

中金岭南 (000060.SZ)

金属价格上涨将增厚矿山板块利润

增持

核心观点

2023年公司归母净利润同比下降43%。2023年公司实现营收656亿元(+18.5%)，归母净利润6.9亿元(-43.3%)，扣非归母净利润6.43亿元(-45%)，经营性净现金流15.7亿元(+45.3%)。2023年公司盈利下降主因铅锌价格下跌及铅锌精矿产量下降，2023年国内锌现货均价21635元/吨，同比降幅达14.2%；2023年公司境内铅锌精矿产量17.04万吨，同比下降6.2%。

从子公司来看，增利主要来自收购的铜冶炼厂—山东中金铜业，2023年中金铜业阴极铜产量40.3万吨，净利润达5.5亿元，上市公司持股比例39.26%；减利主要来自子公司佩利雅，2023年佩利雅净利润亏损3.01亿元，去年盈利5400万元。

国外铜矿项目将成为重要的盈利增长点。展望2024年，多年罕见的铜精矿低加工费、锌精矿低加工费将给冶炼业务带来一定压力，但是受益于铜、锌、铅价格上涨，公司精矿产品盈利增加。更远期看，迈蒙矿投产后年产铜3万吨、锌3万吨，将成为公司重要盈利增长点。

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：维持“增持”评级。

假设2024-2026年锌价均为23000元/吨(前值22000元/吨)，铅价17000元/吨(前值15500元/吨)，锌精矿加工费4000元/吨(前值5000元/吨)，铅精矿加工费900元/吨。铜价均为75000元/吨(前值68000元/吨)，铜精矿加工费60/70/70美元/吨(前值均为88美元/吨)，得到公司归母净利润分别为7.83/8.65/12.23亿元，同比增速13.8%/10.5%/41.4%，摊薄EPS分别为0.21/0.23/0.33元。当前股价对应PE分别为23.5/21.2/15.0x。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，充分受益于铜铅锌价格上涨趋势，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，进一步打开成长空间，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	55,339	65,596	62,696	62,696	62,696
(+/-%)	24.6%	18.4%	-4.4%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	1212	688	783	865	1223
(+/-%)	3.5%	-43.3%	13.8%	10.5%	41.4%
每股收益(元)	0.32	0.18	0.21	0.23	0.33
EBIT Margin	2.7%	2.4%	2.2%	2.5%	3.2%
净资产收益率(ROE)	8.2%	5.2%	5.6%	6.0%	8.0%
市盈率(PE)	15.1	26.7	23.5	21.2	15.0
EV/EBITDA	15.6	15.2	13.3	11.9	10.4
市净率(PB)	1.24	1.38	1.32	1.27	1.20

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

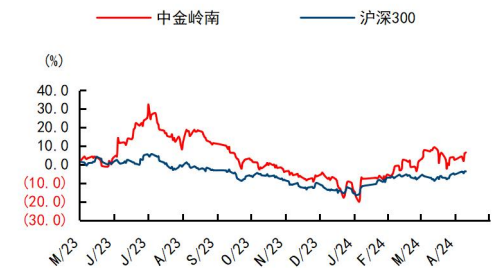
有色金属·工业金属

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	
收盘价	4.91元
总市值/流通市值	18352/18350百万元
52周最高价/最低价	6.25/3.57元
近3个月日均成交额	329.20百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中金岭南(000060.SZ)-铅锌跌价盈利下滑,铜冶炼增收增利》—2023-08-31
- 《中金岭南(000060.SZ)-巩固铅锌主业,进军铜产业链》—2023-04-14

2023 年公司归母净利润同比下降 43%。2023 年公司实现营收 656 亿元 (+18.5%)，归母净利润 6.9 亿元 (-43.3%)，扣非归母净利润 6.43 亿元 (-45%)，经营性净现金流 15.7 亿元 (+45.3%)。2023 年公司盈利下降主因铅锌价格下跌及铅锌精矿产量下降，2023 年国内锌现货年均价 21635 元/吨，同比降幅达 14.2%；2023 年公司境内铅锌精矿产量 17.04 万吨，同比下降 6.2%。

从子公司来看，增利主要来自收购的铜冶炼厂-山东中金铜业，2023 年中金铜业阴极铜产量 40.3 万吨，净利润达 5.5 亿元，上市公司持股比例 39.26%；减利主要来自子公司佩利雅，2023 年佩利雅净利润亏损 3.01 亿元，去年盈利 5400 万元。

