

铅锌

海外扩张进展顺利，铅锌基本面不容乐观

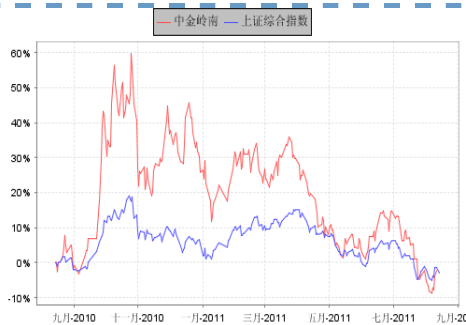
报告日期: 2011-08-29

评级: 谨慎推荐

目标价:

当前价格 (元)	11.96
52 周价格区间 (元)	11.18-25.45
总市值 (百万)	24672.77
流通市值 (百万)	24645.84
总股本 (万股)	206294.09
流通股 (万股)	206068.92
公司网址	www.nonfemet.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
中金岭南	-10.03	-6.23	0.27
上证综合指数	-4.64	-4.93	-1.31

财富证券研究发展中心

邹建军	汤佩徽
0731-84403452	0731-84779511
zoujj@cfzq.com	tangph@cfzq.com
S0530511020006	

相关研究报告:

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	9621	10456	13787
净利润 (百万元)	699	928	1250
每股收益 (元)	0.34	0.45	0.6
市盈率	35.2	26.5	19.9
P/B	5.3	4.3	3.1

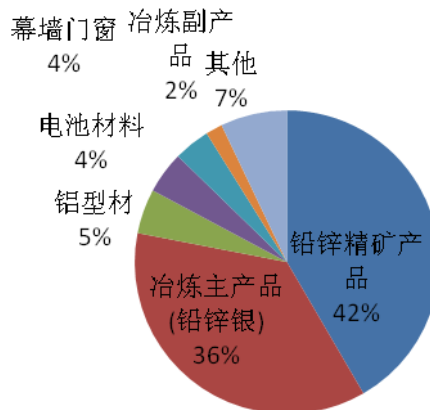
资料来源: 财富证券

事件: 公司发布中报, 实现营业收入 49.1 亿元, 较上年同期增长 9.16%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.51 亿元, 较上年同期增长 16.7%。

投资要点

- **铅锌精矿产量小幅下降，冶炼产品产量大幅下降。**公司报告期内生产铜精矿含铜 5470 吨，含金 243 公斤，含银 88.51 吨（国内 54.4 吨，澳洲 23.21 吨，多米尼加 10.9 吨）。铅锌精矿金属量 15.23 万吨，较上年同期下降 2.2%（国内 9.64 万吨，澳洲 5.59 万吨）。铅锌冶炼产品产量大幅下滑，主要是因为韶关冶炼厂停产进行环保整顿。上半年仅生产锌锭 5 万吨，较上年同期铅锌冶炼金属量 19.9 万吨减少了 74.87%。

图表 1: 公司业务占比



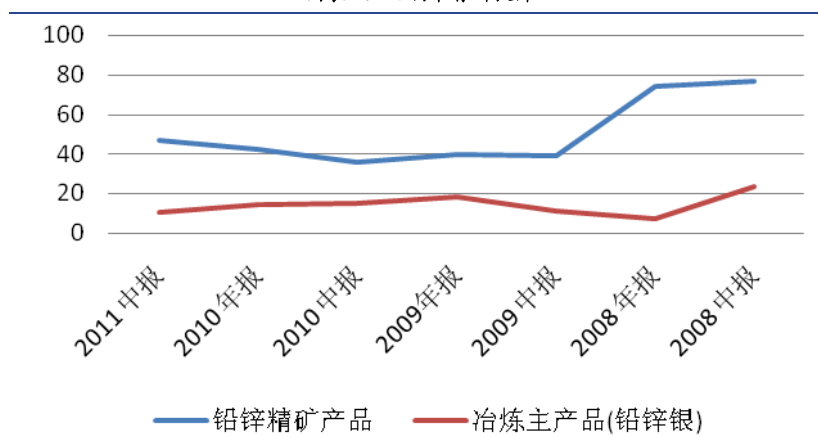
资料来源: wind 财富证券

- **韶关冶炼厂复产时间不达预期。**2010 年 10 月 21 日，韶关冶炼厂因废水排放造成北江中上游砷超标，被要求停产实施全面整顿。韶关铅锌冶炼产能总计为 35 万吨，其中锌 25 万吨，铅 10 万吨。根据公司公告，停产计提损失 1.91 亿元，影响净利润 1.44 亿元，EPS0.07 元。目前，公司精炼系统和一粗系统已经复产，占总产能 2/3 的二粗系统继续停产整顿，所以对于韶冶下半年盈利保持谨慎态度。

➤ 未来两年重大项目有望完成并贡献利润。

- ◆ 盘龙矿启动铅锌采选 3000t/d 处理量技术改造项目。目前已完成可行性研究和开采设计方案评审。该项目建设期为 1.5 年，项目达产后实现年采选规模 90 万吨，年产铅锌精矿金属量 2.67 万吨。
- ◆ 波多西-银峰地下开采铅锌矿项目进入开发阶段。该项目建设期 1.5 年，开采期 3.5 年。计划生产 160 万吨矿石，平均品位锌 8.3%，铅 3.1%，银 38 克/吨，铅锌精矿金属量为 4.5 万吨。
- ◆ 加上公司现有的精矿产能，那么预计到 2013 年底，公司铅锌精矿总产能达到 45 万吨。

图表 2: 毛利率有所提升



资料来源: wind 财富证券

- 资源储备充足，国际化快步前进。目前公司在国内拥有的资源为凡口铅锌矿 450 万吨和盘龙矿 80 万吨铅锌储量，铅锌精矿自给率远远高于同行业其他企业。从资源扩张国际化进程来看，更是表现突出。公司在国外的资源主要集中在加拿大、澳大利亚和多米尼加。

图表 3: 公司海外矿产资源量

		资源量 (万吨)	金属量（万吨，Ag、Au 为吨）						品位(%，Ag、Au 为 g/t)						
			Pb+Zn	Ag	Cu	Au	Ni	Li2O	Pb	Zn	Ag	Cu	Au	Ni	Li2O
布罗肯山	澳大利亚	2370	395.79	2109.3	22.8				7.3	9.4	89	1.43			
芒特欧赛	澳大利亚	1597.67													
穆鲁鲁北部	澳大利亚	21.4	7.63						1.35	34					
迈蒙铜金矿	多米尼加	620（硫化矿）		190.96	12.4	5.58					30.8	2.0	0.9		
迈蒙铜金	多米尼加	110（氧化矿）		27.94		1.62					25.4		1.47		

矿															
堪派山镍矿	多米尼加	620					9.3							1.5	
摩布朗锂矿	加拿大	1425						20							1.41

资料来源: wind 财富证券

- **盈利预测。**假设 2011-2012 年铅锭均价为 17000 和 17500 元/吨, 锌锭均价为 18000 和 18500 元/吨, 公司 2011、2012 年 EPS 为 0.45 和 0.6 元, 对应 PE 为 26.5 和 19.9X。公司资源自给率高、海外矿山已经开始实现盈利, 且估值也不高, 但是铅锌金属基本面短期还是不容乐观, 所以给予“谨慎推荐”评级。

图表 4: 铅锭价格走势 (万元/吨)



资料来源: Wind 财富证券

图表 5: 锌锭价格走势 (万元/吨)



资料来源: Wind 财富证券

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.