

中金岭南 (000060.SZ)

铜铅锌产量平稳，冶炼业务利润承压

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润同比下降 0.3%。2024H1 公司实现营收 306 亿元（-17.7%），归母净利润 5.4 亿元（+0.3%），扣非归母净利润 5.2 亿元（+2.9%），经营性净现金流 7.7 亿元（去年同期 0.47 亿元）。经营性净现金流同比大幅增长主要是去年同期低基数，去年上半年公司并表铜冶炼厂，增加原料备货，库存大增导致经营性净现金流锐减。2024H1 锌价同比持平，铅价同比上涨 1800 元/吨；但铅锌精矿短缺导致冶炼加工费大幅下滑，冶炼利润同比下降，抵消了铅价上涨收益；铜冶炼业务利润与去年同期持平。

铜冶炼业务成为公司盈利的重要组成部分。2024H1 阴极铜业务营收占比达到 50.7% 成为公司最大营收板块；2024H1 毛利润 5.1 亿元，与去年同期基本持平，占毛利润比例 29%。粗略测算 2024H1 单吨阴极铜毛利润 2450 元/吨，净利润 1230 元/吨。今年上半年铜精矿供应短缺，冶炼现货加工费一度跌至 10 美元/吨以下，公司的铜冶炼厂依托成本优势和部分长单保供，取得了良好的业绩。

铜铅锌冶炼业务承压。上半年铅锌精矿加工费暴跌是拖累公司业绩的主要原因。截至 8 月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费 2000 元/吨，锌价 24000 元/吨，考虑二八分成后的综合加工费 3800 元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂 4000-5000 元/吨的成本区间。铜冶炼加工费同样处于历史最低水平附近，当前现货加工费仍低于 10 美元/吨，以此测算加工费收入仅 400-500 元/吨，而冶炼成本普遍在 1500-2500 元/吨区间。

风险提示：锌价下跌风险，锌精、铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2024-2026 年锌价均为 23000 元/吨，铅价 17000 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨（前值 4000 元/吨），铅精矿加工费 800 元/吨（前值 900 元/吨），铜价均为 75000 元/吨，铜精矿加工费 50/55/60 美元/吨（前值均为 60 美元/吨），得到公司归母净利润分别为 8.36/9.09/12.88 亿元（前值 7.83/8.65/12.23 亿元），同比增速 21.5%/8.7%/41.7%，摊薄 EPS 分别为 0.22/0.24/0.34 元。当前股价对应 PE 分别为 18.8/17.3/12.2x。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，已探明的铜铅锌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“优于大市”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	62,800	62,796	62,793
(+/-%)	24.6%	18.4%	-4.3%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	1212	688	836	909	1288
(+/-%)	3.5%	-43.3%	21.5%	8.7%	41.7%
每股收益(元)	0.32	0.18	0.22	0.24	0.34
EBIT Margin	2.7%	2.4%	2.4%	2.7%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	5.2%	6.0%	6.3%	8.3%
市盈率 (PE)	12.9	22.8	18.8	17.3	12.2
EV/EBITDA	14.4	14.3	11.2	10.4	8.9
市净率 (PB)	1.06	1.18	1.13	1.08	1.02

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

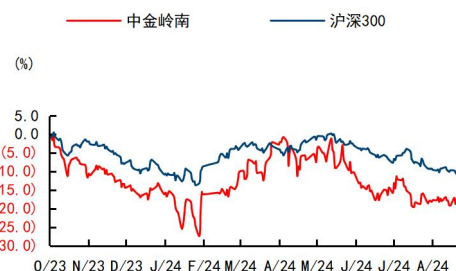
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.20 元
总市值/流通市值	15698/15697 百万元
52 周最高价/最低价	5.55/3.57 元
近 3 个月日均成交额	142.68 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) - 金属价格上涨将增厚矿山版块利润》——2024-05-12
- 《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

2024H1 公司归母净利润同比下降 0.3%。2024H1 公司实现营收 306 亿元（-17.7%），归母净利润 5.4 亿元（+0.3%），扣非归母净利润 5.2 亿元（+2.9%），经营性净现金流 7.7 亿元（去年同期 0.47 亿元）。经营性净现金流同比大幅增长主要是去年同期低基数，去年上半年公司并表铜冶炼厂，增加原料备货库存大增导致经营性净现金流锐减。2024H1 锌价同比持平，铅价同比上涨 1800 元/吨；但铅锌精矿短缺导致冶炼加工费大幅下滑，冶炼利润同比下降，抵消了铅价上涨收益；铜冶炼业务利润与去年同期持平。

