

中金岭南（000060）：行业龙头，攻守兼备

增持（维持）

有色金属行业

2009年04月14日

张方 010-66045552 zhangf@txsec.com

事件描述：

近日，我们对公司进行了走访，与有关人员就公司目前经营情况进行了交流。

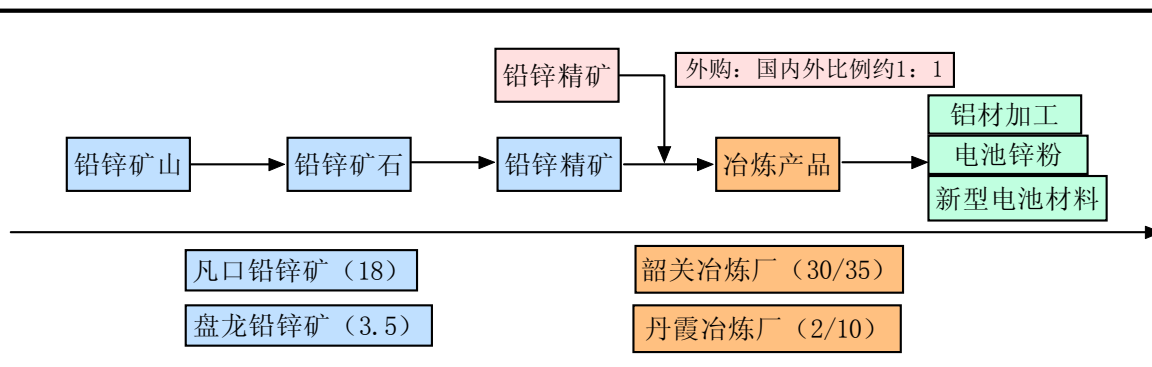
评论：

- 1、PEM公司成本持续下降，未来有望成为资源整合平台。**（1）目前PEM公司正在努力降低成本，包括采选高品位矿山和技术合作等，目前精矿的现金成本在65美元/磅左右（约1433美元/吨），较08年12月的0.68美元/磅继续下降。另外，PEM公司预计将降低精矿的产量，09年预计精矿产量为10万吨左右（低于08年的14万吨），将有效保证资源的储备；（2）PEM公司资源的远景储量比较大，目前有几个矿区正处于探矿阶段。我们认为公司将可能追加投资，一方面进行进一步的探、采矿，另一方面可能会以PEM为平台，加强对澳大利亚铅锌资源的收购。同时我们认为，应该对并购之后的整合建立合理的预期，期望几个月内就完成整合并体现出协同效果是不现实的。公司在并购PEM前就做好了在未来3年内不赚钱的打算，这也在一定程度上体现了成熟的并购理念。
- 2、精矿产量有望增长。**（1）凡口铅锌矿技改08年底已经完成，预计未来每年将达产18万吨；（2）广西盘龙铅锌矿预计09年下半年技改完成，年选矿能力90万吨/年，考虑到市场情况及开采成本，预计2009、2010、2011年产铅锌精矿约为5000吨、1.5万吨和2.5万吨；（3）如果不考虑经过协商供给公司精矿的情况下，PEM公司在包销合同执行完后（铅09年到期，锌2011年到期），将直接供给公司精矿，按照PEM公司2008年度铅锌精矿产量14.37万吨（其中铅精矿5.24万吨、锌精矿9.13万吨），到时将大大提升公司的资源自给率。
- 3、冶炼产能稳中有升。**（1）丹霞冶炼厂8万吨技改项目预计09年下半年完工，加上已有产能2万吨，09年下半年丹霞冶炼厂产能将达到10万吨；（2）韶关冶炼厂粗炼产能已达到30万吨，精炼产能已达到35万吨。预计09年下半年公司粗炼产能将达到40万吨，精炼产能将达到45万吨。
- 4、子公司：房地产项目有望带来收益，电池新材料是亮点。**（1）天津金康房地产公司“金康·国际中心”项目进展顺利，共投资约9亿元，有望在2009年底或2010年贡献收益。（2）岭南科技有限公司主要产品冲孔镀镍钢带（主要用于镍氢电池负极板材料）产能已达到3000吨/年，球形亚镍（主要用于镍电池材料）产能已达到2000吨/年，镍氢动力电池未来几年前景广阔，公司产能有望逐步释放。（3）岭南新材料有限公司SNP型特种镍粉主要用于二次电源的导电剂或添加剂、粉末冶金等，公司一期产能达到500吨/年，远期产能可达2000吨/年，随着市场的开拓，将逐步贡献利润。（4）岭南高能电池有限公司无汞电池锌粉（占市场份额的70%）08年产能达到12000吨/年，片状锌粉产能也达到200吨/年。
- 5、铅锌行业好转迹象明显。**在国家和地方收储、信贷放松以及产业振兴规划（“汽车下乡”）的带动下，下游需求有所回暖，LME3月铅锌价格自08年底以来分别上涨50%和25%以上，行业形势明显好转。而且公司在外购铅锌原料方面与加拿大Teck Cominco公司签有协议，在锌的销售方面与宝钢签有协议，保证原料来源和产品销售的正常。另外，公司在资源自给率（50%左右）和成本控制方面也具有优势。

6、盈利预测。假设2009年、2010年铅均价分别为13500元/吨、14500元/吨，锌均价分别为13000元/吨、14000元/吨，在不考虑PEM并表的情况下，预计公司2008年、2009年和2010年的EPS分别为0.43元、0.32元和0.61元，当前股价为17.13元，动态PE分别为40倍、54倍和28倍，鉴于公司资源、成本优势明显，未来发展空间较大，且铅锌行业明显好转，维持公司“增持”的投资评级。

7、风险提示：（1）PEM公司成本控制不力的风险；（2）铅锌价格大幅波动风险；（3）有色行业的周期性波动风险。

图表1：中金岭南产业链图



资料来源：天相投顾

图表2：国内矿山指标

公司	矿山名称	铅锌储量（万吨）	权益	矿石品种	铅锌品位	锌品位	铅品位
中金岭南	凡口矿	434	100%	硫化矿	14.01%	9.33%	4.68%
	盘龙矿	86	55%	硫化矿、氧化矿	4.18%	3.13%	1.05%
驰宏锌锗	会泽矿	201	100%	硫化矿	25%	15%	10%
	昭通矿	29	100%	硫化矿	18.58%	13.42%	5.16%
宏达股份	兰坪矿	1280	60%	氧化矿、硫化矿	8.97%	7.38%	1.59%
	锡铁山矿	209.4	100%	氧化矿、硫化矿	10.33%	5.99%	4.34%
西部矿业	获各琦矿	131	100%	氧化矿、硫化矿	2.90%	1.55%	1.35%
	呷村矿	137	76%	氧化矿、硫化矿	13.65%	8.44%	5.21%

资料来源：公司资料，天相投顾。注：铅锌储量截至到2008年年底，根据相关数据测算

图表3：PEM资源金属量

矿山名称	锌（万吨）	铅（万吨）	银（吨）	铜（万吨）	钴（吨）
布罗肯山	182（9.4%）	141（7.3%）	1757.89	/	/
弗林德斯锌项目	30（29.8%）	/	/	/	/
	10.68（27.6%）	/	/	/	/
昆士兰	/	/	139.5	20.15（1.3%）	7750
合计	222.68	141	1897.39	20.15	7750

资料来源：公司资料。注：括号内为金属品位



图表4：冶炼、精矿产能预测（不考虑PEM公司，单位：万吨）

冶炼产能	2008E	2009E	2010E	2011E
电铅	12.5	15	15	15
锌	24.5	30	30	30
合计	37	45	45	45
精矿产能	2008E	2009E	2010E	2011E
盘龙铅锌矿	/	3.5	3.5	3.5
凡口铅锌矿	18	18	18	18
合计	18	21.5	21.5	21.5

资料来源：天相投顾

图表5：冶炼、精矿产量预测（不考虑PEM公司，单位：万吨）

	2008E	2009E	2010E	2011E
铅精矿	5.5	6.2	6.5	6.8
锌精矿	11	12.3	13	13.7
合计	16.5	18.5	19.5	20.5
精炼铅	12	12.5	14	15
锌及锌制品	24	25	28	30
合计	36	37.5	42	45
自给率	45.83%	49.33%	46.43%	45.56%

