

白银有甜头，再生铅有嚼头

豫光金铅（600531）调研简报

谨慎推荐（首次）

风险评级：较高风险

2011年1月21日

投资要点：

- ◆ **全国最大的铅和白银生产企业。**公司主营电解铅、白银、粗铜、氧化锌等有色金属的冶炼、生产和销售，以及硫酸、工业氧气、氮气、液氧、液氩等化工原料的生产、销售，主要产品为电解铅、白银、粗铜、硫酸、氧化锌等。经过多年的精耕细作，公司电解铅产能达到40万吨，是亚洲最大的电解铅生产企业，其中有10万吨的再生铅生产线；是全国最大的白银生产企业，白银产能750吨左右，产量约占全国比重的5.8%左右。
- ◆ **白银业务受益于价格上涨。**公司是全国最大的白银生产企业，白银产能750吨左右，2010年产量约730吨，占全国比重的5.8%左右。白银是公司第二大收入来源，2010H收入占比高达25.28%仅次于电解铅业务；是最大的利润贡献者，2010H毛利贡献比例高达20.27%左右。
- ◆ 白银产出主要来自铅精矿的分离，白银计价成本主要以铅精矿的含银量来折算，销售则按照市场价格，因而公司的白银业务可以说属于加工模式，盈利以提炼加工的差价为主，毛利率相对原矿提炼而言较低，2010H为4.93%。
- ◆ 白银价格上涨前景依然较为乐观，2010年白银价格大幅上涨，由年初的4045元/千克大幅上涨63.3%至6065元/千克，涨幅远高于黄金的23%。从中期看，我们认为在通胀预期强烈以及美国二次量化宽松货币政策背景下，黄金白银价格仍可谨慎看好。公司作为国内最大的白银生产企业，受益于白银价格的上涨。
- ◆ **传统铅冶炼面临瓶颈，再生铅盈利回升可期。**铅70%以上应用在汽车铅酸电池和电动自行车上。由于铅元素对人体危害较大，欧盟地区已经在2005年开始推行“无铅化”运动，禁止进口含铅类电子产品，因而铅主要应用在我国和发展中国家。
- ◆ 公司以铅精矿为原料的电解铅产能约为30万吨，由于受铅精矿价格的大幅上涨以及加工费低廉，公司铅业务长期处于微利或者亏损边缘，业绩贡献主要以副产品为主（黄金、硫酸、氧化铜等）。
- ◆ 公司转变经营方式，近年来加大了对再生铅的投入和废旧蓄电池回收业务，走循环经济道路。05年底10万吨再生铅生产线投产，并具备18万吨/年废旧蓄电池回收能力；8万吨/年熔池熔炼直接炼铅环保冶炼工程也在2010年下半年实现投产，原料可混合铅精矿和废蓄电池。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

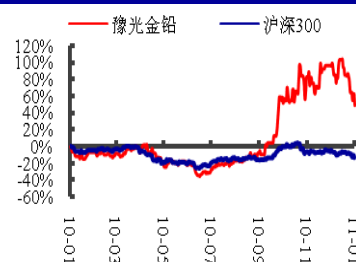
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年1月20日

收盘价(元)	24.74
总市值(亿元)	73.05
总股本(百万股)	295.25
流通股本(百万股)	295.25
ROE(TTM)	12.02%
12月最高价(元)	43.23
12月最低价(元)	12.81

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

2010 年 12 月公司完成配股，募集到 6.21 亿元，其中约 2.4 亿元用于二期废旧蓄电池综合利用工程项目，设计规模为 35 万吨/年的废旧蓄电池回收能力，其中含铅合金 8.58 万吨，铅膏 14.2 万吨，以及其他副产品，为公司再生铅提供充足的原料。

此外，公司还投入 4800 万元占注册资本 60%，成立控股公司江西源丰有色金属公司，建设 18 万吨/年的废旧蓄电池回收和利用。

综合看，公司可以用废旧蓄电池作为原料的电解铅/再生铅产能约有 18 万吨，而废旧蓄电池回收能力达到了 71 万吨，权益能力也有 63.8 万吨，完全可以满足现有再生铅生产线的原料需求。

发展再生铅和废旧蓄电池回收将成为公司未来的主要经营重心。循环经济是大势所趋，随着“资源节约型”与“环境友好型”社会建设的展开，以及循环、低碳经济趋势的发展，再生资源循环利用行业将能获得政策和财税方面的持续扶持，公司是显著的受益者。而且，随着回收业务的铺开，以及再生铅提炼技术的成熟，公司将逐渐摆脱受制于原矿成本上涨的瓶颈，铅业务盈利回升可期。

给予谨慎推荐评级

我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.56 元、0.68 元、0.85 元，当前股价对应 2011 年 PE 约 36 倍，相对有色行业平均水平没有估值优势。

不过，考虑到我们对黄金白银的中期谨慎乐观态度，以及公司再生铅属于循环经济范畴，受益于政策支持，我们给予公司“谨慎推荐”评级。公司股价的驱动力主要来自铅、白银价格的上涨，以及循环经济的相关政策出台。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn