

有色金属行业

中金岭南(000060)

评级: 中性

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

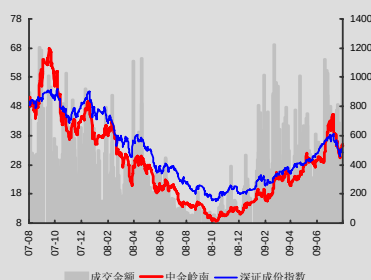
中金岭南(000060):

冶炼产能提高的同时, 资源保障能力大幅提高

投资要点:

- 铅锌行业已经走出谷底, 下半年铅锌价格有进一步上涨空间。今年上半年受益于4万亿投资拉动的需求、汽车和家电以旧换新补贴政策, 我国铅锌需求旺盛, 在全球铅锌产能过剩的情况下, 我国的铅锌产量及消费量成为亮点。而从国内外近期公布的宏观经济数据及欧美、日本的汽车、房地产行业数据来看, 我们认为全球经济在逐步走出衰退, 虽然依然脆弱, 但是铅锌行业已经走出谷底, 而下半年铅锌价格在经济复苏预期和补库的因素下, 有进一步上涨空间。
- 中金岭南冶炼产能提升的同时, 资源保障能力和铅锌矿自给率均大幅提升。近几年公司铅锌精矿和冶炼金属产量持续增长, 2008年, 公司铅锌精矿产量17.3万吨, 铅锌冶炼金属量36万吨, 韶关冶炼厂技改项目及丹霞冶炼厂锌氧压浸出镓锗回收技改工程完成后, 公司冶炼产能达到40万吨/年, 且能同时回收镓锗等副产品。我们预计, 公司2009年铅锌精矿将达到30万吨左右, 权益产量达到24万吨左右, 较2008年增长近40%。与此同时, 公司收购广西盘龙矿和澳洲PEM公司后, 拥有铅资源储量为460万吨, 锌储量230万吨, 为可比的资源型铅锌公司储量中最多。我们认为, 公司冶炼产能提升的同时, 资源保障能力和铅锌矿自给率均大幅提升。
- 投资建议: 我们预计2009-2010年公司实现每股收益分别为0.33元和0.55元。从有色行业的PE和PB比较来看, 公司估值居中; 而从资源市场价值/市值、资源经济价值/采矿权进行矿业权重估之后的PB比较等指标来看, 公司相对可比的资源型铅锌企业的估值优势不明显, 在当前股价下, 我们首次给予公司“中性”评级。
- 风险提示: 下半年中国需求疲软会对铅锌价格带来下行风险; 我国冶炼产能过剩, 如果铅锌企业限制产能复产较快且量较大, 将改变现有的供需格局。

中金岭南和深证综指对比走势图



单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	826,968.50	744,174.10	565,572.32	735,244.01
同比增长率	26.59%	-10.01%	-24.00%	30.00%
净利润	117,858.84	40,544.51	34,470.16	57,375.99
同比增长率	4.65%	-65.60%	-14.98%	66.45%
每股收益(元)	1.14	0.39	0.33	0.55
同比增长率	5.43%	-65.83%	-15.40%	66.45%
PE	20.0	58.2	68.7	41.2

1、铅锌行业谷底已经过去

1.1 我国铅锌需求好于国外市场

- 我国铅锌冶炼产能总体大于采矿产能，铅锌精矿进口量持续增加。我国铅锌矿产储量排世界第三，近年来，铅精矿和锌精矿产量占据全球的1/4以上，但因我国的总体冶炼产能高于采矿产能，且冶炼产能增长速度高于采矿产能增长速度，因此近几年，我国进口铅锌精矿量持续增加。

图 全球铅储量分布

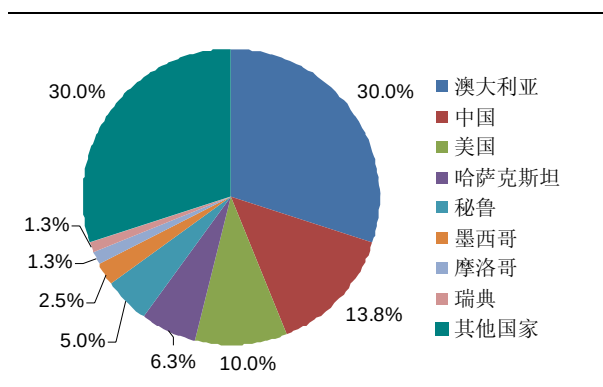


图 全球锌储量分布

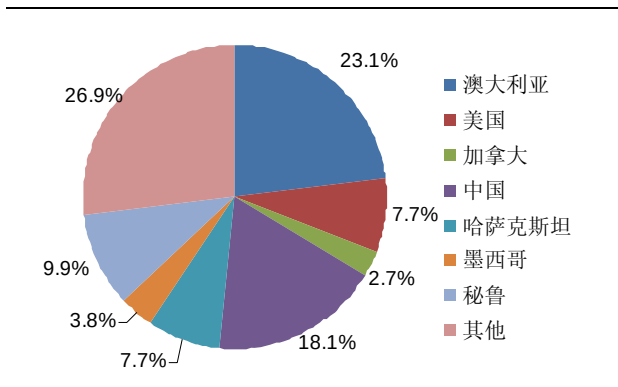


图 我国铅精矿产量占全球比例逐年增加

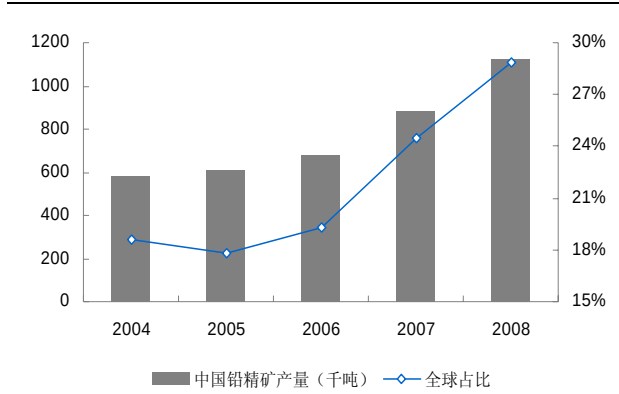


图 我国贡献全球锌精矿产量四分之一以上

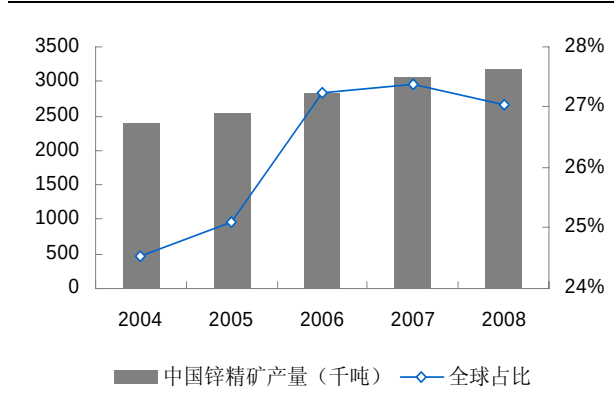


图 我国铅冶炼及采矿产能

图 我国锌冶炼及采矿产能

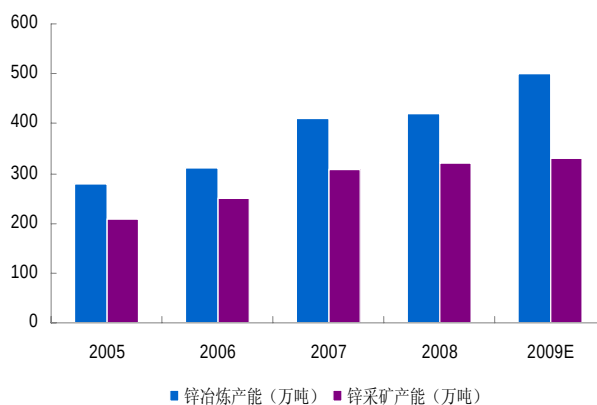
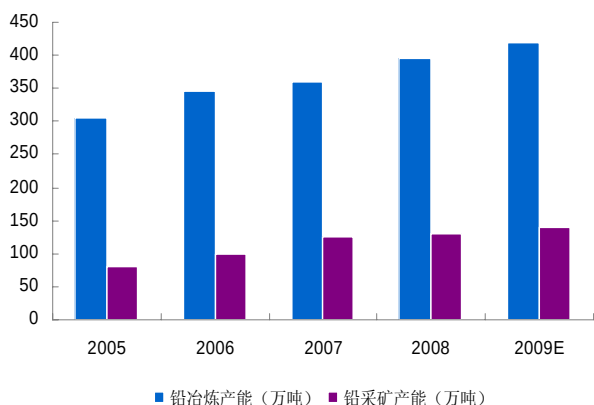


图 今年上半年我国铅精矿进口情况

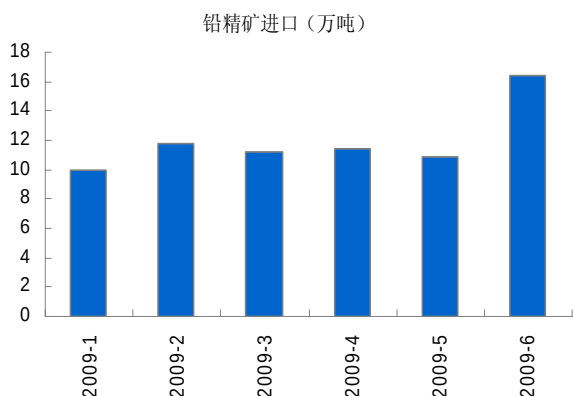


图 今年上半年我国锌精矿进口情况

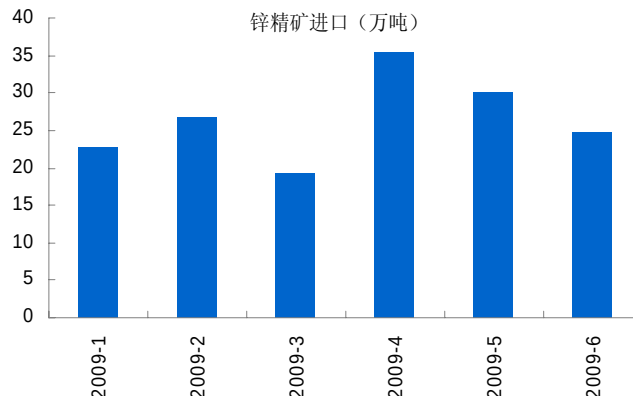


图 我国精铅产量

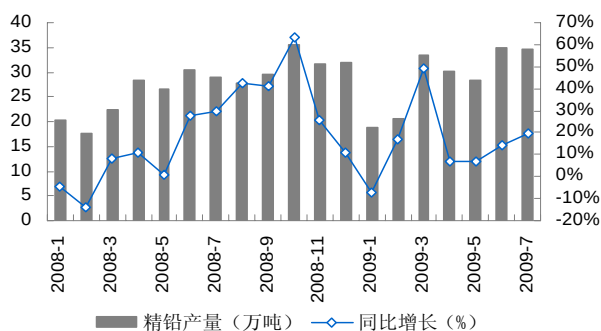
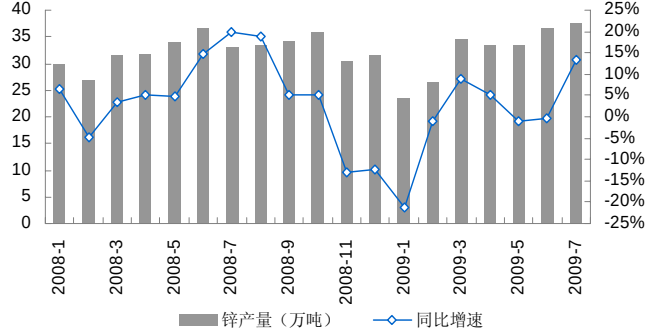


图 我国精炼锌产量



- **中国铅锌下游需求旺盛。**受益于4万亿投资拉动的需求、汽车和家电以旧换新补贴政策，上半年我国铅锌需求旺盛，在全球铅锌产能过剩的情况下，我国的铅锌产量及消费量成为亮点。

(1) **汽车市场成铅需求主力。**今年上半年我国汽车产销量屡创新高，以及电动自行车产能同比小幅增长弥补了一部因摩托车产量减少、铅酸蓄电池出口下滑及消费淡季等因素带来的冲击，总的来看，在汽车市场旺盛的需求下，我国铅消费需求好于国外。

(2) **精炼锌单月产量历史新高。**在价格反弹的推动下，闲置产能在二季度迅速亏负，

上半年精炼锌产量约 185 万吨，同比略有下降，但是今年 6 月份产量为 37.6 万吨，为历史单月产量最高。

图 全球精铅供需平衡状况

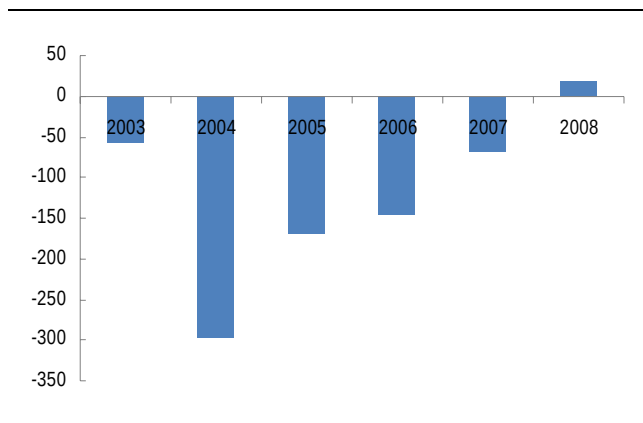
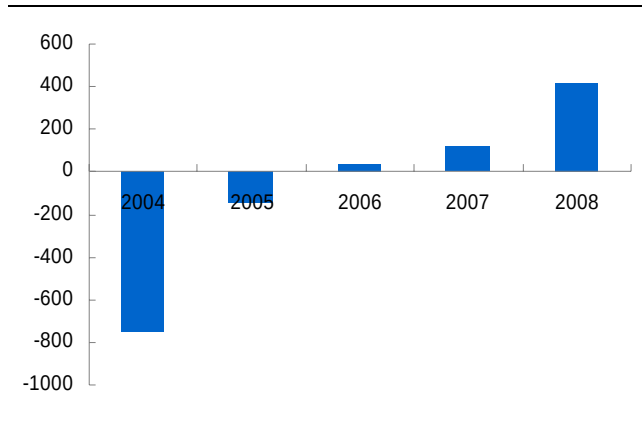


图 全球精锌供需平衡情况



注：2003-2007 年全球精铅供给小于需求，2008 年全球精铅供应过剩 1.9 万吨

图 铅终端消费行业

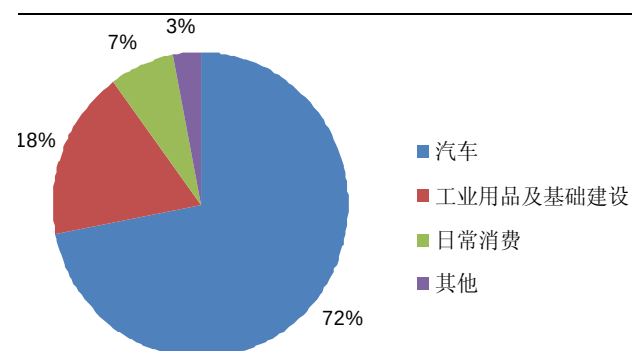
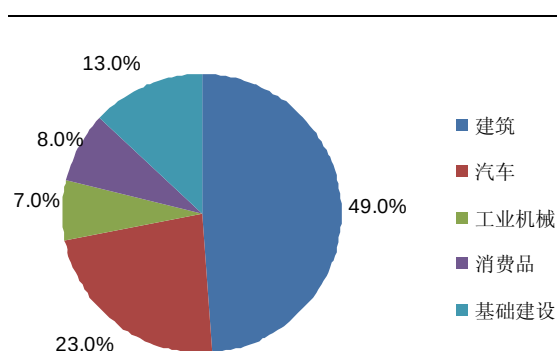


