

中金岭南(000060)调研报告

推荐

行业景气度回升，公司经营状况明显改善

首次评级

金属非金属/有色金属

2009年8月18日

投资要点:

- 公司是有色金属铅锌资源性工业企业，拥有国家级技术中心，铅锌精矿年开采能力、铅锌冶炼能力均居于全国前列。公司拥有我国目前最大的地下开采铅锌矿产基地—凡口铅锌矿。凡口铅锌矿储量大，品位高，矿床中除富含铅、锌、硫外，还富含银、汞、镉、锗、镓等伴生稀散金属，综合回收价值较高。凡口矿铅锌总储量在 434 万吨，铅锌品位在 14% 左右。
- 公司最近的储量增长主要来自于收购的盘龙矿以及 PEM 公司旗下的矿山。目前公司铅锌矿总储量在 650 万吨左右。
- 公司凡口矿的铅锌品位较高，因此在生产成本上有一定的优势，由于韶关冶炼厂的冶炼工艺对原料的要求不高。公司未来将逐步减少自有精矿对韶关冶炼厂的供应，而转向对外销售。如果未来韶关冶炼厂可以采购到足够的原料，将凡口矿的铅锌精矿转向外销，将有效的增强公司的盈利能力。
- 公司未来的增长主要来自于丹霞冶炼产能的扩张以及收购的 PEM 公司带来的精矿产量的增长。公司冶炼产能稳步增长，由于目前铅锌冶炼业务毛利率很低，在市场出现明显好转之前，公司冶炼产能难有大幅度的提升。上游铅锌精矿方面，公司的增长主要来自于盘龙矿的投产和 PEM 公司产量的增长。
- 公司股价经过之前一段时间的调整，目前价格基本调整到位。公司是中国铅锌行业的龙头，铅锌自给率在 50% 以上，公司凡口矿生产成本很低，白银、镓、锗等副产品的价值可观，考虑到公司矿山资源的价值，我们认为在目前的价格下，公司具有一定的投资价值，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为：0.34 元、0.66 元和 1.11 元给予推荐评级，6 个月目标价格 35 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	744,174	(10.01)	40,039	(65.73)	0.39	11.22	59.23	
2009E	646,150	(13.4)	34,901	(12.8)	0.34	9.06	67.76	
2010E	827,137	28	67,794	94.25	0.66	15.43	34.88	
2011E	1,176,208	42.2	113,516	67.44	1.10	21.41	20.83	

走势图



市场数据

2009-8-18

收盘价:	23.10 元
52 周最高价:	32.46 元
52 周最低价:	5.97 元
平均持仓成本:	23.08 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	102,379
流通 A 股 (万股):	102,379
每股收益 (元):	0.01
每股净资产 (元):	3.52
每股经营现金流 (元):	0.19
市净率:	6.56

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 资源状况

公司是有色金属铅锌资源性工业企业，拥有国家级技术中心，铅锌精矿年开采能力、铅锌冶炼能力均居于全国前列。公司拥有我国目前最大的地下开采铅锌矿产基地—凡口铅锌矿。凡口铅锌矿储量大，品位高，矿床中除富含铅、锌、硫外，还富含银、汞、镉、锗、镓等伴生稀散金属，综合回收价值较高。凡口矿铅锌总储量在 434 万吨，铅锌品位在 14% 左右。公司收购的盘龙矿的铅锌品位在 4% 左右，铅锌总储量在 86 万吨左右，公司权益比例在 55% 左右。PEM 公司是澳大利亚上市公司，主要在澳大利亚从事基本金属矿的勘探与开采业务，公司收购的 PEM 公司储量在 350 万吨左右，平均品位在 16% 左右。并拥有多个探矿权，生产能力为年产铅锌金属量 15 万吨以上。拥有的主要矿山包括：新南威尔士布罗肯山地区的铅锌银矿、南澳大利亚弗林德斯的高品位硅酸锌氧化矿和昆士兰的铜钴矿。

表 1. 公司主要矿山储量情况

主要矿山	权益比例	铅储量	铅品位	锌储量	锌品位	铅锌总储量	铜储量
凡口矿	100%	145	4.68%	289	9.33%	434	
盘龙矿	55%	64	3.13%	22	1.05%	86	
PEM	50.10%	143	—	210	—	353	23.27
合计储量		252.03787		406.1151			11.65827

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表 2. PEM 下属矿山储量情况

		矿石量	锌品位	铅品位	铜品位
Broken Hill	proved	5834	6.9%	5.4%	
	probable	4188	5.1%	3.3%	
	total	10022	6.1%	4.5%	
	Measured	7975	10.1%	9.2%	
	indicated	5287	9.0%	7.6%	
	inferred	6100	8.7%	4.4%	
	total	19362	9.4%	7.3%	
Flinders	proved	12	33.9%	3.3%	
	probable	148	38.4%	2.8%	
	total	160	38%	2.8%	
	Measured	35	22%	4.2%	
	indicated	573	30.8	2.8	
	inferred	364	29.1	0.9	
	total	972	29.8	2.1	
Mount oxide	total	1550			1.3%
			210.98	143.4	20.3

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司最近的储量增长主要来自于收购的盘龙矿以及收购的 PEM 公司旗下的矿山。在此之前，中金岭南还有意竞购澳洲的先驱资源公司，但最终因竞争激烈等问题

并没有成功。

公司目前铅锌精矿的产出主要来自于凡口矿，凡口矿 18 万吨项目技改项目预计今年便可完成，2009 年凡口矿产量预计在 18 万吨，其中锌精矿 12.23 万吨，铅精矿在 5.77 万吨左右，精矿含银在 106 吨左右。盘龙矿由于铅锌品位低，生产成本较高，预计今年的产量仅在 7000 吨左右。PEM 铅锌精矿的目前的产能在 20 万吨左右，2008 年公司铅锌精矿产量在 14.37 万吨，由于 2009 年铅锌价格大幅下挫，预计 PEM 今年的产量将缩减至 11.50 万吨左右。PEM 主要产品为铅锌精矿，由于产品签订的主要是长单，因此铅锌精矿预计要等 2011 年之后才能供应给公司。

表 3.公司主要矿山的产量预测

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产量:	凡口矿	14.63	14.54	17.25	18.00	18.50	19.00
	锌精矿	10.06	9.99	11.72	12.23	12.57	12.91
	铅精矿	4.57	4.55	5.53	5.77	5.93	6.09
	精矿含银	85.73	85.95	101.69	106.11	109.06	112.01
	盘龙矿（55%）				0.70	3.00	3.00
	锌精矿				0.21	0.90	0.90
	铅精矿				0.49	2.10	2.10
	PEM（50.1%）		15.26	14.37	11.50	15.00	20.00
	锌精矿		9.21	9.13	7.31	9.00	12.00
	铅精矿		6.05	5.24	4.19	6.00	8.00
总计					24.15	27.67	30.67

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2. 主营业务情况

公司主营业务主要是铅锌精矿开采和铅锌冶炼，其中 2008 年铅锌精矿产品销售收入在 114427 万元，生产成本在 29330 万元左右，毛利率高达 74.37%左右，冶炼方面公司 2008 年冶炼主产品的营业收入为 489229 万元，主营成本在 453015 万元左右，毛利率 7.4%左右。公司矿产的自给率在 50%左右，利润主要来自于自有铅锌精矿的冶炼和销售。

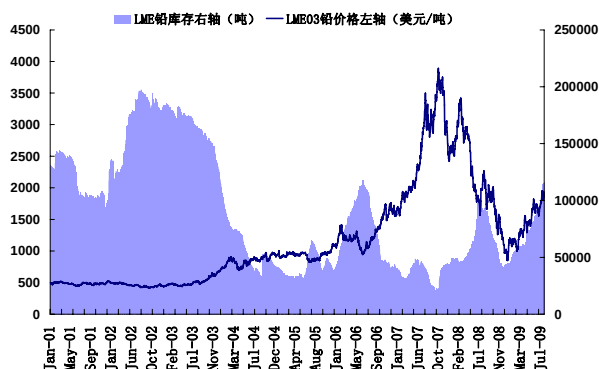
表 4.2008 年公司主营业务情况

主营业务分行业情况						
分行业或产品	营业收入	营业成本	营业利润（%）	营业收入 同比增速（%）	营业成本 同比增速（%）	营业利润 同比增速
铅锌矿采掘、冶炼及销售	672168.38	522454.05	22.27%	-10.16%	-0.32%	-7.67%
铝镍锌加工和冶炼	85018.51	76944.21	9.49%	-10.00%	-7.22%	-2.71%
金融	11553.91	2525.88	78.14%	4.53%	-7.28%	2.78%
主营业务分产品情况						
铅锌精矿产品	114427.92	29330.06	74.37%	297.54%	149.92%	15.14%
冶炼主产品（铅锌银）	489229.72	453015.99	7.40%	-25.69%	-4.47%	-20.56%

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

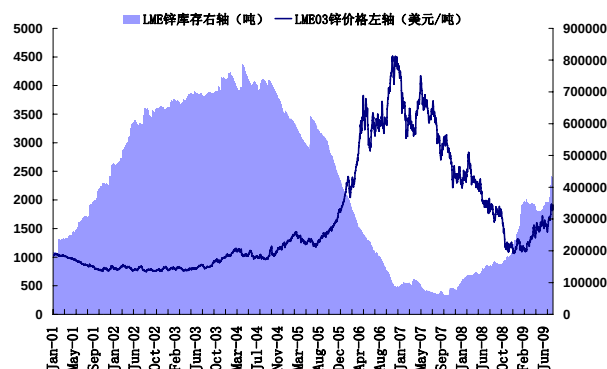
公司凡口矿的铅锌品位较高，因此在生产成本上有一定的优势，2008 年公司铅锌精矿产品的营业利润在 8.5 个亿左右。而将自有精矿供应给自己的冶炼产能反而导致了营业利润的下降。这主要是因为韶关冶炼厂采用的是 ISP（密闭鼓风炉）工艺，该工艺可以处理混合精矿，具有原料处理方面的优势，具有粗铅锌同时冶炼、生产成本低和原料范围广等特点。因此将凡口单一的铅精矿和锌精矿供应给韶关冶炼厂难以发挥其工艺的优势，因此公司未来将逐步减少自有精矿对韶关冶炼厂的供应，而转向对外销售。如果未来韶关冶炼厂可以采购到足够的原料，而将凡口矿的铅锌精矿转向外销，预计将有效的增强公司的盈利能力。

图 1.LME3 月期铅价格和库存变化情况



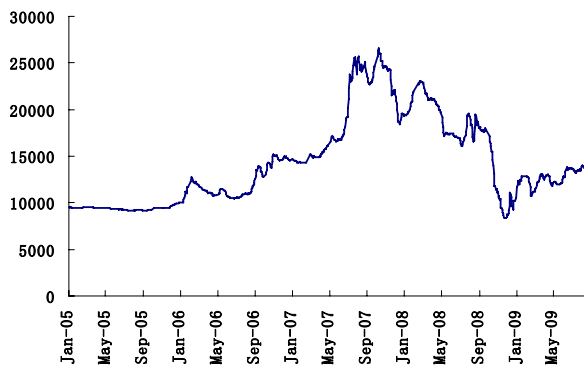
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 2.LME3 月期锌价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 3.上海长江现货市场铅价格走势



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 4.上海长江现货市场 0#锌价格走势



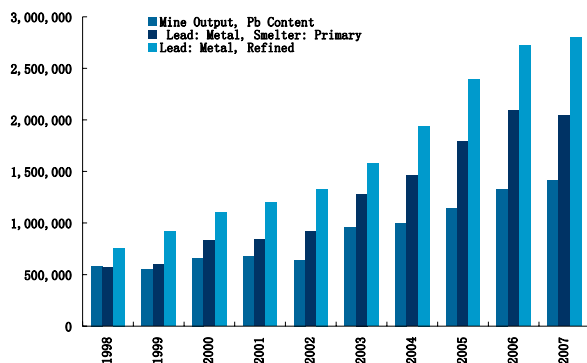
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

公司业绩和铅锌价格的关联度较大，由于 2008 年下半年铅锌价格暴跌，导致公司 2008 年下半年整体盈利出现了大幅度的下滑。但从今年上半年以来，铅锌价格出现了强劲反弹，目前国内铅锌现货价格都在 15000 元/吨左右，65%的铅锌精矿价格在 11000 元/吨（金属量）左右。从公司年报中公布的铅锌精矿的生产成本来看，即使是在 2008 年年底铅锌价格最低的时候，公司矿山业务都可以实现盈利。

