

莫为浮云遮望眼

事件：中金岭南公布 2011 年中报：2011 上半年实现营业收入 49.07 亿元，同比增长 9.16%；营业利润 7.44 亿元，同比增长 110.75%，利润总额 5.68 亿元，同比增 55.81%，归属上市公司股东净利润 3.51 亿元，同比增长 16.70%；实现基本每股收益 0.17 元。

研究结论：

- **尽管韶冶停产大幅计提损失，但上半年业绩仍完美收官。**(1)2011 年上半年国内铅锌均价 17000 元/18300 元，同比涨 9%/1%，而澳洲标价的铅锌价格同比涨 5%/-7%。公司自产铅锌精矿金属量 15.23 万吨，较上年同期 15.56 万吨下降 2.12%。其中，国内生产铅锌精矿金属量 9.64 万吨；澳洲生产铅锌精矿金属量 5.59 万吨。可见产品价格提升对公司业绩贡献有限。(2)韶冶冶炼厂自去年 10 月停产，一直到今年 7 月底精炼系统才复产。上半年共计提损失 1.91 亿元，影响净利 1.44 亿元，约合 EPS 0.07 元。(3)支撑上半年业绩的新增长点来自 2011 年 1 月澳洲 PEM 完成 100%股权收购的加拿大全球星公司优异表现。
- **加拿大全球星公司旗下的迈蒙铜金矿表现强劲。**该公司上半年产量：铜精矿金属量 5470 吨，黄金 243 公斤，白银 10.9 吨，超年初预期。近期全球星公司上调 2011 年生产计划：预计生产铜金属量 1 万-1.1 万吨 (约+15%)，黄金 482-513 公斤 (约+10%)，白银 17.1-18.7 吨 (约+80%)。
- **未来两年国内外矿山建设齐开工。**(1)上半年广西盘龙矿已经启动铅锌采选 3000t/d 吨/日处理量技术改造项目。项目建设期 1.5 年，达产后预计年产铅锌精矿金属量 2.67 万吨。(2)澳洲 PEM 旗下位于 broken hill 北郊 5 公里的 Potosi 和 Silver Peak 的矿区开发工程已获政府审批，正式进入开发阶段。项目计划生产 160 万吨矿石 (品位 3.1%，锌品位 8.3%，银品位 38g/t)，建设期 1.5 年，开采期 3.5 年。计划年产铅锌精矿金属量约 4.5 万吨。
- **盈利预测和投资评级。**今年上半年公司受旗下冶炼厂停产大幅计提损失，且一季度业绩大幅低于预期，公司股价跌幅超过 30%，大幅跑输行业指数 20 多个百分点。目前韶冶已在复产中，公司各项工作仍在有序推进，海外矿山盈利贡献陆续进入收获期，且公司资源储量雄厚，并仍有扩张前景，我们认为当前公司价值存在低估。假设 2011/12/13 年锌锭均价 18500/19400/19400 元，铅锭均价 17000/18000/18000 元，经测算公司 2011/12/13 年摊薄后 EPS 为 0.43 /0.62/0.67 元。天津房地产项目 11/12 年贡献 EPS 为 0.13/0.09 元。给予 2012 年铅锌业务 25 倍 PE 及地产项目贡献的 EPS，推算合理价值为 15.6 元。维持公司买入投资评级。
- **风险因素：**1、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。2、铅锌价格继续低迷，铜和贵金属价格高位回落。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建花

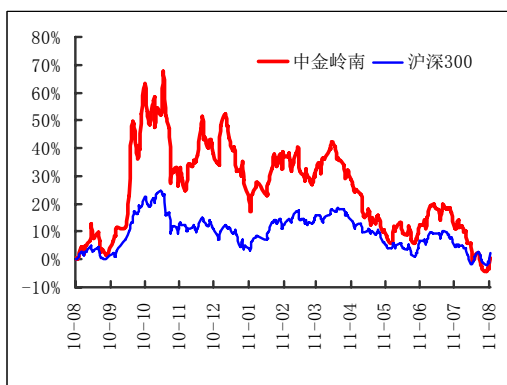
8621-63325888 x6090

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 8 月 25 日)	11.76 元
目标价格	15.60 元
总股本/A 股 (亿股)	20.61/20.63
A 股市值 (亿元)	242.60
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2011 年 8 月 26 日

股价表现



财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入同比	27%	10%	29%	9%
EBITA 同比	35%	72%	35%	11%
ROE	15.45%	16.59%	19.91%	19.75%
ROIC	8.75%	10.82%	10.02%	8.32%
EPS (元)	0.45	0.43	0.62	0.67
每股净资产 (元)	2.88	2.58	3.11	3.37
P/E (倍)	42.5	44.2	30.6	28.4
P/B (倍)	6.6	7.3	6.1	5.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

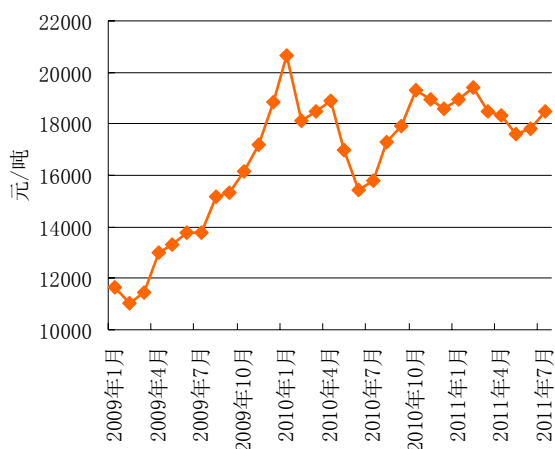
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

尽管韶冶停产大幅计提损失，但上半年业绩仍完美收官

上半年铅锌价格走势疲软

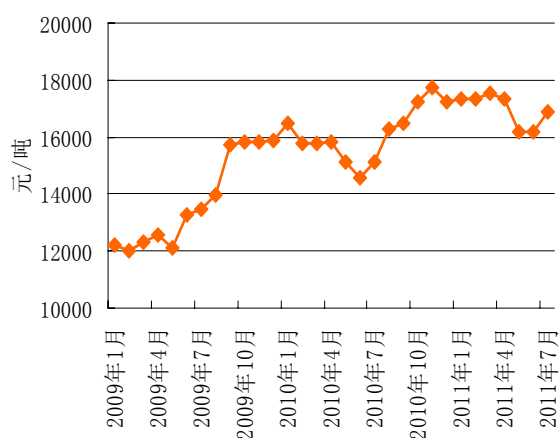
2011 年上半年国内铅锌均价 17000 元/18300 元，同比涨 9%/1%，而澳洲标价的铅锌价格同比涨 5%/-7%。公司自产铅锌精矿金属量 15.23 万吨，较上年同期 15.56 万吨下降 2.12%。其中，国内生产铅锌精矿金属量 9.64 万吨；澳洲生产铅锌精矿金属量 5.59 万吨。可见产量和价格提升对公司业绩贡献有限。

图 1：上半年国内锌价表现疲软，同比仅涨 1%



资料来源：公司资料

图 2：上半年国内铅价表现疲软，同比仅涨 9%



资料来源：公司资料

韶关冶炼厂停产，影响上半年 EPS0.07 元

2010 年 10 月 21 日，公司下属韶关冶炼厂因废水排放造成韶关市北江中上游河段发生铊超标现象，按照省政府的要求，韶关冶炼厂实施全面停产整改。

2011 年 7 月 20 日，公司收到省国资委关于同意韶关冶炼厂过渡性复产有关事项的批复。据批复，公司韶关冶炼厂精炼系统（含马冶车间）于 2011 年 7 月 19 日复产；除一粗炼系统以外，韶关冶炼厂粗炼系统待环保整治项目建成并经政府相关部门检查通过后复产。公司将按照政府要求，在政府的支持下，抓紧实施韶关冶炼厂的异地搬迁升级改造。