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	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
2024H1	8.17	5.78		21.65	20.75

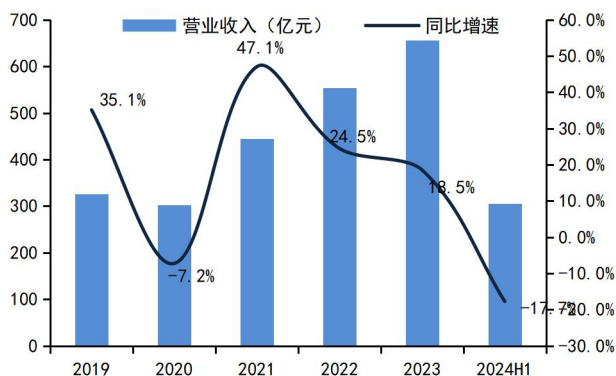
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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%，2023 年以来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，2023 年贸易业务收入占比降至 39%，2024H1 降至 31.6%；

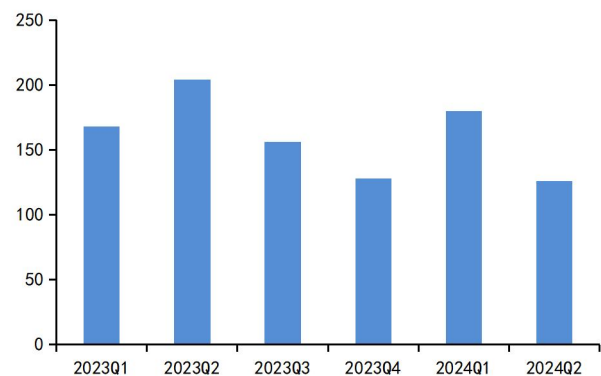
2) 铜冶炼业务成为公司盈利的重要组成部分。2023 年子公司中金铜业阴极铜毛利润 11.5 亿元，营收占比达到 41%，毛利润占比达到 37%；2024H1 阴极铜业务营收占比达到 50.7% 成为公司最大营收板块；2024H1 毛利润 5.1 亿元，与去年同期基本持平，占毛利润比例 29%。粗略测算 2024H1 单吨阴极铜毛利润 2450 元/吨，净利润 1230 元/吨。今年上半年铜精矿供应短缺，冶炼现货加工费一度跌至 10 美元/吨以下，公司的铜冶炼厂依托成本优势和部分长单保供，取得了良好的业绩。

图1：中金岭南营业收入及增速（单位：亿元、%）



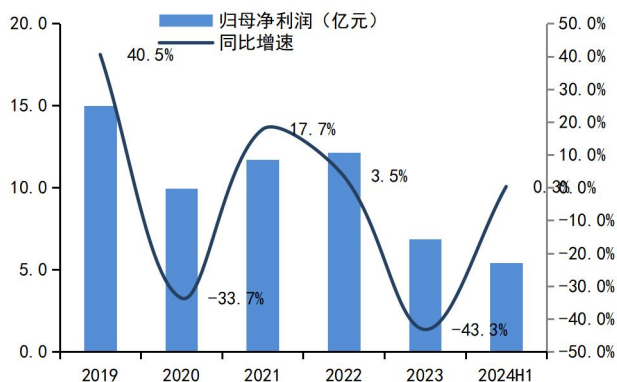
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中金岭南单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



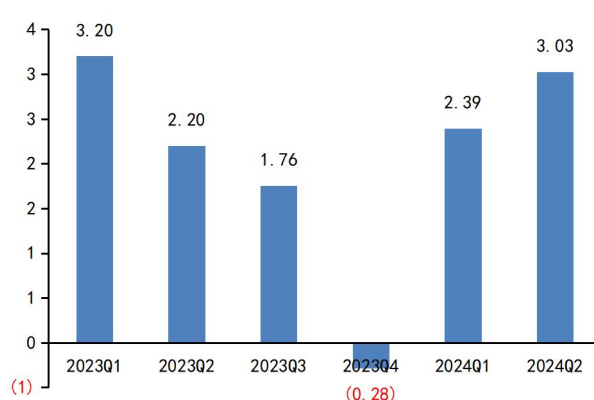
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中金岭南归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



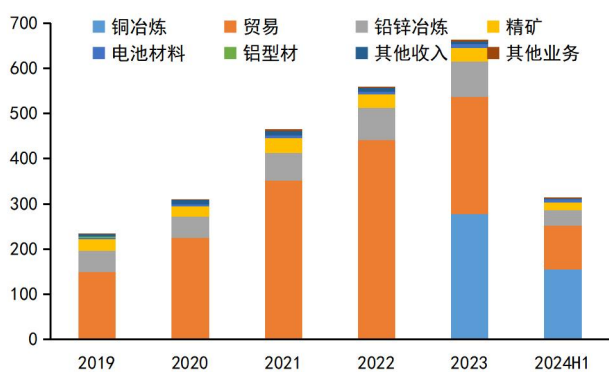
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中金岭南单季归母净利润 (单位: 亿元、%)



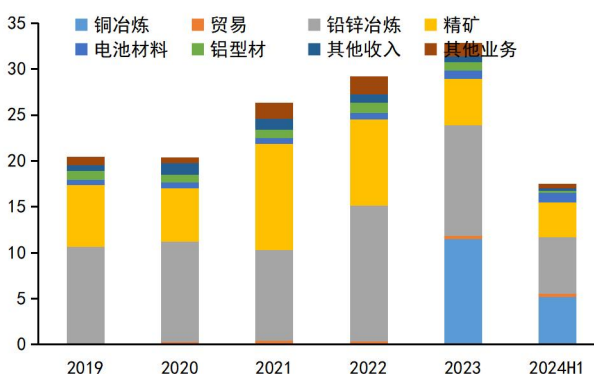
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 2024H1 公司营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2024H1 公司毛利润构成 (亿元)



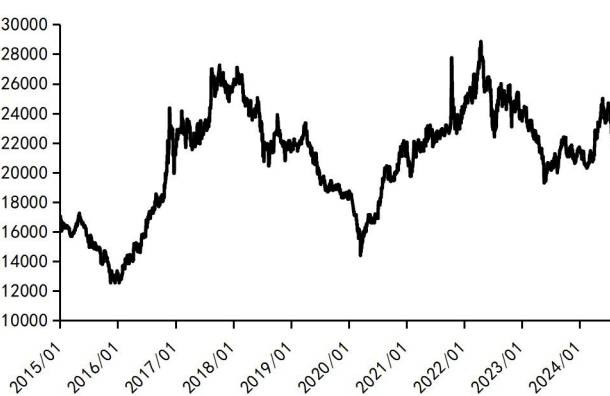
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



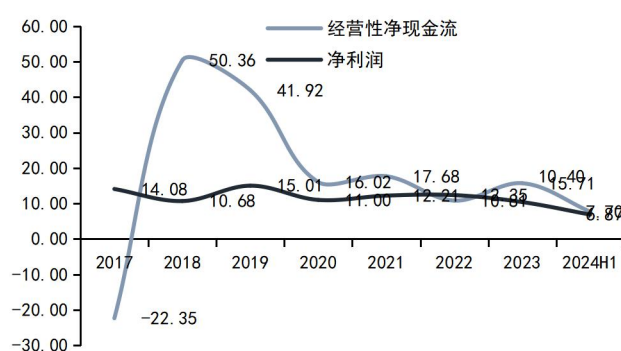
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司毛利率、净利率变化情况



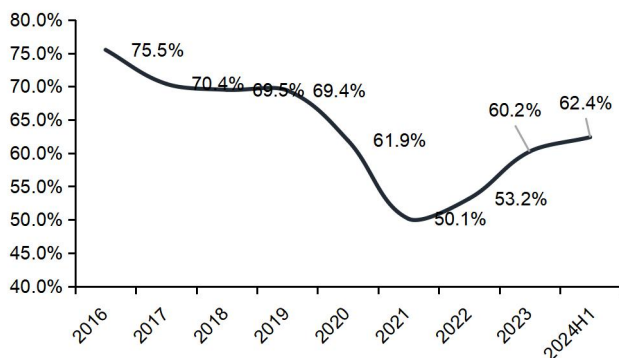
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司经营性净现金流（亿元）



