

何卫江

021-50588666-8036

heweijiang@ccnew.com

2009年8月18日

## 上半年公司经营没有大的起色

——豫光金铅（600531）中报点评

### 公司点评

观望（首次）

#### 报告关键要素：

受产品价格上涨驱动，二季度生产经营改善，上半年营业利润3455.94万元，同比下降70.18%；净利润2303.56万元，同比下降73.47%。尽管二季度金属价格回升，但是业绩改善有限，特别是电解铅持续亏损，即使正常年份电解铅的毛利率也偏低。资源缺乏，产品初级且单一制约了公司盈利能力，集团公司旗下铅锌矿和电解锌资产注入才是公司实现飞跃的基石。

#### 事件：

- **豫光金铅公布09年中报。**上半年，营业收入246009.66万元，同比下降44.31%；营业利润3455.94万元，同比下降70.18%；净利润2303.56万元，同比下降73.47%；基本每股收益0.10元。

#### 点评：

- **二季度经营状况总体好转。**受产品价格上涨驱动，二季度生产经营改善。二季度实现营业毛利8702.61万元，一季度亏损4742.16万元，二季度经营好转使得上半年实现营业毛利3960.45万元。
- **上半年主营业务还是一条腿走路。**占主营业务收入55%的电解铅上半年依然亏损。上半年电解铅和粗铜的毛利率比去年同期收窄，但是上半年还是分别亏损2663.80万元、497.20万元。而黄金、白银和氧化锌毛利率同期相比不同程度下滑，但是黄金、白银和氧化锌分别实现毛利2098.8万元、1282.10万元和1003.45万元，弥补了粗铜和电解铅的亏损，贡献了主营业务全部毛利。

表：09年上半年主营业务经营情况

| 产品名称 | 主营收入<br>(百万元) | 主营成本<br>(百万元) | 主营毛利<br>(百万元) | 主营毛利率<br>(%) | 毛利率同比变化<br>(百分点) |
|------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------------|
| 黄金   | 204.61        | 183.62        | 20.99         | 10.26        | -6.64            |
| 白银   | 587.93        | 575.11        | 12.82         | 2.18         | -5.26            |
| 氧化锌  | 32.25         | 22.22         | 10.03         | 31.10        | -35.52           |
| 其他   | 200.11        | 191.67        | 8.44          | 4.22         | -28.94           |
| 硫酸   | 17.06         | 16.42         | 0.64          | 3.75         | -82.05           |
| 粗铜   | 48.62         | 53.59         | -4.97         | -10.22       | -30.04           |
| 电解铅  | 1346.58       | 1373.21       | -26.64        | -1.98        | 3.43             |
| 合计   | 2437.16       | 2415.84       | 21.32         | 0.87         | -3.63            |

资料来源：公司公告

- **二季度每股收益0.04元，源于非经常性收入。**从利润结构来看，上半年净利润2303.56万元中，扣除非经常性损益1222.87万元后，净利润仅有1080.69万元，而一季度净利润1290.61万元，非经常性损益为-66.57万元，也就是说二季度每股收益增厚0.04元完全是靠非经常性收入。

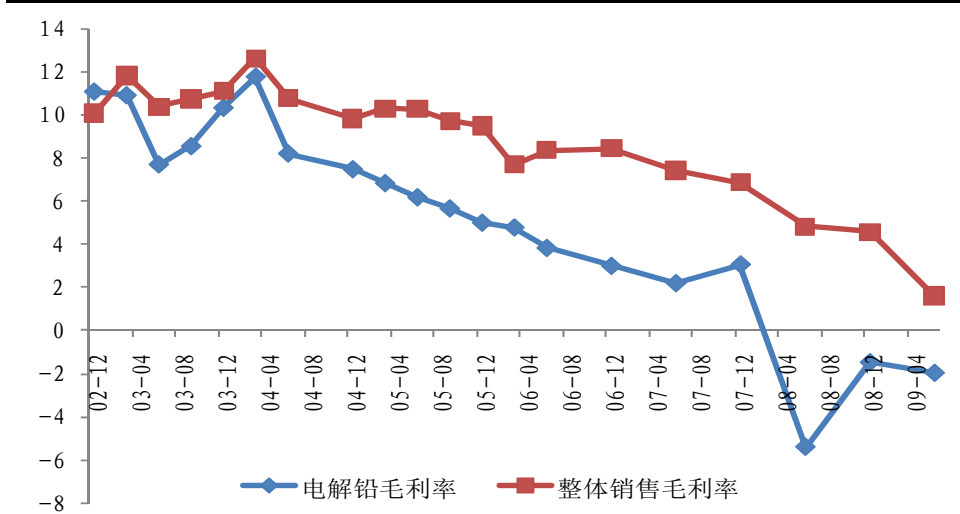
其中，资产减值损失转回6024.21万元，主要原因是08年末在产品和库存品存货跌价计提，本期转回和转销。公司的期货投资收益可观，上半年投资收益3725.51万元，其中境外期货投资收益3412.53万元。

