

进军上游资源，发展循环经济

豫光金铅（600531）

评级：增持（维持）

跟踪报告

2010年11月1日 星期一

投资要点

有色金属小组

联系人：张方

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

有色金属

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

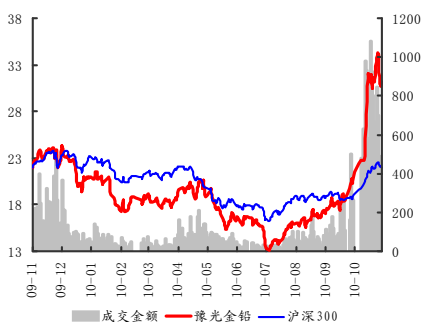
重要数据

总股本(亿股)	2.28
流通股本(亿股)	2.28
总市值(亿元)	71.17
流通市值(亿元)	71.17

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	47.9%	32.8%
3个月	94.3%	78.4%
6个月	61.1%	49.1%

个股相对沪深300指数走势图



相关报告：

- 2010年1-9月归属于母公司净利润同比增长47.5%。报告期内，公司实现营业收入54.80亿元，同比增长23.4%；营业利润6121万元，同比下降13.1%；归属于母公司所有者的净利润为8720万元，同比增长47.3%；摊薄每股收益0.382元。其中7-9月实现营业收入20.86亿元，同比增长5.2%；营业利润4072万元，同比增长13.5%；归属于母公司的净利润为5176万元，同比增长43.5%；摊薄每股收益0.227元。
- 产品价格上涨是营业收入增长的主因。公司主要产品为电解铅以及回收的白银和黄金，目前铅、银、黄金的年产量可分别达到37万吨、730吨和3.2吨，是国内最大的电解铅和白银生产企业。报告期内铅价虽经历了大幅震荡，但整体仍维持上行趋势，白银和黄金价格则持续上扬。2010年1-9月铅、白银、黄金均价分别为15715元/吨、4167元/千克和259元/克，同比分别上涨19.63%、34.97%和21.16%。产品价格上涨使得公司营业收入增长23.4%，毛利率也提升3个百分点至5.7%；由于报告期内公司三费同比增长22.5%，导致营业利润同比下降13.1%；归属母公司净利润同比增长47.3%，主要原因在于豫金废旧回收公司收到增值税退税款7200万元，同比增加5400万元。
- 3季单季度业绩环比扭亏。公司7-9月实现营业收入20.86亿元，环比增长3.9%；营业利润4072万元，4-6月为亏损1271万元；归属于母公司的净利润为5176万元，4-6月为亏损29万元。7-9月净利润大幅增长，原因除了产品价格上涨，毛利率环比提高1个百分点至4.9%外，费用率也下降0.8个百分点。
- 产品价格上涨，存货价值大幅提升。报告期末公司存货20.42亿元，较2010年中期增长26.83%，大部分为铅精矿和在产品，原因是公司判断后期铅精矿价格上涨而采购。截止10月25日，铅价较报告期末分别上涨6%，简单测算，存货已经升值1.22亿元。
- 走循环经济道路，大力发展再生铅。公司铅精矿全部外购，为了提高原料

的自给率，公司大力发展再生资源项目。证监会已正式批准公司拟向全体股东每 10 股配售不超过 3 股，募集资金拟用于：公司二期废旧蓄电池综合利用工程项目，投资总额 23911 万元；偿还公司 8 万吨/年熔池熔炼直接炼铅环保治理工程项目国家开发银行项目建设贷款 28000 万元。其中，公司一期 10 万吨废旧蓄电池项目已经完工，二期工程已完成 40%，预计年底竣工。为配合公司原料来源，公司拟与永丰县祥盛有色金属有限公司共同出资设立公司（公司拟以现金出资 4,800 万元人民币，占注册资本的 60%），合资开发 18 万吨/年废旧蓄电池综合回收利用工程项目。该项目的主要原料为废旧蓄电池，投资标的公司成立后，可充分利用地域优势，对本地及周边湖南、湖北、浙江、福建、广东等的废旧电池进行回收，建立回收渠道。另外，公司 8 万吨熔池熔炼直接铅冶炼环保治理工程目前进度为 95%，预计将逐步投产。

- **投资国外公司，进军上游资源领域。**为进军上游资源，公司 2010 年 8 月 31 日，公司全资子公司豫光（澳大利亚）有限责任公司与澳大利亚 KBL 签署了《认股协议》及《SORBY HILLS 合营协议》。协议约定：豫光澳大利亚以每股 0.25 澳元的发行价格认购 KBL 20,725,390 的股份，认购后豫光澳大利亚将持有 KBL 已发行股份的 15%；同时，豫光澳大利亚与 KBL 将联合组建一家合营企业，共同对 SORBY HILLS 矿区项目进行勘探和开发。豫光澳大利亚将投入 500 万元澳元用于完成 SORBY HILLS 项目的可行性研究，并因此获得 SORBY HILLS 项目 25% 的参与权益。KBL 拥有的主要矿山包括：西澳大利亚州 Kununura 地区 Sorby Hill 铅银锌矿采矿权和勘探权，新南威尔士州的 Mineral hills 金属矿勘探权和采矿权，以及昆士兰州 Constance Range 的铁矿项目 30% 的权益。同时双方约定，所开采的矿产将优先供应公司。

图 1. 澳大利亚 KBL 公司金属储量

	铅（万吨）	锌（万吨）	银（吨）	金（吨）	铜（万吨）	铁矿（亿吨）
Sorby Hills 铅银锌矿	77.6	11.81	949			
Pearse 金银矿			23,323	2,051		
	2.04	2.61	56.1		2.43	
Parkers Hill 铜铅矿	3.63	0.44	67		0.66	
Constance Range 铁矿						1.57
合计	83.27	14.86	1095.423	2,051	3.09	1.57

资料来源：公司公告，东海证券研究所

- **有色金属价格有望继续走强。**在弱势美元以及制造业复苏逐步稳固的大背景下，有色金属价格震荡上行趋势不改。黄金和白银作为抗通胀的优质标的，吸引力越大越大。铅价强势短期也有望持续，原因主要有两方面，供

给上，近期在淘汰落后产能、污染（中金岭南韶关冶炼厂铊超标）等因素的累积下，铅产量将出现下滑；需求上，汽车产销两旺。

图 2. 长江现货 1#铅价近期强势



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

图 3. LME3 月期铅和库存

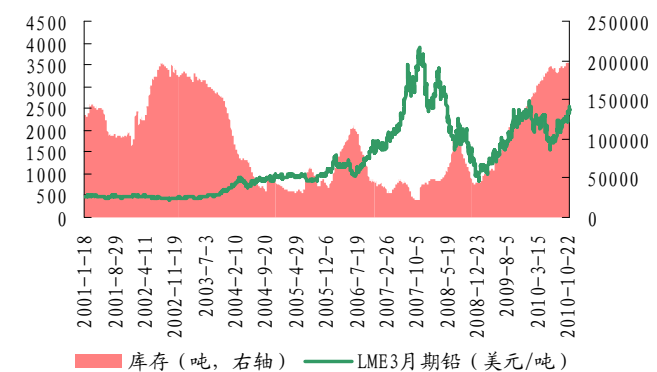
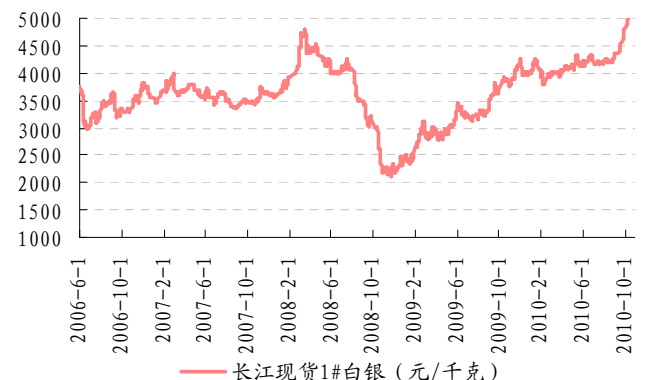


图 4. 上海黄金期约价格稳步上扬



资料来源：东海证券研究所，Bloomberg

图 5. 长江 1#白银价格也创出新高



- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.61 元、0.92 元和 1.30 元，当前股价为 31.18 元，对应动态分别为 51 倍、34 倍和 24 倍，考虑到公司发展循环经济的巨大空间以及积极介入上游资源所带来的增长潜力，维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**1) 铅、黄金、白银价格超预期下跌风险；2) 募集项目进展低于预期，盈利能力低于预期的风险。

图 6. 豫光金铅（600531）盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	762,031	637,889	889,107	1,008,751	1,095,515
增长率（%）	165.42%	-16.29%	39.38%	13.46%	8.60%
减：营业成本	727,126	615,239	844,974	954,550	1,030,916
毛利率（%）	4.58%	3.55%	4.96%	5.37%	5.90%
营业税金及附加	6,222	2,038	5,000	6,000	7,000
销售费用	1,631	1,101	1,800	2,000	2,200
管理费用	6,318	6,558	9,900	10,000	11,000
财务费用	7,853	8,269	10,000	11,000	10,500
费用合计	15,801	15,928	21,700	23,000	23,700
期间费用率（%）	2.07%	2.50%	2.44%	2.28%	2.16%
资产减值损失	18,735	-2,885	2,000	0	0
加：公允价值变动收益	-666	-1,236	-500	0	0
投资收益	11,753	3,759	-2,000	0	0
营业利润	5,234	10,093	12,933	25,201	33,899
增长率（%）	-62.85%	92.83%	28.14%	94.85%	34.51%
营业利润率（%）	0.69%	1.58%	1.45%	2.50%	3.09%
加：营业外收入	305	4,523	6,000	0	0
减：营业外支出	436	503	320	0	0
利润总额	5,104	14,113	18,613	25,201	33,899
增长率（%）	-62.99%	176.53%	31.89%	35.39%	34.51%
利润率（%）	0.67%	2.21%	2.09%	2.50%	3.09%
减：所得税费用	-820	3,793	4,653	4,300	4,300
所得税率（%）	-16.08%	26.88%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	5,924	10,320	13,960	20,901	29,599
增长率（%）	-33.50%	74.20%	35.28%	49.72%	41.61%
净利润率（%）	0.78%	1.62%	1.57%	2.07%	2.70%
归属于母公司所有者的净利润	5,924	10,320	13,960	20,901	29,599
增长率（%）	-31.66%	74.20%	35.28%	49.72%	41.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.26	0.45	0.61	0.92	1.30

资料来源：公司公告，东海证券研究所

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122