



金属, 采矿, 制品/原材料

中金岭南 (000060)

韶关冶炼厂复产小幅提升公司业绩

桑永亮
021-38676052
sangyongliang@gtjas.com
编号 S0880511010034

本报告导读:

韶关冶炼厂复产将小幅提升公司业绩, 未来公司工作重心将转移到对已有矿山的建设上来, 预测 2011-2013 年公司 EPS 依次为 0.52、0.64、0.84 元, 目标价 16 元

投资要点:

韶关冶炼厂复产将小幅提升公司业绩。韶关冶炼厂关停, 由于设备维护、工人工资等开支, 每年总计需营业外支出 4 亿元左右。复产后, 以目前冶炼加工费 5000 元/吨左右, 平均冶炼成本 6000 元/吨左右计算, 30 万吨/年冶炼产能每年大约亏损 3 亿元左右, 因此冶炼厂复产将使公司亏损减少 1 亿/年, 对应增加 EPS 为 0.05 元。

中金岭南对外收购暂时告一段落。金融危机期间, 中金岭南以较低价格收购 PEM 和全球星成为国内企业对外矿业投资的典范。现在矿业市场发生了变化, 由于金属价格高位以及矿产资源的争夺更加激烈, 能再次收购物美价廉矿产的难度越来越大, 公司将把更多精力放到已有矿山的建设上来。

内生性的增长将稳步推进。盘龙矿通过 1-2 年的技改, 产量将由现在的 1.2 万吨/年增加到 3 万吨/年。澳大利亚 PEM 将逐步恢复金融危机期间停产的北矿山, 而其他矿点也在积极勘探和建设, 预计年产量在未来 5 年将由目前的 11 万吨扩建到 20 万吨以上。

我们判断铅锌价格在 2011 年下半年还会保持震荡走势。受中国经济尤其是汽车产业下滑以及欧美金融风险不断暴露的影响, 铅锌金属价格很难走出一波大幅上涨的行情。

根据中金岭南扩产计划, 我们预测 2011-2013 年公司 EPS 依次为 0.52、0.64、0.84 元, 给 2012 年 25 倍 PE, 对应目标价 16.0 元, 还有 15% 的空间, 谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,583	9,652	10,376	11,468	13,882
(+/-)%	2%	27%	8%	11%	21%
经营利润 (EBIT)	639	923	1,213	1,320	1,679
(+/-)%	-29%	44%	31%	9%	27%
净利润	414	707	827	1,019	1,326
(+/-)%	20%	71%	17%	23%	30%
每股净收益 (元)	0.40	0.45	0.52	0.64	0.84
每股股利 (元)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	8.4%	9.6%	11.7%	11.5%	12.1%
净资产收益率 (%)	10.6%	15.5%	15.9%	16.5%	17.8%
投入资本回报率 (%)	8.0%	14.8%	14.8%	13.7%	14.7%
EV/EBITDA	16.7	17.1	16.7	15.8	13.2
市盈率	34.3	31.1	26.6	21.6	16.6
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

首次评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 16.00

上次预测:

当前价格: 13.87

2011.07.22

交易数据

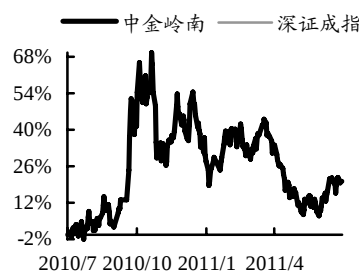
52 周内股价区间 (元)	12.30-26.65
总市值 (百万元)	28,613
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,063/2,061
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	206

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,700
每股净资产	2.28
市净率	6.1
净负债率	86%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.09	0.07
Q2	0.10	0.13
Q3	0.06	0.17
Q4	0.19	0.15
全年	0.45	0.52

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	-9%	20%
相对指数	4%	-5%	3%

相关报告

模型更新时间: 2011.07.22

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中金岭南 (000060)

评级: **谨慎增持**

上次评级:

目标价格: **16.00**

上次预测:

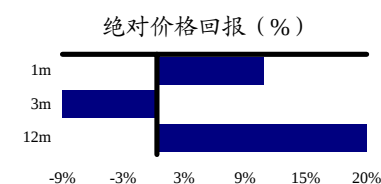
当前价格: **13.87**

公司网址

www.nonfemet.com

公司简介

公司是一家以铅锌生产为主业的跨地区、多行业综合经营的上市公司, 公司主要铅锌产品生产基地在韶关。公司拥有年产铅锌精矿 13 万吨(金属含量)、铅锌金属冶炼 25 万吨、铝合金型材 1 万吨、门窗幕墙 30 万平方米等多种金属、金属加工制品和金属化合物的综合生产及加工能力。主要产品有: 铅精矿、锌精矿、铅锌混合精矿、硫精矿、电铅、等 30 多种, 产品质量均达到国际先进水平, 其中电铅、精镉曾获国家金质奖, 精锌曾获国家银质奖, “南华牌”电铅、精锌被广东省确认“广东省名牌产品”



52 周价格范围

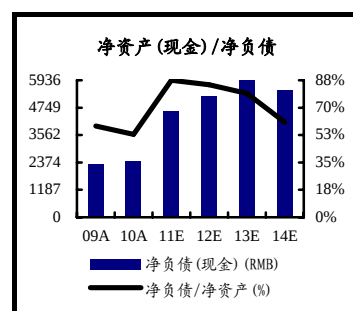
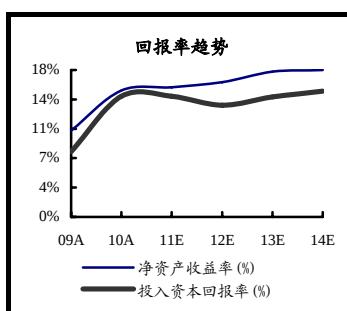
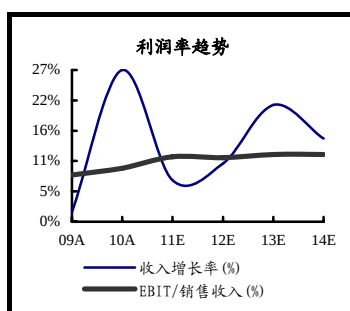
12.30-26.65

市值 (百万)

28,613

财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表						
营业总收入	7,583	9,652	10,376	11,468	13,882	15,964
营业成本	5,952	7,643	7,996	8,858	10,642	12,238
税金及附加	78	133	143	158	192	220
销售费用	286	276	297	328	397	457
管理费用	628	676	727	803	973	1,118
EBIT	639	923	1,213	1,320	1,679	1,931
公允价值变动收益	-53	-113	0	0	0	0
投资收益	50	109	0	0	0	0
财务费用	8	68	277	368	418	427
营业利润	621	834	936	952	1,261	1,504
所得税	110	-215	-216	-279	-369	-441
少数股东损益	106	243	125	212	304	318
净利润	414	707	827	1,019	1,326	1,627
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	1,595	1,593	956	834	1,087	929
其他流动资产	242	318	0	0	0	0
长期投资	423	326	326	326	326	326
固定资产合计	4,044	4,503	4,563	4,606	4,618	4,598
无形资产及其他资产	1,394	3,035	4,654	6,290	7,925	9,558
资产合计	11,647	14,571	14,742	17,087	20,028	22,139
流动负债	5,375	6,275	7,058	8,218	9,573	9,783
非流动负债	1,546	2,669	1,309	1,311	1,314	1,318
股东权益	3,913	4,576	5,198	6,169	7,448	9,027
投入资本(IC)	6,607	8,054	10,626	12,494	14,745	16,223
现金流量表						
NOPLAT	528	1,194	1,569	1,707	2,171	2,496
折旧与摊销	347	509	384	416	449	482
流动资金增量	-346	741	-177	-189	-604	135
资本支出	-1,535	-857	-2,264	-2,096	-2,096	-2,096
自由现金流	-1,006	1,587	-489	-161	-80	1,018
经营现金流	502	1,943	1,439	1,846	1,911	3,009
投资现金流	-1,605	-1,834	-2,264	-2,096	-2,096	-2,096
融资现金流	1,642	-329	188	127	439	-1,071
现金流净增加额	539	-220	-637	-123	254	-158
财务指标						
成长性						
收入增长率	1.7%	27.3%	7.5%	10.5%	21.0%	15.0%
EBIT 增长率	-28.8%	44.4%	31.4%	8.8%	27.2%	15.0%
净利润增长率	19.8%	70.7%	17.0%	23.3%	30.1%	22.7%
利润率						
毛利率	21.5%	20.8%	22.9%	22.8%	23.3%	23.3%
EBIT 率	8.4%	9.6%	11.7%	11.5%	12.1%	12.1%
净利润率	5.5%	7.3%	8.0%	8.9%	9.6%	10.2%
收益率						
净资产收益率(ROE)	10.6%	15.5%	15.9%	16.5%	17.8%	18.0%
总资产收益率(ROA)	3.6%	4.9%	5.6%	6.0%	6.6%	7.3%
投入资本回报率(ROIC)	8.0%	14.8%	14.8%	13.7%	14.7%	15.4%
运营能力						
存货周转天数	151	150	150	150	150	150
应收账款周转天数	12	13	13	13	13	13
总资产周转天数	471	496	516	37	39	24
净利润现金含量	1.21	2.75	1.74	1.81	1.44	1.85
资本支出/收入	20%	9%	22%	18%	15%	13%
偿债能力						
资产负债率	59.4%	61.4%	56.8%	55.8%	54.4%	50.1%
净负债率	58.6%	53.3%	88.1%	85.3%	79.7%	61.1%
估值比率						
PE	34.3	31.1	26.6	21.6	16.6	13.5
PB	3.6	4.8	4.2	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA	16.7	17.1	16.7	15.8	13.2	11.4
P/S	1.9	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%



1. 中金岭南资源情况

金融危机期间的两次收购, 使中金岭南资源储量大幅上升, 为公司未来产量增长打下坚实基础。

表 1: 中金岭南资源情况

	权益	铅锌储量	品味		产量		
			铅	锌	铅锌(万吨)	铜(万吨)	黄金(公斤)
凡口矿	100%	420	4%	8%	18		
盘龙矿	55%	86	1%	3%	1.2		
PEM- BROKEN HILL	52%	1526	4.0%	5.3%	11-12		
全球星	52%					1	450

资料来源: 公司公告

注:

1. Perilya 下属有 9 个矿点: 临近 Broken Hill 矿区的伴生矿体, 包括 Flying Doctor 项目, Potosi/Silver Peaks 项目, 北矿项目(深部和上部)以及南矿上部项目等; 位于南澳大利亚 Flinders 地区的 Reliance 项目; 位于昆士兰洲的 Mt Oxide 项目。
2. 全球星主要矿点在多米尼加, 储量 11 万吨铜, 5.6 吨黄金, 177 吨白银, 资源量 64 万吨铜, 540 吨白银, 金 43 吨。还有镍矿, 勘探项目, 储量 9 万吨; 锂矿项目, 20 多万吨氧化锂储量。

表 2: 中金岭南资源情况

冶炼	权益	工艺	产能(万吨/年)
韶关冶炼厂	100%	火法	30 (关停中)
丹霞冶炼厂	100%	湿法	10

资料来源: 公司公告

2. 增长由外延式转入内生性

由于金属价格高位以及矿产资源的争夺更加激烈, 现在买到物美价廉资源的可能性越来越小, 中金岭南的工作重心也转移到对已有矿山的扩建或复产上来。

- 国内扩产的主要是盘龙矿, 一两个月前开始进行技术改造, 目标是矿石日处理能力达到 3000 吨, 铅锌金属年产量达到 3 万吨, 技改可能需要 1-2 年。
- 国外增长点主要在 BROKEN HILL。金融危机前 BROKEN HILL 铅锌精矿产量接近 25 万吨, 金融危机期间关停一半, 中金岭南决定五年内复产。

表 3: BROKEN HILL 生产情况

矿点	生产状况
南矿	目前的主产矿
北矿	金融危机期间被关停, 导致 Perilya 矿产量下降一半(由 20 万吨降到 11 万吨), 现在资金充裕, 但是公司希望把勘探作好, 再复产。目前由于选矿产能只开了一半, 为了保持设备不坏掉, 他们产能一半一半轮流使用, 这样导致成本比较高。未来 5 年的任务就是把产能完全恢复。
Potosi、Silver Peaks	今年准备恢复生产的两个矿, 恢复期可能需要 1.5 年, 其中 Potosi 含银品味很高

Mt Oxide	作详细勘探，但进度一再推移，22 吨的铜金属资源量。
Reliance	属于氧化矿，冶炼有一定技术要求，品味 23%，金属储量 15 万吨，露天，需要不断勘探，所以不断有新的数据。

资料来源：公司公告

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		