



产量和盈利稳步增长

——中金岭南（000060）半年报点评

要点：

- **上半年盈利同比下滑。**2009年上半年，公司实现营业收入27.94亿元，同比减少28.5%；实现净利润1.07亿元，同比减少82.3%，基本每股收益0.10元。我们认为盈利同比下滑的主要原因是由于毛利率的大幅下降所致，分产品看，铅锌精矿产品同比下降37.41个百分点，冶炼主产品（铅锌银）同比下降12.12个百分点。2009年上半年铅均价为12429元/吨，锌均价为12351元/吨，同比分别下跌了37.5%和35.5%。尽管与08年相比，铅锌价格仍处于相对低位，但与09年一季度相比，铅锌价格已出现较大回升，二季度铅锌均价分别环比增长3.93%和18.56%，相应的公司盈利环比出现一定增长。
- **矿产品产量同比大幅上涨。**由于年初收购澳大利亚PEM公司，2009年上半年公司主要矿产品产量以及冶炼产品产量同比均出现了大幅度增长。其中矿产品产量增长更明显些：铅精矿6.44万吨，锌精矿9.04万吨，同比分别增长了132.49%和52.19%；此外，由于韶关冶炼厂技改的完成以及丹霞冶炼厂目前已处于试生产阶段，主要冶炼产品产量同比也出现一定的增长，其中铅锌冶炼金属量同比增长2.53%，硫酸产量也同比增长6.44%。
- **PEM公司上半年实现盈利。**在年初收购了PEM公司后，计划09年生产铅锌精矿11.5万吨，上半年已实现生产铅锌精矿6.29万吨，受铅锌价格回升的影响，预计该矿下半年产量将继续增长。08年的该矿的生产现金成本为1美元/磅，一季度现金成本下降至0.56美元/磅（1234美元/吨），二季度略微上升为0.59美元/磅（1301美元/吨）。公司一季度仍为亏损，从二季度开始已逐步实现盈利，我们长期看好PEM公司的发展潜力。
- **投资建议。**我们给予中金岭南“谨慎推荐”的投资评级，预计公司2009年-2010年公司EPS分别为0.37元和0.53元，对应目前股价的市盈率为62倍和39倍。鉴于公司资源储量增长潜力明显，在目前精矿紧张的行业竞争格局下，公司的采矿业务盈利空间大于冶炼业务，我们看好其长期发展潜力。
- **风险提示：**全球经济回升的不确定性，铅锌价格走势的不确定。

分析师

耿诺

☎010-88366060-8786

✉ gengn@cgws.com

投资评级：谨慎推荐

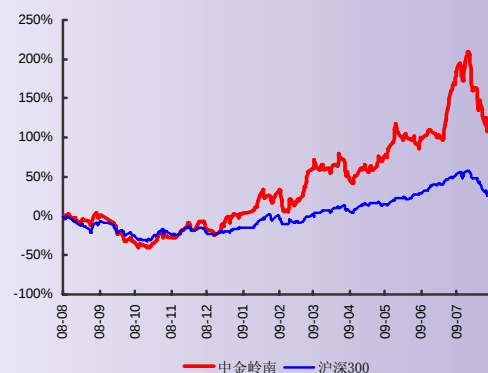
市场数据

总市值（亿元）	232.20
流通市值（亿元）	168.91
总股本（亿股）	10.23
流通股本（亿股）	7.44
12个月最高/最低股价（元）	32.46/6.06
十大流通股股东持股比例	22.44%
股东户数	122427

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	74.41	66.60	75.92
营业利润（亿元）	5.20	4.79	8.75
净利润	4.00	4.02	7.34
EPS（元）	0.391	0.374	0.526
PE	188	62	39