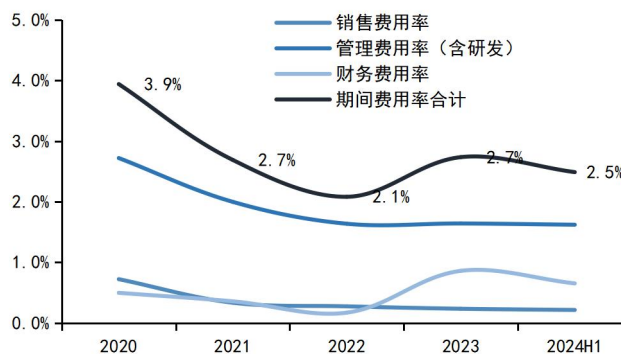
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中金岭南资产负债率



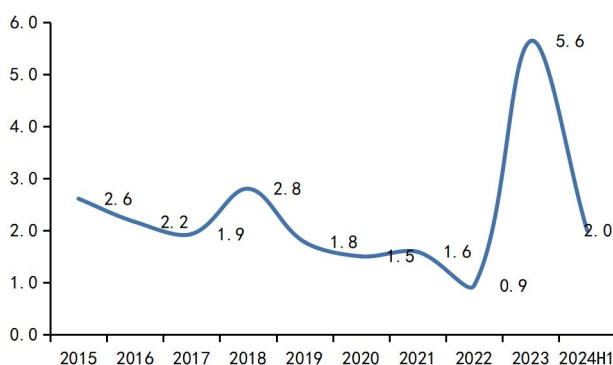
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司期间费用率



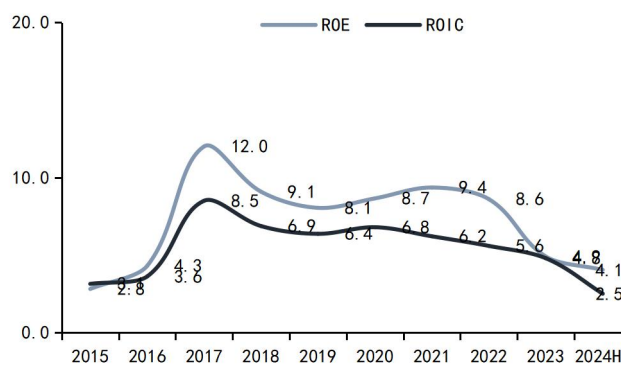
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：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14：公司ROE和ROIC（%）

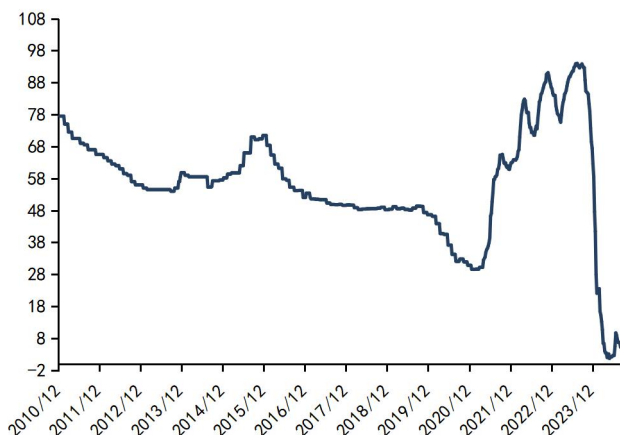


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铜铅锌冶炼业务承压。上半年铅锌精矿加工费暴跌是拖累公司业绩的主要原因。截至8月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费2000元/吨，锌价24000元/吨，考虑二八分成后的综合加工费3800元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂4000-5000元/吨的成本区间。铜冶炼加工费同样处于历史最低水平附近，当前现货加工费仍