图 锌终端消费行业



来源：日信研究

图 房屋新开工面积累计值及同比增速

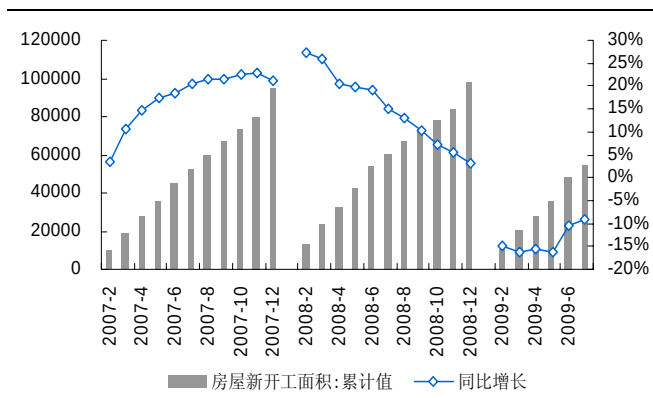


图 房地产景气指数

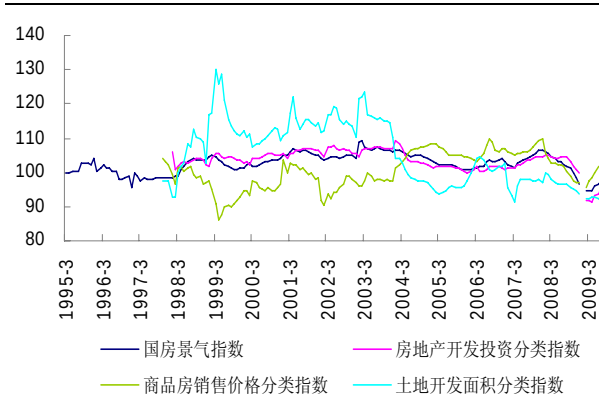


图 我国汽车产量及同比增长情况

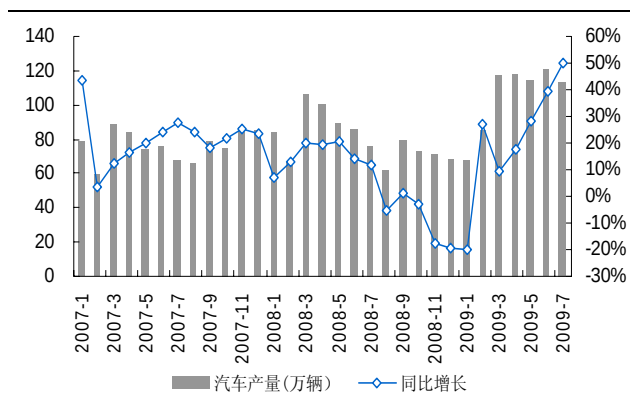


图 中汽协-汽车销量及同比增长情况

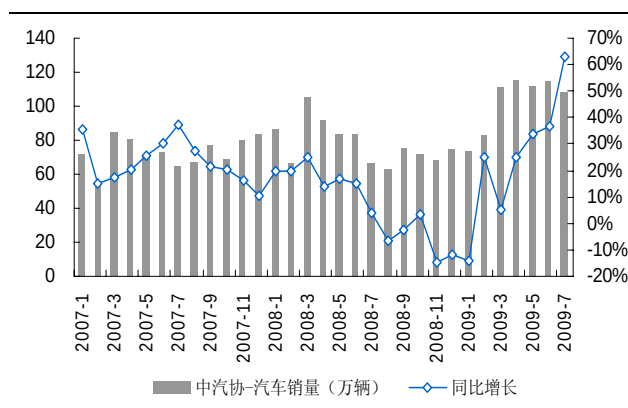


图 交通运输设备行业固定资产投资累计完成额

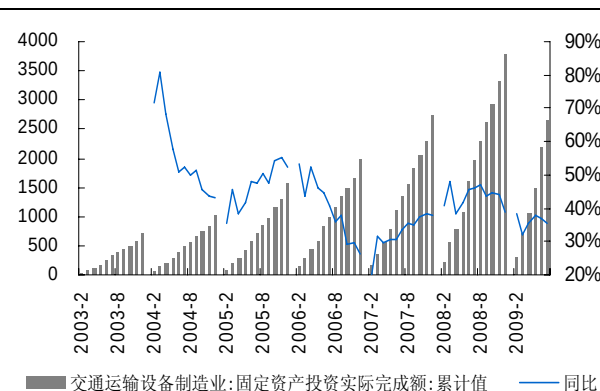


图 通用设备制造业固定资产投资累计完成额

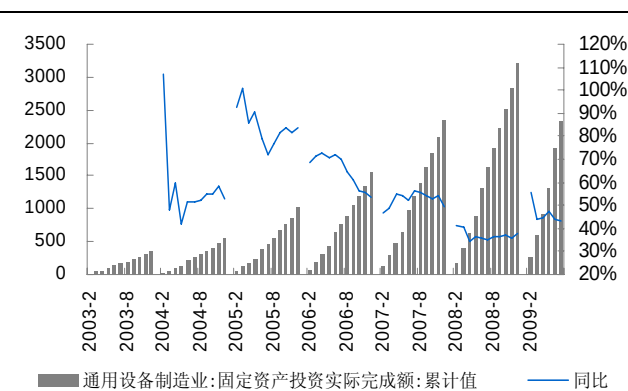


图 铅酸蓄电池产量及同比增速

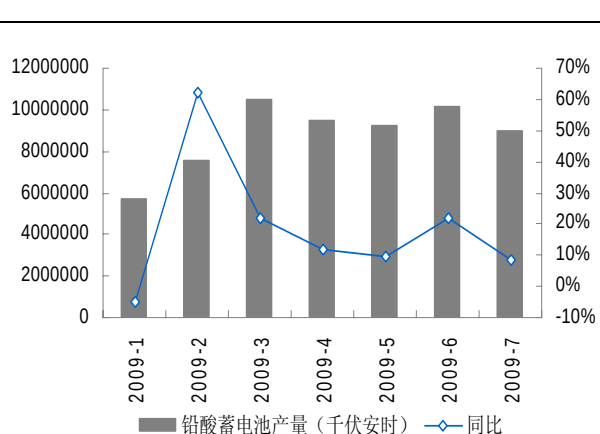
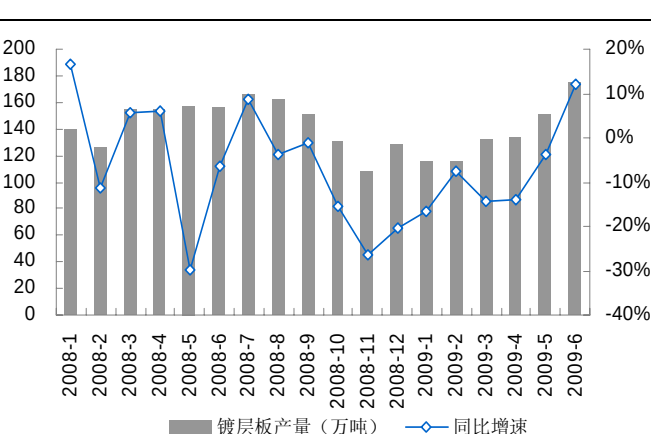


图 镀层板产量及同比增速



来源: wind, 日信研究

1.2 铅锌行业下半年展望

- 下半年铅锌需求有望进一步改善。从国内外近期公布的宏观经济数据及欧美、日本的汽车、房地产行业数据来看，我们认为全球经济在逐步走出衰退。尽管全球经济依然脆弱，

但是铅锌行业已经走出谷底。而下半年我国的铅锌需求有望进一步改善。

(1) 国内汽车、摩托车和电动自行车保有量巨大(截止 2008 年底,分别为 6476 万辆、8954 万辆和 8954 万辆),随着市场经济复苏的预期,以及更换铅酸蓄电池消费旺季即将来临,下半年精铅消费甚至将可能超过上半年的消费水平。

(2) 占锌消费量 50%的镀锌板自 3 月份开始,市场需求逐渐好转,目前镀锌板产量基本回升至历史正常水平,同时一些新项目投产试车积极的消息也频现。但是在当前价格下,一部分在去年底至今年初停产或限产的西方冶炼企业和矿产已经具备了复产的条件,而全球的精炼锌产量有进一步增加的可能。因此,我们认为下半年锌需求有望进一步改善,但是下半年市场过剩量将会超过 2008 年。

