

中金岭南 (000060) \ 有色金属

全产业链布局铜领域，铅锌龙头扬帆再起

投资要点：

公司在铅锌采选领域拥有较强的资源型竞争壁垒、布局“铜矿-铜冶炼”产业链拓宽企业护城河、深耕高端铝型材及新材料增强核心竞争力，以及新一轮国改行动下央企国企估值提升预期，有望成为世界一流的多金属国际化全产业链资源公司，公司价值有待重估。

➤ 铅锌铜资源全球布局，迈蒙矿资源禀赋优异、铜精矿放量在即

公司资源储量大、布局海内外，目前所属矿山保有金属资源储量锌776万吨，铅358万吨，银6100吨，铜147万吨，钴20807吨，金80099千克，镍9.24万吨。主力矿山凡口铅锌矿储量大、周边探储成果显著，目前具备18万吨/年铅锌金属量产能，仍有较大增产增储空间。多米尼加迈蒙矿资源禀赋优异，铜金属含量高，目前年产200万吨采选工程稳步推进，项目达产后预计每年生产各类金属6万吨，成为公司盈利增长新引擎。

➤ 全产业链布局铜领域，打造第二增长极

公司2022年参与东营方圆有色重组并正式接管，获得年产70万吨阴极铜产能，在2022年底于广东拍得两处铜矿探矿权，“铜矿-铜冶炼”全产业链布局，打造公司第二增长极。在逆全球化趋势加剧、资源民族主义抬头背景下，矿产资源安全尤为重要，公司在增采增储、资源自主可控方面竞争优势突出，基本面扎实、成长性显著。

➤ 多元品种齐发展，打造多金属国际化资源公司

华加日铝业深耕铝型材领域30余载，拥有铝加工完整产业链，年产铝型材25000吨，产品定位高端，在细分领域持续创造价值增量；中金科技依托公司资源型企业平台，是全球重要的碱性电池锌粉供应商之一。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计，2022-24年公司营收分别为544.18/580.81/600.86亿元，3年CAGR为10.9%；归母净利润分别为13.19/18.58/28.87亿元；3年CAGR为35.1%。EPS分别为0.35/0.5/0.77元。绝对估值法测得公司每股价值7.3元，可比公司2023年平均PE为12.1倍，综合相对估值与绝对估值结果，我们给予公司目标价7.13元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济、海外矿投产、矿山资源储备、财务并表等风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30226	44449	54418	58081	60086
增长率(%)	32.6	47.1	23.4	6.7	3.5
EBITDA(百万元)	2096.39	2415.58	4150.51	4889.07	6108.60
净利润(百万元)	995	1172	1319	1858	2887
增长率(%)	16.8	17.7	12.6	40.8	55.4
EPS(元/股)	0.27	0.31	0.35	0.50	0.77
市盈率(P/E)	18.0	15.3	13.6	9.6	6.2
市净率(P/B)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.40	10.52	6.48	4.90	3.27

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年3月24日收盘价

投资评级：

行业：

工业金属

投资建议：

买入/(首次评级)

当前价格：

4.79元

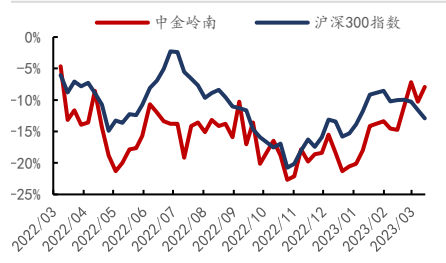
目标价格：

7.13元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,738/3,737
流通A股市值(百万元)	17,902
每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	54.04
一年内最高/最低(元)	4.89/3.85

股价相对走势



分析师：骆可桂

执业证书编号：S0590522110001

邮箱：luokg@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司收购东营方圆有色，获得年产70万吨阴极铜产能，同时多米尼加迈蒙矿资源禀赋优异，铜金属含量高，公司打造“铜矿-铜”全产业链，由铅锌主业向铜领域延伸，有望打造世界一流的多金属国际化全产业链资源公司。

不同于市场的观点

市场普遍认为中金岭南是一家以铅锌为主业的资源公司，同时资源端储量增长预期不高。我们认为，公司传统铅锌主业随着找探矿项目与技改项目的实施，铅锌产量有望迎来增长，持续增厚公司利润，而延伸布局铜全产业链打造第二成长极，公司正逐步迈向多金属国际化全产业链资源龙头企业。鉴于公司增采增储、多金属覆盖、全产业链布局，且在高端铝型材及新材料加工领域凸显亮点，我们认为公司估值范式有待重筑，当前股价尚未充分体现公司价值，我们予以推荐。

核心假设

- **产量方面：**公司以资源战略为引领，一方面加大自有矿权的资源勘探力度，扩大找矿成果，一方面积极寻找资源并购标的，以及获取新探矿权，在国内外参与资源竞争。我们认为公司铅锌铜等金属产量有望迎来显著增长。
- **价格方面：**我们认为在强预期（货币政策边际宽松）与弱现实（海外衰退风险不减）双重节奏演绎下，叠加全球供给增量较少，金属价格中枢预计将上行。

盈利预测、估值与评级

我们预计，2022-24年公司营收分别为544.18/580.81/600.86亿元，3年CAGR为10.9%；归母净利分别为13.19/18.58/28.87亿元；3年CAGR为35.1%。EPS分别为0.35/0.5/0.77元。绝对估值法测得公司每股价值7.3元，可比公司2023年平均PE为12.1倍，考虑到公司未来的成长属性，综合考虑相对估值与绝对估值结果，我们给予公司目标价7.13元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

- **短期来看：**公司全产业链布局铜领域，打造第二增长极。
- **中期来看：**铜端（冶炼、矿端）产能提升，铅、锌、铜持续放量，公司成为多金属全产业链资源公司。
- **长期来看：**公司持续探矿增储，提升资源获取能力，巩固公司产业上游的主导地位，有望为世界一流的多金属国际化全产业链资源公司。

正文目录

1.	铅锌龙头切入铜产业链，打造多金属全产业链资源公司.....	6
1.1.	全球化布局的资源型企业.....	6
1.2.	产品种类丰富，涵盖上游至下游多款产品.....	7
1.3.	背靠广东国资委，国企改革再突破.....	9
1.4.	经营业绩持续优化，2022年净利有望创新高.....	12
2.	资源端全球布局，迈蒙矿资源禀赋突出、放量在即.....	15
2.1.	国内矿山扩产增效重焕生机.....	15
2.2.	国外矿山亮点频现.....	20
2.3.	资源端积极探索，做好铜矿项目储备.....	25
3.	全产业链布局铜领域，打造公司第二增长极.....	25
3.1.	收购方圆系企业，发挥自身矿产端资源优势.....	错误!未定义书签。
4.	多元品种齐发展，打造多金属国际化资源公司.....	28
4.1.	把握汽车轻量化趋势，布局铝加工领域.....	28
4.2.	中金科技主营电池锌粉市场占有率较高.....	29
4.3.	小金属为公司另一大亮点.....	30
5.	盈利预测、估值与投资建议.....	31
5.1.	铜：流动性边际改善与经济复苏支撑铜价中枢上行.....	31
5.2.	锌：供应宽松、需求提升，冶炼端利润持续修复.....	35
5.3.	盈利预测.....	40
5.4.	估值与投资建议.....	41
6.	风险提示.....	44

图表目录

图表 1:	中金岭南发展历程.....	6
图表 2:	2020 年公司可转债募集资金使用计划.....	7
图表 3:	海内外资源量对比（截至 2021 年 12 月 31 日）.....	7
图表 4:	锌精矿产品示意图.....	8
图表 5:	铅精矿产品示意图.....	8
图表 6:	锌铟产品示意图.....	8
图表 7:	铅铟产品示意图.....	8
图表 8:	主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况.....	9
图表 9:	公司背靠广东省国资委.....	10
图表 10:	政策层面高度重视国有企业价值实现.....	11
图表 11:	中国主要矿产能源对外依存度.....	12
图表 12:	中国矿产消费量占全球比超 50%有 12 品种.....	12
图表 13:	《中国制造 2025》与战略性关键矿产.....	12
图表 14:	中国、美国、欧盟战略性关键矿产.....	12
图表 15:	2022Q1-Q3 实现营收 469.8 亿元.....	13
图表 16:	2022Q1-Q3 实现营业利润 12 亿元.....	13
图表 17:	2022Q1-Q3 实现归母净利 10.5 亿元.....	13
图表 18:	除贸易外其他毛利率保持稳定.....	13

图表 19: 贸易收入为最大营收占比单项	14
图表 20: 精矿产品为最大毛利占比单项	14
图表 21: 除其他业务外, 精矿产品毛利率最高	14
图表 22: 降本增效成效显著, 研发端持续投入	15
图表 23: 凡口铅锌矿保有资源储量情况表 (截至 2021 年 12 月 31 日)	16
图表 24: 凡口铅锌矿全景图	17
图表 25: 中金岭南凡口矿首个井下 5G 项目控制室	17
图表 26: 广西盘龙矿发展历程	18
图表 27: 广西盘龙矿区资源储量情况 (截至 2021 年 12 月 31 日)	19
图表 28: 广西盘龙矿扩产建设进展	20
图表 29: 多米尼加迈蒙矿北矿山井下资源量 (截至 2021 年 10 月 31 日)	21
图表 30: 多米尼加迈蒙矿北矿山井下储量 (截至 2021 年 10 月 31 日)	21
图表 31: 多米尼加迈蒙矿南矿山井下资源量 (截至 2021 年 10 月 31 日)	21
图表 32: 多米尼加迈蒙矿南矿山井下储量 (截至 2021 年 10 月 31 日)	21
图表 33: Loma Pesada 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)	22
图表 34: Loma Barbuïto 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)	22
图表 35: Cerro Kiosko 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)	23
图表 36: Dona Amanda 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)	23
图表 37: 坎背山项目资源量 (截至 21 年 10 月)	23
图表 38: 澳大利亚布罗肯山资源量和储量表 (截至 2021 年年报)	24
图表 39: 弗林德斯运营点资源量表 (截至 2021 年年报)	24
图表 40: 蒙特奥赛德项目矿产资源量 (截至 2021 年年报)	24
图表 41: 蒙特奥赛德项目钴资源量 (截至 2021 年年报)	25
图表 42: 2022 年底公司拍得广东省内两处铜探矿权	25
图表 43: 中金岭南收购东营方圆系企业回顾	26
图表 44: 引入财务投资者前股权结构图	27
图表 45: 引入财务投资者后股权结构图	27
图表 46: 华加日公司主要产品示意图	28
图表 47: 铝挤压材部件渗透率提升	29
图表 48: 中金科技主要产品示意图	30
图表 49: 丹霞冶炼厂新貌	31
图表 50: 房地产开发投资、施工竣工及新开工同比	32
图表 51: 电网电源投资累积同比	32
图表 52: 2013-2022 年电子产品产量同比增速	33
图表 53: 2020-2022 年中国汽车月度产量	33
图表 54: 空调产量 (万台) 及增速	33
图表 55: 冰箱产量 (万台) 及增速	33
图表 56: 中国铜冶炼厂粗炼费 TC (美元/干吨)	33
图表 57: 中国铜冶炼厂精炼费 TC (美分/磅)	33
图表 58: 全球铜精矿产量预测	34
图表 59: 2023E 铜精矿产量分区	34
图表 60: 2024E 铜精矿产量分区	34
图表 61: 2025E 铜精矿产量分区	34
图表 62: 2023 年海外主要新投产扩建铜矿山	35
图表 63: 主要新投产扩建铜矿山未来变化量 (万吨)	35
图表 64: 2022 年金属锌终端消费占比	36
图表 65: 镀锌板是金属锌主要应用下游	36

图表 66: 23 年海外锌矿产量同比增 2.8% (万吨)	36
图表 67: 秘鲁以及澳洲贡献海外主要减量 (万吨)	36
图表 68: SMM 国产锌精矿周度加工费	37
图表 69: SMM 进口锌精矿周度加工费	37
图表 70: 锌精矿企业生产利润	37
图表 71: 精炼锌企业生产利润	37
图表 72: SMM 锌下游采购经理人指数: 镀锌	38
图表 73: SMM 锌下游采购经理人指数: 压铸锌合金	38
图表 74: SMM 锌下游采购经理人指数: 氧化锌	38
图表 75: SMM 锌下游采购经理人指数: 黄铜	38
图表 76: SMM 锌下游采购经理人指数: 电池	38
图表 77: SMM 锌下游采购经理人指数: 综合	38
图表 78: 镀锌板卷、冷轧及热轧价格逐步回升	39
图表 79: SMM 镀锌周度开工率上行	39
图表 80: 氧化锌 ($\geq 99.7\%$) 平均价	39
图表 81: 氧化锌周度开工率	39
图表 82: 压铸锌合金锭平均价	39
图表 83: 压铸锌合金锭周度开工率	39
图表 84: 公司营收测算汇总 (亿元)	41
图表 85: 可比公司 PE	42
图表 86: FCFE 参数假设	42

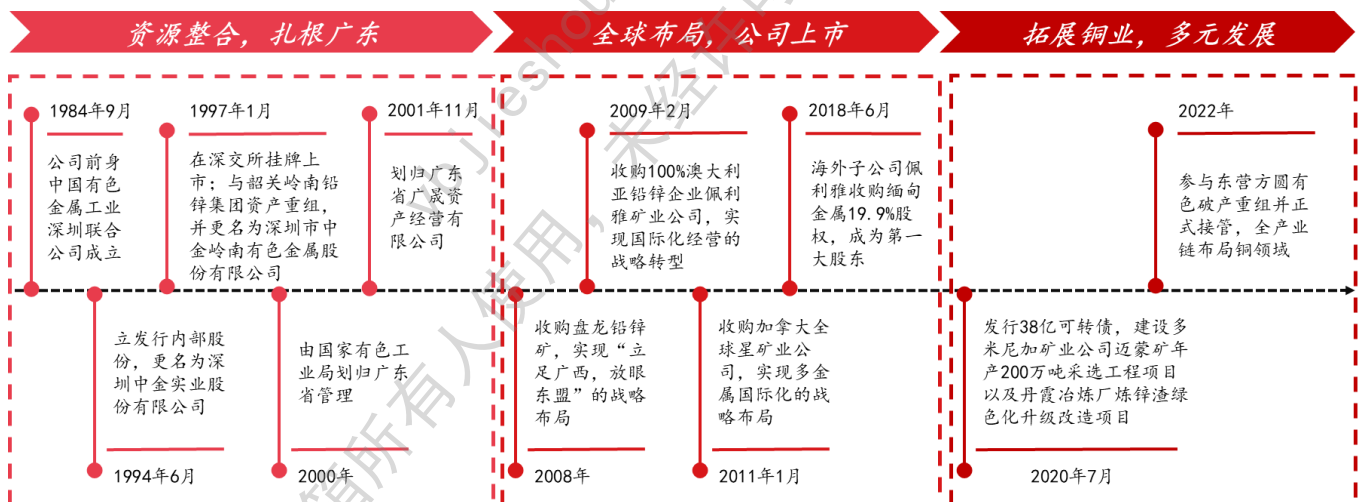
1. 铅锌龙头切入铜产业链，打造多金属全产业链资源公司

1.1. 全球化布局的资源型企业

铅锌龙头延伸布局铜产业链。中金岭南成立于1984年9月，1997年1月在深交所上市，是一家以铅锌为主业的多金属国际化全产业链资源公司，公司在中国、澳大利亚、多米尼加、爱尔兰拥有多个矿山和勘探项目，掌控已探明的有色金属资源金属量超千万吨。2022年，公司收购东营方圆有色，利用自身铜矿资源优势，布局“铜矿-铜”产业链，打造公司增长新引擎。

公司发展主要分为三个阶段：(1) 资源整合，扎根广东；(2) 立足中国，走向世界；(3) 拓展铜业，多元发展。

图表 1：中金岭南发展历程



来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

(1) 资源整合，扎根广东。1984年9月，公司前身中国有色金属工业深圳联合公司成立；1994年6月，发行内部股份，更名为深圳中金实业股份有限公司；1997年1月，在深交所挂牌上市；与韶关岭南铅锌集团资产重组，并更名为深圳市中金岭南有色金属股份有限公司；2000年，由国家有色工业局划归广东省管理；2001年11月，划归广东省广晟资产经营有限公司。

(2) 立足中国，走向世界。2008年，收购盘龙铅锌矿，实现“立足广西，放眼东盟”的战略布局；2009年2月，收购100%澳大利亚铅锌企业佩利雅矿业公司，实现国际化经营战略转型；2011年1月，收购加拿大全球星矿业公司，实现多金属国际化的战略布局；2018年6月，海外子公司佩利雅收购缅甸金属19.9%股权，成为第一大股东。

(3) 拓展铜业，多元发展。2020年7月，发行38亿可转债，建设多米尼加矿业公司迈蒙矿年产200万吨采选工程项目以及丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目；2022年，参与东营方圆有色破产重组并正式接管，全产业链布局铜领域。

图表 2：2020 年公司可转债募集资金使用计划

项目名称	拟使用募集资金额 (亿元)	投资进度
多米尼加矿业公司迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目	17.3	59.1%
丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造 项目	14.1	78.36%
凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技 术改造项目	1.6	100.11%
补充流动资金	5	100%
合计	38	73.36%

来源：公司公告，国联证券研究所

海内外布局，资源储量丰厚。公司所属矿山保有金属资源储量锌 776 万吨，铅 358 万吨，银 6100 吨，铜 147 万吨，钴 20807 吨，金 80099 千克，镍 9.24 万吨。其中国内矿山保有金属资源储量锌 350 万吨，铅 142 万吨，银 1452 吨，国外矿山保有金属资源储量锌 427 万吨，铅 216 万吨，银 4648 吨，铜 147 万吨，钴 20807 吨，金 80099 千克，镍 9.24 万吨。拥有铅锌采选年产金属量 30 万吨的生产能力。

图表 3：海内外资源量对比（截至 2021 年 12 月 31 日）

	锌	铅	银	铜	钴	金	镍
单位	万吨	万吨	吨	万吨	吨	千克	万吨
国内	350	142	1452	-	-	-	-
国外	427	216	4648	147	20,807	80,099	9.24

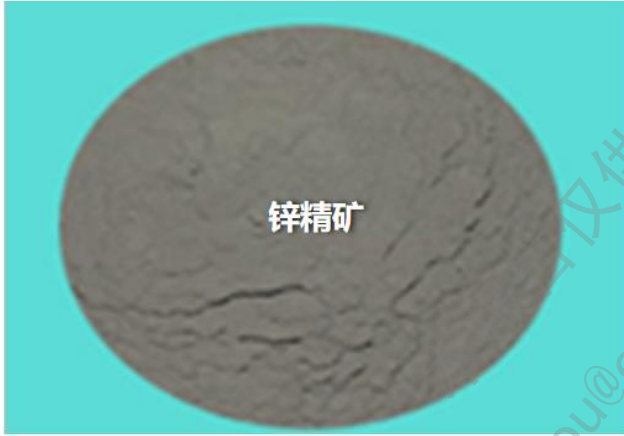
来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 产品种类丰富，涵盖上游至下游多款产品

公司主营产品为铅锌相关产品。公司主要销售产品为铅锌精矿、金属铅、金属锌及锌制品等。锌锭产品拥有“南华牌”商标，在伦敦金属交易所（LME）和上海期货交易所（SHFE）注册交易，因其品质较高在行业内享有较高知名度。公司直属凡口

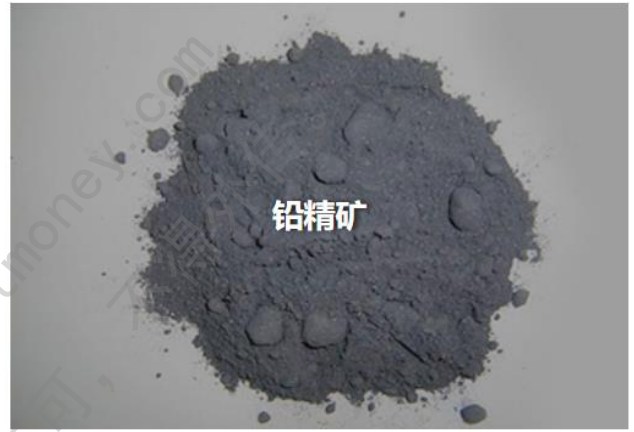
铅锌矿、子公司广西中金岭南矿业公司下属广西盘龙矿和澳大利亚佩利雅公司负责铅锌矿的开采、选矿，公司直属韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂负责铅锌精矿的冶炼，采取一体化生产模式，大部分精矿均由企业自身冶炼。

图表 4: 锌精矿产品示意图



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 5: 铅精矿产品示意图



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 6: 锌锭产品示意图



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 7: 铅锭产品示意图



来源：公司官网，国联证券研究所

冶炼副产品丰富，提升公司盈利能力。除铅锌外，公司冶炼端会产生多种副产品，包括银锭、黄金、粗铜、电铜、铜锭、工业硫酸、硫磺等，因铅锌冶炼量较大，且公司采选、回收工艺水平较高，副产品产量也比较可观，较大程度上提升公司盈利能力。

积极开拓新材料加工板块。公司子公司华加日铝业专注于铝型材加工领域，主要产品包括智能设备铝材、光伏铝材以及汽车铝材。子公司中金科技专注于电池材料，主要产品包括片状锌粉与无汞锌粉。多年来，公司积极探索有色细分领域的发展路径，力求在有色金属领域的全方位覆盖。

子公司业务维度丰富多元。公司除矿山与冶炼外，积极向新材料加工、金融贸易、工程服务等领域开拓，公司在新材料加工领域设有子公司华加日铝业与中金岭南科技，在金融贸易领域设有子公司中金岭南期货与有色金属财务公司，在工程服务领域设有中金岭南工程技术有限公司。近年来不断做大企业版图，为公司带来多元化的盈利增长点，提升企业的抗风险能力，增强企业核心竞争力。

图表 8：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

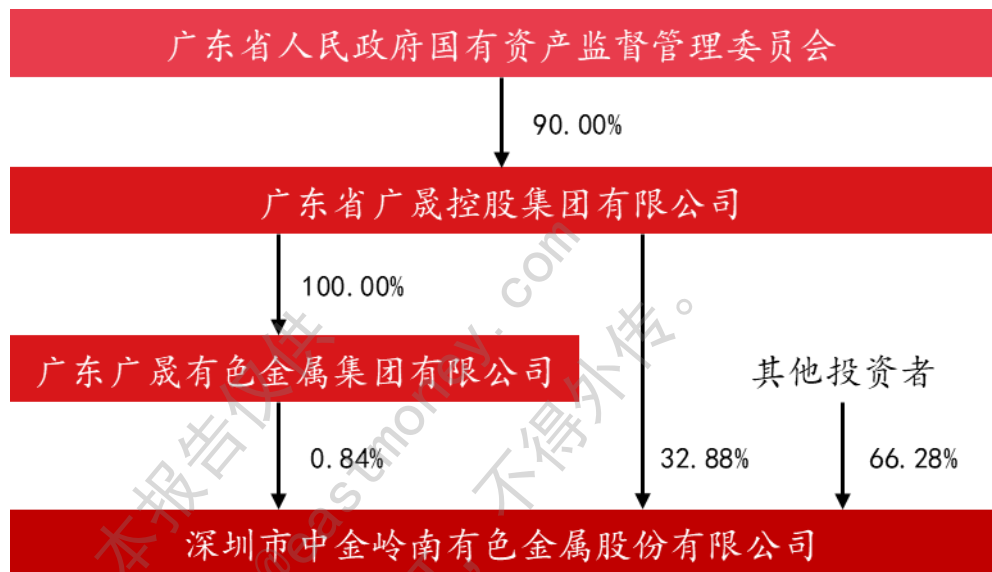
子公司名称	业务主要	持股比例
广西中金岭南矿业有限责任公司	铅锌矿开采、加工、销售	100%
澳大利亚佩利雅有限公司	铅锌铜矿等勘探、开采、加工	100%
深圳华加日铝业有限公司	生产经营铝门窗及铝合金制品	72%
深圳市中金岭南科技有限公司	高性能粉体材料研发生产销售	100%
香港深业有色金属有限公司	贸易	99.17%
深圳市有色金属财务有限公司	同业拆借、成员单位内金融业务	100%
深圳市中金岭南期货有限公司	期货经纪业务、咨询、培训	100%
广东中金岭南工程技术有限公司	冶炼工程施工总承包	100%

来源：公司公告，国联证券研究所

1.3. 背靠广东国资委，国企改革再突破

公司背靠广东省国资委。从股权结构看，广东省广晟控股集团有限公司合计拥有公司 33.72% 股份，为公司控股股东，广东省国资委拥有广东省广晟控股集团有限公司 90% 股份，公司实控人为广东省国资委。截至 2022 年年底，广东省属国企资产总额达 2.33 万亿元，同比增长 3.8%，资产总额位列全国第三，股东背景雄厚。

图表 9: 公司背靠广东省国资委



来源：公司公告，国联证券研究所

政策层面高度重视国有企业价值实现，央企价值重估进行时。2022年11月21日，易会满主席在金融街年会论坛上首次提出“中国特色估值体系”，提到上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值。2023年初，国资委的系列会议以及2023年政府工作报告均提到要深化国有企业改革，提高国有企业的核心竞争力，政策层面高度重视国有企业价值。2023年3月3日，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，做强做优做大国有企业，低估值国企有望迎来估值提升。

2020-2022年三年国企改革收官，新一轮国改乘势而上再突破。国务院国资委党委署名文章《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》中提到，围绕提高安全支撑力深化改革，增强重要能源资源托底作用，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产。2022年12月中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提到，强化能源资源安全保障，增强国内生产供应能力。《国家安全战略（2021-2025年）》提出“要确保能源矿产安全”，矿产安全首次上升到国家战略。围绕加强重要能源矿产资源国内勘探开发和增储上产，中国已经全面启动新一轮找矿突破战略行动。

当前，中国仍处在工业化中后期和新型城镇化快速发展期，矿产资源需求量维持高位，且中国矿产资源对外依存度较高，其金属消费比例已超过美国和欧洲，根据《中国能源与重要矿产资源需求展望》，中国消费占比超过50%的矿产资源达到了12种。在逆全球化趋势加剧、资源民族主义抬头、全球产业链重构背景下，关键矿产资源安全、资源供应链稳定的重要性与日俱增。我们认为在资源储量产量、自主可控方面有竞争优势的金属矿业公司值得关注。

公司扎根广东、立足岭南、面向粤港澳大湾区，总部位于深圳——改革开放桥头堡、中国特色社会主义先行示范区，公司秉承“以有限资源创造无限价值、争创世界一流的多金属国际化资源公司”的使命与愿景，现已发展为以铅、锌、铜等为主业的多金属国际化全产业链资源公司，拥有海内外多个矿山和勘探项目，

掌控已探明的铅、锌、铜等有色金属资源量超千万吨，潜在价值超千亿元，且在高端铝型材及新材料加工领域亮点显著。

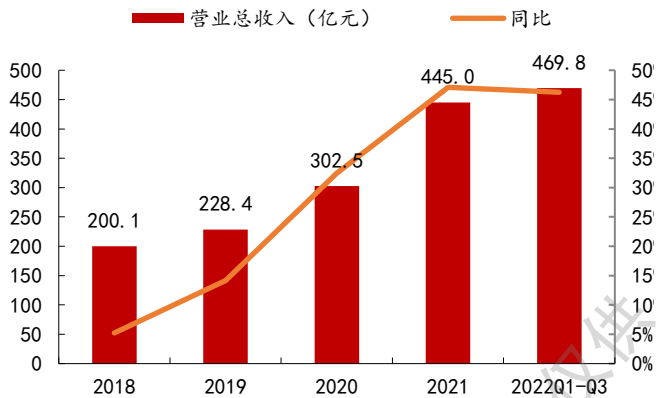
我们认为，公司在资源增储增采、多金属覆盖、全产业链布局等举措深刻契合国家矿产安全战略内核，在构建国家矿产资源供应链完整、提升关键矿产资源自主可控、强化矿产资源安全保障等方面稳步践行。结合公司在铅锌领域较强的竞争壁垒、切入铜产业链不断拓宽的护城河、新一轮国改行动下低估值央企估值提升的预期，我们认为公司估值范式有待重筑，当前股价尚未充分体现公司价值，我们予以推荐。