公司股份表现



相关报告

《稳健成长的铅锌龙头——调研报告》 “谨慎推荐” 评级

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、公司上半年经营状况

1、受低价格影响，盈利同比出现下滑

2009年上半年，公司实现营业收入27.94 亿元，同比减少28.5%；实现净利润1.07 亿元，同比减少82.3%，基本每股收益0.10 元。

公司主营业务是铅锌产品，营业收入和营业利润同比分别下降28%和82%，我们认为主要原因是由于毛利率的大幅下降所致，分产品看铅锌精矿产品毛利率同比下降37.41个百分点，冶炼主产品（铅锌银）同比下降12.12个百分点。上半年铅锌价格与2008年同期相比，一直处于较低位运行，2009年上半年铅均价为12429元/吨，锌均价为12351元/吨，同比分别下跌了37.5%和35.5%。尽管与08年相比，铅锌价格仍处于相对低位，但与09年一季度相比，铅锌价格已出现较大回升，二季度铅锌均价分别环比增长3.93%和18.56%，相应的公司盈利环比出现一定增长。我们预计随着经济复苏和通胀预期的影响，下游需求行业镀锌板产量的不断增长，铅锌价格后势将继续呈现稳定上升的态势，或将呈现下半年价格高于上半年，而铅锌精矿紧张的局面将继续对公司形成利好，公司将充分享受行业景气度回升带来的业绩增长。

图 1：2008 年以来 LME 铅锌价格变化情况

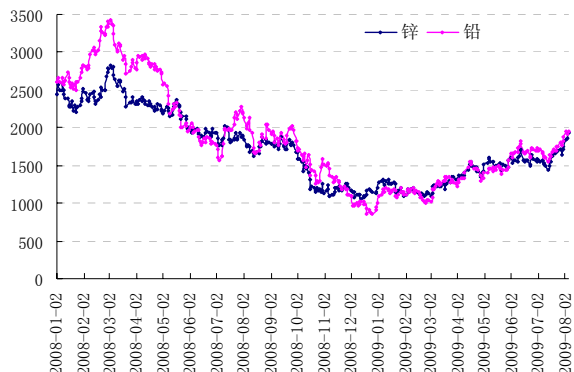
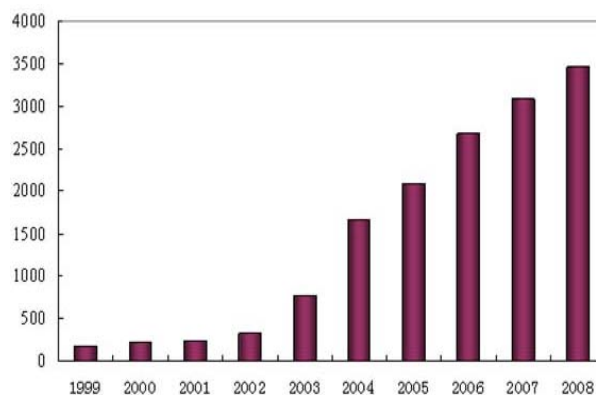


图 2：中国镀锌板产量情况



数据来源：Bloomberg，安泰科，长城证券研究所

2、矿产品产量同比大幅增长

由于年初收购澳大利亚PEM公司，2009年上半年公司主要矿产品产量以及冶炼产品产量同比均出现了大幅度增长。

其中矿产品产量增长更明显些：铅锌精矿金属量 15.47 万吨，比上年同期增长77.61%（其中：铅精矿6.44 万吨，比上年同期增长132.49%；锌精矿9.04 万吨，比上年同期增长52.19%）。精矿含银53.15 吨，比上年同期增长4.55%。

由于韶关冶炼厂技改的完成以及丹霞冶炼厂目前已处于试生产阶段，主要冶炼产品产量同比也出现一定的增长，其中铅锌冶炼金属量16.45 万吨，



比上年同期增长2.53%，（其中电铅5.74 万吨，同比增长3.64%；锌及锌制品10.71 万吨，同比增长1.94%）；银锭40.60 吨，同比减少30.20%；硫酸19.84 万吨，同比增长6.44%。

3、PEM公司上半年实现盈利

PEM公司是中金岭南09年初收购的澳大利亚的一家公司，计划09年生产铅锌精矿11.5万吨，上半年已实现生产铅锌精矿6.29万吨，受铅锌价格回升的影响，预计该矿下半年产量将继续增长。08年概况的生产现金成本为1 美元/磅，一季度现金成本下降至0.56 美元/磅（1234 美元/吨），二季度略微上升为0.59美元/磅（1301美元/吨）。公司一季度仍为亏损，从二季度开始已逐步实现盈利，我们长期看好PEM公司的发展潜力。