- **铅锌价格有进一步上涨空间。**我们认为下游需求好转支撑铅锌价格因素外,此外生产成本线及补库需求将对铅锌价格有潜在推动作用。

(1) 锌平均成本约 12000 元/吨左右,一季度大部分冶炼为主的企业都亏损,开采及冶炼型企业也只是勉强达到盈亏平衡,而国内需求将进一步好转,将支撑锌价在成本线上运行;

(2) 我们认为,铅锌开始复苏,而国内大部分生产企业库存水平都较低,此外,去库存化的缓和也在其他市场进行,如欧洲钢铁行业开始复苏,对镀锌板的需求开始增加。巴克莱预计经合组织的买兴将始于四季度,或更早,这将对铅锌价格有推动作用。

图 LME 铅库存及价格变化

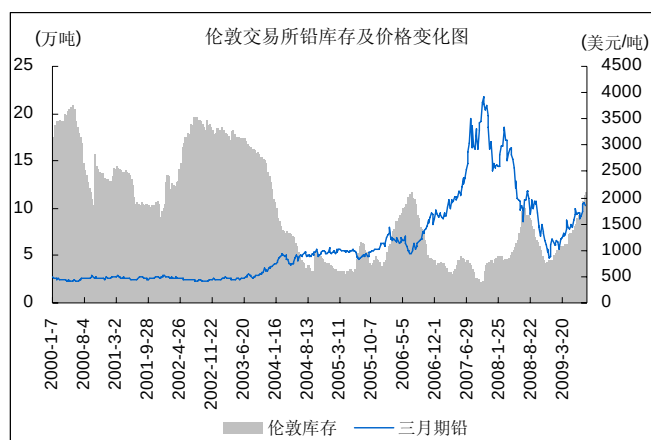


图 LME 锌库存及价格变化

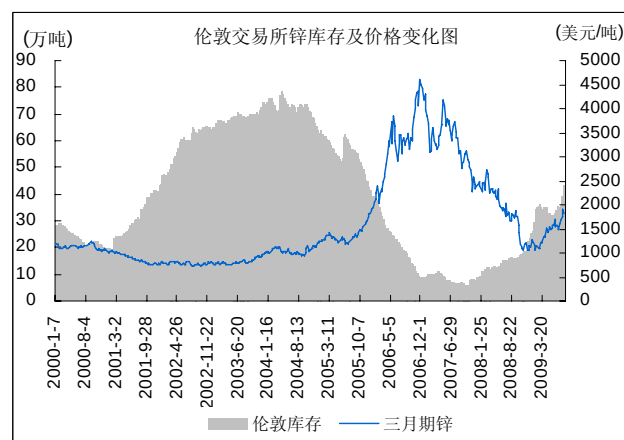


图 铅价往往落后于锌价

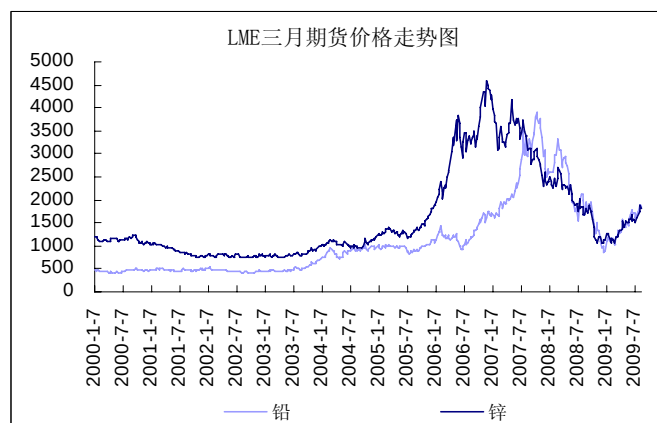
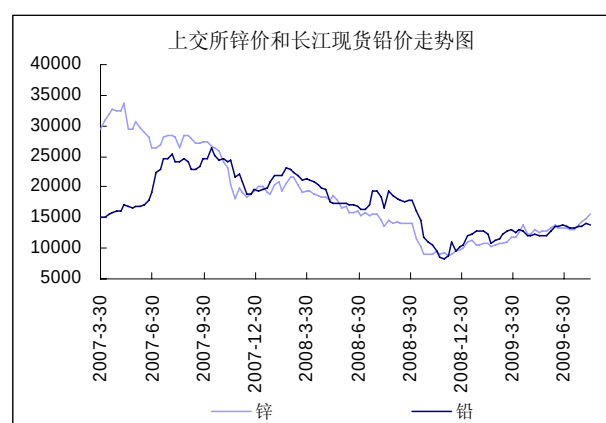


图 上交所锌价和长江现货铅价走势



来源：日信研究

表 我国铅锌精矿产量及进出口量

	2005	2006	2007	2008	2009E
中国铅精矿产量	608	680	882	1122	1088
铅精矿进口	1030	1203	1267	1445	1440
	2005	2006	2007	2008	2009E
中国锌精矿产量	1780	2114	2562	3075	2700
中国锌精矿进口	567.75	828.37	2151.49	2384.88	3100

来源：安泰科，日信研究

表 我国精炼铅供需情况预测

单位：千吨	2005	2006	2007	2008	2009E
精铅产量	2390	2710	2758	3053	3220
消费量	1990	2290	2489	2818	3070
净出口量	400	500	210	2,696	-54
市场平衡	0	-80	59	232.304	204

来源：安泰科，日信研究

表 我国精炼锌供需情况预测

单位：千吨	2005	2006	2007	2008	2009E
精炼锌产量	2665	3163	3743	3913	3931
精锌进口	392.22	318	149	183	452
精锌出口	123.25	325	276	71	28
消费		3345	3610	3700	3700
市场供求平衡		-189	6	325	655

来源：安泰科，日信研究

- **铅锌采矿企业或者采矿业务比重大的企业享有更高的毛利率。**根据国家统计局公布的数据，2009年1-5月铅锌采矿业利润总额9.144亿元，累计同比降幅为76.06%，而铅锌冶炼业5月扭亏，实现利润总额1.96亿元，同比降幅89.78%。我们认为，从产业链及行业供需格局来看，掌握更多矿产资源的企业将享有更高的利润率。