从国外的主要的铅锌矿公司的生产成本来看，预计二季度铅锌精矿的完全成本在

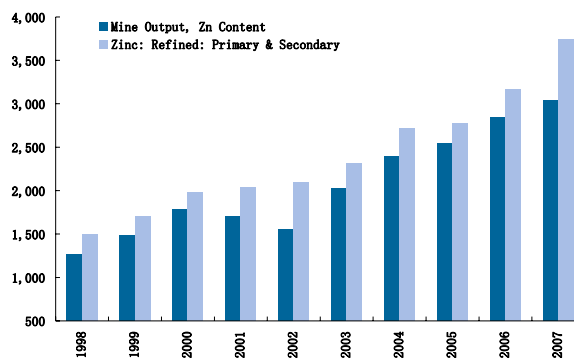
0.6 美元/磅左右，目前的铅锌价格仅能实现略有盈利。由于上半年以来原油和焦炭的价格也出现了大幅反弹，因此采矿成本继续下降的空间不是很大。因此成本对铅锌价格的支撑仍然比较强。从 LME 铅锌库存来看，目前铅锌库存从历史上来看仍然处于低位。随着下半年经济的逐步复苏，铅锌需求量有望进一步上升，铅锌价格也将继续震荡回升。从中国铅锌产量和矿山产出来看，我们更看好铅价未来的表现。

图 5.中国铅精矿产量和冶炼产量变化情况



数据来源: CEIC 东北证券金融与产业研究所

图 6.中国锌精矿产量和冶炼产量变化情况



数据来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

公司未来的增长主要来自于丹霞冶炼产能的扩张以及收购的 PEM 公司带来的精矿产量的增长。公司冶炼产能稳步增长，丹霞原有湿法冶炼产能为 2 万吨，新建生产线产能在 8 万吨，新建的生产线工艺先进，自动化程度较高，投产后可以进一步提高铅锌回收率。由于目前铅锌冶炼业务毛利率很低，在市场出现明显好转之前，公司冶炼产能预计不会再继续大幅扩张。

上游铅锌精矿方面，公司的增长主要来自于盘龙矿的投产和 PEM 公司产量的增长，盘龙矿铅锌品位在 4% 左右，生产成本较高，预计今年贡献的铅锌精矿产量在 7000 吨左右，PEM 产能在 20 万吨左右，07、08 年的产量分别为 15.26 万吨和 14.37 万吨，由于削减了管理开支，PEM 公司 2009 年一季度的现金成本已经从 08 年的 1 美元/磅左右下降到 0.67 美元/磅，二季度进一步下降到了 0.56 美元/磅左右。由于在目前铅锌价格下，PEM 公司仍难盈利，预计公司 2009 年的产量将继续下降，预计在 11.5 万吨左右，公司权益量在 5.75 万吨左右。

表 3.公司铅锌产量预测

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产量:	铅锌产量	21.30	27.38	35.96	35.00	40.00	45.00
	锌及锌制品	13.77	18.15	23.93	23.29	26.62	29.95
	电铅	7.53	9.22	12.03	11.71	13.38	15.05
	白银	165.1	185.22	130.67	127.18	145.35	163.52
	硫酸	27.14	33.91	39.35	38.30	43.77	49.24

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

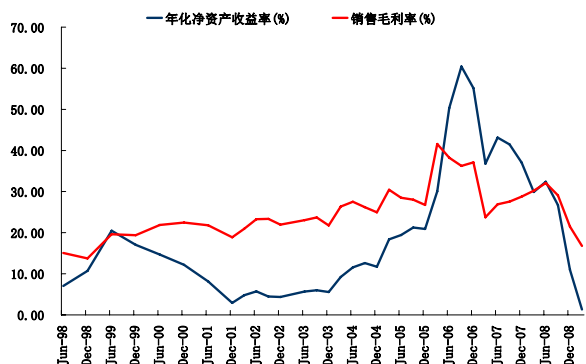
3. 重要子公司情况介绍

公司子公司较多，盈利能力也相差较大。其中深圳市中金岭南科技有限公司主营业务为无汞电池锌粉、铅钙合金等材料。公司目前球形亚镍产能在 2000 吨/年左右，无汞电池锌粉产能在 8000 吨/年，市场占有率在 50%以上。深圳市中金高能电池材料有限公司注册资本 5,160 万元，上市公司所占股份为 85.92%，主营业务为高能电池、功能材料生产经营，总资产在 12,632.54 万元，公司致力于二次电池材料研究与生产，目前以形成以深圳总部为中心，韶关、郴州、深圳三大基地为依托的现代化企业发展模式。公司以锂电池正极材料、极板材料两大产品系列，在多种关键材料领域拥有核心技术，具有独立知识产权。目前来看这两个子公司主要还是具备电池概念，短期内对公司业绩影响不大。

4. 公司主要财务指标分析

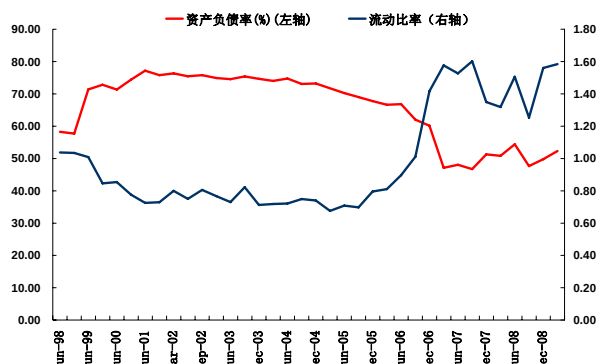
由于有色金属行业是个强周期性行业，公司业绩随经济周期波动是很正常的现象，因此考虑公司长期的历史平均资产回报率更能说明问题。从 1998 年以来 10 年间公司的销售毛利率一直保持在 20%左右，平均资产回报率在 18%左右，05 年之后净资产回报率就一直保持在 20%以上。经过十几年的发展公司的规模和矿山产量都有了很大的提高，特别在低位收购了 PEM 公司大大提高了公司精矿的产量，因此随着铅锌价格的逐步回暖，有理由相信公司的业绩仍将稳步提升，甚至超过历史平均盈利水平。从负债率和流动比率上看，公司目前负债率在 50%左右，流动比率处于 1.6 左右，资本结构良好，偿债压力不大。

图 1.公司历史净资产收益率和销售毛利率变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 2.公司负债率和流动比率变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从铅锌资源的稀缺性考虑，根据美国地质统计局的资料，全球的铅矿保有储量在 7900 万吨左右，每年的产量在 380 万吨左右，按保有储量计算静态保证年限只有 21 年，按基础储量算静态保证年限也只有 45 年，锌矿全球保有储量在 18000 万吨，全年产量在 1100 万吨左右，按保有储量计算静态保证年限在 16 年，按基础储量计算保证年限也只有 42 年。跟其他主要有色金属横向比较，在全球范围内铅锌资源仍然是

比较稀缺的。再加上中国印度等发展中国家在很长一段时期内仍将处于城市化的进程中，因此我们长期看好铅锌价格的表现。

因为中国上半年投入的基础建设项目在下半年仍将继续推进，因此对铅锌的需求并不会出现大幅度的下滑，欧美等国家从 PMI 库存指数上看，目前的库存仍然处于较低的水平，因此随着经济的好转下半年仍将处于一个补库存的过程中，因此预计下半年铅锌价格仍将继续回升。

表 4.全球各主要金属的储量和静态保证年限

品种（千吨）	全球矿山产量		保有储量	基础储量	保证年限	
	2007	2008E			按保有储量	按基础储量
铝土矿	202000	205000	27000000	38000000	132	185
铜精矿	15400	15700	550000	1000000	35	64
铅精矿	3770	3800	79000	170000	21	45
锌精矿	10900	11300	180000	480000	16	42
锡精矿	320	333	5600	11000	17	33
镍精矿	1660	1610	70000	150000	43	93
锑精矿	170	165	2100	4300	13	26
铂/钯（吨）	432	425	71000	80000	167	188
黄金（吨）	2380	2330	47000	100000	20	43

数据来源：USGS 东北证券金融与产业研究所

5. 盈利预测和评级

公司股价经过之前一段时间的调整，目前价格基本调整到位。公司是中国铅锌行业的龙头，铅锌自给率在 50%以上，公司的凡口矿生产成本很低，白银、镓、锗等副产品的价值可观，如果铅锌价格继续上行，公司的业绩将会迅速改善，考虑到公司矿山资源的价值，我们认为在目前的价格下，公司仍具有一定的投资价值，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股盈利分别为：0.34 元、0.66 元和 1.11 元，给予推荐评级，6 个月目标价格 35 元。

盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	745,966.85	646,150.66	827,137.95	1,176,208.53
营业成本	584,446.45	516,637.30	643,076.32	912,600.05
营业费用	9,607.27	11,630.71	12,407.07	14,114.50
管理费用	53,050.12	53,630.50	59,553.93	72,924.93
财务费用	25,699.05	13,850.36	16,881.90	19,696.53
投资收益	10,183.56	0.00	0.00	0.00
营业利润	52,047.36	44,001.82	85,693.07	143,158.02
利润总额	51,848.06	43,501.82	84,493.07	141,958.02
所得税	11,303.55	8,700.36	16,898.61	28,391.60
净利润	40,544.51	34,801.46	67,594.46	113,566.41
归属母公司所有者的净利润	40,039.40	34,901.46	67,794.46	113,516.41
NOPLAT	60,796.67	46,281.75	82,059.98	130,283.64

资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	85,889.46	83,999.59	107,527.93	152,907.11
交易性金融资产	172.26	0.00	0.00	0.00
应收帐款	16,857.61	31,864.96	27,193.58	29,002.40
预付款项	37,117.02	47,449.76	41,019.00	36,456.00
存货	191,465.63	169,853.36	193,803.82	300,032.89
流动资产合计	353,886.41	348,407.92	389,053.39	546,140.72
非流动资产	438,109.69	537,335.89	596,427.59	601,953.70
资产总计	791,996.10	885,743.81	985,480.98	1,148,094.42
短期借款	98,997.36	157,662.88	203,655.06	262,968.56
应付帐款	27,806.14	35,386.12	35,237.06	45,004.93
预收款项	13,142.68	14,434.98	16,089.26	18,441.67
流动负债合计	226,728.81	267,489.95	313,553.53	385,901.98
非流动负债	167,704.53	166,602.30	166,240.33	165,542.18
少数股东权益	40,738.81	40,638.81	40,438.81	40,488.81
母公司股东权益	356,823.94	385,139.90	439,375.47	530,288.60
净营运资本	127,157.60	80,917.98	75,499.87	160,238.74
投入资本 IC	484,433.01	586,089.72	662,589.12	767,486.57

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	40,544.51	34,801.46	67,594.46	113,566.41
折旧摊销	200,991.68	0.00	40,908.30	44,473.89
净营运资金增加	8,480.07	(46,239.62)	(5,418.11)	84,738.88
经营活动产生现金流	162,978.44	94,330.09	107,938.93	78,663.63
投资活动产生现金流	(133,367.45)	(133,017.29)	(99,600.00)	(49,600.00)
融资活动产生现金流	(54,770.41)	36,797.33	15,189.42	16,315.54
现金净增 (减)	(25,159.43)	(1,889.88)	23,528.35	45,379.18

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P / E	59.23	67.76	34.88	20.83
EV / 收入	3.32	3.93	3.10	2.19
EV / EBITDA	8.89	27.46	17.85	12.42
EV / EBIT	31.87	43.88	24.97	15.81
EV / NOPLAT	40.76	54.85	31.21	19.76
EV / IC	5.12	4.33	3.87	3.36
P / B	6.63	6.14	5.38	4.46
Dividend Yield (%)	0.00%	0.30%	0.57%	0.96%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本 EPS	0.39	0.34	0.66	1.11
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	1.59	0.92	1.05	0.77
每股净现金流	(0.25)	(0.02)	0.23	0.44
每股净资产	3.49	3.76	4.29	5.18

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债 / 权益	0.32	0.45	0.45	0.40
总负债 / 总资产	49.80%	49.01%	48.69%	48.03%
流动比率	1.56	1.30	1.24	1.42
速动比率	0.72	0.67	0.62	0.64

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	21.65%	20.04%	22.25%	22.41%
营业利润率	6.98%	6.81%	10.36%	12.17%
净利率	5.37%	5.40%	8.20%	9.65%
净资产收益率	11.22%	9.06%	15.43%	21.41%
偿债能力				
流动比率	1.56	1.30	1.24	1.42
速动比率	0.72	0.67	0.62	0.64
资产负债率	49.80%	50.48%	50.00%	49.14%

成长能力				
营业收入增长率	-9.92%	-13.38%	28.01%	42.20%
营业利润增长率	-62.69%	-15.46%	94.75%	67.06%
净利润增长率	-65.73%	-12.83%	94.25%	67.44%
净资产增长率	-4.23%	7.94%	14.08%	20.69%

营运能力				
应收帐款周转率	43.67	26.52	28.01	41.86
存货周转率	2.67	2.86	3.54	3.70
总资产周转率	0.94	0.77	0.88	1.10

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

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。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 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。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209