二、盈利预测及投资建议

公司采选业务盈利空间大于冶炼业务，公司将充分享受行业回暖带来的机遇。我们暂时维持对公司2009年和2010年的EPS分别是0.374元和0.526元的盈利预测，目前对应动态市盈率分别为62和39倍，我们继续看好行业景气度逐渐回升背景下，公司具有资源增长潜力长期发展前景，维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	744174	666036	759281	873173	成长性				
营业成本	584446	546149	584646	611221	营业收入增长	-10.0%	-10.5%	14.0%	15.0%
销售费用	9607	8658	9111	10478	营业成本增长	-0.8%	-6.6%	7.0%	4.5%
管理费用	53050	43292	53150	61995	营业利润增长	-62.7%	-8.0%	82.7%	82.8%
财务费用	25699	12238	15923	19172	利润总额增长	-62.2%	-7.6%	82.7%	82.8%
投资净收益	10184	0	0	0	净利润增长	-65.7%	0.4%	82.7%	82.8%
营业利润	52047	47905	87540	160029	盈利能力				
营业外收支	-199	0	0	0	毛利率	21.5%	18.0%	23.0%	30.0%
利润总额	51848	47905	87540	160029	销售净利率	5.4%	6.0%	9.7%	15.4%
所得税	11304	7186	13131	24004	ROE	10.1%	9.2%	12.0%	17.9%
少数股东损益	505	507	927	1695	ROIC	11.4%	7.7%	13.0%	21.0%
净利润	40039	40212	73482	134330	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	0.5%	1.3%	1.3%	1.2%
流动资产	353886	351730	607848	813564	管理费用/营业收入	7.1%	6.5%	7.0%	7.1%
货币资金	85889	117546	359025	524099	财务费用/营业收入	3.5%	1.8%	2.1%	2.2%
应收帐款	16858	19981	15186	26195	投资收益/营业利润	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	7122	6660	7593	13098	所得税/利润总额	21.8%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	191466	166576	192933	213927	应收帐款周转率	40.40	37.88	36.70	31.01
非流动资产	438110	473655	483358	503155	存货周转率	3.26	3.04	2.87	2.66
固定资产	321701	372781	387667	412647	流动资产周转率	2.11	1.39	1.07	0.94
资产总计	791996	825385	1091206	1316719	总资产周转率	0.92	0.70	0.63	0.60
流动负债	226729	219398	228811	236299	偿债能力				
短期借款	98997	98997	98997	98997	资产负债率	49.8%	46.9%	43.9%	43.1%
应付款项	27806	25984	27816	29080	流动比率	1.56	1.60	2.66	3.44
非流动负债	167705	167705	249705	331705	速动比率	0.72	0.84	1.81	2.54
长期借款	100000	100000	182000	264000	每股指标（元）				
负债合计	394433	387103	478515	568004	EPS	0.391	0.374	0.526	0.962
股东权益	397563	438282	612691	748715	每股净资产	3.88	4.08	4.39	5.36
股本	102379	107379	139593	139593	每股经营现金流	1.59	0.92	0.76	1.03
留存收益	254445	294657	463138	565254	每股经营现金/EPS	4.1	2.5	1.4	1.1
少数股东权益	40739	41246	42173	43868	估值				
负债和权益总计	791996	825385	1091206	1316719	PE	187.2	62.0	39.2	22.2
现金流量表（万元）					PEG	1.06	1.46	0.69	0.51
经营活动现金流	162978	99270	106102	143817	PB	7.0	6.9	5.3	4.3
其中营运资本减少	10143	26310	-5226	-33153	EV/EBITDA	67.02	41.39	30.13	16.42
投资活动现金流	-133367	-67614	-46623	-60742	EV/SALES	10.03	9.09	9.38	6.25
其中资本支出	-101869	-78138	-46623	-60742	EV/IC	7.11	6.90	7.63	6.18
融资活动现金流	-54770	0	182000	82000	ROIC/WACC	0.55	0.89	1.56	2.57
净现金总变化	-37049	31656	241479	165074	REP	12.83	7.74	4.90	2.41

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券任有色金属行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		