

副产品贡献主要利润

——豫光金铅年报点评 600531

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件：公司公布年报，2009 年全年共实现营业收入63788.9 万元，比去年同期下降16.29%，利润总额完成14112.76 万元，比去年同期增长176.53%，净利润完成10319.61 万元，比去年同期增长74.20%。实现每股收益0.45元，超出我们预期。

点评

● 公司2009年单季度实现营业利润率分别为1.33%、1.47%、1.81%、1.57%。单季度实现每股收益分别为0.0565元、0.0444元、0.158元、0.1931元。公司在第4季度营业利润率较第3季度出现较大幅度下滑的背景下，实现每股收益却超过第3季度。主要原因在于第4季度营业外收入大幅增加至2767.57万元，全年营业外收入4523.09万元，同比增加1380.84%。大幅增加的主要原因是子公司济源市豫金废旧有色金属回收有限公司2009 起执行增值税先征后退政策，再生资源实现的增值税按70%比例退回。

● 公司是目前国内最具影响力的铅冶炼企业之一，2009 年生产电解铅30.52 万吨，黄金 2.46 吨，白银 600 吨左右，其中，公司铅产量约占全国铅产量的 8.23%。

● 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%，但全年亏损 61.44 百万元，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、硫酸等副产品。（参见图 1）

● 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。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6379	9153	10104	10524
收入同比(%)	-16%	43%	10%	4%
归属母公司净利润	103	99	130	141
净利润同比(%)	74%	-4%	31%	8%
毛利率(%)	3.6%	3.3%	3.9%	3.8%
ROE(%)	9.9%	9.0%	10.5%	10.3%
每股收益(元)	0.45	0.43	0.57	0.62
P/E	41.28	42.99	32.72	30.17
P/B	4.10	3.86	3.45	3.10
EV/EBITDA	24	19	16	15

有色金属 2010-3-29

评级：中性（维持）

目标价格

当前价格

18.82

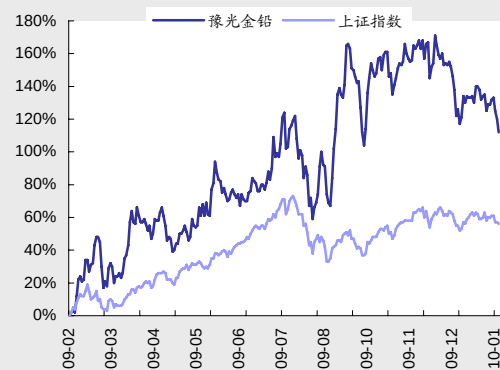
基础数据

总市值（百万）	4296
总股本/流通股本（百万股）	228 / 228
流通市值（百万元）	4296
每股净资产	4.55
净资产收益率	9.93

交易数据

52 周内股价区间	11.97-25.80
09 年市盈率	41.63
市净率	4.13

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

执业证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

Email zhangzhipeng@ajzq.comzzpforests@hotmail.com

- 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。
- 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。我们调高公司 2010 年业绩预测,2010-2012EPS 分别达到 0.43、0.57、0.62, PE 分别为 43、33、30。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 1 公司收入构成及分业务营业利润

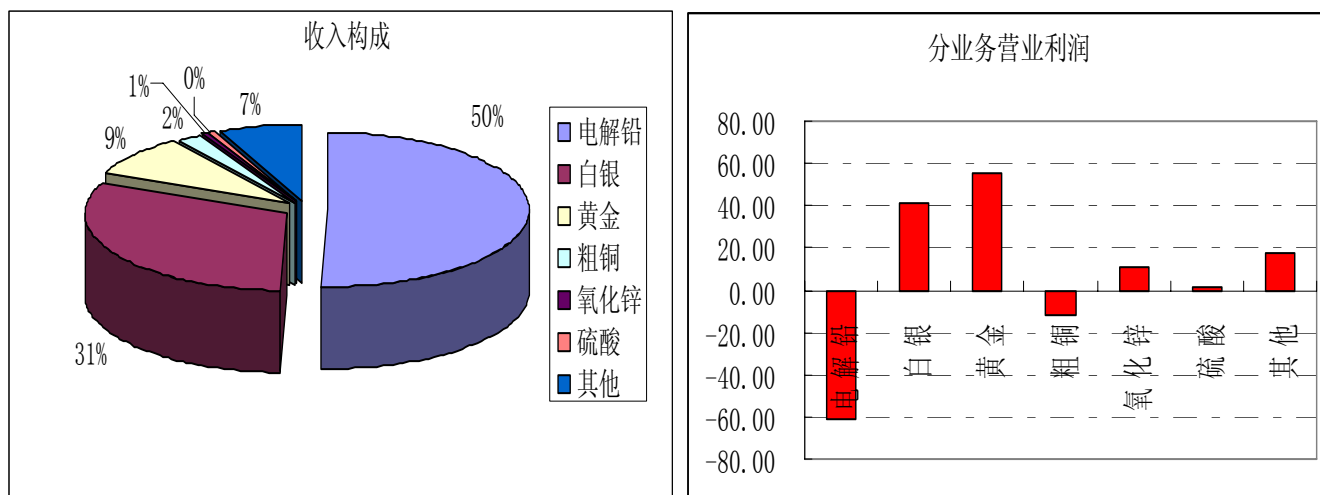
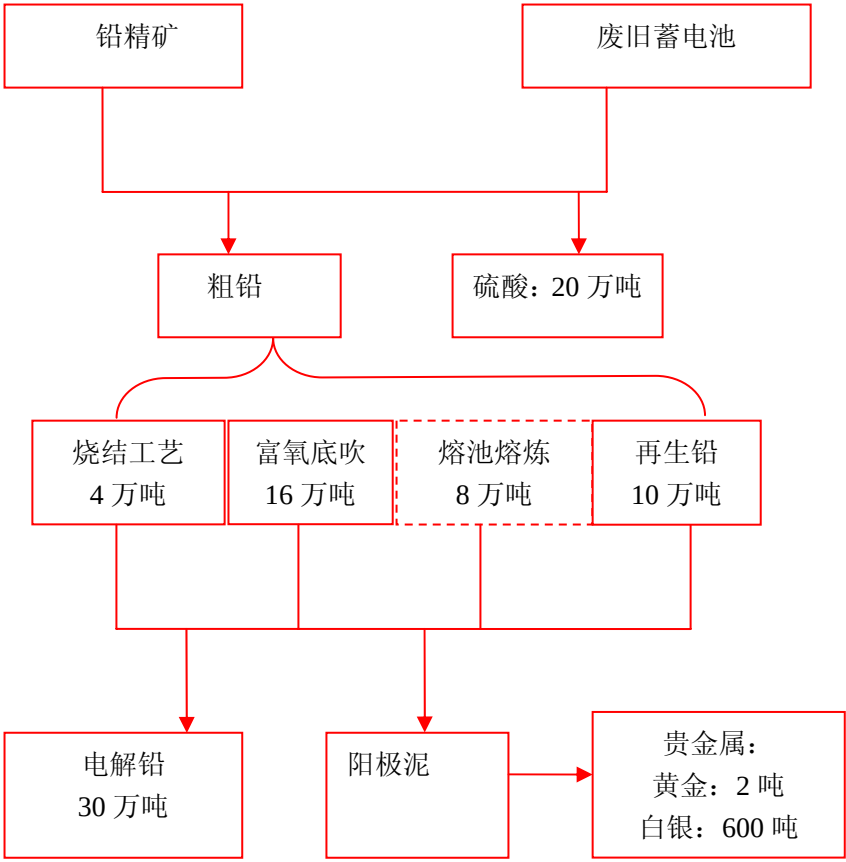


图 2 公司本部铅冶炼工序及现有产能



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 3 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

图 4 盈利预测基本假设

产量/销量	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011	2012
电解铅(万吨)	15.32	13.71	15.14	15.38	17.00	20.00	40.00	40.00
白银(吨)	244.86	357.88	314.26	296.93	330.00	340.00	700.00	700.00
黄金(公斤)	1015.00	1085.56	1041.97	1414.15	1500.00	1700.00	3300.00	3300.00
粗铜(吨)	1706.00	1794.00	1700.00	1800.00	1800.00	2000.00	3800.00	3800.00
氧化锌(吨)	14520.00	15480.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00	35000.00	35000.00
硫酸(万吨)	9.77	8.23	9.00	10.00	10.00	12.00	25.00	25.00
产品销售价格 (不含税)								
电解铅(元/吨)	17143.87	12417.98	10448.51	9982.57	13000.00	13500.00	14000.00	15000.00
白银(元/公斤)	3736.78	2743.35	2312.43	3672.50	4000.00	4300.00	4500.00	4500.00
黄金(元/克)	202.07	160.30	208.35	225.25	220.00	230.00	230.00	230.00
粗铜(元/吨)	51107.85	24743.59	28600.00	36416.67	38500.00	40000.00	40000.00	42000.00
氧化锌(元/吨)	5842.29	1922.48	2150.00	2400	2800.00	3000.00	3000.00	3000.00
硫酸(元/吨)	1082.80	634.99	189.56	190	200.00	280.00	350.00	400.00
毛利率								
电解铅(%)	-5.41%	4.27%	-1.98%	-1.98%	0.30%	1.00%	1.00%	1.00%
白银(%)	7.44%	-6.59%	2.18%	2.18%	2.50%	5.00%	5.00%	5.00%
黄金(%)	16.90%	-0.27%	10.26%	10.26%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
粗铜(%)	19.81%	9.78%	-10.22%	-10.22%	5.00%	8.00%	8.00%	8.00%
氧化锌(%)	66.64%	195.09%	31.10%	31.10%	25.00%	22.00%	22.00%	22.00%
硫酸(%)	85.82%	74.30%	3.75%	3.75%	30.00%	40.00%	50.00%	50.00%

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2555	2996	2966	3094	营业收入	6379	9153	10104	10524
现金	371	100	100	100	营业成本	6152	8846	9710	10119
应收账款	46	137	152	158	营业税金及附加	20	37	38	40
其他应收款	63	119	130	136	营业费用	11	14	15	16
预付账款	67	88	97	101	管理费用	66	82	91	95
存货	1972	2477	2428	2530	财务费用	83	121	123	112
其他流动资产	37	74	60	69	资产减值损失	-29	0	0	0
非流动资产	902	986	998	1003	公允价值变动收益	-12	0	0	0
长期投资	82	60	67	65	投资净收益	38	60	30	30
固定资产	436	617	696	728	营业利润	101	113	157	171
无形资产	48	56	66	75	营业外收入	45	30	30	30
其他非流动资产	336	253	169	135	营业外支出	5	5	13	13
资产总计	3458	3982	3963	4096	利润总额	141	138	174	188
流动负债	1758	2246	2097	2089	所得税	38	39	43	47
短期借款	953	1079	852	791	净利润	103	99	130	141
应付账款	552	751	840	870	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	252	416	405	428	归属母公司净利润	103	99	130	141
非流动负债	661	632	632	632	EBITDA	229	283	344	359
长期借款	629	629	629	629	EPS (元)	0.45	0.43	0.57	0.62
其他非流动负债	31	3	2	2	主要财务比率				
负债合计	2419	2878	2729	2721	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	228	228	228	228	营业收入	-16.3%	43.5%	10.4%	4.2%
资本公积	213	213	213	213	营业利润	92.8%	11.6%	39.1%	9.4%
留存收益	598	663	793	935	归属于母公司净利润	74.2%	-4.0%	31.4%	8.5%
归属母公司股东权益	1039	1104	1234	1375	获利能力				
负债和股东权益	3458	3982	3963	4096	毛利率(%)	3.6%	3.3%	3.9%	3.8%
现金流量表					净利率(%)	1.6%	1.1%	1.3%	1.3%
单位: 百万元					ROE(%)	9.9%	9.0%	10.5%	10.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	6.0%	6.3%	8.1%	8.0%
经营活动现金流	78	-191	403	223	偿债能力				
净利润	103	99	130	141	资产负债率(%)	69.9%	72.3%	68.9%	66.4%
折旧摊销	45	49	65	75	净负债比率(%)	68.50%	61.64%	56.79%	54.68%
财务费用	83	121	123	112	流动比率	1.45	1.33	1.41	1.48
投资损失	-38	-60	-30	-30	速动比率	0.32	0.23	0.26	0.27
营运资金变动	-127	-296	104	-74	营运能力				
其他经营现金流	12	-104	12	-2	总资产周转率	1.92	2.46	2.54	2.61
投资活动现金流	-253	-42	-56	-48	应收账款周转率	55	93	70	68
资本支出	296	110	70	70	应付账款周转率	11.19	13.57	12.20	11.83
长期投资	-31	-22	7	-2	每股指标(元)				
其他投资现金流	12	46	21	19	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.43	0.57	0.62
筹资活动现金流	221	-39	-347	-174	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.83	1.77	0.98
短期借款	-244	125	-227	-61	每股净资产(最新摊薄)	4.55	4.84	5.41	6.03
长期借款	556	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	41.28	42.99	32.72	30.17
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.10	3.86	3.45	3.10
其他筹资现金流	-91	-164	-120	-113	EV/EBITDA	24	19	16	15
现金净增加额	46	-271	0	0					

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。

