

# 中金岭南 (000060.SZ)

巩固铅锌主业，进军铜产业链

增持

## 核心观点

**2022年公司归母净利润同比增长3.5%**。2022年公司实现营收553.39亿元(+24.5%)，归母净利润12.12亿元(+3.5%)，扣非归母净利润11.73亿元(+10.91%)，经营性净现金流10.81亿元(-38.85%)。其中2022Q4单季营收84.43亿元(-31.7%)，归母净利润1.67亿元(-8.3%)，扣非归母净利润1.71亿元(+18.2%)。

**公司业绩主要受锌价波动影响**。公司盈利主要来自旗下铅锌矿山，铅价波动较小，而锌价近几年波动较大，是公司盈利变动的主要因素。产销量方面，2022年公司生产铅锌精矿27.40万吨，其中国内18.17万吨，比上年同期提高5.15%；国外生产铅锌精矿金属量9.23万吨。完成生产精矿含金153公斤，精矿含银4.53吨，精矿含铜5360吨。

**全面进军铜产业链**。2022年是公司进军铜产业的元年，公司现金出资收购东营方圆铜业有限公司等全部股权，东营方圆拥有70万吨铜冶炼产能，国内排名第5位，民营铜冶炼企业排名第1。此次重整方圆系企业，标志着中金岭南正式进入铜产业链。在铜的资源端，公司转债项目多米尼加迈蒙矿将于2024年底建成投产，预计年产铜、锌精矿共6万吨。该矿金属品种价值及资源量均较高，具备成为世界级斑岩金铜矿的潜力，预期未来盈利能力较强。

**风险提示：**产能释放进度低于预期，有色金属价格大幅波动风险。

**投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级

假设2023-2025年锌价均为23000元/吨，锌精矿加工费5500元/吨，铜价均为68000元/吨，铜精矿加工费88美元/吨，公司2023/2024/2025年营收分别为784/844/964亿元，同比增速41.6%/7.7%/14.3%，归母净利润分别为14.13/14.86/22.08亿元，同比增速16.5%/5.2%/48.5%，摊薄EPS分别为0.38/0.40/0.59元。当前股价对应PE分别为12/11/9x。通过多角度估值，我们认为公司股票价值5.3-6.1元，2023年动态市盈率14-16倍，相对于公司目前股价有8%-24%左右空间，对应总市值199-227亿元。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矿山，已探明的铜锌铅等有色金属资源总量近千万吨，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，配套铜矿山将于明年建成，进一步打开成长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 44,449 | 55,339 | 78,371 | 84,389 | 96,424 |
| (+/-%)      | 47.1%  | 24.6%  | 41.6%  | 7.7%   | 14.3%  |
| 净利润(百万元)    | 1172   | 1212   | 1413   | 1486   | 2208   |
| (+/-%)      | 17.7%  | 3.5%   | 16.5%  | 5.2%   | 48.5%  |
| 每股收益(元)     | 0.32   | 0.32   | 0.38   | 0.40   | 0.59   |
| EBIT Margin | 3.0%   | 2.7%   | 2.2%   | 2.2%   | 2.8%   |
| 净资产收益率(ROE) | 8.8%   | 8.2%   | 9.1%   | 9.2%   | 12.8%  |
| 市盈率(PE)     | 15.3   | 15.2   | 13.0   | 12.4   | 8.3    |
| EV/EBITDA   | 15.1   | 15.6   | 12.2   | 11.2   | 8.8    |
| 市净率(PB)     | 1.36   | 1.25   | 1.19   | 1.14   | 1.07   |

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

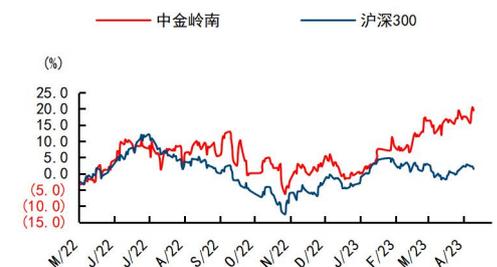
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 增持(首次评级)       |
| 合理估值       |                |
| 收盘价        | 4.92元          |
| 总市值/流通市值   | 18389/18387百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 5.06/3.83元     |
| 近3个月日均成交额  | 174.50百万元      |

### 市场走势



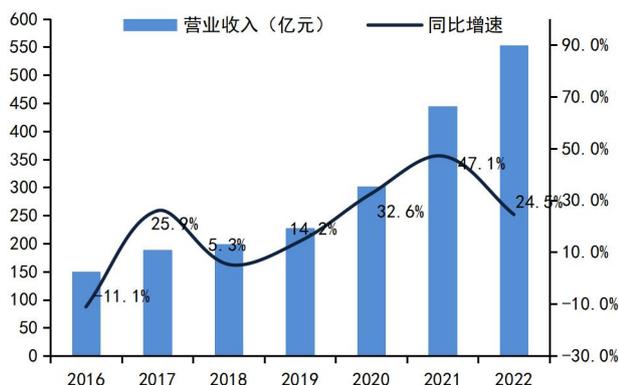
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

2022 年公司归母净利润同比增长 3.5%。2022 年公司实现营收 553.39 亿元（+24.5%），归母净利润 12.12 亿元（+3.5%），扣非归母净利润 11.73 亿元（+10.91%），经营性净现金流 10.81 亿元（-38.85%）。其中 2022Q4 单季营收 84.43 亿元（-31.7%），归母净利润 1.67 亿元（-8.3%），扣非归母净利润 1.71 亿元（+18.2%）。

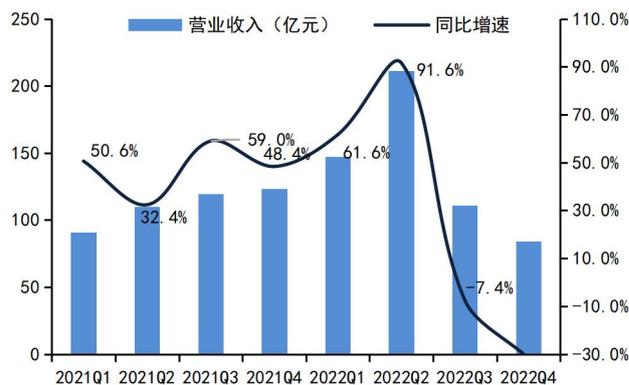
同时公司公告了 2022 年度利润分配预案，以公司 2022 年底总股本 37.4 亿股为基数，每 10 股派人民币现金 1.00 元（含税），现金分红总额 3.74 亿元（含税）。公司 2020-2022 年现金分红合计 10.28 亿元，占最近三年年均可分配利润的 91.24%。

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

**公司业绩主要受锌价波动影响。**公司盈利主要来自旗下铅锌矿山，铅价波动较小，而锌价近几年波动较大，是公司盈利变动的主要因素。

产销量方面，2022 年公司生产铅锌精矿 27.40 万吨，其中国内 18.17 万吨，比上年同期提高 5.15%；国外生产铅锌精矿金属量 9.23 万吨。完成生产精矿含金 153 公斤，精矿含银 4.53 吨，精矿含铜 5360 吨。

2022 年公司冶炼企业生产铅锌金属 35.51 万吨；生产硫酸 25.07 万吨，硫磺 3.21 万吨。2022 年公司深加工企业生产铝型材 2.06 万吨；生产电池锌粉 1.19 万吨；

冲孔镀镍钢带 1000 吨。

图5：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6：国内锌价（元/吨）



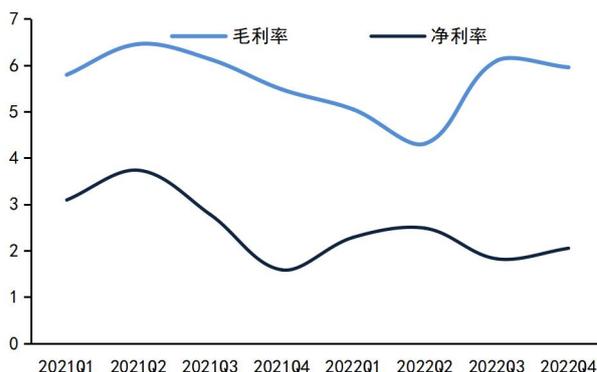
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



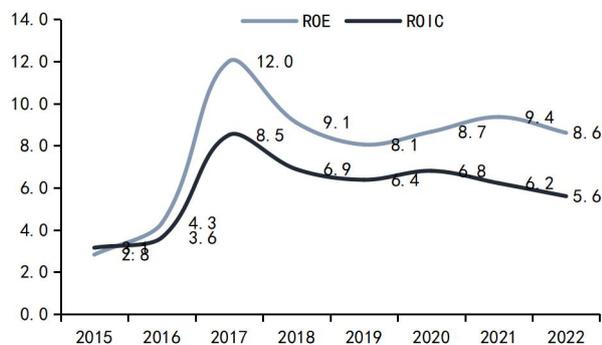
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：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9：公司 ROE、ROIC 变化情况 (%)



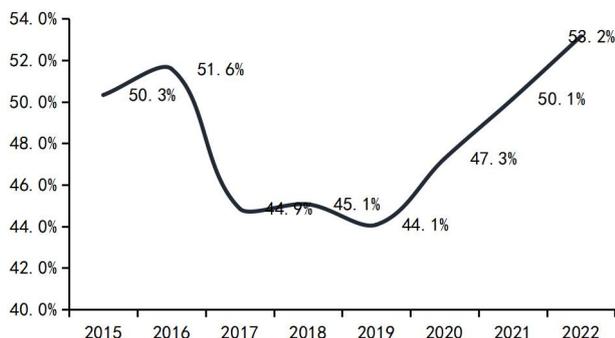
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司经营性净现金流（亿元）



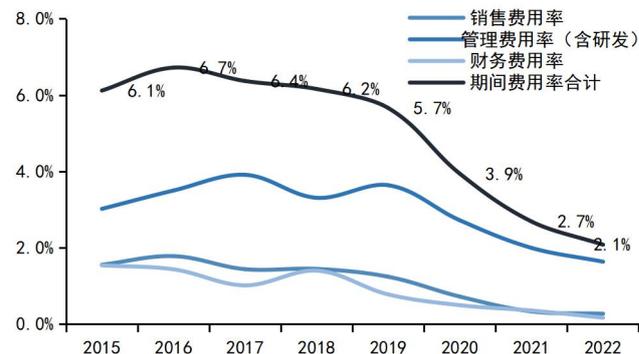
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

## 铅锌头部企业，全面进入铜产业链

公司是以铅、锌、铜等为主业的多金属国际化全产业链资源公司，成立于1984年9月，先后隶属于原中国有色金属工业总公司和原国家有色金属工业局。1997年1月在深圳证券交易所挂牌上市，1999年重组韶关岭南铅锌集团，2000年公司国有股份由原国家有色工业局划归广东省管理，2001年国有股份划归广东省广晟控股集团有限公司。

表1: 截至2022年末公司前10大股东

| 股东名称                    | 占总股本比例 (%) |
|-------------------------|------------|
| 广东省广晟控股集团有限公司           | 34.90      |
| 中铜投资有限公司                | 1.76       |
| 全国社保基金413组合             | 1.07       |
| 香港中央结算有限公司              | 0.99       |
| 云南铜业股份有限公司              | 0.88       |
| 广东广晟有色金属集团有限公司          | 0.82       |
| 中证500交易型开放式指数证券投资基金     | 0.58       |
| 蔡玉栋                     | 0.54       |
| 嘉实资本汇铜1号单一资产管理计划        | 0.43       |
| 富国中证500指数增强型证券投资基金(LOF) | 0.38       |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业务范围涵盖矿山、冶炼、新材料加工、贸易金融、工程技术五大板块。公司直属凡口铅锌矿、子公司广西中金岭南盘龙铅锌矿和澳大利亚佩利雅公司布罗肯山铅锌矿主要负责铅锌矿的开采、选矿，公司直属韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂负责将铅锌精矿冶炼为铅锭、锌锭及锌制品。两大生产环节分别由上述企业负责实施，彼此相对独立，凡口铅锌矿和布罗肯山铅锌矿生产出来的铅锌精矿部分供给韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂，部分销售给国内外其他铅锌冶炼企业。

2022年是公司进军铜产业的元年，公司现金出资收购东营方圆铜业有限公司等全部股权，东营方圆拥有70万吨铜冶炼产能，在国内排名第五位，民营铜冶炼企业排名第一。此次重整方圆系企业，标志着中金岭南正式进入铜产业链。

### ◆ 公司铅锌资源储量丰富，海外铜矿山明年建成

截至2022年底，公司所属矿山保有金属资源量锌693万吨，铅326万吨，银6012

吨，铜 126 万吨，钴 20807 吨，金 66 吨，镍 9.24 万吨。其中凡口铅锌矿是公司主力矿山，迈蒙矿是公司铜和锌的主要增量矿山。

表2: 公司矿山资源储量

| 地区 | 矿区        | 锌          | 铅          | 铜          | 镍            | 银           | 钴            | 金         | 镓          | 锗          | 钨           |
|----|-----------|------------|------------|------------|--------------|-------------|--------------|-----------|------------|------------|-------------|
|    |           | 万吨         |            |            |              |             |              | 吨         |            |            |             |
| 国内 | 凡口矿       | 165        | 104        |            |              | 1792        |              |           | 760        | 128        |             |
|    | 盘龙矿       | 190        | 47         |            |              | 43          |              |           |            |            |             |
|    | 万侯矿       |            |            |            |              | 400         |              |           |            |            | 6311        |
| 国外 | 迈蒙矿       | 97         |            | 103        | 92400        | 1575        |              | 66        |            |            |             |
|    | 布罗肯山矿     | 241        | 175        | 23         |              | 2202        | 20807        |           |            |            |             |
|    | <b>合计</b> | <b>693</b> | <b>326</b> | <b>126</b> | <b>92400</b> | <b>6012</b> | <b>20807</b> | <b>66</b> | <b>760</b> | <b>128</b> | <b>6311</b> |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 公司矿山企业生产精矿铅锌金属量 27.40 万吨，其中国内矿山企业生产铅锌精矿金属量 18.17 万吨，比上年同期提高 5.15%；国外矿山企业生产铅锌精矿金属量 9.23 万吨。完成生产精矿含金 153 公斤，精矿含银 4.53 吨，精矿含铜 5360 吨。根据历史数据，凡口矿年产铅锌矿约 15 万吨，广西盘龙矿年产铅锌矿约 3 万吨，澳大利亚佩利雅年产铅锌矿约 9 万吨。多米尼加迈蒙矿在 2024 年年底建成投产后，具备年产 3 万吨铜和 3 万吨锌的生产能力。

图 13: 公司所属矿山保有金属资源量分布图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司于 2020 年发行可转债募集 17.3 亿元建设多米尼加矿业公司迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目。该项目总投资约 21 亿元，拟开发建设多米尼加矿业公司迈蒙矿地下矿山，设计采选规模 200 万吨/年，矿山服务年限 19 年，预计每年平均可生产精矿含锌、铜、银、金等多种金属合计约 6 万吨。

迈蒙矿南矿床延伸超过 2500 米长，沿着整个迈蒙矿南矿床东南方向地表地球化学异常连续，通过钻探确定矿床可能延伸 500 米。土壤地球化学和地球物理分析表明，该矿权具有进一步勘查火山块状硫化物、浅成热液和世界级斑岩金铜潜力的巨大前景。迈蒙矿金属品种的价值及资源量均较高，较国内同类型矿山资源优势明显，预期未来盈利能力较强。

### ◆ 铅锌冶炼产能稳定

公司拥有两家直属铅锌冶炼厂，韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂，冶炼产能如下表所示。韶关冶炼厂采用密闭鼓风炉冶炼铅锌技术处理多金属矿，同时副产硫酸。丹霞冶炼厂运用锌氧压浸出工艺生产锌锭。

表3：公司铅锌冶炼产能

|       | 锌（万吨） | 铅（万吨） | 银（吨） | 硫酸（万吨） |
|-------|-------|-------|------|--------|
| 韶关冶炼厂 | 15    | 5     | 150  | 20     |
| 丹霞冶炼厂 | 14.8  |       |      | 6      |
| 合计    | 29.8  | 5     | 150  | 26     |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司 2023 年生产经营计划

根据年报披露信息，公司计划 2023 年矿山完成精矿铅锌金属量 27.67 万吨，其中铅金属量 9.44 万吨、锌金属量 18.23 万吨；铜金属量 9657 吨，银金属量 122 吨，金金属量 217 公斤。

计划冶炼企业完成铅锌产量 42.40 万吨，其中铅锭 13.76 万吨，锌锭及锌制品 28.64 万吨；阴极铜 40 万吨；粗铜 2252 吨、电镓 16.5 吨、银锭 181 吨、黄金 100 公斤；工业硫酸 200 万吨，硫磺 3.6 万吨。

## 盈利预测及估值

我们的盈利预测主要基于以下假设条件：

### ◆ 铅锌精矿

**精矿产量：**公司目前拥有凡口矿、盘龙矿、澳大利亚佩利雅三处在产矿山，铅锌比约为 1：2，多米尼加迈蒙矿将于 2024 年年底建成，新增 3 万吨锌精矿产量，据此假设公司 2023-2025 年锌精矿产量分别为 19/19/22 万吨，铅精矿产量分别为 9/9/9 万吨。

**售价：**年初至今锌锭均价 23200 元/吨，铅锭均价 15200 元/吨，呈波动上行趋势，有色金属价格具有周期性，出于审慎，我们假设 2023-2025 年锌金属价格均为 23000 元/吨，铅金属价格均为 15200 元/吨，锌精矿加工费均为 5500 元/吨，铅精矿加工费均为 1050 元/吨。

### ◆ 铜精矿及冶炼

**铜精矿及阴极铜产量：**公司正在建设多米尼加迈蒙矿，建设过程中有少量铜矿产出，2024 年底建成后迈蒙矿年产铜精矿至少 3 万吨。根据公司指引，我们假设 2023-2025 年公司铜精矿产量分别为 9700/10000/30000 吨。公司于 2022 年并购东营方圆铜冶炼厂，产能 70 万吨，公司 2023 年铜冶炼产量指引 40 万吨并立求快速达产，据此假设 2023-2025 年阴极铜产量分别为 40/50/70 万吨。

**售价：**年初至今铜现货均价 68700 元/吨，且处于上涨趋势。同样出于审慎原则，我们假设 2023-2025 年铜价均为 68000 元/吨，铜精矿 TC 加工费为 88 美元/吨。

### ◆ 贸易及其他

公司的有色金属贸易业务占营收比例达 80%，但由于贸易业务毛利率较低，贸易业务毛利润只占 1.2%。另外公司拥有铝型材加工、电池材料、幕墙门窗等业务，

占公司利润的比例较低，并非公司重点发展方向，假设这部分业务营收和成本与2022年持平。

表4：盈利预测假设条件

|                  |          | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------|-------|-------|-------|
| <b>主要产品产销量假设</b> |          |       |       |       |
| 矿山产锌金属量          | 万吨       | 19    | 19    | 22    |
|                  | 凡口铅锌矿    | 10    | 10    | 10    |
|                  | 盘龙铅锌矿    | 2     | 2     | 2     |
|                  | 澳大利亚佩利雅  | 7     | 7     | 7     |
|                  | 多米尼加迈蒙矿  | 0     | 0     | 3     |
| 冶炼产锌金属量          | 万吨       | 29.8  | 29.8  | 29.8  |
|                  | 丹霞冶炼厂    | 14.8  | 14.8  | 14.8  |
|                  | 韶关冶炼厂    | 15    | 15    | 15    |
| 矿山产铅金属量          | 万吨       | 9     | 9     | 9     |
|                  | 广东凡口铅锌矿  | 5     | 5     | 5     |
|                  | 广西盘龙铅锌矿  | 1     | 1     | 1     |
|                  | 澳大利亚佩利雅  | 3     | 3     | 3     |
| 冶炼产铅金属量          | 万吨       | 5     | 5     | 5     |
|                  | 韶关冶炼厂    | 5     | 5     | 5     |
| 矿山产铜金属量          | 万吨       |       |       |       |
|                  | 多米尼加迈蒙矿  | 0.97  | 1     | 3     |
| 冶炼铜产量            | 万吨       |       |       |       |
|                  | 山东中金岭南铜业 | 40    | 50    | 70    |
| 矿山产金金属量          | 千克       | 217   | 217   | 217   |
| 矿山产银金属量          | 吨        | 4.53  | 4.53  | 4.53  |
| 副产硫酸             | 万吨       | 200   | 200   | 200   |
| <b>营业收入假设</b>    |          |       |       |       |
| 锌精矿              | 百万元      | 2808  | 2808  | 3251  |
| 锌锭               | 百万元      | 6329  | 6329  | 6329  |
| 铅精矿              | 百万元      | 1127  | 1127  | 1127  |
| 铅锭               | 百万元      | 673   | 673   | 673   |
| 铜精矿              | 百万元      | 544   | 564   | 1691  |
| 阴极铜              | 百万元      | 24071 | 30088 | 42124 |
| 金                | 百万元      | 91    | 91    | 91    |
| 银                | 百万元      | 21    | 21    | 21    |
| 硫酸               | 百万元      | 400   | 400   | 400   |
| 贸易收入             | 百万元      | 44173 | 44173 | 44173 |
| 铝型材              | 百万元      | 721   | 721   | 721   |
| 电池材料             | 百万元      | 595   | 595   | 595   |
| 幕墙门窗             | 百万元      | 1     | 1     | 1     |
| 其他收入             | 百万元      | 776   | 776   | 776   |
| 其他业务             | 百万元      | 283   | 283   | 283   |
| 内部抵消             | 百万元      | 3978  | 3998  | 5569  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

## 未来3年业绩预测

根据上述假设条件，我们得到公司2023/2024/2025年营收分别为784/844/964亿元，归母净利润分别为14.13/14.86/22.08亿元，每股收益分别为0.38/0.40/0.59元。

表5：未来3年盈利预测表

|      | 单位  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 百万元 | 55339 | 78371 | 84389 | 96424 |

|           |     |             |             |             |             |
|-----------|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业成本      | 百万元 | 52510       | 75166       | 81044       | 92110       |
| 销售费用      | 百万元 | 259         | 367         | 395         | 452         |
| 管理费用      | 百万元 | 152         | 157         | 160         | 174         |
| 研发费用      | 百万元 | 520         | 549         | 549         | 579         |
| 财务费用      | 百万元 | 385         | 392         | 405         | 434         |
| 营业利润      | 百万元 | 1389        | 1607        | 1691        | 2512        |
| 利润总额      | 百万元 | <b>1379</b> | <b>1607</b> | <b>1691</b> | <b>2512</b> |
| 归属于母公司净利润 | 百万元 | <b>1212</b> | <b>1413</b> | <b>1486</b> | <b>2208</b> |
| EPS       |     | 0.32        | 0.38        | 0.40        | 0.59        |
| ROE       |     | 8%          | 9%          | 9%          | 13%         |

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

公司产品为铅、锌、铜精矿以及冶炼产品，精矿类产品可以赚取金属价格涨跌收益，冶炼类产品主要赚取加工费，影响公司盈利的因素归结为“量”和“价”，以下从锌和铜的价格以及产销量两方面进行盈利预测的敏感性分析。

### 敏感性分析 1-产销量变动

未来 3 年，公司锌/铅/铜精矿产量稳中有增，但存在不可控因素导致项目进度不及预期，或者项目实际产量高于预测值的情况。乐观预测是未来 3 年矿山金属产销量比基本假设高 10%，悲观预测是未来 3 年产销量比基本假设低 10%，对公司业绩影响如下表所示。

表 6: 情景分析（乐观、中性、悲观）

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>乐观预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)   | 44,449 | 55,339 | 78,484 | 84,501 | 96,537 |
| (+/-%)      | 47.1%  | 24.6%  | 41.8%  | 7.7%   | 14.2%  |
| 净利润(百万元)    | 1172   | 1212   | 1767   | 1842   | 2647   |
| (+/-%)      | 17.7%  | 3.5%   | 45.7%  | 4.3%   | 43.7%  |
| 摊薄 EPS      | 0.32   | 0.32   | 0.47   | 0.49   | 0.71   |
| <b>中性预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)   | 44,449 | 55,339 | 78,371 | 84,389 | 96,424 |
| (+/-%)      | 47.1%  | 24.6%  | 41.6%  | 7.7%   | 14.3%  |
| 净利润(百万元)    | 1172   | 1212   | 1413   | 1486   | 2208   |
| (+/-%)      | 17.7%  | 3.5%   | 16.5%  | 5.2%   | 48.5%  |
| 摊薄 EPS(元)   | 0.32   | 0.32   | 0.38   | 0.40   | 0.59   |
| <b>悲观预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入(百万元)   | 44,449 | 55,339 | 78,258 | 84,276 | 96,311 |
| (+/-%)      | 47.1%  | 24.6%  | 41.4%  | 7.7%   | 14.3%  |
| 净利润(百万元)    | 1172   | 1212   | 1058   | 1131   | 1769   |
| (+/-%)      | 17.7%  | 3.5%   | -12.7% | 6.9%   | 56.4%  |
| 摊薄 EPS      | 0.32   | 0.32   | 0.28   | 0.30   | 0.47   |
| 总股本(百万股)    | 3738   | 3738   | 3738   | 3738   | 3738   |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 敏感性分析 2-锌和铜价格波动

我们在盈利预测中假设 2023 年锌价格为 23000 元/吨，铜价为 68000 元/吨。公司矿山开采成本短期相对固定，金属价格波动对公司盈利影响显著。我们列举不同锌、铜价格假设下，公司 2023 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表7: 不同毛利润水平下公司的归母净利润(百万元)

|         |       | 锌价(元/吨) |       |       |       |       |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |       | 20000   | 21500 | 23000 | 24500 | 26000 |
| 铜价(元/吨) | 64000 | 928     | 1,168 | 1,408 | 1,648 | 1,888 |
|         | 66000 | 931     | 1,170 | 1,410 | 1,650 | 1,890 |
|         | 68000 | 933     | 1,173 | 1,413 | 1,652 | 1,892 |
|         | 70000 | 935     | 1,175 | 1,415 | 1,655 | 1,895 |
|         | 72000 | 938     | 1,177 | 1,417 | 1,657 | 1,897 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

**绝对估值: 5.5-6.8**

估值假设条件见下表:

表8: 公司盈利预测假设条件

|             | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | 32.47% | 47.09% | 24.58% | 41.62% | 7.68%  | 14.26% | 10.00% | 5.00%  |
| 营业成本/营业收入   | 93.13% | 94.04% | 94.89% | 95.91% | 96.04% | 95.53% | 95.53% | 95.53% |
| 管理费用/营业收入   | 1.40%  | 1.05%  | 0.79%  | 0.70%  | 0.65%  | 0.60%  | 0.60%  | 0.60%  |
| 研发费用/营业收入   | 1.04%  | 0.80%  | 0.70%  | 0.50%  | 0.48%  | 0.45%  | 0.45%  | 0.45%  |
| 销售费用/销售收入   | 0.72%  | 0.33%  | 0.27%  | 0.20%  | 0.19%  | 0.18%  | 0.18%  | 0.18%  |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.59%  | 0.59%  | 0.47%  | 0.47%  | 0.47%  | 0.47%  | 0.47%  | 0.47%  |
| 所得税税率       | 11.84% | 17.99% | 10.42% | 10.42% | 10.42% | 10.42% | 10.42% | 10.42% |
| 股利分配比率      | 48.05% | 42.92% | 51.06% | 51.06% | 51.06% | 51.06% | 51.06% | 51.06% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去 5 年的剔除财务杠杆 beta 算数平均值(1.03x); 股票风险溢价率采用 6.50%; 由此计算出 WACC 为 9.6%。

表9: 资本成本假设

|              |       |             |        |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta     | 1.03  | T           | 10.42% |
| 无风险利率        | 2.18% | Ka          | 8.88%  |
| 股票风险溢价       | 6.50% | 有杠杆 Beta    | 1.66   |
| 公司股价(元)      | 4.92  | Ke          | 12.99% |
| 发行在外股数(百万)   | 3738  | E/(D+E)     | 59.33% |
| 股票市值(E, 百万元) | 18389 | D/(D+E)     | 40.67% |
| 债务总额(D, 百万元) | 12605 | WACC        | 9.64%  |
| Kd           | 5.30% | 永续增长率(10年后) | 1.0%   |

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 5.5-6.8 元。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

|                     |             | WACC 变化 |      |             |      |       |
|---------------------|-------------|---------|------|-------------|------|-------|
|                     |             | 9.0%    | 9.3% | 9.64%       | 9.9% | 10.2% |
| 永续<br>增长<br>率变<br>化 | 1.9%        | 7.83    | 7.29 | 6.79        | 6.33 | 5.91  |
|                     | 1.6%        | 7.52    | 7.01 | 6.54        | 6.11 | 5.70  |
|                     | 1.3%        | 7.24    | 6.76 | 6.31        | 5.90 | 5.51  |
|                     | <b>1.0%</b> | 6.98    | 6.52 | <b>6.09</b> | 5.70 | 5.33  |
|                     | 0.7%        | 6.73    | 6.30 | 5.89        | 5.52 | 5.17  |
|                     | 0.4%        | 6.51    | 6.09 | 5.71        | 5.35 | 5.01  |
|                     | 0.1%        | 6.30    | 5.90 | 5.53        | 5.18 | 4.86  |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 5.3-6.1

公司业务主要涉及铅锌采选冶产业链, 并全面进军铜产业链。我们选取铜铅锌采选冶产业链的驰宏锌锗、西部矿业、紫金矿业作为可比公司:

**驰宏锌锗**主要从事铅、锌、锗系列产品的采选、冶炼、深加工与销售。截至本报告期末, 具有年采选矿石 300 万吨、矿产铅锌金属产能 40 万吨、铅锌冶炼产能 63 万吨、银 150 吨、金 70 千克、锗产品含锗 60 吨, 镉、铋、锑等稀贵金属 400 余吨的综合生产能力。经过 70 余年的发展, 公司已形成集采矿、选矿、冶金、化工、深加工、贸易和科研为一体的完整产业链。

**西部矿业**是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务, 以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售。

**紫金矿业**是国内有色上市公司核心标的, 2022 年为全球第 6 大铜生产企业, 全球第 9 大金生产企业, 全球第 4 大铅锌生产企业。公司矿产资源储量丰富, 国际化进程不断加快, 战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型, 核心矿种实现多元化布局, 中长期成长路径明确, 未来有望跻身全球超一流国际矿业企业。

**中金岭南**是国内铅锌采选冶头部生产企业, 拥有凡口铅锌矿等国内优质铅锌矿山, 通过一系列收购兼并、资源整合, 直接掌控的已探明的铜锌铅等有色金属资源总量近千万吨。公司通过并购东营方圆铜冶炼厂, 正式进军铜产业链, 配套铜矿山将于明年建成, 进一步打开成长空间。鉴于我们对今年锌、铜价格价格假设较为保守, 且考虑到公司在 2025 年业绩高增长, 我们给予公司 2023 年 14-16 倍估值, 得到公司的合理估值区间为 5.3-6.1 元, 对应约 199-227 亿市值, 相较当前市值有 8%-24%溢价空间。

表11: 可比公司估值比较

| 简称        | 股价(4月13日) | 总市值(亿元) | EPS     |       |       | PE   |       |       | PB (2022Q3) |     |
|-----------|-----------|---------|---------|-------|-------|------|-------|-------|-------------|-----|
|           |           |         | 2021    | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |             |     |
| 600497.SH | 驰宏锌锗      | 5.44    | 277.0   | 0.11  | 0.38  | 0.46 | 49.5  | 14.3  | 11.8        | 1.7 |
| 601168.SH | 西部矿业      | 13.13   | 312.9   | 1.23  | 1.45  | 1.5  | 10.7  | 9.1   | 8.8         | 1.6 |
| 601899.SH | 紫金矿业      | 13.40   | 3,468.9 | 0.6   | 0.76  | 0.95 | 22.3  | 17.6  | 14.1        | 2.7 |
|           | 平均值       |         |         |       |       |      | 27.5  | 13.7  | 11.6        |     |
| 000060.SZ | 中金岭南      | 4.92    | 183.9   | 0.32  | 0.32  | 0.38 | 15.4  | 15.4  | 12.9        | 1.1 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 备注: 可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

## 投资建议

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。假设 2023–2025 年锌价均为 23000 元/吨，锌精矿加工费 5500 元/吨，铜价均为 68000 元/吨，铜铜精矿加工费 88 美元/吨，得到公司 2023/2024/2025 年营收分别为 784/844/964 亿元，同比增速 41.6%/7.7%/14.3%，归母净利润分别为 14.13/14.86/22.08 亿元，同比增速 16.5%/5.2%/48.5%，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.40/0.59 元。当前股价对应 PE 分别为 12/11/9x。通过多角度估值，我们认为公司股票价值在 5.3–6.1 元之间，2023 年动态市盈率在 14–16 倍之间，相对于公司目前股价有 8%–24% 左右空间，对应总市值在 199–227 亿元之间。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，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，配套铜矿山将于明年建成，进一步打开成长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 5.3–6.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.2%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或下游应用行业类似的企业进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司 23 年 14–16 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 1、我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，但存在因政府审批、疫情等因素导致建设进度低于预期，从而使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；
- 2、我们基于国家产业政策、新能源汽车等领域的发展趋势，判断公司产品下游应用领域迎来高速增长，公司产品销售顺畅。但不排除国家产业政策变动、下游发展弱于预期，造成公司产品市场需求增长不及预期，由此带来公司产销量低于假设的风险；

3、我们假设公司的贸易业务及铝加工产品利润与 2022 年持平，但不排除由于市场竞争加剧、下游需求偏弱、人工及能源成本上升等原因，导致盈利能力下滑的风险。

### 经营风险

公司经营情况受铅、锌、铜市场行情影响较大。铅、锌、铜作为大宗商品原材料，价格波动受宏观经济形式、国内外风险事件等因素影响，存在较大不确定性，有色金属价格急涨急跌容易造成公司经营业绩波动较大。

### 财务风险

近年来公司一方面大规模扩产，资本开支增加，另一方面随着有色金属价格大幅波动和产销量增加，经营环节资金占用显著增加。公司若财务管理不当，可能存在流动性的风险。

### 技术风险

由于技术产业化与市场化存在着不确定性，且研发项目需要一定的开发周期，开发过程中可能出现市场发展趋势变化等不确定因素，造成技术研发偏离市场需求，或新开发技术无法规模化运用等问题，将可能对公司的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

