

2011 年 4 月 7 日

中金岭南

发展以“质”取胜

A
买入

000060.SZ - 人民币 21.30

目标价格: 人民币 25.00(▼27.00)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(5)	4	(5)	21
相对新华富时 A50 指数 (%)	(13)	2	(13)	32

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,587
流通股(%)	68.27
流通股市值(人民币 百万)	23,077
3 个月日均交易额(人民币 百万)	534
净负债比率(%) (2011E)	3.4
主要股东(%)	
广东省广晟资产经营有限公司	31.73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

中金岭南公告 2010 年公司实现每股收益 0.45 元, 净利润同比增长近 71%。公司计划 2010 年每股现金分红 0.20 元, 并每 10 股转增 3 股。公司盈利大幅增长主要来源于 2010 年国内锌、铅精矿均价同比分别大幅上扬约 34% 和 26% 以及递延所得税费用调整。2010 年韶冶关停可能导致公司损失近 1 亿元(包括关停设备导致损坏而计提的一次性固定资产减值); 虽然目前韶冶仍在停产治理, 但我们估计 11 年该项损失将收窄。公司 2011 年精矿生产预计保持平稳, 计划产量基本和 2010 年持平。出于谨慎考虑, 公司将 2011 年铅锌冶炼产量目标设定为 20 万吨, 较 2010 年减少近 36.4%, 但我们估计对公司的盈利影响不大。我们看好公司未来海外矿山资源储量增长潜力以及公司业内领先的管理能力。我们下调公司 11-12 年盈利预测, 并将目标价下调为 25.00, 但维持买入评级。

支撑评级的要点

- 佩利雅等海外矿山资源储量增长潜力喜人。
- 2011 年韶冶停产损失有望收窄。
- 公司管理能力优秀和资源扩张眼光独到。

评级面临的主要风险

- 海外矿产开发进程受阻。
- 韶关冶炼厂短期内无法复产。

估值

- 我们分别下调 2011-12 年的盈利预测约 6.8% 和 2.9%, 同时我们将目标价由 27.00 元下调至 25.00 元(基于 40 倍的 2011 年市盈率), 我们维持对公司的买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	7,551	9,621	10,764	17,125	18,312
变动(%)		27	12	59	7
净利润(人民币 百万)	414	707	997	1,105	1,246
全面摊薄每股收益(人民币)	0.256	0.45	0.628	0.696	0.785
变动(%)		74.5	42.5	10.8	12.8
市场预期每股收益(人民币)	-	0.485	0.734	0.924	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.674	0.717	-
调整幅度(%)	-	-	(6.8)	(2.9)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.256	0.45	0.628	0.696	0.785
变动(%)		74.5	42.5	10.8	12.8
全面摊薄市盈率(倍)	84.3	48.3	33.9	30.6	27.1
核心市盈率(倍)	84.3	48.3	33.9	30.6	27.1
每股现金流量(人民币)	0.49	1.22	1.30	1.92	1.67
价格/每股现金流量(倍)	43.5	17.4	16.4	11.1	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.3	28.5	17.2	14.5	12.6
每股股息(人民币)	0.060	0.020	0.063	0.070	0.079
股息率(%)	0.3	0.1	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

10 年全年盈利大幅增长

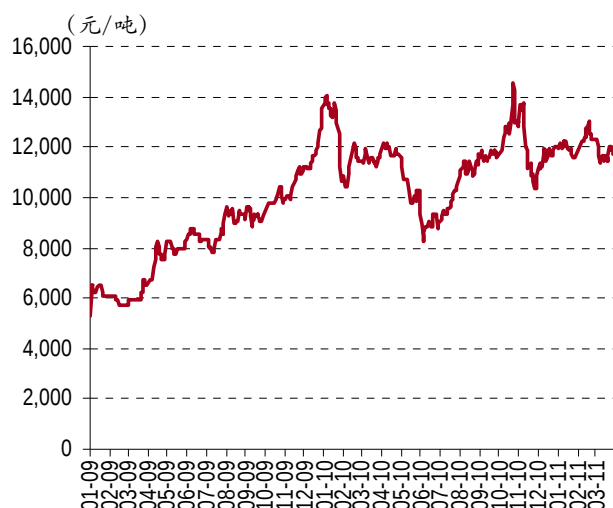
2010 年公司年报数据称公司 10 年盈利同比大幅增加近 71% 至 7.07 亿元（每股收益 0.45 元），这高于我们原先的盈利预测的 0.34 元。盈利高于我们的预测，主要是因为 10 年公司通过递延所得税费用调整增加了盈利。