图表 10：政策层面高度重视国有企业价值实现

时间	重点事件/文件	主要内容
2022/5/27	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司，为提升中央企业可持续发展能力和整体实力， 做强做优做大国有资本和国有企业
2022/10/25	二十大报告	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整， 推动国有资本和国有企业做强做优做大 ，提升企业核心竞争力
2022/11/21	易会满主席在 2022 金融街论坛年会上的主题演讲	深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑， 探索建立具有中国特色的估值体系 ，促进市场资源配置功能更好发挥
2023/1/31	国资委副主任袁野解读中央企业“一利五率”经营指标体系	国资委将中央企业 2023 年主要经营指示由原来的“两利四率”调整为“一利五率”提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标， 推动中央企业提高核心竞争力 ，加快实现高质量发展，建设世界一流企业
2023/3/3	《国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动》	牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标 ，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑
2023/3/5	《2023 年政府工作报告》	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力 。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理
2023/3/6	上交所党委副书记、总经理蔡建春于两会上的提案及建议	(1) 进一步加强央企在科技创新领域的龙头牵引作用。(2) 鼓励央企充分运用资本市场工具，提升央企核心竞争力。(3) 促进央企估值水平合理回归，推动央企上市公司质量提高、价值挖掘和提升 。(4) 利用资本市场工具，推动央企专业化、产业化战略性重组整合，充分发挥产业链龙头地位的央企上市公司作用，优化产业布局，改善产业生态。

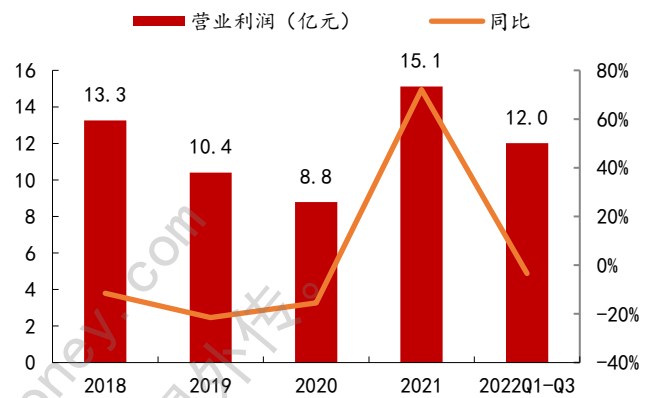
来源：国务院，国资委，证监会，上海证券报，《对标世界一流企业，哪些行业央企具有估值提升空间？——国联证券研究所策略组》，国联证券研究所

图表 15: 2022Q1-Q3 实现营收 469.8 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

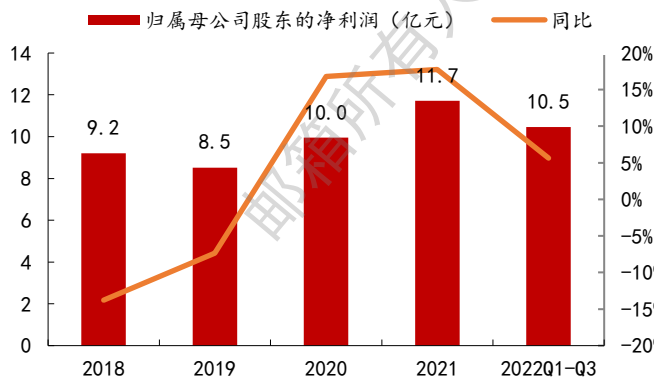
图表 16: 2022Q1-Q3 实现营业利润 12 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

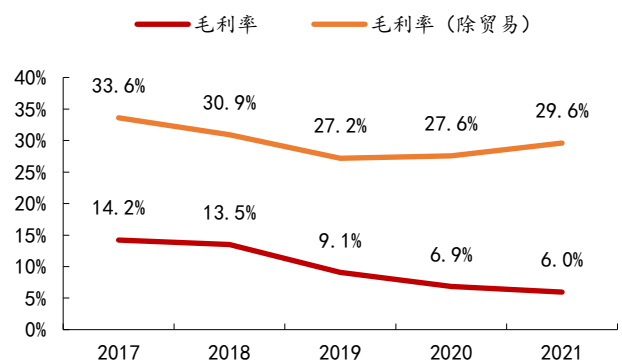
22 年归母净利预计创近年来新高, 除贸易外其他毛利率保持稳定。2021 年公司实现归母净利 11.7 亿元, 同比增长 17.8%, 2018 年-2021 年年均复合增长率为 8.4%, 2022Q1-Q3 实现归母净利 10.5 亿元, 预计 2022 年全年归母净利将创近年来新高。毛利率方面, 公司总体毛利率从 2018 年的 13.5% 降 2021 年至 6%, 但除贸易外其余产品 2021 年毛利率 29.6%, 保持相对稳定。

图表 17: 2022Q1-Q3 实现归母净利 10.5 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

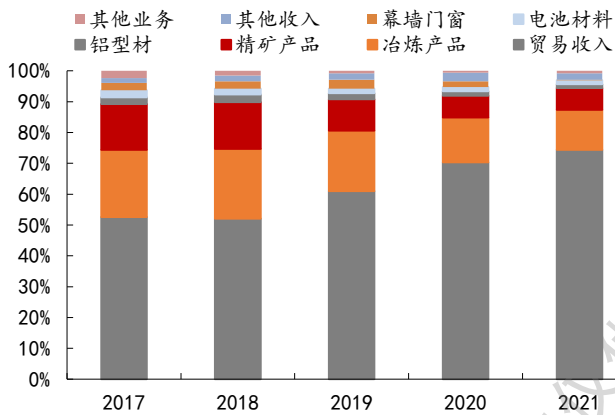
图表 18: 除贸易外其他毛利率保持稳定



来源: Wind, 国联证券研究所

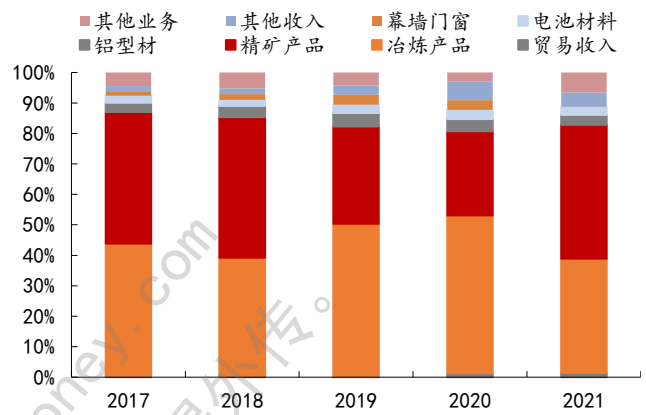
分产品来看, 贸易收入为最大营收占比单项, 精矿产品为最大毛利占比单项。拆分营收看, 公司营收中贸易收入占比最高, 2021 年为 351 亿元, 第二位是冶炼产品, 2021 年收入 61.2 亿元, 第三位是精矿产品, 2021 年收入 33.4 亿元。拆分毛利看, 公司毛利中精矿产品毛利最高, 2021 年为 11.8 亿元, 冶炼产品次之, 2021 年为 9.9 亿元。

图表 19: 贸易收入为最大营收占比单项



来源: Wind, 国联证券研究所

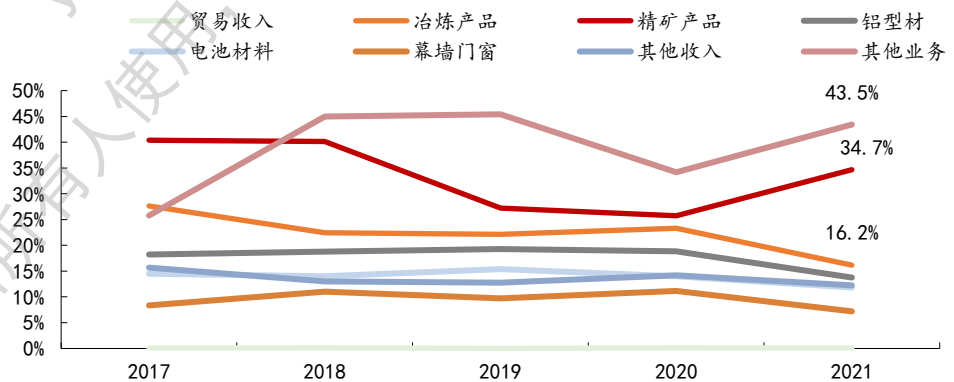
图表 20: 精矿产品为最大毛利占比单项



来源: Wind, 国联证券研究所

除其他业务外, 精矿产品毛利率最高。2021 年, 公司精矿产品毛利率为 34.7%, 冶炼产品毛利率为 16.2%, 各项产品毛利率都保持相对稳定。

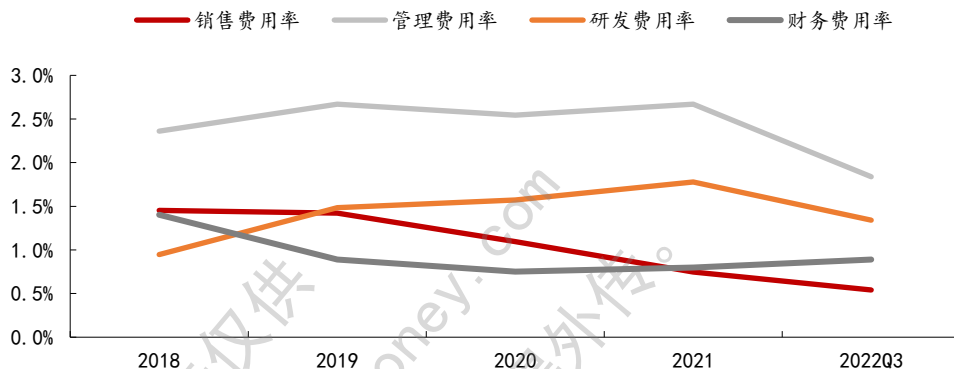
图表 21: 除其他业务外, 精矿产品毛利率最高



来源: Wind, 国联证券研究所

降本增效成效显著, 研发端持续投入。2018 年-2022Q3, 公司积极管控各项费用开支, 费用率呈现下降态势, 降本增效成果显著。研发端持续投入, 研发费用率小幅提升, 公司坚持科技赋能, 创新赋能, 努力提升企业核心竞争力。

图表 22: 降本增效成效显著, 研发端持续投入



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 资源端全球布局, 迈蒙矿资源禀赋突出、放量在即

2.1. 国内矿山扩产增效重焕生机

2.1.1 凡口铅锌矿

凡口铅锌矿是亚洲最大的铅锌银矿种生产基地之一, 资源优势显著。凡口铅锌矿 1958 年建矿, 1968 年投产, 是目前亚洲最大的单一铅锌银矿生产基地、国家能源资源规划重点矿区和矿产资源重点勘查区, 矿山资源丰富, 品位高, 储量大, 矿石中除富含 13%左右的铅锌金属外, 还赋存大量的银和锗、镓等稀散金属。

凡口铅锌矿拥有年产 18 万吨铅锌金属量产能。凡口铅锌矿年采矿石约 140 万吨, 日处理铅锌矿石 5500 吨、具有年产 18 万吨铅锌金属量的生产能力。主要产品有铅锌矿石、铅精矿 (品位 60%)、锌精矿 (品位 55%)、混合铅锌精矿 (铅+锌品位 47%以上)、高铁硫精矿 (品位 47%)、建筑砂石料。

图表 23：凡口铅锌矿保有资源储量情况表（截至 2021 年 12 月 31 日）

矿区	资源量种类	矿石量	锌金属量	铅金属量	银金属量
		万吨	万吨	万吨	吨
凡口铅锌矿	控制	860.18	79.56	43.23	
	推断	560.99	52.22	32.9	1398.70
	小计	1421.17	131.78	76.13	1398.70
凡口狮岭东铅锌矿探矿权	探明	46.06	4.68	2.44	
	控制	88.73	7.11	5.01	
	推断	140.4	10.13	8.11	280.00
	小计	275.19	21.92	15.56	280.00
凡口铁石岭探矿权	推断	48.6	3.16	2.98	53.66
	小计	48.6	3.16	2.98	53.66
合计		1744.96	156.86	94.67	1732.36

来源：公司公告，国联证券研究所

找矿工程科学得当，增产预期清晰明朗。截至 2022 年 11 月底，矿区完成地表外围探矿钻孔施工 17 个，累计进尺 11369.9 米，其中见矿钻孔 12 个，见矿率 70.59%，井下探矿钻孔施工进尺 10979 米，其中园墩岭-280m 中段上下盘探获 2 条新铅锌矿体，查明狮岭深部、狮岭南及园墩岭重点区域铜矿体分布及铜矿物质量情况。随着公司加快推进采矿权扩证后续相关工作，增产预期清晰明朗。

采矿工艺先进，选矿水平国际领先。凡口矿为地下开采，井深达 900m。采用中央主、副井加斜坡道开拓方式，目前主要的采矿方法为盘区上向机械化分层胶结充填采矿法、大直径深孔采矿法（FDQ 法）、无底柱深孔 VCR 采矿法等。选矿工艺为高碱细磨铅锌快速优化浮选工艺，大型设备化、智能化、现代化选矿厂于 2021 年投入使用，创造了 SABC 流程调试时间最短的国内记录，铅锌银等综合回收率达到国际先进水平。

积极推进智能矿山建设。凡口铅锌矿 5000 吨/日新选矿厂的智能管控中心于 2021 年 1 月建成，其中最核心的部分是 DCS 智能系统，使得选矿厂实现了全自动化，可以实现自动上料，磨矿和浮选药剂远程添加，金属的回收率在 92% 以上。

