

# 中金岭南 (000060.SZ) 有色金属行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市场价格(人民币): 10.37元  
目标价格(人民币): 12.00-14.00元

## 锌价上涨, 坐享受益

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,211.45
总市值(百万元)	22,944.95
年内股价最高最低(元)	15.66/8.64
沪深300指数	3238.73
深证成指	10454.24



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.228	0.091	0.182	0.250	0.271
每股净资产(元)	2.92	3.32	3.50	3.90	4.17
每股经营性现金流(元)	0.42	0.15	1.90	0.53	0.49
市盈率(倍)	41.64	154.48	59.66	43.40	40.04
行业优化市盈率(倍)	22.11	26.06	26.50	26.50	26.50
净利润增长率(%)	13.80%	-57.26%	100.42%	37.49%	8.37%
净资产收益率(%)	7.80%	2.74%	11.36%	11.94%	12.21%
总股本(百万股)	2,062.94	2,212.63	2,212.63	2,212.63	2,212.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **四季度锌价上涨是大概率事件:** 今年四季度将是中国锌矿最短缺的时候, 一方面是进口矿预计同比减半, 月均仅 5 万金属吨左右; 另一方面北方矿进入冬歇期, 冶炼厂冬储启动原料备库增加, 两因素叠加后锌价上涨将是大概率事件。
- **产量稳步上涨坐享涨价收益:** 2017 年公司铅锌产量预计达到 35 万吨, 近 5 年年均增长 1 万吨, 其中 2016 年矿含锌金属量 22 万吨左右, 鉴于矿产成本短期内固定, 锌价每涨 1000 元/吨, 公司收入将增加 2.2 亿元。
- **2016 年公司利润有望增厚 4.5 亿元:** 公司上半年微利, 对应上半年精炼锌均价 14400 元/吨; 我们预测下半年均价 18000 元/吨, 上涨 3600 元/吨, 对应增加收入 4 亿元, 成本短期稳定下涨价增收部分几乎均为利润, 所以我们判断 2016 年公司净利润有望增厚至 4.5 亿元。

### 投资建议

- 我们认为锌价上涨有可持续性, 看好具有丰富铅锌资源的上市公司, 给予中金岭南“增持”评级。

### 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 12.7 元目标价位, 相当于 2016 年 70 倍 PE。

### 风险

- 美联储加息节奏超预期; 消费出现大幅减少; 嘉能可为代表的矿山复产超预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人  
(86755)83831051  
songxiaolang@gjzq.com.cn

廖淦 联系人  
(86755)83830558  
liaogan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、行业：短缺将持续两年，锌价强势反弹 .....	3
1.1 供应：全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%.....	3
1.2 消费：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%.....	4
1.3 平衡：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨 .....	5
1.4 价格：锌价大概率会突破 20000 元/吨 .....	6
二、中金岭南：铅锌行业的老白马 .....	7
2.1 股权结构：实际控制人广东省国资委持股 36% .....	7
2.2 主营业务：锌、铅业务贡献利润占比 75%.....	7
2.3 资源优势：铅锌矿产量第一，增储潜力也十分巨大 .....	8
2.4 冶炼规模：45 万吨铅锌冶炼产能仅产出 25 万吨铅锌产品 .....	9
三、公司看点：锌价上涨有望增厚利润，国企改革有望注入资产 .....	10
3.1 行业改善：锌价上涨增厚公司利润 .....	10
3.2 国企改革：大股东资产注入预期较强 .....	11
四、估值：估值评级——目标价 12.7 元/股 .....	12
五、风险提示.....	12

## 图表目录

图表 1：2016 年全球锌精矿预计短缺 60 万吨（单位：万吨） .....	3
图表 2：2016 年预计减产 91.7 万金属吨（单位：万吨） .....	3
图表 3：2016 年预计增产 15.4 万吨（单位：金属吨） .....	4
图表 4：中国 2016 年预计增产 17 万吨（单位：金属吨） .....	4
图表 5：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%（单位：万吨） .....	5
图表 6：2016Q3 全球锌消费增速回升至 2% .....	5
图表 7：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨（单位：万吨） ..	6
图表 8：广东省国资委合计持有公司股份 36.05% .....	7
图表 9：2015 年铅锌精矿和冶炼业务收入占比 31%.....	8
图表 10：2015 年铅锌精矿和冶炼业务毛利占比 75%.....	8
图表 11：2015 年公司铅锌精矿产量 32.67 万金属吨（单位：金属吨） .....	8
图表 12：公司全球范围铅锌基础储量多达 540 万吨.....	9
图表 13：公司拥有 45 万吨铅锌冶炼产能 .....	10
图表 14：2015 年公司铅锌精矿产量 32.67 万金属吨.....	10
图表 15：2015 年公司铅锌冶炼产品产量 26 万吨.....	11
图表 16：大股东广晟资产拥有丰富的矿产资源 .....	11
图表 17：大股东广晟资产控股资源类公司概况 .....	12
图表 18：给予公司 70 倍 PE 的估值 .....	12

## 一、行业：短缺将持续两年，锌价强势反弹

### 1.1 供应：全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%

**国外：精矿产量大幅减少 91 万吨，2 年内无大型矿山投产。**我们梳理了 2016 年国外锌矿供应的情况，并根据每个公司年报进行调整，其中 century 矿、lisheen 矿资源枯竭闭坑，以及嘉能可主动减产 33 万吨，我们预计 2016 年国外锌精矿将减产 91.7 万金属吨，约占全球锌矿供应量的 6.5%。我们认为锌价上涨后，嘉能可已经启动复产，根据其半年报产量指引，2016 年减产 33 万吨，低于预期 50 万吨。此外，新建产能集中释放在 2018 年后，2016 年投放产能仅 15.4 万吨。

**中国：新增产量 17 万吨，预计下半年开始上量。**我们梳理了 2016 年中国锌矿供应的情况，其中郭家沟、大梁矿业、国森矿业等矿山投产带来 17 万吨增量，产出主要在下半年；减产在 2015 年基本出清，复产由于环保、采矿证换证等原因遥遥无期。2016 年 1-6 月中国产量 218 万吨或-1.6%，这也印证了我们对于国内供应的判断。

综合国外和中国锌矿供应的情况来看，2016 年全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%。目前 LME 锌价站稳 2300 美元/吨，假设减产产能 38.7 均复产，加上新增海外 17 万吨和中国 15 万吨产能，我们判断 2017 年锌精矿供应将增加 47 万金属吨。

图表 1：2016 年全球锌精矿预计短缺 60 万吨（单位：万吨）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
海外主动减产产能			-38.7	0	0
海外闭坑产量			-53	0	-5
海外新增矿产能			15.4	17	116
海外复产产能			0	38.7	0
中国锌精矿产能增加			17	15	30
锌矿供应合计	1370.8	1337.2	1275.4	1322.4	1384.4
增减	5.3	-33.6	-60.7	46.9	62
增减%	0.4%	-2.5%	-4.3%	3.7%	5.2%

来源：ILZSG、国金证券研究所

图表 2：2016 年预计减产 91.7 万金属吨（单位：万吨）

闭坑的矿山				
企业名称	下属矿山	国家	2015	2016E
MMG	Century	澳洲	39.3	1.6
Vedanta	Lisheen	爱尔兰	8.1	0
nyrstar	middle tennessee	美国	4.7	0
	Myra Falls	美国	0.9	0
Eldorado Gold	Kassandra	哈萨克斯坦	0.9	0
Teck	Duck Pond	美国	0.7	0
削减产能的矿山				
Vedanta	skorpion	纳米比亚	10.4	10
Teck	Red Dog	美国	56.7	55.7
Boliden	Garpenberg		10.6	9.9

KAZ minerals	Orlovsky		4.5	4
Talvivaara	Talvivaara		2.5	2
Glencore	Mt Isa, McArthur River, George Fisher & Lady Loretta	澳大利亚	75	46.3
	Iscaycruz	秘鲁	6.9	0
合计产量			221.2	129.5
变化				-91.7

来源：各公司年报中实际产量、国金证券研究所

图表 3：2016 年预计增产 15.4 万吨（单位：金属吨）

国家	2015	2016	2017
北美	24.1	29.5	24
中美&南美洲	27.1	20.4	30.3
大洋洲	19.1	29.8	31.5
亚洲	3.5	3.5	11.5
非洲	0	1.5	3
欧洲	10	11.5	9.9
中东	0	3	6
<b>累计新增</b>	<b>83.8</b>	<b>99.2</b>	<b>116.2</b>
<b>年新增产能</b>	<b>29.45</b>	<b>15.4</b>	<b>17</b>

来源：bloomberg、各公司年报中预估量、国金证券研究所

图表 4：中国 2016 年预计增产 17 万吨（单位：金属吨）

	新增产能	2016 年新增产量
河北蔡家营	5	2
内蒙古国森矿业	6	3
四川会东大梁矿业	7	3
甘肃郭家沟铅锌矿	10	4
其他	8	5
合计	36	17

来源：安泰科、国金证券研究所

### 1.2 消费：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%

电解锌下游需求分为镀锌（59%），压铸锌合金（14%），黄铜（12%），氧化锌（7%），电池（7%），其他（2%）。

**中国：汽车镀锌板提振消费，预计 2016 年消费增速 3.4%。** 我们梳理 2016 年国内锌下游消费的情况，其中增量部分几乎全部来自镀锌行业，消费金属量 390 万吨或 8.3%；建筑领域放缓对锌消费影响最大。汽车镀锌板是需求亮点，由于汽车镀锌使用比例在提升和汽车产量增加，钢厂持续扩大镀锌板产能以满足需求，今年 1-7 月汽车产量同比增加 7.1%。此外，结合锌合金及氧化锌的消费量，我们判断 2016 年中国锌消费 632 万吨或 3.4%。

**全球：预计 2016 年锌总消费增加 41 万吨或 3%。** 全球除中国外地区锌消费量合计 740 万吨，增速 2.8%，其中北美和欧洲消费小幅增长，但增速有所回落。

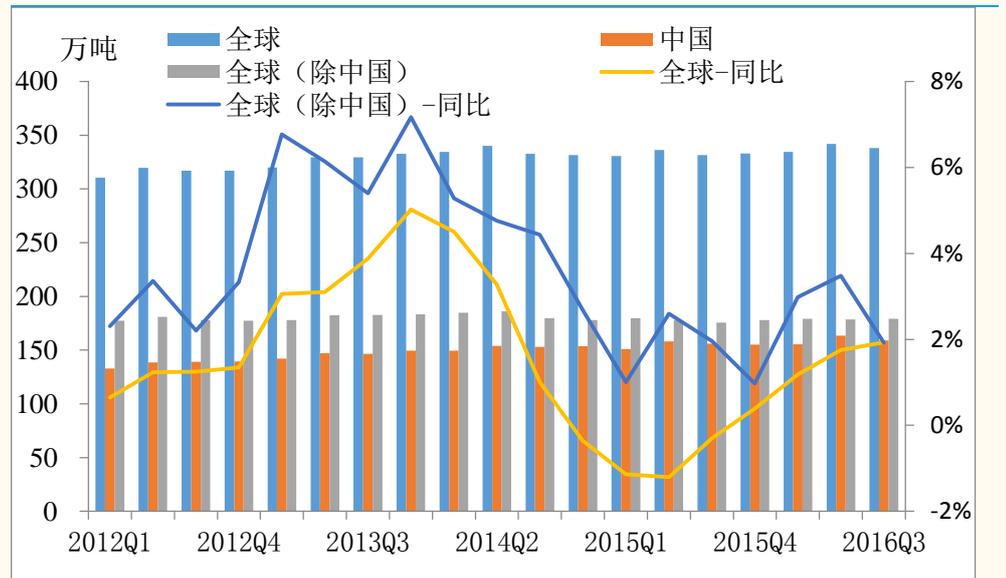
加之中国消费量 632 万吨或 3.4%，全球锌消费总量便在 1372 万吨，增速 3%。

图表 5：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 E
镀锌	282	324	348	360	390
YOY		14.9%	7.4%	3.4%	8.3%
压铸锌合金	93	86	87	85	78
YOY		-7.5%	1.2%	-2.3%	-2.4%
黄铜	63	70	74	72	72
YOY		11.1%	5.7%	-2.7%	-2.8%
氧化锌	42	47	42	40	38
YOY		11.9%	-10.6%	-4.8%	-10.0%
电池	44	43	42	41	41
YOY		-2.3%	-2.3%	-2.4%	-7.3%
其他	10	13	13	13	13
YOY		30.0%	0.0%	0.0%	7.7%
总消耗量	534	583	606	611	632
合计 YOY		9.2%	3.9%	0.8%	3.4%

来源：SMM、国金证券研究所

图表 6：2016Q3 全球锌消费增速回升至 2%



来源：CRU、国金证券研究所

### 1.3 平衡：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨

我们判断 2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨。值得注意的是，短缺的影响将从矿端逐步传导到锌锭端，并伴随原料和成品的去库存进程：2016 年全球锌精矿受集中减产制约短缺 60 万金属吨，锌锭短缺仅 35 万吨；我们考虑嘉能可全部复产后，2017 年锌精矿仍然有 10 万吨缺口，同时，在冶炼厂原料库存和锌矿港口库存消化殆尽后，2017 年全球锌锭将短缺 65 万吨。

图表 7: 2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨 (单位: 万吨)

	2014 年	2015 年	2016 年 E	2017 年 E
精矿产量	1370.8	1337.2	1277.2	1316
YoY	0.4%	-2.5%	-4.5%	1.8%
精炼锌产量	1324.2	1368.8	1337	1326
YoY	2.7%	3.4%	-2.3%	-0.8%
精炼锌需求	1338.8	1331.2	1372	1391
YoY	2.1%	-0.6%	3.1%	1.4%
供需平衡 (+过剩 /-短缺)	-14.6	37.6	-35	-65
供需平衡/精炼 锌需求	-1.1%	2.8%	-2.6%	-4.7%

来源: ILZSG、CRU、国金证券研究所

#### 1.4 价格: 锌价大概率会突破 20000 元/吨

我们判断锌价大概率会突破 20000 元/吨。一方面, 供给收缩从锌矿传递到锌锭将会持续到 2017 年, 并伴随原料和产成品的被动去库存, 现货流转将趋于紧张, 有利于涨价。另一方面汽车镀锌板使用率上升, 及汽车产量有所增加, 弥补了建筑用锌的下滑, 锌锭消费仍保持绝对量上的小幅增长。

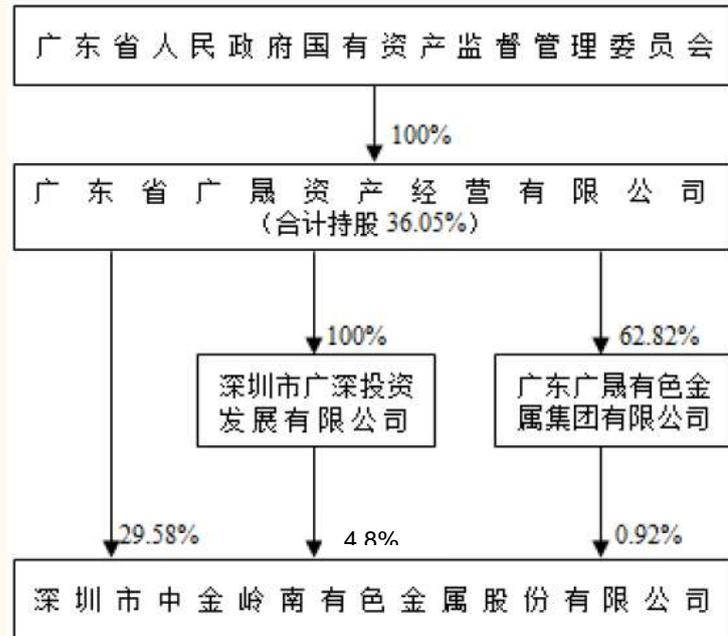
锌价同时还受到金融属性的影响: 首先, 美联储处于加息周期中, 不利于整个大宗商品价格走强; 其次, 全球经济增长缺乏动力, 增速不断下滑, 不利于金属的消费。所以锌供需结构虽然很好, 但金融属性制约, 我们仅持有“强势反弹”的观点。

## 二、中金岭南：铅锌行业的老白马

### 2.1 股权结构：实际控制人广东省国资委持股 36%

广东省国资委是公司实际控制人，持股比例为 36.05%。其中通过广东省广晟资产经营有限公司直接持股 29.58%，通过深圳市广深投资发展有限公司和广东广晟有色金属集团有限公司间接持股 5.72%。

图表 8：广东省国资委合计持有公司股份 36.05%



来源：中金岭南 2016 年半年报、国金证券研究所

### 2.2 主营业务：锌、铅业务贡献利润占比 75%

广中金岭南是以锌、铅、银、铜等有色金属采矿、选矿、冶炼、贸易为主业的老牌多金属行业龙头企业。

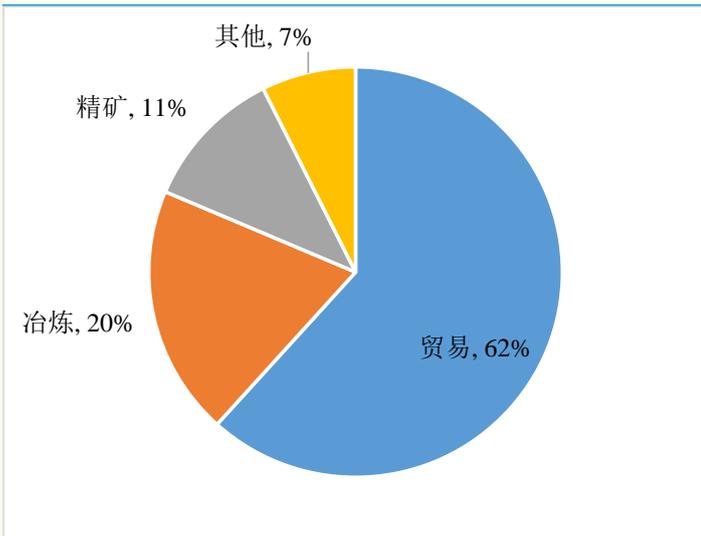
铅锌矿采、选部分，2015 年营业收入 18.97 亿元，占总营业收入的 11.2%；营业成本 16.94 亿元；毛利率为 11.98%。

铅锌冶炼产品部分，2015 年营业收入 33.4 亿元，占总营业收入的 19.7%；营业成本 27.77 亿元；毛利率为 16.88%。

金属贸易部分，2015 年营业收入 104.5 亿元，占总营业收入的 61.7%；营业成本 104.4 亿元；毛利率 0.11%。

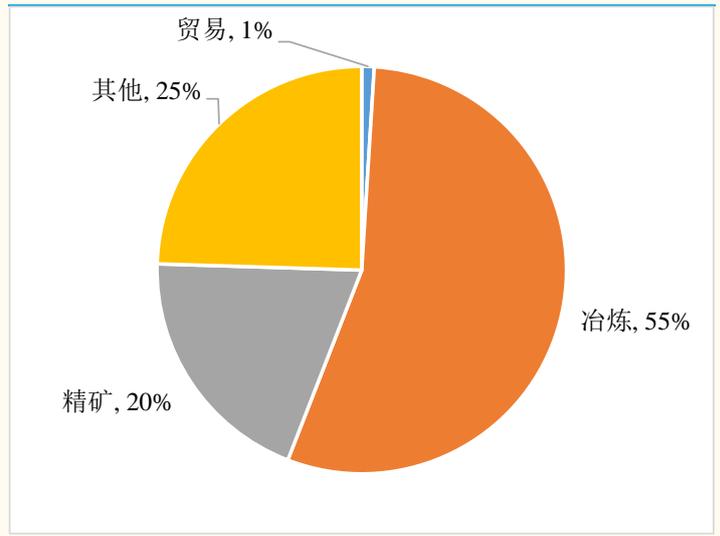
综合来看，公司主要利润来源仍然是锌铅采、选、冶业务，利润占比合计 75.4%；公司主要营业收入来源是有色金属贸易，占比高达 61.7%，但毛利率仅 0.11%。

