

中金岭南 (000060. SZ)

铅锌跌价盈利下滑，铜冶炼增收增利

增持

核心观点

2023H1 年公司归母净利润同比下降 36%。2023H1 公司实现营收 372 亿元 (+3.9%)，归母净利润 5.4 亿元 (-36.3%)，扣非归母净利润 5.03 亿元 (-38.8%)，经营性净现金流 0.47 亿元 (-90.4%)。其中 2023Q2 单季营收 204 亿元 (-3.3%)，归母净利润 2.2 亿元 (-57.3%)，扣非归母净利润 1.95 亿元 (-59.8%)。盈利下降主因锌价下跌，2023H1 锌现货价 22132 元/吨，同比下降了 3757 元/吨，公司年产锌精矿 19 万吨，锌价跌幅基本可以对应公司盈利的下降。

铜冶炼业务进展顺畅，增收又增利：上半年纳入铜冶炼业务后，公司营收和盈利结构显著改变，一是贸易业务营收占比从 80% 下降到 50%，随着铜冶炼业务纳入，公司主动缩减了贸易业务规模，今年上半年贸易业务收入同比下降了 39%；二是铜冶炼业务成为公司营收和盈利的重要组成部分。上半年子公司中金铜业阴极铜产量 19.2 万吨，贡献营收 132 亿元，净利润 2.45 亿元，营收占比达到 35%，毛利润占比达到 34%，粗略测算单吨阴极铜毛利润 2750 元/吨，净利润 1300 元/吨，显著高于行业平均水平。今年是公司进军铜产业链元年，并购的铜冶炼业务实现当年达产、当年盈利且利润丰厚；今年上半年锌价显著承压，而铜冶炼版块发力，对冲了一部分铅锌版块盈利下滑。

风险提示：铜、锌价格或铜精矿加工费下跌风险，矿山投产进度不及预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

假设 2023–2025 年锌价均为 22000 元/吨（前值 23000 元/吨），锌精矿加工费 5000 元/吨（前值 5500 元/吨），铜价均为 68000 元/吨，铜精矿加工费 88 美元/吨，得到公司 2023/2024/2025 年营收分别为 781/842/963 亿元，同比增速 41.1%/7.8%/14.4%，归母净利润分别为 12.74/14.06/22.67 亿元（前值 14.13/14.86/22.08 亿元），同比增速 5.1%/10.4%/61.3%，摊薄 EPS 分别为 0.34/0.38/0.61 元。当前股价对应 PE 分别为 14.7/13.3/8.2x。公司是国内铅锌采选冶头部生产企业，拥有凡口铅锌矿等优质铅锌矿山，已探明的铜锌铅等有色金属资源总量近千万吨，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，上半年铜冶炼业务增收增利，配套铜矿山将于明年建成，进一步打开成长空间，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,449	55,339	78,092	84,154	96,278
(+/-%)	47.1%	24.6%	41.1%	7.8%	14.4%
净利润(百万元)	1172	1212	1274	1406	2267
(+/-%)	17.7%	3.5%	5.1%	10.4%	61.3%
每股收益(元)	0.32	0.32	0.34	0.38	0.61
EBIT Margin	3.0%	2.7%	2.0%	2.1%	2.8%
净资产收益率(ROE)	8.8%	8.2%	8.3%	8.8%	13.2%
市盈率(PE)	15.6	15.4	14.7	13.3	8.2
EV/EBITDA	15.2	15.7	13.0	11.6	8.7
市净率(PB)	1.38	1.27	1.22	1.16	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

5.09 元

收盘价

19024/19023 百万元

总市值/流通市值

6.25/3.83 元

52 周最高价/最低价

312.80 百万元

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

5.09 元

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

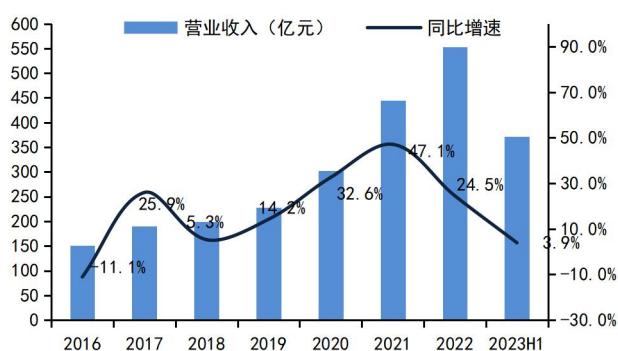
5.09 元

</div

2023H1 年公司归母净利润同比下降 36%。2023H1 公司实现营收 372 亿元 (+3.9%)，归母净利润 5.4 亿元 (-36.3%)，扣非归母净利润 5.03 亿元 (-38.8%)，经营性净现金流 0.47 亿元 (-90.4%)。其中 2023Q2 单季营收 204 亿元 (-3.3%)，归母净利润 2.2 亿元 (-57.3%)，扣非归母净利润 1.95 亿元 (-59.8%)。盈利下降主因锌价下跌，2023H1 锌现货价 22132 元/吨，同比下降了 3757 元/吨，公司年产锌精矿 19 万吨，锌价跌幅基本可以对应公司盈利的下降。

