

铝业龙头，银业翘楚，再生铅值得等待

豫光金铅
600531

事件

我们于2011年3月11日对豫光金铅进行了调研,同公司董事会秘书蔡亮先生和证券事务代表李慧玲女士进行了深入交流,并参观了公司的厂房。

评述

1、国内最大的精铅冶炼企业，技术领先。公司合计拥有铅精炼产能35万吨，共有4条生产线，铅冶炼规模和技术全国领先。（1）2004年以前公司有两条生产线，分别是10万吨，合计20万吨，原料全部为铅精矿（其中有5万吨产能已经停产）；（2）2004年开始建设10万吨（金属量）再生铅生产线，于2006年建成，该线从废旧蓄电池回收冶炼的一体化产业链。（3）2008年开始建设8万吨/年熔池熔炼直接炼铅环保冶炼项目，2010年下半年投产，可直接用铅膏和铅精矿为原料，以运行情况看实际产能可以达到10万吨。该8万吨一部成铅法冶炼能耗是市场的50%，成本是市场的70%，公司其余的生产线也在逐步进行技术改进。

2、白银、黄金贡献大部分利润。公司的白银、黄金是由贵金属冶炼分公司冶炼分离阳极泥获得，阳极泥是铅电解过程中的阳极产物，公司白银、黄金年产可达到730吨、3.2吨，是全国最大的白银生产企业。

3、全面布局再生铅。公司铅精矿全部外购，因此再生铅是公司未来主要的发展方向，公司在废旧铅酸蓄电池领域的布局已经全面展开，目前主要有：（1）2006年建成的10万吨金属量的回收能力：其中铅合金约4万吨，回收铅膏含铅约6万吨；（2）2010年8月公司与永丰县祥盛有色金属开发18万吨/年废旧蓄电池综合回收利用工程项目（公司股权占比60%），预计2011年底建成。该线18万吨回收能力，可回收铅金属量约9万吨：其中铅合金约3.6万吨，铅膏含铅约5.4万吨；（3）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，建设期18个月，预计2011年下半年投产。

虽然目前存在原料回收难的问题，但再生铅的应用是大势所趋，按照现在的布局，理想状态下，公司通过废旧铅酸蓄电池回收可获得的铅合金含铅20万吨（可直接熔炼），铅膏含铅21.4万吨（按40%比例为8万吨），原料自给率可达到80%。

维持 增持

分析师：李文

证书编号：S0630208080071

010-59707167

liwen@longone.com.cn

联系人：张方

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

报告日期：2011年3月14日

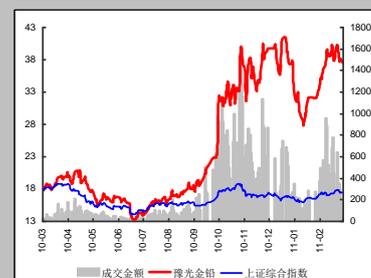
调研日期：2011年3月11日

价格

当前市价：31.35元

半年目标：35元

股价表现



公司估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.35	0.50	0.70	1.00
PE	90	63	44	31

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

豫光金铅(600531): 进军上游资源, 发展循环经济 (20101101)

4、逐步投资上游资源领域。公司以铅冶炼为主，对上游资源的投资虽然一直在进行，但态度偏谨慎。2010年8月份以520万澳元认购澳大利亚KBL公司增发普通股，持有KBL增发后总股份的15%；同时公司支付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，KBL目前已经探明的铅锌金属量100万吨，银1095吨，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；目前仍处于大力探矿阶段，考虑到后期建设，短期不会有精矿产出。

5、公司与集团实施两条腿走路。上市公司以铅冶炼为主业，集团以锌冶炼为主业，近期集团以5.2亿元收购宝徽集团51%，可控制铅锌资源储量200万吨，对上市而言利好有限，但可在一定程度上保障部分精矿来源。豫光金铅集团拥有30万吨的锌冶炼，近期加大了对上游资源的扩张力度，其收购以及拥有的上游资源主要有：

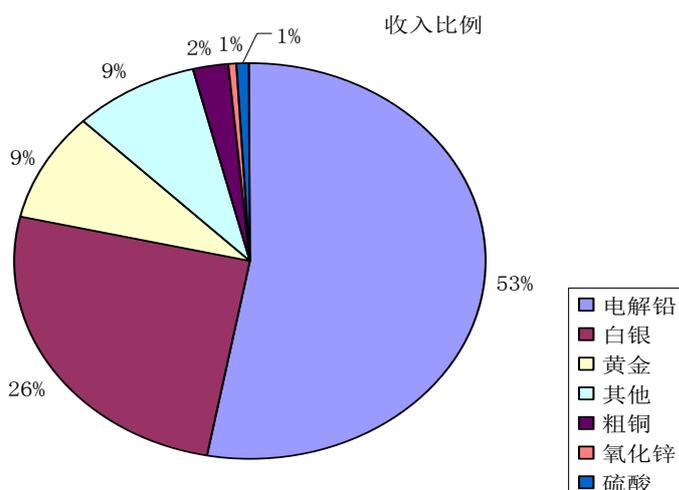
(1) 2010年11月28日，豫光集团投资5.1亿元，与甘肃建新实业集团签订了股权转让协议，拥有建新集团旗下甘肃宝徽51%的股权，该公司拥有200余万吨的铅锌金属量。甘肃宝徽实业集团有限公司成立于1994年12月1日，注册资本14,000万元，主营业务为金属矿的采选销售业务。南宇公司和建新集团分别持有该公司90%和10%的股权。宝徽集团主要资产包括6个子公司和1个分公司。