如果不考虑所得税调整因素，公司 10 年的税前利润为 7.35 亿元，这低于我们预期的约 10 亿元。我们估计这是由于公司关停韶关冶炼厂造成的损失高于我们预期。

另外，虽然公司第四季度计提了近 1 亿元的公允价值损失，但同时，公司第四季度也大幅减持了可供出售的金融资产（可能主要是股票），获得了近 1.4 亿元的投资收益，因此总体影响不大。

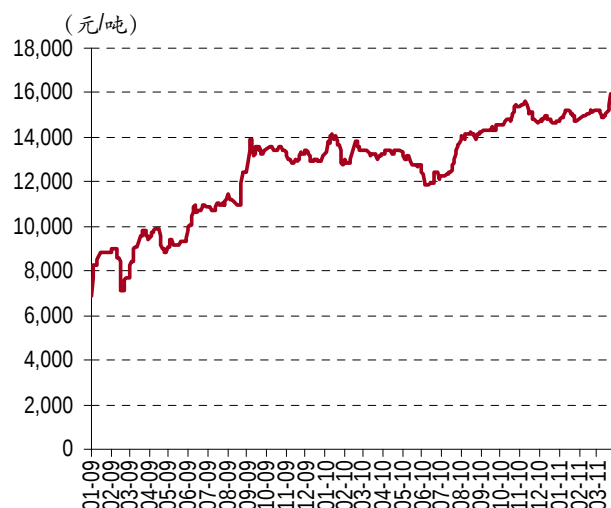
2010 年公司营业利润同比增长近 34.5%。这主要来自于公司铅锌精矿等主要产品价格的大幅攀升。2010 年铅锌精矿价格不断走高，其中 2010 年国内锌精矿均价同比上涨 34%，而铅精矿价格同比上浮 26%。在此趋势下公司铅锌精矿毛利也达到金融危机以来的新高。

图表 2. 锌精矿 50% 出厂价



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 3. 铅精矿 60% 出厂价



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 4. 铅锌精矿产品毛利

(%)	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报
铅锌精矿产品毛利	42.63	35.99	40.16	39.41	74.37	76.82

资料来源：中银国际研究部

韶冶停产产生较大损失

公司 2010 年税前利润同比增幅仅为 17%，低于同期铅锌精矿价格增长。这主要是因为公司第四季度关停韶关冶炼厂导致了近 1 亿元的损失（包括关停生产线而产生的设备损坏）。

目前韶关冶炼厂仍处于关停阶段，我们估计 2011 年韶冶带来的损失将会有所减少。但长期来看，我们仍然认为韶冶环保问题的整体解决将给公司经营扫清障碍。

公司未来发展以“质”取胜，“稳”字当先

2010 年公司主要产品产量稳步增长，公司主要矿产品产量：铅锌精矿金属量 31.48 万吨（其中，国内 19.99 万吨；国外 11.49 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。

同时，受韶关冶炼厂第 4 季度因环保问题而停产影响，全年公司铅锌冶炼金属量 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%。

2011 年公司各类产品生产计划和 2010 年基本持平，其中计划生产铅锌精矿金属量共 31.14 万吨（国内 19.14 万吨，佩利雅 12 万吨），铅锌冶炼产量 20 万吨，白银 207 吨（精矿产银 157 吨），黄金 425 公斤，铜金属量 9,300 吨。

图表 5. 公司产量预测

	铅锌精矿 金属量 (万吨)	白银 (吨) 精矿含银	总产量	铅锌冶炼 (万吨)	黄金 (公斤)	铜金属量 (吨)
2013E	33.40	163	210	33.65	438	9,580
2012E	32.40	160	208	33.60	435	9,490
2011E	31.14	157	207	20	425	9,300
2010A	31.48	160.8	246.86	35.84	-	-

