



中金岭南(000060.SZ)

【联讯有色】铅锌银资源龙头之一、仍看好价格上涨红利

2017年01月03日

投资要点

买入(首次评级)

当前价: 11.44 元
 目标价: 13 - 元

有色金属行业研究组

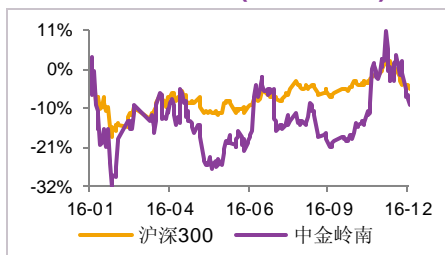
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
 电话: 010-64408937
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440
 邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	16.966	14.796	16.273	16.273
(+/-)	-31%	-13%	10%	0%
净利润	201	339	954	449
(+/-)	-57%	69%	182%	-53%
EPS(元)	0.09	0.15	0.40	0.19
P/E	132	85	32	68

资料来源: 联讯证券研究院

◇ 铅锌银资源及冶炼一体化、资源量大于冶炼量

中金岭南是广东地区的一家铅锌银等矿采选、铅锌冶炼、贸易及金融等一体化的国有控股公司, 为国内第二大铅锌精矿、前十大精锌、前三大精矿含银生产商。2016 年上半年公司营业收入 58.83 亿元, 同比下降 12%。其中, 贸易、冶炼和精矿分别占收入的 45%、28%和 17%, 为公司的主要收入来源。2016 年上半年公司毛利 6.92 亿元, 同比下滑 20%。其中, 冶炼、精矿和其他分别占利润的 44%、30%和 25%, 为公司的主要收入来源。2016 年前三季度公司实现归属净利润 1.64 亿元, 同比增加 62%。主要得益于三季度铅锌银等有色金属价格大幅反弹所致。

◇ 铅锌银资源龙头之一、冶炼业务环保压力大

铅锌银资源: 储量大、品位高、产量大。公司拥有凡口矿、盘龙矿、罗布肯山矿三座大型铅锌矿山, 矿石储量 2,886 万吨, 铅/锌/银储量分别为 83 万吨/132 万吨/3,017 吨。公司产量主要来自凡口矿和罗布肯山矿, 前期扩建的盘龙矿产能释放, 预计将有 1-1.5 万吨/年的增量。2016 年计划完成铅锌精矿 33 万吨, 铅矿和锌矿产量预计分别为 10.37 万吨和 22.53 万吨。精矿含银产量则有望稳定在 150 吨的水平。

其他资源: 铜金资源正在开发、拥有镍钴锂资源储备。公司拥有迈蒙铜金矿多座中小型矿山铜金矿, 铜/金储量分别为 6 万吨/2.731 吨, 2016 年计划产铜 0.94 万吨、金矿 380 公斤。同时, 还有镍钴锂资源储备。镍矿: 镍金属量 10 万吨, 镍品位 1.31%, 规模小品位低。短期内开发的可能性较低。锂矿: 锂矿石资源量 1,425 万吨, 氧化锂含量超过 20 万吨(折合成碳酸锂为 52.58 万吨), 氧化锂品位达到了 1.41%。资源量和品位与国内四川地区矿山水平接近, 具备一定开采价值。

铅锌冶炼: 搬迁稳步推进、或影响产量。公司拥有韶关冶炼厂(10 万吨/年锌和 5 万吨/年铅)和丹霞冶炼厂(10 万吨/年锌)冶炼厂, 其中韶冶因环保问题搬迁工作正稳步推进。2016 年计划生产 25 万吨铅锌成品, 精铅和锌锭预计分别为 4.56 万吨和 21.03 万吨, 银锭 40 吨。韶冶历史较长, 成本高, 搬迁利好公司长远发展。

◇ 其他业务及定增: 拆迁补偿款可观、定增项目已过会

公司控股子公司深圳华加日铝业主要从事建筑铝型材生产制造。但因土地拆迁获得 10 亿元补偿款, 仍后 4 亿房产收入等待确认, 占该公司利润的 90%, 同时发力轨交磁浮建设项目。公司完成了对安泰科股股权收购, 以 1.3 亿购买后者 29.48%股权, 为并列第一大股东。

拟以 9.15 元/股募集 15.25 亿元用于尾矿资源回收及新材料研发项目已获



得证监会发审会通过。根据公司测算，尾矿资源回收、复合金属材料和无汞电池锌粉三个项目分别投资亿元、亿元和亿元，达产后的净利润分别为 8,458 万元、10,627 万元和 4,740 万元，合计 23,825 万元。总体盈利状况好，但因建设周期长，短期内对公司业绩无影响。

◇ 盈利预测及估值：目标价 13 元/股，投资评级“买入”

假设 2017 年公司业绩增量全部来自矿山资产，其余资产业绩不变。基于 2017 年铜/铅/锌/金/银市场价格分别为 4.3 万元/1.8 万元/2.0 万元/270 元/4100 元，产销量分别为 0.9 万吨/10.7 万吨/23.51 万吨/300 千克/150 吨的假设，2017 年公司毛利将增加 10.81 亿元至 24.34 亿元，对应归属母公司净利润将为 9.54 亿元，给予 32 倍的 PE，对应的每股目标价为 13 元/股，投资评级“买入”。

◇ 风险提示

期货套期保值亏损超预期、环保压力导致成本大幅提高、搬迁产生损失、矿山产量不及预期。



目 录

一、铅锌资源及冶炼一体化、资源量大于冶炼量.....	5
(一) 广东省国资控股	5
(二) 贸易贡献收入、铅锌精矿及冶炼贡献利润.....	5
二、铅锌银资源龙头之一、冶炼业务环保压力大.....	6
(一) 铅锌资源：储量大、品位高、产量大.....	6
1、内外并举、资源储量大品位高.....	6
2、铅锌产量位居全国第二、有望保持在 33 万吨/年.....	7
3、副产银产量位居全国前三、有望保持在 150 吨/年.....	7
(二) 其他资源：铜金资源正在开发、拥有镍钴锂资源储备	8
1、铜金资源正在开发、铜金产量有望回升.....	8
2、镍钴铜资源储备、锂矿具备一定的开发价值.....	9
(三) 铅锌冶炼资产：搬迁稳步推进、或影响产量	9
1、冶炼厂：韶冶面临搬迁、丹霞冶炼厂技术先进且环保.....	9
2、铅锌锭产量 25 万吨、搬迁或影响产量.....	10
3、银锭产量 40 吨、主要受精铅影响.....	10
三、其他业务及定增：拆迁补偿款可观、定增项目已过会.....	11
(一) 铝板块：拆迁补偿款贡献可观利润	11
1、拆迁补偿款占利润的 90%以上、未来仍有 4 亿收入.....	11
2、发力轨交磁浮建设、未来有较好的前景.....	11
(二) 入股安泰科、布局互联网+有色	11
1、研究实力突出、行业客户资源丰富.....	11
2、收入规模较小、盈利状况较好.....	11
(三) 拟募资金用于尾矿利用及新材料开发、短期无影响.....	12
1、拟以 9.15 元/股募集 15 亿元.....	12
2、主要用于尾矿利用及新材料开发、测算利润较好.....	12
四、盈利预测及估值：目标价“13 元/股”、投资评级“买入”	13
(一) 盈利预测.....	13
1、矿山资产盈利预测：毛利翻倍可期.....	13
(二) 估值：仍有上涨空间	14
1、可比公司估值：PE 偏高、PB 居中	14
2、历史估值：PB 中等、PE 偏高.....	14
五、风险提示	15

图表目录

图表 1： 公司实际控制人.....	5
图表 2： 公司营业收入	5
图表 3： 2016H 公司营业收入构成	5
图表 4： 公司毛利及构成.....	6
图表 5： 公司归属净利润及构成	6



图表 6: 凡口&盘龙铅锌矿	6
图表 7: 罗布肯山&弗林德斯铅锌矿	7
图表 8: 公司铅锌精矿产量	7
图表 9: 2016Q1~Q3 铅锌矿比	7
图表 10: 公司精矿含银产量	8
图表 11: 迈蒙矿&其他铜金银矿	8
图表 12: 公司铜精矿产量	9
图表 13: 公司铜矿含金产量	9
图表 14: 勘派山镍矿	9
图表 15: 摩布朗锂矿	9
图表 16: 公司铅锌产品产量	10
图表 17: 2016Q1~Q3 铅锌产品占比	10
图表 18: 公司银锭产量	10
图表 19: 补偿款	11
图表 20: 安泰科财务状况	12
图表 21: 拟投资项目投资额	12
图表 22: 拟投资项目收益	12
图表 23: 公司业绩价格弹性	13
图表 24: 可比公司估值	14
图表 25: 公司历史估值	15
附录: 公司财务预测表	16



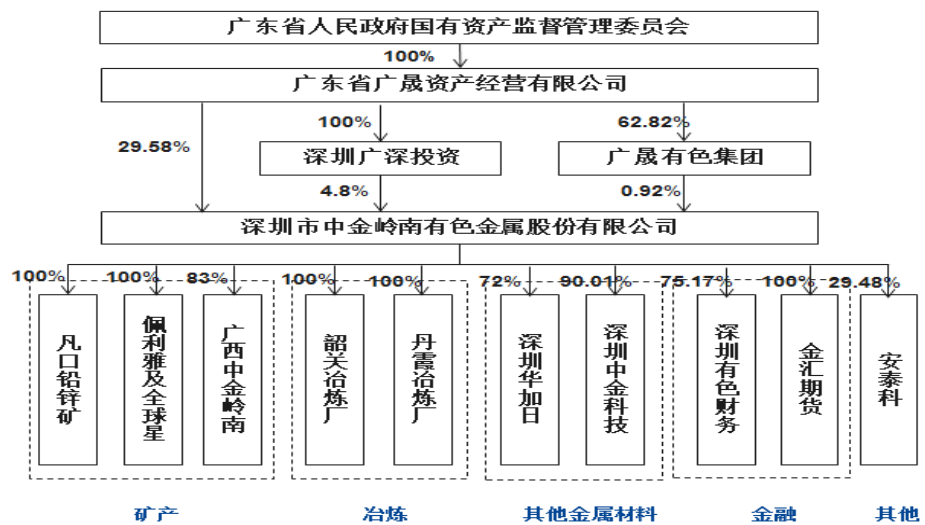
一、铅锌银资源及冶炼一体化、资源量大于冶炼量

中金岭南是广东地区的一家铅锌银等矿采选、铅锌冶炼、贸易及金融等一体化的国有控股公司。拥有 32 万吨/年铅锌精矿、25 万吨/年铅锌冶炼产能，为国内第二大铅锌精矿、前十大精锌生产商。

(一) 广东省国资控股

广东省广晟资产经营有限公司直接及间接持有公司 35.31% 的股权，为公司控股股东。实际控制人为广东省国有资产监督管理委员会。

图表1： 公司实际控制人

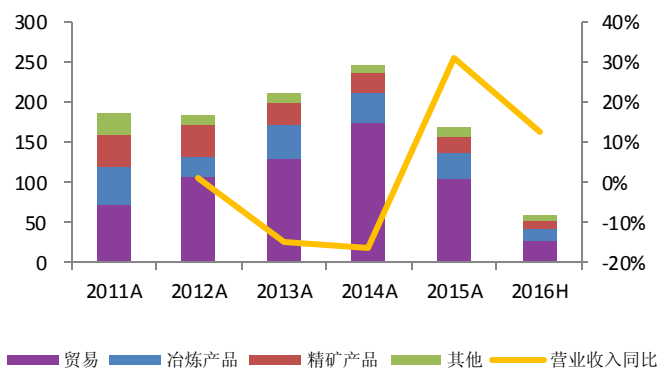


资料来源:上市公司公告 联讯证券

(二) 贸易贡献收入、铅锌精矿及冶炼贡献利润

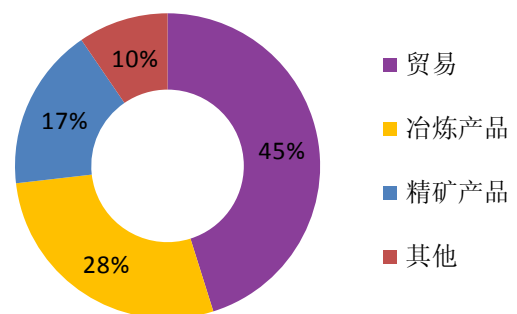
贸易贡献收入：2016 年上半年公司营业收入 58.83 亿元，同比下降 12%。其中，贸易、冶炼和精矿分别为 26.56 亿元、16.49 亿元和 10.16 亿元，占收入的 45%、28% 和 17%，为公司的主要收入来源。贸易收入大幅下滑是公司营业收入下降的主要原因。

图表2： 公司营业收入



资料来源:Wind 联讯证券

图表3： 2016H 公司营业收入构成



资料来源:Wind 联讯证券

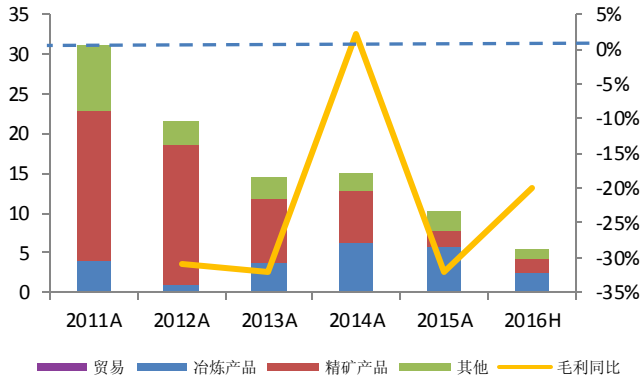
精矿及冶炼贡献利润：2016 年上半年公司毛利 6.92 亿元，同比下滑 20%。其中，



冶炼、精矿和其他分别为 2.46 亿元、1.69 亿元和 1.37 亿元，占利润的 44%、30%和 25%，为公司的主要收入来源。毛利下滑主要因铅锌价格低导致铅锌精矿毛利大幅下滑所致。

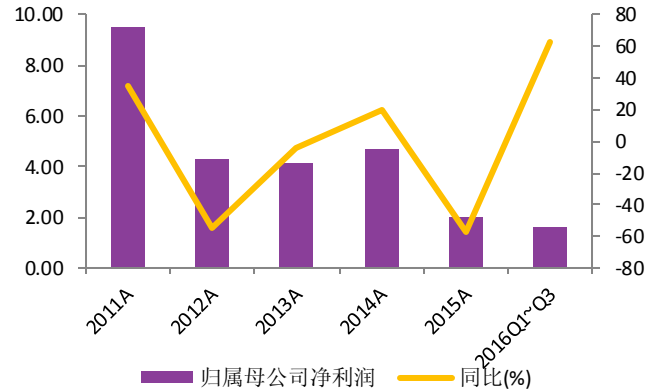
2016 年前三季度净利润大幅反弹。2011 年公司归属净利润基本在 4 亿附近，2016 年前三季度公司实现归属净利润 1.64 亿元，同比增加 62%。主要得益于三季度铅锌银等有色金属价格大幅反弹所致。

图表4： 公司毛利及构成



资料来源:Wind 联讯证券

图表5： 公司归属净利润及构成



资料来源:Wind 联讯证券

二、铅锌银资源龙头之一、冶炼业务环保压力大

公司拥有凡口矿、盘龙矿、罗布肯山矿、迈蒙铜金矿多座大中型矿山，矿石储量 2,886 万吨，铜/铅/锌/金/银储量分别为 6 万吨/83 万吨/132 万吨/2.731 吨/3,017 吨。年产铅锌精矿 32 万吨、精矿含银 150 吨、铜 0.9 万吨、精矿含金 380 公斤；铅锌锭产量 25 万吨。

(一) 铅锌资源：储量大、品位高、产量大

1、内外并举、资源储量大大品位高

凡口铅锌矿：大型高品位富银矿山，是国内三大铅锌矿之一。矿石储量 703 万吨，锌/铅/银储量分别为 44 万吨/31 万吨/2,432 吨、资源储量大；锌/铅/银品位分别为 6.28%/4.45%/346g/t，品位高。

盘龙铅锌矿：大型低品位矿山。矿石储量 712 万吨，锌/铅储量分别为 20 万吨/7 万吨、资源储量大；锌/铅品位分别为 2.84%/0.95%，品位低。

图表6： 凡口&盘龙铅锌矿

矿山	资源种类	矿石量	锌金属量	铅金属量	银金属量	锌品位	铅品位	银品位
		万吨	万吨	万吨	吨	%	%	g/t
凡口铅锌矿	资源量	2,142	193	111	0	9.02	5.18	0.00
	基础储量	703	44	31	2,432	6.28	4.45	346.05
	合计	2,845	237	142	2,432	8.34	5.00	85.49
盘龙铅锌矿	资源量	8,617	226	58	—	2.62	0.67	—
	基础储量	712	20	7	—	2.84	0.95	—
	合计	9,329	246	65	—	2.64	0.69	—

资料来源：上市公司公告 联讯证券



罗布肯山铅锌矿：2013 年公司完成对澳大利亚佩利雅全资收购，后者拥有的罗布肯山铅锌矿储量大且品位适中。矿石储量 1,180 万吨，铅/锌/银储量分别为 67 万吨/45 万吨/486 吨，铅/锌/银品位分别为 5.72%/3.82%/41g/t。弗林德斯铅锌矿铅锌品位高，仍未开发。

图表7： 罗布肯山&弗林德斯铅锌矿

矿山	资源	矿石量	锌金属量	铅金属量	银金属量	锌品位	铅品位	银品位
		万吨	万吨	万吨	吨	%	%	g/t
罗布肯山	资源量	2,855	205	151	1,952	7.19	5.28	68.38
	储量	1,180	67	45	486	5.72	3.82	41.14
弗林德斯	资源量	69	23	9	—	33.80	13.65	—

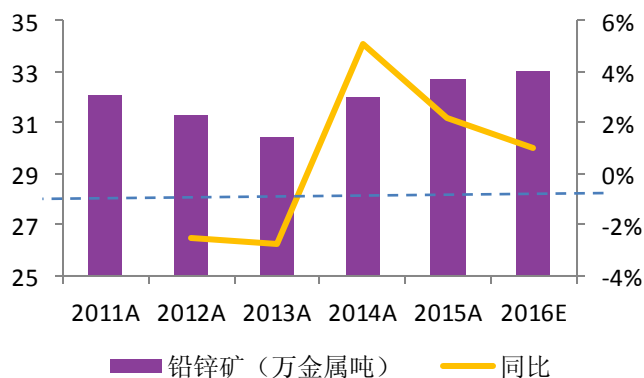
资料来源：上市公司公告 联讯证券

2、铅锌产量位居全国第二、有望保持在 33 万吨/年

产量 33 万吨、国内第二。2011 年以来，公司的铅锌精矿产量基本在 30-33 万吨的水平，位居国内第二位。公司产量主要来自凡口矿和罗布肯山矿，前期扩建的盘龙矿产释放，预计将有 1-1.5 万吨/年的增量。2016 年前三季度已完成计划的 75%，33 万吨目标难度不大。

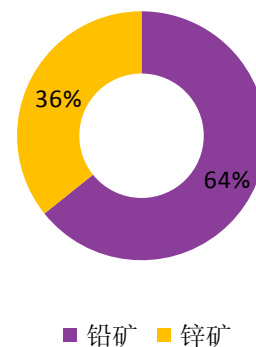
铅锌矿比 1:2。根据公司披露的 2016 年前三季度产量数据，铅锌精矿产量分别为 7.78 万吨和 16.9 万吨推测，2016 年公司铅锌精矿产量分别为 10.37 万吨和 22.53 万吨。

图表8： 公司铅锌精矿产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券

图表9： 2016Q1~Q3 铅锌矿比



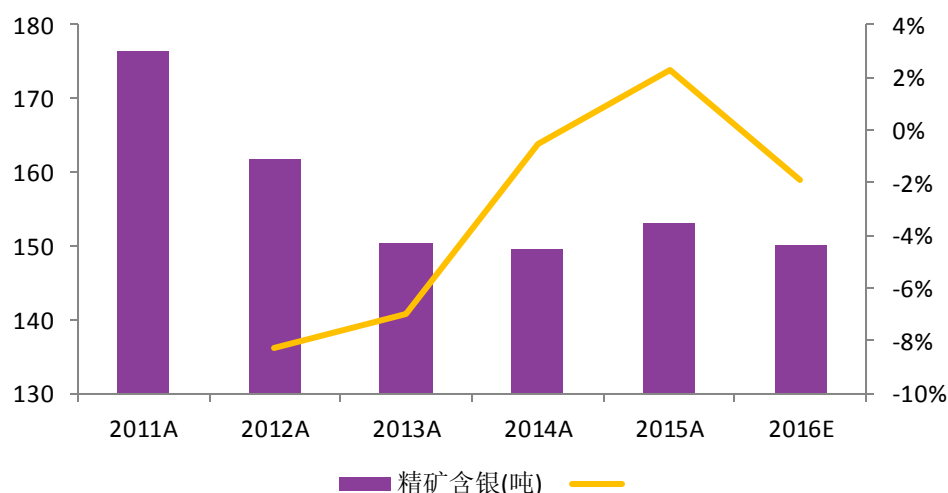
资料来源:上市公司公告 联讯证券

3、副产银产量位居全国前三、有望保持在 150 吨/年

公司精矿含银产量主要来自铅锌矿山副产，2011 年以来，公司的精矿含银产量基本保持在 150-180 吨，位居国内前三位。2016 年上半年完成 71.87 吨，全年计划完成 150 吨。预计明年公司的产量仍将保持在 150 吨的水平。



图表10: 公司精矿含银产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券

(二) 其他资源: 铜金资源正在开发、拥有镍钴锂资源储备

1、铜金资源正在开发、铜金产量有望回升

公司全资子公司佩利雅 (PEM) 收购的全球星矿业公司, 实现了对海外铜金矿、镍矿和锂矿的布局。

铜金: 中小型铜金矿。公司拥有多米尼加迈蒙矿和其他铜金矿山。迈蒙铜金矿正在生产, 矿石储量 292 万吨, 铜/银/金/锌储量分别为 6 万吨/100 吨/2.731 吨/6 万吨, 品位分别为 1.95%/1.9%/34.15g/t/0.94g/t。澳大利亚蒙特奥赛铜钴矿、劳马等铜金矿普遍品位较低、未开发。

图表11: 迈蒙矿 & 其他铜金银矿

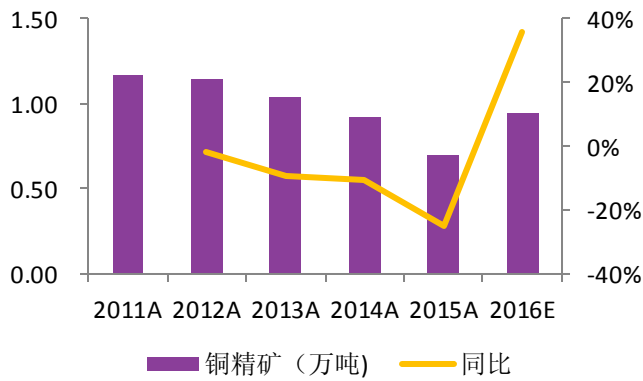
矿山	资源	矿石量	铜金属量	银金属量	金金属量	锌金属量	钴金属量	铜品位	银品位	金品位	锌品位	钴品位
		万吨	万吨	吨	公斤	万吨	万吨	%	g/t	g/t	%	%
迈蒙矿	资源量	958	13	251	7,649	15	—	1.35	26.20	0.80	1.52	—
	储量	292	6	100	2,731	6	—	1.95	34.15	0.94	1.90	—
其他矿	资源量	7,662	48	262	20,867	3	0.91	0.63	3.42	0.27	0.04	0.06

