



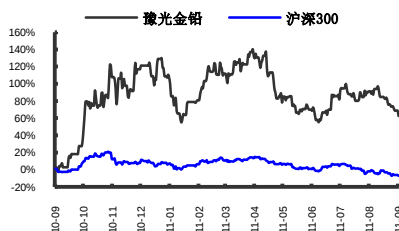
豫光金铅（600531）调研简报：

当前倚重贵金属，未来聚焦再生铅

有色金属

首次评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
豫光金铅	-14.9	-5.8	62.4
沪深 300	-5.4	-9.1	-7.2

市场数据 2011-9-13

当前价格（元）	24.73
52 周价格区间（元）	17.02-43.23
总市值（百万）	7032.87
流通市值（百万）	7032.87
总股本（万股）	29525.08
流通股（万股）	29525.08
日均成交额（百万）	369.70
近一月换手（%）	49.61

近期我们赴豫光金铅进行了实地调研，并与公司管理层就公司的运营情况及未来发展规划进行了深入交流。

- **上游资源拓展效益有限。**由于公司 15%KBL 股权划归为可供出售金融资产，拥有 25%权益的 SORBY HILLS 矿山 2013 年前不可能产生收益，因此我们认为公司在澳洲的投资 2-3 年内很难贡献实质性收益。
- **冶炼环节铸就公司核心竞争力。**公司目前电解铅的总产能为 40 万吨，再生铅产能由于行业景气不佳，建设进度有所延缓，贵金属成为目前公司的业绩支持；公司冶炼工艺是核心竞争力，富氧底吹、熔池熔炼及液态高铅渣还原等工艺奠定了公司行业地位。
- **再生铅业务受成本上升困扰。**目前国内的环保整治致铅酸蓄电池产量增速下滑，价格上行明显，公司再生铅的主要原料-废旧铅酸蓄电池的成本也随之上升，公司再生铅业务处于战略等待期。
- **给予“中性”投资评级。**预计公司 2011-2013 年摊薄每股收益可达 0.89/0.95/1.21，对应目前股价的动态 PE 为 27.75/26.12/20.48 倍，整体考虑公司质地及未来发展方向、对比可比公司估值水平后，我们认为公司目前股价较为合理，给予“中性”投资评级。

分析师

张新平

电话：0755-83707004

邮件：zhangxp@ghzq.com.cn

证书编号：S0350511060001

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☒ 是

☐ 否

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	8,296.49	14,459.42	15,285.35	16,208.46
营业利润（百万元）	137.62	306.98	343.47	468.70
净利润（百万元）	153.08	263.10	279.56	356.55
摊薄每股收益（元）	0.55	0.89	0.95	1.21
摊薄每股净资产（元）	6.05	6.94	7.88	9.09
加权平均 ROE（%）	8.56%	12.85%	12.01%	13.28%

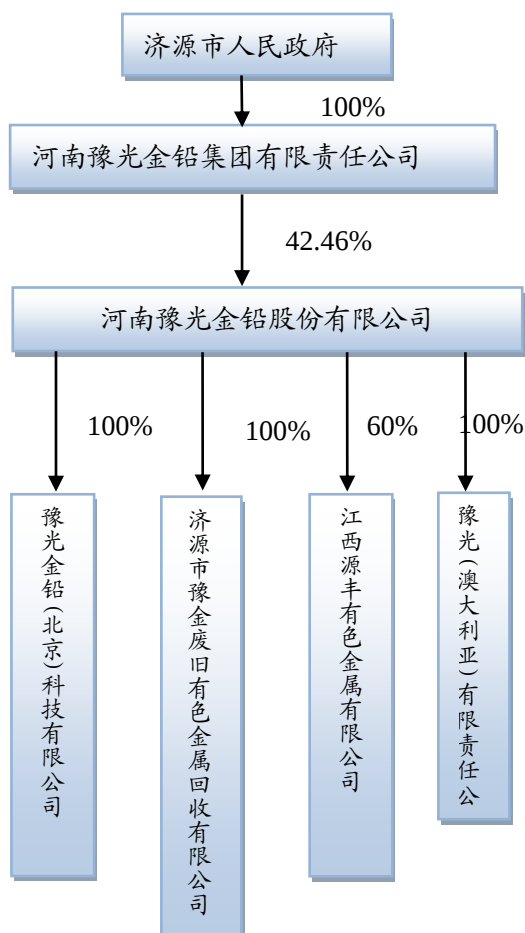
上游资源拓展效益有限

公司目前铅精矿全部外购，由于国内铅精矿供应紧张，原料自给率成为制约公司发展得重要因素。2010 年公司公告认购澳大利亚 KIMBERLEY METALS LIMITED（以下简称“KBL”）KBL 增发后所发行全部股票的 15%，并以 500 万澳元获得 KBL 在西澳库纳纳拉地区 SORBY HILLS 铅银锌矿山项目 25% 的权益，此举表明了公司加大上游原材料保障力度的意图。

从 KBL 公开披露的信息来看，SORBY HILLS 仍处于可研阶段，预计 2013 年开始开采，Mineral hill 金属矿项目的进度更快一些，其下属的 Parkers Hill 铜铅矿 2011 年 9 月开始生产，Pearse 金银矿预计于 2012 年中进行开采。

由于公司 15%KBL 股权归为可供出售金融资产，拥有 25% 权益的 SORBY HILLS 矿山 2013 年前不可能产生收益，因此我们认为公司在澳洲的投资 2-3 年内很难贡献实质性收益。

