

资源瓶颈制约公司发展空间

——豫光金铅调研报告 600531

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点:

- 公司是目前国内最具影响力的铅冶炼企业之一,目前拥有年产电解铅 30 万吨左右,黄金 2 吨,白银 600 吨左右,硫酸 20 万吨,其中,公司铅产量约占全国铅产量的 10%左右。
- 2009 年上半年,由于公司没有自有矿山,冶炼铅所需的铅精矿几乎需全部外购,尽管电解铅业务营业收入占比超过 50%,但利润贡献负值。公司主要的利润来源为铅冶炼过程中回收的副产品白银、黄金等。
- 另外,受益于铅价回升,资产减值损失大幅转回,公司前三季度资产减值损失转回 6040.32 万元,这是公司业绩表现强于预期的重要原因。而这一因素预计在 2010 年将基本趋于零,将对 2010 年业绩造成较大扰动。
- 从行业来看,从 2009 年初以来,然而伴随着铅价的上涨,铅精矿的价格也在不断上涨,而作为冶炼企业利润来源的铅冶炼加工费已在不断下降。目前市场铅冶炼加工费 2400-2500 之间,该加工费水平使得铅冶炼企业电解铅业务处在盈亏平衡点附近。
- 公司非募投项目 8 万吨/年熔池熔炼直接炼铅项目的即将投产以及参股公司粗铅产能陆续投产,公司未来两年电解铅(粗铅)产能以及副产品产能将有明显增长:届时公司的权益铅产能将达到 44 万吨,权益硫酸产能将达到 32 万吨。然尽管如此,由于公司所需的铅精矿仍需全部外购,这将极大限制公司铅业务的盈利空间。尽管公司持股 25% 的龙钰矿业有限公司是一家从事矿产勘探和生产的公司,然而项目进展低于预期,向公司供应的铅精矿极其有限。
- 公司主营收入的另一主要来源是白银的销售,由于铅精矿含银计价,因此公司主要是赚取白银的加工费,毛利率主要受白银金属价格波动以及综合回收率变化影响。黄金方面,公司部分含金量较低的铅精矿,金不计价,该部分黄金的提炼对公司业绩有重要影响。公司外购铅精矿中所含有的硫酸也不计价,但由于硫酸价格一直低位徘徊。这部份目前对公司业绩贡献也不大。但我们认为硫酸价格再度下跌的空间有限,而向上的空间更大,预计硫酸业务将在公司未来业绩比重中加大。
- 预计 2009-2011EPS 分别达到 0.39、0.34、0.56, PE 分别为 54、61、37。鉴于公司作为一个纯冶炼公司,业绩弹性小,且估值并不便宜,我们给予“中性”评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7620	6420	8635	9378
收入同比(%)	6%	-16%	35%	9%
归属母公司净利润	61	89	79	128
净利润同比(%)	-61%	45%	-12%	63%
毛利率(%)	4.6%	2.7%	3.8%	4.4%
ROE(%)	6.4%	8.6%	7.1%	10.3%
每股收益(元)	0.27	0.39	0.34	0.56
P/E	78.15	53.82	60.94	37.45

有色金属 2010-01-21

评级: 中性(首次)

目标价格

当前价格

19.95

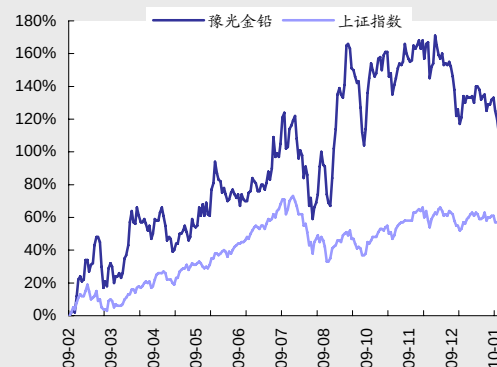
基础数据

总市值(百万)	4554
总股本/流通股本(百万股)	228 / 228
流通市值(百万元)	4554
每股净资产	4.38
净资产收益率	5.91

交易数据

52 周内股价区间	8.62-25.80
09 年市盈率	53.82
市净率	4.55

一年期走势图



行业研究员: 张志鹏

电话 021-32229888-3502

Email zhangzhipeng@ajzq.com
zzpforests@hotmail.com

目 录

一. 公司概况	3
二. 行业分析	4
2.1 需求刚性推动铅价上涨.....	4
2.2 冶炼企业盈利空间不断收窄.....	5
三. 公司主营业务分析	6
3.1 铅业务：产能稳步增长，资源瓶颈制约公司发展.....	6
3.2. 其他业务：公司利润的主要来源	8
四. 盈利预测及投资建议	9
 图表 1 公司股东结构	3
图表 2 2009 年上半年各业务毛利率 图表 3 2009 年上半年收入结构	4
图表 4 铅的需求构成.....	5
图表 5 汽车产量大幅增长	5
图表 6 铅精矿及电解铅价格走势	6
图表 7 铅冶炼企业盈利空间不断下降.....	6
图表 8 公司本部铅冶炼工序及现有产能.....	8
图表 9 公司主要参股企业	8
图表 10 公司各业务毛利率及未来变化趋势	9
图表 11 盈利预测基本假设	9

一. 公司概况

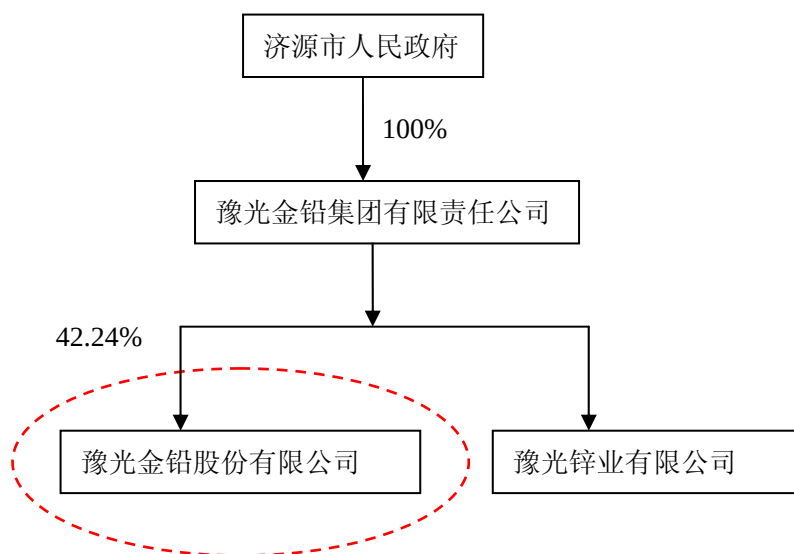
公司是目前国内最具影响力的铅冶炼企业之一，年产电解铅30 万吨左右，黄金2 吨，白银600 吨左右，硫酸18 万吨，其中，公司铅产量约占全国铅产量的10%左右。

公司的大股东是豫光金铅集团有限责任公司实际控制人是济源市人民政府。豫光集团旗下还有另一块重要资产豫光锌业有限公司，该公司目前年产电解锌 20 万吨，未来将达到 30 万吨。

2009 年上半年公司主营收入中 50%以上来自于电解铅的销售，白银业务约占 24%，黄金业务约占 9%左右，其余为冶炼副产品收入。由于公司没有自有矿山，冶炼铅所需的铅精矿需全部外购，尽管电解铅业务营业收入占比超过 50%，但利润贡献负值。公司主要的利润来源为铅冶炼过程中回收的副产品白银、黄金等。

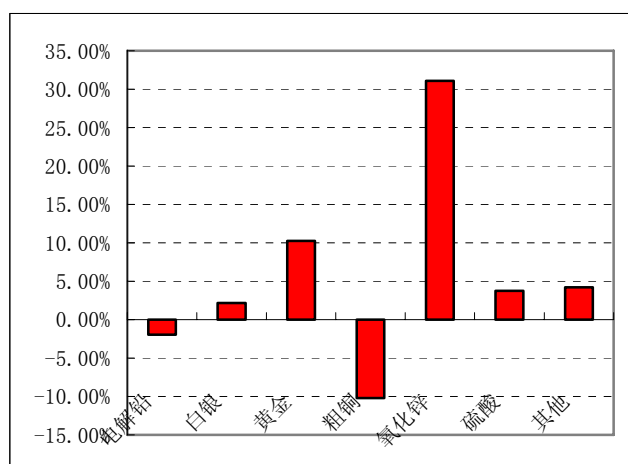
另外，受益于铅价回升，资产减值损失大幅转回，公司前三季度净利润 5911 万元，其中资产减值损失转回 6040.32 万元是公司业绩表现强于预期的重要原因。而这一因素预计在 2010 年将基本趋于零，将对 2010 年业绩造成较大扰动。

图表 1 公司股东结构

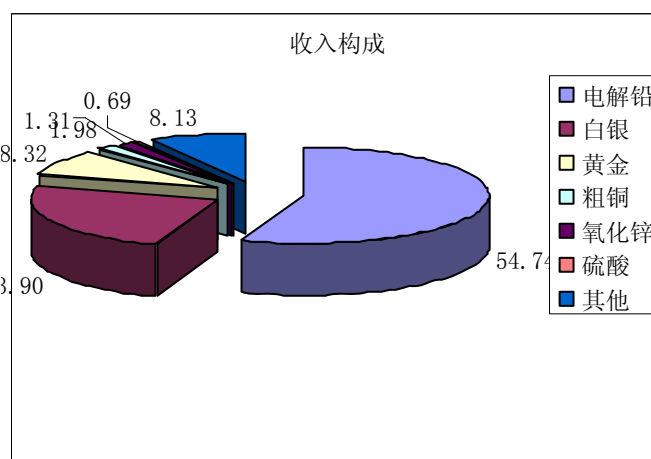


数据来源：公司公告

图表 2 2009 年上半年各业务毛利率



图表 3 2009 年上半年收入结构



数据来源：公司公告

二.行业分析

2.1 需求刚性推动铅价上涨

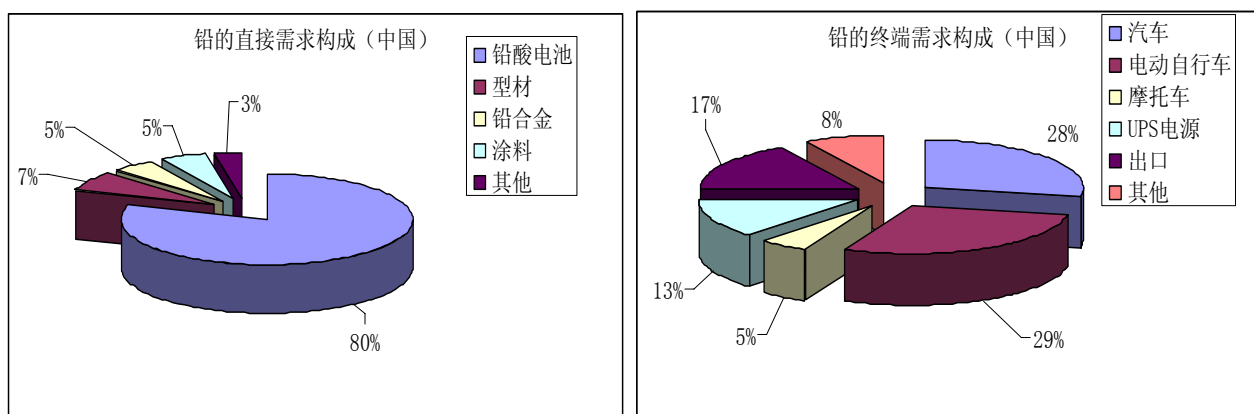
需求方面，在铅的需求构成中，铅酸电池占有最大比例。以中国为例，铅酸电池对铅的消费量占到整个铅消费总量的 80%。而汽车用铅酸电池是最重要的终端需求，汽车用铅酸电池年产量的三分之二用于更新替换，三分之一用于配套汽车生产。

铅的需求相对具刚性，原因在于每辆车都有一支铅酸蓄电池，铅酸电池的替换是不与经济状况相挂钩的。相反，在经济衰退的背景下，人们会延长对旧车的使用寿命，从而增加对铅酸电池更新替换的需求。

另外，铅的终端需求行业汽车显示出了强劲的复苏迹象（铅行业比铝行业更依赖于汽车行业的复苏）-前 11 个月国内汽车销量接近 1300 万两，同比增长 42%（参见图 5）

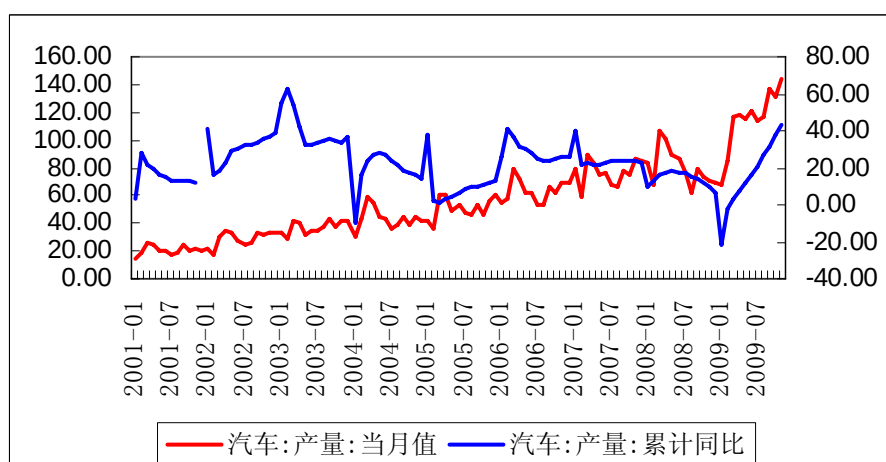
供给方面，从 2009 年 8 月末开始，陕西、湖南、河南相继爆发了铅冶炼厂附近儿童血液铅超标事件，主要因这些铅冶炼厂采用烧结机工艺冶炼铅而导致。这部分采用烧结机落后工艺生产铅的总产能大概占到全国的 15%左右。受国内“血铅事件”以及之后的“环保风暴”影响，预计对国内铅产能缩减 50 万吨左右。

图表 4 铅的需求构成



数据来源：Brook Hunt，爱建研发总部

图表 5 汽车产量大幅增长



数据来源：Wind 资讯

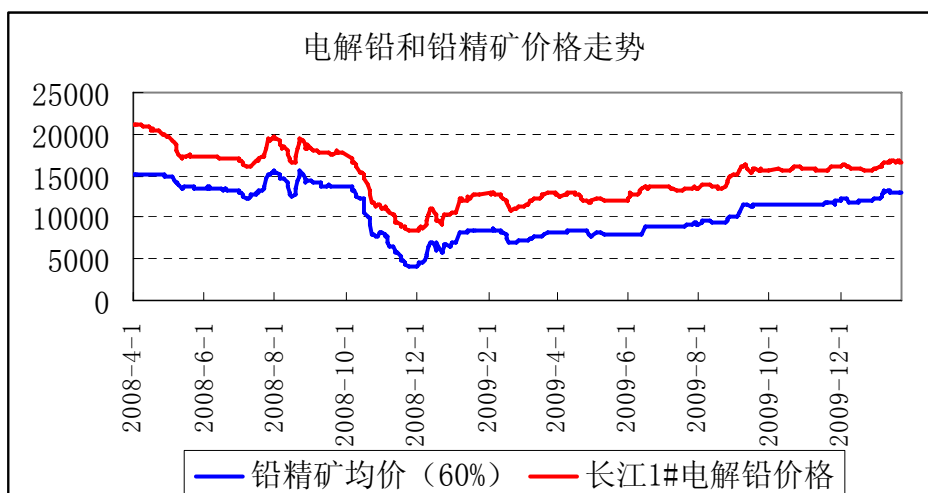
2.2 冶炼企业盈利空间不断收窄

尽管铅价从 2009 年初以来不断上涨,然而伴随着铅价的上涨,铅精矿的价格也在不断上涨,并且其上涨超过了电解铅的上涨幅度。

由于铅精矿价格上涨幅度超过电解铅的价格上涨,使得铅冶炼企业的盈利空间收窄。我们看到,以电解铅价格-铅精矿价格为指标衡量,2009 年 5 月份开始,该指标不断下降。而从图 7 更可看到,作为冶炼企业利润来源的铅冶炼加工费已在不断下降。可以说冶炼企业并没有从铅价大幅上涨中受益很多。

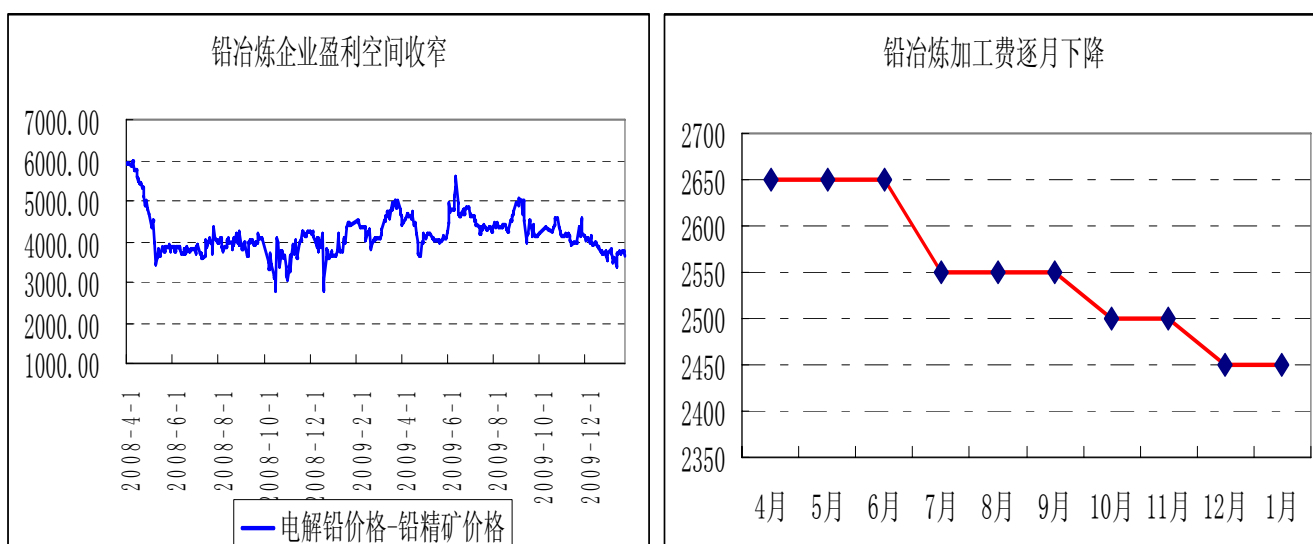
目前市场铅冶炼加工费 2400-2500 之间,该加工费水平使得铅冶炼企业电解铅业务处在盈亏平衡点附近,而企业利润的主要来源于副产品如黄金、白银、硫酸等副产品收入。

图表 6 铅精矿及电解铅价格走势



数据来源：百川资讯

图表 7 铅冶炼企业盈利空间不断下降



数据来源：百川资讯

三.公司主营业务分析

3.1 铅业务：产能稳步增长，资源瓶颈制约公司发展

在铅精矿-粗铅-电解铅的生产工序中，粗铅-电解铅的这一步的工艺比较成熟，而区别主要在

铅精矿到粗铅的冶炼工艺上。在铅精矿-粗铅的冶炼工艺上，世界铅冶炼行业的工艺技术大体分为三代：第一代为烧结锅——鼓风炉工艺技术，该工艺技术因难以从根本上解决污染问题，相继被各国淘汰，第二代为烧结机——鼓风炉工艺技术，该工艺技术应用后，环境污染大为降低；第三代为强化冶炼技术工艺（如富氧底吹氧化—鼓风炉还原熔炼技术等），这些工艺技术的应用，可从根本上解决环境污染问题。

目前，公司拥有有4万吨采用烧结机工艺的产能。受陕西凤翔血铅事件影响，公司烧结机工艺的4万吨的粗铅产能停产，公司通过外购粗铅来满足电解铅产能的需要，烧结机产能停产对公司影响很小。

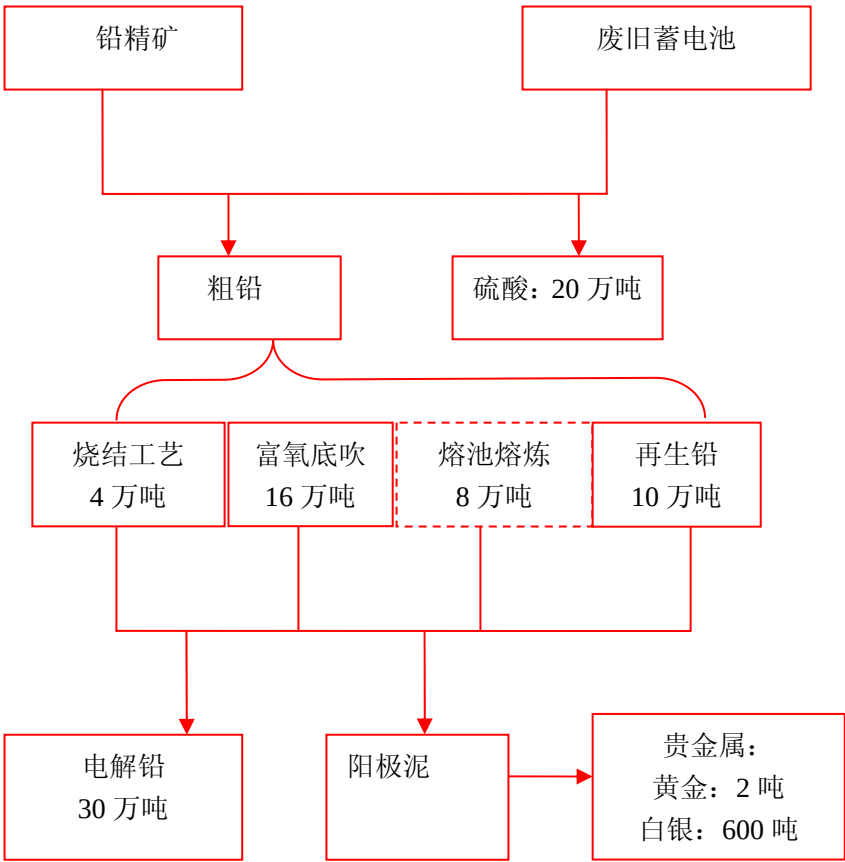
公司有拥 16 万吨的采用富氧底吹工艺的产能，此外公司投资建设的 8 万吨/年熔池熔炼直接炼铅环保治理工程将于 2010 年上半年投产，此工艺采用了先进的熔池熔炼氧化及液态高铅渣直接还原炼铅工艺，充分利用了液态高铅渣中的潜热能。该工程投产后，可年产电解铅 8 万吨，硫酸 6 万吨，次氧化锌 8000 吨，铜浮渣 4932 吨，阳极泥 1027.5 吨。

另外，公司积极进入铅回收项目，开辟新的原料渠道。公司拥有 10 万吨处理量的再生铅生产线，设计能力为年处理废旧蓄电池 18 万吨，回收再生铅 10 万吨，产出合金铅 4 万吨，电解铅 6 万吨。该工程于 2005 年 3 月开工建设，2008 年 2 月全面投入运行。需强调的是，供应给的公司废旧铅酸蓄电池的价格是参照铅精矿价格，因此再生铅项目的盈利能力并没有想象那么好。

公司另外参股了两个铅冶炼公司，均只生产粗铅，权益产能达 6.1 万吨，其中与西部矿业合作的格尔木铝业将于 2010 年中旬投产。

综上所述，公司非募投项目8万吨/年熔池熔炼直接炼铅项目的即将投产以及参股公司粗铅产能陆续投产，公司未来两年电解铅（粗铅）产能以及副产品产能将有明显增长：届时公司的权益铅产能将达到44万吨，权益硫酸产能将达到32万吨。然尽管如此，由于公司所需的铅精矿仍需全部外购，这将极大限制公司铅业务的盈利空间。尽管公司持股25%的阿鲁科尔沁旗龙钰矿业有限公司是一家从事探矿的公司，然而该项目自2005年5月开展探矿工程，项目进展低于预期，向公司供应的铅精矿极其有限。

图表 8 公司本部铅冶炼工序及现有产能



注1：非募投项目熔池熔炼8万吨项目将于今年上半年投产。

数据来源：公司公告、爱建研发总部

图表 9 公司主要参股企业

被投资单位	在被投资单位持股比例%	主要产品及产量	原料来源	备注
阿鲁科尔沁旗龙钰矿业有限公司	25.00			
乌拉特后旗瑞峰铅冶炼有限公司	15.00	粗铅8万吨	当地采购	预计2011年上半年投产
青海西豫有色金属有限公司（格尔木）	49.00	设计产能：粗铅10万吨，硫酸12.4万吨；项目按产品向西部矿业和公司各销售50%	当地采购	2010年中旬投产

数据来源：公司公告

3.2.其他业务：公司利润的主要来源

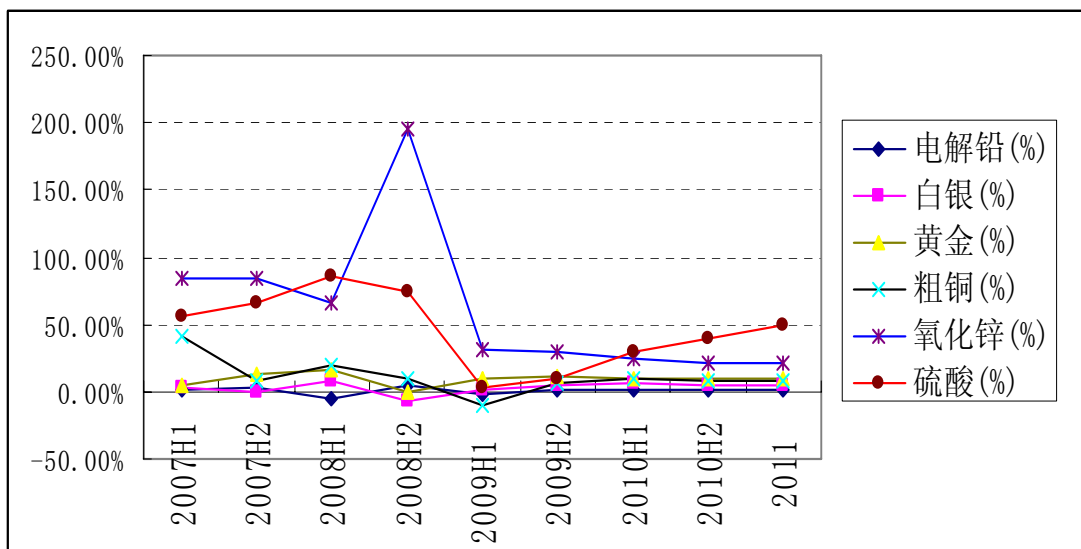
公司主营收入的另一主要来源是白银的销售，由于铅精矿含银计价，因此公司主要是赚取白银

的加工费，毛利率主要受白银金属价格波动以及综合回收率变化影响。

黄金方面，公司部分含金量较低的铅精矿，金不计价，由于公司冶炼规模较大，该部分黄金的提炼有重要影响。

公司目前拥有 20 万吨左右的硫酸产能，未来权益产能将达到 32 万吨。公司外购铅精矿中所含有的硫酸也不计价，但由于硫酸价格一直低位徘徊。这部份目前对公司业绩贡献也不大。但我们认为硫酸价格再度下跌的空间有限，而向上的空间更大，预计硫酸业务将在公司未来业绩比重中加大

图表 10 公司各业务毛利率及未来变化趋势



数据来源：公司公告

四.盈利预测及投资建议

随着公司 8 万吨熔池熔炼项目以及参股 49%的青海西豫公司将于今年相继投产，预计公司的权益电解铅（粗铅）产量以及副产品白银、黄金和硫酸产量在未来 2 年内能保持稳定增长，这是公司业绩增长的一个主要动力。预计 2009-2011EPS 分别达到 0.39、0.34、0.56，PE 分别为 54、61、37。鉴于公司作为一个纯冶炼公司，业绩弹性小，且估值并不便宜，我们给予“中性”评级。

图表 11 盈利预测基本假设

产量/销量	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011
电解铅(万吨)	15.32	13.71	15.14	15.36	16.00	18.00	36.00
白银（吨）	244.86	357.88	314.26	285.74	320.00	340.00	700.00

黄金（公斤）	1015.00	1085.56	1041.97	1158.03	1100.00	1300.00	2900.00
粗铜（吨）	1706.00	1794.00	1700.00	1800.00	1800.00	2000.00	3800.00
氧化锌（吨）	14520.00	15480.00	15000.00	15000.00	15000.00	20000.00	40000.00
硫酸（万吨）	9.77	8.23	9.00	10.00	10.00	15.00	30.00
产品销售价格 （不含税）							
电解铅(元/吨)	17143.87	12417.98	10448.51	12800.00	14000.00	14500.00	15000.00
白银（元/公斤）	3736.78	2743.35	2312.43	3300.00	4000.00	4300.00	4500.00
黄金（元/克）	202.07	160.30	208.35	220.00	220.00	230.00	230.00
粗铜（元/吨）	51107.85	24743.59	28600.00	35008.13	38500.00	40000.00	43000.00
氧化锌（元/吨）	5842.29	1922.48	2150.00	2500.00	2800.00	3000.00	3300.00
硫酸（元/吨）	1082.80	634.99	189.56	240	300	350	400
毛利率							
电解铅(%)	-5.41%	4.27%	-1.98%	1.00%	1.00%	1.00%	1.50%
白银(%)	7.44%	-6.59%	2.18%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
黄金(%)	16.90%	-0.27%	10.26%	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%
粗铜(%)	19.81%	9.78%	-10.22%	7.00%	8.00%	8.00%	8.00%
氧化锌(%)	66.64%	195.09%	31.10%	30.00%	25.00%	22.00%	22.00%
硫酸(%)	85.82%	74.30%	3.75%	10.00%	20.00%	30.00%	40.00%

盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2523	2645	3018	3166
现金	431	100	100	100
应收账款	161	257	259	234
其他应收款	89	83	113	122
预付账款	85	400	415	404
存货	1735	1750	2076	2242
其他流动资产	22	55	54	64
非流动资产	647	740	756	778
长期投资	53	60	58	58
固定资产	465	512	540	558
无形资产	33	42	46	52
其他非流动资产	96	126	112	109
资产总计	3170	3385	3774	3943
流动负债	2140	2275	2586	2628
短期借款	1197	1412	1517	1480
应付账款	547	503	654	711
其他流动负债	396	361	416	437
非流动负债	78	79	79	79
长期借款	74	74	74	74
其他非流动负债	4	5	5	5
负债合计	2218	2355	2665	2707
少数股东权益	0	0	0	0
股本	228	228	228	228
资本公积	213	213	213	213
留存收益	511	589	667	795
归属母公司股东权益	952	1030	1108	1236
负债和股东权益	3170	3385	3774	3943

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	307	-383	57	200
净利润	61	89	79	128
折旧摊销	45	44	50	57
财务费用	79	96	115	117
投资损失	-118	-60	-30	-30
营运资金变动	74	-368	-162	-71
其他经营现金流	166	-183	6	-0
投资活动现金流	-29	-58	-46	-47
资本支出	73	111	70	70
长期投资	-48	7	-2	1
其他投资现金流	-4	60	21	24
筹资活动现金流	-158	110	-11	-154
短期借款	-22	215	105	-37
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-126	-105	-116	-117
现金净增加额	110	-331	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7620	6420	8635	9378
营业成本	7271	6249	8305	8967
营业税金及附加	62	26	35	38
营业费用	16	10	13	14
管理费用	61	71	95	103
财务费用	79	96	115	117
资产减值损失	187	-80	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	118	60	30	30
营业利润	54	109	103	168
营业外收入	3	20	15	15
营业外支出	4	5	13	13
利润总额	53	124	105	170
所得税	-8	35	26	43
净利润	61	89	79	128
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	89	79	128
EBITDA	178	248	268	343
EPS (元)	0.27	0.39	0.34	0.56

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	6.2%	-15.8%	34.5%	8.6%
营业利润	-77.9%	99.7%	-5.3%	63.9%
归属于母公司净利润	-61.4%	45.2%	-11.7%	62.7%
获利能力				
毛利率(%)	4.6%	2.7%	3.8%	4.4%
净利率(%)	0.8%	1.4%	0.9%	1.4%
ROE(%)	6.4%	8.6%	7.1%	10.3%
ROIC(%)	8.9%	6.3%	6.4%	8.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.0%	69.6%	70.6%	68.7%
净负债比率(%)	59.57%	65.37%	61.64%	59.35%
流动比率	1.18	1.16	1.17	1.20
速动比率	0.30	0.39	0.36	0.35
营运能力				
总资产周转率	2.42	1.96	2.41	2.43
应收账款周转率	58	30	33	38
应付账款周转率	12.59	11.91	14.36	13.14
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.39	0.34	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	-1.68	0.25	0.88
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.51	4.86	5.42
估值比率				
P/E	78.15	53.82	60.94	37.45
P/B	5.03	4.65	4.32	3.87
EV/EBITDA	32	23	21	16

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