图表 9: 2015 年铅锌精矿和冶炼业务收入占比 31%



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 10: 2015 年铅锌精矿和冶炼业务毛利占比 75%



来源: 公司年报、国金证券研究所

### 2.3 资源优势: 铅锌矿产量第一, 增储潜力也十分巨大

中金岭南资源优势十分明显, 一方面, 公司全球范围铅锌基础储量多达 540 万吨, 主要在产矿山有凡口矿、盘龙矿、布罗肯矿, 权益储量中国排名第二; 另一方面, 公司年产铅锌矿产量国内最多, 根据 2015 年报, 国内铅锌精矿 18.74 万金属吨, 国外铅锌精矿 13.93 万金属吨, 合计 32.67 万金属吨。

图表 11: 2015 年公司铅锌精矿产量 32.67 万金属吨 (单位: 金属吨)

	2007 年	2010 年	2015 年
锌权益储量 (万吨)	260	423	540
铅权益储量 (万吨)	150	246	320
铜权益储量 (万吨)	0	42	82
其他资源权益储量	银 2600 吨	金 27 吨, 银 4000 吨, 镍 5 万吨, 碳酸锂 15 万吨	金 51 吨, 银 5300, 镍 9 万吨, 碳酸锂 30 万吨
精矿产量 (万吨)	10	20.05	
铅精矿产量	4.55	11.43	32.67
铅锌精矿权益合计 (万吨)	14.55	25.96	
国内:	14.55	19.99	18.74
国外:		11.49	13.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

凡口矿铅锌储量 304 万吨, 年产精矿 18 万金属吨。凡口矿储量巨大, 根据 2004 年储量报告, 铅锌基础储量高达 470 万吨, 2015 年年报显示仍有 304 万吨, 且矿区周边还未进一步勘探, 资源潜力十分巨大。凡口矿铅锌品味很高,

平均铅+锌品味 13.5%，成本优势十分明显。此外，凡口矿还伴生镓、锗等稀有金属，矿山附加值很高。

**盘龙矿铅锌储量 27 万吨，精矿产量有望提升到 2.6 万金属吨。**盘龙矿铅+锌平均品位 4.4%（和中国平均品味一致），基础储量 27 万吨，矿石处理量 92.8 万吨/年，折合铅锌金属量 2.6 万吨。

**布罗肯矿山铅锌储量 160 万吨，精矿产量 13 万金属吨。**佩里亚公司旗下布罗肯矿山探明铅锌金属储量 160 万吨，锌平均品位 9.4%，铅平均品位 7.3%，白银品位 89 克/吨。目前矿山处理量 180 万吨/年，年产金属量 13 万吨，白银 60 吨。

图表 12：公司全球范围铅锌基础储量多达 540 万吨

矿山名称	控股比例	所在地	性质	矿石量 (万吨)	原矿处理量 (万吨/年)
凡口铅锌矿	100%	广东省韶关市	铅锌矿	3342	在产, 168
盘龙铅锌矿	83%	广西武宣县	铅锌矿	4881	在产, 92.8
Perilya 公司	100%	澳大利亚			
Broken Hill		澳大利亚	铅锌银矿	2370	在产, 180
Flinders		澳大利亚	硅酸锌氧化矿	69	出售原矿
Mount Oxide Tampang		澳大利亚 马来西亚	铜钴矿 铜金矿	1790	可研阶段 勘探阶段, 露天开采
Globestar 公司	100%	加拿大			
Cerro de Maimon Property	99%	多米尼加	铜金银矿	1337	在产, 硫化矿约 48 万吨/年, 氧化矿约 21 万吨/年, 铜精矿约 5 万吨/年
Cumpie Hill Project	100%	多米尼加	镍矿	620	2012 年 7 月递交环评申请, 还未开采
Moblan Project	60%	加拿大魁北克	氧化锂矿	1425	勘探阶段
Ballinalack	40%	爱尔兰	铅锌矿	5000	勘探阶段

来源：国金证券研究所

#### 2.4 冶炼规模：45 万吨铅锌冶炼产能仅产出 25 万吨铅锌产品

目前公司在产冶炼厂有两座，分别是韶关冶炼厂、丹霞山冶炼厂，2015 年合计产量 25.87 万吨。其中，韶关冶炼厂有 35 万吨产能，运行产能仅 15 万吨；丹霞山冶炼厂有 10 万吨产能。其中韶关冶炼厂因为环保原因，仅 15 万吨产能在产，且面临搬迁。

图表 13: 公司拥有 45 万吨铅锌冶炼产能

	日期	停产、复产情况	产能
韶关冶炼厂	2010 年 10 月 21 日	35 万吨产能由于出现排污铊超标现象被全面关停整顿。	35 万吨
	2011 年	一系统主流程全面停产且不再复产，部分员工与冶炼厂解除劳动关系	20 万吨左右永久性停产
	2011 年 4 月 13 日	本公司所属韶关冶炼厂所占用的 2,449.7 亩土地被纳入“三旧”改造范围。因此，本公司将按政府要求，抓紧实施韶关冶炼厂的异地搬迁升级改造。	大股东广晟承诺对“三旧”改造补偿
	2011 年 7 月-2012 年 9 月	二精炼系统过渡性复产	15 万吨左右过渡性复产
丹霞冶炼厂	2012 年 3 月 4 日	血铅事件查出“锌精矿运输过程中存在遗撒扬尘问题”，停产检修	10 万吨
	2012 年 5 月底	复产	

来源：公司年报、国金证券研究所

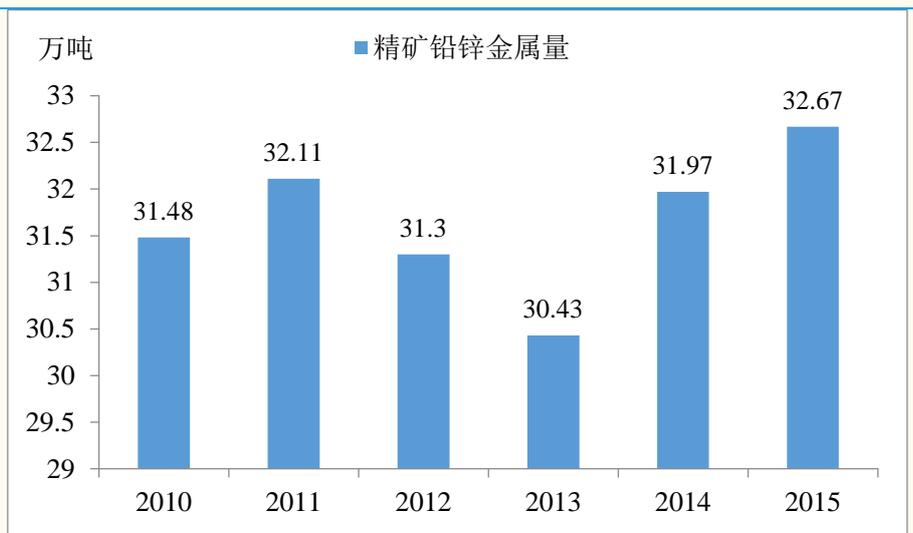
### 三、公司看点：锌价上涨有望增厚利润，国企改革有望注入资产

#### 3.1 行业改善：锌价上涨增厚公司利润

公司精矿产量近年不断提升，预计从 2013-2017 年，公司铅锌精矿产量将从 30 万吨增加至 35 万吨，凡口矿 18 万吨和 broken hill 矿山 13 万吨基本不变，增量来自盘龙矿扩产至 2.6 万吨，以及佩里亚旗下波多西/银峰矿的 2 万吨。

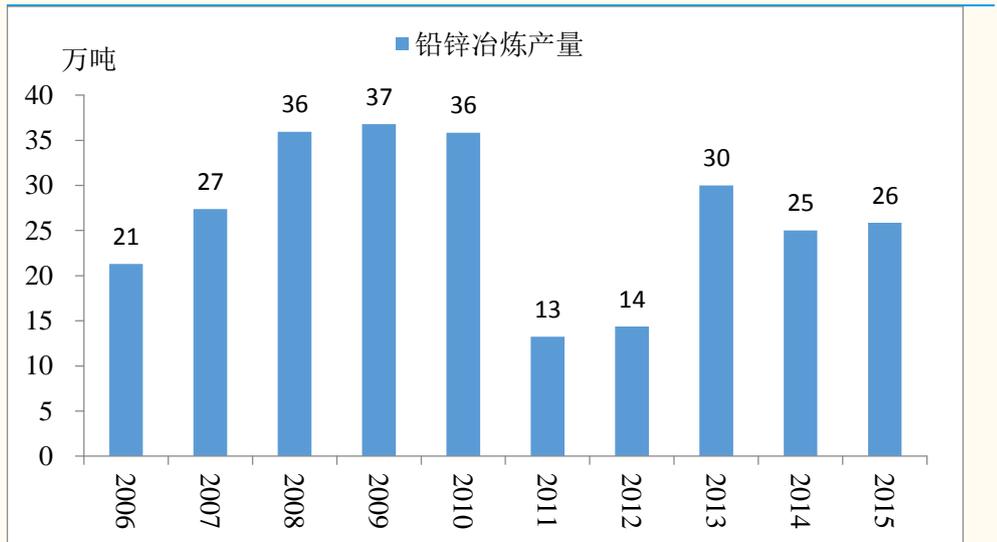
2016 年公司利润有望增厚 4.5 亿元。根据今年半年报数据，公司上半年微利，对应上半年精炼锌均价 14400 元/吨，我们判断下半年锌均价在 18000 元/吨，那么公司生产锌矿 22 万金属吨将增加收入 4 亿元。金属生产成本相对固定，涨价增收部分几乎均能转化为利润，所以我们判断公司 2016 年利润有望增至 4.5 亿元。