韶关铅锌冶炼产能总计为 35 万吨，其中锌 25 万吨，铅 10 万吨。今年来停产预计对铅锌冶炼产量损失达 25 万吨。

根据公司披露数据显示，韶冶停产计提损失 1.91 亿元，即影响净利约 1.44 亿元，按照 20.63 亿股本折算，影响 EPS 约合 0.07 元。目前韶关冶炼厂复产的仅是精炼系统，粗炼系统尚停产中等待政府批复，预计还将对下半年盈利造成一定影响。

维系业绩同比增长有赖于澳洲 PEM 公司，尤其是加拿大全球星公司

尽管上半年韶冶停产大幅计提，但公司上半年利润总额依然取得 55.8% 的同比增长，由于去年上半年澳洲 PEM 递延所得税效益，今年上半年所得税同比多增 1.47 亿元，导致净利润增长幅度小于利润总额增速，但依然取得 16% 的增长。

支撑上半年业绩的新增长点来自 2011 年 1 月澳洲 PEM 完成 100% 股权收购的加拿大全球星公司优异表现。另外今年二季度同比一季度业绩环比增长超过 120%，增加净利约 1.3 亿元，主要原因是澳洲 PEM 公司一季度因港口问题，大量铅锌矿未发货，二季度恢复正常，利润环比大幅提升。

从公司少数股东损益看，今年一季度为 -1700 万，上半年为 8200 万，即二季度为 9900 万，由于公司持有澳洲 PEM 公司 52% 股权，倒推可测算二季度澳洲 PEM 为公司贡献净利润约 1 亿元。可见公司二季度业绩环比大幅增长主要动力来自于澳洲 PEM 公司。

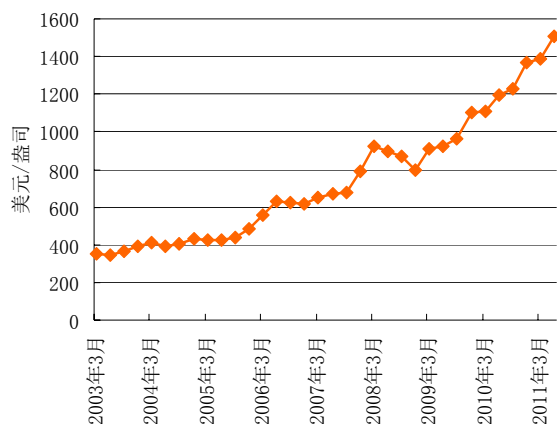
加拿大全球星公司旗下的迈蒙铜金矿表现强劲

2010 年 10 月 26 日 PEM 公司加拿大上市公司全球星矿业公司发出要约收购函，至 2011 年 1 月 10 日，完全 100 % 股权收购。

全球星矿业公司所有探矿区域的资源量情况：截止 2009 年 12 月 31 日，拥有 64 万吨铜、42.57 吨黄金，443 吨白银、9.3 万吨镍以及 8 万吨氧化锂。2011 年 5 月公司公告，其中摩布朗锂矿通过详勘，最新的资源量为 20.09 万吨氧化锂，较上期增长 151%。

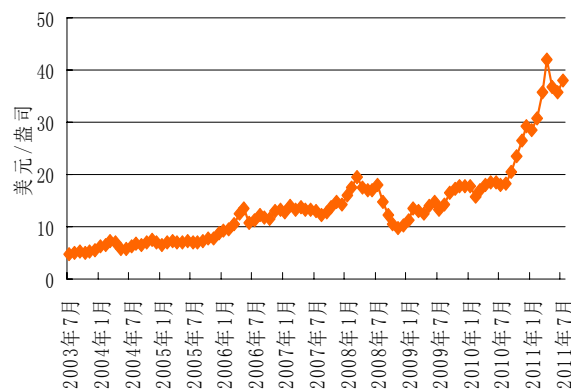
全球星公司上半年生产情况：铜精矿金属量 5470 吨，黄金 243 公斤，白银 10.9 吨。对比 2011 年初全球星公司的计划：预计生产铜金属量 9300 吨，黄金 467 公斤，白银 10.6 吨。可见白银产量预计超年初目标 70%。

