

贵金属助力，业绩略超预期

豫光金铅
600531

事件

公司近日发布年报，2010年公司实现营业收入82.96亿元，同比增长30.06%；营业利润1.38亿元，同比增长36.3%；归属于母公司所有者净利润1.63亿元，同比增长73.9%，基本每股EPS0.52元，略超出我们的预期。其中四季度实现营业收入28.16亿元，营业利润0.76亿元，归属母公司净利润0.66亿元，摊薄EPS0.22元。2010年利润分配方案拟为：按2010年末公司总股本2.95亿股为基数，每10股派发现金红利1元人民币（含税）。

评述

公司是国内最大的铅冶炼企业，铅精炼产能达到35万吨，同时公司从铅冶炼阳极泥中提取贵金属白银和黄金，白银、黄金年产可达到730吨、3.2吨，是全国最大的白银生产企业。报告期公司营业收入同比增长31%，主要原因在于主要产品价格上涨、产量增长。2010年电解铅、白银、黄金均价分别为11.63万元/吨、4615元/千克、266.5元/克，同比增长18.1%、39.6%和32.6%。同时报告期内主要产品产量也有所增长：电解铅33.37万吨，黄金3284.78公斤，白银604.74吨，硫酸23万吨，分别比去年同期增加9.34%，33.74%，-1.06%，16.66%。电解铅产量增长主要原因是8万吨/年熔池熔炼直接炼铅环保治理工程顺利投产，当年完成产量3.25万吨，硫酸6.95万吨。归属母公司净利润同比增长74%，高于营业收入增幅，主要原因是公司毛利率同比增长1.89个百分点，至5.44%。公司2011年的主要目标为：完成电铅40万吨、黄金3500kg、白银650吨、硫酸25.1万吨。预计2011年实现销售收入102.77亿元，成本费用100.71亿元。

全面布局再生铅，但进程有所延迟。公司铅精矿全部外购，因此再生铅是公司未来主要的发展方向，公司在废旧铅酸蓄电池领域的布局已经全面展开，目前主要有：（1）2006年建成的10万吨金属量的回收能力：其中铅合金约4万吨，回收铅膏含铅约6万吨；（2）2010年8月公司与永丰县祥盛有色金属资开发18万吨/年废旧蓄电池综合回收利用工程项目（公司股权占比60%），预计2011年底建成。该线18万吨回收能力，可回收铅金属量约9万吨：其中铅合金约3.6万吨，铅膏含铅约5.4万吨；（3）2010年12月公司完成配股，募集到6.21亿元，其中约2.4亿元用于二期废旧蓄电池综合利用工程项目，设计规模为35万吨/年的废旧蓄电池回收能力，其中含铅合金8.58万吨，铅膏14.2万吨，以及其他副产品，

维持

增持

分析师：李文

证书编号：S0630208080071

010-59707167

liwen@longone.com.cn

联系人：张方

010-59707167

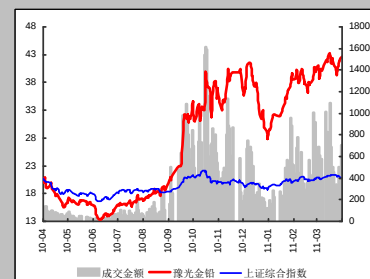
zhangfang@longone.com.cn

报告日期：2011年4月25日

价格

当前市价：34.85元

股价表现



公司估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.35	0.52	0.70	1.00
PE	100	67	49	35

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

豫光金铅(600531)：进军上游资源，发展循环经济（20101101）

豫光金铅(600531)：铅业龙头，银业翘楚，再生铅值得等（20110314）

建设期18个月，原计划2011年下半年投产。但2010年国家对废旧蓄电池回收企业增值税先征后退政策进行了调整，从2009年退还70%，2010年退还50%，调整为2011年取消先征后退政策，暂时影响废旧蓄电池供应。公司考虑到本项目收益可能会因受到上游废旧蓄电池供应不足产生较大不利影响，因此决定对第二套处理系统延期建设，全部工程计划于2012年12月底前完成。

逐步投资上游资源领域。公司以铅冶炼为主，对上游资源的投资一直在进行，未来可能会加快步伐。2010年8月份以520万澳元认购澳大利亚KBL公司增发普通股，持有KBL增发后总股份的15%；同时公司支付500万澳元以获得KBL在西澳库纳纳拉地区SORBY HILLS 铅银锌矿山项目25%的权益，KBL目前已经探明的铅锌金属量100万吨，银1095吨，公司将按市场条件在项目上获得一定比例的产品，该产品产量比例将与其在KBL股权比例及项目权益比重之和相当；目前仍处于大力探矿阶段，考虑到后期建设，短期不会有精矿产出。

维持公司“增持”评级。我们维持公司的盈利预测，预计公司2011、2012年的EPS分别为0.71元和1元，对应动态PE分别为49倍和35倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；项目进展不确定风险。

图表 豫光金铅(600531)盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	762,031	637,889	829,649	1,197,173	1,383,628
增长率(%)	165.42%	-16.29%	30.06%	44.30%	15.57%
减: 营业成本	727,126	615,239	784,554	1,141,474	1,316,097
毛利率(%)	4.58%	3.55%	5.44%	4.65%	4.88%
营业税金及附加	6,222	2,038	2,585	7,500	8,500
销售费用	1,631	1,101	1,359	2,000	2,200
管理费用	6,318	6,558	8,323	10,000	11,000
财务费用	7,853	8,269	8,741	11,000	12,000
费用合计	15,801	15,928	18,423	23,000	25,200
期间费用率(%)	2.07%	2.50%	2.22%	1.92%	1.82%
资产减值损失	18,735	-2,885	6,671	0	0
加: 公允价值变动收益	-666	-1,236	-797	0	0
投资收益	11,753	3,759	-2,856	0	0
营业利润	5,234	10,093	13,763	25,200	33,831
增长率(%)	-62.85%	92.83%	36.36%	83.10%	34.25%
营业利润率(%)	0.69%	1.58%	1.66%	2.10%	2.45%
加: 营业外收入	305	4,523	8,490	0	0
减: 营业外支出	436	503	655	0	0
利润总额	5,104	14,113	21,598	25,200	33,831
增长率(%)	-62.99%	176.53%	53.04%	16.68%	34.25%
利润率(%)	0.67%	2.21%	2.60%	2.10%	2.45%
减: 所得税费用	-820	3,793	6,289	4,300	4,300
所得税率(%)	-16.08%	26.88%	29.12%	25.00%	25.00%
净利润	5,924	10,320	15,309	20,900	29,531
增长率(%)	-33.50%	74.20%	48.35%	36.52%	41.30%
净利润率(%)	0.78%	1.62%	1.84%	1.75%	2.13%
归属于母公司所有者的净利润	5,924	10,320	15,274	20,900	29,531
增长率(%)	-31.66%	74.20%	48.01%	36.83%	41.30%
少数股东损益	0	0	35	0	0
摊薄每股收益(元)	0.20	0.35	0.52	0.71	1.00

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897