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

铜金产量有望回升、规模仍较小。2011 年以来, 公司铜精矿产量有所下降, 主要因铜矿规模小、成本偏高。2016 年上半年铜产量 4,400 吨、黄金产量 117 公斤; 全年计划铜 9,400 吨、黄金 380 公斤。我们认为, 随着铜金价格反弹, 公司产量有望增加, 但计划量完成难度仍较大, 预计今年完成 9,000 吨铜、300 公斤黄金。预计明后年基本保持在今年的水平。

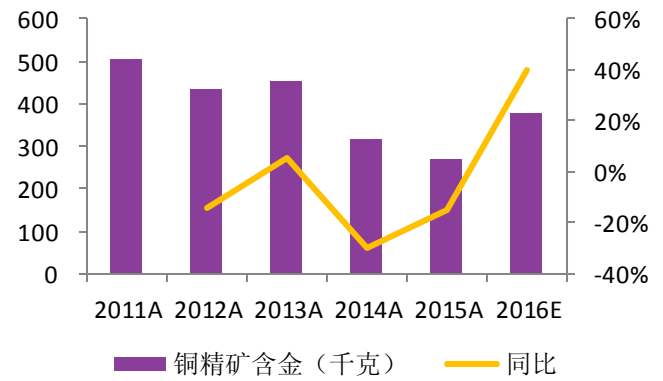


图表12: 公司铜精矿产量



资料来源:联讯证券

图表13: 公司铜矿含金量产量



资料来源:联讯证券

2、镍钴铜资源储备、锂矿具备一定的开发价值

镍矿：规模小品位居中、未开发。公司拥有多米尼加堪派山镍矿，资源量 780 万吨，镍金属量 10 万吨，镍品位 1.31%。我们认为，基于目前的镍市场价格，该镍矿盈利能力较弱，开发的可能性较低。

图表14: 勘派山镍矿

矿山	资源种类	矿石量	镍金属量	镍品位
		万吨	万吨	%
勘派山	资源量	780	10	1.31

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

锂矿：资源量及品位均中等、未开发。公司拥有加拿大摩布朗锂矿 60%的股权，锂矿石资源量 1,425 万吨，氧化锂含量超过 20 万吨（折合成碳酸锂为 52.58 万吨），氧化锂品位达到了 1.41%。资源量和品位与国内四川地区矿山水平接近，具备一定的开采价值。

图表15: 摩布朗锂矿

矿山	资源种类	矿石量	含氧化锂量	氧化锂品位
		万吨	万吨	%
摩布朗	资源量	1,425	20	1.41

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

(三) 铅锌冶炼资产：搬迁稳步推进、或影响产量

1、冶炼厂：韶冶面临搬迁、丹霞冶炼厂技术先进且环保

韶关冶炼厂：始建于 1966 年，目前拥有 10 万吨/年锌，5 万吨/年铅产能。2015 年 5 月，整体搬迁升级改造工程环评报告通过评审。由于韶关冶炼厂土地使用权为大股东广东广晟所有，大股东于 2011 年 12 月 31 日承诺，将对韶关冶炼厂因“三旧”改造停产及异地搬迁改造的损失在进行改造开发时予以补偿。

丹霞冶炼厂：2011 年建设完成，拥有 10 万吨/年锌产能，是国内首家采用锌氧压浸出工艺的企业、工艺先进且环保。

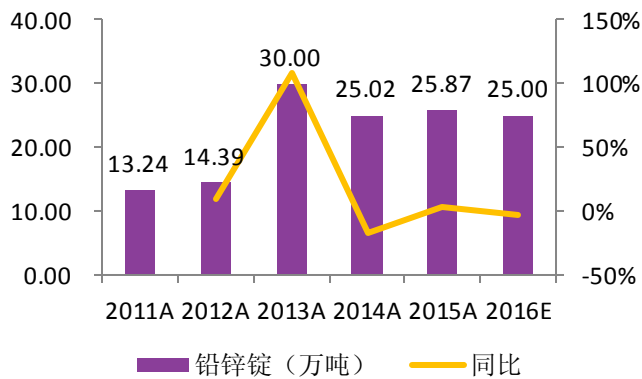


2、铅锌锭产量 25 万吨、搬迁或影响产量

产能及产量 25 万吨。最近两年,公司铅锌锭产量基本保持在 25 万吨/年的水平。2016 年前三季度已完成目标的上半年产量 12.56 万吨,全年计划 25 万吨完成难度不大。不考虑搬迁因素,明后年产量可保持在 25 万吨的水平。但我们认为搬迁的可能性很大,预计将影响公司的产量。

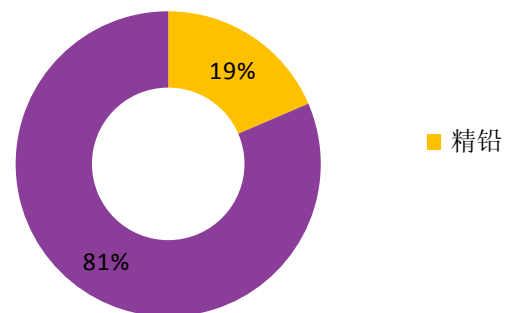
铅锌锭 1: 5。根据公司披露的 2016 年前三季度产量数据,精铅和锌及锌制品产量分别为 5.59 万吨和 15.77 万吨推测,2016 年公司铅和锌产品产量分别为 4.56 万吨和 21.03 万吨。

图表16: 公司铅锌产品产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券

图表17: 2016Q1~Q3 铅锌产品占比

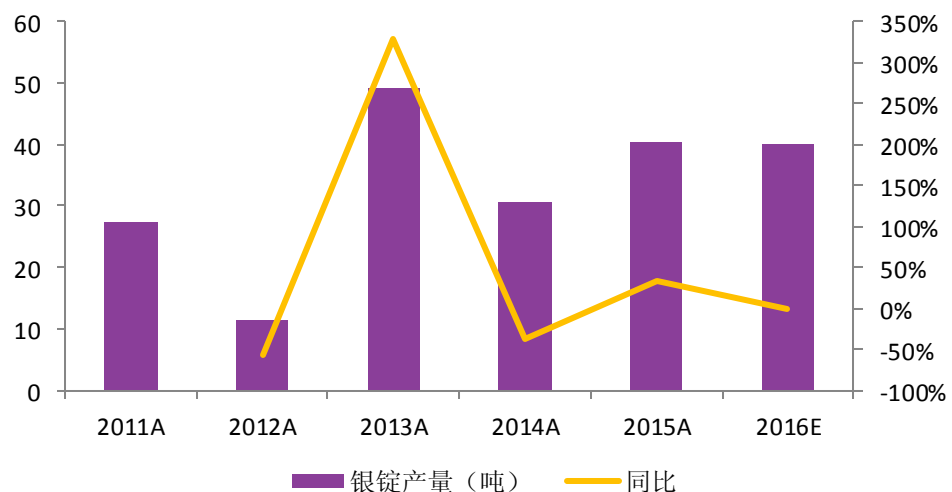


资料来源:上市公司公告 联讯证券

3、银锭产量 40 吨、主要受精铅影响

最近三年公司白银产量基本保持在 30-50 吨的水平,主要受精铅产量影响,预计 2016 年精铅产量略低于 2015 年,所以推断白银产量基本保持在 40 吨的水平。

图表18: 公司银锭产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券



三、其他业务及定增：拆迁补偿款可观、定增项目已过会

（一）铝板块：拆迁补偿款贡献可观利润

公司通过持股深圳华加日铝业有限公司 72% 的股权，后者主要从事建筑铝型材生产制造。但因土地拆迁获得 10 亿元补偿款为公司利润的大头，同时发力轨交磁浮建设项目。

1、拆迁补偿款占利润的 90% 以上、未来仍有 4 亿收入

2013 年 12 月，华加日公司与立润公司合作对华加日公司位于马家龙工业区的工业厂房及用地进行更新改造，根据合作协议，本公司涉及取得货币补偿款共计 5 亿元人民币及后续回迁房产 15625 万平方米、停车位 130 个。截止至 2015 年底，公司仍有 4 亿元的回迁房产未收款。

图表19： 补偿款

序号	获取方式	收款时间	收款金额 (百万元)	拆迁补偿款 (百万元)	占净利润 比例	补偿内容
1	货币	2013/12/30	180.00	138.43	91%	货币补偿
2	货币	2014/9/23	320.00	296.11	113%	
3	货币	2015/12/31	100.00	99.63	90%	15625 万平方米回迁房产
4	货币		400.00	398.54		

资料来源：上市公司公告 联讯证券

2、发力轨交磁浮建设、未来有较好的前景

2013 年 11 月，华加日公司与成都金和合资成立深圳华品轨道交通有限公司，华加日对华品公司持股比例为 51.00%。主要从事以磁悬浮为代表的高端轨道交通设备前沿性核心技术的孵化，开展轨道交通装备新技术的开发与产业化。2015 年 7 月获得长沙磁浮工程供货及安装指导服务合同。目前，该公司营业收入较少，净利润微亏。但未来有较好的市场前景。

（二）入股安泰科、布局互联网+有色

2016 年 6 月，公司完成对北京安泰科信息开发有限公司的股权收购，以 1.3 亿元受让 1267.51 万股，占总股份的 29.48%，与有色金属技术经济研究院并列第一大股东。

1、研究实力突出、行业客户资源丰富

安泰科于 1992 年在北京成立，是原中国有色金属工业总公司的直属信息机构。主要从事信息及咨询业务、商品询价报价、会议展览等业务，拥有中国金属网、安泰科金属报价网、安泰科国际网三个网站。安泰科对金属的分析研究，涵盖了基本有色金属、贵金属、稀有稀土、钢铁等领域，积累了大量的行业数据和丰富的咨询经验，拥有大量的行业客户资源。

2、收入规模较小、盈利状况较好

最近三年，安泰科的营业收入基本保持在 4600 万元。虽然整体较小，但主要因市场有限，收入规模位居行业前三。净利润 650-850 万元的水平，盈利状况较好。



图表20: 安泰科财务状况

	营业收入	净利润	所有者权益
2014A	4660.31	846.28	9201.65
2013A	4695.24	777.08	9571.78
2012A	4652.58	651.54	9893.03

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

(三) 拟募资金用于尾矿利用及新材料开发、短期无影响

1、拟以 9.15 元/股募集 15 亿元

2016年11月19日,公司发布非公开发行A股股票预案(修订稿),11月24日获得证监会发审会通过。拟以9.15元/股募集资金15亿元。公司拟向不超过十名特定投资者以9.15元/股价格发行16,661.43万股,募集资金15.25亿元。

2、主要用于尾矿利用及新材料开发、测算利润较好

主要用于尾矿利用及新材料开发。募集资金主要用于尾矿资源综合回收、新材料(复合金属、无汞电池锌粉及研发中心)等项目建设及补充流动资金。

图表21: 拟投资项目投资额

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额
1	尾矿资源综合回收及环境治理开发项目	71,726	60,701
2	新材料		
	高性能复合金属材料项目	38,150	26,328
	高功率无汞电池锌粉及其综合利用项目	22,608	15,096
	新材料研发中心项目	5,000	4,592
3	补充流动资金	45,735	45,735
合计		183,218	152,452

资料来源: 上市公司公告联讯证券

测算利润较好、但短期无影响。根据公司测算,尾矿资源回收、复合金属材料和无汞电池锌粉三个项目达产后的净利润分别为8,458万元、10,627万元和4,740万元,合计23,825万元。总体盈利状况好,但因建设周期长,短期内对公司业绩无影响。

图表22: 拟投资项目收益

序号	项目名称	建设期(月)	达产后净利润(万元)	财务内部收益率(税后)(%)	投资回收期(税后)(年)
1	尾矿资源综合回收及环境治理开发项目	30	8,458	13.74	8.27
2	高性能复合金属材料项目	36	10,627	21.86	7.32
3	高功率无汞电池锌粉及其综合利用项目	24	4,740	20.92	6.44
合计			23,825		

资料来源: 上市公司公告联讯证券



四、盈利预测及估值：目标价“13元/股”、投资评级“买入”

(一) 盈利预测

预计 2016-2018 年公司归属母公司净利润将分别为 3.39 亿元、9.54 亿元和 4.49 亿元，对应的 EPS 分别为 0.15 元、0.40 元和 0.19 元。

1、矿山资产盈利预测：毛利翻倍可期

假设 2017 年公司业绩增量全部来自矿山资产，其余资产业绩不变。基于 2017 年铜/铅/锌/金/银市场价格分别为 4.3 万元/1.8 万元/2.0 万元/270 元/4100 元，产销量分别为 0.9 万吨/10.7 万吨/23.51 万吨/300 千克/150 吨的假设，2017 年公司毛利将增加 10.81 亿元至 24.34 亿元。

图表23： 公司业绩价格弹性

	单位	类型	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
									-20%	-10%	0%	10%	20%
市场价格													
阴极铜	万元/吨	shfe 年均价	52,945	48,413	40,545	38,119	43,000	40,000	34,400	38,700	43,000	47,300	56,760
铅锭	万元/吨	shfe 年均价	14,317	13,878	12,931	14,494	18,000	14,000	14,400	16,200	18,000	19,800	23,760
锌锭	万元/吨	shfe 年均价	14,924	15,892	15,123	16,675	20,000	17,000	16,000	18,000	20,000	22,000	26,400
黄金	元/克	sgc 年均价	281	252	235	268	270	270	216	243	270	297	356
白银	元/千克	shfe 年均价	4,870	4,042	3,465	3,895	4,100	4,000	3,280	3,690	4,100	4,510	5,412
铜加工费	元/金属吨	年均价	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
铅加工费	元/金属吨	年均价	1,750	1,633	2,079	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
锌加工费	元/金属吨	年均价	5,000	5,215	5,388	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
产量													
铜精矿	万吨	生产量	1.04	0.93	0.69	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
铅精矿	万吨	生产量	10.44	11.42	10.90	10.37	10.70	11.03	10.70	11.03	10.70	11.03	10.70
锌精矿	万吨	生产量	20.00	20.55	21.77	22.53	23.51	24.48	23.51	24.48	23.51	24.48	23.51
精矿含银	吨	生产量	150.37	149.54	152.96	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
精矿含金	千克	生产量	455.00	319.00	272.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00
硫精矿	万吨	生产量	75.09	70.15	77.30	77.30	77.30	77.30	77.30	77.30	77.30	77.30	77.30
精铅	万吨	生产量	5.13	5.23	4.94	4.56	4.56	4.56	4.56	4.56	4.56	4.56	4.56
锌及制品	万吨	生产量	5.56	24.95	19.79	21.03	21.03	21.03	21.03	21.03	21.03	21.03	21.03
银锭	吨	生产量	49.09	30.58	40.47	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
硫酸	万吨	生产量	17.53	17.97	18.99	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00
收入变化													
铜精矿	收入增加	万元				4,447	3,755	-2,308	-2,861	447	3,755	7,062	14,339
铅精矿	收入增加	万元				9,672	35,554	-33,231	2,631	23,058	35,554	56,986	88,231
锌精矿	收入增加	万元				43,710	76,513	-50,291	-3,852	47,145	76,513	130,837	205,096
精矿含银	收入增加	万元				4,344	2,456	-1,200	-7,384	-2,464	2,456	7,376	18,200
黄金	收入增加	万元				1,660	54	0	-1,566	-756	54	864	2,646
精矿	收入增加	亿元				6.38	11.83	-8.70	-1.30	6.74	11.83	20.31	32.85
精矿	收入	亿元	26.81	24.05	18.97	25.35	37.19	28.48	24.05	32.10	37.19	45.67	58.20



冶炼	收入	亿元	43.73	38.54	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40
精矿	成本	亿元	18.86	17.64	16.94	17.46	18.49	19.90	18.49	19.17	18.49	19.17	18.49
冶炼	成本	亿元	40.09	32.31	27.77	27.77	27.77	27.77	27.77	27.77	27.77	27.77	27.77
精矿	吨成本	元/吨	5,991	5,362	5,078	5,166	5,266	5,466	5,266	5,266	5,266	5,266	5,266
冶炼	吨加工成本	元/吨	31,511	5,344	6,152	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100	6,100
毛利													
精矿	毛利	亿元	7.94	6.42	2.03	7.89	18.70	8.58	5.56	12.92	18.70	26.49	39.72
冶炼	毛利	亿元	3.64	6.24	5.64	5.64	5.64	5.64	5.64	5.64	5.64	5.64	5.64
合计	毛利	亿元	11.58	12.66	7.67	13.53	24.34	14.22	11.20	18.56	24.34	32.13	45.36

资料来源：联讯证券

备注：

计算方法：基于价格及产销量变化计算收入增加值

收入：精矿收入增加值=（当年不含税价-上一年不含税价）*上一年产量+（当年产量-上一年产量）*当年不含税价

成本：精矿吨成本=精矿成本/(铅精矿产量+锌精矿产量+铜精矿产量)；冶炼吨成本=冶炼成本/(精铅产量+锌及锌制品产量)

其他：精矿含银计价系数 80%；不考虑汇兑损失、所有商品均按照国内销售方式进行；精矿销量等于产量；精矿含金直接按纯金计算

（二）估值：仍有上涨空间

参照可比公司及公司历史估值，以给予公司 2016-2018E 分别为 85 倍、32 倍和 68 倍的 PE。

1、可比公司估值：PE 偏高、PB 居中

根据 Wind 一致预期，参照可比公司估值，公司目前的 PE 处于偏高水平，PB 适中。

图表24：可比公司估值

代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
		TTM	16E	17E	
000060.SZ	中金岭南	94	76	42	3.27
600497.SH	驰宏锌锗	578	115	49	2.98
600338.SH	西藏珠峰	50	29	22	18.29
000975.SZ	银泰资源	67	50	40	4.42
000758.SZ	中色股份	53	31	20	3.26
000426.SZ	兴业矿业	303	151	34	5.41
600331.SH	宏达股份	222	106	81	2.78
000603.SZ	盛达矿业	57	37	21	4.82
000688.SZ	建新矿业	32	29	22	6.29
600961.SH	株冶集团	-57	102	48	36.19