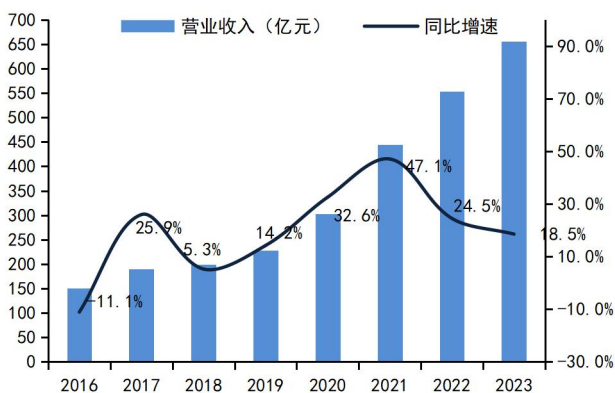
2023 年度利润分配预案：以公司 2023 年末总股本 37.4 亿股为基数，每 10 股派人民币现金 0.56 元(含税)，现金分红总额 2.09 亿元(含税)，分红比例 30.43%，公司最近 6 年分红比例均在 30%上下。

表1: 公司主要产品产量 (万吨)

	铅锌精矿 (境内)	铅锌精矿 (境外)	铜精矿 (吨)	铅锌冶炼产品	阴极铜
2020 年	17.16	10.9	2199	30.94	
2021 年	17.28	11.41	4774	33.31	
2022 年	18.17	9.23	5360	35.33	
2023 年	17.04	10.52	9673	44.1	40.3
2024 指引		26.31	12700	45.7	42.87

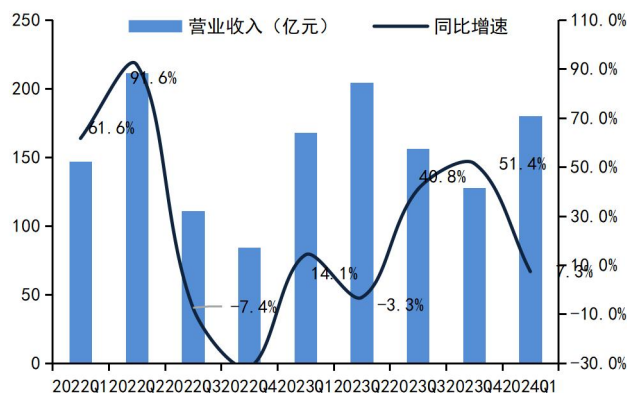
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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、%)

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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

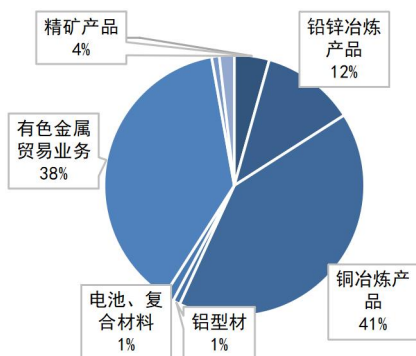
新增铜冶炼业务以来，公司营收结构和盈利结构均发生明显改变：

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，2022年占比80%，今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，今年贸易业务收入占比降至38；

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，2023年子公司中金铜业阴极铜产量40万吨，贡献营收278亿元，毛利润11.5亿元，营收占比达到41%，毛利润占比达到37%，粗略测算单吨阴极铜毛利润2863元/吨，净利润1370元/吨，显著高于行业平均水平。2023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。

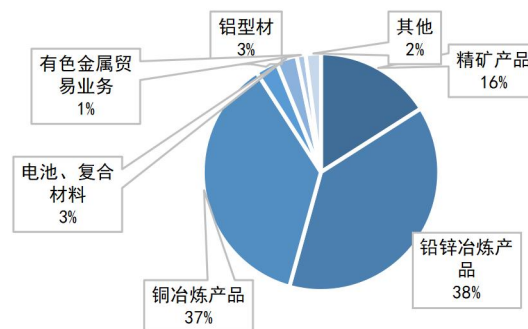
3) 并入铜冶炼业务以来，公司预付款、存货、长期借款显著增加，带息债务从2022年末120亿元增加到2023年末169亿元，财务费用明显增加，2023年财务费用5.64亿元，同比增加4.7亿元，2024Q1末资产负债率升至62.3%。

图5: 2023年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

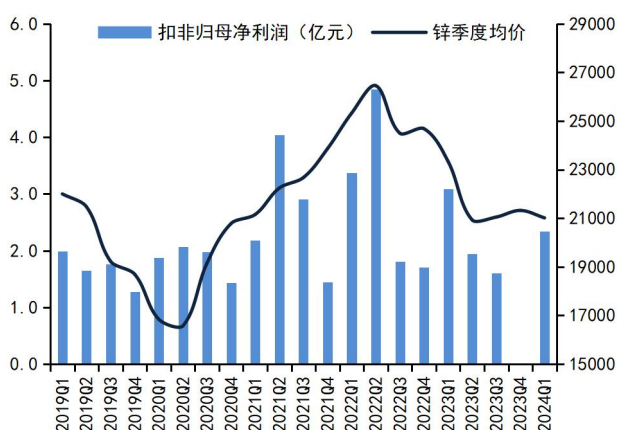
图6: 2023年公司毛利润构成



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

图8: 国内锌价（元/吨）

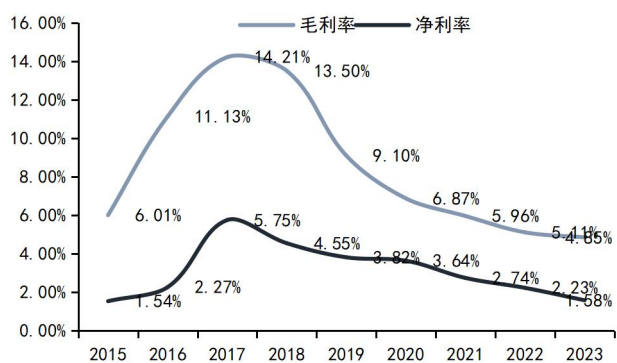


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



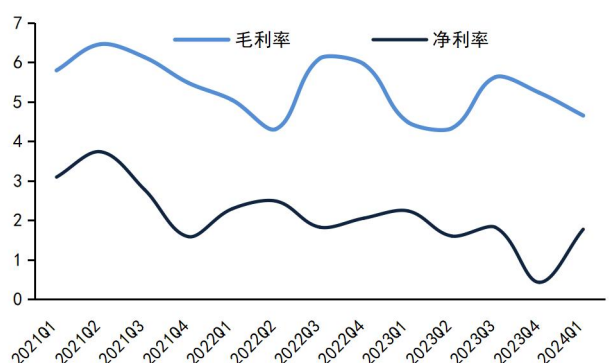
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司毛利率、净利率变化情况



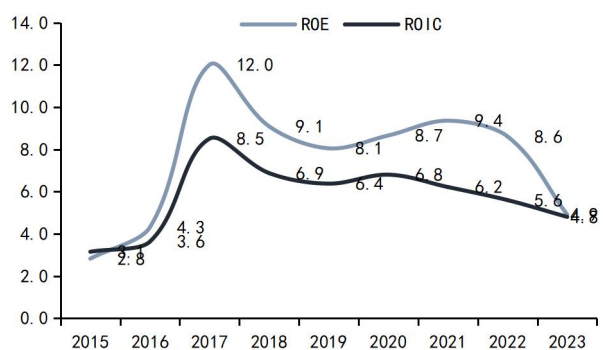
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

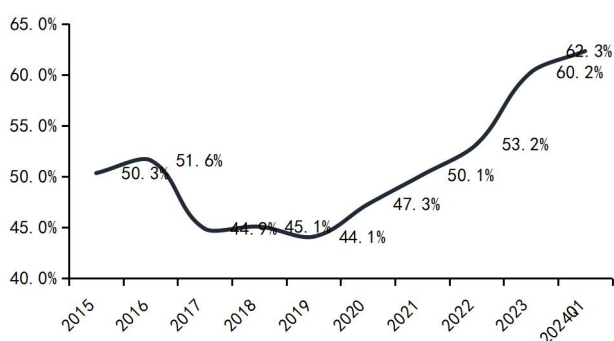
图12: 公司经营净现金流 (亿元)



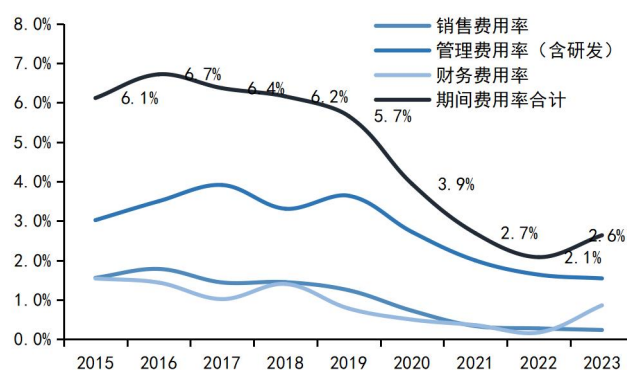
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 中金岭南资产负债率

图14: 公司期间费用率

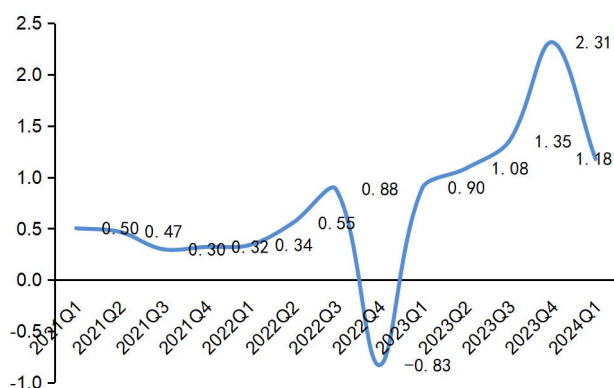


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



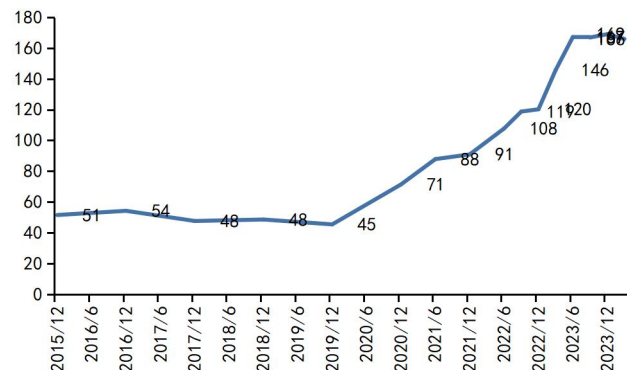
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 中金岭南财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

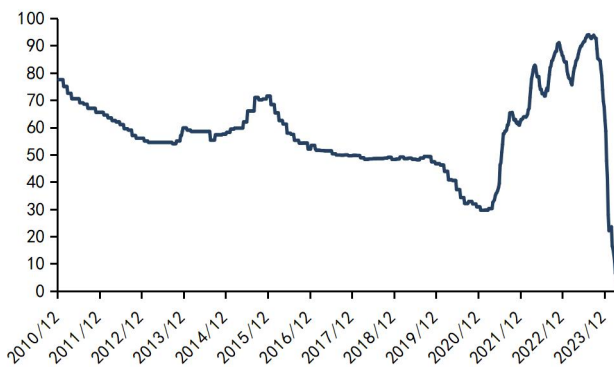
图16: 公司带息负债 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

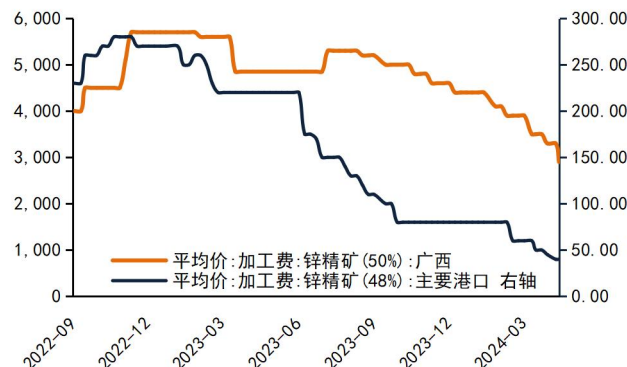
国外铜矿项目将成为重要的盈利增长点。展望 2024 年，多年罕见的铜精矿低加工费、锌精矿低加工费将给冶炼业务带来一定压力，但是受益于铜、锌、铅价格上涨，公司精矿产品盈利增加。更远期看，迈蒙矿投产后年产铜 3 万吨、锌 3 万吨，将成为公司重要盈利增长点。

图17: 铜精矿现货加工费 (美元/吨)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 锌精矿加工费处于历史极低位置 (元/吨、美元/吨)



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 2024-2026 年锌价均为 23000 元/吨（前值 22000 元/吨），铅价 17000 元/吨（前值 15500 元/吨），锌精矿加工费 4000 元/吨（前值 5000 元/吨），铅精矿加工费 900 元/吨。铜价均为 75000 元/吨（前值 68000 元/吨），铜精矿加工费 60/70/70 美元/吨（前值均为 88 美元/吨），得到公司归母净利润分别为 7.83/8.65/12.23 亿元，同比增速 13.8/10.5/41.4%，摊薄 EPS 分别为 0.21/0.23/0.33 元。当前股价对应 PE 分别为 23.5/21.2/15.0x。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，充分受益于铜铅锌价格上涨趋势，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3103	3614	9415	10322	11614	营业收入	55339	65596	62696	62696	62696
应收款项	1020	1002	1202	1202	1202	营业成本	52510	62415	59829	59659	59247
存货净额	3489	8856	3194	3174	3145	营业税金及附加	259	346	331	331	331
其他流动资产	747	794	627	627	627	销售费用	152	154	125	125	125
流动资产合计	10002	15913	15360	16247	17509	管理费用	520	642	564	564	564
固定资产	15107	19511	19638	19582	19393	研发费用	385	434	455	439	439
无形资产及其他	5037	5341	5128	4915	4703	财务费用	94	564	539	539	539
投资性房地产	1790	1560	1560	1560	1560	投资收益	62	75	70	70	70
长期股权投资	716	700	735	770	805	资产减值及公允价值变动	(179)	(88)	0	0	0
资产总计	32652	43025	42421	43075	43969	其他收入	(296)	(274)	(385)	(369)	(369)
短期借款及交易性金融负债	6767	7217	7217	7217	7217	营业利润	1389	1188	992	1178	1590
应付款项	1367	2109	1437	1429	1415	营业外净收支	(10)	5	0	0	0
其他流动负债	1726	2262	1769	1759	1742	利润总额	1379	1193	992	1178	1590
流动负债合计	9860	11588	10424	10404	10374	所得税费用	144	153	129	154	208
长期借款及应付债券	5206	9625	9625	9625	9625	少数股东损益	23	352	80	160	160
其他长期负债	2292	4696	4866	5036	5206	归属于母公司净利润	1212	688	783	865	1223
长期负债合计	7497	14322	14492	14662	14832	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17357	25909	24915	25066	25206	净利润	1212	688	783	865	1223
少数股东权益	539	3800	3856	3968	4080	资产减值准备	26	14	6	(0)	(1)
股东权益	14757	13316	13863	14469	15324	折旧摊销	783	1308	1867	2056	2190
负债和股东权益总计	32652	43025	42421	43075	43969	公允价值变动损失	179	88	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	94	564	539	539	539
每股收益	0.32	0.18	0.21	0.23	0.33	营运资本变动	(298)	(1469)	4640	170	169
每股红利	0.17	0.27	0.06	0.07	0.10	其它	(15)	(178)	50	112	113
每股净资产	3.95	3.56	3.71	3.87	4.10	经营活动现金流	1889	450	7346	3202	3694
ROIC	6%	4%	3%	3%	5%	资本开支	0	(5525)	(2001)	(2001)	(2001)
ROE	8%	5%	6%	6%	8%	其它投资现金流	537	(4)	727	0	0
毛利率	5%	5%	5%	5%	6%	投资活动现金流	616	(5513)	(1309)	(2036)	(2036)
EBIT Margin	3%	2%	2%	3%	3%	权益性融资	89	1114	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	5%	6%	7%	负债净变化	826	4322	0	0	0
收入增长	25%	18%	-4%	0%	0%	支付股利、利息	(619)	(1008)	(235)	(259)	(367)
净利润增长率	3%	-43%	14%	10%	41%	其它融资现金流	(1688)	(2169)	0	0	0
资产负债率	55%	69%	67%	67%	66%	融资活动现金流	(1184)	5573	(235)	(259)	(367)
息率	3.4%	5.5%	1.3%	1.4%	2.0%	现金净变动	1320	510	5802	907	1291
P/E	15.1	26.7	23.5	21.2	15.0	货币资金的期初余额	1783	3103	3614	9415	10322
P/B	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	货币资金的期末余额	3103	3614	9415	10322	11614
EV/EBITDA	15.6	15.2	13.3	11.9	10.4	企业自由现金流	0	(4287)	5716	1596	2089
						权益自由现金流	0	(2134)	5176	1130	1646

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所提及的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