

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

豫光金铅调研纪要

——豫光金铅(600531)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(维持)

市场数据(2019-06-24)

发布日期: 2019年06月25日

收盘价(元)	5.62
一年内最高/最低(元)	6.42/3.41
沪深300指数	3841.27
市净率(倍)	1.86
流通市值(亿元)	61.27

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	3.04
每股经营现金流(元)	0.03
毛利率(%)	4.07
净资产收益率-摊薄(%)	0.34
资产负债率(%)	70.28
总股本/流通股(万股)	109024.26/109024.26
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《豫光金铅(600531)年报点评: 产销维持增长, 铅冶炼龙头地位稳固》 2019-04-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件: 6月21日对豫光金铅进行调研。

投资要点:

● **管理层对公司简要介绍:** 公司2002年7月在上交所上市,目前主要产品有: 铅41万吨(约占全国总产量10%), 黄金8吨, 白银1000吨, 硫酸57万吨、铜10万吨, 还有铋、铊等小金属。2019年一季度, 受中美贸易战影响, 金属价格一路下滑, 对公司业绩有一定影响, 但是公司采取了各方面措施, 公司整体运行比较平稳。近年来, 公司经营的主要思想是“走循环经济发展道路”, 原来是靠铅矿来冶炼成铅、黄金和白银等, 2016年公司从资本市场融资15亿, 建立循环经济, 在全国各地设点回收废旧蓄电池, 充分利用“城市矿山”, 这几年发展得也不错, 目前41万吨的铅有很大一部分是再生铅, 再生铅享受国家退税支持。在原材料方面, 是买原生矿还是买废旧蓄电池, 公司会根据不同情况综合考虑, 如果用废旧铅酸蓄电池生产的效益好, 公司就会大量购买废旧铅酸蓄电池生产, 不过近期购买废旧铅酸蓄电池就比较不划算, 因为原生矿中除了主要产品铅、黄金、白银计价以外, 铜、铋、铊、硫都不计价, 现在算下来买原生矿就比较划算。公司也有一部分出口业务, 中美贸易战对公司确实有影响, 但主要是贸易战对有色金属价格造成冲击, 有色金属价格大幅下降对公司效益有负面影响。公司以冶炼为主, 基本没有自有矿山, 主要赚取加工费, 为避免金属价格波动对公司业绩的影响, 公司在期货市场做套期保值, 保持加工费的稳定, 从目前套保的情况来看, 收益还不错。

● **公司近期规划:** (1) 搬迁项目, 把原有的铅冶炼系统进行技术改造, 提高技术装备, 搬迁投产后铅的生产成本将有一定程度的下降; (2) 抓内部管理, 提高劳动生产率, 降低成本, 把综合回收抓上去。这些工作都在有条不紊的进程中, 在2019年将有一个较好的发展。

● **问题1: 近年公司增收不增利的原因? 回答:** 公司是冶炼企业, 原材料要外购, 公司主要赚取加工费, 近年公司产量增长并不多, 营收增加的主要是金属价格上涨导致的。近年环保整治力度加大, 小矿山和不合规矿山关停较多, 原材料供应紧张, 导致原生矿价格上涨较多, 公司外购原生矿成本也大幅增加, 冶炼企业加工费利润空间变薄。

● **问题2: 近期贵金属价格较好, 对公司有什么影响? 回答:** 从营收总额来看, 公司是铅三分之一、贵金属(黄金、白银)三分之一、铜三分之一。因为原材料中伴生黄金、白银、铜等多种金属, 贵金属价格好, 公司倾向于多采购一些贵金属含量较高的原生矿。

● **问题3: 电动自行车新国标要求整车质量(含电池)不超过55公斤,**

会不会出现电动自行车锂电化，导致下游需求会不会出现大幅下滑？

回答：动力电池有三种：锂电池、燃料电池和铅酸蓄电池，低速电动车主要是铅酸蓄电池。锂电池国家支持力度非常大，但是锂电池易燃易爆，将来锂电池环保回收也是一个大问题，有专家认为回收成本可能比制造新电池还高。锂电池仅用于续航，但是启动、照明主要还是要用铅酸蓄电池。至于电动自行车整车质量 55 公斤限制，其实铅酸蓄电池制造技术也在不断进步，基本可以达到这个标准，影响其实不是很大。实际上，公司的铅主要是用于制造汽车用的铅酸蓄电池，“豫光”牌铅在行业内的口碑非常好，虽然今年汽车销量有所下降，但国内汽车保有量巨大，每年更换电池需求还是很大。