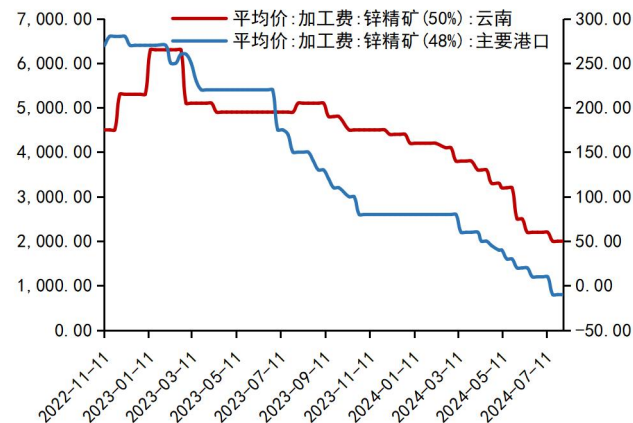
低于 10 美元/吨，以此测算加工费收入仅 400-500 元/吨，而冶炼成本普遍在 1500-2500 元/吨区间。

图15: 铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 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，铅价 17000 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨（前值 4000 元/吨），铅精矿加工费 800 元/吨（前值 900 元/吨），铜价均为 75000 元/吨，铜精矿加工费 50/55/60 美元/吨（前值均为 60 美元/吨），得到公司归母净利润分别为 8.36/9.09/12.88 亿元（前值 7.83/8.65/12.23 亿元），同比增速 21.5/8.7/41.7%，摊薄 EPS 分别为 0.22/0.24/0.34 元。当前股价对应 PE 分别为 18.8/17.3/12.2x。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，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“优于大市”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	9811	11061	12710	营业收入	55339	65596	62800	62796	62793
应收款项	1020	1002	1204	1204	1204	营业成本	52510	62415	59824	59691	59141
存货净额	3489	8856	3194	3176	3139	营业税金及附加	259	346	331	331	331
其他流动资产	747	794	628	628	628	销售费用	152	154	126	126	126
流动资产合计	10002	15913	15758	16990	18602	管理费用	520	642	565	565	565
固定资产	15107	19511	19638	19582	19393	研发费用	385	434	416	416	416
无形资产及其他	5037	5341	5128	4915	4703	财务费用	94	564	374	413	509
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	42819	43818	45062	其他收入	(296)	(274)	(346)	(346)	(346)
短期借款及交易性金融负债	6767	7217	7217	7217	7217	营业利润	1389	1188	1304	1394	1845
应付款项	1367	2109	1437	1429	1412	营业外净收支	(10)	5	0	0	0
其他流动负债	1726	2262	1763	1753	1733	利润总额	1379	1193	1304	1394	1845
流动负债合计	9860	11588	10417	10400	10362	所得税费用	144	153	168	185	256
长期借款及应付债券	5206	9625	9625	9625	9625	少数股东损益	23	352	300	300	300
其他长期负债	2292	4696	4866	5036	5206	归属于母公司净利润	1212	688	836	909	1288
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	24909	25061	25194	净利润	1212	688	836	909	1288
少数股东权益	539	3800	4010	4220	4430	资产减值准备	26	14	6	(0)	(1)
股东权益	14757	13316	13901	14537	15439	折旧摊销	783	1308	2081	2269	2404
负债和股东权益总计	32652	43025	42819	43818	45062	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	374	413	509
每股收益	0.32	0.18	0.22	0.24	0.34	营运资本变动	(298)	(1469)	4631	170	170
每股红利	0.17	0.27	0.07	0.07	0.10	其它	(15)	(178)	204	210	211
每股净资产	3.95	3.56	3.72	3.89	4.13	经营活动现金流	1889	450	7757	3558	4072
ROIC	6%	4%	4%	5%	6%	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%	4%	权益性融资	89	1114	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	6%	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)	(251)	(273)	(387)
净利润增长率	3%	-43%	22%	9%	42%	其它融资现金流	(1688)	(2169)	0	0	0
资产负债率	55%	69%	68%	67%	66%	融资活动现金流	(1184)	5573	(251)	(273)	(387)
息率	3.9%	6.4%	1.6%	1.7%	2.5%	现金净变动	1320	510	6198	1250	1649
P/E	12.9	22.8	18.8	17.3	12.2	货币资金的期初余额	1783	3103	3614	9811	11061
P/B	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	3103	3614	9811	11061	12710
EV/EBITDA	14.4	14.3	11.2	10.4	8.9	企业自由现金流	0	(4287)	6047	1888	2497
						权益自由现金流	0	(2134)	5723	1529	2055

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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