

公司评级：中性

目标价位：25元

2009年11月2日

股价相对市场表现



公司基本数据(2009-10-30)

收盘价(元)	21.81
总股本(百万股)	228.27
无限售条件流通股 (百万股)	228.27
流通股比例%	100
流通市值(亿元)	49.79

财务数据(3Q/09)

股东权益(亿元)	10
每股净资产(元)	4.38
净资产收益率%	5.91
净利润(亿元)	0.59
每股收益(元)	0.26

民生证券研究所

有色行业研究员 黄玉

电话: (8610)85253126

Email: huangyu@mszq.com

地址: 北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

短期受益于“血铅事件”带来的供给吃紧

- 豫光金铅(600531)调研报告

公司研究/调研报告

事件:

2009年10月29日, 我们到豫光金铅(600531)实地调研, 与公司管理层就公司发展和战略规划进行了深入沟通, 我们认为, “血铅事件”导致铅冶炼行业的大规模限产给公司带来机遇, 但长期战略寻矿的速度低于预期, 因此给予公司“中性”评级。

投资要点

- ◆ **三季报符合预期。**豫光金铅(600531)2009年三季报显示, 1-9月实现营业收入44.42亿元, 同比下降30.57%; 营业利润7045万元, 同比下降48.39%; 归属于母公司所有者净利润5911万元, 同比下降43.34%, 基本EPS0.26元。
- ◆ **“血铅事件”造成大面积铅冶炼厂停产。**河南是全国最大的精炼铅出产省份, 而济源市产量在省内排名居首, 河南省济源市因此事件关停的铅冶炼厂已有32家, 目前在产的仅有3家, 包括豫光金铅(600531)、万洋集团、金利集团, 这3家均分别关闭了5万吨的烧结铅冶炼设计年产能。
- ◆ **铅价上涨有利铅业务毛利率上升。**受供给吃紧影响, 国际铅价自今年8月份大幅拉升, 至10月末, LME三月铅上涨幅度达24%, 其中盘中最高涨幅为36%。公司铅产品利润贡献率一直较低, 受益于铅价上涨, 将有效平抑冶炼成本偏高带来的业务风险。
- ◆ **上游资源瓶颈长期制约公司发展。**从调研的情况来看, 目前公司除了与西部矿业在青海省海西蒙古族藏族自治州格尔木市共同投资组建“青海格尔木铅业有限公司”外, 并无其他粗铅项目。我们认为, 公司探矿的速度较慢, 在市场经济发展的进程中冶炼厂零资源量的企业将面临高成本及市场价格波动的风险。
- ◆ **盈利预测及投资策略。**从有色行业在前三季度的表现来看, 行业盈利情况有明显好转, 在“血铅事件”的催化下, 铅价再上一筹, 我们认为铅价上涨短期会给公司带来交易性机会。但由于公司寻矿速度较慢, 与同类公司相比上游资源匮乏的弊端将长期制约公司规模扩大, 因此, 给予公司“中性”评级。

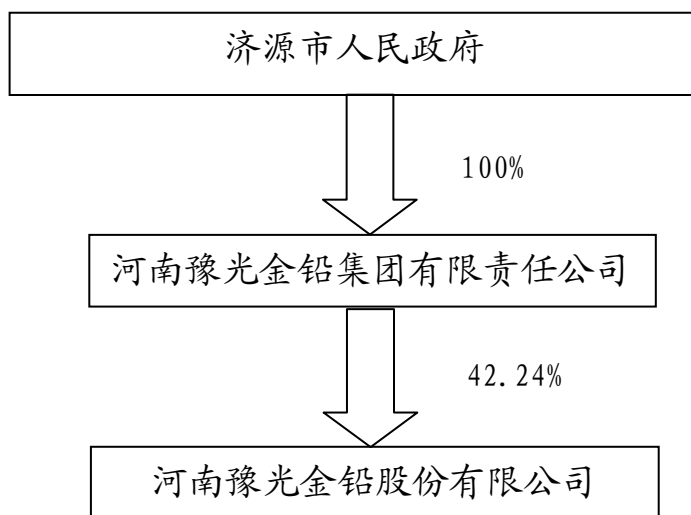
一、 集团公司与股份公司基本状况

河南豫光金铅集团有限责任公司始建于1957年，1997年组建集团公司，核心企业为河南豫光金铅股份有限公司和河南豫光锌业有限公司，河南豫光金铅股份有限公司于2002年7月在上海证券交易所上市（600531），是中国最大的铅冶炼企业。

集团主业经营范围涉及有色金属、贵金属、化工、煤机产品、电力、矿山、服务、房地产等多个领域。经过50年的发展，公司已经发展成为一个以有色金属冶炼为主兼多元化经营的大型企业集团。集团公司现有员工6000名、全资及控股公司11个，上市公司1个，中外合资企业1个，生产厂22个，现有总资产50亿元。集团公司生产规模跻身全国铅锌行业第二名、铅冶炼行业第一名，主要经营指标位居河南省百户重点企业第十七位。

豫光金铅（600531）为集团公司下唯一一家上市公司，主要产品为电解铅、白银，黄金、硫酸以及氧化锌为副产品，公司精铅产能为30万吨/年；白银产能600万吨；硫酸产能18万吨；黄金冶炼产能2万吨。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司年报

二、 经营业务分析

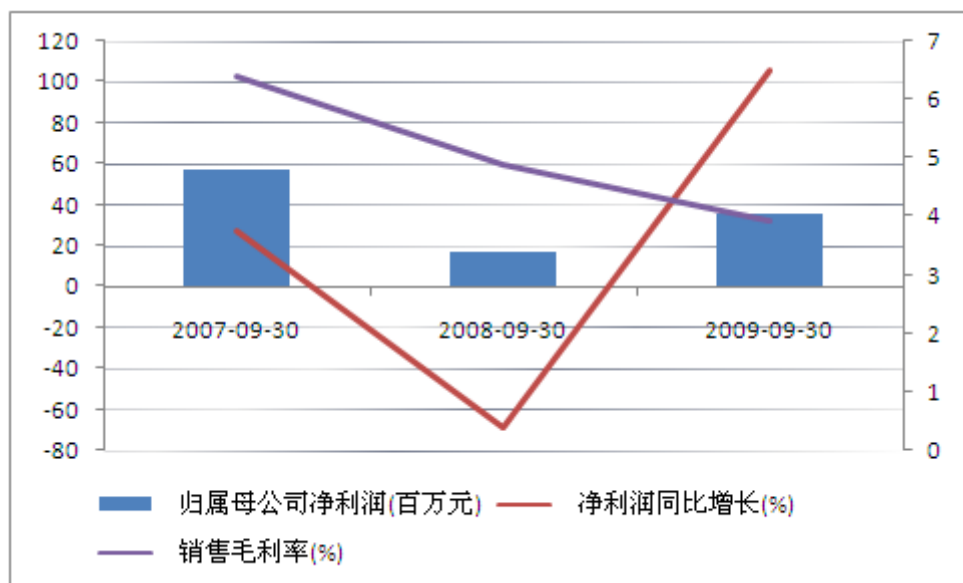
豫光金铅（600531）2009年三季报显示，1-9月实现营业收入44.42亿元，

同比下降30.57%；营业利润7045万元，同比下降48.39%；归属于母公司所有者净利润5911万元，同比下降43.34%，基本EPS0.26元。其中三季度实现营业收入19.82亿元，与去年同期持平；营业利润3589万元，同比增长74.14%；归属母公司净利润3607万元，同比增长105.88%，基本EPS0.16元。

公司2008年全年产电解铅29.03万吨，同比增加了约1万吨，黄金产量2100.56千克，白银产量602.74吨，分别同比增长16.29%、5.65%。公司计划2009年电解铅产量为30.5万吨，黄金2000千克，白银600吨。尽管公司在10月10日公司公告中称，根据济源市政府统一部署，公司的烧结机生产系统将在正常检修结束后进行停产整顿，月生产能力为4000吨（约5万吨/年），但从整体宏观经济复苏的速度、三季报数据以及我们实地调研的情况来看，公司本年度实现年初定制的目标是完全可以的。

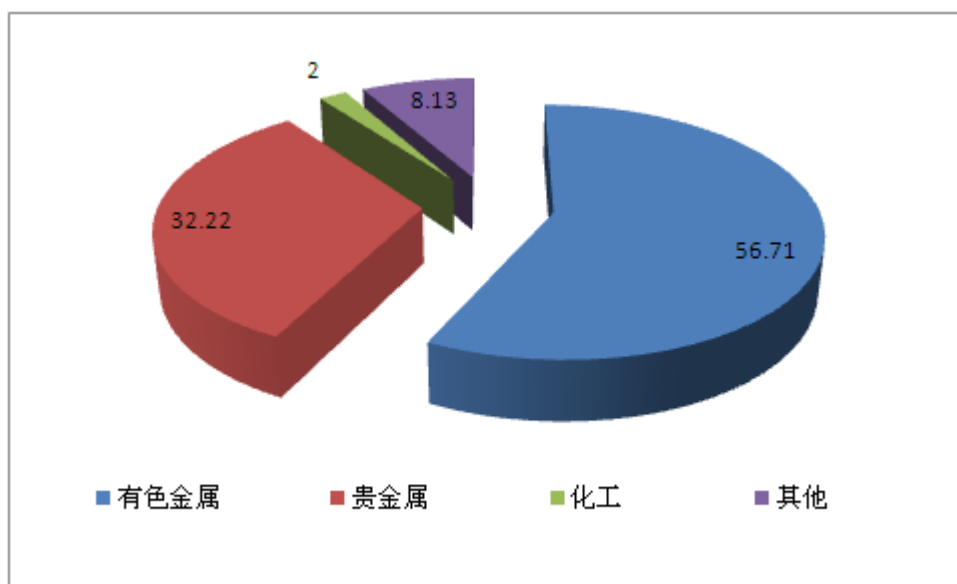
另外，从第三季度单季的净利润与销售毛利率的对比情况来看，净利润增长速度明显，其中2009年第三季度增长速度较快，同比增长105.91%，净利润为3607万元。但销售毛利率仍在下降，2007年到2009年第三季度的综合毛利率分别为6.38%、4.87%和3.91%，我们认为，随着四季度出口行业的转暖，硫酸业务将有效提升公司的综合毛利率，净利润会稳步增长。

图2：第三季度净利润与毛利率变化



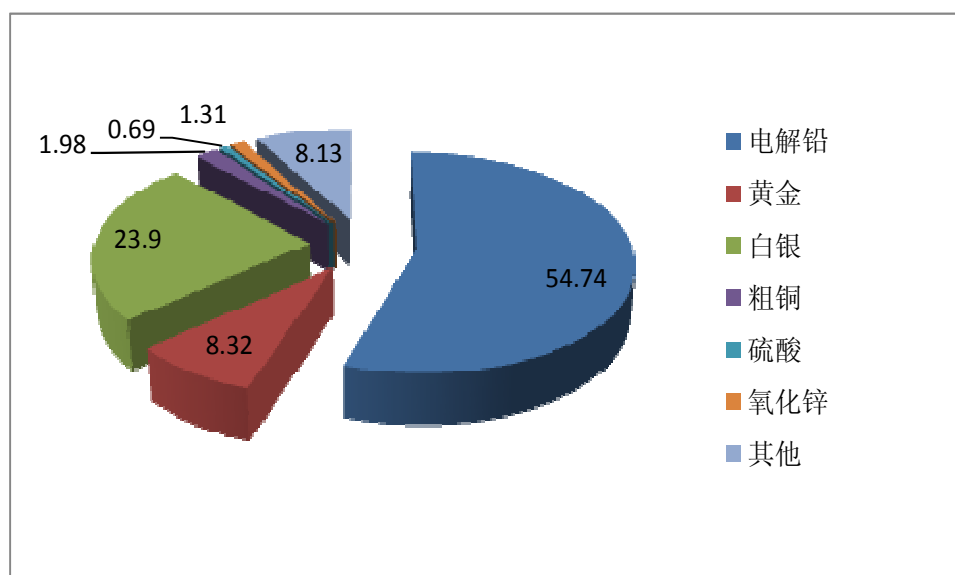
资料来源：公司公告 民生证券研究所

图3：公司主营业务占比（截止2009-6-30按行业分类）



资料来源：公司公告 民生证券研究所

图4：公司主营业务占比（截止2009-6-30按产品分类）



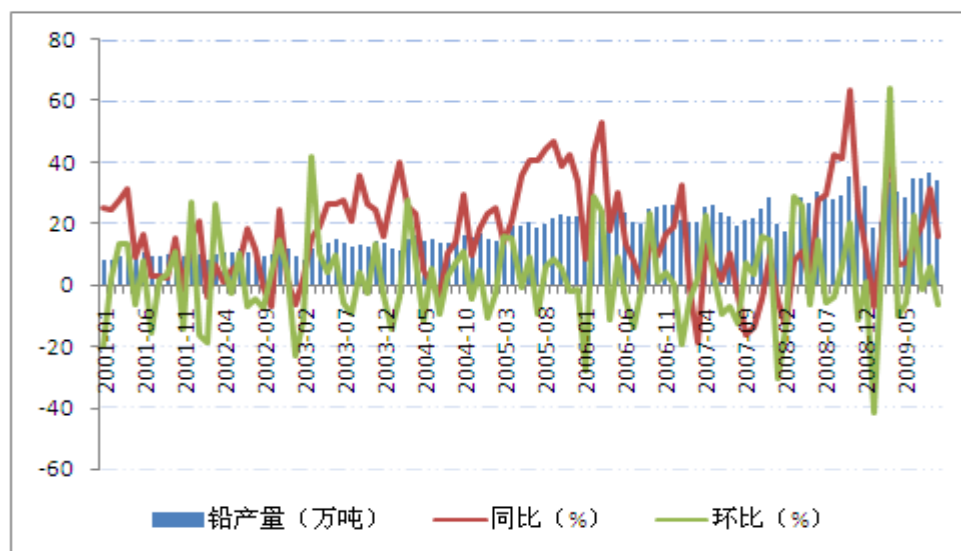
资料来源：公司公告 民生证券研究所

三、 铅行业面临整顿给公司带来机遇

自今年8月份陕西凤翔与湖南“血铅”事件曝光后，国际铅价暴涨，至10月末，LME三月铅受此影响，上涨幅度达24%，其中盘中最高涨幅为36%。中国“血铅”事件正在逐渐扩大，河南是全国最大的精炼铅出产省份，而济源市产量在省内排名居首，河南省济源市因此事件关停的铅冶炼厂已有32家，目前在产的

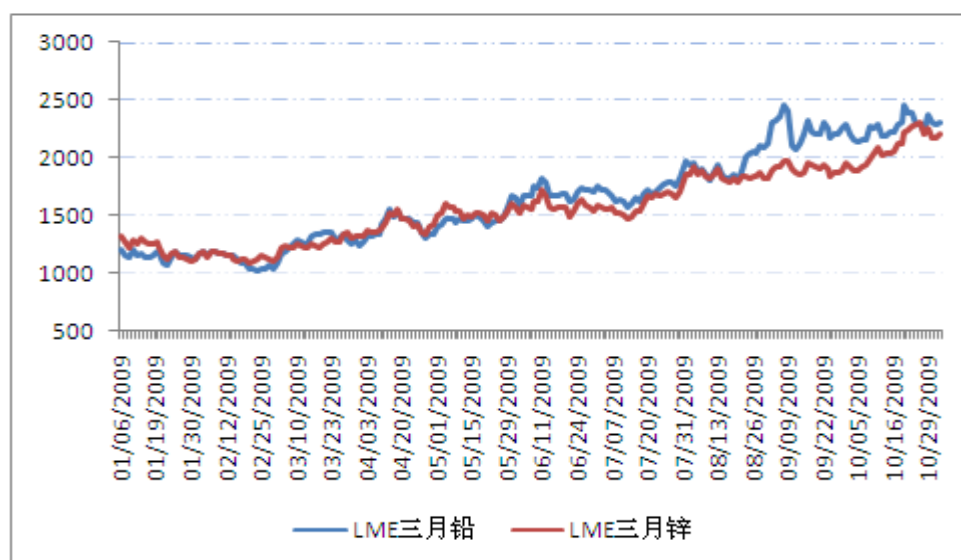
仅有3家，包括豫光金铅（600531）、万洋集团、金利集团，这3家均分别关闭了5万吨的烧结铅冶炼设计年产能，粗略计算，济源市的70万吨铅冶炼产能目前已经停掉一半以上，若四季度不恢复生产，按今年四个月停产的时间范围计算，则河南省至少减少5%的国内供应量。

图5：国内铅产量及同、环比增速



资料来源：聚源数据 民生证券研究所

图6：国际铅锌价格



资料来源：文华财经 民生证券研究所

四、 对外寻找资源速度较慢

上游资源瓶颈长期制约公司发展，目前公司拥有的30万吨铅产能的原材料

均以外购所得，一部分在LME点价，另一部分在全国范围内根据上海现货市场当日价格购买，这就使得铅产品的毛利率一直处于盈亏平衡的状态之下。尽管公司拥有10万吨产能的再生铅产能，但原料来源问题也是使其成本与同行业相比不具备优势的主要原因之一。

从调研的情况来看，目前公司除了与西部矿业在青海省海西蒙古族藏族自治州格尔木市共同投资组建"青海格尔木铅业有限公司"外，并无其他粗铅项目。该项目豫光金铅（600531）出资4,900万元，占总出资额的49%，生产的粗铅产品供给两公司各50%。我们认为，公司探矿的速度较慢，在市场经济发展的进程中冶炼厂零资源量的企业将面临高成本及市场价格波动的风险。

五、 盈利预测及投资策略

从有色行业在前三季度的表现来看，行业盈利情况有明显好转，在“血铅事件”的催化下，铅价再上一筹，我们认为铅价上涨短期会给公司带来交易性机会。但由于公司寻矿速度较慢，与同类公司相比上游资源匮乏的弊端将长期制约公司规模扩大，因此，给予公司“中性”评级。

按照前三季度单季每股收益0.06元、0.04元与0.16元粗略计算，乐观的推测黄金价格及化肥消费旺盛带来的硫酸业务的增长，我们认为公司第四季度可能达到0.15-0.20元，对应2009年每股收益为0.41-0.46元，2010年每股收益为0.5-0.55元之间。目前铅锌行业平均市盈率为79倍，保守估计公司2010年40倍PE，预计公司目标价为25元左右。

表1：主要产品销售价格假设

产品类别	2007年	2008年	2009E
铅（美元/吨）	2820	1860	1650
锌（美元/吨）	2100	1900	1700
银（美元/盎司）	14.26	16.93	11.37
黄金（美元/盎司）	740	900	1000

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	7,176	7,620	6,650	7,150	货币资金	200	431	1,663	1,788
减：营业成本	6,683	7,271	6,380	6,810	应收票据	15	3	3	4
营业税金及附加	76	62	53	64	应收账款	74	161	67	79
销售费用	22	16	17	16	预付账款	111	85	80	86
管理费用	61	61	47	61	其他应收款	19	89	67	72
财务费用	91	79	865	734	存货	2,108	1,735	1,595	1,703
资产减值损失	38	187	35	30	其他流动资产	26	19	15	18
加：投资收益	22	118	30	25	流动资产合计	2,552	2,523	3,489	3,748
二、营业利润	246	54	149	193	长期股权投资	22	53	83	123
加：营业外收支净额	(1)	(1)	(1)	(1)	固定资产	494	465	446	428
三、利润总额	246	53	148	192	在建工程	3	51	76	106
减：所得税费用	87	(8)	44	67	无形资产	34	33	32	30
四、净利润	159	61	103	125	其他非流动资产	15	46	51	56
归属于母公司的利润	159	61	103	125	非流动资产合计	569	647	686	742
五、基本每股收益 (元)	/	/	0.45	0.55	资产总计	3,121	3,170	4,175	4,489
主要财务指标					短期借款	1,220	1,197	2,112	2,210
项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	应付票据	30	250	191	170
EV/EBITDA	/	/	37.8	28.9	应付账款	608	547	510	613
成长能力：					预收账款	53	46	32	32
营业收入同比	55.5%	6.2%	-12.7%	7.5%	其他应付款	43	44	43	43
营业利润同比	17.8%	-77.9%	173.5%	30.1%	应交税费	15	(58)	20	18
净利润同比	11.6%	-61.4%	68.7%	21.0%	其他流动负债	123	114	120	125
营运能力：					流动负债合计	2,092	2,140	3,029	3,211
应收账款周转率	145.24	64.80	58.53	98.52	长期借款	84	74	59	44
存货周转率	4.10	3.78	3.83	4.13	其他非流动负债	8	4	7	11
总资产周转率	2.64	2.42	1.81	1.65	非流动负债合计	92	78	66	55
盈利能力与收益质量：					负债合计	2,184	2,218	3,095	3,266
毛利率	6.9%	4.6%	4.1%	4.8%	股本	228	228	228	228
净利率	2.2%	0.8%	1.6%	1.7%	资本公积	213	213	213	213
总资产净利率 ROA	5.1%	1.9%	2.5%	2.8%	留存收益	496	511	604	717
净资产收益率 ROE	16.9%	6.4%	9.9%	10.8%	少数股东权益	0	0	0	0
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	937	952	1,045	1,158
流动比率	1.22	1.18	1.15	1.17	负债和股东权益合计	3,121	3,170	4,140	4,424
资产负债率	70.0%	70.0%	74.1%	72.8%	现金流量表				
长期借款/总负债	3.8%	3.3%	1.9%	1.3%	项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
每股指标：					经营活动现金流量	(570)	307	399	135
每股收益	/	/	0.45	0.55	投资活动现金流量	(45)	(29)	(60)	(85)
每股经营现金流量	/	/	1.75	0.59	筹资活动现金流量	495	(158)	892	75
每股净资产	/	/	4.58	5.07	现金及等价物净增加	(136)	110	1,232	125

资料来源：民生证券研究所 公司年报

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。