- **问题 4：2016 年募资 15 亿，但再生铅回收项目进展缓慢，主要原因是什么？** 回答：由于环保、税收等原因，废旧铅酸蓄电池回收网点建设比较缓慢，但公司再生铅的产量一直在增长，并且增长很快，再生铅产量占比已经从 10% 上升到 50%。网点建设推进缓慢主要受两方面影响：（1）国家产业政策变动，废旧铅酸蓄电池作为危险废物，公司原来预期将严格按照危废来进行管理，不过后来国家推行生产者延伸责任制，标准有所放松，如果继续投建回收网点的话，可能导致投入很大但收益不一定很好。（2）税收方面，回收和处置的税收链条不同，如果在外地建设回收点的话，可能就无法享受税收优惠。当然，公司也在密切关注国家政策动态，新固废法可能会很快出台，到时再根据实际情况推进相关工作。未来新固废法可能是倾向区域处置，公司准备在江西、河北和西南地区布局处置中心，将区域回收和区域处置联动在一起。不管怎样，公司发展再生铅、走循环经济发展道路的方向不会改变。
- **问题 5：公司负债率比较高，一季度增加了较多短期借款，公司对降低负债和防范债务风险是怎么考虑的？** 回答：冶炼是一个资金密集型行业，行业的负债率普遍较高，因为存货需要占用大量资金，公司近年的负债率在 70% 左右徘徊，早年公司就意识到过高的负债率可能给经营带来风险，公司 2016 年通过增发股票募资，补充流动性，降低了公司负债率。最近 2 年，公司也积极抓中间占用，尽可能把中间占用往下压，减少银行贷款。此外，通过提高盈利，增加所有者权益，降低负债率。降低负债率的一些工作都在稳步往前推进。
- **问题 6：金铅冶炼存在的重要风险是环保，公司的尾水、尾渣、尾气是怎么处理的？存在环保风险吗？** 回答：环保是企业的生命线。最近几年公司做了很多工作，废水方面，生活废水我们通过一体化工程，用于厂区的绿化，污酸废水通过污水处理站后返回使用，其他废水进入中水站进行处理，外排水基本达到饮用水的标准。废气方面，公司的废气主要用于制取硫酸和液体二氧化硫，去年通过特别改造，指标都达到特排标准。譬如原来二氧化硫是 $250 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ，现在是 $100 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ；氮氧化物原来 $240 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ，现在 $100 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ；颗粒物原来 $30 \mu\text{g}/\text{m}^3$ ，现在 $10 \mu\text{g}/\text{m}^3$ 。固废方面，一方面采取源头减量化，譬如原来废酸将近 1 万立方，现在全部用于氧化锌的浸出；硫酸厂产生的石膏渣，进入配料使用；其他一些废渣进入水泥厂。2018 年公司投入 1 个多亿，改造设备，减少排放。
- **问题 7：公司对少量元素铋、钼等金属的回收情况怎样？** 回答：钼今年刚开始做，回收了将近 40 公斤，钼一公斤 36 万元，公司正在推进

真空熔炼，提高铋、锑等小金属的回收，增加副产品收益。

风险提示：（1）铅、黄金等金属价格下跌；（2）铅酸蓄电池下游需求下滑；（3）公司项目进展不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17448.9	19334.2	21267.6	23394.4	25733.8
增长比率	28.6%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	291.2	131.6	150.8	202.2	239.2
增长比率	65.1%	-54.8%	14.7%	34.1%	18.3%
每股收益(元)	0.27	0.12	0.14	0.19	0.22
市盈率(倍)	21.0	46.6	40.6	30.3	25.6

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17448.9	19334.2	21267.6	23394.4	25733.8	成长性					
减: 营业成本	16,369.1	18,535.5	20,459.4	22,388.4	24,575.8	营业收入增长率	28.6%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	107.1	105.3	127.6	140.4	154.4	营业利润增长率	282.1%	-40.7%	27.7%	33.3%	18.7%
销售费用	47.1	34.1	48.2	52.4	53.8	净利润增长率	65.1%	-54.8%	14.7%	34.1%	18.3%
管理费用	100.1	115.9	139.5	142.6	160.0	EBITDA 增长率	18.7%	19.5%	-17.9%	16.8%	10.2%
财务费用	211.2	449.4	264.2	302.5	327.4	EBIT 增长率	21.3%	29.1%	-22.7%	22.8%	13.2%
资产减值损失	148.2	71.7	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	59.6%	6.1%	-35.3%	22.8%	13.2%
加: 公允价值变动收益	-102.6	90.0	79.7	9.6	-33.0	投资资本增长率	15.4%	-1.9%	20.5%	-4.7%	17.4%
投资和汇兑收益	-101.5	49.2	-	-	-	净资产增长率	5.4%	0.9%	3.3%	4.1%	4.7%
营业利润	275.1	163.2	208.4	277.7	329.5	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	-16.9	-5.6	-7.0	-9.9	毛利率	6.2%	4.1%	3.8%	4.3%	4.5%
利润总额	276.8	146.2	202.7	270.7	319.7	营业利润率	1.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%
减: 所得税	-17.1	15.4	50.7	67.7	79.9	净利润率	1.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%
净利润	291.2	131.6	150.8	202.2	239.2	EBITDA/营业收入	3.7%	4.0%	3.0%	3.2%	3.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	2.7%	3.2%	2.2%	2.5%	2.6%
货币资金	1,288.9	1,322.7	1,701.4	1,871.5	2,058.7	运营效率					
交易性金融资产	92.0	111.6	121.1	108.2	113.7	固定资产周转天数	44	38	34	28	23
应收帐款	186.0	52.3	416.0	44.5	419.0	流动营业资本周转天数	77	76	82	83	85
应收票据	76.2	82.1	20.5	117.7	44.7	流动资产周转天数	173	150	161	160	157
预付帐款	677.1	320.7	897.7	405.1	1,000.4	应收帐款周转天数	4	2	4	4	3
存货	5,691.2	5,868.4	7,597.5	7,058.5	8,804.7	存货周转天数	115	108	114	113	111
其他流动资产	126.6	241.2	244.4	204.1	229.9	总资产周转天数	228	202	207	199	191
可供出售金融资产	10.4	10.4	10.5	10.4	10.4	投资资本周转天数	127	122	121	117	113
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	76.7	84.0	84.0	84.0	84.0	ROE	8.9%	4.0%	4.4%	5.7%	6.5%
投资性房地产	48.2	46.4	46.4	46.4	46.4	ROA	2.7%	1.2%	1.1%	1.7%	1.6%
固定资产	2,034.1	2,080.8	1,920.2	1,759.7	1,599.1	ROIC	9.0%	8.3%	5.5%	5.6%	6.6%
在建工程	224.4	226.6	226.6	226.6	226.6	费用率					
无形资产	280.5	309.3	300.5	291.7	282.9	销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	46.0	46.5	42.9	44.8	44.7	管理费用率	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
资产总额	10,858.3	10,803.1	13,629.8	12,273.2	14,965.2	财务费用率	1.2%	2.3%	1.2%	1.3%	1.3%
短期债务	3,300.8	3,311.8	4,424.5	4,790.5	5,138.9	三费/营业收入	2.1%	3.1%	2.1%	2.1%	2.1%
应付帐款	703.8	691.3	1,730.7	627.3	1,821.9	偿债能力					
应付票据	50.0	-	144.0	63.7	62.7	资产负债率	70.0%	69.5%	75.0%	71.1%	75.2%
其他流动负债	2,399.3	2,505.7	2,405.1	2,455.7	2,472.2	负债权益比	232.8%	228.0%	300.5%	246.3%	303.5%
长期借款	1,070.0	633.7	1,281.8	565.9	1,482.6	流动比率	1.26	1.23	1.26	1.24	1.33
其他非流动负债	71.5	366.9	240.2	226.2	277.8	速动比率	0.38	0.33	0.39	0.35	0.41
负债总额	7,595.4	7,509.5	10,226.3	8,729.2	11,256.0	利息保障倍数	2.24	1.36	1.79	1.92	2.01
少数股东权益	1.3	2.9	4.1	4.9	5.4	分红指标					
股本	1,090.2	1,090.2	1,090.2	1,090.2	1,090.2	DPS(元)	0.08	0.04	0.04	0.06	0.07
留存收益	2,164.2	2,204.8	2,309.1	2,448.8	2,613.6	分红比率	30.3%	31.5%	30.9%	30.9%	31.1%
股东权益	3,262.8	3,293.6	3,403.4	3,543.9	3,709.3	股息收益率	1.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	294.0	130.8	150.8	202.2	239.2	EPS(元)	0.27	0.12	0.14	0.19	0.22
加: 折旧和摊销	180.9	171.0	169.4	169.4	169.4	BVPS(元)	2.99	3.02	3.12	3.25	3.40
资产减值准备	148.2	71.7	-	-	-	PE(X)	21.0	46.6	40.6	30.3	25.6
公允价值变动损失	102.6	-90.0	79.7	9.6	-33.0	PB(X)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
财务费用	222.1	456.8	264.2	302.5	327.4	P/FCF	-9.6	39.9	14.4	27.7	23.0
投资收益	101.5	-49.2	-	-	-	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
少数股东损益	2.8	-0.7	1.2	0.8	0.5	EV/EBITDA	14.5	11.9	16.4	13.4	13.5
营运资金的变动	-845.9	204.7	-1,563.5	175.6	-1,422.1	CAGR(%)	-11.6%	22.4%	-5.5%	-11.6%	22.4%
经营活动产生现金流量	119.1	717.4	-898.2	860.2	-718.6	PEG	-1.8	2.1	-7.4	-2.6	1.1
投资活动产生现金流量	-110.7	-153.3	-19.1	25.8	-10.8	ROIC/WACC	1.2	1.1	0.7	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	-292.1	-543.3	1,296.0	-715.8	916.6	REP	1.2	1.3	1.8	1.8	1.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

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

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。