资料来源：Wind 联讯证券

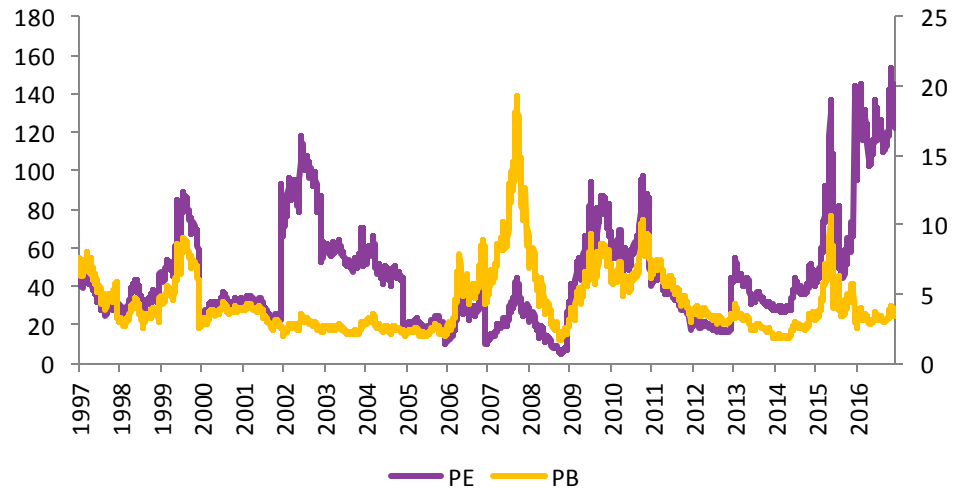
2、历史估值：PB 中等、PE 偏高

公司历史 PB 估值的均值为 4.4 倍，目前为 3.4 倍，处于合理水平。历史 PE 均值



46 倍，目前为 124 倍，处于偏高水平，主要因 2015 年公司业绩为近十年最低所致。

图表25： 公司历史估值



资料来源:Wind 联讯证券

五、风险提示

期货套期保值亏损超预期、环保压力导致成本大幅提高、搬迁产生损失、矿山产量不及预期



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,166	7,047	7,749	6,707	经营活动现金流	335	1,525	1,770	1,725
现金	1,171	2,692	3,526	3,725	净利润	261	369	1,014	509
应收账款及预付账款	788	900	900	487	折旧摊销	704	690	687	687
存货	1,939	2,189	2,057	1,230	财务费用	181	181	160	97
其他	1,268	1,266	1,266	1,266	投资损失	-225	-30	-30	-30
非流动资产	10,717	11,387	12,100	12,914	营运资金变动	-249	167	-230	273
长期投资	279	309	339	369	其它	-336	149	169	189
投资性房地产	16	13	9	6	投资活动现金流	-1,284	-1,144	-736	-400
固定资产及在建工程	5,328	6,305	6,727	7,263	资本支出	873	994	536	200
无形资产	3,368	3,400	3,450	3,550	长期投资	279	279	279	279
其他	1,726	1,361	1,575	1,726	其他	-613	-150	-200	-200
资产总计	15,883	18,434	19,849	19,621	筹资活动现金流	1,300	1,140	-201	-1,125
流动负债	5,595	6,337	6,712	4,234	短期借款	3,240	3,723	3,738	1,755
短期借款	3,240	3,723	3,738	1,755	长期借款	784	784	784	784
应付账款及预收账款	559	780	980	839	其他	3,756	4,080	2,754	-154
其他	1,796	1,834	1,994	1,640	现金净增加额	350	1,521	834	200
非流动负债	2,398	2,123	2,123	2,123					
长期借款	784	784	784	784	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	1,614	1,340	1,340	1,340	成长能力				
负债合计	7,993	8,461	8,835	6,358	营业收入	-31%	-13%	10%	0%
少数股东权益	545	575	635	695	营业利润	-125%	-1069%	190%	-62%
归属母公司股东权益	7,345	9,398	10,378	12,568	归属母公司净利润	-57%	69%	182%	-53%
负债和股东权益	15,883	18,434	19,849	19,621	获利能力				
					毛利率	6%	11%	16%	10%
					净利率	2%	2%	6%	3%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	3%	4%	10%	4%
营业收入	16,966	14,796	16,273	16,273	ROIC	1%	5%	10%	3%
营业成本	15,921	13,166	13,661	14,673	偿债能力				
营业税金及附加	165	144	159	159	资产负债率	42%	39%	38%	29%
营业费用	264	250	300	300	流动比率	0.93	1.18	1.42	1.95
管理费用	512	510	550	550	速动比率	0.35	0.76	0.87	1.26
财务费用	261	241	220	157	营运能力				
资产减值损失	52	-20	0	20	总资产周转率	1.14	0.87	0.90	0.99
其他业务成本	5	5	5	5	应收帐款周转率	3.42	3.04	3.43	3.53
公允价值变动收益	84	-100	-200	50	应付帐款周转率	31.58	42.56	26.00	46.82
投资净收益	225	30	30	30	每股指标(元)				
营业利润	95	431	1,208	490	每股收益	0.09	0.15	0.40	0.19
营业外收入	239	20	20	100	每股经营现金	0.20	0.99	0.42	0.93
营业外支出	5	5	5	5	每股净资产	3.32	4.13	4.46	4.62
利润总额	329	446	1,223	585	估值比率				
所得税	69	77	209	76	P/E	132	85	32	68
净利润	261	369	1,014	509	P/B	3.25	2.61	2.42	2.34
少数股东损益	60	30	60	60	EV/EBITDA	23.74	23.19	14.78	20.96
归属母公司净利润	201	339	954	449					
EBITDA	1,189	1,317	2,070	1,369					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com