图表 14: 2015 年公司铅锌精矿产量 32.67 万金属吨



来源：公司历年年报、国金证券研究所

图表 15: 2015 年公司铅锌冶炼产品产量 26 万吨

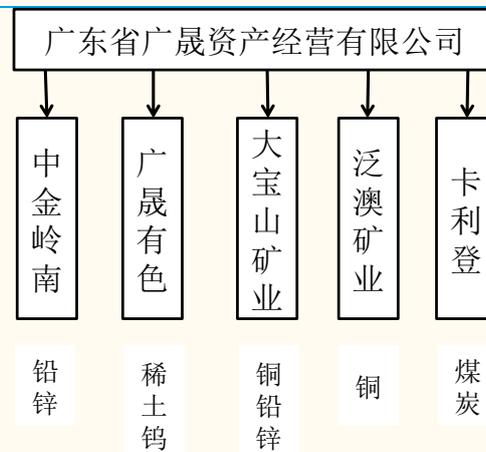


来源: 公司历年年报、国金证券研究所

### 3.2 国企改革: 大股东资产注入预期较强

大股东广晟的矿业资产证券化工作将提上议程。根据广东省政府印发的《关于深化省属国有企业改革的实施方案》，公司工作将围绕“调整优化国有资本布局结构”，以优势企业为依托，做大做强资源板块。

图表 16: 大股东广晟资产拥有丰富的矿产资源



来源: 公司公告、国金证券研究所

大股东矿产资源有望注入中金岭南。大股东广晟公司拥有大宝山铜矿、泛澳公司的股权，是主要未上市有色金属资源，如若证券化，中金岭南将是注入的首选。一方面是中金岭南是大股东旗下最好的有色金属平台；另一方面中金岭南出色的采、选、冶技术和行业经营，能帮助注入资产的经营。

图表 17: 大股东广晟资产控股资源类公司概况

子公司	控股比例	所在地	资源类型	储量
中金岭南	39.6%	深圳市	铅锌	广东凡口铅锌矿, 广西盘龙铅锌矿, 澳洲佩利亚(新南威尔士布罗肯山地区的铅锌银矿、南澳大利亚的弗林德斯高品位硅锌氧化矿、昆士兰的芒特欧赛铜钴矿), 全球星矿业(多米尼加共和国赛罗-德-迈蒙铜金矿、多米尼加共和国 268 平方公里铜金矿勘探区域及堪派山镍矿勘探项目、加拿大魁北克省摩布朗锂矿勘探项目)。
广晟有色	44.3%	广州市	钨、稀土	拥有钨矿山 5 座, 稀土矿采矿证 4 个(其中 1 个为托管), 含钨金属量 3.54 万吨、铋金属量 0.12 万吨、钼金属量 2.21 万吨, 离子型稀土氧化物 35.59 万吨等。
大宝山矿业	100%	广东省韶关	铜	大宝山多金属矿床, 拥有铁矿储量 750 万吨, 铜矿储量 3166 万吨, 硫铁矿储量 7027 万吨, 铅矿储量 153 万吨, 锌矿储量 167 万吨, 钼矿储量 2598 万吨, 并伴有钨、铋、金、银等多种稀有金属和贵金属。
泛澳公司	22.6%	老挝	铜金	老挝 PhuKham 铜金矿, 矿石储量 1.46 亿吨。
卡利登资	100%	澳洲昆士兰	煤炭	符合 JORC 标准的总资源量超过 16.22 亿吨, 主要为焦煤, 少部分为电煤。

来源: 国金证券研究所

我们判断大宝山铜矿、泛澳公司的股权注入中金岭南有两个阻碍, 一是这两家企业的盈利能否对公司具有贡献; 二是需要理顺矿权、环保合规。

#### 四、估值: 估值评级——目标价 12.7 元/股

我们选择铅锌板块含冶炼厂的标的为可比公司, 并鉴于公司盈利改善的判断, 给予公司 70 倍 PE 的估值, 公司 2016、2017 年 EPS 预计为 0.182、0.25 元/股, 对应公司股价为 12.7、17.5 元。

图表 18: 给予公司 70 倍 PE 的估值

代码	名称	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)	市盈率 PE(LYR)
000751.SZ	锌业股份	78	78	86
000758.SZ	中色股份	166	54	44
002114.SZ	罗平锌电	73	230	413
600331.SH	宏达股份	119	183	303
600497.SH	驰宏锌锗	256	23046	517
000060.SZ	中金岭南	229	272	114

