

赵春
86-755-82960824
zhaoc@cmschina.com.cn
王晓丹
86-755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年6月24日

豫光金铅(600531.SH)/15.11 元

铅冶炼仍然在盈亏平衡线上挣扎

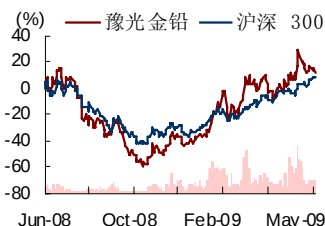
投资评级: 中性-A
评级调整: 首次
目标估值: 0-0 元

基础数据

总股本(万股)	22827
流通股本(万股)	22827
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	34
52周股价	5.8-17.6 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	77	18
相对表现	-13	16	7



相关报告

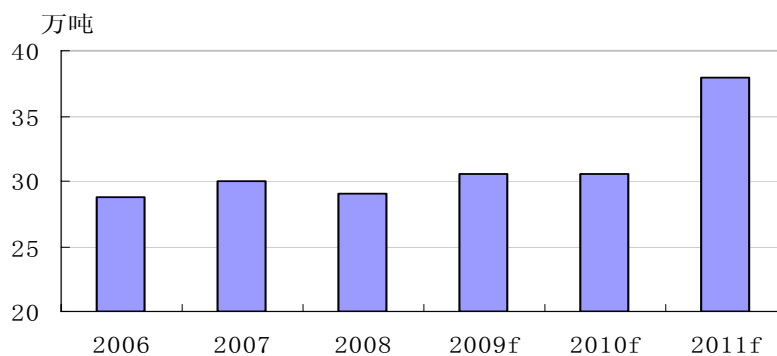
豫光金铅是全国最大的铅冶炼和白银冶炼企业,公司的主要产品是电解铅、白银,硫酸、黄金及氧化锌是冶炼产生的副产品。公司精铅产能 30 万吨/年,硫酸产能 18 万吨,黄金冶炼产能 2 吨,白银年产 600 吨。

- **铅加工费仍然处于低位,铅冶炼业务仍在盈亏平衡线挣扎:** 铅反弹带动铅精矿价格上涨,但是相比于 07、08 年的高价,铅精矿价格仍处于低位,矿山惜售使得铅精矿供给紧张。另外国内铅冶炼行业集中度低,小冶炼企业环保费用极低,行业竞争激烈,加工费仍然处于历史低位。在当前国内 3000 元/吨的加工费下,铅冶炼仍然处于盈亏平衡线的挣扎之中。
- **公司新增 8 万吨冶炼产能预期明年底投产:** 在建项目 8 万吨/年熔池熔炼直接炼铅工程进展顺利,预期明年年底投产。该项目采用液态高铅渣直接还原工艺,可使冶炼综合能耗水平大幅降低,提升铅冶炼利润。
- **冶炼业务毛利率低,利润贡献主要靠副产品收益:** 由于煤、电、工资成本不断上涨,导致冶炼成本持续上涨。而另外由于国内冶炼产能过剩,加工费保持低位。02-08 年铅冶炼业务和白银冶炼的毛利率持续下跌,08 年铅冶炼利润为-1.5%,白银冶炼毛利润仅 1.2%。公司利润贡献主要靠硫酸、氧化锌等副产品销售,09 年硫酸价格低迷,利润贡献将大幅下降,但是锌价反弹提升氧化锌产品收益。
- **铅价上涨时,原料点价模式带来额外利润:** 铅冶炼所需原料为铅精矿,国内采购和国外进口的比例近似为 1:1。原料采购均采取点价模式,国外以 LME 现货价格为基准,国内按上海金属网现货价为基准,一般采取三个月的均价。点价的模式决定了在铅价上涨过程中,公司享受了存货价格上涨带来的额外利润,但是也存在铅价下跌,导致点价期存货下跌而带来损失的风险。上半年铅价低位反弹及单边持续上涨提升公司利润。
- **公司一直没有放弃对矿产资源的寻找,争取向资源型企业转变:** 公司一直在寻找中型矿山,争取向资源型企业转变。但是目前有采矿权的矿山主要以小矿山为主,有采矿证的矿山已开采多年,价格高、储量小,而且经过 07、08 年矿山收购的高潮,目前矿山价格仍然非常高昂,因此收购矿山的风险因素很高。管理层寻找矿产资源方面的努力仍然会继续,但是仍要遵循稳健的原则。
- **给予公司“中性-A”投资评级:** 由于加工费低迷,成本攀升,铅冶炼业务仍然举步维艰。但是公司原料采购模式为公司带来额外收益,及黄金、硫酸、粗铜及氧化锌等副产品价格上涨,提升公司利润。预估每股收益 09 年 0.59 元、10 年 0.64 元。对应公司当前 15.11 元的股价,PE 为 25.6 倍。当前股价已经反映了利润增长,维持“中性”的投资评级。