图 铅锌采选业利润总额累计值及同比增长

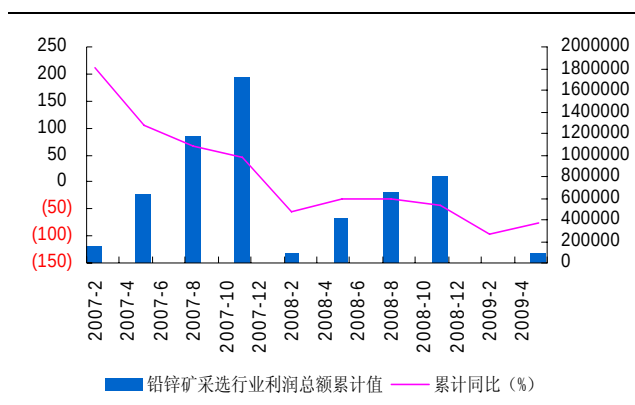
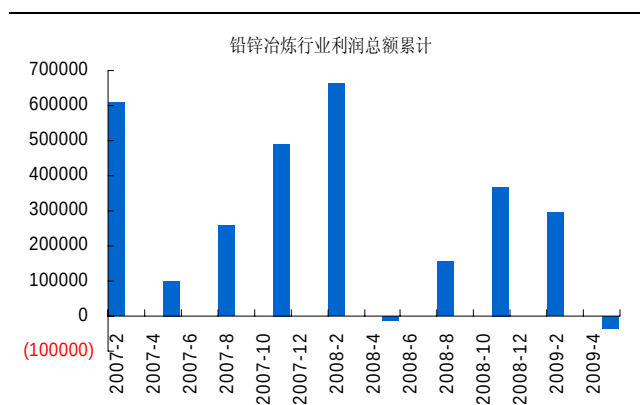
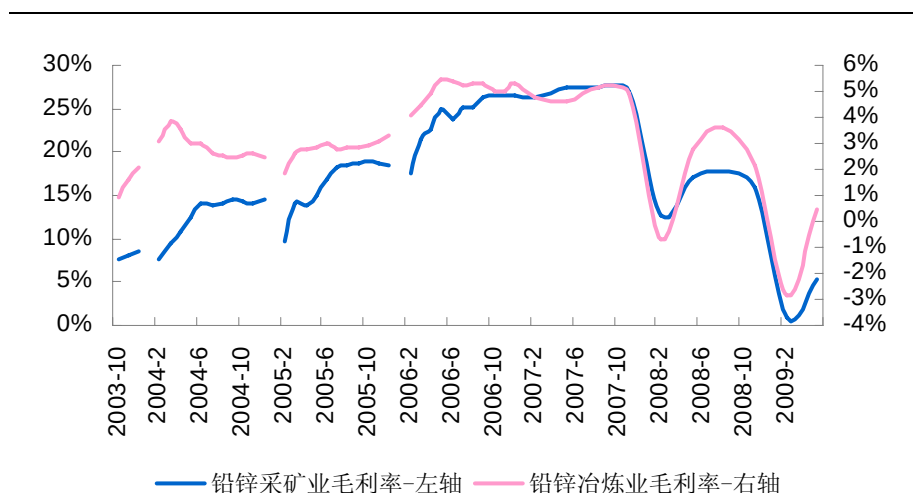


图 铅锌采选业利润总额累计值及同比增长



来源：国家统计局，日信研究



2、中金岭南未来两年铅锌资源和冶炼能力均大幅提升

2.1 公司积极拓展资源，资源保障能力提升

- 公司目前拥有凡口矿、广西盘龙矿和澳洲 PEM 公司的布罗肯希尔矿，拥有铅资源储量为 460 万吨，锌储量 230 万吨，为可比的资源型铅锌公司储量中最多。
 - (1) 凡口矿是国内第二大铅锌矿山，平均含铅 4.89%，锌 9.12%，硫 37%，此外还有大量伴生银、锗和镓等金属，2008 年完成技改后达到 18 万吨/年的铅锌采矿能力，目前该矿除了向自身冶炼厂供应原料意外，还直接在市场上出售品味精矿；
 - (2) 广西盘龙矿是 2008 年公司收购的矿山，品味较低，生产不具备规模，目前矿山技改已基本完成，年采矿产能为 2.4 万吨金属锌和 7000 吨金属铅；
 - (3) 公司于今年 2 月以较低成本完成收购澳洲 PEM50.1% 股权，PEM 是全球前 20 大锌矿和前 10 大铅矿生产商，PM 目前拥有 Broken Hill、Flinders 两个铅锌矿山项目和 Mount Oxide 一个铜矿山项目，及一些较具潜力的探矿权项目，该矿山 2006 年之前产量一直稳定在 15 万吨左右，2008 年市场低迷情况下产量下降至 15 万吨左右，一季度该公司仍然亏损，从二季度开始逐步实现盈利。

表 公司矿山情况

	2008	2009E	2010E	权益	储量	品味
	万吨	万吨	万吨	(%)	万吨	
采矿产能	18	35	35		674	
凡口铅锌矿	18	18	18	100%	450	12-13%
盘龙铅锌矿	0	2	2	55%	86.2	4%
PEM	0	15	15	50.5%	350	10%

注：凡口矿回收率 90%以上，矿山周边和深部探矿工作仍在继续；PEM 储量包括铜资源量 23 万吨

表 资源型铅锌公司储量对比

基本储量	西部矿业	中金岭南	驰宏锌锗	宏达股份
锌（万吨）	274.25	460	162.89	588
铅（万吨）	200.62	230	81.45	132
铜（万吨）	217.22			
银（千克）	296.49		679980	
黄金（吨）	19.97			
锗（吨）			350	

