

湘财证券研究所

有色钢铁研究小组

叶 鑫

Tel: 021-68634510-8708

email: yx2893@xcsc.com

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

email: ycx3112@xcsc.com

刘金铤

Tel: 021-68634510-8193

email: lij2861@xcsc.com

事件: 公司 2010 年 1-6 月实现营业总收入 44.95 亿元, 同比增长 60.87%; 净利润 3.0 亿元, 同比增长 179.56%, 每股收益 0.19 元。

投资要点:

产量和价格同比上涨致业绩同比增长

公司主营铅锌采选冶炼, 上半年公司生产铅锌精矿金属量 15.56 万吨, 比上年同期增长 0.58%, 其中, 铅精矿 5.55 万吨, 比上年同期减少 13.82%, 锌精矿 10.01 万吨, 比上年同期增长 10.73%, 精矿含银 74.75 吨。公司主要冶炼产品铅锌冶炼金属量为 19.90 万吨, 比上年同期增长 20.97%, 其中电铅 5.77 万吨, 同比增长 0.52%, 锌及锌制品 14.13 万吨, 同比增长 31.93%, 银锭 45.14 吨, 同比增长 11.18%。公司主要产品都比去年同期有一定增长, 公司的产能扩张正在逐步体现。上半年铅均价 2109 美元/吨, 锌 2183 美元/吨, 同比分别上涨 57.8%和 61.9%。正是公司主要产品产量和价格同比上涨致业绩同比增长。

行业复苏放缓影响公司业绩释放

铅约 70%用于汽车行业, 而锌约 50%用于建筑行业。全球经济虽然处在复苏的道路上, 但复苏的进程却很缓慢, 在经历了经济危机后的刺激政策和补库存后, 铅锌的需求有所放缓, 出现了不同程度的过剩。上半年, 公司主产品铅锌金属价格呈震荡下跌态势, LME 期锌从最高 2736 美元/吨下跌至最低 1577 美元/吨, 铅金属价格则从最高的 2680 美元/吨下跌至最低的 1535 美元/吨。行业复苏放缓导致上半年金属价格震荡下跌, 公司 2 季度净利润环比出现了下跌, 复苏之路经历波折。

看好公司未来发展前景, 业绩具备弹性

公司近年来在资源整合和技术改造上进行了积极布局, 并且在内部进行精细化管理流程改造, 为公司未来上台阶式的发展打下良好基础。我们坚持认为公司在矿山资源和管理资源两种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在未来的行业景气周期中产生积极化学反应, 业绩具备很好的弹性。并且我们认为, 宏观经济仍然处在复苏的进程中, 铅锌金属价格经历上半年的震荡下跌后, 风险已得到释放, 并且一旦美国和日本等经济体重回量化宽松的货币政策上来, 将对金属价格形成支撑, 未来铅锌价格将有望维持震荡攀升格局, 虽然会伴随波折, 总体趋势向好。

给予“增持”评级

我们预计公司 2010-2012 年的每股盈利为 0.55 元、0.70 元和 0.86 元, 鉴于宏观经济复苏进程还相当缓慢, 我们给予公司“增持”评级, 考虑到公司未来良好的发展前景, 我们建议长线投资者在公司股价调整时可逢低积极介入布局。

风险提示: 下游需求放缓, 金属价格波动。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7551	11944	13329	14983
收入同比(%)	1%	58%	12%	12%
归属母公司净利润	414	869	1117	1366
净利润同比(%)	20%	110%	28%	22%
毛利率(%)	21.3%	25.4%	27.1%	26.9%
ROE(%)	10.6%	18.6%	19.8%	19.9%
每股收益(元)	0.26	0.55	0.70	0.86
P/E	60.99	29.06	22.62	18.49
P/B	6.45	5.40	4.48	3.68

表 2 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			
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	

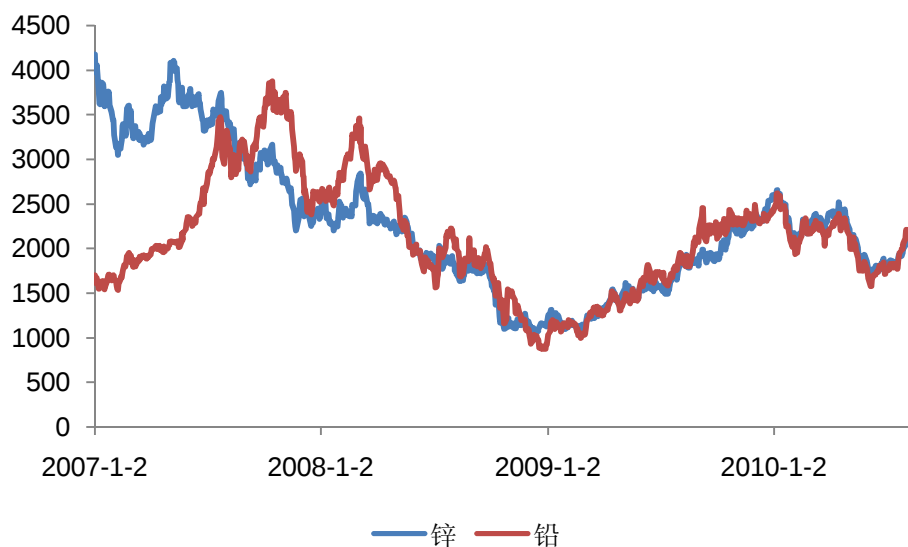
来源：湘财证券研究所

表 3 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%

来源：湘财证券研究所

表 4 铅锌价格走势



来源: BLOOMBERG ,湘财证券研究所

表 5 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5632	6032	5508	7546	营业收入	7551	11944	13329	14983
现金	1593	500	500	620	营业成本	5945	8909	9722	10947
应收账款	322	347	398	460	营业税金及附加	78	133	143	164
其他应收款	40	108	104	114	营业费用	286	478	533	599
预付账款	272	407	445	501	管理费用	628	956	1066	1199
存货	3025	4483	3772	5506	财务费用	8	288	263	167
其他流动资产	380	186	289	344	资产减值损失	8	3	5	5
非流动资产	6015	5839	5485	5143	公允价值变动收益	-53	0	0	0
长期投资	136	141	141	141	投资净收益	50	0	0	0
固定资产	3861	4041	3741	3418	营业利润	621	1178	1596	1902
无形资产	1238	1250	1250	1250	营业外收入	16	12	14	13
其他非流动资产	780	407	352	334	营业外支出	6	9	7	8
资产总计	11647	11871	10993	12688	利润总额	630	1181	1603	1908
流动负债	5375	5475	3418	3677	所得税	110	206	280	333
短期借款	2372	3640	1098	1124	净利润	520	975	1323	1574
应付账款	418	481	557	663	少数股东损益	106	106	206	208
其他流动负债	2584	1354	1763	1890	归属母公司净利润	414	869	1117	1366
非流动负债	1546	800	808	807	EBITDA	975	1803	2202	2414
长期借款	640	640	640	640	EPS (元)	0.40	0.55	0.70	0.86
其他非流动负债	906	160	168	167					

负债合计	6921	6275	4227	4484	主要财务比率				
少数股东权益	812	917	1123	1332	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1024	1587	1587	1587	成长能力				
资本公积	1058	751	751	751	营业收入	1.5%	58.2%	11.6%	12.4%
留存收益	1754	2339	3304	4533	营业利润	36.1%	89.8%	35.6%	19.2%
归属母公司股东权益	3914	4679	5643	6873	归属于母公司净利润	19.8%	109.8%	28.5%	22.3%
负债和股东权益	11647	11871	10993	12688	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	21.3%	25.4%	27.1%	26.9%
单位:百万元					净利率(%)	5.5%	7.3%	8.4%	9.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	10.6%	18.6%	19.8%	19.9%
经营活动现金流	502	-1493	2957	397	ROIC(%)	8.5%	13.1%	19.5%	18.6%
净利润	520	975	1323	1574	偿债能力				
折旧摊销	347	338	343	346	资产负债率(%)	59.4%	52.9%	38.4%	35.3%
财务费用	8	288	263	167	净负债比率(%)	54.0%	68.2%	41.1%	39.3%
投资损失	-50	0	0	0	流动比率	1.05	1.10	1.61	2.05
营运资金变动	-450	-2565	995	-1697	速动比率	0.48	0.28	0.51	0.55
其他经营现金流	127	-528	34	8	营运能力				
投资活动现金流	-1605	327	0	0	总资产周转率	0.77	1.02	1.17	1.27
资本支出	1553	0	0	0	应收账款周转率	27	31	31	30
长期投资	0	-287	0	0	应付账款周转率	17.08	19.82	18.73	17.95
其他投资现金流	-52	39	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1642	73	-2957	-277	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.55	0.70	0.86
短期借款	1382	1268	-2542	26	每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-0.94	1.86	0.25
长期借款	-360	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.95	3.56	4.33
普通股增加	0	563	0	0	估值比率				
资本公积增加	-3	-307	0	0	P/E	60.99	29.06	22.62	18.49
其他筹资现金流	623	-1451	-415	-303	P/B	6.45	5.40	4.48	3.68
现金净增加额	620	-1093	0	120	EV/EBITDA	29	15	13	12

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。