资料来源：公司公告，中银国际研究部

佩利雅等矿山有望继续增加公司资源储量

2010年12月31日,公司发布的公告数据提高佩利雅 Broken Hill 矿山储量至 1,526 万吨,较上年增长近 18% (这和我们在 2010 年 12 月 29 日发布的报告中判断的“公司海外资源储量增长空间十分喜人”基本一致)。其中石品位分别为锌: 5.3%, 铅: 4.0%, 银: 42 克/吨。Broken Hill 矿山的资源量为 2,370 万吨,矿石品位分别为锌: 9.4%, 铅: 7.3%, 银: 89 克/吨,与上年同期 2,086 万吨相比增加了 13.61%。

2010 年公司通过佩利雅收购加拿大全球星矿业正式进军铜、黄金、白银、镍和锂等金属领域。据全球星公开信息,2009 年全球星有铜金属储量 11.1 万吨,黄金 5.78 万吨,白银 177 吨,镍 9.3 万吨和锂 8 万吨。

同时我们也看好公司爱尔兰波利纳拉克项目,该项目探明锌金属量 48.8 万吨,铅 7.32 万吨。

此外公司国内凡口铅锌矿产量稳定;盘龙矿受益于公司长期探矿投入,近期储量可能有较大突破。

11 年 1 季度盈利展望

我们认为未来铅锌精矿价格仍有上升空间,因此我们对公司未来盈利增长依然持较为乐观的态度。此外韶冶环保问题的综合解决,虽然在 10 年给公司盈利带来一定的负面影响,但我们估计对 11 年公司盈利影响有限。2011 年一季度,铅锌价格仍保持较高水平,因此公司盈利预计仍可保持较好水平,我们预计 2011 年 1 季度公司每股盈利在 0.18 元左右。

下调盈利预测

由于 2010 年公司实际经营业绩低于预期,同时基于公司 2011 年生产计划,我们将 2011-12 年公司盈利预测相应下调了 6.8% 和 2.9%。

维持买入评级

我们认为中金岭南拥有矿石自给率高,资源储量增长空间大,铅锌采选冶炼领域运营经验丰富,拥有业内领先的海外资源等优势,因此公司可以享受较高的估值。由于盈利预测下调,我们相应将公司目标价格由 27.00 元下调至 25.00 元,这是基于 40 倍的 2011 年市盈率,我们维持对公司的买入评级。

图表 6.10 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
销售收入	7,551.1	9,620.7	27.4
销售成本	5,945.5	7,626.5	28.3
营业税	77.6	133.2	71.8
毛利润	1,528	1,861	21.8
其他营业收入	(53)	(113)	
分销费用	286.2	276.1	(3.5)
管理费用	628.2	676.2	7.6
资产减值损失	8.3	16.7	99.9
经营利润	553	779	40.8
财务费用	8.09	68.17	742.7
投资收入	50.25	109.34	n.a.
其它非经营性收入	9.49	(99.50)	(1,148.1)
税前利润	605	720	19.1
税金	110.1	(215.3)	(295.6)
少数股东权益	105.7	243.0	n.a.
净利润	414	707	71
全面摊薄每股收益	0.258	0.45	71
盈利能力 (%)			
毛利率	20.2	19.3	
经营利润率	7.3	8.1	
净利率	5.1	7.2	