### 政策风险

公司所处有色金属行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于税收优惠政策、节能环保政策等变化，给公司经营带来不确定风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                    | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 现金及现金等价物         | 1783         | 3103         | 3000         | 3000         | 3000         | 营业收入               | 44449         | 55339         | 78371         | 84389         | 96424         |
| 应收款项             | 834          | 1020         | 1503         | 1618         | 1849         | 营业成本               | 41800         | 52510         | 75166         | 81044         | 92110         |
| 存货净额             | 2407         | 3489         | 4065         | 4371         | 4969         | 营业税金及附加            | 262           | 259           | 367           | 395           | 452           |
| 其他流动资产           | 1813         | 747          | 784          | 844          | 964          | 销售费用               | 149           | 152           | 157           | 160           | 174           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9018</b>  | <b>10002</b> | <b>10320</b> | <b>10802</b> | <b>11750</b> | 管理费用               | 533           | 520           | 549           | 549           | 579           |
| 固定资产             | 12250        | 15107        | 17242        | 19068        | 20177        | 研发费用               | 355           | 385           | 392           | 405           | 434           |
| 无形资产及其他          | 4462         | 5037         | 4836         | 4636         | 4435         | 财务费用               | 159           | 94            | 134           | 144           | 165           |
| 投资性房地产           | 1079         | 1790         | 1790         | 1790         | 1790         | 投资收益               | 318           | 62            | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 795          | 716          | 751          | 786          | 821          | 资产减值及公允价值变动        | (51)          | (179)         | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>27604</b> | <b>32652</b> | <b>34941</b> | <b>37082</b> | <b>38974</b> | 其他收入               | (303)         | (296)         | (392)         | (405)         | (434)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 4409         | 6767         | 7399         | 8525         | 8751         | 营业利润               | 1511          | 1389          | 1607          | 1691          | 2512          |
| 应付款项             | 1082         | 1367         | 1829         | 1967         | 2236         | 营业外净收支             | (22)          | (10)          | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 2000         | 1726         | 2247         | 2414         | 2743         | <b>利润总额</b>        | <b>1489</b>   | <b>1379</b>   | <b>1607</b>   | <b>1691</b>   | <b>2512</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7491</b>  | <b>9860</b>  | <b>11475</b> | <b>12907</b> | <b>13729</b> | 所得税费用              | 268           | 144           | 167           | 176           | 262           |
| 长期借款及应付债券        | 4635         | 5206         | 5206         | 5206         | 5206         | 少数股东损益             | 49            | 23            | 27            | 28            | 42            |
| 其他长期负债           | 1714         | 2292         | 2462         | 2632         | 2802         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>1172</b>   | <b>1212</b>   | <b>1413</b>   | <b>1486</b>   | <b>2208</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>6350</b>  | <b>7497</b>  | <b>7667</b>  | <b>7837</b>  | <b>8007</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>13840</b> | <b>17357</b> | <b>19142</b> | <b>20744</b> | <b>21737</b> | 净利润                | 1172          | 1212          | 1413          | 1486          | 2208          |
| 少数股东权益           | 514          | 539          | 552          | 566          | 586          | 资产减值准备             | 13            | 26            | 21            | 7             | 5             |
| 股东权益             | 13250        | 14757        | 15448        | 16175        | 17256        | 折旧摊销               | 758           | 783           | 1343          | 1667          | 1885          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>27604</b> | <b>32652</b> | <b>35142</b> | <b>37485</b> | <b>39579</b> | 公允价值变动损失           | 51            | 179           | 0             | 0             | 0             |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用               | 159           | 94            | 134           | 144           | 165           |
| 每股收益             | 0.32         | 0.32         | 0.38         | 0.40         | 0.59         | 营运资本变动             | 2080          | (298)         | 78            | 1             | (176)         |
| 每股红利             | 0.14         | 0.17         | 0.19         | 0.20         | 0.30         | 其它                 | 15            | (15)          | (8)           | 6             | 15            |
| 每股净资产            | 3.63         | 3.95         | 4.13         | 4.33         | 4.62         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>4089</b>   | <b>1889</b>   | <b>2847</b>   | <b>3169</b>   | <b>3938</b>   |
| ROIC             | 5%           | 6%           | 6%           | 6%           | 8%           | 资本开支               | 0             | (3404)        | (3501)        | (3501)        | (3001)        |
| ROE              | 9%           | 8%           | 9%           | 9%           | 13%          | 其它投资现金流            | (1153)        | 537           | 675           | 0             | 0             |
| 毛利率              | 6%           | 5%           | 4%           | 4%           | 4%           | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(1298)</b> | <b>(2788)</b> | <b>(2861)</b> | <b>(3536)</b> | <b>(3036)</b> |
| EBIT Margin      | 3%           | 3%           | 2%           | 2%           | 3%           | 权益性融资              | 10            | 4             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 5%           | 4%           | 4%           | 4%           | 5%           | 负债净变化              | (319)         | 826           | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 47%          | 25%          | 42%          | 8%           | 14%          | 支付股利、利息            | (503)         | (619)         | (721)         | (759)         | (1127)        |
| 净利润增长率           | 18%          | 3%           | 17%          | 5%           | 49%          | 其它融资现金流            | (1064)        | 1802          | 632           | 1126          | 225           |
| 资产负债率            | 52%          | 55%          | 56%          | 57%          | 56%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(2698)</b> | <b>2220</b>   | <b>(89)</b>   | <b>367</b>    | <b>(902)</b>  |
| 息率               | 2.7%         | 3.4%         | 3.9%         | 4.1%         | 6.1%         | <b>现金净变动</b>       | <b>93</b>     | <b>1320</b>   | <b>(103)</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| P/E              | 15.3         | 15.2         | 13.0         | 12.4         | 8.3          | 货币资金的期初余额          | 1690          | 1783          | 3103          | 3000          | 3000          |
| P/B              | 1.4          | 1.2          | 1.2          | 1.1          | 1.1          | 货币资金的期末余额          | 1783          | 3103          | 3000          | 3000          | 3000          |
| EV/EBITDA        | 15.1         | 15.6         | 12.2         | 11.2         | 8.8          | 企业自由现金流            | 0             | (1564)        | (521)         | (189)         | 1106          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0             | 1064          | (309)         | 481           | 847           |

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

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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