资料来源：天相投顾

图表6：纳入合并报表的子公司概况（不包括PEM公司）

公司名称	注册资本 万元	直接持股	间接持股	2007年净利润 万元	主营业务
同一控制下企业合并取得的子公司					
深圳市有色金属财务有限公司	30,000	74.7%	-		同业拆借、成员单位内金融业务
深圳康发发展有限公司	1,000	100%	-		土地开发及商品房经营
深圳市金鹰出租汽车有限公司	1,000	40%	60%	218.79	汽车出租及配件销售
深圳华加日铝业有限公司	13,313	55%	-	990.74	生产经营铝门窗及铝合金制品
深圳市金瑞期货经纪有限公司	3,000	100%	-		期货经纪业务，信息咨询，培训
非同一控制下企业合并取得的子公司					
深业有色金属有限公司	港币2,400	99.17%	-		贸易
中国有色金属工业深圳仓储运输公司	500	100%	-	88.67	代办进出口货物托运及仓储
深圳市中金高能电池材料有限公司	5,160	85.92%	-	486.5	高能电池等新材料开发销售
深圳市中金岭南科技有限公司	5,000	96%	4%	1.3	纳米、稀贵金属等新材料
深圳市中金岭南先进材料有限公司	4,000	75%	25%	-976.01	有色金属及相关粉体的生产
天津金康房地产开发有限公司	1,500	33.34%	66.66%	-452.69	房地产开发
永兴县中金材料有限公司	1000	-	90%		硫酸镍生产

资料来源：公司公告



图表7：2009-2010年铅锌均价预测（单位：元/吨）

	2009E	2010E	2011E
铅	13500	14500	15000
锌	13000	14000	15000

资料来源：天相投顾

图表8：公司盈利预测表（不考虑PEM公司并表，单位：万元）

单位：万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	653,277	825,712	716,125	676,500	788,232
增长率 (%)	54.17%	26.40%	-13.27%	-5.53%	16.52%
减：营业成本	410,979	589,334	553,998	559,033	630,027
毛利率 (%)	37.09%	28.63%	22.64%	17.36%	20.07%
营业税金及附加	4,885	7,486	6,800	6,000	7,800
销售费用	7,184	8,358	8,900	7,500	8,600
管理费用	46,626	52,498	45,000	45,000	47,000
财务费用	11,011	11,058	22,000	20,000	20,000
费用合计	64,821	71,913	75,900	72,500	75,600
期间费用率 (%)	9.92%	8.71%	10.60%	10.72%	9.59%
资产减值损失	-192	24,937	35,000	1,500	1,500
加：公允价值变动收益	-7,645	6,066	600	600	600
投资收益	-22,126	6,513	8,000	2,500	2,500
营业利润	143,151	144,007	53,027	40,567	76,405
增长率 (%)	292.41%	0.60%	-63.18%	-23.50%	88.34%
营业利润率 (%)	21.91%	17.44%	7.40%	6.00%	9.69%
加：营业外收入	656	805	500	500	500
减：营业外支出	8,586	3,182	1,000	1,000	1,000
利润总额	135,221	141,630	52,527	40,067	75,905
增长率 (%)	308.63%	4.74%	-62.91%	-23.72%	89.45%
利润率 (%)	20.70%	17.15%	7.33%	5.92%	9.63%
减：所得税费用	22,601	20,159	8,000	6,100	12,000
所得税率 (%)	16.71%	14.23%	15.23%	15.22%	15.81%
净利润	112,621	121,471	44,527	33,967	63,905
增长率 (%)	296.87%	7.86%	-63.34%	-23.72%	88.14%
净利润率 (%)	16.96%	14.59%	6.08%	4.87%	7.98%
归属于母公司所有者的净利润	110,820	120,454	43,527	32,967	62,905
增长率 (%)	299.58%	8.69%	-63.86%	-24.26%	90.81%
少数股东损益	1,801	1,017	1,000	1,000	1,000
摊薄每股收益 (元)	1.08	1.18	0.43	0.32	0.61

资料来源：公司公告，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100