图 3： 黄金价格持续走高，今年上半年同比涨幅 21%



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 4： 白银价格大幅走高，今年上半年同比涨幅 87%



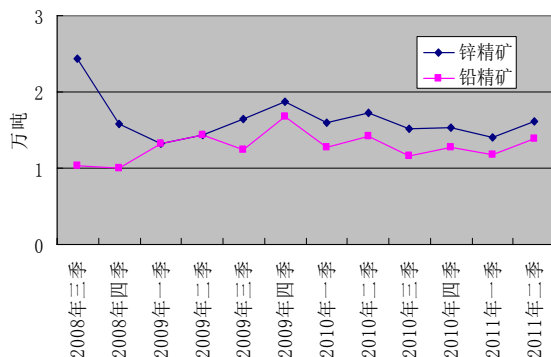
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

根据上半年生产情况，近期全球星公司上调了 2011 年的生产计划：预计生产铜金属量 1 万-1.1 万吨（约+15%），黄金 482-513 公斤（约+10%），白银 17.1-18.7 吨（约+80%）。

澳洲 PEM 公司铅锌业务运行稳健

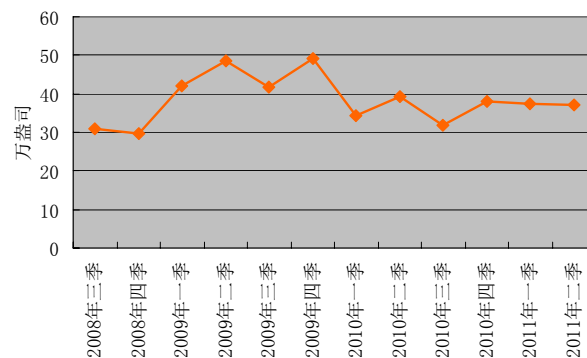
今年上半年澳洲 PEM 公司旗下主要矿山布罗肯山矿（Broken Hill）生产铅锌金属量 5.59 万吨，白银 23 吨。受益于银价大涨

图 5： PEM 公司季度铅锌精矿产量



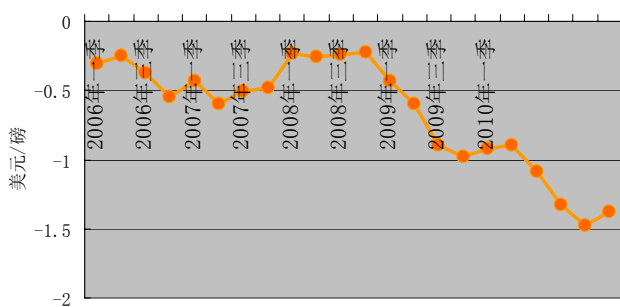
资料来源：公司资料

图 6： PEM 公司季度白银产量



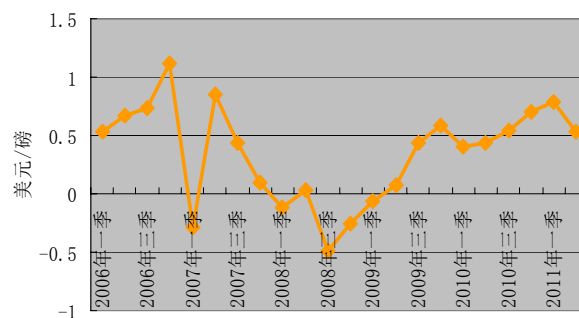
资料来源：公司资料

图 7： 但受益于银/铅价上涨，PEM 副产品收益大幅增加



资料来源：公司资料，其中银和铅作为副产品收益，为负数

图 8： PEM 季度单位现金营业毛利维持稳定



资料来源：公司资料

未来两年国内外矿山建设齐开工

广西盘龙矿启动扩建工程

报告期内，公司控股子公司广西中金岭南矿业公司启动铅锌采选 3000t/d 吨/日处理量技术改造项目。项目前期筹备工作进展顺利，已完成可行性研究、开采设计方案评审。该项目建设期 1.5 年，项目达产后实现年采选规模 90 万吨（即 3000 吨/日处理矿石量），计划年产铅锌精矿金属量 2.67 万吨。

澳洲 Potosi 和 Silver Peak 启动矿山开发工程

公司澳洲控股子公司佩利雅完成了 Potosi 和 Silver Peak 矿山项目的所有政府部门审批，项目进入开发阶段。Potosi 和 Silver Peak 矿山位于南澳 broken hill 北郊 5 公里，是一个地下开采的铅锌矿，该项目建设期 1.5 年，开采期 3.5 年。项目计划生产 160 万吨矿石，平均品位锌 8.3%，铅 3.1%，

银 38 克/吨，采出的矿石运至佩利雅的 broken hill 的选矿厂进行处理，以利用选矿厂现有的富余产能。计划年产铅锌精矿金属量约 4.5 万吨。

预计随着 PEM 公司旗下的 broken hill 铅锌矿复产及海内外矿山的扩建推进，到 2013 年底，公司铅锌精矿产能达到 45 万吨以上，其中国内 22 万吨，国外 24 万吨以上。

资源储量扩张仍值得期待

公司当前矿山资源储量情况：国内凡口矿山 450 万吨铅锌储量，控股 55% 的广西盘龙矿 80 万吨铅锌储量，但盘龙矿最近 2 年经过深部勘探，预计储量有进一步增长。国外储量主要是控股 52% 的澳洲 PEM 公司以及 PEM100% 控股的加拿大全球星公司资源，公司拥有的权益储量：铅锌 210 万吨，铜 18.3 万吨，镍 4.8 万吨，锂 10.4 万吨，白银 1211 吨，黄金 3.7 吨。其中锂今年 5 月公告，较 2008 年底增加 151%。

我们预计随着公司探矿工作的继续推进，矿山储量扩张仍值得期待，尤其是海外矿山。

图 1：公司海外矿山资源储量情况

	所在地	矿石资源量 万吨	锌品味	铅品味	铜品味	镍品味	锂品味	银克/吨	黄金 克/吨	铅锌金属 万吨	铜 万吨	镍 万吨	锂 万吨	白银 吨	黄金 吨
布罗肯山(Broken Hill)矿	澳大利亚	2370	9.40%	7.30%				89		395.8				2109.3	
芒特欧赛 (Mount Oxide) 铜矿	澳大利亚	1598			1.43%						22.8				
North Moolooloo	澳大利亚	21.4	34.36%	1.35%						7.6					
塞罗-德-迈蒙铜金矿Cerro De Maimon	多米尼加	620			2.00%			30.8	0.9		12.4			191.0	5.6
氧化矿	多米尼加	110						25.4	1.47					27.9	1.6
堪派山镍矿 (Cumpie Hill)	多米尼加	620				1.50%						9.3			
摩布朗锂矿 (Moblin)	加拿大	1425					1.41%						20.09		
PEM公司合计										403.4	35.2	9.3	20.1	2328.2	7.2
中金岭南权益储量										209.8	18.3	4.8	10.4	1210.7	3.7

资料来源：公司资料，东方证券研究所。

盈利预测和投资评级

今年上半年公司受旗下冶炼厂停产大幅计提损失，且一季度业绩大幅低于预期，公司股价跌幅超过 30%，大幅跑输行业指数 20 多个百分点。目前韶冶已在复产中，公司各项工作仍在有序推进，海外矿山盈利贡献陆续进入收获期，且公司资源储量雄厚，并仍有扩张前景，我们认为当前公司价值存在低估。

假设 2011/12/13 年锌锭均价 18500/19400/19400 元，铅锭均价 17000/18000/18000 元，经测算，公司 2011/12/13 年摊薄后 EPS 为 0.43 /0.62/0.67 元。天津房地产项目 11/12 年贡献 EPS 为 0.13/0.09 元。给予 2012 年铅锌业务 25 倍 PE 及地产项目贡献的 EPS，推算合理价值为 15.6 元。维持公司买入投资评级。

风险因素

- 1、国内流动性收缩强于预期，系统性风险导致有色金属估值整体下移。
- 2、铅锌价格继续低迷，铜和贵金属价格高位回落。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2010	2011E	2012E	2013E	百万	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6065	6593	8485	8829	营业总收入	9652	10591	13663	14900
现金	1498	1553	1940	2235	营业总成本	8797	9161	11771	12806
应收票据	186	159	205	223	营业成本	7626	7890	10308	11203
应收账款	373	371	478	596	销售费用	276	286	314	343
预付账款	293	789	1031	448	管理费用	676	760	816	879
存货	3268	3551	4638	5041	财务费用	68	104	146	177
非流动资产	8506	9270	9883	10822	其他经营收益	-4	43	43	43
长期投资	215	215	215	215	投资净收益	109	43	43	43
固定资产	4225	5302	5266	6109	营业利润	851	1473	1935	2137
在建工程	277	395	445	521	营业外收入减支出	-100	-291	18	19
无形资产	3016	3167	3325	3491	利润总额	752	1182	1953	2157
资产合计	14571	15863	18369	19651	减：所得税	-215	142	469	539
应付项目	2317	1262	1649	1793	净利润	950	1040	1484	1618
付息负债	4425	6318	6682	7530	少数股东损益	243	156	208	243
短期借款	2216	3791	3640	4698	归属母公司净利润	707	884	1276	1375
长期付息负债	2209	2527	3042	2831	EPS	0.45	0.43	0.62	0.67
其他负债	2202	1783	2215	1835	成长能力				
负债合计	8944	9364	10546	11157	营业收入同比	27%	10%	29%	9%
所有者权益	5624	6499	7823	8494	EBI TA同比	35%	72%	35%	11%
实收资本	1587	2063	2063	2063	归属母公司净利润同比	71%	25%	44%	8%
资本公积	655	179	179	179	利润水平				
留存收益	2334	3085	4170	4720	销售毛利率	21%	25%	25%	25%
少数股东权益	1048	1172	1411	1532	销售净利率	10%	10%	11%	11%
负债和权益合计	14568	15863	18369	19651	整体绩效				
经营活动现金流	1557	605	873	2264	RCE	15%	17%	20%	20%
净利润	950	1040	1484	1618	ROI C	9%	11%	10%	8%
折旧摊销	162	1163	504	576	运营效率				
营运资金变动	726	-1872	-1072	114	应收账款周转率	27.8	28.5	32.2	27.7
投资活动现金流	-2543	-1884	-1075	-1472	存货周转率	3.1	3.1	3.3	3.1
资本支出	-2258	-2508	-677	-1662	偿债能力				
长期投资	66	43	43	43	流动比率	1.3	1.3	1.6	1.4
筹资活动现金流	891	1334	589	-497	速动比率	0.6	0.6	0.7	0.6
短期借款	-156	1575	-150	1058	EBI TA / I	131.3	29.1	19.0	18.8
长期借款	243	318	515	-211	资产负债率	61%	59%	57%	57%
普通股增加	563	476	0	0	每股指标				
资本公积	-403	-476	0	0	EPS	0.45	0.43	0.62	0.67
其他	644	-559	225	-1344	每股净资产	2.88	2.58	3.11	3.37
现金净增加额	-95	55	387	295	P/E	42.5	44.2	30.6	28.4
					P/B	6.6	7.3	6.1	5.6

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn