

四季度业绩环比大幅增长，未来成长可期

--中金岭南 2010 年报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件： 公司2011年3月31日公布年报，公司2010年实现营业收入96.52 亿元，同比增长27.28%；实现归属于母公司所有者的净利润7.07 亿元，同比增长70.68%。实现每股收益0.45元。以公司现有总股本1,586,877,600 股为基数，每10 股派人民币现金0.20 元（含税），每10 股转增3 股。

点评：

- I 分季度来看，公司2010年4季度毛利率分别为17.98%、21.12%、17.37%/26.19%，公司第四季度毛利率有明显提高的主要原因是由于铅锌价格从去年7月份开始大幅上涨，价格上涨的累积效应在4季度充分显现。前4季度分别实现每股收益0.14、0.05、0.06、0.20，公司第四季度每股收益较高的主要原因除了盈利能力在第4季度大幅提升之外，另外一个因素是由于递延所得税资产（负债）年末确认的原因导致所得税实际税负为-2.37亿元。
- I 报告期内公司主要矿产品产量：铅锌精矿金属量31.48 万吨，比上年同期增长4.3%（其中，锌精矿金属量20.05 万吨，比上年同期增长4.93%；铅精矿金属量11.43 万吨，比上年同期增长3.22%），铅锌精矿含银160.8 吨（其中，国内111.8 吨；国外49 吨）；硫精矿80.55 万吨，比上年同期增长0.55%；
- I 报告期内公司主要冶炼产品产量：受韶关冶炼厂第4 季度停产影响，铅锌冶炼金属量35.84 万吨，比上年同期下降2.63 %（其中，锌及锌制品25.78 万吨比上年同期增长4.55 %；电铅10.06 万吨比上年同期下降17.23%）；白银86.06 吨比上年同期下降32.14%；硫酸29.72 万吨比上年同期下降23.59%。报告期内其他产品产量：铝门窗及幕墙工程40.73 万平方米；铝型材1.75 万吨；电池锌粉1.15 万吨；冲孔镀镍钢带880吨；球型亚镍586 吨。
- I **海外资源扩张稳步推进。**2009年初公司成功控股澳大利亚矿业上市公司佩利雅(Perilya Limited) 52%股权。截至2009 年6 月，Perilya Limited 铅锌金属储量共计391.12 万吨，矿石品位分别为锌：9.4%，铅：7.3%，银：92 克/吨。中金岭南权益储量203.4 万吨，此外，perilya 还拥有超过2000 平方公里的探矿权面积，未来资源储量有进一步增加的可能。2009 年11 月，公司成功与加拿大泰克公司（Teck）签署爱尔兰波利纳拉克项目（Ballinalack）合作勘探协议，出资600 万美元持有合资公司40%的股权。目前，该项目经测算铅锌矿石量为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（权益22.4 万吨）。2011年1月15日公司公告，公司已完成对全球星矿业公司100%股权收购。全球星矿业的主要资产是位于多米尼加共和国的低成本、铜-金-银矿—塞罗-德-迈蒙铜金矿(Cerro de Maimon)，此外，在多米尼加共和国还拥有268 平方公里铜金矿勘探区域及60 平方公里镍矿勘探区域，及拥有位于加拿大魁北克省的锂矿勘探项目摩布朗（Moblán）60%的权益。截至2009 年12 月31 日，全球星矿业公告的其探矿区域内的资源量(包含储量)合计约：64 万吨铜、137 万盎司金（约42.57 吨），1,425 万盎司白银（约443 吨）、9.3 万吨镍、8 万吨氧化锂。

中金岭南 00060

2011-3-31

评级 推荐

目标价格 24-25
当前价格 20.62

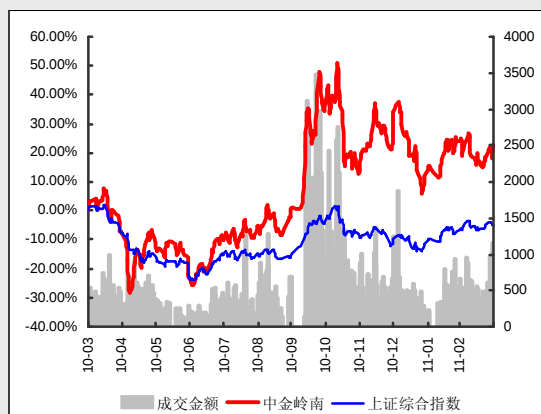
基础数据

总市值(百万) 31,594.73
总股本/流通股本（百万） 1586.88/1585.22
流通市值（百万） 33,765.12
每股净资产 2.74
净资产收益率 11.22

交易数据

52 周内股价区间 28.2/12.04
10 年市盈率 46.28
市净率 7.15

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号 S0820209120024
电话 021-32229888-3502
E-mail zhangzhipeng@ajzq.com
zzpforests@hotmail.com

相关报告

- I 公司目前控制的国内铅锌资源主要包括广东凡口铅锌矿（100%权益）和广西盘龙铅锌矿（55%权益），权益铅锌资源储量分别为336万吨和161万吨。加上海外的资源储量，公司目前拥有的权益储量锌478.72万吨、铅244.47。另外公司还拥有白银权益储量997吨、黄金22吨、铜43.84万吨（含全球星矿业储量，参见表2）
- I 公司的冶炼产能有42万吨左右，其中丹霞有7万吨（为锌冶炼产能），韶关有35万吨冶炼（其中三分之二左右为锌）。由于韶关冶炼厂排污导致韶关市北江中上游河段铊超标，从去年10月21日起，韶关冶炼厂已全面停产。我们认为尽管韶关冶炼厂停产，但公司生产的铅锌精矿仍可对外销售，且冶炼环节本身微利，所以停产事件对公司2010年及2011年业绩影响有限。
- I 公司资源自给率达到75%，业绩与铅锌价格高度相关，根据我们的敏感性分析，铅价格每上涨1000元，EPS增加0.05元，锌价每上涨1000元，EPS增加0.09元；若铅、锌价格同方向上涨1000元（两者相关性很大），则公司EPS增加0.14元。目前LME铅锌价格分别在2400美元、2350美元左右，锌价格较年初下跌10%，铅价格与年初相比略有上涨。尽管由于欧债主权危机、美国失业率仍然高企、中国的经济结构调整，使得全球经济复苏步伐变得较为复杂和曲折，但全球经济二次探底的可能性很小，而铅锌价格目前仍处于历史地位，未来将保持缓慢震荡向上，公司的资源优势将得到凸显。
- I 我们认为，公司的国际视野及国际开拓战略已走在同行业的前列，公司的资源自给率高、业绩弹性大，这是我们看好公司的主要理由。预计公司2011年-2013年EPS分别为0.621元、0.714元、0.864元，按最新收盘价计算，对应市盈率为33.19、28.90、23.86，我们阶段性看好公司股价表现，维持“推荐”评级。

风险因素： 日本核危机进一步升级，日本重建进程受阻，市场避险情绪高涨；中国流动性回收超出预期，铅锌价格下跌。

表1 主要财务指标

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9620.69	12707.61	13895.21	15624.10
增长率(%)	27.41%	32.09%	9.35%	12.44%
归属母公司股东净利润	707.01	985.87	1132.34	1371.64
增长率(%)	70.68%	39.44%	14.86%	21.13%
每股收益(EPS)	0.446	0.621	0.714	0.864
每股经营现金流	1.267	-1.348	2.964	-1.267
销售毛利率	20.73%	25.18%	25.27%	25.76%
销售净利率	9.87%	10.42%	10.95%	11.80%
净资产收益率(ROE)	15.44%	17.97%	17.34%	17.60%
市盈率(P/E)	46.28	33.19	28.90	23.86
市净率(P/B)	7.15	5.96	5.01	4.20

表2 公司资源储量

			金属品种	品位	储量	权益	权益储量	
国内	凡口矿		锌	9.12%	300	100%	300	
			铅	4.89%	150		150	
	盘龙矿		锌	3.30%	65.4	55%	36	
			铅	1.05%	20.8		11.4	
海外								
Perillya	Broken hill		锌	9.40%	196.084	52%	101.964	
			铅	7.40%	154.364	52%	80.2693	
			银（吨）	92g/t	1919.12	52%	997.942	
	Flinders 锌项目	Beltana 高品位氧化锌	锌	29.80%	30		15.6	
		Reliance 锌硅酸盐矿	锌	27.60%	10.68		5.5536	
	Mount Oxide 铜钴矿		铜	1.30%	20.3		10.556	
			银（吨）	9g/t	139.5		72.54	
			钴	0.05%	0.775		0.403	
	全球星矿业公司		铜		64		33.28	
			黄金（吨）		42.57		22.1364	
			白银（吨）		443		230.36	
			镍		9.38		4.8776	
			氧化锂		8		2.496	
	爱尔兰 Ballinalack			锌	6.33%	49	40%	19.6
铅				0.95%	7	40%	2.8	
国内			锌		365.4		336	
			铅		170.8		161.4	
海外			锌		285.764		142.72	
			铅		161.364		83.069	
			银(吨)		2501.62		997.94	
			黄金		42.57	0	22.136	
			铜		84.3		43.836	
总计			锌		651.164	0	478.72	
			铅		332.164		244.47	
			银(吨)		2501.62	0	997.94	
			黄金（吨）		42.57	0	22.136	
			铜		84.3	0	43.836	

数据来源：公司公告

请务必阅读正文之后的重要声明

表3 产量 假设

产量		2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
精矿	锌精矿	19.11	20.05	23.5	24.8	28.8
	铅精矿	11.07	11.43	12.9	13.7	16.2
冶炼厂		2009	2010E	2011E	2012E	2013 年 E
韶关	精锌	22.67	18.78	23.00	23.00	23
	精铅	12.15	10.06	11	13.00	13
丹霞	精锌	2.00	7.00	10	10	10
冶炼合计	精锌	24.67	25.78	30	33	33
	铅	12.5	10.06	11	13.00	13
白银(吨)		126.82	160.8	170	180	180

表4 价格假设

价格	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 E
铅（含税）	13800	16000	18000	18500	19000
锌（含税）	13850	17000	18500	18500	19000
白银	3300	4500	6000	6500	7000

表5 报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7441.74	7551.15	9620.69	12707.61	13895.21	15624.10
减: 营业成本	5841.82	5945.48	7626.47	9507.26	10383.93	11598.72
营业税金及附加	89.60	77.55	133.20	175.94	192.38	216.32
营业费用	96.07	286.20	276.14	364.74	398.83	448.45
管理费用	530.50	628.15	676.20	893.17	976.64	1098.16
财务费用	324.30	8.09	68.17	208.04	153.43	94.18
资产减值损失	219.89	8.35	16.68	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	101.84	50.25	109.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.80	-52.56	-113.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	13.78	25.48	14.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	455.97	620.51	834.26	1558.45	1790.00	2168.27
加: 其他非经营损益	-2.15	9.49	-99.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	453.82	630.00	734.68	1558.45	1790.00	2168.27
减: 所得税	102.94	110.06	-215.31	233.77	268.50	325.24
净利润	350.88	519.94	949.99	1324.69	1521.50	1843.03
减: 少数股东损益	5.05	105.72	242.98	338.82	389.16	471.40
归属母公司股东净利润	345.83	414.23	707.01	985.87	1132.34	1371.64
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

货币资金	740.09	1477.53	1494.91	127.08	1119.09	156.24
应收和预付款项	684.73	770.71	884.75	1223.57	1080.70	1503.23
存货	1914.66	3024.85	3268.42	4340.15	3970.00	5312.33
其他流动资产	78.73	217.34	413.86	413.86	413.86	413.86
长期股权投资	133.52	136.11	188.37	188.37	188.37	188.37
投资性房地产	41.67	35.10	26.61	26.61	26.61	26.61
固定资产和在建工程	3217.01	4043.67	4502.52	4474.80	4447.08	4419.36
无形资产和开发支出	740.45	1374.68	3010.81	3010.29	3009.77	3009.25
其他非流动资产	101.17	271.42	134.61	132.05	129.49	129.49
资产总计	7652.01	11351.42	13924.85	13936.77	14384.97	15158.74
短期借款	989.97	2371.89	2215.91	3468.89	0.00	1249.58
应付和预收款项	785.56	1647.50	2741.51	449.48	2933.70	722.20
长期借款	1000.00	639.98	1308.21	1308.21	1308.21	1308.21
其他负债	985.21	1966.01	2031.95	1835.40	1835.40	1835.40
负债合计	3760.74	6625.38	8297.58	7061.97	6077.30	5115.39
股本	1023.79	1023.79	1586.88	1586.88	1586.88	1586.88
资本公积	1061.11	1058.32	654.88	654.88	654.88	654.88
留存收益	1398.98	1832.32	2337.12	3245.82	4289.54	5553.83
归属母公司股东权益	3483.88	3914.44	4578.87	5487.58	6531.30	7795.58
少数股东权益	407.39	811.60	1048.40	1387.22	1776.37	2247.77
股东权益合计	3891.27	4726.04	5627.27	6874.80	8307.67	10043.35
负债和股东权益合计	7652.01	11351.42	13924.85	13936.77	14384.97	15158.74
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	1954.08	509.69	2010.81	-2139.06	4702.96	-2010.90
投资性现金净流量	-1333.67	-1605.20	-1834.09	-196.55	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-547.70	1642.27	-328.87	967.78	-3710.94	1048.04
现金流量净额	-46.20	628.39	-101.03	-1367.83	992.02	-962.85

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反

请务必阅读正文之后的重要声明

映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。