图 1 公司股权结构



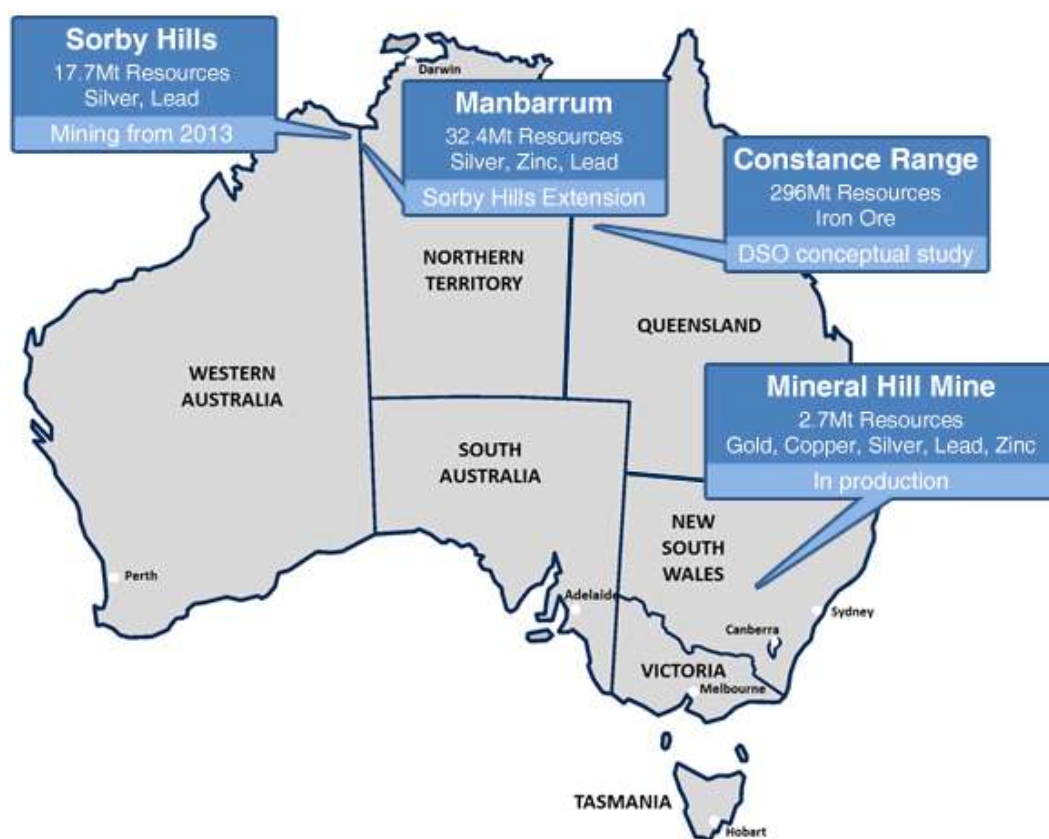
资料来源:公司公告, 国海证券研究所

表 1 KBL 主要矿山的金属储量情况

矿山名称		储量					项目进展
		铅（万吨）	锌（万吨）	金（公斤）	银（吨）	铜（万吨）	
SORBY HILLS 铅银锌矿山		77.6	11.81		949		可研阶段
Mineral hill 金属 矿项目	Pearse 金银矿			2051	23.3		在产
	Parkers Hill 铜铅矿	5.67	3.05		123.1	3.09	
Constance Range 铁矿项目（KBL 拥有 30%权益）		控制和推断的铁矿2.96亿吨，内含53.1%的铁（包括1138万吨内含57.2%的高品位铁矿石）。					

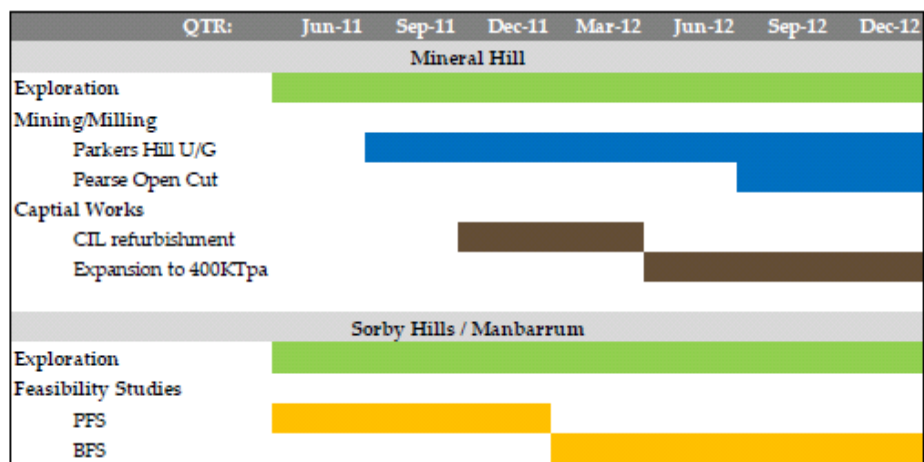
资料来源:公司公告, 国海证券研究所

图 2 KBL 主要矿山概况



资料来源: KBL 网站, 国海证券研究所

图3 KBL 主要矿山 12-month 规划



资料来源: KBL 网站, 国海证券研究所

表2 Parkers Hill 铜铅矿产能规划

Copper Annual Production		
Ore Treated	250,000	t
Grade	2.10%	
Recovery	90%	
Concentrate	20,000	t
Cu metal	5,000	t
Credits		
Au	1,500	oz
Ag	120,000	oz

资料来源: KBL 网站, 国海证券研究所

表3 Pearse 金银矿产能规划

Gold - Silver Annual Production		
Ore Treated	120,000	t
Grade Au	7	g/t
Grade Ag	72	g/t
Recovery Au	80%	
Recovery Ag	50%	
Au bullion	20,000	oz
Ag bullion	135,000	oz

资料来源: KBL 网站, 国海证券研究所

冶炼环节铸就公司核心竞争力

1. 新增再生铅产能建设延缓, 贵金属成业绩支持

公司合计拥有电解铅产能40万吨, 其中富氧底吹20万吨, 熔池熔炼规划8万吨, 实际可达10万吨, 另外还有2006年建成的10万吨再生铅产能。

预计公司电解铅的总产能将保持在40万吨的水平, 未来的发展方向为使用废旧铅酸蓄电池代替铅精矿, 用以节省成本和应对铅精矿的短缺。配股项目“二期废旧蓄电池综合利用工程项目”即为使用铅酸蓄电池的再生铅项目, 该项目由于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, 以及新的市场状况下废旧蓄电池可能出现的供应不足, 项目的建设有所延后, 预计2012年12月建设完工, 另外永丰县祥盛有色金属开发的18万吨/年废旧蓄电池综合回收利用工程项目也在建设中, 预计可产生9万吨再生铅产能。

公司的白银、黄金是铅冶炼过程中的副产品，目前公司白银、黄金年产可达到 730 吨、3.2 吨，是全国最大的白银生产企业，也是目前支撑公司业绩的主要力量。

表 4 目前公司冶炼产能情况

产品类别	目前	在建
电解铅 40 万吨	富氧底吹 20 万吨	配股项目新增合金 8.5804 万吨（含铅 95%），铅膏 14.1986 万吨（含铅 75%），永丰县项目可新增再生铅产能 9 万吨
	熔池熔炼规划 8 万吨（实际 10 万吨）	
	再生铅 10 万吨	
白银 650 吨	铅冶炼副产品	
黄金 3.5 吨	铅冶炼副产品	
硫酸 25.1 万吨	铅冶炼副产品	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2. 公司冶炼工艺铸就核心竞争力

公司的冶炼工艺主要有富氧底吹氧化-鼓风炉还原熔炼和熔池熔炼氧化及液态高铅渣直接还原炼铅，后者为前者的升级版。目前公司整体铅冶炼水平国内领先，其优势在于适应性高、能耗及污染低且工艺流程少，公司已成为国内铅冶炼行业的标杆企业。

据了解，目前我国共有 16 家炼铅厂采用氧气底吹熔炼技术投入工业生产，还有 15 家正在建设。2009 年该工艺开始走向世界，印度选择了这项技术，即将投产。澳大利亚也已经运来物料进行产业化实验，准备引进该技术，改造皮里港铅厂。

另外，氧气底吹技术不仅可用于炼铅，而且还可用于炼铜及金银等贵金属冶炼，目前，底吹炼铜在国内已投产 3 家，正在设计的还有 4 家。豫光的金银冶炼也采用了氧气底吹技术。公司的技术人员在实践中还发现，该工艺原料适用性广，特别适用于处理再生铅料。因此该工艺的成功运用，也把豫光推上了循环经济的发展轨道。

再生铅业务受成本上升困扰

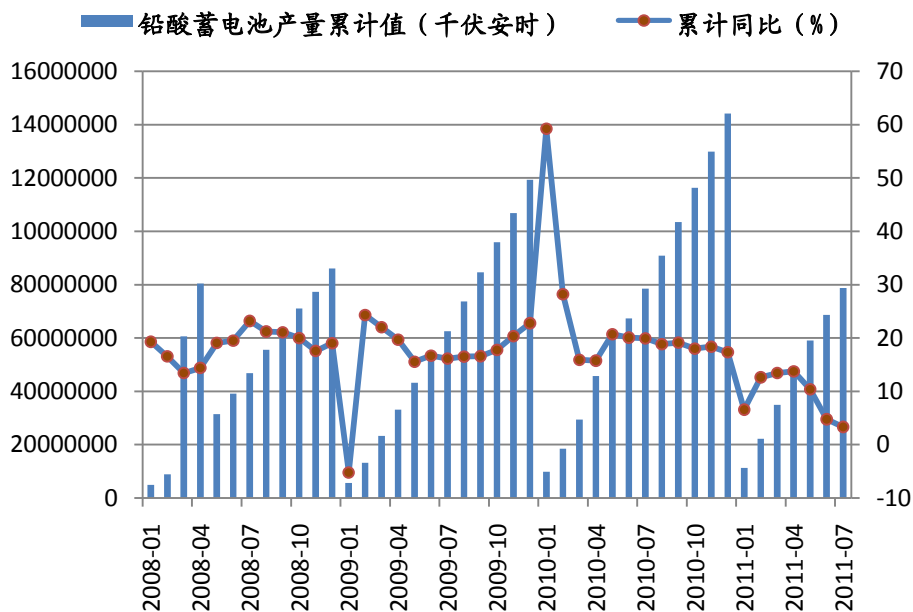
1. 环保整治致铅酸蓄电池产量增速下滑

国家统计局的数据表明，2008-2010 年间我国铅酸蓄电池的产量增速一直稳定在 20% 左右，但 2011 年以来中国铅酸蓄电池累计同比增速不断下滑，2011 年 1-7 月累计同比增速下滑至 3.33%，这主要是由于国家对涉铅产业

