

投资评级：

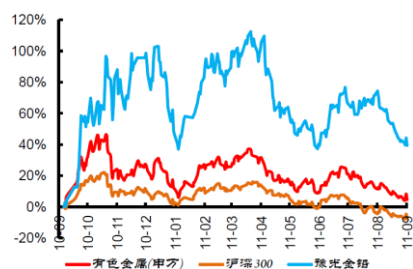
增持

市场数据

总股本(百万股)	295
A 股股本(百万股)	295
B/H 股股本(百万股)	
A 股流通比例(%)	100.00
12 个月最高/最低(元)	43.23/19.19
第一大股东	豫光金铅集团
第一大股东持股比例	42.46%
上证综指/沪深 300	2443/2685

注：2011 年 9 月 22 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-5	-3	47
绝对收益	4	-20	39

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：

许雯

执业证书编号：S0500511050001

联系人：

王攀

(8621) 68634510-8715

wp2846@xcsc.com

赵鑫

(8621) 68634510-8227

zx3376@xcsc.com

中期受制于铅酸蓄电池行业整顿

调研目的：

与公司管理层就公司基本情况、目前发展状况及未来发展方向进行交流与沟通，在此基础上对公司经营及业绩作出判断，以确定公司目前的投资价值和未来股价上涨的动力。

投资要点：

□ 公司是最大的铅冶炼商，但业绩仍需靠贵金属支撑。

公司是我国最大铅冶炼商，拥有 40 万吨每年的电解铅生产能力，在粗铅配套方面，富氧底吹冶炼产能 20 万吨，熔池熔炼设计产能 8 万吨但实际生产能力 10 万吨，再生铅产能 10 万吨。但是由于 2010 年初以来铅行业景气度逐渐走低、下游需求逐步疲软，加上公司对资源完全依赖度使得公司铅产品处于亏损状态。而铅冶炼副产品金银等贵金属由于价格持续上涨，成为公司盈利的重要支撑，公司银、金产能分别为 650 吨、3.5 吨，是国内最大的白银生产商，2011 年中期金银合计贡献毛利占比 60% 左右，成为公司盈利的重要支撑，除此之外铜、硫酸等副产品也为公司提供盈利支撑。从行业目前发展状况来看，公司未来两年内业绩仍将需要依赖于副产品。

□ 铅酸蓄电池行业整治对公司有重大影响。

今年 4 月份以来九部委开展的对铅酸蓄电池行业污染专项环保整治工作令多个省份的铅酸蓄电池企业大面积停产，其中广东、浙江、江苏等主要铅酸蓄电池生产地受到影响较大，全行业约 60% 产能停产，对公司下游铅酸蓄行业需求造成严重打击。铅酸蓄电池是铅行业最大下游需求，消费占比 80% 左右，自年初以来铅酸蓄电池累计产量增速持续下滑，由年初的 10% 以上下降到目前的仅 2.42% 的增速，从目前铅酸蓄电池行业整顿力度来看，短期内不会放松，而随着铅酸蓄电池行业准入条件进一步出台，更多的中小企业将面临着直接淘汰。公司铅产品需求将持续受到下游行业整顿影响，未来盈利将面临较长时期的考验。

□ 资源拓展仍需待时日。

公司对铅精矿需求依赖程度很大，但是在对待如何满足资源需求的选择上，公司选择了通过实施循环再生铅项目获取资源，而在继续直接并购铅精矿上显得比较谨慎，一是目前资源价格处于高位，公司认为实施并购风险较大；二是公司认为自身核心优势还是在铅冶炼环节而非矿山经营，从矿山企业涉足铅冶炼环节通常以亏损为代价的结果反思，认为仍然要扬长避短。即便如此，之前 2010 年公司认购澳大利亚 KBL 增发股票的 15% 并获得 KBL 在西澳库纳纳拉地区 SORBY HILLS 铅银锌矿山项目 25% 的权益仍然使公司未来将对冲一部分资源不足风险，但是由于该矿山预计 13 年左右才能进入开采阶段，公司目前资源受益程度有限，该部分资源带来的收益拓展仍需待时日。

赵鑫

(8621) 68634510-8227

zx3376@xcsc.com

□ 再生铅项目长期看好，短期遭遇瓶颈。

公司核心技术熔池熔炼直接还原炼铅和废旧蓄电池回收技术奠定公司在铅冶炼国际领先地位，特别是废旧蓄电池回收再利用符合国家循环经济的发展导向。目前我国再生铅领域目前 80% 依赖个体经营回收，二次污染现象尤甚于铅酸蓄电池，随着再生铅准入条件征求意见稿的出台，未来针对再生铅领域的政治即将开始，参考目前铅酸蓄电池行业的整顿情况，我们认为将不压力此力度。长期来看再生铅将行业集中度未来将得到大幅提升，根据工信部要求 2015 年我国再生铅占铅产量的比例将由目前的 32% 提高到 40%，未来再生铅前景看好。公司是较早，在 2004 年就开始进入再生铅领域，目前已经拥有 10 万吨/年的再生铅产线，刚刚完成的配股其中项目之一就是进行二期再生铅项目的建设，不论从规模和技术上未来都将是该领域的领头者。但是短期内由于再生铅生产需要的原料废旧蓄电池价格维持在 8600 元/吨附近，按照每 2 吨废旧电池回收 1 吨铅金属计算，原料成本 17200 元/吨，而目前铅精矿（济源 50%-60%）价格在 14000 元/吨附近。再生铅生产成本高于原生铅成本使得公司目前再生铅产线遭遇瓶颈，而在建的二期废旧蓄电池综合利用项目和合资公司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因其经济性的变动受到影响，其中二期废旧蓄电池综合利用项目将不得不推迟至 12 年底完工。

□ 估值和投资建议。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85，0.97 和 1.21，目前股价对应 P/E 分别为 27.17X，23.81X 和 19.1X，给予“增持”评级。

□ 重点关注事项。

股价催化剂(正面)：铅价格上涨、再生铅项目快于预期、贵金属价格持续上涨。

风险提示（负面）：铅酸蓄电池行业整合带来需求持续萎缩，贵金属价格波动。

分析师介绍

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。