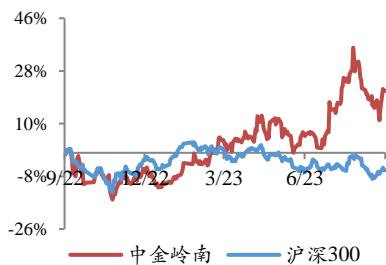


锌价下行利润承压，铜冶炼贡献业绩增量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-07

收盘价（元）	5.44
近 12 个月最高/最低（元）	6.10/3.78
总股本（百万股）	3,738
流通股本（百万股）	3,737
流通股比例（%）	99.99
总市值（亿元）	203
流通市值（亿元）	203

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuqy@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号: S0010122060011

邮箱: huangxi@hazq.com

联系人：汪浚哲

执业证书号: S0010121070002

邮箱: wangjz@hazq.com

主要观点：

- **事件：**中金岭南发布 2023 年半年报。公司 23H1 收入 372.27 亿元，同比+3.76%，归母净利润 5.40 亿元，同比-36.34%。其中单 Q2 收入 204.36 亿元，同比-3.36%，归母净利润 2.20 亿元，同比-57.35%。
- **铅锌精矿产量下降，铜冶炼贡献业绩增量。**分产品：1) 23H1 公司精矿产品收入 11.96 亿元，同比-28.02%，23H1 公司生产精矿铅锌金属量 13.41 万吨，同比-1.54%；其中国内矿山企业生产铅锌矿金属量 8.28 万吨，同比-11.44%。2) 公司 23H1 铅锌冶炼产品收入 35.05 亿元，同比-2.12%，23H1 公司冶炼企业生产铅锌产品 21.52 万吨，同比+27.64%。3) 铜冶炼业务并表，23H1 贡献收入 132.24 亿元。4) 公司压缩有色金属贸易业务，23H1 收入 186.65 亿元，同比-39.05%。
- **金属价格下行利润承压，利息支出有所增加。**23H1 公司实现毛利率 4.40%，同比-0.21pct，实现净利率 1.89%，同比-0.51pct。据生意社数据，23H1 国内锌现货均价同比-14.5%，铅现货均价同比-0.23%，铜现货均价同比-5.3%。分产品毛利率：精矿产品 19.43% (同比-19.9pcts)；铅锌冶炼产品 19.26%，(同比-2.6pcts)；铜冶炼产品 3.99%。费用率角度，公司 23H1 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.2%/0.4%/0.8%/0.5%，财务费用同增 122%，主要是扩大贷款规模利息支出增加。

● 投资建议

公司目前已经形成铅锌采选年产金属量 30 万吨生产能力，扩产项目及探矿增储稳步推进。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.4/16.4/20.9 亿元 (前值为 2023-2024 年净利润 19.0/27.5 亿元，谨慎考虑铅锌价格下行风险下调)，对应 PE 分别为 16.4/12.4/9.7 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

项目产能扩张不及预期；海外投资风险；大宗商品价格大幅波动。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	55437	73930	83922	94178
收入同比 (%)	24.6%	33.4%	13.5%	12.2%
归属母公司净利润	1212	1242	1635	2094
净利润同比 (%)	3.5%	2.4%	31.7%	28.0%
毛利率 (%)	5.1%	4.7%	5.2%	5.4%
ROE (%)	8.2%	7.9%	9.4%	10.7%
每股收益 (元)	0.33	0.33	0.44	0.56
P/E	12.42	16.37	12.43	9.71
P/B	1.04	1.29	1.17	1.04
EV/EBITDA	10.14	9.45	8.28	6.94

资料来源：wind, 华安证券研究所

相关报告

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10002	15525	16250	17750	营业收入	55437	73930	83922	94178
现金	3103	6987	7013	7592	营业成本	52581	70419	79532	89093
应收账款	721	1058	1150	1299	营业税金及附加	259	391	435	484
其他应收款	254	367	414	460	销售费用	152	296	336	377
预付账款	158	199	221	252	管理费用	520	850	1175	1130
存货	3489	4540	5088	5751	财务费用	94	255	191	245
其他流动资产	2277	2375	2364	2395	资产减值损失	-49	6	5	1
非流动资产	22650	24888	27722	30379	公允价值变动收益	-131	0	0	0
长期投资	716	732	738	733	投资净收益	62	294	298	310
固定资产	11277	12761	14394	16025	营业利润	1389	1520	2007	2545
无形资产	5037	5758	6537	7263	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	5621	5637	6053	6357	营业外支出	14	14	27	22
资产总计	32652	40413	43973	48128	利润总额	1379	1506	1980	2523
流动负债	9860	12776	14614	16566	所得税	144	198	259	319
短期借款	5355	6530	7952	9315	净利润	1235	1307	1722	2204
应付账款	1352	1967	2125	2402	少数股东损益	23	65	86	110
其他流动负债	3152	4279	4538	4849	归属母公司净利润	1212	1242	1635	2094
非流动负债	7497	11254	11254	11254	EBITDA	2391	2811	3378	4142
长期借款	2456	2456	2456	2456	EPS (元)	0.33	0.33	0.44	0.56
其他非流动负债	5041	8797	8797	8797					
负债合计	17357	24030	25868	27820					
少数股东权益	539	604	690	800					
股本	3738	3738	3738	3738					
资本公积	2279	2279	2279	2279					
留存收益	8740	9762	11398	13491					
归属母公司股东权 负 债 和 股 东 权 益	14757	15779	17415	19508					
	32652	40413	43973	48128					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1081	2492	2766	3408	成长能力				
净利润	1235	1307	1722	2204	营业收入	24.6%	33.4%	13.5%	12.2%
折旧摊销	822	1050	1207	1373	营业利润	-8.1%	9.4%	32.1%	26.8%
财务费用	125	348	400	456	归属于母公司净利	3.5%	2.4%	31.7%	28.0%
投资损失	-62	-294	-298	-310	盈利能力				
营运资金变动	-1246	79	-283	-332	毛利率 (%)	5.1%	4.7%	5.2%	5.4%
其他经营现金流	2687	1229	2022	2552	净利率 (%)	2.2%	1.7%	1.9%	2.2%
投资活动现金流	-2372	-2970	-3761	-3736	ROE (%)	8.2%	7.9%	9.4%	10.7%
资本支出	-3356	-3884	-4059	-4054	ROIC (%)	5.1%	5.2%	5.8%	6.7%
长期投资	-199	-11	-1	8	偿债能力				
其他投资现金流	1183	925	298	310	资产负债率 (%)	53.2%	59.5%	58.8%	57.8%
筹资活动现金流	2515	4387	1022	907	净负债比率 (%)	113.5%	146.7%	142.9%	137.0%
短期借款	1565	1174	1422	1363	流动比率	1.01	1.22	1.11	1.07
长期借款	826	0	0	0	速动比率	0.52	0.75	0.67	0.64
普通股增加	88	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	343	0	0	0	总资产周转率	1.84	2.02	1.99	2.05
其他筹资现金流	-306	3213	-400	-456	应收账款周转率	84.59	83.11	76.02	76.92
现金净增加额	1314	3884	26	579	应付账款周转率	43.84	42.43	38.87	39.36

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 许勇其, 金属&新材料行业首席分析师, 毕业于中南大学, 历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监, 拥有 16 年产业(江铜套保)及金属期货行业投研经历, 屡次获得证券时报年度最佳金属分析师, 上期所最佳有色金属分析师团队等奖项。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。