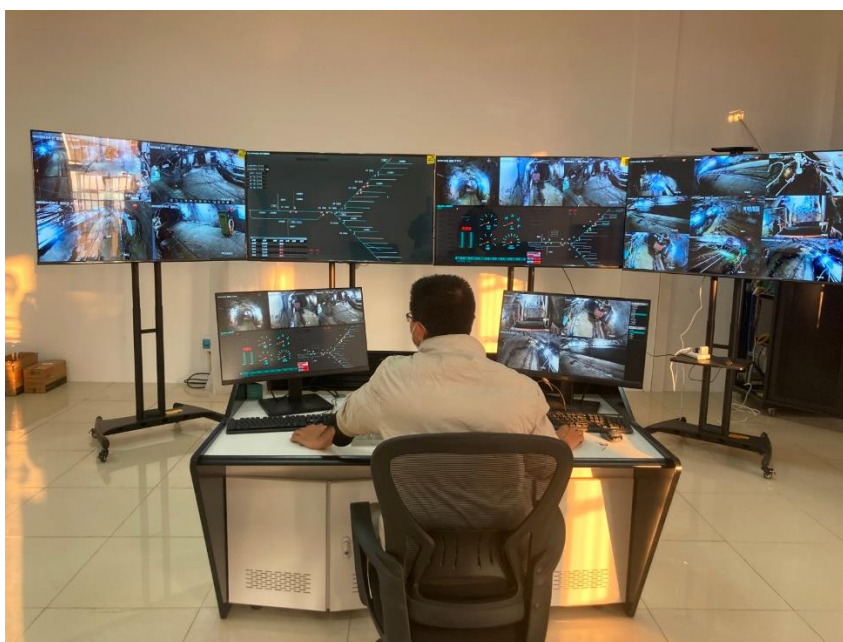
图表 24: 凡口铅锌矿全景图



来源: 公司官网, 国联证券研究所

科技赋能采矿实现井下作业减人增效。2016年凡口矿建成的采矿车间集中控制中心, 实现了井下压风、通风、排水、提升、配电系统远程集中控制, 大大提升了井下生产管理效率及安全监管能力。数字化改造后, 仅需要安排 10 人在集控中心远程集中监控及 9 个员工巡检共 19 人就可以完成以往 90 人的工作量。

图表 25: 中金岭南凡口矿首个井下 5G 项目控制室



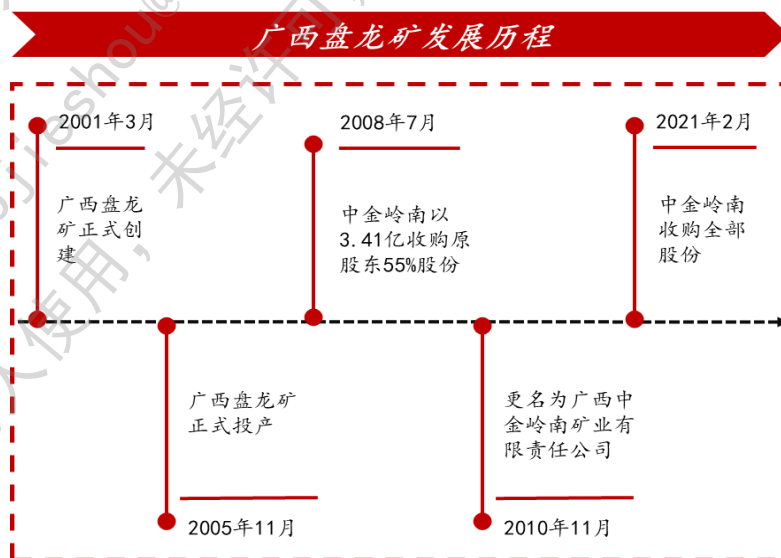
来源: 公司官网, 国联证券研究所

智能化建设后，降本增效成果显著。经过初步统计，近年来的自动化、数字化、智能化改造，使得凡口铅锌矿在采、选、运方面减员 141 人，按每人 10 万元/年的薪酬来算，一年可降低成本约 1410 万元。同时，矿山作业的少人化、无人化，显著提高了安全性。

2.1.2 广西盘龙矿

广西盘龙矿目前由公司 100% 控股。广西盘龙矿隶属于公司子公司广西中金岭南矿业有限责任公司，创建于 2001 年 3 月，2005 年 11 月正式投产。2008 年 7 月，公司以 3.41 亿元收购原股东 55% 股份。2010 年 11 月，更名为广西中金岭南矿业有限责任公司。2021 年 2 月，公司收购全部股份。

图表 26：广西盘龙矿发展历程



来源：公司公告，国联证券研究所

广西盘龙矿拥有年产 2 万吨铅锌金属量产能。广西盘龙矿拥有露天/地下开采 210.8 万吨/年的采矿权，拥有司律矿勘察 4.91 平方公里、湾龙铅锌矿普查 4.37 平方公里两个探矿权。目前探明备案的铅锌金属储量 222.5 万吨，日处理铅锌矿石近 3000 吨，年处理铅锌矿石 80 万吨，铅锌金属年产量约 2 万吨。

图表 27：广西盘龙矿区资源储量情况（截至 2021 年 12 月 31 日）

矿区		资源量种类	矿石量	锌金属	铅金属量	锌+铅金属量
			万吨	万吨	万吨	万吨
盘龙 铅锌 矿区	硫化铅 锌矿	探明	413.04	15.69	3.96	19.65
		控制	1208.24	41.23	9.46	50.69
		推断	3806.02	119.58	28.53	148.11
		合计	5427.30	176.50	41.95	218.44
	氧化铅 锌矿	探明	0	0	0	0
		控制	24.04	2.65	0.33	2.97
		推断	190.08	13.52	4.95	18.47
		合计	214.12	16.17	5.28	21.44
	重晶石	探明	0	0	0	0
		控制	0	0	0	0
		推断	36.91	0	0	0
		合计	36.91	0	0	0

来源：公司公告，国联证券研究所

采矿工艺坚持向智能化迈进。井下生产，广西盘龙矿采用深孔、中深孔爆破嗣后充填采矿法，大力推行安全高效机械化采矿，遥控铲运机、遥控破碎台车等一大批先进设备投入井下生产，向着“机械化换人、自动化减人、智能化无人”目标坚实迈进。

6000 吨/天扩产工程预计于 2024 年投产。广西盘龙矿 6000t/d 扩产改造工程已于 2017 年底开工建设，建设完成后生产规模将达到 198 万吨/年，服务年限 26 年，达产期 23 年。主要建设项目有采矿的主井、副井和井下联络道，还有新的选矿厂。预计建成后年产值达 8 亿元、年利润可达 3 亿元。

图表 28: 广西盘龙矿扩产建设进展



来源：公司公众号，国联证券研究所

2.2. 国外矿山亮点频现

2.2.1 多米尼加迈蒙矿

多米尼加迈蒙矿为公司目前资源端主要发力点。迈蒙矿位于多米尼加共和国首都圣多明哥西北角 75 公里处，是多米尼加第一个运营的铜金矿。该矿属于全球星矿业，中金岭南子公司佩利雅公司收购全球星矿业后获得该矿控制权。

地下矿脉提升迈蒙矿整体价值。迈蒙矿于 2008 年 10 月投产，采取露天开采方式，设计寿命 8-9 年，理论上已经进入开采后期，但是地下矿的发现延长了迈蒙矿的使用年限，重新焕发生机。2019 年地下矿道正式开通，为多米尼加首个地下矿开采项目。前期投入少、见效快，能实现“边采边探、以矿养矿”的生产模式。截至 2021 年 10 月 31 日勘探结果，公司多米尼加迈蒙矿南北矿山资源量、储量丰富。

图表 29: 多米尼加迈蒙矿北矿山井下资源量 (截至 2021 年 10 月 31 日)

北矿床 - 井下资源量			矿石量	铜	锌	银	黄金	铜金属	锌金属	银金属	黄金金属
			万吨	%	%	g/t	g/t	万吨	万吨	吨	千克
资源量	硫化矿	探明资源量	69	2.38	2.7	49	1.35	1.65	1.87	33.96	936
		推定资源量	189	1.89	2.0	35	1.08	3.57	3.78	66.08	2039
		推测资源量	86	1.15	1.3	17	0.71	0.99	1.12	14.67	613
		合计	264	1.78	2.0	33	1.00	4.71	5.29	87.25	2644

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 30: 多米尼加迈蒙矿北矿山井下储量 (截至 2021 年 10 月 31 日)

北矿床 - 井下储量			矿石量	铜	锌	银	黄金	铜金属	锌金属	银金属	黄金金属
			万吨	%	%	g/t	g/t	万吨	万吨	吨	千克
储量	硫化矿	证实储量	30	1.50	1.8	33	0.90	0.45	0.54	9.90	270
		概实储量	30	2.10	2.3	38	1.20	0.63	0.69	11.40	360
		合计	60	2.30	2.0	36	1.10	1.38	1.20	21.60	660

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 31: 多米尼加迈蒙矿南矿山井下资源量 (截至 2021 年 10 月 31 日)

南矿床 - 井下资源量			矿石量	铜	锌	银	黄金	铜金属	锌金属	银金属	黄金金属
			万吨	%	%	g/t	g/t	万吨	万吨	吨	千克
资源量	硫化矿	探明资源量	497	2.49	3.5	46	1.45	12.38	17.40	228.62	7207
		推定资源量	605	2.31	2.9	43	1.40	13.98	17.55	260.24	8473
		推测资源量	2,320	2.08	2.4	39	1.24	48.26	55.69	904.96	28773
		合计	3,423	2.18	2.7	41	1.30	74.61	92.41	1403.27	44494

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 32: 多米尼加迈蒙矿南矿山井下储量 (截至 2021 年 10 月 31 日)

南矿床 - 井下储量			矿石量	铜	锌	银	黄金	铜金属	锌金属	银金属	黄金金属
			万吨	%	%	g/t	g/t	万吨	万吨	吨	千克
储量	硫化矿	证实储量	480	2.00	2.8	38	1.20	9.60	13.44	182.40	5760
		概实储量	400	1.90	2.6	37	1.20	7.60	10.40	148.00	4800
		合计	880	2.00	2.7	37	1.20	17.60	23.76	325.60	10560

来源: 公司公告, 国联证券研究所

采选矿项目预计于 2024 年 12 月达到满产状态。目前迈蒙矿矿石年产量约 60 万吨/年, 2021 年生产精矿含铜金属量 4774 吨。2019 年 11 月, 公司董事局审议通过《关于投资多米尼加矿业公司迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目的议

案》。项目设计建设规模为南、北两矿床合计 200 万吨/年矿石量，矿山服务年限 19 年。项目主要产品为锌精矿、铜精矿和伴生的金、银，年均生产精矿合计含锌金属量约 3.2 万吨，铜金属量约 2.6 万吨，金约 890 千克，银约 24 吨。项目采取边建边采边探的生产模式，目前已有矿石量产出，预计 2024 年 12 月达到满产状态。

预计项目建成后可实现年均净利润 4.45 亿元。迈蒙矿井下资源的开发项目达产后，在服务年限内生产的精矿含金属产量以及可实现的经济效益可观，对市场金属价格的抗风险能力较强，这将提高佩利雅公司的持续盈利能力，迈蒙矿也将成为中金岭南海外盈利的重要支撑点。

探矿权覆盖区域广，资源潜力大。公司迈蒙矿权还包含原矿场周围大型硫化矿带 80% 的区域，延伸面积超过 105 平方公里。矿带金属含量丰富且品种多元，增储潜力大。

图表 33: Loma Pesada 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)

			矿石量	铜品位	银品位	金品位	锌品位	铜金属量	银金属量	金金属量	锌金属量
			万吨	%	g/t	g/t	%	万吨	吨	千克	万吨
资源量	硫化矿	推定资源量	86.50	2.00	5.30	0.10	0.60	1.73	4.58	86.50	0.52
		推测资源量	61.10	1.60	6.00	0.10	0.50	0.98	3.67	61.10	0.31
		合计	147.60	1.84	5.59	0.10	0.56	2.72	8.25	147.60	0.83

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34: Loma Barbuito 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)

			矿石量	铜品位	银品位	金品位	锌品位	铜金属量	银金属量	金金属量	锌金属量
			万吨	%	g/t	g/t	%	万吨	吨	千克	万吨
资源量	硫化矿	推测资源量	184.00	0.60	16.30	1.10	1.30	1.10	29.99	2024	2.39
		合计	184.00	0.60	16.30	1.10	1.30	1.10	29.99	2024	2.39

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 35: Cerro Kiosko 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)

			矿石量	铜品位	银品位	金品位	铜金属量	银金属量	金金属量
			万吨	%	g/t	g/t	万吨	吨	千克
资源量	硫化矿	推测资源量	279.00	0.60	4.70	2.20	1.67	13.11	6138
		合计	279.00	0.60	4.70	2.20	1.67	13.11	6138

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 36: Dona Amanda 远景区探矿项目资源量 (截至 21 年 10 月)

			矿石量	铜品位	银品位	金品位	铜金属量	银金属量	金金属量
			万吨	%	g/t	g/t	万吨	吨	千克
资源量	硫化矿	推测资源量	5460.00	0.37	1.40	0.23	20.20	76.44	12558
		合计	5460.00	0.37	1.40	0.23	20.20	76.44	12558

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 37: 坎背山项目资源量 (截至 21 年 10 月)

	矿石量	镍品位	镍金属量
	万吨	%	万吨
推定资源量	300	1.49	4.47
推测资源量	320	1.49	4.77
合计	620	1.49	9.24

来源：公司公告，国联证券研究所

2.2.2 澳大利亚布罗肯山

布罗肯山历史悠久，规模较大。澳大利亚布罗肯山铅锌矿是公司走向海外的第一步，该矿属于子公司佩利雅公司，佩利雅公司于 2002 年收购布罗肯铅锌矿。自 1885 年矿山开采以来，布罗肯山铅锌矿共产出 2 亿吨矿石，矿区面积 1042 平方公里，规模量位居世界前列。同时，公司多次进行找探矿工程，不断提升现有产量并延长矿山使用寿命。

开采经验丰富，基础设施完善。澳大利亚凭借其资源禀赋，在矿产端拥有上百年的开采经验，且技术水平先进。公司拥有矿山均为成熟矿山项目，交通、加工等基础设施完善，采矿团队技术娴熟、经验丰富。

矿石品味较高。布罗山矿主要生产锌精矿和铅精矿，精矿产品属于优质粗粒产品，复杂度低，锌精矿中锌含量约为 50%，铅精矿中铅含量为 70%。

布罗肯山铅锌资源量丰富。据公司 21 年年报显示，布罗肯山拥有矿石资源量 2547 万吨、储量 964 万吨。金属品种涵盖锌、铅、银，是全球最大的铅锌混合矿。

图表 38：澳大利亚布罗肯山资源量和储量表（截至 2021 年年报）

		矿石量	锌品位	铅品位	银品位	锌金属量	铅金属量	银金属量
		万吨	%	%	克/吨	万吨	万吨	吨
资源量	探明资源量	1098.00	9.80	7.81	98.03	107.65	85.73	1076.32
	推定资源量	1131.00	8.92	7.31	85.01	100.86	82.67	961.47
	推测资源量	318.00	6.96	3.50	37.47	22.14	11.13	119.16
	合计	2547.00	9.06	7.05	84.68	230.65	179.53	2156.92
储量	证实储量	443.00	5.41	3.89	43.92	23.97	17.24	194.55
	概实储量	521.00	4.45	3.45	33.90	23.20	17.97	176.64
	合计	964.00	4.89	3.65	38.51	47.16	35.22	371.21

来源：公司公告，国联证券研究所

除布罗肯山外，公司在澳大利亚拥有的矿山还包括弗林德斯运营点和蒙特奥赛德项目。弗林德斯运营点金属以铅锌为主，蒙特奥赛德项目包含铜、银、钴等金属。

图表 39：弗林德斯运营点资源量表（截至 2021 年年报）

		矿石量	锌	铅	锌金属量	铅金属量
		万吨	%	%	万吨	万吨
资源量	推定资源量	56.90	35.00	1.40	19.90	0.80
	推测资源量	12.50	28.30	1.20	3.50	0.20
	合计	69.40	33.70	1.40	23.40	1.00

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 40：蒙特奥赛德项目矿产资源量（截至 2021 年年报）

(3) 蒙特奥赛德项目矿产资源量						
		矿石量	铜	银	铜金属量	银金属量
		万吨	%	克/吨	万吨	吨
资源量	推定资源量	1110.00	1.60	9.60	17.76	106.56
	推测资源量	480.00	1.00	5.20	4.80	24.96
	合计	1590.00	1.40	8.30	22.56	131.52

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 41: 蒙特奥赛德项目钴资源量 (截至 2021 年年报)

		矿石量	钴品位	钴金属量
		万吨	%	吨
资源量	探明资源量	51.50	0.25	1288.00
	推定资源量	597.50	0.22	13145.00
	推测资源量	265.60	0.24	6374.00
	合计	914.60	0.23	20807.00

来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.3. 资源端积极探索, 做好铜矿项目储备

公司扎根广东, 积极把握省内资源项目。2022 年底, 公司拍得两块以铜为主的探矿权项目, 分别位于韶关市与阳春市, 矿产品种皆以铜为主。韶关市探矿权面积 30.63 平方千米, 成交价 1294 万元; 阳春市探矿权面积 6.45 平方千米, 成交价 40 万元。该举进一步说明公司未来往铜领域发展方向的确定性, 积极获取新的探矿权, 夯实公司铜产业链一体化布局。

图表 42: 2022 年底公司拍得广东省内两处铜探矿权

项目名称	勘察矿种	勘察面积 (km ²)	成交价 (万元)
广东省韶关市武江区万侯铜银铅锌多金属矿普查(含资产包)	铜多	30.6323	1294
广东省阳春市尧垌铜多金属矿普查	铜多	6.45	40

来源: 广东省自然资源厅官网, 国联证券研究所

3. 全产业链布局铜领域, 打造公司第二增长极

重整投资东营方圆系企业, 发挥自身矿产端资源优势。2022 年 8 月, 公司董事会审议通过《关于签署〈关于东营方圆有色金属有限公司等 20 家公司之重整投资协议〉的议案》, 此举是中金岭南成立以来规模最大的一次并购, 也是近年来中国有色金属行业规模较大的一次并购。这标志着, 中金岭南正式进入铜冶炼及精深加工领域, 产业结构持续优化, 产业链条进一步完善, 为构建以铅锌采选冶及精深加工为主的铅锌全产业链和以铜采选冶及精深加工为主的铜全产业链, 打造千亿元级、世界一流的多金属国际化全产业链资源公司奠定了坚实的基础。

图表 43: 中金岭南收购东营方圆系企业回顾

日期	进展
2022 年 5 月 30 日	公司第九届董事会第八次会议审议通过《关于参与方圆系企业破产重整竞价遴选的议案》，同意公司及子公司中金岭南荣晟（东营）投资有限公司在董事会授权范围内参与东营方圆有色金属有限公司、东营鲁方金属材料有限公司等公司破产重整投资人的竞价遴选。
2022 年 7 月 28 日	公司收到方圆等 20 家公司管理人发来的《中选通知书》，公司在方圆等 20 家公司实质合并重整案重整投资人评选中胜出，成为方圆等 20 家公司重整投资人。
2022 年 8 月 25 日	公司第九届董事会第十次会议审议通过《关于签署〈关于东营方圆有色金属有限公司等 20 家公司之重整投资协议〉的议案》。
2022 年 9 月 20 日	公司 2022 年第一次临时股东大会审议通过《关于签署〈关于东营方圆有色金属有限公司等 20 家公司之重整投资协议〉的议案》。
2022 年 12 月 27 日	中金岭南接管方圆系企业。

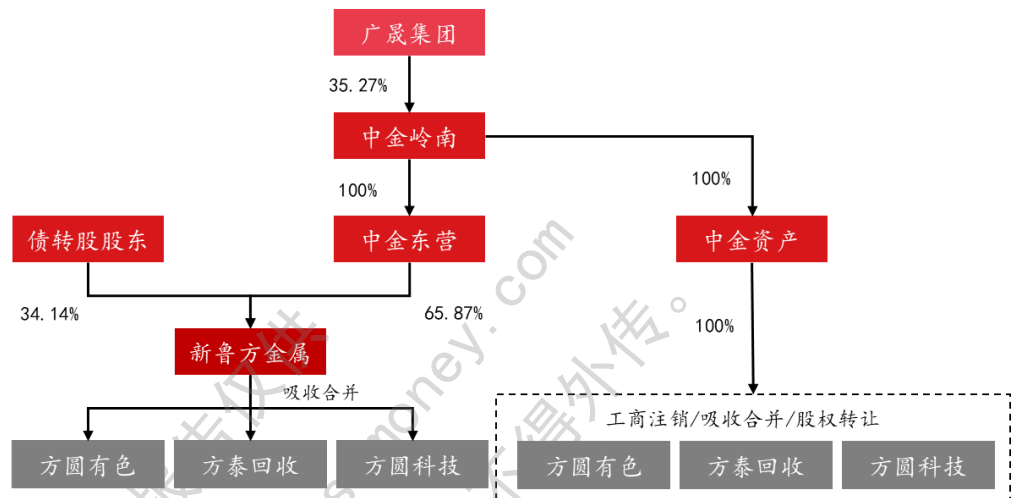
来源：公司公告，国联证券研究所

方圆有色铜冶炼产能民企中排名第一。方圆有色成立于 1998 年，位于山东省东营市，是以铜冶炼为主营业务的民营企业，此次纳入实质合并重整范围 20 家，产能指标年产阴极铜 70 万吨，国内排名第五位、民营铜冶炼企业排名第一。

本次重整主要采取“存续式-吸收合并重整”的模式：

- **由 4 家公司合并成立新鲁方金属。**由鲁方金属吸收合并方圆有色、方泰回收和方圆科技，保留鲁方金属的法人主体资格，成为新鲁方金属，作为中金岭南重要铜冶炼平台。
- **现金出资收购方圆铜业等 15 家公司的全部股权。**中金岭南在东营设立中金资产，由中金岭南 100%控股，收购方圆铜业等 15 家公司剥离负债、不收购资产后的 100%股权，处置回款归中金资产所有。

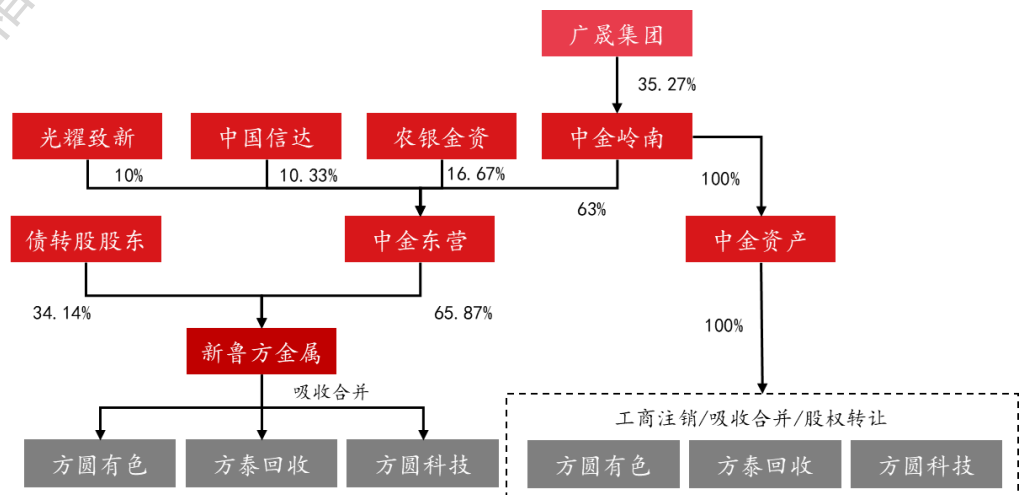
图表 44: 引入财务投资者前股权结构图



来源: 公司公告, 国联证券研究所

引入财务投资者, 优化公司资本结构。2022 年 12 月, 公司引入农银金资、中国信达、光耀致新三家财务投资人, 分别出资 5 亿元、3.1 亿元、3 亿元, 增资完成后中金岭南持有中金东营股权比例为 63.00%, 农银金资持有中金东营股权比例为 16.67%, 中国信达持有中金东营股权比例为 10.33%, 光耀致新持有中金东营股权比例为 10.00%。此举有助于优化公司资本结构, 增强资本实力和核心竞争力, 助推企业高质量发展, 对公司财务状况及经营成果产生积极影响, 符合公司整体利益, 促进公司持续稳健健康发展。

图表 45: 引入财务投资者后股权结构图



来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 多元品种齐发展，打造多金属国际化资源公司

4.1. 把握汽车轻量化趋势，布局铝加工领域

公司控股华加日公司专注于铝材加工。华加日公司是原中国有色金属工业总公司于 1986 年在深圳特区设立的高端铝加工制造企业，是中国第一家铝加工行业的中外合资企业。公司主要生产基地位于深圳市坪山区，占地 8 万平方米，拥有铝型材产能 25000 吨/年。

华加日公司为国家高新技术企业，产品定位高端。公司拥有 61 项国家专利（其中 8 项发明专利），主编十多项国家或行业标准，经过 30 多年的技术创新和积累，公司的技术水平和研发实力已进入行业领先水平。公司主要产品为汽车轻量化、航空、航天、航海轨道交通、消费电子、新能源、自动化等工业应用领域和高端建筑系统门窗市场的高性能铝材及制品。

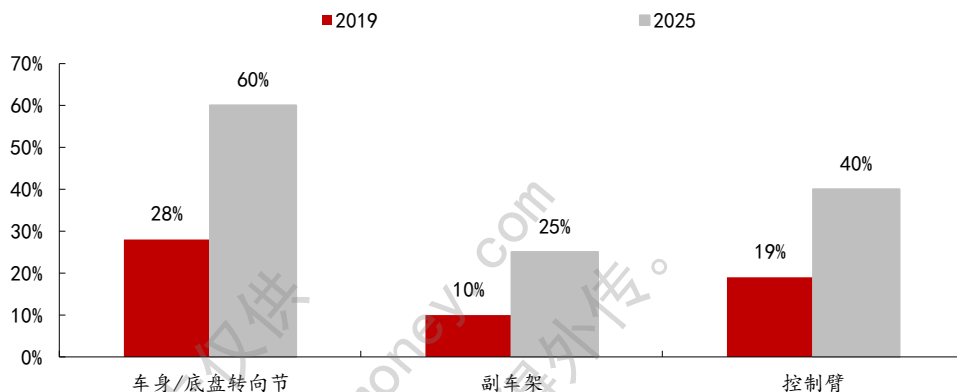
图表 46：华加日公司主要产品示意图



来源：公司官网，国联证券研究所

汽车铝挤压材市场蓝海依旧。2021 年中国汽车铝挤压材占比为 13.4%，全铝汽车中挤压材占比达到 20%，主要依靠铝挤压材部件渗透率的提升，根据亚太科技 2021 年年报，以车身/底盘转向节、副车架、控制臂为例，渗透率预计从 2019 年的 28%/10%/19% 提升至 2025 年的 60%/25%/40%。新能源车单车铝挤压材重量占比能达到 30% 以上。

图表 47: 铝挤压材部件渗透率提升



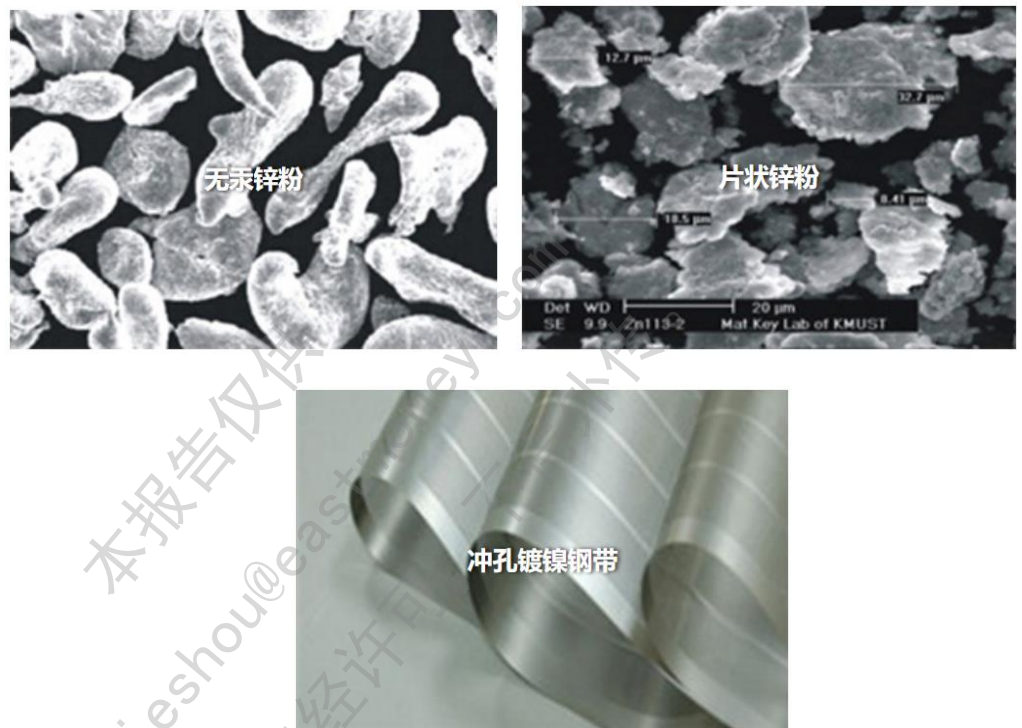
来源：亚太科技年报，国联证券研究所

4.2. 中金科技主营电池锌粉市场占有率较高

中金科技是专注于新材料领域的高科技企业。中金科技是中金岭南全资子公司，是专业研发及生产新能源材料、新材料、电子浆料及应用技术产品的国家级高新技术企业，深圳市（坪山区）区级新材料领域重点企业，致力于高新功能材料、新能源材料的研发制造，中金岭南博士后科研工作站依托单位，中金岭南国家级技术中心-绿色功能材料工程平台，拥有广东省院士工作站。公司广泛开展产学研合作，科研成果丰富，实现了多种高性能新材料及产品产业化。

公司主营产品电池锌粉市场占有率较高。公司主要产品有无汞电池锌粉、片锌、特种防腐涂料、银粉铜粉等金属粉体和浆料、新能源用复合金属材料、冲孔镀镍钢带、冲孔铝箔等。主导产品无汞电池锌粉国内市场占有率较高，供应各大知名电池生产企业，成为全球重要的碱性电池锌粉供应商之一。

图表 48: 中金科技主要产品示意图



来源: 公司官网, 国联证券研究所

4.3. 小金属为公司另一大亮点

丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目有效提升公司经济效益。丹霞冶炼厂锌氧压浸出系统产出的炼锌渣包含锌、铅、铜、银、镉、钴、硫等多种有价金属,但此前尚未得到充分回收利用。此外,过去炼锌渣处置渠道较窄,其中的有价金属在处置时价值被大幅压低,同时还存在一些处置费用,公司经济损失较大。2020年公司可转债14.1亿募集资金用于丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目,2022年5月正式运营,年处理废渣28.7万吨,每年可综合回收有价金属包括铅锭11.61万吨、粗铜992.19吨、镉锭413.11吨、银锭120.42吨,预计每年为公司带来净利润1.43亿元,具有良好的环境效益、经济效益和社会效益。

图表 49: 丹霞冶炼厂新貌



来源：公司官网，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 铜：流动性边际改善与经济复苏支撑铜价中枢上行

站在当前时点，我们认为 2023 年压制铜价的诸多因素有望得到缓解，全球经济复苏节奏或将成为工业金属（铜、铝等）定价的核心要素，随着美联储加息进入尾声、美元指数显著回落，金融属性对铜价的影响权重将较商品属性边际下降，库存水平处于历史低位、长期矿产资本开支不足等因素将有效支撑铜价，叠加全球流动性边际改善、新能源需求正旺，我们看好铜价中枢上行：

(1) 纵观 2022 年，铜价下行的核心因素在于宏观层面的压力，尤其是美联储大幅持续加息、俄乌冲突导致欧洲地区能源成本飙升、全球通胀持续上行的大背景下，导致经济衰退预期持续加重，对工业金属需求形成打压。当前，鉴于通胀水平温和回落、经济衰退预期加深，我们认为美联储加息进入尾声，美元指数显著回落，宏观因素有望边际改善，利好铜价重拾上行趋势；

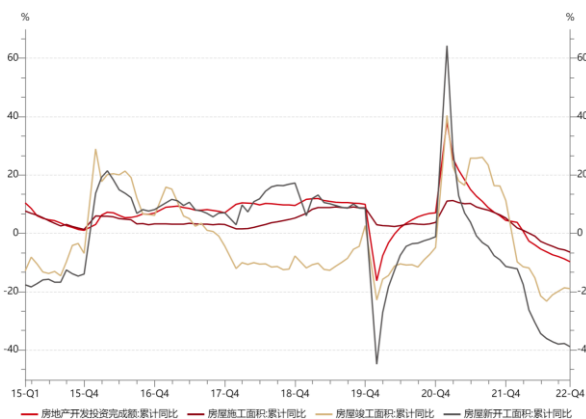
(2) 供需格局来看，2023 年供需格局或由此前的紧平衡转为供略大于需，铜精矿原料缺口缩窄、供应偏宽松或将贯穿全年，但由于全球矿产资本开支周期总体呈下行趋势，2025 年开始全球铜矿供应有望再度转为供不应求格局。据 SMM 预计，全球铜矿供需平衡将于 2023 年达到峰值，过剩 21.6 万金属吨，2022-2023 年供应增速达到最大值的 7.2%，供应端主要以 Grasberg、Kamoa-Kakula、QB2、驱龙铜矿 Quellaveco 为代表的矿山新增产量为主。2024 年后铜增量将以原有矿山产量和扩建产量为主，大型矿山新开发投产的产量较少。具体来看，2023、2024、2025 年全球铜精矿产量分别为 2088、2203、2285 万吨，对应增速分别为 7.2%、5.5%、3.8%；

(3) 需求端，我们看好 2023 年中国经济增长前景、“三支箭”政策引导下房地产行业困境反转等对工业金属需求拉动。中国精炼铜消费量占到全球消费总量的 50% 及以上，尽管消费增速已降至 3% 左右，但随着中国 GDP 持续增长铜绝对消费量仍将保持高位。中国加速工业化、城镇化阶段已经结束，基建投资增速下滑、房地产行业政策持续高压等因素导致对铜消费增长动能趋弱。但 2022 年底中国房地产市场出现积极信号，“三支箭”或将提供政策端支持——支持信贷、聚焦债券、放开股权，三箭齐发或将确认房企融资环境改善，房地产基本面有望迎来修复，进而带动地产相关产业链对铜的消费需求回升，如地产建设所需的电缆及相关变电设备，以及房屋装修所需的空调、冰箱、洗衣机等家用电器；

(4) 全球能源结构转型加速，新能源行业方兴未艾、景气上行，光伏、风电、新能源车铜需求持续增长。铜在光伏领域中主要用于连接器、电缆和逆变器等，据国际铜业协会数据显示，光伏领域单位耗铜量为每兆瓦 4 吨；铜在风电领域主要用于电缆、发电机和变压器等，风力发电机组单位耗铜量为每兆瓦 6 吨；铜在新能源汽车领域中主要用于电池、电机和充电桩等，新能源汽车单位耗铜量为每辆 83 千克。据 SMM 数据，我们测算 2023-2025 年光伏耗铜量 116、129、142 万吨，对应增速 29%、11%、10%；2023-2025 年风电耗铜量 69、73、77 万吨，对应增速 4.5%、5.8%、5.5%；2023-2025 年新能源车耗铜量 115、142、176 万吨，对应增速 32%、23%、24%；2023-2025 年光风新总耗铜量 299、344、395 万吨，对应增速 22.5%、15.1%、14.8%；2023-2025 年光风新耗铜量占铜总消费量比例分别为 12%、13%、15%；

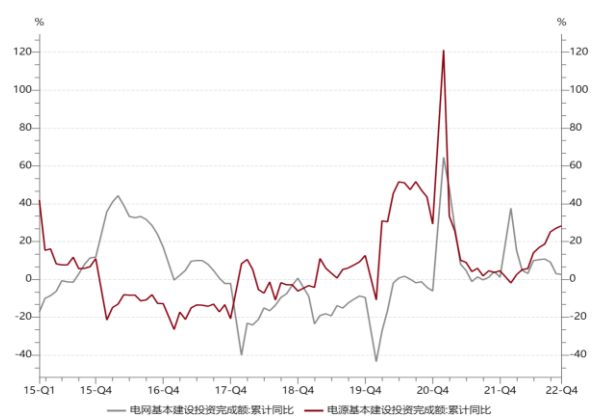
(5) 过去十年全球新发现大型铜矿稀少、矿山资本支出下降、长期开采之下铜品位呈降低趋势，资源稀缺性日益显著；此外，近些年资源民族主义抬头，矿业开发环境有恶化迹象，资源供应刚性化制约了中长期供应释放空间。根据伍德麦肯兹的数据显示，到 2026 年金属与矿业的总资本支出将下降 70% 以上。铜资源稀缺性、供应链非稳态、品位下降、开发成本上升以及铜库存处于历史低位等因素对铜价形成有效支撑。

图表 50: 房地产开发投资、施工竣工及新开工同比



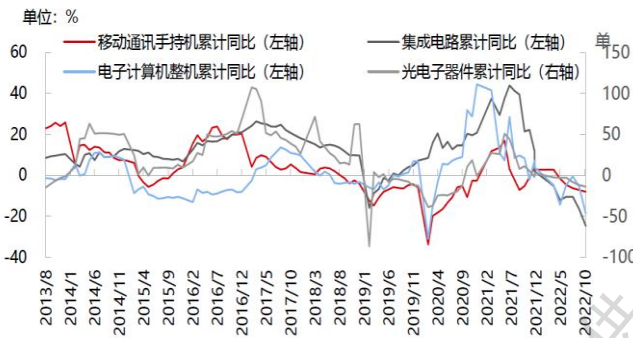
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 51: 电网电源投资累积同比



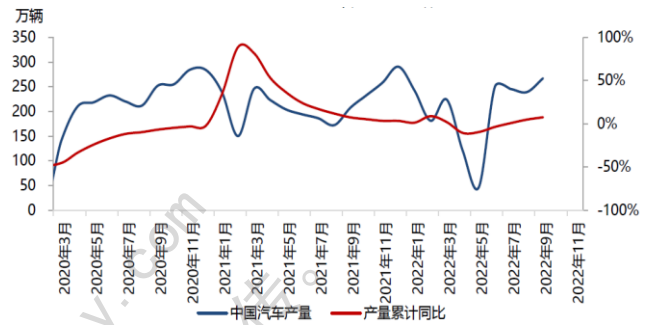
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: 2013-2022 年电子产品产量同比增速



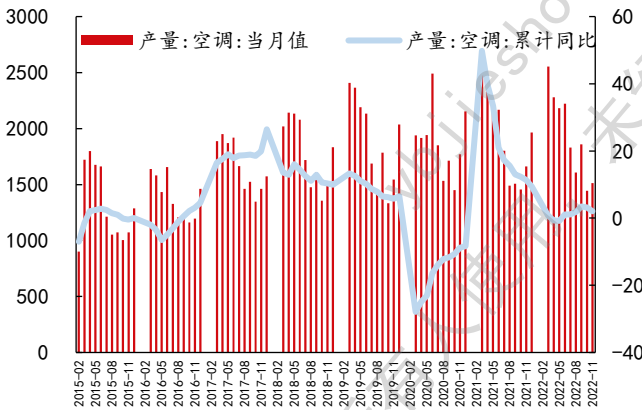
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 53: 2020-2022 年中国汽车月度产量



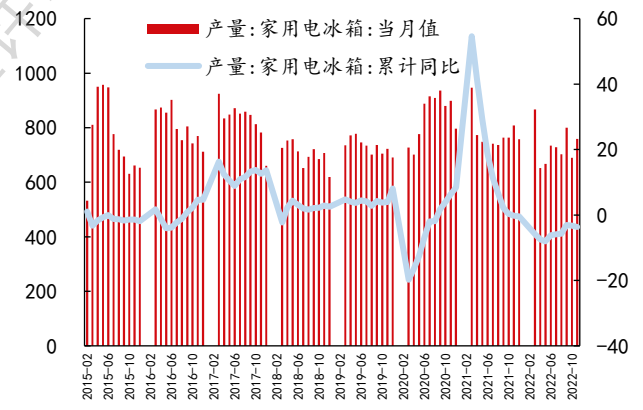
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 54: 空调产量 (万台) 及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 55: 冰箱产量 (万台) 及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: 中国铜冶炼厂粗炼费 TC (美元/干吨)



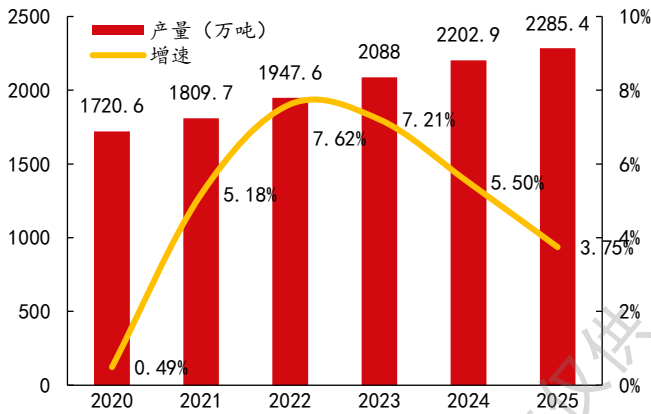
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 中国铜冶炼厂精炼费 TC (美分/磅)



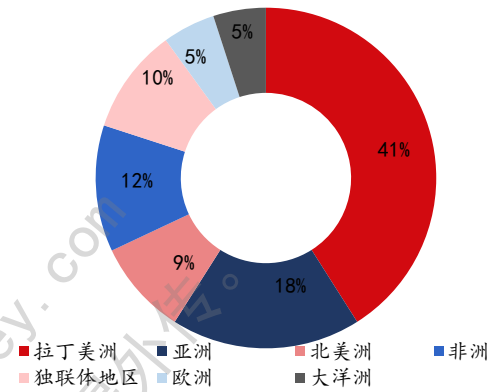
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 58: 全球铜精矿产量预测



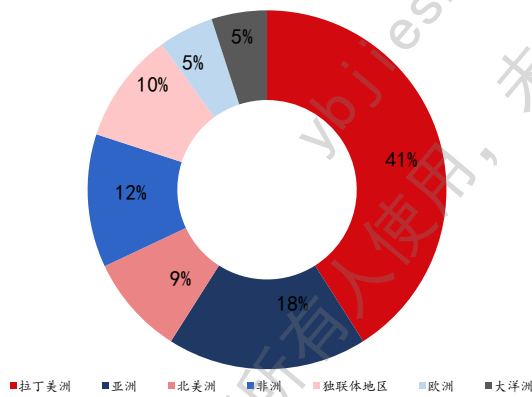
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 59: 2023E 铜精矿产量分区



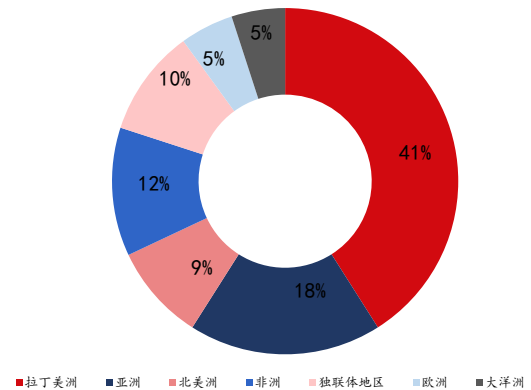
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 60: 2024E 铜精矿产量分区