2.2 公司冶炼产能扩张

- 公司拥有韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂，其中韶关冶炼厂 2008 年完成技改，目前具备 30 万吨产能，因韶关冶炼厂的冶炼技术适合冶炼混合金属矿，因此公司从市场上购买便宜的杂矿原料，而将凡口矿生产的部分高品质精矿在市场上出售，以获得更高的利润空间；丹霞冶炼厂主要由凡口矿供应原料，原有锌生产能力 2 万吨，目前该冶炼厂正在进行锌氧压浸出镓锗回收技改工程，一期设计规模为年产锌锭 10 万吨、硫酸 3.6 万吨、硫磺 5 万吨、电镓 30 吨、粗二氧化锗 25 吨，目前已经开始试生产，因项目能同时回收镓锗等副产品，预计达产后公司冶炼业务盈利能力将得到提升。

表 公司冶炼产能情况

	2008	2009E	2010E	权益
	万吨	万吨	万吨	
冶炼产能	32	40	40	100%
韶关冶炼厂	30	30	30	100%
丹霞冶炼厂	2	10	10	100%

- 公司未来两年冶炼产能扩大的同时，资源保障能力提升。近几年公司铅锌精矿和冶炼金属产量持续增长，2008 年，公司铅锌精矿产量 17.3 万吨，铅锌冶炼金属量 36 万吨，我们预计，公司 2009 年铅锌精矿将达到 30 万吨左右，权益产量达到 24 万吨左右，较 2008 年增长近 40%。与此同时，公司因收购广西盘龙矿和澳洲 PEM 公司后，资源保障能力大幅提升，铅锌矿自给率均大幅提升。

2.3 公司其他业务将步入收获期

- 2008 年公司还生产铝门窗及幕墙工程 23.94 万平方米、铝型材 13,054 吨、电池锌粉 9,164 吨、冲孔镀镍钢带 566 吨和冲孔铝带 14.17 吨，主要的子公司贡献净利润 1.13 亿元，占全部净利润的 28%。
- 公司计划 2009 年生产铝型材 1.60 万吨，幕墙及门窗 27 万平方米；无汞电池锌粉 10,000 吨；冲孔镀镍钢带 700 吨；球型亚镍 840 吨。我们预计未来两年公司其他业务将步入收获期：岭南科技产能将逐步释放；中金高能和先进材料得益于镍价的回升，有望扭亏为盈；华加日铝业于 2008 年收购了西林实业的股权，未来公司扩大生产规模值得期待；天津金康房地产下的“金康·国际中心”项目有望在 2009 年底或 2010 年贡献收益。

表 公司主要控股子公司

	权益	2008 年净利润 (万元)	概况
深圳华加日铝业	55%	1364.28	现有工业型材和建筑型材 13000 吨，建筑幕墙门窗产品 30 万平方米和挤压模具 2000 套的能力
岭南科技	100%	15792.83	无汞电池锌粉国内占有率 60%，2008 年无汞电池锌粉产能 12000 吨、片状锌粉产能 200 吨
高能电池材料	85.92%	-5371.60	冲孔镀镍钢带产能达到 3000 吨/年，球形亚镍达到 2000 吨/年
先进材料	100%	-4123.30	SNP 型特种镍粉产能达到 500 吨/年
深圳金鹰出租	100%	342.13	汽车出租及配件销售
深圳康发发展	100%	-882.75	土地开发及商品房经营
中国有色深圳仓储运输	100%	-54.33	进出口货物托运及仓储
深圳有色金属财务	74.7%	4238.81	金融业务
合计		11306.07	

3、公司盈利预测与估值

- 近年公司铅锌精矿产量及金属产量持续增加，2009 年上半年公司生产铅锌精矿金属量 15.47 万吨，同比增长 77.61%，精矿含银 53.15 吨，同比增长 4.55%；铅锌冶炼金属量 16.45 万吨，同比 2.53%，银锭 40.60 吨，同比减少 30.20%；硫酸 19.84 万吨，同比增长 6.44%；铝材 5119 吨，同比减少 13.54%；铝门窗及幕墙 13.08 万平方米，同比增长 15.31%；电池锌粉 3771 吨；冲孔镀镍钢带 205 吨，冲孔铝带 5 吨，球形亚镍 198 吨。
- 上半年铅锌价格均价仍低于去年同期，受此影响，2009 年上半年公司实现营业收入 27.8 亿元，同比下降 28.70%，实现营业利润 1.37 亿元，同比下降 81.84%，实现每股收益 0.10 元。虽然公司收入和利润仍较去年有很大的降幅，但是相比今年一季度，公司二季度盈利情况明显好转，我们认为，国内外的铅锌行业已经走出谷底，将进入逐渐回暖阶段，而铅锌价格将受到支撑，我们预计下半年公司业绩会有进一步的改善。

表 公司各产品产量预测

	2005	2006	2007	2008	2009H	2009E	2010E
铅精矿 (万吨)	4.57	4.57	4.55	5.53	6.44	10.7	11.41
精炼铅 (万吨)	8.34	7.53	9.22	12.03	5.74	12.26	12.51
自给率	54.80%	60.69%	49.35%	45.97%	100%	87.28%	91.21%
锌精矿 (万吨)	9.71	10.06	9.90	11.72	9.04	18.44	21.08
精炼锌及合金 (万吨)	18.15	13.77	18.15	23.9	10.71	26.91	34.5
自给率	53.50%	73.06%	55.04%	49.04%	84.41%	68.52%	61.10%

- 我们预计 2009 年、2010 年铅均价分别为 12500 元，13000 元/吨，锌均价分别为 12000 元、12500 元/吨，暂不考虑 PEM 的并表因素，在我们前面产量的假设条件下，公司 2009-2010 年营业收入分别为 558,130.58 万元和 725,569.75 万元，毛利率分别为 21% 和 23%，我们预计 2009-2010 年公司实现每股收益分别为 0.33 元和 0.55 元。
- 按照当前价格计算，公司 2009-2010 年 PE 分别为 68 倍和 41 倍，从有色行业的 PE 和 PB 比较来看，公司估值居中；而从资源市场价值/市值、资源经济价值/采矿权进行矿业权重估之后的 PB 比较等指标来看，公司相对可比的资源型铅锌企业的估值优势不明显，在当前股价下，我们首次给予公司“中性”评级。