- 给予公司“观望”的评级。公司报表数据显示，尽管二季度铅、金银贵金属价格回升，但是业绩改善有限，特别是电解铅持续亏损，即使电解铅的毛利率恢复正常年份水平也偏低。资源缺乏，产品初级且单一制约了公司盈利能力，如果公司只是在现有经营模式下内部挖潜，而没有向上下游拓展，那么发展前景比较暗淡。集团公司旗下拥有铅锌矿和电解锌两块优质资产，但是资产注入尚没有任何说法，我们只能乐观期待。

二季度宏观经济环境改善带动了公司经营业绩向好发展，我们预计09/10年每股收益0.30元、0.40元，以8月17日收盘价15.13元计算，对应PE分别为50倍和38倍，对于一个纯冶炼的加工企业来说，估值偏高，首次给予公司“观望”的评级。

图：电解铅毛利率和整体毛利率

单位：%



资料来源：wind资讯

### 盈利预测

|           | 2007  | 2008    | 2009E   | 2010E |
|-----------|-------|---------|---------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 71.76 | 76.20   | 61.43   | 76.79 |
| 增长比率 (%)  | 55.46 | 6.19    | (19.38) | 25.00 |
| 净利润 (亿元)  | 1.59  | 0.61    | 0.68    | 0.91  |
| 增长比率 (%)  | 11.97 | (61.64) | 11.48   | 33.82 |
| 每股收益 (元)  | 0.70  | 0.27    | 0.30    | 0.40  |
| 市盈率 (倍)   | --    | --      | 50      | 38    |

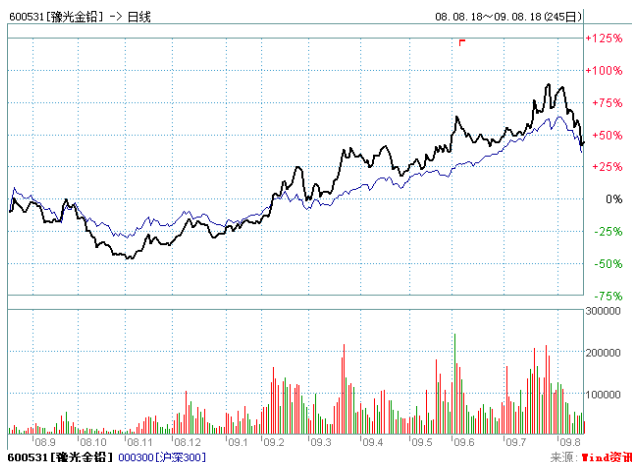
### 市场数据 (2009年08月17日)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 15.13      |
| 一年内最高/最低 (元) | 21.00/5.61 |
| 沪深300指数      | 3140.27    |
| 市净率 (倍)      | 3.58       |
| 流通市值 (亿元)    | 34.54      |

### 基础数据 (2009年06月30日)

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产 (元)    | 4.23          |
| 每股经营现金流 (元)  | 1.24          |
| 毛利率 (%)      | (4.34)        |
| 净资产收益率 (%)   | 1.34          |
| 资产负债率 (%)    | 66.70         |
| 总股本/流通股 (万股) | 22,827/22,827 |
| B股/H股 (万股)   | /             |

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

#### 行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

#### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

#### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。