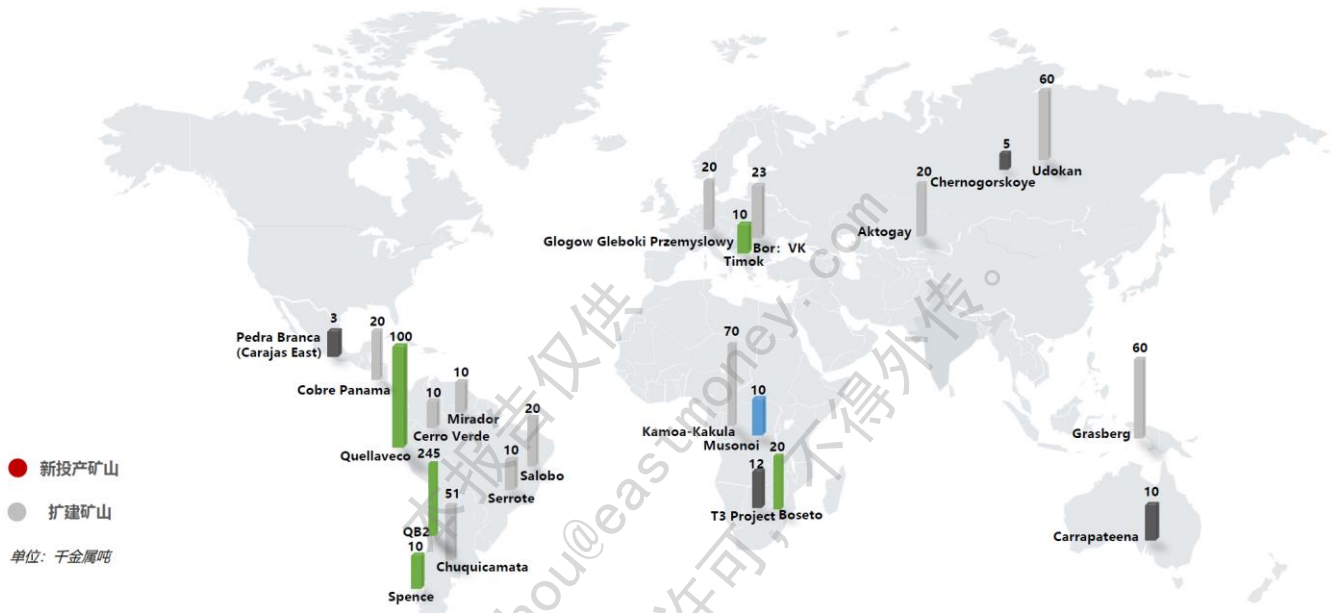
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 61: 2025E 铜精矿产量分区



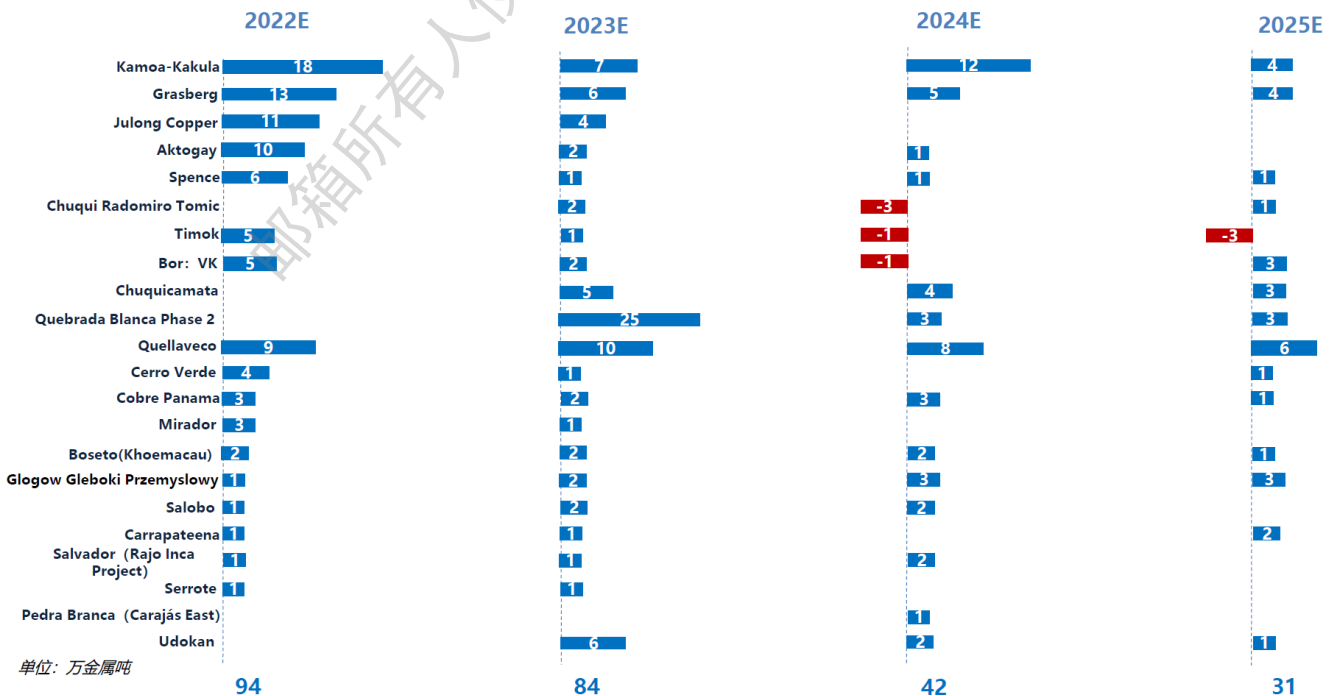
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 62: 2023 年海外主要新投产扩建铜矿山



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 63: 主要新投产扩建铜矿山未来变化量 (万吨)



来源: SMM, 国联证券研究所

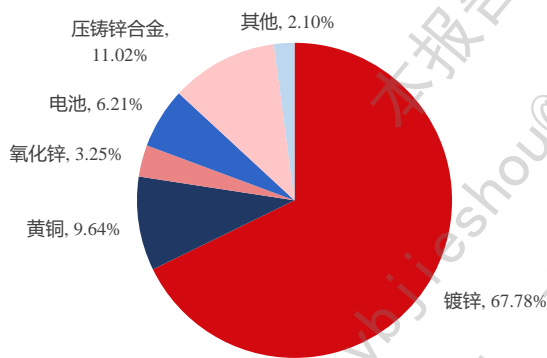
5.2. 锌: 供应宽松、需求提升, 冶炼端利润持续修复

供应端, 2022 年受矿山闭坑、品位下降等影响海外锌精矿产量不及预期, 秘鲁、澳大利亚矿山成为海外主要减量, 据 SMM 预计全年海外锌矿产量同比降低 2.49%。

展望 2023 年,随着澳洲劳动力短缺问题有所缓解,澳洲地区矿山产量有望迎来增长,带动海外锌矿总产量小幅回升 2.8%。冶炼端,随着矿端恢复增长、供应放量,冶炼企业利润有望持续修复。

需求端,我们看好 2023 年中国经济增长前景、“三支箭”政策引导下房地产行业困境反转等对工业金属需求拉动。2022 年底中国房地产市场出现积极信号,“三支箭”或将提供政策端支撑——支持信贷、聚焦债券、放开股权,三箭齐发或将确认房企融资环境改善,房地产基本面有望迎来修复,带动锌产业链需求回升。

图表 64: 2022 年金属锌终端消费占比



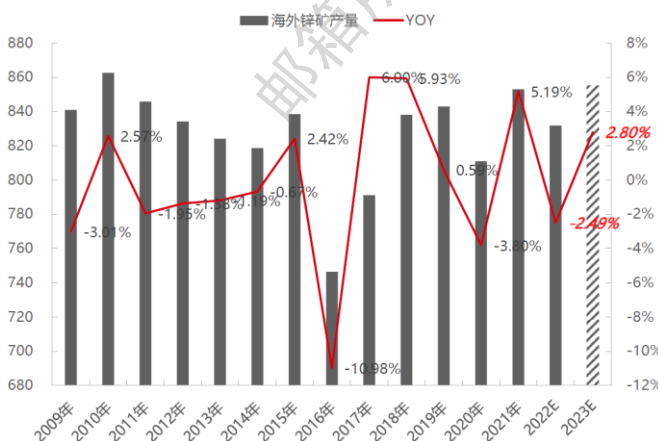
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 65: 镀锌板是金属锌主要应用下游

万吨	镀锌	黄铜	氧化锌	电池	压铸锌合金	其他
2016年	388	73	39	42	84	12
比例	61%	11%	6%	7%	13%	2%
2017年	402	74	40	38	84	12
比例	61.85%	11.38%	6.15%	5.85%	12.92%	1.85%
2018年	399	70	34	35	82	10
比例	63.33%	11.11%	5.40%	5.56%	13.02%	1.59%
2019年	415	68	31	34	80	10
比例	65.05%	10.66%	4.86%	5.33%	12.54%	1.57%
2020年	430	68	25	36	74	12
比例	66.67%	10.54%	3.88%	5.58%	11.47%	1.86%
2021年	448.5	66	25.5	36	77	11
比例	67.55%	9.94%	3.84%	5.42%	11.60%	1.66%
2022年E	407	58	20	37	66	13
比例	67.78%	9.64%	3.25%	6.21%	11.02%	2.10%

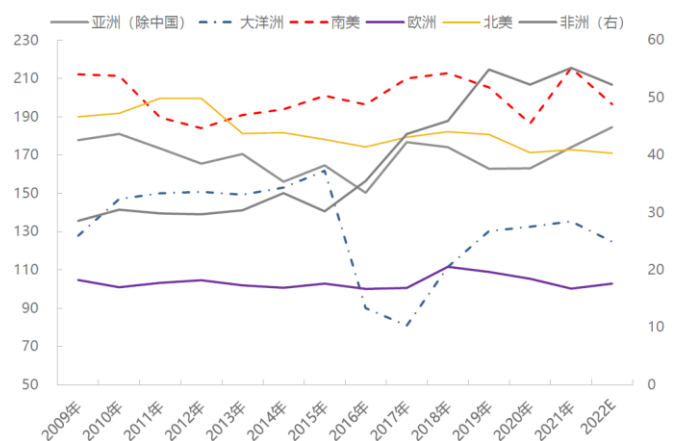
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 66: 23 年海外锌矿产量同比增 2.8% (万吨)



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 67: 秘鲁以及澳洲贡献海外主要减量 (万吨)



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 68: SMM 国产锌精矿周度加工费



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 69: SMM 进口锌精矿周度加工费



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 70: 锌精矿企业生产利润



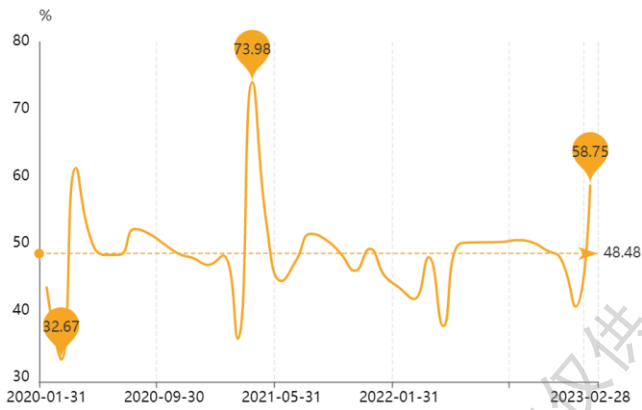
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 71: 精炼锌企业生产利润



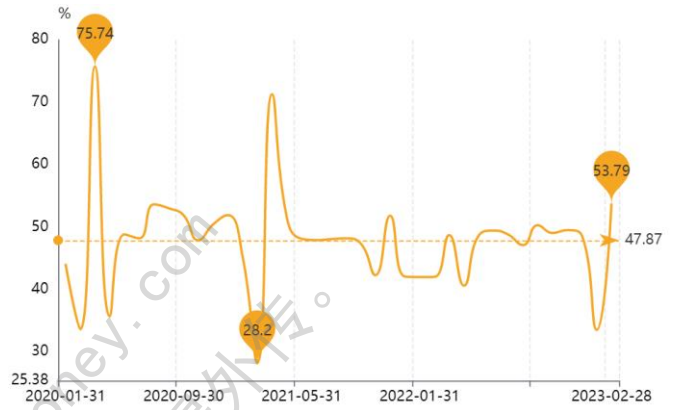
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 72: SMM 锌下游采购经理人指数: 镀锌



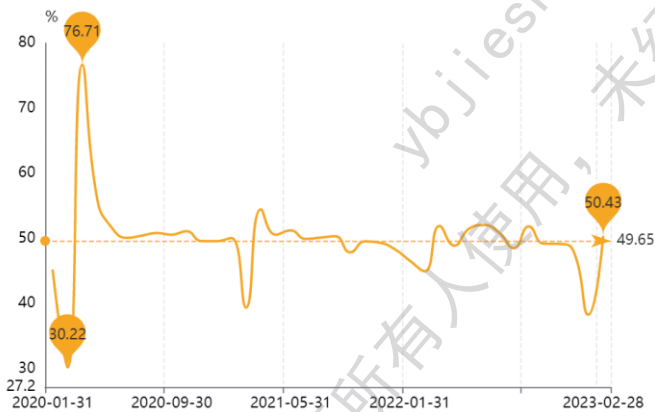
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 73: SMM 锌下游采购经理人指数: 压铸锌合金



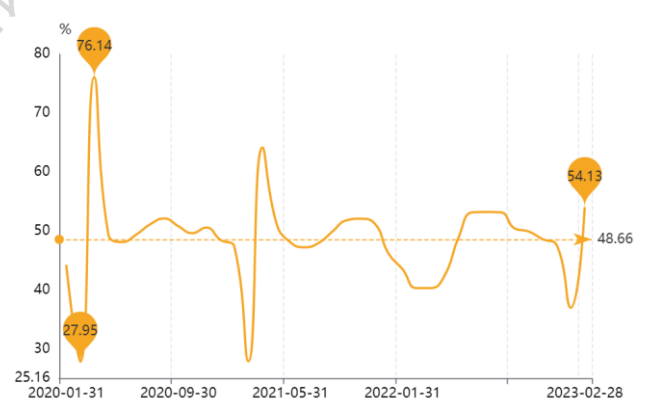
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 74: SMM 锌下游采购经理人指数: 氧化锌