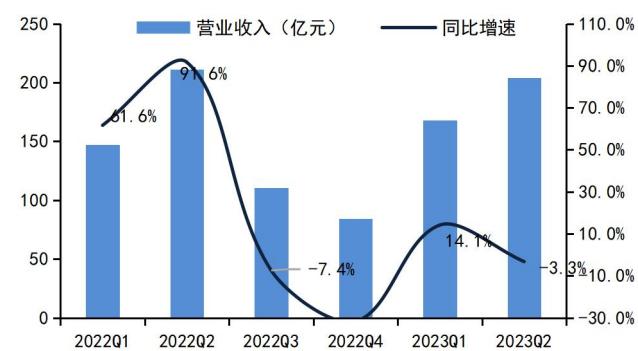
矿山铅锌产量小幅下降。2023H1 公司矿山企业生产精矿铅锌金属量 13.41 万吨，同比下降 1.54%；其中国内矿山企业生产铅锌矿金属量 8.28 万吨，比上年同期下降 11.44%，主因广东地下矿山“一优三减”措施；上半年冶炼铅锌产品 21.52 万吨，同比增长 27.64%，主因新增 10 万吨铅锌冶炼产能；生产阴极铜 19.21 万吨，工业硫酸 93.79 万吨，硫磺 1.96 万吨，粗铜 800 吨，白银 60 吨，电稼 8.67 吨，锗精矿含锗 8.13 吨。

图1：中金岭南营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中金岭南单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



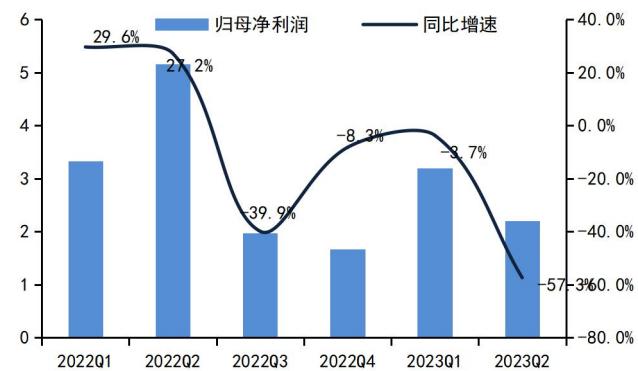
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中金岭南归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中金岭南单季归母净利润（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

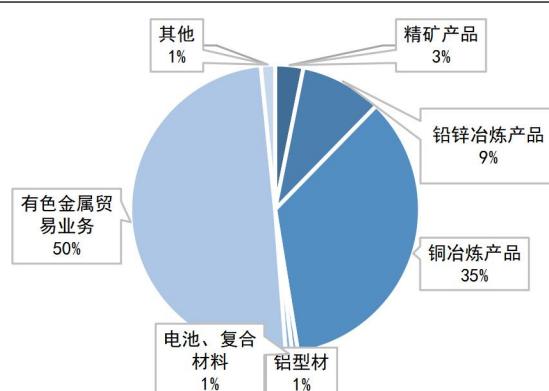
新增铜冶炼业务以来，公司营收结构和盈利结构均发生明显改变：

- 1) 贸易业务营收占比显著下降，有色金属贸易业务曾是公司营收主要来源，占比一直在 80%以上，今年上半年随着铜冶炼业务纳入，公司生产类营收显著增加，主动缩减了贸易业务规模，今年上半年贸易业务收入同比下降了 39%；
- 2) 铜冶炼业务成为公司营收和盈利的重要组成部分。铜的货值较高，上半年子公

司中金铜业阴极铜产量 19.2 万吨，贡献营收 132 亿元，净利润 2.45 亿元，营收占比达到 35%，毛利润占比达到 34%，粗略测算单吨阴极铜毛利润 2750 元/吨，净利润 1300 元/吨，显著高于行业平均水平。今年是公司进军铜产业链元年，并购的铜冶炼业务实现当年达产、当年盈利且利润丰厚；今年上半年锌价显著承压，而铜冶炼版块发力，对冲了一部分铅锌版块盈利下滑。

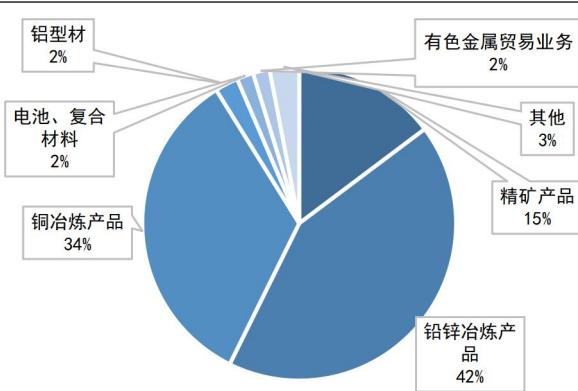
3) 并入铜冶炼业务以来，公司预付款、存货、长期借款显著增加，带息债务从 2022 年末 120 亿元增加到 6 月末 167 亿元，财务费用明显增加，2023H1 财务费用 1.98 亿元，同比增加 122%，6 月末资产负债率升至 62.2%。上半年经营性净现金流大幅下滑，原因也是新增铜冶炼企业增加进口铜精矿采购。

图5: 2023H1 公司营业收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2023H1 公司毛利润构成



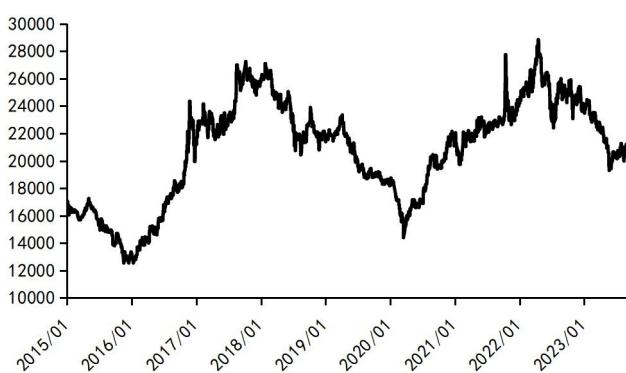
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度扣非归母净利润与锌价的关系



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 国内锌价（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

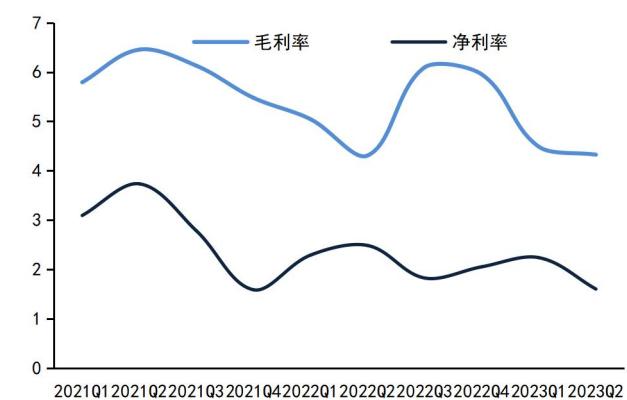
图9: 公司毛利率、净利率变化情况

图10: 公司单季度毛利率、净利率变化情况（%）



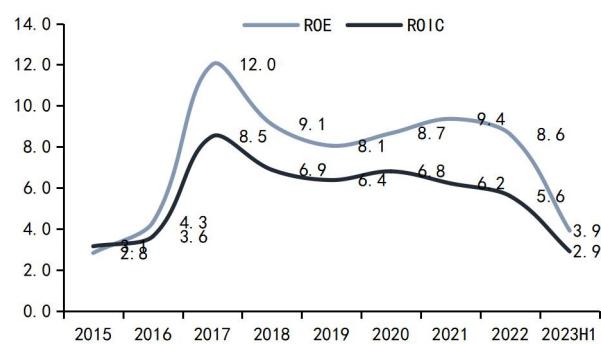
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司ROE、ROIC变化情况(%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司经营性净现金流(亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 中金岭南资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

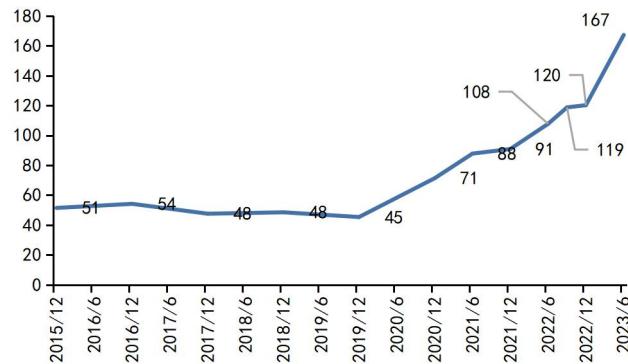
图14: 公司期间费用率

图15: 中金岭南财务费用(亿元)

图16: 公司带息负债(亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：假设 2023-2025 年锌价均为 22000 元/吨（前值 23000 元/吨），锌精矿加工费 5000 元/吨（前值 5500 元/吨），铜价均为 68000 元/吨，铜精矿加工费 88 美元/吨，得到公司 2023/2024/2025 年营收分别为 781/842/963 亿元，同比增速 41.1%/7.8%/14.4%，归母净利润分别为 12.74/14.06/22.67 亿元（前值 14.13/14.86/22.08 亿元），同比增速 5.1%/10.4%/61.3%，摊薄 EPS 分别为 0.34/0.38/0.61 元。当前股价对应 PE 分别为 14.7/13.3/8.2x。公司是国内铅锌采选冶头部生产企业，拥有凡口铅锌矿等优质铅锌矿山，已探明的铜锌铅等有色金属资源总量近千万吨，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，上半年铜冶炼业务增收增利，配套铜矿山将于明年建成，进一步打开成长空间，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1783	3103	3000	3000	3000	营业收入	44449	55339	78092	84154	96278
应收款项	834	1020	1498	1614	1846	营业成本	41800	52510	75051	80905	91899
存货净额	2407	3489	4059	4363	4957	营业税金及附加	262	259	366	394	451
其他流动资产	1813	747	781	842	963	销售费用	149	152	156	160	173
流动资产合计	9018	10002	10306	10787	11735	管理费用	533	520	547	547	578
固定资产	12250	15107	17242	19068	20177	研发费用	355	385	390	404	433
无形资产及其他	4462	5037	4836	4636	4435	财务费用	159	94	133	144	164
投资性房地产	1079	1790	1790	1790	1790	投资收益	318	62	0	0	0
长期股权投资	795	716	751	786	821	资产减值及公允价值变动	(51)	(179)	0	0	0
资产总计	27604	32652	34926	37068	38959	其他收入	(303)	(296)	(390)	(404)	(433)
短期借款及交易性金融负债	4409	6767	7460	8628	8826	营业利润	1511	1389	1449	1600	2579
应付款项	1082	1367	1826	1964	2231	营业外净收支	(22)	(10)	0	0	0
其他流动负债	2000	1726	2243	2410	2736	利润总额	1489	1379	1449	1600	2579
流动负债合计	7491	9860	11530	13002	13793	所得税费用	268	144	151	167	269
长期借款及应付债券	4635	5206	5206	5206	5206	少数股东损益	49	23	24	27	43
其他长期负债	1714	2292	2462	2632	2802	归属于母公司净利润	1172	1212	1274	1406	2267
长期负债合计	6350	7497	7667	7837	8007	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	13840	17357	19197	20839	21800	净利润	1172	1212	1274	1406	2267
少数股东权益	514	539	550	564	585	资产减值准备	13	26	21	7	5
股东权益	13250	14757	15380	16068	17178	折旧摊销	758	783	1343	1667	1885
负债和股东权益总计	27604	32652	35128	37471	39563	公允价值变动损失	51	179	0	0	0
						财务费用	159	94	133	144	164
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	2080	(298)	86	(0)	(178)
每股收益	0.32	0.32	0.34	0.38	0.61	其它	15	(15)	(10)	6	16
每股红利	0.14	0.17	0.17	0.19	0.31	经营活动现金流	4089	1889	2715	3086	3996
每股净资产	3.63	3.95	4.11	4.30	4.60	资本开支	0	(3404)	(3501)	(3501)	(3001)
ROIC	5%	6%	5%	5%	8%	其它投资现金流	(1153)	537	675	0	0
ROE	9%	8%	8%	9%	13%	投资活动现金流	(1298)	(2788)	(2861)	(3536)	(3036)
毛利率	6%	5%	4%	4%	5%	权益性融资	10	4	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	2%	2%	3%	负债净变化	(319)	826	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(503)	(619)	(650)	(718)	(1158)
收入增长	47%	25%	41%	8%	14%	其它融资现金流	(1064)	1802	693	1168	198
净利润增长率	18%	3%	5%	10%	61%	融资活动现金流	(2698)	2220	43	450	(960)
资产负债率	52%	55%	56%	57%	57%	现金净变动	93	1320	(103)	0	0
息率	2.7%	3.3%	3.5%	3.8%	6.2%	货币资金的期初余额	1690	1783	3103	3000	3000
P/E	15.6	15.4	14.7	13.3	8.2	货币资金的期末余额	1783	3103	3000	3000	3000
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(1564)	(655)	(272)	1164
EV/EBITDA	15.2	15.7	13.0	11.6	8.7	权益自由现金流	0	1064	(383)	435	874

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032