



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

放眼再生铅

——豫光金铅(600531)点评报告

证券研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2012年4月16日

报告关键要素:

尽管电解铅盈利能力连年不佳,但是贵金属价格高位运行,使得公司阳极泥回收白银和黄金业务盈利可观,帮助公司度过眼下难关。从行业发展趋势来看,再生铅有望成为公司可持续发展的真正着力点。

事件:

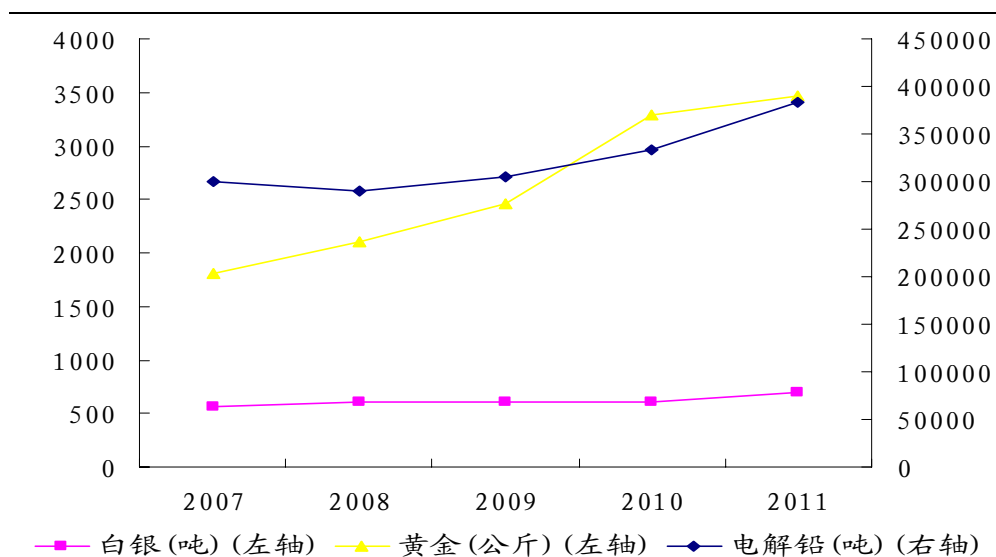
- 豫光金铅(600531)公布2011年报。

点评:

- 主业产品量价齐升,收入大幅增长。2011年公司实现营业收入116.68亿元,同比增长40.64%,营业利润0.72亿元,同比下降47.76%,净利润0.91亿元,同比下降40.72%,基本每股收益0.30元。

主营产品量价齐升推动收入增长。2011年电解铅及铅钙合金销量38.02万吨,同比增长17.17%,销售价格同比增长0.94%;黄金销量3504.24公斤,同比增长5.46%,销售价格同比增长17.92%;白银销量638.68吨,同比增长10.42%,销售价格同比增长72.11%。

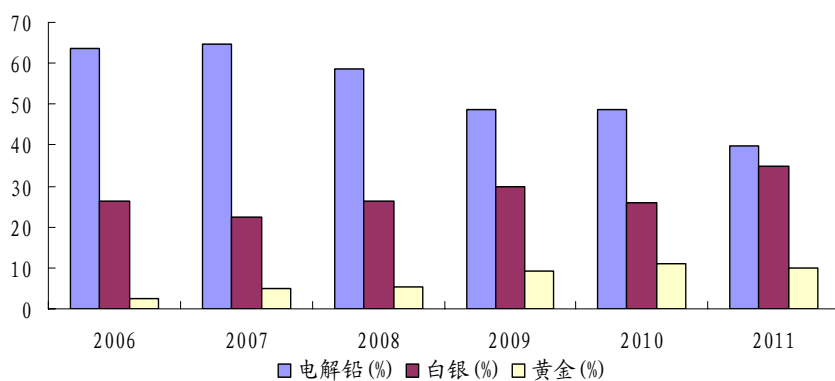
图1: 公司主营产品产量



资料来源: 公司公告

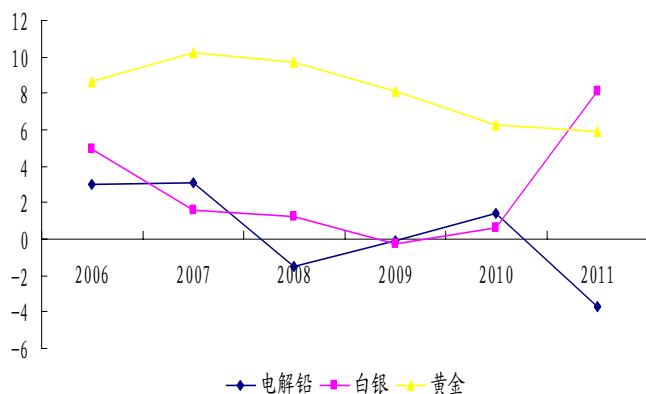
白银弥补电解铅盈利能力下滑。公司业务主要由电解铅和阳极泥回收的贵金属构成。2011年公司综合毛利率为5.01%,较2010年回落0.34个百分点,其中白银盈利能力大幅提升,毛利率为8.15%,较2010年提高7.56个百分点,而电解铅毛利率-3.74%,下降5.12个百分点。

图2: 公司收入结构



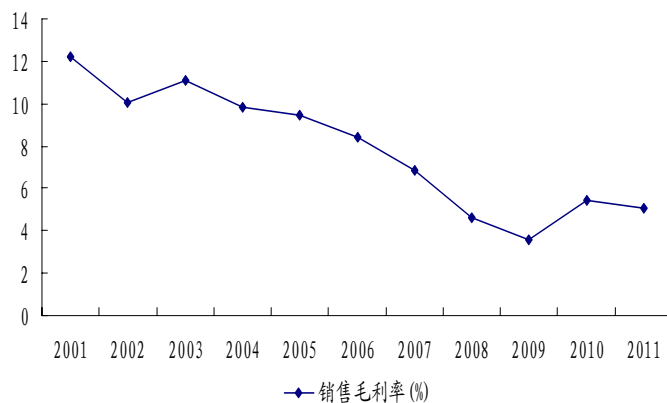
资料来源: 公司公告

图3: 主营产品毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告

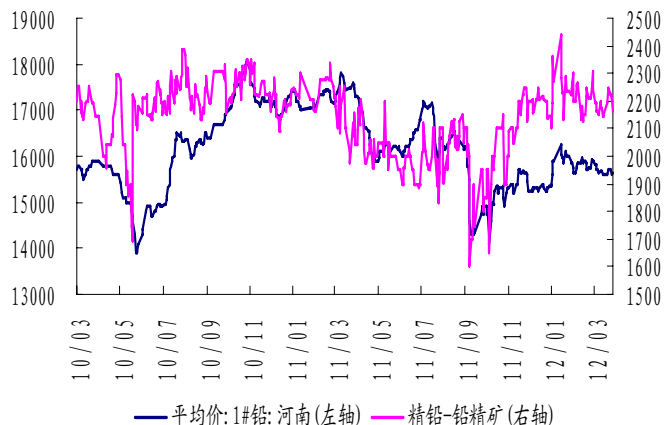
图4: 综合毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告

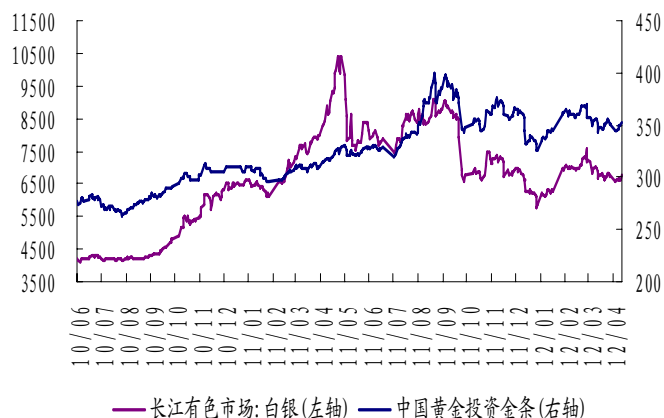
2011年电解铅行业受到上下游挤压, 盈利能力大幅下降。2011年精铅价格下跌, 由于供应紧张以及白银价格高企, 精矿企业惜售, 铅精矿现货价格比较坚挺。同时下游铅酸蓄电池行业整顿, 需求萎靡, 提价能力不足。2011年河南济源50%-60%铅精矿价格与精铅现货价格的价差前低后高, 波动幅度较小, 平均价差在2000元/吨左右, 随着能源和人力成本的上升, 电解铅出现亏损, 企业通过回收白银来弥补电解铅亏损。

图5: 铅现货价、精铅-铅精矿价格 单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

图6: 贵金属现货价格 单位: 元/吨、元/克



资料来源: wind资讯

- **利息支出推动三项费用较快增长。**2011年公司三项费用合计2.28亿元，同比增长23.91%。其中财务费用1.27亿元，同比增长45.18%，2011年公司长短期借款合计24.69亿元，增加0.36亿元，由于利率水平提高，利息支出1.31亿元，同比增长42.39%；此外配股融资费用增加，手续费0.11亿元，同比增加56.96%。2011年管理费用0.90亿元，同比增长9.75%，销售费用0.11亿元，同比增长-19.06%。
- **资产减值大幅削弱业绩。**2011年白银盈利能力大幅提升弥补了电解铅的亏损，总体盈利能力保持稳定，而收入大幅增长并未转化为净利润增长，主要原因是存货减值准备造成的。2011年公司资产减值损失为2.43亿元为历史最高，超过了08年金融危机资产减值损失1.87亿元。其中存货计提2.39亿元，同比增长469.05%，如果扣除资产减值损失，主营业务利润为3.43亿元，同比增长42.32%，与营业收入增速基本匹配。
- **未来两大看点。**从公司发展轨迹来看，以金融危机为分界点，公司从精铅企业转变成白银企业，未来将回归再生铅。未来主要有两个看点，一是与2011年报同步披露投资公告，公司拟投资8.3亿元冶炼渣处理技术改造工程，综合回收铜、铅、金、银等有色金属，其中回收电解铜2.35万吨，粗铅5.7万吨，硫酸6.6万吨，营业收入26亿元，净利润1.1亿元。
 二是、公司再生铅项目已成规模。本部18万吨废旧蓄电池已经投产，规划项目江西源丰18万吨废旧蓄电池(60%权益)，拟生产3.1万吨合金、铅膏10万吨，营业收入14亿元，净利润0.46亿元。再生铅行业第一个利好已兑现，2011年底《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》规定再生铅增值税即征即退50%，另一个潜在利好是《再生铅行业准入条件》出台后严格执行的话，接近7成企业要求被淘汰，有望降低废旧蓄电池收购的恶性竞争，提高再生铅企业盈利能力。
- **给予“增持”评级。**预计未来一段时期，全球流动性宽松，避险需求旺盛，贵金属价格有望高位运行，同时电解铅行业连续亏损，产量下降，加工费议价能力提高，逐步摆脱亏损状况。预计12-13年EPS为0.60元和0.70元，按最新收盘价19.66元计算，对应市盈率为33倍和28倍，估值偏高，考虑到公司受益再生铅行业整顿，维持“增持”评级。
- **风险提示：**贵金属价格大幅下跌，再生铅行业景气度低迷。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入（亿元）	82.96	116.68	120.18	126.19
增长比率（%）	30.05	40.65	3.00	5.00
净利润（亿元）	1.54	0.88	1.76	2.05
增长比率（%）	49.51	(42.86)	200%	16.65
每股收益（元）	0.52	0.30	0.60	0.70
市盈率（倍）	37.81	65.53	32.77	28.09

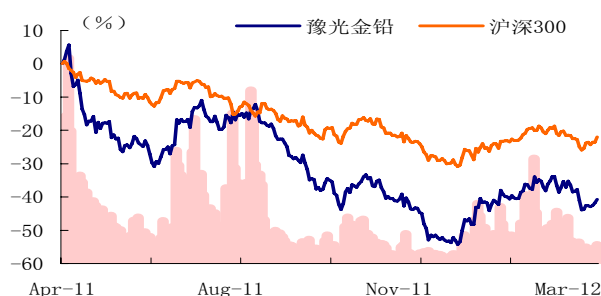
市场数据（2012年04月13日）

收盘价（元）	19.66
一年内最高/最低（元）	35.65/14.76
沪深300指数	2580.45
市净率（倍）	3.15
流通市值（亿元）	58.06

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	6.24
每股经营现金流（元）	(1.89)
毛利率（%）	5.09
净资产收益率（%）	4.78
资产负债率（%）	72.80
总股本/流通股（万股）	29,525/29,525
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。