图 公司营业收入及毛利率情况

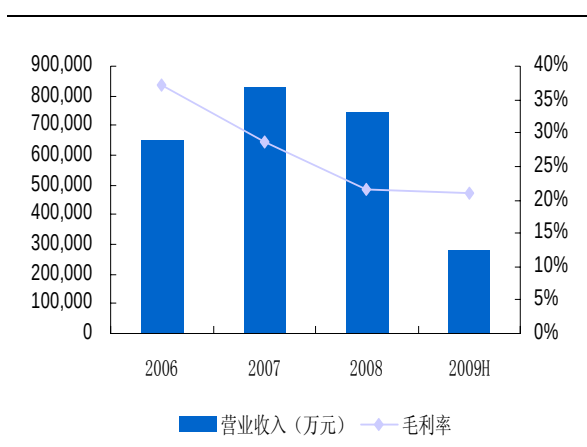


图 公司营业利润增长情况

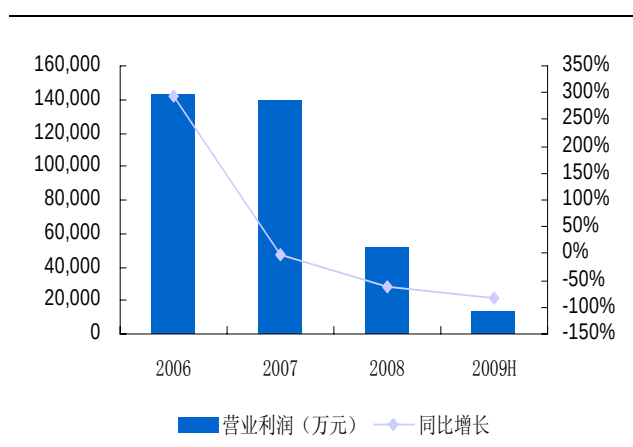


图 2008 年公司业务收入构成

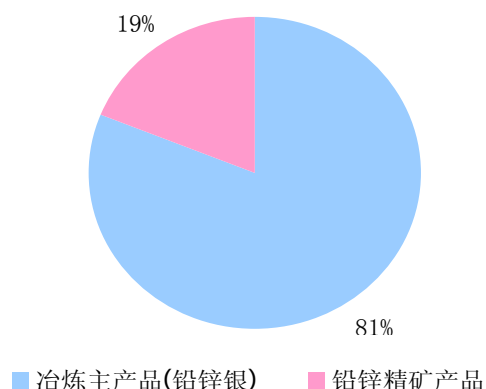


图 2008 年公司利润构成

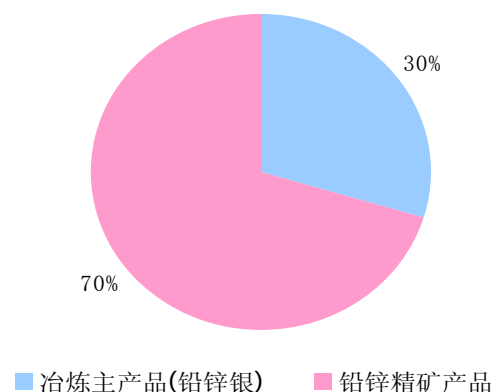


表 利润表预测

(万元)	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	826,968.50	744,174.10	565,572.32	735,244.01
营业成本	589,001.88	584,446.45	446,802.13	566,137.89
营业税金及附加	7,537.09	8,959.82	7,918.01	10,293.42
销售费用	8,794.06	9,607.27	16,967.17	22,057.32
销售费用率	1.06%	1.29%	3.00%	3.00%
管理费用	55,839.08	53,050.12	41,286.78	53,672.81
管理费用率	6.75%	7.13%	7.30%	7.30%
财务费用	13,859.31	25,699.05	11,311.45	14,704.88
财务费用率	1.68%	3.45%	2.00%	2.00%
资产减值损失	24,937.21	21,988.92	1,000.00	1,000.00
公允价值变动净收益	6,069.73	79.51	0	0
投资净收益	6,666.76	10,183.56	0	0
汇兑净收益	-742.94	-15.7	0	0
营业利润	139,497.48	52,047.36	41,886.78	68,977.69
加：营业外收入	1,004.88	929.95	200	200
减：营业外支出	3,183.52	1,129.25	50	50
利润总额	137,318.84	51,848.06	42,036.78	69,127.69
减：所得税	19,460.00	11,303.55	7,566.62	11,751.71
净利润	117,858.84	40,544.51	34,470.16	57,375.99
减：少数股东损益	1,016.79	505.11	689.40	1,147.52
归属于母公司所有者的净利润	116,842.04	40,039.40	33,780.76	56,228.47
每股收益(元)	1.14	0.39	0.33	0.55

图 可比的铅锌资源类上市公司相对市值的比较

	西部矿业	中金岭南	驰宏锌锗	宏达股份
矿产储量市场价值（亿元）	1390.73	856.68	342.93	889.56
股票市值（亿元）	337.91	248.78	213.88	188.65
比率	4.12	3.44	1.60	4.72

注：矿产资源市场价值按照 2009 年上半年各金属均价计算，中金岭南仅相对驰宏锌锗有比较优势

图 按照资源经济价值/采矿权进行矿业权重估之后的 PB 比较

	西部矿业	中金岭南	驰宏锌锗	宏达股份
市值（亿元）	337.91	248.78	213.88	188.65
矿业权（20 倍）	69.54	42.83	17.15	44.48
净资产-调整后（亿元）	152.34	70.76	38.45	61.03
PB	2.22	3.52	5.56	3.09
市值（亿元）	337.91	248.78	213.88	188.65
矿业权（15 倍）	92.72	57.11	22.86	59.30
净资产-调整后（亿元）	175.51	85.04	44.16	75.86
PB	1.93	2.93	4.84	2.49
市值（亿元）	337.91	248.78	213.88	188.65
矿业权	17.59	8.11	2.23	5.57
净资产（亿元）	100.39	36.04	23.53	22.12
PB	3.37	6.90	9.09	8.53

注：过去三年中企业获得采矿权及对应的资源价值存在一定的比例关系，资源经济价值/采矿权的比值介于 15-20 倍，矿业权价值采用 2009 年一季报数据（中金岭南为中报数据），在这个估值体系下，西部矿业具有比较优势

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。