

湘财证券研究所
有色钢铁研究小组
叶 鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

李勇胜

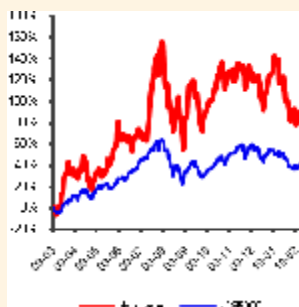
Tel: 021-68634518

E-Mail: lys2892@xcsc.com

王丽华

Tel: 021-68634518-8379

E-Mail: wlh2682@xcsc.com

中金岭南最近一年走势

事件:

2009 年度营业收入 75.83 亿元, 净利润 4.14 亿元, 同比增长 1.66% 和 3.5%。2009 年度利润分配预案: 每 10 股送 2.5 股转增 3 股另派现金红利 0.28 (含税)。

q 业绩符合预期 公司营业收入和净利润均小幅增长, 一方面主营产品铅锌价格大幅下降导致原有业务营收减少, 而报告期公司收购 Perilya 52% 股权, 合并营收增加。随着行业逐步走出低谷, 铅锌价格大幅回升, 公司盈利也逐渐好转。每股收益 0.40 元, 略低于此前预测的 0.43 元, 基本符合预期。

q 成功布局海外铅锌资源, 未来海外资源整合有望加速 1、低成本收购世界级矿山。公司以 2 亿元现金收购了澳大利亚矿业上市公司 Perilya 50.1% 股份, 配股后增加到 52%, 控制的权益金属量近 200 万吨。年矿石处理量为 280 万吨, 年精矿产能最高可达 30 万吨金属量。2、与加拿大泰克公司 (Teck) 设立合资公司, 合作勘探爱尔兰波利纳拉克项目 (Ballinalack)。公司持有合资公司 40% 的股权, 波利纳拉克项目拥有五个勘探许可证, 总勘探面积 169 平方公里, 控制的铅锌铅锌金属量约 56 万吨。3、继续推进占领海外资源的战略, 加速资源整合。利用控股子公司佩利雅地处澳洲的区域优势, 发挥其海外平台的积极作用, 争取在世界范围内进一步获取有价值的有色金属资源项目。

q 收购整合 Perilya 公司非常成功 国内公司收购海外资源往往在后续经营上以失败告终, 公司在控股 Perilya 后掌握了实际经营权, Perilya 经营状况焕然一新。(1) 公司以“内保外贷”方式担保佩利雅融资 5000 万美元回购其白银资源; (2) 支持佩利雅配股筹资 5520 万澳元加大其内部资源的开发力度, 主要用于: Broken Hill 北矿区的探矿; 昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿的探矿; 印尼金铜矿的探矿; 未来进一步探矿前景相当广阔。(3) 关于佩利雅公司的包销协议, 铅已于 2009 年到期, 锌于 2010 年到期, 但仅仅是金属供应量的协议, 价格与市场一样, 对公司盈利没有任何影响。后续的套保策略在公司的主导下会更加灵活, 将充分享受价格上涨的收益。公司的诸多措施激活了佩利雅的经营, 2009 年 2 月收购后至年底共实现净利润 3108 万澳元。

q 精耕细作终将开花结果, 维持“买入”评级 公司的最大价值在于多年来潜心于两个资源, 即矿山资源和管理资源的精耕细作, 行业逆境中迎来公司基本面脱胎换骨变化。我们的判断是公司两个资源的整合已经走上良性轨道, 矿山资源扩张和管理能力提升相互叠加将产生积极化学反应, 公司坚持“做中国有色中坚, 做世界铅锌巨子”的目标终将开花结果。我们维持此前的盈利预测, 公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.21 元、1.43 元, 给予“买入”评级, 12 个月目标价 33 元。投资建议是短期注意大盘和有色板块的承压, 逢低逐步介入, 长期投资。

表 1 中金岭南盈利预测表

(单位: 百万元)	2011E	2010E	2009A	2008A
营业收入	13328.6	12107.0	7583.2	7459.7
YOY(%)	10.1%	59.7%	1.7%	-9.9%
净利润	1410.9	1240.3	414.2	400.4
YOY(%)	13.8%	199.4%	3.5%	-65.7%
EPS (元)	1.43	1.21	0.40	0.39
PE	17.1	19.4	58.2	60.3

数据来源: 湘财证券研究所

成功布局海外铅锌资源，未来海外资源扩张有望加速

低成本收购世界级矿山。08 年底 09 年初，在行业最低迷的时期，公司以现金 2 亿元的代价成功收购了澳大利亚矿业上市公司 PEM 50.1% 股份，控制的金属资源总量将近 400 万吨，权益量近 200 万吨。

PEM 是一家从事铅锌银等基本金属探矿和采矿的上市公司，公司拥有的主要矿山包括：新南威尔士布罗肯山地区(Broken Hill)的铅锌银矿，南澳大利亚的弗林德斯(Flinders)的高品位硅酸锌氧化矿和昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿。2009 财年公布的最新资源量显示截至 2009 年 6 月 30 日，布罗肯山矿产资源量为 2086 万吨，内含 9.4% 的锌和 7.4% 的铅，以及 90.8 克/吨的银。弗林德斯(Flinders)锌项目包括：贝尔塔纳(Beltana)高品位氧化锌矿，探明的矿产资源为 97.2 万吨，锌品位为 29.8%，含有锌金属约 30 万吨；Reliance 锌硅酸盐矿厂，近期钻探结果发现，387,000 吨矿石中含有 27.6% 的锌。另外，昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿资源量为 1,550 万吨，铜含量为 1.3%，钴含量为 0.05%，银含量为每吨 9 克，共计含铜金属约 203,000 吨。PEM 拥有的铅锌资源总量达 380 万吨，铜资源储量达 23 万吨，年矿石处理量为 280 万吨，年精矿产能最高可达 30 万吨金属量。

PEM 配股融资进行资源勘探，未来资源量有望继续增长。PEM 配股融资主要用于探矿：（1）Broken Hill 北矿区的探矿；（2）昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿的探矿；（3）印尼金铜矿的探矿。值得一提的是，Broken Hill 矿山是一个世界级的大型矿山，目前勘探的主要是南矿区的成矿带，PEM 公司在周围 2000 平方公里的区域拥有探矿权，未来进一步探矿前景相当广阔，不断发现新资源的惊喜或常在。

与加拿大泰克公司 (Teck) 设立合资公司，合作勘探爱尔兰波利纳拉克项目 (Ballinalack)。2009 年 11 月 12 日，公司与加拿大泰克公司 (Teck) 成功签署爱尔兰波利纳拉克项目 (Ballinalack) 合作勘探协议。泰克公司是全球最大的铅锌精矿生产商，泰克公司以波利纳拉克项目勘探许可证及已完成的勘探成果与本公司合作设立合资公司，本公司出资 600 万美元持有合资公司 40% 的股权。目前，波利纳拉克项目拥有五个勘探许可证，总勘探面积 169.01 平方公里。项目已探明控制的铅锌储量为：按 4% 的锌边界品位计算，铅锌矿石量为 771 万吨，锌平均品位 6.33%，铅平均品位 0.95%，折合铅锌金属量约 56 万吨。合资公司将进一步推进波利纳拉克项目在探矿许可证范围内的后续勘探工作。

至此，公司控制的国内外铅锌资源权益储量达到 702 万吨。未来公司将继续推进占领海外资源的战略，加速资源整合，利用控股子公司佩利雅地处澳洲的区域优势，发挥其海外平台的积极作用，争取在世界范围内进一步获取有价值的有色金属资源项目。

表 2 全球 1000 万吨以上大型铅锌矿山

序号	国家	矿床或矿区	矿床类型	铅锌储量（万吨）	铅锌品位		合计
					铅	锌	
1	澳大利亚	Broken Hill	喷气-沉积型	>5500	10	15	25
2	澳大利亚	Arthur River	喷气-沉积型	2660	6.2	14	20.2

3	澳大利亚	Mount Isa	喷气-沉积型	1178	7	6.3	13.3
4	澳大利亚	Woodlawn	火山-沉积型	1194	5.5	14.3	19.8
5	美国	Viburnum Trend	密西西比河谷型	>3000	4	1	5
6	美国	Old Lead Belt	密西西比河谷型	1008			3
7	美国	Tri State	密西西比河谷型	1315			2.9
8	美国	Coeur d Alene	脉型	>1000	7.5	8	15.5
9	美国	Red Dog	喷气-沉积型	1870	5	17.1	22.1
10	加拿大	Howards pass	喷气-沉积型	3600			12
11	加拿大	Sullivan	喷气-沉积型	>2083	6.6	5.7	12.3
12	加拿大	Bathurst	火山-沉积型	1070	7.5	5.5	13
13	秘鲁	Cerro De Pasco	热液交代型	1000	3.5	9.2	12.7
14	朝鲜	Komdok	沉积变质型	7000			4.8-18
15	波兰	Upper Silesia	密西西比河谷型	3200			1.3-9.1
16	德国	Freiberg	脉型	1400			5-6.5
17	南非	Gamsberg	喷气-沉积型	1138	0.55	7.4	7.96
18	中国	金顶	沉积改造型	1575	1.64	7.99	9.63

数据来源：铅锌冶金，湘财证券研究所

收购整合 Perilya 公司非常成功

国内公司收购海外资源往往在后续经营上以失败告终，公司在控股 Perilya 后掌握了实际经营权，Perilya 经营状况焕然一新。（1）公司以“内保外贷”方式担保佩利雅融资 5000 万美元回购其白银资源；（2）支持佩利雅配股筹资 5520 万澳元加大其内部资源项目的开发力度，主要用于：Broken Hill 北矿区的探矿；昆士兰的 Mount Oxide 铜钴矿的探矿；印尼金铜矿的探矿；未来进一步探矿前景相当广阔。（3）关于佩利雅公司的包销协议，铅已于 2009 年到期，锌于 2010 年到期，但仅仅是金属供应量的协议，价格与市场一样，对公司盈利没有任何影响。后续的套保策略在公司的主导下会更加灵活，将充分享受价格上涨的收益。公司的诸多措施激活了佩利雅的经营，2009 年度佩利雅实现扭亏为盈，从收购日 2009 年 2 月 9 日至 2009 年底共实现净利润 3108 万澳元。

精耕细作终将开花结果，维持“买入”评级

公司定位于一个国际化的公司，推行“做不到，没有理由”的企业文化，大力进行管理资源整合和流程再造，管理水平大幅提升。公司借鉴 PEM 的管理经验，在人员精简上走在了国内同行的前列。危机前 PEM 公司员工有 700 多人，危机发生后，有一半人被裁员；在 PEM 的总部，西澳大利亚的珀斯只有 8 名工作人员。较之国内，如此规模的矿业公司，员工动辄成千上万，总部的机构同样臃肿。而在中金岭南的总部深圳，工作人员从 60 多人减少到区区 39 人，随着业务规模的成倍扩大和海外扩张，人员也严格控制不再增加，管理效率明显提升。

公司的最大价值在于多年来潜心于两个资源，即矿山资源和管理资源的精耕细作，行业逆境中迎来公司基本面脱胎换骨变化。我们的判断是公司两个资源的整合已经走上良性轨道，矿山资源扩张和管理能力提升相互叠加将产生化学反应，公司坚持“做中国有色中坚，做世界铅锌巨子”的目标终将开花结果。

我们维持此前的盈利预测，公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.21 元、1.43 元，给予“买入”评级，12 个月目标价 33 元。投资建议是短期注意大盘和有色板块的承压，逢低逐步介入，长期投资。

表 3 中金岭南铅锌精矿产能和产量预测

	产能	产量				权益	储量	品位
		2009E	2010E	2011E	2012E			
		万吨	万吨	万吨	万吨		万吨	%
凡口铅锌矿	18	18	18	18	18	100	450	12%
盘龙铅锌矿	3	1	1	3	4	55	86	4%
PEM	20	12	13.5	20	20	52	350	11%
波利纳拉克	0	0	0	0	0	40	56	7%
合计	41	31	32.5	41	42		886	
权益量	30.05	24.79	25.57	30.05	30.6		701.7	

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 中金岭南铅锌冶炼产能和产量预测

		产量									
		产能	2009		2010E		2011E		2012E		权益
			万吨		万吨		万吨		万吨		%
			铅	锌	铅	锌	铅	锌	铅	锌	
粗炼	韶关冶炼厂	30	10	20	10	20	10	20	10	20	100%
	丹霞冶炼厂	12	—	2	—	2	—	12	—	12	100%
	合计	42	32		32		42		42		100%
精炼	韶关冶炼厂	36	12.1	22.7	12	23	13	23.5	13	23.5	100%
	丹霞冶炼厂	12	—	2	—	7	—	12	—	12	100%
	合计	48	36.8		42		48.5		48.5		100%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 铅锌价格预测