附录:

- 公司精铅产量近几年保持在 30 万吨左右, 10 年底 8 万吨熔池熔炼直接炼铅项目投产, 届时产量将有大幅增长。

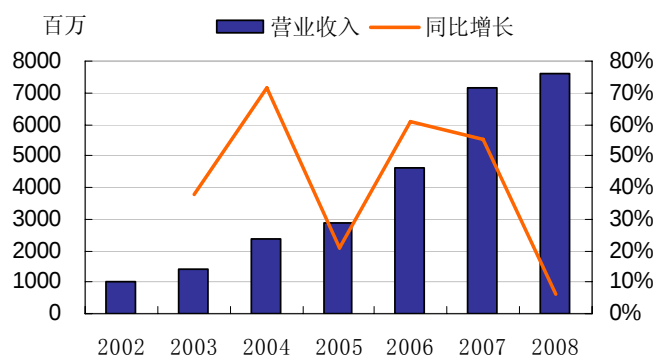
图1: 近年精铅产量及预期



数据来源: 招商证券

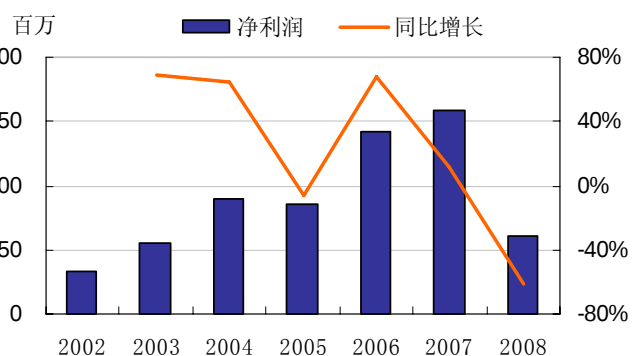
- 公司营业收入在 02-07 年保持在 20%以上的增长, 08 年由于铅价大幅下跌, 同时副产品价格也在下跌, 营业收入仅微幅增长。由于精铅冶炼业务亏损, 以及四季度硫酸价格暴跌, 副产品收益减少, 净利润 08 年呈负增长。

图2: 公司营业收入及增长



资料来源: 公司年报、招商证券

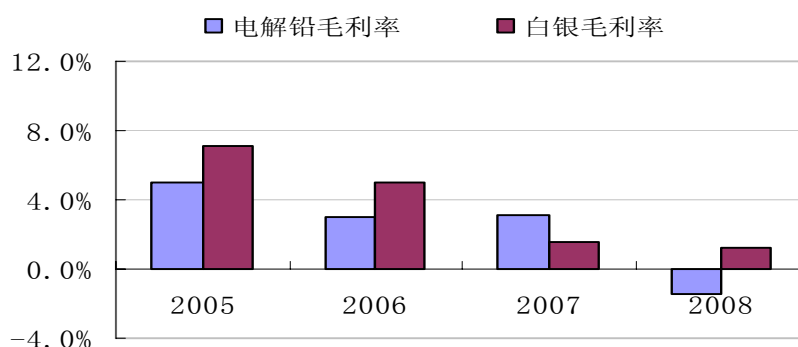
图3: 公司净利润及增长



资料来源: 公司年报、招商证券

- 这几年, 铅冶炼毛利率持续下降, 08 年四季度的铅价暴跌使得加工费也随之快速下降, 冶炼业务亏损。冶炼成本上涨导致白银冶炼业务的毛利率也在持续下降。

图4: 主营业务电解铅与白银冶炼毛利率



数据来源: 公司年报、招商证券

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色行业研究员，4 年以上证券研究从业经验，2 年以上有色行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

