

# 房地产预收账款结转，第三季度业绩大幅增长

--中金岭南 2011 季报点评



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

**事件：** 公司2011年10月29日公报三季报，报告显示，前三季度实现营业收入91.89亿元，同比增长29.03%，实现归属母公司净利润7.15亿元，同比增长78.57%，实现EPS0.35元。

## 点评：

**I 房地产预收账款结转为收入是第三季度业绩大幅增长的主要原因。** 分季度来看，公司第三季度实现营业总收入42.83亿元，环比增加62%，同比增加63.03%；实现归属于母公司股东净利润3.65亿元，环比增加52%，同比增加263.94%。公司前三季度销售毛利率分别为20.90%、29.76%、22.30%，分别实现每股收益0.0695、0.1165、0.1768。考虑到铅锌价格在第三季度出现大幅下跌，但公司营业收入和净利润均出现环比大幅增加，我们认为主要原因是本期天津地产项目预收账款结转收入所致。公司中报显示预收账款余额为16.29亿元，但在三季报中余额减至3.21亿元，减少13.08亿元，即在第三季度有13亿元房地产预收款项被确认为收入，这是公司第三季度营业收入和净利润出现环比大幅增加的主要原因。

**I 资源储量丰富。** 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。海外的资源权益锌156.0万吨、铅97.78万吨。公司合计目前拥有的权益储量锌492.6万吨、铅254.17。另外公司还拥有白银权益储量1096.84吨、黄金22吨、铜45.16万吨（含全球星矿业储量，参见表2）

**I 韶关冶炼厂停产影响有限。** 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。导致公司冶炼产品产量大幅下滑，上半年共生产锌锭5万吨，较上年同期铅锌冶炼金属量19.90万吨同比减少74.87%。目前韶关冶炼厂已开始过度性复产，但未来趋势是进行异地搬迁和升级改造。我们认为尽管韶关冶炼厂停产导致冶炼产量大幅下降，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。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低位，未来将保持缓慢震荡向上，公司的资源优势将得到凸显。

中金岭南 000060

2011-10-31

**评级 推荐**

目标价格

当前价格

10.55

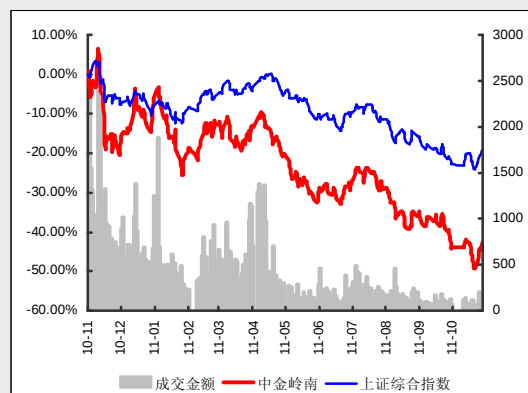
## 基础数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 总市值(百万)      | 21,764.03       |
| 总股本/流通股本(百万) | 2062.94/2060.69 |
| 流通市值(百万)     | 21,740.27       |
| 每股净资产        | 2.52            |
| 净资产收益率       | 11.22           |

## 交易数据

|           |           |
|-----------|-----------|
| 52 周内股价区间 | 28.2/9.34 |
| 11 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 | <a href="mailto:zhangzhipeng@ajzq.com">zhangzhipeng@ajzq.com</a><br><a href="mailto:zzpforests@hotmail.com">zzpforests@hotmail.com</a> |

## 相关报告

- I 推荐逻辑。**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0.461元、0.594元、0.655元，按最新收盘价计算，对应市盈率为22.88、17.76、16.10，我们阶段性看好公司股价表现，给予“推荐”评级。
- I 风险因素：** 经济硬着落，铅锌价格大幅下跌；欧债危机仍在发酵和扩散，避险情绪大幅提升，铅锌价格下跌

表1 主要财务指标

| 财务和估值数据摘要   |         |         |          |          |          |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元      | 2009A   | 2010A   | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
| 营业收入        | 7551.15 | 9620.69 | 11625.96 | 13741.45 | 15822.22 |
| 增长率(%)      | 1.47%   | 27.41%  | 20.84%   | 18.20%   | 15.14%   |
| 归属母公司股东净利润  | 414.23  | 707.01  | 951.17   | 1225.29  | 1351.57  |
| 增长率(%)      | 19.78%  | 70.68%  | 34.53%   | 28.82%   | 10.31%   |
| 每股收益(EPS)   | 0.201   | 0.343   | 0.461    | 0.594    | 0.655    |
| 每股经营现金流     | 0.247   | 0.934   | -0.217   | 2.254    | -0.094   |
| 销售毛利率       | 21.26%  | 20.73%  | 25.68%   | 26.12%   | 24.97%   |
| 销售净利率       | 6.89%   | 9.87%   | 10.99%   | 11.98%   | 11.48%   |
| 净资产收益率(ROE) | 10.58%  | 15.44%  | 17.48%   | 18.69%   | 17.37%   |
| 市盈率(P/E)    | 52.54   | 30.78   | 22.88    | 17.76    | 16.10    |
| 市净率(P/B)    | 5.56    | 4.75    | 4.00     | 3.32     | 2.80     |
| 股息率(分红/股价)  | 0.004   | 0.001   | 0.004    | 0.005    | 0.006    |

表2 公司资源储量（除特别注明外，单位均为万吨）

|                 |                 | 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% | 222.78    | 52%  | 115.846 |
|                 |                 | 铅              | 7.30% | 173.01    | 52%  | 89.9652 |
|                 |                 | 银（吨）           | 89g/t | 2109.3    | 52%  | 1096.84 |
|                 | Flinders 锌项目    | Beltana 高品位氧化锌 | 锌     | 29.80%    |      | 15.6    |
|                 |                 | Reliance 锌硅酸盐矿 | 锌     | 27.60%    |      | 5.5536  |
|                 | Mount Oxide 铜钴矿 | 铜              | 1.43% | 22.85     |      | 11.88   |
|                 |                 | 银（吨）           | 9g/t  | 143.79    |      | 74.77   |
|                 |                 | 钴              | 0.05% | 0.80      |      | 0.42    |
|                 | 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              | --    | 312.46    | --   | 156.6   |
|                 |                 | 铅              |       | 180.01    | ---- | 92.765  |
|                 |                 | 银(吨)           |       | 2696.0903 | ---  | 1096.8  |
|                 |                 | 黄金             |       | 42.57     | --   | 22.136  |
|                 |                 | 铜              |       | 86.846681 | --   | 45.16   |

请务必阅读正文之后的重要声明

|    |       |  |         |     |         |
|----|-------|--|---------|-----|---------|
| 总计 | 锌     |  | 677.86  | --- | 492.60  |
|    | 铅     |  | 350.81  |     | 254.17  |
|    | 银(吨)  |  | 2696.09 |     | 1096.84 |
|    | 黄金(吨) |  | 42.57   |     | 22.14   |
|    | 铜     |  | 86.85   |     | 45.16   |
|    | 氧化锂   |  | 20.09   |     | 6.27    |
|    | 镍     |  | 9.38    |     | 4.88    |

数据来源：公司公告

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     | 27.5     |
|       | 铅精矿 | 11.07  | 11.43  | 12.9     | 13.7     | 16       |
| 冶炼厂   |     | 2009   | 2010E  | 2011E    | 2012E    | 2013 年 E |
| 韶关    | 精锌  | 23.00  | 20.00  | 10       | 16       | 20       |
|       | 精铅  | 10.06  | 10.06  | 6        | 7        | 10       |
| 丹霞    | 精锌  | 7.00   | 7.00   | 10.00    | 10.00    | 10       |
|       | 铅   | 12.5   | 10.06  | 11       | 13.00    | 13       |
| 白银(吨) |     | 126.82 | 160.8  | 185      | 200      | 200      |

表4 价格假设

| 价格    | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 E |
|-------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 铅(含税) | 13800  | 16000  | 16500  | 17500  | 18000    |
| 锌(含税) | 13850  | 17000  | 17500  | 18500  | 19000    |
| 白银    | 3300   | 4500   | 7500   | 8000   | 8000     |