(2) 甘洛豫光矿：豫光金铅集团公司继2004年以5150万拍得赤普2号、1.61亿拍得老915--1号铅锌矿探矿采矿权，投资超过两个亿后，2006年7月28日集团下属甘洛豫光矿业有限责任公司又以2.91亿元成功竞得甘洛县尔呷地吉铅锌矿探矿权。甘洛县尔呷地吉铅锌矿勘查程度为普查，矿区属甘洛县沙岱乡所辖，面积6.75平方公里，铅锌金属资源量56万吨。

6、维持公司“增持”评级。我们预计公司2010、2011、2012年的EPS分别为0.5元、0.7元和1元，对应动态PE分别为62倍、44倍和31倍，其中上调2010年业绩6%，维持“增持”评级。

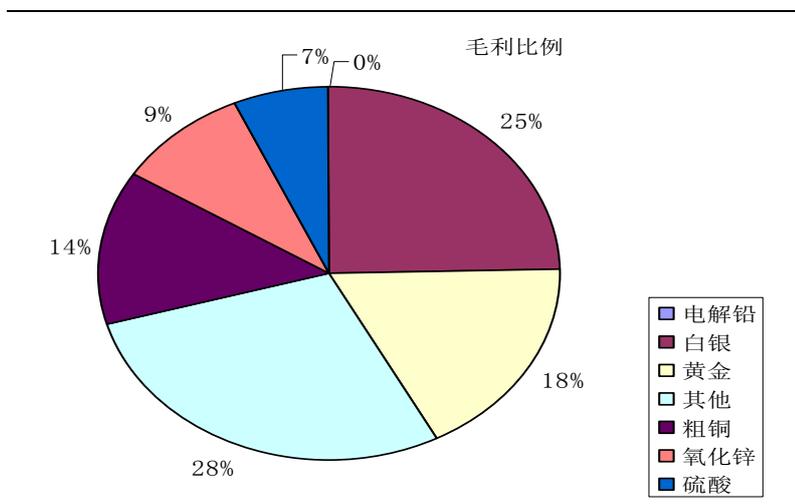
风险提示：原材料价格波动风险；项目进展不确定风险。

图表 1: 2010 年中期公司营业收入占比



资料来源：公司资料、东海证券研究所

图表 1: 2010 年中期公司毛利占比



资料来源: 公司资料、东海证券研究所

图表 3: 盈利预测假设

单位 (元)	2010E	2011E	2012E
电解铅			
平均价格	15,800	17,000	18,000
产量 (吨)	345,000	360,000	380,000
白银			
平均价格	4,300	6,500	7,500
产量 (千克)	650,000	700,000	740,000
黄金			
平均价格	250,000	300,000	320,000
产量 (千克)	2,500	3,200	3,300

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

图表 4 豫光金铅(600531)盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	762,031	637,889	903,320	1,197,173	1,383,628
增长率 (%)	165.42%	-16.29%	41.61%	32.53%	15.57%
减: 营业成本	727,126	615,239	858,709	1,141,474	1,316,097
毛利率 (%)	4.58%	3.55%	4.94%	4.65%	4.88%
营业税金及附加	6,222	2,038	5,000	7,500	8,500
销售费用	1,631	1,101	1,800	2,000	2,200
管理费用	6,318	6,558	9,900	10,000	11,000
财务费用	7,853	8,269	10,000	11,000	12,000
费用合计	15,801	15,928	21,700	23,000	25,200
期间费用率 (%)	2.07%	2.50%	2.40%	1.92%	1.82%
资产减值损失	18,735	-2,885	1,500	0	0
加: 公允价值变动收益	-666	-1,236	-500	0	0
投资收益	11,753	3,759	-2,000	0	0
营业利润	5,234	10,093	13,911	25,200	33,831
增长率 (%)	-62.85%	92.83%	37.83%	81.15%	34.25%
营业利润率 (%)	0.69%	1.58%	1.54%	2.10%	2.45%
加: 营业外收入	305	4,523	6,000	0	0
减: 营业外支出	436	503	320	0	0
利润总额	5,104	14,113	19,591	25,200	33,831
增长率 (%)	-62.99%	176.53%	38.82%	28.63%	34.25%
利润率 (%)	0.67%	2.21%	2.17%	2.10%	2.45%
减: 所得税费用	-820	3,793	4,898	4,300	4,300
所得税率 (%)	-16.08%	26.88%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	5,924	10,320	14,693	20,900	29,531
增长率 (%)	-33.50%	74.20%	42.38%	42.24%	41.30%
净利润率 (%)	0.78%	1.62%	1.63%	1.75%	2.13%
归属于母公司所有者的净利润	5,924	10,320	14,693	20,900	29,531
增长率 (%)	-31.66%	74.20%	42.38%	42.24%	41.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.20	0.35	0.50	0.70	1.00

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897