资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	7,551	9,621	10,764	17,125	18,312
销售成本	(5,945)	(7,626)	(8,310)	(13,513)	(14,347)
经营费用	(726)	(703)	(403)	(1,349)	(1,517)
息税折旧前利润	880	1,292	2,050	2,262	2,448
折旧及摊销	(276)	(404)	(422)	(443)	(462)
经营利润(息税前利润)	603	888	1,628	1,819	1,985
净利息收入/(费用)	4	(61)	(223)	(189)	(145)
其他收益/(损失)	9	(100)	(31)	(40)	(57)
税前利润	617	727	1,374	1,589	1,783
所得税	(110)	215	(110)	(191)	(214)
少数股东权益	(106)	(243)	(267)	(294)	(323)
净利润	414	707	997	1,105	1,246
核心净利润	414	707	997	1,105	1,246
每股收益(人民币)	0.256	0.45	0.628	0.696	0.785
核心每股收益(人民币)	0.256	0.45	0.628	0.696	0.785
每股股息(人民币)	0.060	0.020	0.063	0.070	0.079
收入增长(%)	n.a.	27	12	59	7
息税前利润增长(%)	n.a.	47	83	12	9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	47	59	10	8
每股收益增长(%)	n.a.	71	43	11	13
核心每股收益增长(%)	n.a.	71	43	11	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,718	1,498	3,014	5,137	6,959
应收帐款	322	373	420	668	732
库存	3,025	3,268	4,155	5,405	7,174
其他流动资产	567	925	1,027	1,656	1,683
流动资产总计	5,632	6,065	8,615	12,866	16,548
固定资产	3,861	4,225	4,363	4,471	4,515
无形资产	1,363	3,006	2,862	2,718	2,574
其他长期资产	791	1,275	1,277	1,265	1,282
长期资产总计	6,015	8,506	8,501	8,454	8,371
总资产	11,647	14,571	17,117	21,320	24,919
应付帐款	418	698	416	676	717
短期债务	2,372	2,216	1,865	1,102	446
其他流动负债	2,584	3,361	5,300	8,342	10,824
流动负债总计	5,375	6,275	7,580	10,120	11,987
长期借款	640	1,308	1,390	1,464	1,531
其他长期负债	906	1,361	1,140	1,279	1,349
股本	1,024	1,587	1,587	1,587	1,587
储备	2,891	2,992	4,104	5,260	6,531
股东权益	3,914	4,579	5,691	6,847	8,118
少数股东权益	812	1,048	1,316	1,610	1,933
总负债及权益	11,647	14,571	17,117	21,320	24,919
每股帐面价值(人民币)	2.47	2.89	3.59	4.31	5.12
每股有形资产(人民币)	2.49	0.99	1.78	2.60	3.49
每股净负债/(现金)(人民币)	1.39	1.28	0.15	(1.62)	(3.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	617	727	1,374	1,589	1,783
折旧与摊销	276	404	422	443	462
净利息费用	64	88	223	189	145
运营资本变动	(257)	210	(1,035)	(2,746)	(4,561)
税金	(110)	215	(110)	(191)	(214)
其他经营现金流	(88)	298	1,189	3,760	5,036
经营活动产生的现金流	502	1,943	2,063	3,044	2,652
购买固定资产净值	(1,553)	(875)	(407)	(373)	(336)
投资减少/增加	57	159	0	0	0
其他投资现金流	(109)	(1,118)	4	22	44
投资活动产生的现金流	(1,605)	(1,834)	(402)	(351)	(292)
净增权益	0	563	0	0	0
净增债务	363	259	(270)	(688)	(589)
支付股息	(6)	(79)	(100)	(110)	(125)
其他融资现金流	1,160	(1,072)	225	229	176
融资活动产生的现金流	1,517	(329)	(145)	(570)	(539)
现金变动	413	(220)	1,516	2,124	1,821
期初现金	1,305	1,718	1,498	3,014	5,137
公司自由现金流	(1,091)	112	1,661	2,694	2,360
权益自由现金流	(737)	302	1,372	1,988	1,755

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.6	13.4	19.0	13.2	13.4
息税前利润率(%)	8.0	9.2	15.1	10.6	10.8
税前利润率(%)	8.2	7.6	12.8	9.3	9.7
净利率(%)	5.3	7.3	9.3	6.5	6.8
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	74.6	13.0	7.1	8.9	11.9
净权益负债率(%)	30.0	36.0	3.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	84.3	48.3	33.9	30.6	27.1
核心业务市盈率(倍)	84.3	48.3	33.9	30.6	27.1
目标价对应核心业务市	99.8	57.2	40.1	36.2	32.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	8.6	7.4	5.9	4.9	4.2
价格/现金流(倍)	43.5	17.4	16.4	11.1	12.7
企业价值/息税折旧前利	27.3	28.5	17.2	14.5	12.6
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	185.7	150.6	163.0	129.1	160.0
应收帐款周转天数	15.6	14.2	13.4	11.6	14.0
应付帐款周转天数	20.2	26.5	18.9	11.6	13.9
回报率					
股息支付率(%)	15.3	4.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	10.2	15.3	19.4	17.6	16.7
资产收益率(%)	4.3	6.1	9.5	8.3	7.6
已运用资本收益率(%)	8.0	9.8	16.8	17.2	17.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371