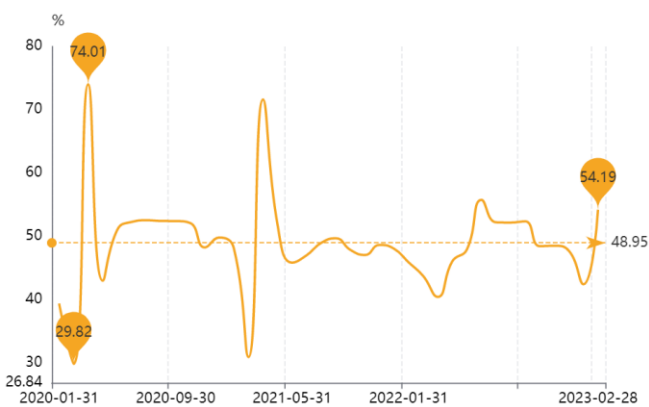
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 75: SMM 锌下游采购经理人指数: 黄铜



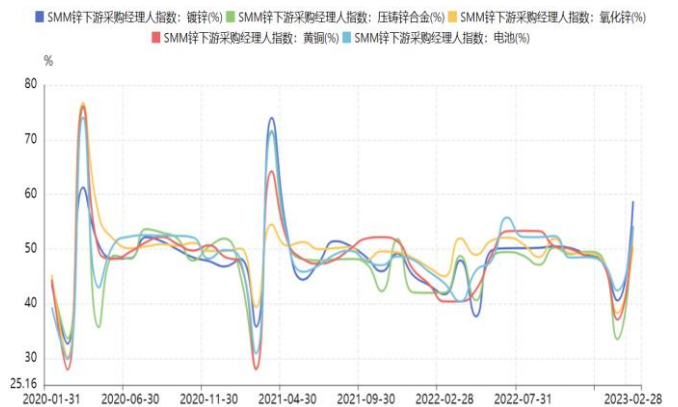
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 76: SMM 锌下游采购经理人指数: 电池



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 77: SMM 锌下游采购经理人指数: 综合



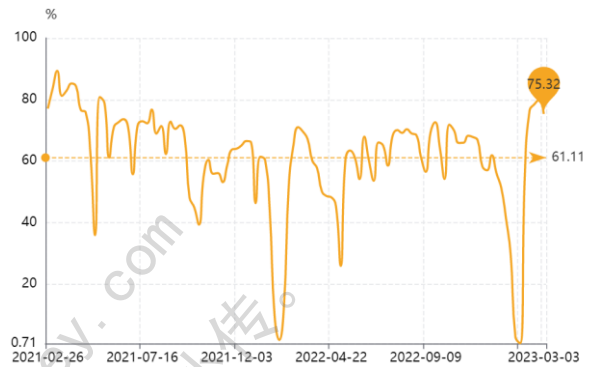
来源: SMM, 国联证券研究所

图表 78: 镀锌板卷、冷轧及热轧价格逐步回升



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 79: SMM 镀锌周度开工率上行



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 80: 氧化锌 ($\geq 99.7\%$) 平均价



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 81: 氧化锌周度开工率



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 82: 压铸锌合金锭平均价



来源: SMM, 国联证券研究所

图表 83: 压铸锌合金锭周度开工率



来源: SMM, 国联证券研究所

5.3. 盈利预测

- 1) **精矿产品**：凡口铅锌矿、广西盘龙铅锌矿、多米尼加迈蒙矿均有技改提效措施，预计至 2025 年公司精矿产品有小幅提升，假设 2022-2025 年精矿产品销量分别为 29/31/35/38 万吨，单吨价分别为 12000/12500/13000/13000 元，成本端给予一些上涨，毛利率维持在 38%左右。
- 2) **冶炼产品**：公司一体化生产模式，假设 2022-2025 年冶炼产能与精矿产品保持一致，分别为 29/31/35/38 吨，单吨价分别为 23500/23500/24000/24000 元，成本端给予一些上涨，毛利率维持在 20%左右。
- 3) **铝型材**：公司铝型材客户稳定，且客户存在明显扩产需求，预计公司也会提升相应产量，假设 2022-2025 年铝型材销量分别为 1.85/2/2/2.5 万吨，单吨价分别为 33000/34000/35000/35000 元，毛利率维持在 15%左右。
- 4) **铜**：预计 2023 年东营有色会有阴极铜产出，同时企业会提高铜矿自给率，假设 2023-2025 年阴极铜销量分别为 1.5/2.2/3 万吨，单吨价分别为 68500/68500/71000 元，单吨成本价分别为 35000/35000/35000 元，毛利率约 49%。
- 5) 此外，公司未来将专注于矿产资源端，贸易类业务将不再为公司发力方向，假设 23 年贸易额为 450 亿元，且未来贸易额保持不变，毛利率保持 0.1%。

图表 84: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	441.00	544.18	580.81	600.86	618.03
YOY	46.66%	23.40%	6.73%	3.45%	2.86%
毛利率	5.73%	5.51%	6.38%	7.20%	7.81%
精矿产品	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	33.36	34.80	38.75	45.50	49.40
YOY	47.64%	4.32%	11.35%	17.42%	8.57%
毛利率	34.7%	36.7%	38.2%	39.5%	39.5%
冶炼产品	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	61.15	68.15	72.85	84.00	91.20
YOY	30.62%	11.44%	6.90%	15.31%	8.57%
毛利率	16.2%	25.1%	22.1%	20.8%	20.0%
铝型材	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	6.22	6.11	6.80	7.00	8.75
YOY	38.46%	-1.84%	11.38%	2.94%	25.00%
毛利率	13.8%	15.2%	14.7%	17.1%	17.1%
电池材料	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	5.76	6.12	6.21	6.29	6.38
YOY	28.64%	6.23%	1.39%	1.37%	1.35%
毛利率	11.8%	12.5%	12.3%	12.2%	12.0%
有色金属贸易	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	351.02	450	450	450	450
YOY	55.79%	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
其他	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	9.81	9	9	9	9
YOY	8.69%	-8.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	12.24%	11.11%	11.11%	11.11%	11.11%
铜	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入			10.2	15.1	21.3
YOY				47.75%	41.34%
毛利率			48.5%	48.9%	50.7%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

我们预计, 2022-24 年公司营收分别为 544.18/580.81/600.86 亿元, 对应增速分别为 23.40%/6.73%/3.45%, 3 年 CAGR 为 10.9%; 归母净利润分别为 13.19/18.58/28.87 亿元, 对应增速分别为 12.58%/40.83%/55.42%, 3 年 CAGR 为 35.1%。EPS 分别为 0.35/0.5/0.77 元。

5.4. 估值与投资建议

相对估值法: 选取驰宏锌锗、紫金矿业、洛阳钼业作为可比公司, 2023 年平均 PE 为 12.1, 考虑到公司为多品种全产业链一体化公司, 并且涉及铜加工领域, 盈利能力更为丰厚, 抗风险能力更强, 给予公司 2023 年 14 倍 PE, 对应价格为 6.96 元。

图表 85: 可比公司 PE

代码	公司简称	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600497.SH	驰宏锌锗	0.11	0.37	0.46	0.52	43.47	14.41	11.65	10.30
601899.SH	紫金矿业	0.6	0.76	0.92	1.03	12.73	12.32	12.32	11.05
603993.SH	洛阳钼业	0.24	0.28	0.48	0.58	23.6	16.2	12.34	10.2
	平均值	0.32	0.47	0.62	0.71	26.60	14.31	12.1	10.52
000060.SZ	中金岭南	0.32	0.35	0.37	0.41	15.3	14.19	9.94	7.54

来源: iFind 预测, 国联证券研究所 (股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价, 可比公司 PE 为 iFind 机构一致预测)

绝对估值法: 我们做出下表中假设, 采用 FCFE 绝对估值法对公司股权价值进行估算, 得出每股价值为 7.3 元。

图表 86: FCFE 参数假设

假设	数值
公司 β 系数 (参考上证指数收益率)	1.9593
无风险利率 R_f (参考国债)	2.9%
市场预期回报率 R_m	7.5%
第二阶段年数 (年)	4
第二阶段增长率	3%
永续增长率 (参考 CPI)	1.7%
有效税率 T_x (参考公司往年税率)	14.97%
WACC	7.5%

来源: iFind, 国联证券研究所

考虑到公司在铅锌采选领域拥有较强的资源型竞争壁垒、同时布局“铜矿-铜冶炼”产业链拓宽企业护城河、深耕高端铝型材及新材料增强核心竞争力，结合新一轮国改行动下央企估值提升预期。参考相对估值法与绝对估值法，我们给予公司目标价 7.13 元，首次覆盖给予“买入”评级。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

6. 风险提示

1) **宏观经济风险。**公司主营产品铅、锌、铜等有色金属产品在工业生产中应用领域较为广泛，与国民经济运行周期的相关性较高。当国民经济进入下行周期时，将可能引起工业生产对公司产品需求的下降并加剧同行业企业的竞争。

2) **海外矿投产风险。**多米尼加未来出现影响政局安定的重大事件，有可能导致多米尼加迈蒙矿的建设、生产或供应直接被中断或终止，对项目的经营与收益造成重大不利影响。同时，多米尼加交通和电力等基础设施状况相对较差，铁路和公路设施不完善，可能会导致多米尼加矿投产不及预期。

3) **矿山资源储备风险。**在矿山建设、勘查及实际开采过程中，实际资源储量及可开采利用的储量可能会出现低于评估储量的情形，从而对未来经营业绩产生不利影响。

4) **财务并表风险：**公司目前已接管东营方圆有色，但方圆有色财务数据暂时未并入公司报表，具体并入时间可能存在风险。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1689.	1782.	5441.	5808.	6008.60	营业收入	30226	44449	54418	58081	60086
应收账款+票据	834.7	663.1	1506.	1607.	1663.16	营业成本	28233	41800	51417	54373	55759
预付账款	100.0	91.26	171.7	183.2	189.59	税金及附加	177	262	360	384	397
存货	2043.	2406.	3635.	3844.	3942.64	营业费用	134	149	109	116	60
其他	3747.	3827.	4078.	4219.	4297.69	管理费用	508	533	435	465	240
流动资产合计	8563.	9017.	15131	15982	16431.1	财务费用	150	159	407	359	195
长期股权投资	649.7	794.7	838.6	882.5	926.51	资产减值损	-9	-23	-25	-27	-28
固定资产	7443.	7828.	7237.	6528.	5701.86	公允价值变	-70	-28	0	0	0
在建工程	2637.	4522.	3768.	3014.	2261.22	投资净收益	188	318	240	240	240
无形资产	3098.	4462.	3718.	2974.	2231.15	其他	52	35	52	52	52
其他非流动资产	1927.	952.6	947.9	943.2	938.52	营业利润	878	1511	1638	2306	3584
非流动资产合计	15784	18586	16524	14344	12059.2	营业外净收	404	3	0	0	0
资产总计	24348	27604	31656	30326	28490.4	利润总额	1248	1489	1638	2306	3584
短期借款	1912.	3790.	6666.	4971.	2082.08	所得税	148	268	245	345	537
应付账款+票据	1242.	1082.	1920.	2030.	2082.59	净利润	1100	1221	1392	1961	3048
其他	1405.	2618.	3370.	3567.	3656.85	少数股东损	105	49	73	103	160
流动负债合计	4560.	7490.	11957	10569	7821.52	归属于母公	995	1172	1319	1858	2887
长期带息负债	5152.	4673.	3264.	1923.	658.27	财务比率					
长期应付款	1793.	1675.	1675.	1675.	1675.73		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	0	0	0	0	0	成长能力					
非流动负债合计	6946	6350	4940	3599	2334	营业收入	30226	44449	54418	58081	60086
负债合计	13840	16898	14168	10156	13840	EBIT	878	1511	1638	2306	3584
少数股东权益	514	587	691	851	514	EBITDA	1100	1221	1392	1961	3048
股本	3738	3738	3738	3738	3738	归母净利润	995	1172	1319	1858	2887
资本公积	1550	1936	1936	1936	1936	获利能力					
留存收益	7082	7663	8585	9882	11898	毛利率	6.6	6.0	5.5	6.4	7.2
股东权益合计	12202	13250	14171	15468	17484	净利率	3.3	2.6	2.4	3.2	4.8
负债和股东权益总	24348	27604	31656	30327	28490	ROE	8.2	8.8	9.3	12.0	16.5
						ROIC	6.7	7.4	8.4	9.8	14.9
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债(%)	47.3	50.1	53.4	46.7	35.6
净利润	1100	1221	1392	1961	3048	流动比率	1.9	1.2	1.3	1.5	2.1
折旧摊销	698	768	2106	2224	2329	速动比率	0.8	0.5	0.7	0.9	1.2
财务费用	150	159	407	359	195	营运能力					
存货减少	-188	-318	-240	-240	-240	应收账款周	39.3	67.0	37.1	37.1	37.1
营运资金变动	55	-248	-1120	-177	-107	存货周转率	24.71	40.06	28.00	28.00	28.00
其它	-213	156	41	41	41	总资产周转	1.2	1.6	1.7	1.9	2.1
经营活动现金流	1602	1737	2586	4168	5266	每股指标					
资本支出	2644	4767	-0	0	0	每股收益	0.27	0.31	0.35	0.50	0.77
长期投资	-844	-124	0	0	0	每股经营现	0.43	0.46	0.69	1.12	1.41
其他	-	-7891	412	155	155	每股净资产	3.09	3.39	3.64	3.98	4.52
投资活动现金流	-4714	-3248	412	155	155	估值比率					
债权融资	-1404	1879	2876	-1695	-2889	市盈率	18.0	15.3	13.6	9.6	6.2
股权融资	4238	-479	-1410	-1341	-1265	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
其他	-207	218	-805	-920	-1066	EV/EBITDA	11.40	10.52	6.48	4.90	3.27
筹资活动现金流	2626	1617	661	-3956	-5220	EV/EBIT	17.10	15.42	13.15	8.98	5.28
现金净增加额	-483	117	3659	366	201						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年3月24日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695