

豫光金铅（600531）：资源瓶颈亟待解决

中性（维持）

有色金属行业

当前股价：15.05 元

报告日期：2009 年 3 月 27 日

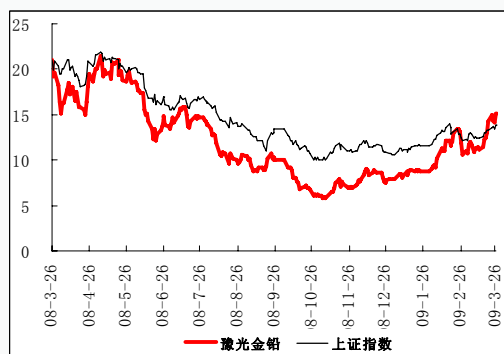
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7620	6832	7200	7420
(+/-)	6.19%	-10.4%	5.39%	3.1%
营业利润	54	46	78	133
(+/-)	-77.9%	-16.0%	70.7%	70.5%
归属于母公司 的净利润	61	34	58	98
(+/-)	-61.4%	-44.1%	69.4%	68.7%
每股收益（元）	0.27	0.15	0.25	0.43
市盈率（倍）	56	100	59	35

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	22827/22827
流通市值（亿元）	17.92
每股净资产（元）	4.17
资产负债率（%）	69.96