来源: WIND, 国金证券研究所

#### 五、风险提示

美元加息节奏加快, 消费大幅低于预期, 嘉能可提前大规模复产。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>21,118</b>	<b>24,574</b>	<b>16,938</b>	<b>11,900</b>	<b>12,100</b>	<b>12,200</b>	货币资金	1,247	868	1,171	1,000	1,415	2,380
增长率		16.4%	-31.1%	-29.7%	1.7%	0.8%	应收款项	653	575	648	402	409	412
主营业务成本	-19,654	-23,078	-15,921	-10,506	-10,676	-10,761	存货	1,872	1,844	1,939	1,439	1,170	1,179
%销售收入	93.1%	93.9%	94.0%	88.3%	88.2%	88.2%	其他流动资产	833	551	1,408	173	175	176
毛利	1,464	1,496	1,017	1,394	1,424	1,439	流动资产	4,605	3,838	5,166	3,014	3,169	4,147
%销售收入	6.9%	6.1%	6.0%	11.7%	11.8%	11.8%	%总资产	31.9%	27.0%	32.5%	22.7%	24.1%	30.1%
营业税金及附加	-143	-143	-165	-143	-145	-146	长期投资	238	301	362	452	452	452
%销售收入	0.7%	0.6%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	4,653	5,051	5,328	5,145	4,932	4,676
营业费用	-275	-279	-264	-250	-254	-256	%总资产	32.2%	35.5%	33.5%	38.7%	37.5%	33.9%
%销售收入	1.3%	1.1%	1.6%	2.1%	2.1%	2.1%	无形资产	3,738	3,614	3,496	3,529	3,441	3,355
管理费用	-573	-546	-499	-476	-484	-488	非流动资产	9,844	10,378	10,717	10,283	9,982	9,640
%销售收入	2.7%	2.2%	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	68.1%	73.0%	67.5%	77.3%	75.9%	69.9%
息税前利润 (EBIT)	472	529	89	526	541	549	<b>资产总计</b>	<b>14,450</b>	<b>14,216</b>	<b>15,883</b>	<b>13,297</b>	<b>13,151</b>	<b>13,787</b>
%销售收入	2.2%	2.2%	0.5%	4.4%	4.5%	4.5%	短期借款	3,842	3,510	4,273	920	0	0
财务费用	-194	-274	-251	-165	-56	-12	应付款项	1,376	1,033	931	1,515	1,383	1,394
%销售收入	0.9%	1.1%	1.5%	1.4%	0.5%	0.1%	其他流动负债	361	308	391	1,065	1,075	1,080
资产减值损失	10	-29	-52	0	0	0	流动负债	5,579	4,852	5,595	3,500	2,458	2,474
公允价值变动收益	3	1	84	-67	0	0	长期贷款	1,211	1,302	784	784	784	784
投资收益	20	51	225	20	30	40	其他长期负债	1,323	1,534	1,614	700	700	700
%税前利润	4.1%	8.4%	68.4%	3.5%	3.9%	4.8%	<b>负债</b>	<b>8,112</b>	<b>7,688</b>	<b>7,993</b>	<b>4,984</b>	<b>3,942</b>	<b>3,958</b>
营业利润	311	277	95	314	515	577	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,966</b>	<b>6,031</b>	<b>7,345</b>	<b>7,747</b>	<b>8,624</b>	<b>9,224</b>
营业利润率	1.5%	1.1%	0.6%	2.6%	4.3%	4.7%	少数股东权益	371	497	545	565	585	606
营业外收支	166	335	234	250	250	250	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,450</b>	<b>14,216</b>	<b>15,883</b>	<b>13,297</b>	<b>13,151</b>	<b>13,787</b>
税前利润	477	613	329	564	765	827	<b>比率分析</b>						
利润率	2.3%	2.5%	1.9%	4.7%	6.3%	6.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-56	-62	-69	-141	-191	-207	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.7%	10.1%	20.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.200	0.228	0.091	0.182	0.250	0.271
净利润	421	551	261	423	574	620	每股净资产	2.892	2.923	3.319	3.501	3.898	4.169
少数股东损益	8	81	60	20	20	20	每股经营现金净流	0.471	0.417	0.151	1.899	0.531	0.491
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>413</b>	<b>470</b>	<b>201</b>	<b>403</b>	<b>554</b>	<b>600</b>	每股股利	0.030	0.030	0.010	0.000	0.000	0.000
净利率	2.0%	1.9%	1.2%	3.4%	4.6%	4.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.92%	7.80%	2.74%	11.36%	11.94%	12.21%
							总资产收益率	2.86%	3.31%	1.27%	2.66%	3.08%	3.60%
							投入资本收益率	3.51%	4.01%	0.52%	4.99%	5.65%	6.09%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	14.77%	16.37%	-31.07%	-29.74%	1.68%	0.83%
							EBIT增长率	-51.76%	11.87%	-83.13%	489.65%	2.93%	1.42%
							净利润增长率	3.07%	13.80%	-57.26%	100.42%	37.49%	8.37%
							总资产增长率	3.06%	-1.62%	11.73%	-0.92%	2.75%	-0.59%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	6.9	5.4	7.2	7.0	7.0	7.0
							存货周转天数	36.3	29.4	43.4	50.0	40.0	40.0
							应付账款周转天数	11.4	8.6	10.7	15.0	15.0	15.0
							固定资产周转天数	69.5	66.9	106.7	149.8	143.9	138.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	60.01%	60.38%	47.57%	146.88%	134.60%	112.96%
							EBIT利息保障倍数	2.4	1.9	0.4	2.3	2.4	2.6
							资产负债率	56.14%	54.08%	50.32%	63.64%	61.52%	57.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD