

豫光金铅（600531）

有色金属冶炼与加工/有色金属

发布时间：2012-12-27

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级： 谨慎推荐

移出研究覆盖范围

综合利用领先的铅业骄子

报告摘要：

□ **公司铅冶炼产能国内第一。**公司现有铅熔炼能力 30 万吨（其中富氧底吹+鼓风炉生产线 1 条，富氧底吹+还原炉生产线 2 条），电解铅 40 万吨。

□ **综合利用领先。**公司铅业务在盈亏平衡线上徘徊；利润主要来源于副产品，其中，贵金属和粗铜等业务是公司利润的主要来源。粗铜、硫酸等副产品利润较好主要因这些元素在铅精矿中不计价。未来公司将通过冶炼渣项目进一步做深资源的综合回收利用。

资源瓶颈难突破。公司自 21 世纪初就着力拓展上游资源，但成果不多，目前仍仅参股龙钰矿业、KBL 和 SORBY HILL 等矿。母公司豫光集团也持有一些矿山，包括宝徽矿业等，但暂无注入考虑。

□ **再生铅业务稳步发展。**公司以河南、江西为中心形成了较为完善的回收网络。目前公司有两条再生铅预处理生产线，有处理废旧电池 36 万吨，提供铅原料 18 万吨的生产能力。再生铅原料贡献逐年增加，但产能利用率仍存提升空间。再生铅业务本身利润贡献有限，但具有保障原材料供应等战略价值。未来随着，再生铅行业整顿进展的加速，行业格局可能会发生变化。

□ **盈利预测与评级。**预计 2012 年公司的业绩为 0.21 元，2013 年和 2014 年的业绩分别为 0.49 和 0.54 元。对应的 PE 水平分别为 80 倍，34 倍和 30 倍。虽然铅价存在上升空间，但贵金属价格短期前景黯淡，因此，我们暂维持公司“谨慎推荐”评级。

□ **风险提示：**公司铅、贵金属、粗铜、硫酸等产品价格出现超预期不利变化，导致副产品利润下降；公司原材料——铅精矿、铅蓄电池的供应出现紧张；公司再生铅业务进展或再生铅行业的整合力度不及预期。

股票数据

2012/12/25

收盘价（元）	16.55
12 个月股价区间（元）	14.08 ~ 23.88
总市值（百万元）	4,886
总股本（百万股）	295
A 股（百万股）	295
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	4

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	-17%	6%
相对收益	-13%	-27%	2%

相关报告

《豫光金铅三季报点评：毛利率上升，业绩环比改善》

2012-10-30

《豫光金铅半年报点评：资产减值拖累，公司业绩低于预期》

2012-8-27

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8296	11668	12064	12364	12465
(+/-)%	30.06%	40.64%	3.40%	2.48%	0.82%
净利润	153	91	72	163	178
(+/-)%	48.00%	-42.35%	-30.78%	137.83%	10.68%
每股收益（元）	0.52	0.30	0.21	0.49	0.54
市盈率	32	56	80	34	30
市净率	3	3	3	2	2
净资产收益率（%）	8.56%	4.78%	3.25%	7.40%	7.78%
股息收益率（%）	0.30%	0.64%	0.56%	1.11%	1.11%
总股本（百万股）	295	295	295	295	295

证券分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

(021)20361131 chenbh@nesc.cn

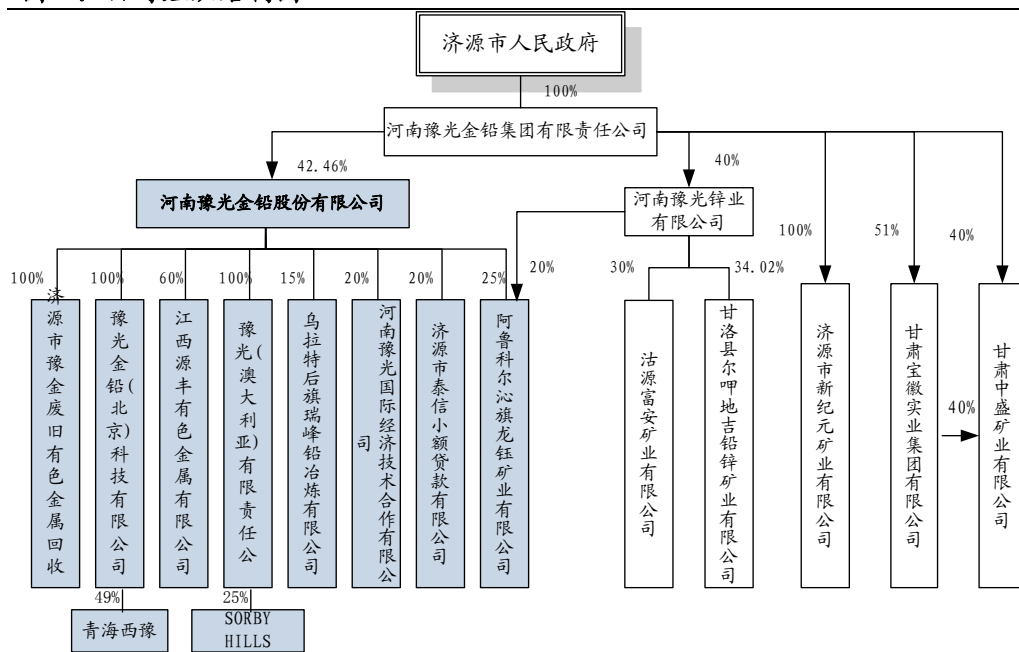
目 录

1. 豫光金铅：国内最大的铅冶炼企业.....	3
2. 公司铅冶炼技术突出，副产品综合利用能力强	4
2.1. 公司拥有 30 万吨粗铅、40 万吨电解铅产能.....	4
2.2. 公司原材料以外购铅精矿为主.....	4
2.3. 积极开拓冶炼技术，降低成本.....	5
2.4. 吃干榨尽，深化尾矿综合利用.....	6
2.5. 股权合作，保障原材料供应.....	6
3. 上游资源瓶颈难突破	7
4. 母公司资源暂无注入	8
5. 积极发展再生铅业务	8
5.1. 公司再生铅业务迅速成长.....	8
5.2. 再生铅贡献逐年增加，但产能利用率仍存提升空间.....	9
5.3. 再生铅利润贡献有限，但具有重要价值.....	9
5.4. 再生铅整治进程推进，行业格局有望改善.....	10
6. 铅价料存回升空间、贵金属价格前景不佳.....	11
7. 盈利预测与估值.....	12
8. 风险提示	13

1. 豫光金铅：国内最大的铅冶炼企业

豫光金铅是一家位于河南的专注于铅冶炼的生产企业，经过 50 多年的发展，公司已经成为国内最大的铅冶炼生产商，年精铅产能可达 40 万吨，年产白银近 700 吨，也是国内最大的白银生产企业。

图 1：公司组织结构图



数据来源：东北证券，Wind

铅冶炼为基础，积极向上游延伸。目前，公司铅冶炼产能主要集中于公司本部。为了保障粗铅的供应，公司积极向上游延伸。如，公司参股了青海西豫和乌拉特后旗瑞峰铅冶炼有限公司等粗铅冶炼企业。公司还参股了龙钰矿业、SORBY HILLS 等矿业企业。近来，公司率先开拓了再生铅业务，设立了济源市豫金废旧有色金属回收公司和江西源丰有色金属有限公司进行再生铅资源的回收与拆解利用。

铅冶炼副产品是利润贡献主体。公司以铅冶炼为核心业务，并回收在铅精矿中伴生的其他金属成份，如贵金属、铜和锌等。在公司的收入结构当中，电解铅贡献了 40% 的销售收入，白银贡献了 24%，此外还包括黄金、粗铜等。但在毛利结构当中，铅冶炼业务本身亏钱，2012 年上半年，公司铅业务毛利甚至损失了 2000 多万。公司毛利的主要来源于白银、粗铜和硫酸等副产品。

图 2：铅、贵金属是公司收入核心

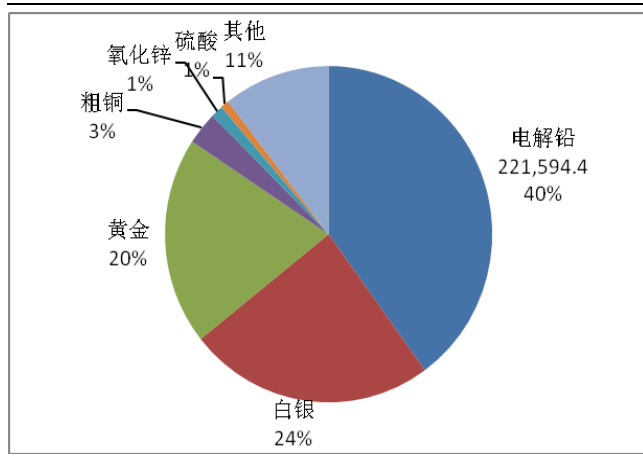
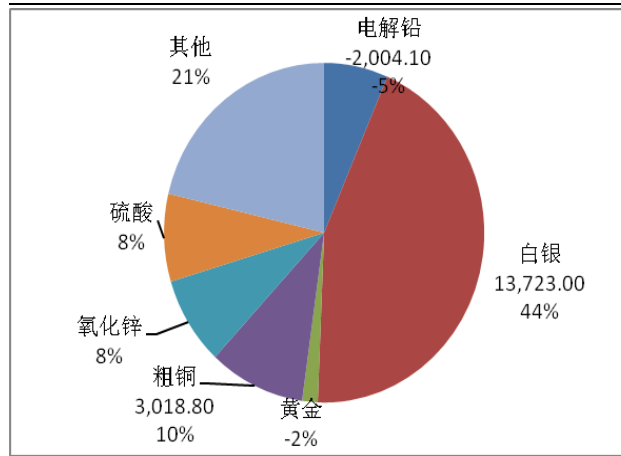


图 3：白银、粗铜贡献了大部分毛利



数据来源：东北证券，wind。

数据来源：东北证券，wind。

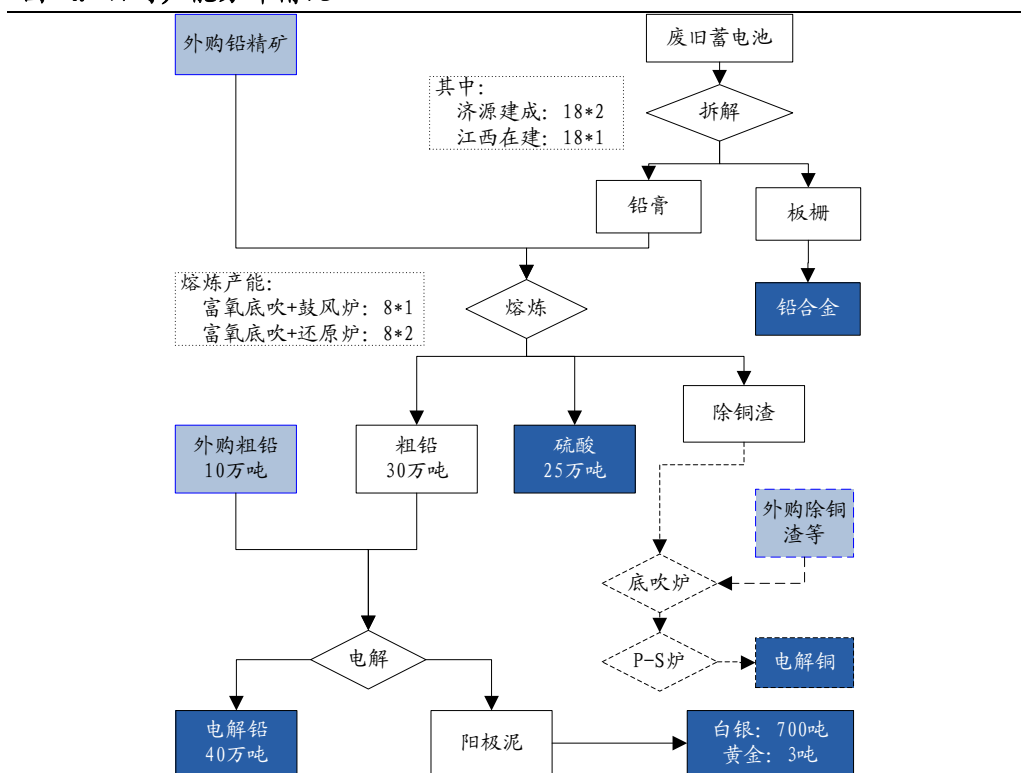
2. 公司铅冶炼技术突出，副产品综合利用能力强

2.1. 公司拥有 30 万吨粗铅、40 万吨电解铅产能

公司目前拥有三套粗铅冶炼系统，其中，富氧底吹+鼓风炉生产线一条，设计产能为 8 万吨，实际产能可达 10 万吨；富氧底吹+还原炉生产线两条，每条设计产能 8 万吨，实际产能 10 万吨，合计粗铅产能可达 30 万吨。

在电解方面，公司拥有 40 万吨的电解铅生产能力。在自供约 30 万吨粗铅的基础上，公司还需外购约 10 万吨粗铅。

图 4：公司产能分布情况



数据来源：东北证券整理。

在副产品方面，公司拥有 25 万吨的硫酸生产能力，阳极泥的处理生产线可产出白银 700 吨，黄金 3 吨。

2.2. 公司原材料以外购铅精矿为主

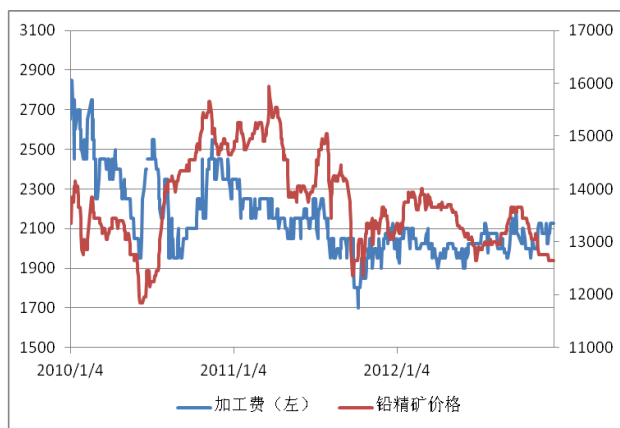
目前，公司铅冶炼的主要原材料——铅精矿，大部分需外购。公司外购铅精矿的采购价格，是按照市场价格扣减加工费的方法确定。

(1) 国内采购参考价为上海有色金属网、上海黄金交易所、上海华通铂银交易所发布的铅价、金价、银价。

(2) 国外采购参考价格以 LME 现货价格为基准，采用点价方式确定价格。

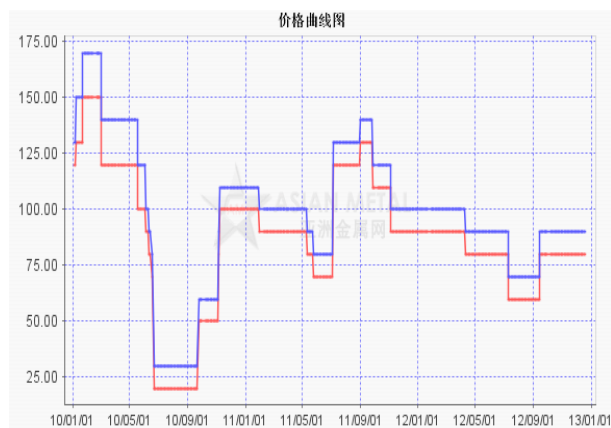
铅精矿价格按其中所含的计价金属铅、金、银价值计算（当金、银品位低于一定幅度时，如银品位低于 100 克/吨时，金银不计价），其他金属及元素如铜、锌、铋、硫、锑等不计价。氧化锌、硫酸为冶炼过程中生产的副产品，没有原料采购成本，其成本主要为加工过程中必要的辅助材料、备品备件、水电费、折旧费、人工费、制造费等，因此生产成本较低、也相对固定。

图 5: 国内铅精矿加工费在 2000 元/吨上下



数据来源：东北证券，亚洲金属网。

图 6: 国外铅精矿加工费较低



数据来源：东北证券，亚洲金属网。

2.3. 积极开拓冶炼技术，降低成本

公司的铅冶炼业务具有 50 多年的发展历史，是铅冶炼业的标杆企业，引领了我国铅冶炼技术的创新和发展。2002 年，公司成为第一家采用富氧底吹氧化—鼓风炉还原技术的企业；2004 年，成为第一家引进废旧蓄电池 CX 集成处理系统的企业；2010 年，成为第一家采用液态高铅渣直接还原技术的企业。公司目前拥有富氧底吹氧化—鼓风炉还原熔炼技术、非定态 SO₂ 转化技术、全湿法金银生产技术的使用权，掌握了液态高铅渣直接还原和废旧蓄电池回收技术。这些技术充分体现了公司在铅冶炼技术上的雄厚积累和不倦追求。这些技术的应用降低了铅冶炼的能耗与成本，引领了我国铅冶炼技术的革新。例如，公司的富氧底吹氧化—液态高铅渣直接还原工艺形成于多年的工业实验，是国内拥有自主知识产权的铅渣直接冶炼系统工艺。该工艺的粗铅能耗指标比国内正在推广的“富氧底吹熔炼—鼓风炉还原炼铅工艺”低 40% 左右；高铅渣直接还原炉能耗仅是传统鼓风炉炼铅能耗的 60%。同时，终渣含铅量也可降到 2.5% 以内，提高了资源利用率。铅总回收率，金、银入粗铅率等各项指标均居国内前列。据统计，公司采用“液态高铅渣直接还原技术”建成的年产 8 万吨熔池熔炼直接炼铅新技术示范生产线，每吨粗铅加工成本较老技术节约 170 元，吨铅新增经济效益 544 元。

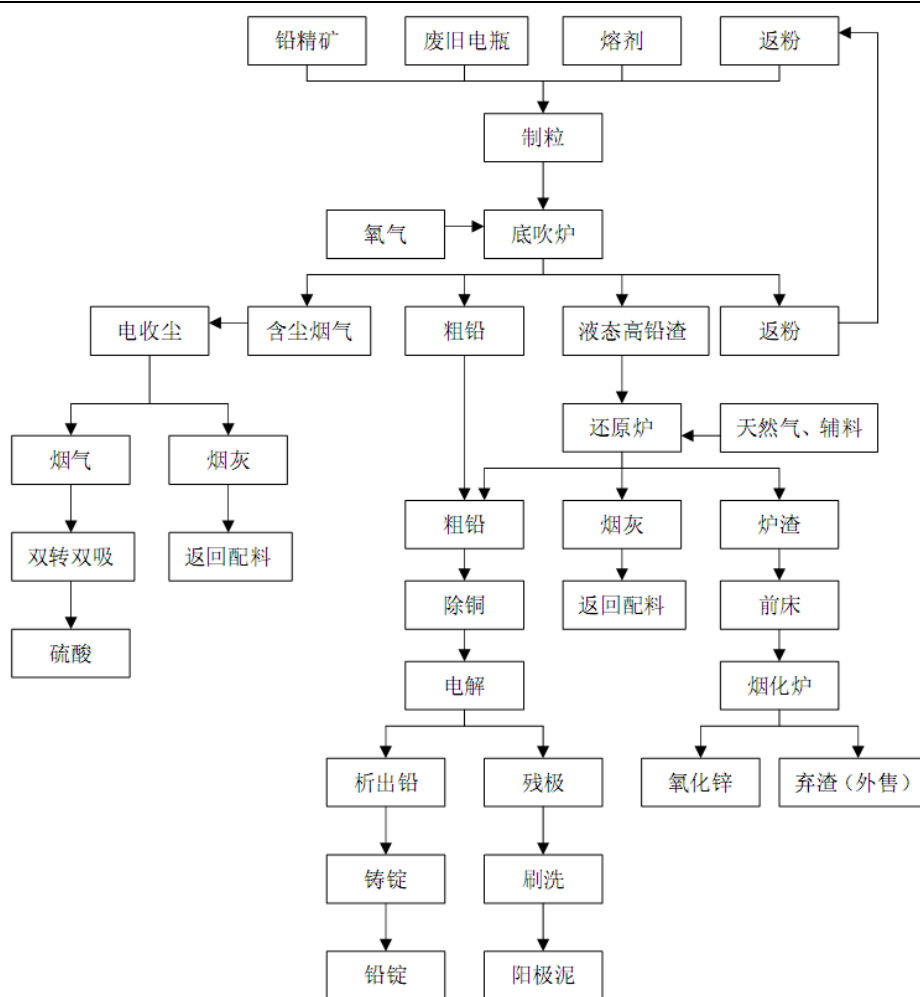
表 1: 公司液态高铅渣直接还原技术的节能减排效果

	烧结—鼓风炉	富氧底吹—鼓风炉	富氧底吹—直接还原炉
粗铅冶炼综合能耗 (千克标煤/吨)	450	350	230
尾气二氧化硫 (毫克/立方米)		800	180
尾气二氧化碳			排放量仅是鼓风炉的 1/4， 减少 70% 以上。

资料来源：《豫光：掀起铅冶炼节能风暴》，东北证券。

除铅冶炼之外，公司在铅冶炼副产品的生产方面也具备多项核心技术，如全湿法金银冶炼技术、二氧化硫非定态转化技术等。

图 7：公司液态高铅渣直接还原技术的工艺流程



数据来源：东北证券，配股说明书。

2.4. 吃干榨尽，深化尾矿综合利用

资源综合利用，一直是公司的一大特色。为了摆脱铅冶炼企业利润空间狭窄的书面，公司在做深资源综合利用方面花了大量精力，目前已基本上实现对铅精矿伴生的有价金属的综合回收，如，公司铅渣经烟化提锌后产出次氧化锌，次氧化锌再生产出活性氧化锌和纳米氧化锌；利用粗铅精炼过程中产生的除铜渣回收粗铜；粗铅电解产生的阳极泥，进一步提取黄金、白银；产出的含铋、铟渣送综合回收厂生产铋、铟。目前已形成了年产粗铜约 10000 吨、铋白 1600 吨、铟约 200 吨、次氧化锌 3 万吨、金 3 吨和银 700 吨的生产能力。

冶炼渣处理技术改造工程，进一步提升综合利用水平。针对目前，公司处理除铜渣产能规模较小，能耗较高，回收率较低的局面，公司拟投资 82,951 万元，投资建设冶炼渣处理技术改造工程，项目建设期 2 年，预计 2014 年投产。项目建成后，可年处理除铜渣等物料 13.5 万吨，年产电解铜 23490 吨、粗铅 57280 吨、阳极泥 300 吨、硫酸 65962 吨。年实现营业收入 262,196 万元，净利润 11,037 万元。冶炼渣处理技术改造工程投产后，公司处理冶炼渣的铜、铅回收率会有所上升。届时，在 13.5 万吨原料中，公司可自供 6-7 万吨，其余则源自于豫光锌业及当地的其他铅冶炼企业。

2.5. 股权合作，保障原材料供应

除公司本部的冶炼产能之外，公司还参股了一些粗铅冶炼企业，以保障公司的原材料供应。由于缺乏铅精矿原材料的供应，产能利用率较低，这些冶炼企业多呈

亏损，给公司的业绩形成了一定的负面影响。

表 2：公司参股了几家冶炼企业，以保障原材料供应

公司	持股比例	地址	主要业务	产能情况
青海西豫有色金属有限公司	49.00	格尔木市 昆仑经济开发区	粗铅 冶炼	设计产能：粗铅 10 万吨，硫酸 12.4 万吨；项目按产品向西部矿业和公司各销售 50% 粗铅；采用氧气底吹熔炼—鼓风炉还原炼铅法。（西部矿业持另外的 51% 股权）
乌拉特后旗瑞峰铅冶炼有限公司	15.00	内蒙古乌 后旗青山 工业园区	粗铅 冶炼	粗铅 8 万吨 2011 年上半年投产

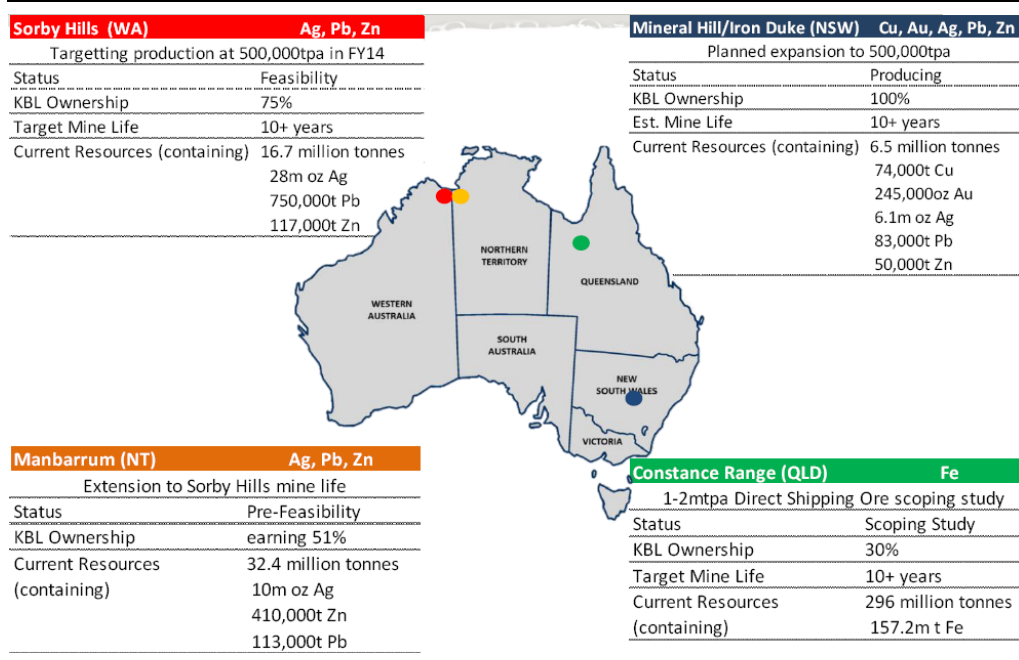
资料来源：公司公告，东北证券。

3. 上游资源瓶颈难突破

随着公司冶炼产能规模的扩大，公司面临的资源供应约束也越来越强。为了稳定公司的生产经营，提升企业利润空间，公司也曾做过一些资源开拓的尝试，但大多无果而终，目前，上市公司仅参股了一些铅锌矿资源：

参股龙钰矿业，持股 25%。该矿位于内蒙古的阿鲁科尔沁旗。前几年龙钰矿尚处探矿阶段，没有收入，各年都亏损。目前，该公司已开始生产，但因现在的采矿证开采规模不大，且采取边探边采的方式进行生产。公司建设的选厂规模为 10 万吨/年（300T/D），矿石品位，铅锌合计 5%，产出的精矿铅锌含量不到 2000 吨。

图 8：KBL 拥有丰富的资源



数据来源：东北证券，KBL。

参股 KBL 和 SORBY HILLS。利用金融危机提供的机遇，公司借助国际市场来开拓海外资源。2010 年公司认购澳大利亚 KIMBERLEY METALS LIMITED（简称“KBL”）增发的股票，持有 KBL 15% 股权。同时，公司支付 500 万澳元以获得 KBL 在西澳库纳纳地区 SORBY HILLS 铅银锌矿山项目 25% 的权益。目前公司对 KBL 的持股比例为 7.33%。KBL 拥有 SORBY HILLS、Mineral hill 等多个矿山。

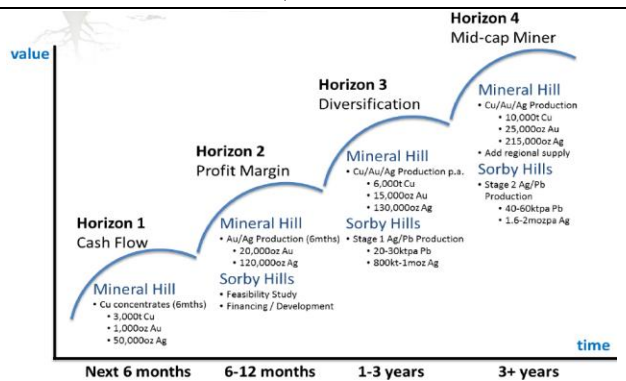
其中，SORBY HILLS 控制的铅锌储量合计达 87 万吨，该矿目前仍处可研阶段，

预计矿山于 2013 年开始建设, 2014 年可开采 (露采), 该矿为澳洲最大的未开发银铅矿, 按设计, 其一期产能将达到 2-3 万吨铅精矿及近 100 万盎司白银。

KBL 还持有 Manbarrum 项目 51% 的权益 (与 TNG Resources Limited 合资), 该矿与 SORBY HILLS 相临, 拥有 50 多万吨的铅锌储量, 未来 KBL 有权通过加大投资增加股权至 80%。

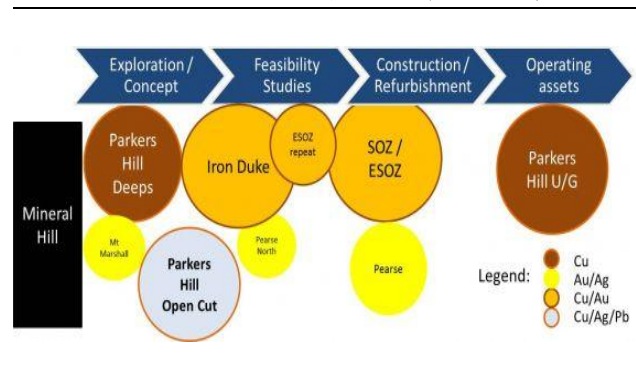
KBL 全资拥有 Mineral hill 金属矿, 该矿拥有 7.4 万吨铜、24.5 万盎司黄金及其他资源储量。该矿正逐步恢复生产, 其下属的 Parkers Hill 铜铅矿已于 2011 年 7 月开始恢复生产, 目前已形成 25 万吨/年采选产能, 可生产铜精矿含铜 3000 吨, 白银 5 万盎司和 1000 盎司黄金。随着下属的 Pearse 金银矿等将于 2013 年中期开始开采, 产出将进一步增至黄金 2 万盎司, 白银 12 万盎司。

图 9: KBL 规划成为中型矿企



数据来源: 东北证券, KBL。

图 10: Mineral Hill 下属矿山正在恢复生产



数据来源: 东北证券, KBL。

4. 母公司资源暂无注入

与此同时, 公司母公司豫光集团也在大力开拓上游资源, 并有一定的资源积累。2010 年 11 月 28 日, 豫光集团与甘肃建新实业集团签订了股权转让协议, 投资 5.1 亿元收购建新集团旗下甘肃宝徽 51% 的股权, 该公司拥有 200 余万吨的铅锌金属量。此后, 豫光集团还控制了甘肃中盛, 参股了甘洛矿业等公司。

不过, 目前, 公司还暂无将这些资源注入到上市公司的计划。

表 3: 豫光金铅及其母公司持有的矿山权益

公司名称	股东及所占比例	资源量
洁源富安矿业有限公司	河南豫光锌业有限公司持股 30%	矿石量: 铅: 138.53 万吨; 锌: 113.28 万吨
甘洛县尔呷地吉铅锌矿业有限公司	河南豫光锌业有限公司持股 34.02%	铅锌金属资源量为 80 万吨
阿鲁科尔沁旗龙钰矿业有限公司	河南豫光金铅股份有限公司持股 25%、河南豫光锌业有限公司持股 20%	铅锌矿石量 64 万吨
甘肃中盛矿业有限责任公司	豫光金铅集团实际控制	矿石量 535 万吨
甘肃宝徽实业集团有限公司	豫光金铅集团控股 51%	矿石量 2,900 万吨

资料来源: 豫光集团债券说明书, 东北证券。

5. 积极发展再生铅业务

5.1. 公司再生铅业务迅速成长

在积极建立铅精矿原材料基地的同时，公司也在大力发展再生铅业务来填补公司原材料的缺口。

公司再生铅生产工艺先进。再生铅的生产工艺主要分为废铅酸电池的拆解预处理和铅膏处理等几个环节。在废铅蓄电池的预处理方面，公司经过多方考察引进了意大利 CX 预处理集成系统，实现了系统全封闭、全自动预处理水力分离，产物分离彻底，铅膏、铅栅、塑料可实现分类充分再利用。其中，板栅直接熔铸产出合金铅或送精炼厂加工成电铅，而对于成分较为复杂且含硫较高的铅膏，将其与原生矿混合进行冶炼，实现了铅膏的无碳化处理，同时铅膏中的硫得以回收制酸。

产能迅速扩张至 36 万吨废铅酸电池处理量。其中，公司铅蓄电池回收处理生产线第一期于 2007 年 5 月投入正常生产，处理能力为 18 万吨废铅酸电池，形成了近 10 万吨铅金属量，塑料 8000 吨和硫酸 1.6 万吨的回收能力。借助配股融资，公司迅速展开了二期废旧蓄电池综合利用工程项目建设。总设计规模为 35 万吨/年的废旧蓄电池回收能力，项目分两条线建设。目前，在本部建设的第一条生产线已经完工，形成了 18 万吨的废旧蓄电池处理能力，产品铅金属含量约为 9 万吨。第二条生产线则改由江西源丰有色金属建设。

为了保障再生铅原材料供应，公司设立了豫光废旧有色金属回收公司，专门从事废旧蓄电池的回收与网络建设。受运输半径的限制，废旧原料的获取都有一定的区域半径，因此，在全国各地建设回收网络，可以拓展公司的覆盖面和辐射面。目前，公司以河南、江西为中心进行回收网络建设，已在河南、河北、陕西、山西、湖北、安徽等地初步形成了较完善的区域回收网络体系。此外，公司也通过与各大矿务局和蓄电池厂等合作回收废蓄电池。

再生铅布局江西，拓展网络。为了进一步强化公司的回收网络，扩大原材料来源，2010 年 8 月公司与永丰县祥盛有色金属合资成立了江西源丰有色金属（公司股权占比 60%），并由其承担二期废旧蓄电池综合利用工程项目的第二条生产线的建设。该生产线也将形成 18 万吨/年废旧蓄电池综合回收利用能力，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。铅膏将运回公司进行熔炼冶炼处理。预计该生产线将于 2013 年底建成投产。

5.2. 再生铅贡献逐年增加，但产能利用率仍存提升空间

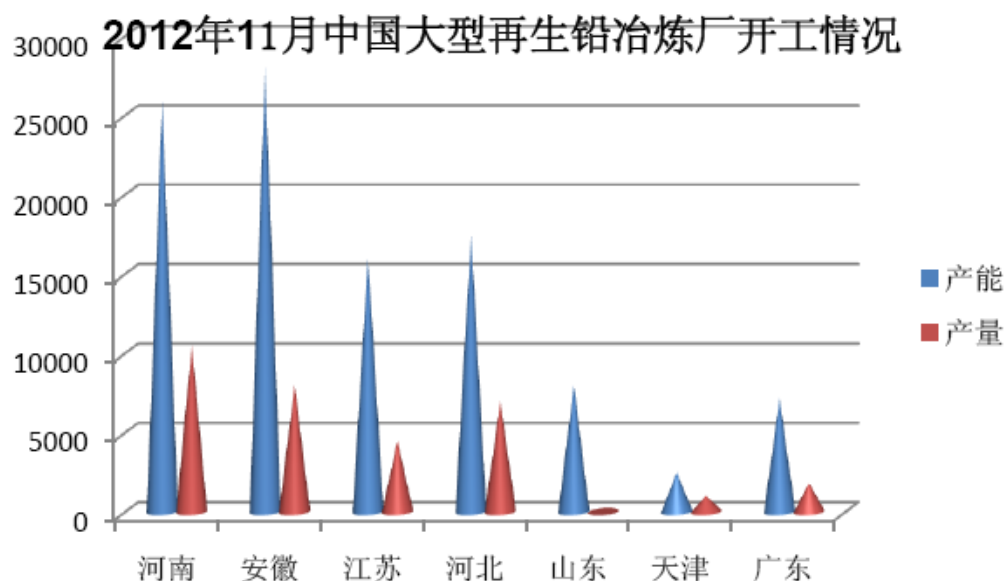
国内再生铅行业面临产能利用率不足的局面。我国再生铅行业回收与生产经营竞争无序的局面，同时目前仍处增值税优惠政策的对接期，大型再生铅冶炼企业开工率偏低。例如，据统计，我国废旧铅蓄电池 80% 的回收份额被非正规小企业占领。多数小企业，回收方式粗放（如人工拆解分选），环保条件恶劣（如不对废酸进行处理），污染严重，与大型回收企业（他们需要承担大规模的投入与折旧，有严格操作程序和环保标准）相比具有非常大的成本优势。成本的差距，使小企业，可以以非常低的价格争夺原材料，而导致正规企业面临无米下锅的局面，产能利用率较低。

公司再生铅原料贡献逐年提升。目前，公司再生铅生产线的废铅蓄电池的处理量约为 20 多万吨，贡献铅金属原料约 12 万吨，较 2011 年已有所改善，但产能利用率存在进一步提升的空间。

5.3. 再生铅利润贡献有限，但具有重要价值

目前，公司的再生铅业务利润贡献有限。一是因为再生铅原材料竞争非常激烈；二是在当前公司的生产工艺下，公司很难全部采用再生铅原料进行熔炼生产。因为，铅的冶炼系统对原料品位和炉温等都有要求，在铅精矿中的硫可以提供热量（当然热量可以通过其他辅料来加以弥补，但会提高成本），而铅膏含硫则较少。三是，再生铅中并没有什么副产品，但公司的利润主要来源于原生铅冶炼的副产品。

图 11: 大型再生铅企业开工率低迷



数据来源: 东北证券, 亚洲金属网。

再生铅具提高原材料多样性和适用性的重要价值。一方面, 再生铅作为铅原料的补充来源, 可以提高原材料的多样性, 降低铅精矿供应变动的冲击; 另一方面, 铅膏等可用来调整投入到炉中的铅原料的品位, 以达到熔炼系统的要求。借此, 公司可扩大原材料的适用性, 如采购低品位矿, 加部分再生铅原料进行调节。

5.4. 再生铅整治进程推进, 行业格局有望改善

近来, 在频发的血铅事件的推动之下, 我国政府先后出台了多项铅或再生铅冶炼的行业政策, 例如《铅锌行业准入条件》和《再生铅行业准入条件》等, 以期规范行业生产, 推进行业环保水平的提升。企业进入到再生铅行业的门槛逐步提高。

表 4: 近年来我国出台的再生铅行业规范

时间	发布部门	政策名称	内容概要
2007 年	工信部	铅锌行业准入条件	
2011 年 4 月	工信部	《重金属污染综合防治”十二五“规划》	重点区域的点金属污染物排放量比 2007 年减少 15%, 非重点区域的点金属污染排放量不超过 2007 年的水平。
2011	发改委	《产业结构调整目录》	淘汰 1 万吨以下的再生铅企业。
2011 年 2 月	工信部、 科技部、 财政部	《再生有色金属产业发展推进计划》	到 2015 年, 主要再生有色金属产量达到 1200 万吨, 其中再生铜、再生铝、再生铅占当年铜、铝、铅产量的比例分别达到 40%、30%、40% 左右。
2012 年 8 月	工信部	再生铅行业准入条件	新建再生铅项目必须在 5 万吨/年以上。淘汰 1 万吨/年以下再生铅生产能力, 以及坩埚熔炼、直接燃煤的反射炉等工艺及设备。鼓励企业实施 5 万吨/年以上改扩建再生铅项目, 到 2013 年底以前淘汰 3 万吨/年以下的再生铅生产能力。 从事涉铅危险废物收集、贮存、利用和处置废铅蓄电池的经营单位应申请领取危险废物经营许可证

资料来源: 东北证券整理。

近几年政策执行力似有提升。2011 年, 在血铅事件的推动之下, 我国在全国范围内开展了重金属污染的专项整治, 在整治中, 大量的铅蓄电池生产或回收企业, 因未达到环保标准, 而被停产整治, 或者被关闭取缔。

表 5：再生铅行业准入条件提升

	再生铅准入条件	铅锌行业准入条件
颁发时间	2012	2007
新建项目最低产能（万吨）	5	5
改扩建（万吨）	5（鼓励）	2
淘汰规模（万吨）	<3（2013 年底）	1
新建、改扩建单独处理含铅废料项目能耗（千克标准煤/吨铅）	<130	<130
新建、改扩建项目铅总回收率	>98%	>97%
现有企业：再生铅总回收率	>96%	>95%
现有企业：废水循环利用率	>98%	>90%
现有企业：弃渣中铅含量	<2%	<2%

资料来源：工信部，东北证券。

增值税优惠举措或将落实。在 2011 年以前，我国对于再生金属等行业一直存在着增值税优惠政策，如在 2008 年以前，实行先征后退的优惠措施，在 2009 年退税比率为 70%，2010 年退税比率为 50%，而 2011 年不再退税，导致再生铅行业原料面临冲击。2011 年 11 月份，财政部出台了《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》。据此，以废旧电池等为原料生产的金、银、铜、铅等金属，如生产原料中上述原料的比重不低于 90%，则可享受增值税即征即退 50% 的优惠政策。该通知指出，税务机关可根据本通知规定并结合各地实际情况，商同级财政部门制定资源综合利用产品及劳务增值税退（免）税管理办法。目前，该政策在各个地方的执行力度、标准、细则出台的时间多有不同。预计，在河南，该政策将在 2013 年落到实处，以废铅蓄电池生产的铅合金有望享受增值税优惠政策。

政策或将推动行业变革。如果相关政策能够得到有效的执行，无疑再生铅行业将经历变革，行业格局有望改善。按照准入条件，目前，仅规模要求一项，就会使 2011 年接近 300 家再生铅企业当中至少 2/3 以上的企业退出再生铅市场。环保标准低、工艺落后的企业将逐步被淘汰。而增值税优惠政策也将强化大型企业的竞争力。

大型再生铅企业料将受益。在行业变革的背景下，有理由相信，符合环保条件、准入条件的大型生产企业在以后的竞争当中将处于更为有利的位置，一来，环保政策的一视同仁，提升了其他企业的生产成本，使得各类企业同一环境中竞争，这样对原材料的争夺也处于同一起跑线上，生产技术更为先进，规模优势更加明显的企业将从中受益，而获得更多的原材料供给，提升他们的产能利用率。二来，政策的推行，将淘汰大量的中小型甚至大型企业，这将使行业的竞争格局优化，集中度提升，从而增强大型企业的话语权。三来，大型企业增值税制度完善，更易取得增值税优惠政策。由此，公司的再生铅业务，可能会因此而受益，成为公司未来的利润来源之一。

6. 铅价料存回升空间、贵金属价格前景不佳

短期价格趋势向好。其主要驱动因素包括我国经济触底回升，提升铅等金属需求前景；包括美日欧在内的全球流动性宽松对金属价格也有支撑。

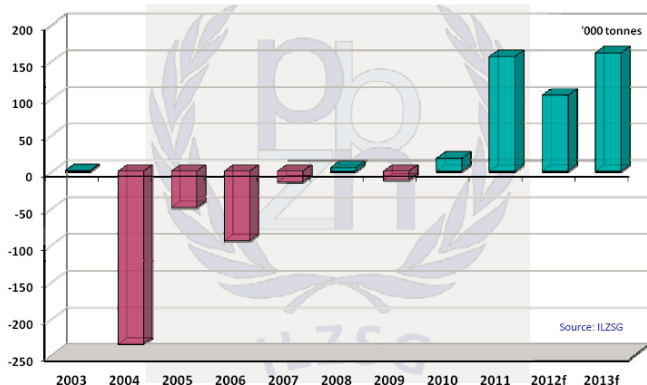
2013 年铅仍将过剩。ILZSG 预测 2013 年，全球铅金属量将增长 3.8%，而需求的增速仅为 3.3%。从而使铅金属全年的供应过剩量提升。

关注可能出现的供给冲击与需求激增刺激。其中供给冲击包括环保事件推动铅、铅冶炼行业大面积停产。11 月份，我国九部门出台了《关于依法做好金属非金属矿山整顿工作的意见》，意见决定于 2012—2015 年组织开展矿山整顿攻坚战，对

存在非法违法开采行为的矿山依法予以取缔关闭：对限期停产整改后仍不具备安全生产条件的矿山依法予以关闭：对工艺、技术、装备落后，不符合产业发展政策的矿山限期予以关闭。由于我国铅锌矿大多是小型矿山，容易出现不符合政策的情况。若整顿工作执行力提升，推进工作较好，将对我国铅矿供给形成冲击，而改变供需基本面。在需求面则关注储能电池及汽车动力电池的增长。

在贵金属价格方面，我们预计黄金价格可能高点已现，因随着欧洲积极救助债务国，美国财政悬崖解决的可能性较高，而货币进一步宽松的空间不大，2013 年经济的回升，将推动经济增速和利率的回升，而经济复苏初期，通货膨胀仍将较低，真实利率的上升将打压黄金价格。尽管黄金价格仍会受到印度黄金需求回升、央行购金等因素的支撑。

图 12: ILZSG 对铅供需的预测



数据来源：东北证券，ILZSG。

7. 盈利预测与估值

根据前述对公司的分析，我们在预测时对公司的生产经营情况做出如下假设：

- 公司铅等金属的销售量并不会会有较大的增长。
- 铜、铅等产品价格有上升空间，但贵金属价格可能会下降，会影响到相关业务毛利率。
- 预计，在节能环保政策持续推动，国家对再生铅行业增值税优惠政策将从 2013 年开始体现，公司所获得的营业外收入将由此上升。
- 公司参股的一些冶炼企业面临亏损的局面，导致公司的所得税有效税率较高，约为 28%。

表 6: 盈利预测的主要假设

		2012	2013	2014
销售价格	铅 (元/吨)	13100.00	13500.00	13700.00
	白银 (元/公斤)	5620.00	5500.00	5400.00
	黄金 (元/公斤)	342000.00	330000.00	320000.00
	粗铜 (元/吨)	47589.74	49230.77	50051.28
	硫酸 (元/吨)	400.00	400.00	360.00
销售量	铅 (万吨)	40.00	40.00	40.00
	白银 (吨)	650.00	700.00	700.00
	黄金 (公斤)	3000.00	3000.00	3000.00
	粗铜 (吨)	9000.00	9500.00	10000.00
	硫酸 (吨)	250000	265000	285000

资料来源：东北证券。

根据假设，我们预计 2012 年公司的业绩为 0.21 元，2013 年和 2014 年的业绩分别为 0.49 和 0.54 元。对应的 PE 水平分别为 80 倍，34 倍和 30 倍。

公司利润的增长点有，从 2013 年开始增值税的优惠政策将体现；铅价存上升空间，资产减值损失可能会降低。

综合来看，公司作为国内最大的铅冶炼企业，在公司冶炼与伴生品回收技术的支持下，公司实现了对铅精矿的吃干榨尽，并能有效地控制成本，这成为公司利润的主要来源。为了突破公司原材料主要来源于外购的瓶颈，公司参股了一些资源企业，特别是公司利用金融危机的契机，在 2010 年投资了 KBL 公司，该公司拥有澳洲最大的未开展银铅矿，并已进入到开采阶段，可能会为公司贡献利润。与此同时，公司也在积极向再生铅领域进军，实现原材料的多元化，目前，公司已建设有 36 万吨废铅酸电池处理能力，再生铅原料贡献逐年提升。在国家不断提升再生铅回收与生产环保标准和监管的背景下，公司再生铅业务可能受益。大宗商品的价格似可上升空间，但贵金属的价格前景也并不乐观。因此，我们维持公司“谨慎推荐”评级。

8. 风险提示

- 1.公司粗铜、硫酸等副产品价格出现超预期不利变化，导致副产品利润下降。
- 2.铅、贵金属受需求变动而引发价格下跌的影响下，公司相关业务的毛利率降低和库存价格损失。
- 3.公司原材料含铅精矿、铅蓄电池的供应出现紧张。
- 4.公司再生铅业务进展或再生铅行业的整合力度不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	864	1100	1100	1100
交易性金融资产	50	67	77	87
应收款项	57	35	36	36
存货	3941	4059	4177	4211
其他流动资产	220	0	0	0
流动资产合计	5546	5527	5668	5712
可供出售金融资产	36	18	18	18
长期投资净额	120	102	102	102
固定资产	875	1308	1408	1658
无形资产	120	153	205	246
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1314	1446	1819	1921
资产总计	6859	6973	7486	7633
短期借款	2154	2734	3114	3260
应付款项	824	875	934	925
预收款项	105	148	138	144
一年内到期的非流动负债	414	190	120	0
流动负债合计	4598	4594	5002	5030
长期借款	315	385	385	385
其他长期负债	73	73	73	73
长期负债合计	395	470	472	472
负债合计	4994	5065	5475	5502
归属于母公司股东权益合计	1842	1873	1959	2061
少数股东权益	24	35	52	70
负债和股东权益总计	6859	6973	7486	7633

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11668	12064	12364	12465
营业成本	11073	11412	11783	11860
营业税金及附加	24	14	15	15
资产减值损失	243	202	16	2
销售费用	11	11	12	12
管理费用	90	98	99	100
财务费用	127	223	241	265
公允价值变动净收益	6	8	10	10
投资净收益	-34	-17	1	5
营业利润	72	94	209	227
营业外收支净额	62	12	30	35
利润总额	134	106	239	262
所得税	43	34	77	84
净利润	91	72	163	178
归属于母公司净利润	88	61	145	160
少数股东损益	3	11	18	18

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	91	72	163	178
资产减值准备	243	202	16	2
折旧及摊销	72	76	82	93
公允价值变动损失	-6	-8	-10	-10
财务费用	132	170	192	208
投资损失	34	17	-1	-5
运营资本变动	-1099	183	-68	-35
其他	0	221	0	0
经营活动净现金流量	-558	765	346	396
投资活动净现金流量	-357	-281	-434	-156
融资活动净现金流量	691	-247	88	-240
企业自由现金流	-329	462	-36	294

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.30	0.21	0.49	0.54
每股净资产 (元)	6.24	6.35	6.64	6.98
每股经营性现金流量 (元)	-1.89	2.59	1.17	1.34
成长性指标				
营业收入增长率	40.64%	3.40%	2.48%	0.82%
净利润增长率	-42.35%	-30.78%	137.83%	10.68%
盈利能力指标				
毛利率	5.10%	5.41%	4.70%	4.86%
净利率	0.75%	0.51%	1.17%	1.29%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	1.59	1.00	1.00	1.00
存货周转率 (次)	121.54	122.93	122.47	122.62
偿债能力指标				
资产负债率	72.80%	72.63%	73.13%	72.08%
流动比率	1.21	1.20	1.13	1.14
速动比率	0.28	0.29	0.27	0.27
费用率指标				
销售费用率	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
管理费用率	0.77%	0.81%	0.80%	0.80%
财务费用率	1.09%	1.85%	1.95%	2.12%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.64%	0.56%	1.11%	1.11%
估值指标				
P/E (倍)	56	80	34	30
P/B (倍)	3	3	2	2
P/S (倍)	0	0	0	0
净资产收益率	4.78%	3.25%	7.40%	7.78%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760