		2008	2009E		2010E		2011E	
		均价	均价	同比	均价	同比	均价	同比
国际	铅	2091	1697	-18.8%	2100	23.7%	2300	9.5%
	锌	1893	1633	-13.7%	2200	34.7%	2400	9.1%
国内	铅	17288	13547	-21.6%	17000	23.9%	18000	8.8%
	锌	15557	13378	-14.0%	18000	30.7%	20000	11.1%

数据来源：湘财证券研究所

表 6 中金岭南估值模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	3539	4718	6884	8539	营业收入	7442	7583	12107	13329
现金	859	1092	976	3703	营业成本	5844	5876	9075	9987
应收账款	169	198	385	255	营业税金及附加	90	77	129	144
其他应收款	74	93	151	158	营业费用	96	88	145	161
预付账款	371	286	464	523	管理费用	531	521	848	936
存货	1915	2950	4724	3698	财务费用	257	162	185	93
其他流动资产	152	98	184	201	资产减值损失	220	156	208	195
非流动资产	4381	4061	3830	3535	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	134	240	184	192	投资净收益	102	10	10	10
固定资产	2562	2688	2592	2409	营业利润	520	568	1526	1823
无形资产	651	659	659	659	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	1034	473	394	275	营业外支出	11	43	29	28
资产总计	7920	8778	10714	12074	利润总额	518	533	1507	1804
流动负债	2267	3339	4024	3921	所得税	113	94	269	344
短期借款	990	2344	1649	1327	净利润	405	440	1238	1460
应付账款	278	341	681	799	少数股东损益	5	0	0	0
其他流动负债	999	653	1694	1795	归属母公司净利润	400	440	1238	1460
非流动负债	1677	1113	1125	1128	EBITDA	1007	962	1963	2177
长期借款	1000	1000	1000	1000	EPS (元)	0.39	0.40	1.21	1.43
其他非流动负债	677	113	125	128	主要财务比率				
负债合计	3944	4451	5149	5049	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	407	407	407	407	成长能力				
股本	1024	1024	1024	1024	营业收入	-10.0%	-0.1%	62.8%	10.1%
资本公积	1061	1061	1061	1061	营业利润	-62.7%	9.0%	168.9%	19.4%
留存收益	1492	1835	3072	4533	归属于母公司净利润	-65.7%	9.8%	181.6%	18.0%
归属母公司股东权益	3568	3919	5157	6618	获利能力				
负债和股东权益	7920	8778	10714	12074	毛利率(%)	21.5%	21.0%	25.0%	25.1%
现金流量表					净利率(%)	5.4%	5.9%	10.2%	11.0%
单位:百万元					ROE(%)	11.2%	11.2%	24.0%	22.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	12.7%	9.5%	20.2%	28.6%
经营活动现金流	1630	-1000	697	3140	偿债能力				
净利润	405	440	1238	1460	资产负债率(%)	49.8%	50.7%	48.1%	41.8%
折旧摊销	229	232	252	262	净负债比率(%)	50.5%	75.1%	51.4%	46.1%
财务费用	257	162	185	93	流动比率	1.56	1.41	1.71	2.18
投资损失	-102	-10	-10	-10	速动比率	0.65	0.53	0.54	1.23
营运资金变动	572	-1581	-966	1309					

其他经营现金流	268	-243	-1	26	营运能力				
投资活动现金流	-1334	143	66	2	总资产周转率	0.94	0.89	1.24	1.17
资本支出	1019	0	0	0	应收账款周转率	37	34	35	35
长期投资	-70	-40	-56	8	应付账款周转率	21.76	18.98	17.76	13.50
其他投资现金流	-385	103	10	10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-548	1091	-880	-414	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.43	1.21	1.43
短期借款	-751	1354	-695	-322	每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	-0.98	0.68	3.07
长期借款	820	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.83	5.04	6.46
普通股增加	293	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-232	0	0	0	P/E	59.65	54.34	19.30	16.36
其他筹资现金流	-677	-263	-185	-93	P/B	6.69	6.09	4.63	3.61
现金净增加额	-370	233	-117	2728	EV/EBITDA	25	26	13	12

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。