请务必阅读正文之后的重要声明

表5 报表预测

| 报表预测              |                |                 |                 |                 |                 |                 |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 利润表               | 2008A          | 2009A           | 2010A           | 2011E           | 2012E           | 2013E           |
| 营业收入              | 7441.74        | 7551.15         | 9620.69         | 11625.96        | 13741.45        | 15822.22        |
| 减: 营业成本           | 5841.82        | 5945.48         | 7626.47         | 8640.38         | 10151.88        | 11872.05        |
| 营业税金及附加           | 89.60          | 77.55           | 133.20          | 160.96          | 190.25          | 219.06          |
| 营业费用              | 96.07          | 286.20          | 276.14          | 333.70          | 394.42          | 454.14          |
| 管理费用              | 530.50         | 628.15          | 676.20          | 817.15          | 965.84          | 1112.09         |
| 财务费用              | 324.30         | 8.09            | 68.17           | 170.18          | 102.14          | 28.34           |
| 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            |
| <b>营业利润</b>       | <b>455.97</b>  | <b>620.51</b>   | <b>834.26</b>   | <b>1503.60</b>  | <b>1936.93</b>  | <b>2136.55</b>  |
| 加: 其他非经营损益        | -2.15          | 9.49            | -99.58          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>       | <b>453.82</b>  | <b>630.00</b>   | <b>734.68</b>   | <b>1503.60</b>  | <b>1936.93</b>  | <b>2136.55</b>  |
| 减: 所得税            | 102.94         | 110.06          | -215.31         | 225.54          | 290.54          | 320.48          |
| <b>净利润</b>        | <b>350.88</b>  | <b>519.94</b>   | <b>949.99</b>   | <b>1278.06</b>  | <b>1646.39</b>  | <b>1816.07</b>  |
| 减: 少数股东损益         | 5.05           | 105.72          | 242.98          | 326.89          | 421.10          | 464.50          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>345.83</b>  | <b>414.23</b>   | <b>707.01</b>   | <b>951.17</b>   | <b>1225.29</b>  | <b>1351.57</b>  |
| 资产负债表             | 2008A          | 2009A           | 2010A           | 2011E           | 2012E           | 2013E           |
| 货币资金              | 740.09         | 1477.53         | 1494.91         | 116.26          | 2313.15         | 1866.02         |
| 应收和预付款项           | 684.73         | 770.71          | 884.75          | 1038.86         | 1229.23         | 1398.99         |
| 存货                | 1914.66        | 3024.85         | 3268.42         | 3646.39         | 4478.05         | 5023.03         |
| 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           | 22.51           | 18.41           | 14.31           |
| 固定资产和在建工程         | 3217.01        | 4043.67         | 4502.52         | 4019.64         | 3436.76         | 2433.87         |
| 无形资产和开发支出         | 740.45         | 1374.68         | 3010.81         | 2688.58         | 2366.35         | 2044.12         |
| 其他非流动资产           | 101.17         | 271.42          | 134.61          | 132.05          | 129.49          | 129.49          |
| <b>资产总计</b>       | <b>7652.01</b> | <b>11351.42</b> | <b>13924.85</b> | <b>12266.51</b> | <b>14573.66</b> | <b>13512.05</b> |
| 短期借款              | 989.97         | 2371.89         | 2215.91         | 2038.30         | 0.00            | 0.00            |
| 应付和预收款项           | 785.56         | 1647.50         | 2741.51         | 266.58          | 3078.09         | 624.46          |
| 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         |
| <b>负债合计</b>       | <b>3760.74</b> | <b>6625.38</b>  | <b>8297.58</b>  | <b>5448.49</b>  | <b>6221.70</b>  | <b>3768.07</b>  |
| 股本                | 1023.79        | 1023.79         | 1586.88         | 2062.94         | 2062.94         | 2062.94         |
| 资本公积              | 1061.11        | 1058.32         | 654.88          | 178.82          | 178.82          | 178.82          |
| 留存收益              | 1398.98        | 1832.32         | 2337.12         | 3200.98         | 4313.81         | 5541.33         |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>3483.88</b> | <b>3914.44</b>  | <b>4578.87</b>  | <b>5442.74</b>  | <b>6555.57</b>  | <b>7783.09</b>  |
| 少数股东权益            | 407.39         | 811.60          | 1048.40         | 1375.29         | 1796.39         | 2260.89         |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>3891.27</b> | <b>4726.04</b>  | <b>5627.27</b>  | <b>6818.03</b>  | <b>8351.96</b>  | <b>10043.98</b> |
| 负债和股东权益合计         | 7652.01        | 11351.42        | 13924.85        | 12266.51        | 14573.66        | 13812.05        |
| 现金流量表             | 2008A          | 2009A           | 2010A           | 2011E           | 2012E           | 2013E           |
| 经营性现金净流量          | 1954.08        | 509.69          | 1927.74         | -447.01         | 4649.79         | -194.74         |
| 投资性现金净流量          | -1333.67       | -1605.20        | -1834.09        | -496.55         | -200.00         | -100.00         |

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

---

|          |         |         |         |          |          |         |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 筹资性现金净流量 | -547.70 | 1642.27 | -328.87 | -435.09  | -2252.90 | -152.39 |
| 现金流量净额   | -46.20  | 628.39  | -184.10 | -1378.65 | 2196.89  | -447.13 |

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。