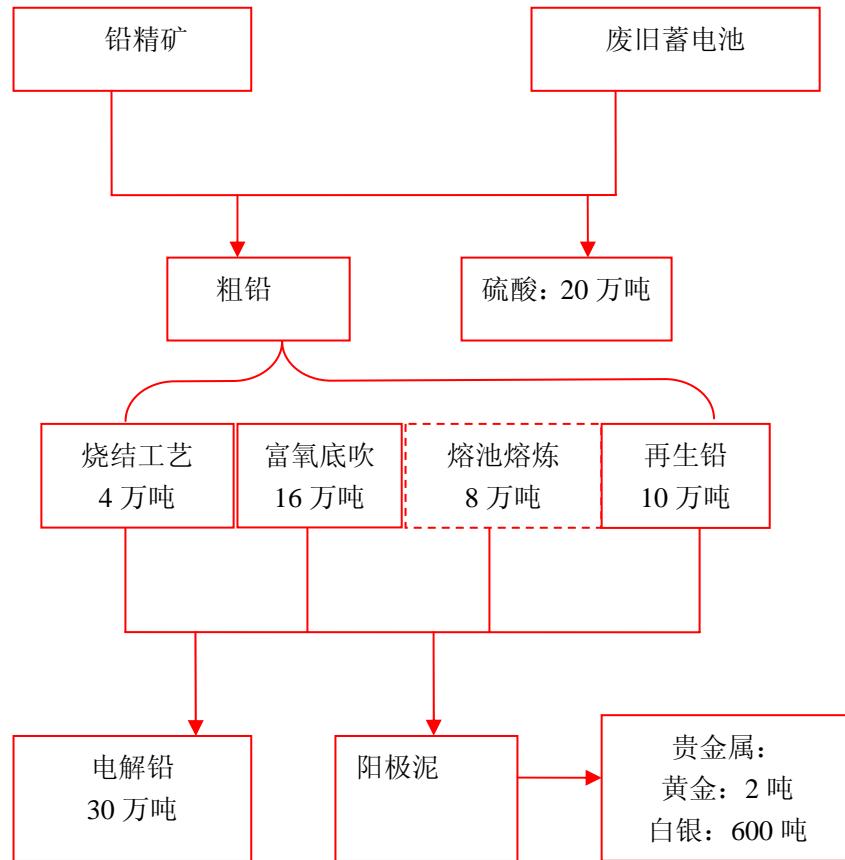
图表 3KBL 资源储量

矿山	资源量	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)	金(公斤)	铜(万吨)	铁(亿吨)
Sorby Hills 铅银锌矿	1687	11.81 (0.7%)	77.6 (4.6%)	949 (56.3 克/吨)			
Mineral hill2)hill 金 属矿项目	、Pearse 金银矿	28.1	--	--	23.322 (83 克/ 吨)	2051 (7.3 克/吨)	--
	Parkers Hill铜铅 矿	187(硫化 矿) 110(氧化 矿)	2.61 0.44	2.04 3.63	56.1 67		2.43(1.3%) 0.66 (0.6%)
Constance Range铁矿项 目		2.96 亿吨	--	--	--	--	1.572 (53.1%)

注：刮号数据为品位

数据来源：公司公告

图表 4 公司本部铅冶炼工序及现有产能



注1：非募投项目熔池熔炼8万吨项目将于今年上半年投产。

数据来源：公司公告、爱建研发总部

图3 公司主要参股企业

被投资单位	在被投资单位持股比例%	主要产品及产量	原料来源	备注
阿鲁科尔沁旗龙钰矿业有限公司	25.00			
乌拉特后旗瑞峰铅冶炼有限公司	15.00	粗铅8万吨	当地采购	预计2011年上半年投产
青海西豫有色金属有限公司（格尔木）	49.00	设计产能：粗铅10万吨，硫酸12.4万吨；项目按产品向西部矿业和公司各销售50%	当地采购	2010年中旬投产

数据来源：公司公告

盈利预测

报表预测	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润表						
营业收入	7176.38	7620.31	6378.89	8370.00	10392.00	10799.60
减：营业成本	6683.24	7271.26	6152.39	8018.92	9972.43	10362.93
营业税金及附加	76.07	62.22	20.38	26.75	33.21	34.51
营业费用	22.30	16.31	11.01	14.44	17.93	18.64
管理费用	60.88	63.18	65.58	86.05	106.84	111.03
财务费用	90.55	78.53	82.69	75.19	78.51	70.06
资产减值损失	37.94	187.35	-28.85	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	21.67	117.53	37.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	19.29	-6.66	-12.36	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	246.37	52.34	100.93	148.64	183.08	202.44
加：其他非经营损益	-0.64	-1.30	40.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	245.73	51.04	141.13	148.64	183.08	202.44
减：所得税	86.97	-8.20	37.93	37.16	45.77	50.61
净利润	158.76	59.24	103.20	111.48	137.31	151.83
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	158.76	59.24	103.20	111.48	137.31	151.83
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	129.98	471.74	454.40	83.70	103.92	108.00
应收和预付款项	218.47	337.63	184.43	466.95	342.28	498.67
存货	2107.70	1735.02	1971.60	2324.02	3018.06	2533.20
其他流动资产	25.65	21.86	28.04	28.04	28.04	28.04

长期股权投资	22.25	52.69	81.86	81.86	81.86	81.86
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	497.49	515.61	749.45	643.03	536.61	430.19
无形资产和开发支出	34.38	33.46	47.98	42.41	36.84	31.27
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3035.92	3168.02	3517.74	3670.00	4147.61	3711.23
短期借款	1219.55	1197.27	953.49	741.13	930.07	432.96
应付和预收款项	733.79	886.70	792.34	1055.09	1218.29	1140.29
长期借款	83.88	73.88	629.38	629.38	629.38	629.38
其他负债	62.00	62.78	103.35	103.35	103.35	103.35
负债合计	2099.22	2220.62	2478.56	2528.95	2881.09	2305.98
股本	228.27	228.27	228.27	228.27	228.27	228.27
资本公积	212.63	212.63	212.63	212.63	212.63	212.63
留存收益	495.81	506.50	598.29	700.15	825.62	964.35
归属母公司股东权益	936.70	947.40	1039.18	1141.05	1266.51	1405.24
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	936.70	947.40	1039.18	1141.05	1266.51	1405.24
负债和股东权益合计	3035.92	3168.02	3517.74	3670.00	4147.61	3711.23
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-546.33	291.26	160.96	-73.53	-78.37	584.34
投资性现金净流量	-44.65	-29.09	-252.79	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	494.55	-158.23	221.07	-297.17	98.59	-580.27
现金流量净额	-111.86	94.57	129.15	-370.70	20.22	4.08

投资评级说明

请务必阅读正文之后的重要声明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

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%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%~15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