股价表现（最近一年）



天相机械装备及金属材料小组

联系人：张方

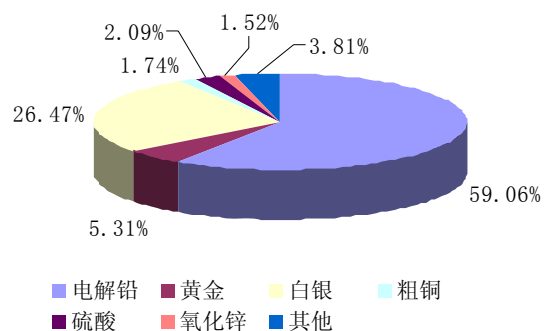
010-66045552 zhangf@txsec.com

服务热线 010-66045566

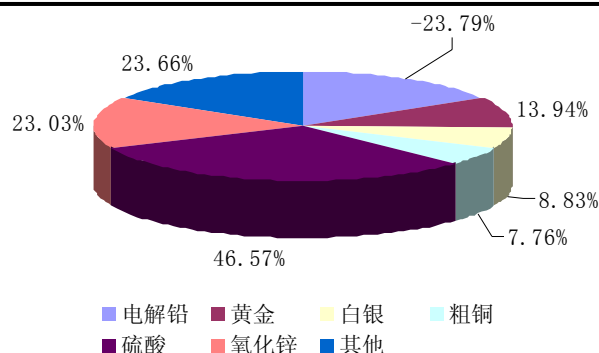
服务邮箱 service@txsec.com

- 2008年年报显示，公司全年实现营业收入76.20亿元，同比增长6.19%；营业利润5435万元，同比下降77.69%；归属于母公司所有者净利润6125万元，同比下降61.42%；扣除非经常性损益后的净利润2856万元，同比下降82.08%，基本EPS0.27元，扣除非经常性损益后的基本EPS0.12元。分配预案为每10股派0.5元（含税）。其中，08年第四季度公司实现营业收入12.22亿元，营业利润-8214万元，归属母公司净利润-4308亿元。
- **电解铅亏损拖累业绩。**公司主要产品有电解铅（收入占比60%左右）、白银、黄金和硫酸等，报告期内产量分别电解铅29万吨、黄金2.1吨、白银602.74吨。08年收入同比增长而净利润却同比下降主要原因是：白银、黄金（LME均价同比上涨分别为11.83%和25.13%）和硫酸价格上涨提高了公司收入，而电解铅、氧化锌和粗铜由于价格的下调以及冶炼、运输成本的上升，毛利率分别下降4.55、25.55和9.18个百分点，至-1.49%、55.94%和16.42%。另外，由于电解铅等产品价格下跌，08年资产减值损失为1.87亿元。
- **资源瓶颈制约铅业务盈利水平。**公司电解铅产量比较稳定，由于没有自有资源，铅精矿完全外购，在一定程度上制约了铅业务的盈利水平。公司拥有产能10万吨的再生铅产能，主要为电解铅提供粗铅原料，目前已经生产，不过也存在原料来源问题。公司的再生铅业务符合产业发展方向，前景广阔，将在一定程度缓解公司的资源压力，但尚需时日。
- **铅价近期表现强劲，但进口铅大增带来隐忧。**在各国经济刺激政策引导和货币流动性充裕的背景下，国际和国内经济形势有所好转。特别是在我国国储局和地方政府收储以及“汽车下乡”的带动下，09年以来长江现货、LME铅价格涨幅分别为23%和16%。但值得注意的是，由于国内外铅价倒挂，贸易商进口铅有利可图（我国2月进口铅1.82万吨，同比大增；出口铅仅0.12万吨），并且进口铅有持续上升的态势，这将对我国的铅冶炼企业造成不利影响。
- 我们预计09年公司归属母公司的净利润同比下降44.15%，2009、2010年EPS分别为0.15元和0.25元，目前价格为15.05元，动态PE分别为100倍和59倍，维持“中性”的投资评级。
- 风险提示：1）铅、金、硫酸价格波动风险；2）铅精矿等原材料价格上涨带来的成本压力；3）有色行业的周期性波动风险。

图表 1 08 年分产品营业收入占比



图表 2 08 年分产品营业利润占比



资料来源：公司资料、天相投顾

图表 3 豫光金铅（600531）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	717,638	762,031	683,188	720,002	742,002
增长率 (%)	149.96%	6.19%	-10.35%	5.39%	3.06%
减：营业成本	668,324	727,126	662,330	693,841	710,241
毛利率 (%)	6.87%	4.58%	3.05%	3.63%	4.28%
营业税金及附加	7,607	6,222	5,214	6,425	6,425
销售费用	2,230	1,631	1,500	1,500	1,500
管理费用	6,088	6,116	6,000	6,000	6,000
财务费用	9,055	7,853	5,536	6,400	6,500
费用合计	17,372	15,600	13,036	13,900	14,000
期间费用率 (%)	2.42%	2.05%	1.91%	1.93%	1.89%
资产减值损失	3,794	18,735	40	40	40
加：公允价值变动收益	1,929	-666	1,000	1,000	1,000
投资收益	2,167	11,753	1,000	1,000	1,000
营业利润	24,637	5,435	4,568	7,796	13,296
增长率 (%)	74.88%	-77.94%	-15.96%	70.67%	70.55%
营业利润率 (%)	3.43%	0.71%	0.67%	1.08%	1.79%
加：营业外收入	151	305	55	60	60
减：营业外支出	215	436	10	10	10
利润总额	24,573	5,305	4,613	7,846	13,346
增长率 (%)	78.22%	-78.41%	-13.04%	70.08%	70.10%
利润率 (%)	3.42%	0.70%	0.68%	1.09%	1.80%
减：所得税费用	8,697	-820	1,192	2,050	3,570
所得税率 (%)	35.39%	-15.46%	25.84%	26.13%	26.75%
净利润	15,876	6,125	3,421	5,796	9,776
增长率 (%)	78.23%	-61.42%	-44.15%	69.42%	68.67%
净利润率 (%)	2.21%	0.80%	0.50%	0.80%	1.32%
归属于母公司所有者的净利润	15,876	6,125	3,421	5,796	9,776
增长率 (%)	83.13%	-61.42%	-44.15%	69.42%	68.67%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益 (元)	0.70	0.27	0.15	0.25	0.43

资料来源：公司资料、天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002