

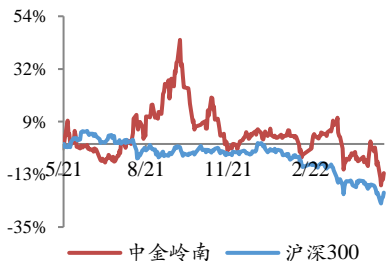
## 铅锌量价齐升，矿山扩证增储未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-01

收盘价(元)	4.19
近12个月最高/最低(元)	6.89/3.94
总股本(百万股)	3,650
流通股本(百万股)	3,650
流通股比例(%)	99.99
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	153

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

### 相关报告

1. 铅锌价上行提振业绩，矿山整合稳固龙头地位 2021-09-02

2. 内外兼修多源整合，铅锌龙头乘风起航 2021-06-04

### 主要观点：

#### ● 事件：公司于2022年3月28日发布年报。

从全年看，公司实现营业收入444.49亿元，同比增长47.06%；实现归母净利润11.72亿元，同比增长17.75%；扣非净利润10.58亿元，同比增长43.61%。

从单季度看，21Q4实现营收123.62亿元（同比增长48.36%，环比增长3.26%），实现归母净利润1.82亿元（同比下降50.85%，环比下降44.55%），实现扣非净利润1.45亿元（同比增长0.84%，环比下降50.22%）。

#### ● 铅锌金属价格提升带动业绩提升。

**产量：**公司2021年共生产铅锌精矿金属量28.69万吨，同比增长2.25%；生产金矿含铜金属量0.48万吨，同比增长117.10%；冶炼铅锌系列产品33.3万吨，同比增长7.63%；铝型材1.85万吨，同比增长12.12%；电池锌粉1.62万吨，同比增长2.53%；冲孔镀镍钢带1412吨，同比增长38.43%。**价格：**2021年全年铅、锌精矿现货均价分别为15278元/吨、22579元/吨，同比增长2.4%与22.1%。整体来看，2021年全年精矿产品实现营收33.36亿元

(yoy=47.64%)，毛利率达到34.67%，较2020年上升12.70%，精矿产品的盈利能力成为公司业绩提升的重要因素。冶炼产品而言，2021年，受到疫情期间部分能源成本与原辅材料成本提高的影响，公司冶炼产品的毛利率有所下降。

#### ● 能源、原辅料成本上升，公司积极应对获业绩增长。

受到2021年疫情影响，部分能源价格与原辅材料成本提高，但公司积极应对，通过技术改进等方式平滑原辅材料价格。年报显示，2021年铅锌铜采掘、冶炼及销售行业原材料成本与铝、镍、锌加工及销售行业燃料及动力成本分别同比增加40.40%与53.31%。为应对原辅材料与能源成本提高带来的经营性风险，公司积极探寻矿产资源、减少三费支出，最终实现较大幅度的业绩增长。公司精矿金属、冶炼产品库存量、销售量均呈现较大幅度的提高，其中精矿含铜金属销售量与库存量分别同比增长63.65%和189.66%；而公司销售费用率、管理费用率、财务费用率较2020年分别减少0.39%、0.48%与0.14%。最终，公司净利润达11.72亿元，同比增长17.75%。

#### ● 矿产资源丰富，矿山扩证增储未来可期。

公司矿产资源丰富，拥有包括国内凡口铅锌矿、广西盘龙矿与海外多米尼加迈蒙矿、澳大利亚布罗肯山矿区在内的多个矿山；所属矿山共保有金属资源储量锌776.45万吨，铅357.64万吨，银6100.04吨，铜147.35万吨，钴20807吨，金80099千克，镍9.24万吨，较上一年度矿产储量有所增加。2021年，中金岭南共完成生产探矿钻探13197.6米，主要目的是扩大找矿成果；同时，

公司积极寻找资源并购标的、获取新探矿权，在国内外参与资源竞争，打牢资源基础。2021 年公司完成广西盘龙铅锌矿权变更扩证工作，采矿权有效期至 2051 年，彻底解决了矿山发展的资源问题。

### ● 投资建议

公司国内外铅锌资源丰富，布局优化亮点频现，扩产升级项目以及增量勘探项目稳步推进。同时，后疫情时代全球流动性充裕，铅锌市场紧平衡状态支撑铅锌价格企稳回升，公司铅锌产品有望实现量价齐升。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 13.15/18.97/27.52 亿元，同比增速分别为 12.2%/44.3%/45.1%，对应 PE 12X/8X/6X，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

铅锌等有色金属价格波动风险；环保安全政策收紧风险；海外投资风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	44500	48393	53502	57308
收入同比 (%)	47.1%	8.7%	10.6%	7.1%
归属母公司净利润	1172	1315	1897	2752
净利润同比 (%)	17.7%	12.2%	44.3%	45.1%
毛利率 (%)	6.0%	6.4%	7.3%	8.9%
ROE (%)	8.8%	9.0%	11.5%	14.3%
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.52	0.75
P/E	14.88	11.63	8.06	5.56
P/B	1.35	1.05	0.93	0.80
EV/EBITDA	11.47	12.34	9.39	6.67

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9018	8444	8647	8856	<b>营业收入</b>	44500	48393	53502	57308
现金	1783	72	54	29	营业成本	41827	45281	49607	52235
应收账款	587	839	881	929	营业税金及附加	262	302	324	349
其他应收款	247	261	287	310	销售费用	149	252	238	259
预付账款	91	137	140	146	管理费用	533	749	777	826
存货	2407	3015	3201	3345	财务费用	159	146	156	170
其他流动资产	3903	4120	4084	4096	资产减值损失	-23	24	29	31
<b>非流动资产</b>	18586	21166	23923	26726	公允价值变动收益	-28	0	0	0
长期投资	795	888	990	1096	投资净收益	318	349	376	407
固定资产	7727	8025	8231	8430	<b>营业利润</b>	1511	1647	2387	3463
无形资产	4462	5138	5909	6748	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	5602	7115	8793	10452	营业外支出	25	0	0	0
<b>资产总计</b>	27604	29610	32570	35581	<b>利润总额</b>	1489	1647	2387	3463
<b>流动负债</b>	7491	8104	9052	9154	所得税	268	255	375	554
短期借款	3791	3493	4295	4185	<b>净利润</b>	1221	1392	2012	2909
应付账款	1043	1490	1563	1613	少数股东损益	49	78	115	157
其他流动负债	2657	3121	3194	3357	<b>归属母公司净利润</b>	1172	1315	1897	2752
<b>非流动负债</b>	6350	6350	6350	6350	EBITDA	2199	1945	2643	3710
长期借款	1630	1630	1630	1630	EPS (元)	0.33	0.36	0.52	0.75
其他非流动负债	4720	4720	4720	4720					
<b>负债合计</b>	13840	14453	15402	15504					
少数股东权益	514	592	707	864	<b>主要财务比率</b>				
股本	3650	3650	3650	3650	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	1936	1936	1936	1936	<b>成长能力</b>				
留存收益	7663	8978	10875	13628	营业收入	47.1%	8.7%	10.6%	7.1%
归属母公司股东权	13250	14565	16461	19214	营业利润	72.1%	9.0%	44.9%	45.1%
<b>负债和股东权益</b>	27604	29610	32570	35581	归属于母公司净利	17.7%	12.2%	44.3%	45.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	6.0%	6.4%	7.3%	8.9%
					净利率 (%)	2.6%	2.7%	3.5%	4.8%
					ROE (%)	8.8%	9.0%	11.5%	14.3%
					ROIC (%)	5.0%	4.7%	6.5%	8.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	50.1%	48.8%	47.3%	43.6%
					净负债比率 (%)	100.6%	95.4%	89.7%	77.2%
					流动比率	1.20	1.04	0.96	0.97
					速动比率	0.87	0.65	0.58	0.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.61	1.63	1.64	1.61
					应收账款周转率	75.75	57.66	60.74	61.68
					应付账款周转率	40.09	30.39	31.74	32.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.33	0.36	0.52	0.75
					每股经营现金流(薄)	0.48	0.42	0.62	0.88
					每股净资产	3.63	3.99	4.51	5.26
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.88	11.63	8.06	5.56
					P/B	1.35	1.05	0.93	0.80
					EV/EBITDA	11.47	12.34	9.39	6.67

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 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供参考。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达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方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。如未经本公司授权，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。