进行了严厉的环保整顿，据了解铅酸蓄电池目前停产产能约占总产能的 60%，导致电池行业出现明显的供给缺口，价格顺势上涨。

由于国家环保要求在不断提升，国内频繁发生的“血铅”事件使相关涉铅企业处于风口浪尖，预计铅酸蓄电池行业的整顿将持续进行，行业的供应短缺可能持续到 2012 年中。

图 3 铅酸蓄电池产量增长自 2011 起开始受到抑制



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

2. 公司再生铅业务受成本上涨困扰

据中国有色金属工业协会和安泰科的统计，我国再生铅产量从 2001 年的 27 万吨增长到 2010 年的 136.7 万吨，年平均增长率为 19.7%。同一时期，中国精铅总产量从 2001 年的 120 万吨增长到 2010 年的 390 万吨，年平均增长率达到 13.9%，低于再生铅产量增速。到 2010 年，我国再生铅在精铅产量中的比重达到 35%，与 2001 年相比上升 12 个百分点。

再生铅行业在过去 10 年保持了较快的增长，但目前受累于成本的上升，废旧铅回收和精矿炼铅两者的经济效益相当，优势并不明显。但从长远来看，再生铅行业准入条件的收紧将提高行业集中度，根据《再生铅准入条件意见稿》的要求，预计将有 2/3 的企业将会因达不到条件而退出市场，这对规模企业扩大市场份额，缓解无序竞争产生较大正面影响，届时再生铅市场将会景气上扬。

表5 再生铅准入条件对回收率的要求更高

准入条件名称	再生铅准入条件	铅锌行业准入条件
颁发时间	2011（意见稿）	2007
新建、改扩建项目能耗	<130 千克标准煤/吨铅	<130 千克标准煤/吨铅
新建、改扩建项目铅总回收率	>98%	>97%
现有再生铅总回收率	>96%	>95%
废水循环利用率	>98%	>90%
弃渣中铅含量	<2%	<2%

资料来源：工信部，国海证券研究所

表6 再生铅准入条件对规模要求更高

准入条件名称	颁发时间	新建项目产能	改扩建	单系列规模
铅锌行业准入条件	2007	>5 万吨/年	>2 万吨/年	>1 万吨/年
再生铅准入条件	2011（意见稿）	>5 万吨/年	>5 万吨/年	>3 万吨/年

资料来源：工信部，国海证券研究所

盈利预测及投资建议

我们预计公司2011-2013年摊薄每股收益可达0.89/0.95/1.21，对应目前股价的动态PE为27.75/26.12/20.48倍，公司今明两年的业绩增长仍为贵金属价格的上涨，2013年将过渡到废旧铅酸蓄电池替代铅精矿带来的成本降低，公司电解铅的毛利率开始好转。考虑公司整体质地及未来发展方向、对比可比公司估值水平后，我们认为目前股价较为合理，给予“中性”投资评级。

盈利预测表

利润表	单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	6,378.89	8,296.49	14,459.42	15,285.35	16,208.46
减: 营业成本	6,152.39	7,845.54	13,823.21	14,560.83	15,276.47
营业税金及附加	20.38	25.85	36.90	43.47	65.24
销售费用	11.01	13.59	28.92	30.57	32.42
管理费用	65.58	83.23	108.20	140.67	182.87
财务费用	82.69	87.41	96.15	105.76	116.34
资产减值损失	-28.85	66.71	33.36	40.03	52.03
加: 公允价值变动收益	-12.36	-7.97	0.00	0.00	0.00
投资收益	37.59	-28.56	-25.71	-20.57	-14.40
其中: 联营企业收益	-0.36	-14.31	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	100.93	137.62	306.98	343.47	468.70
加: 营业外收入	45.23	84.90	76.41	64.95	51.96
减: 营业外支出	5.03	6.55	7.53	9.03	11.29
三、利润总额	141.13	215.97	375.86	399.38	509.36
减: 所得税费用	37.93	62.89	112.76	119.81	152.81
四、净利润	103.20	153.08	263.10	279.56	356.55
归属母公司净利润	103.20	152.73	263.10	279.56	356.55
少数股东损益与调整	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00
五、总股本(万股)	228.27	295.25	295.25	295.25	295.25
EPS (元)	0.45	0.55	0.89	0.95	1.21

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。