

玉龙投产量价齐升，业绩同比大增

2022 年 01 月 26 日

➤ **事件：2022 年 1 月 25 日，公司发布 2021 年年度业绩预增公告。**预计公司 2021 年度实现归母净利润 29.08 亿元左右，同比增长 220%，扣非归母净利润 28.46 亿元左右，同比增加 144%。单季度看，Q4 预计实现归母净利润 6.50 亿元左右 环比减少 23.28% 扣非归母净利润 6.45 亿元左右 环比减少 23.01%。**业绩符合我们预期。**

➤ **玉龙铜矿二期增量叠加主要金属全年价格高位运行，公司 2021 年业绩同比大幅增长。**产量：2021 年公司玉龙铜矿二期顺利达产。2021H1 公司铜精矿产量由 23346 吨提升至 56043 吨，增量 32697 吨，考虑到 Q1 仍在产能爬坡阶段，下半年产量应当更高，年内玉龙二期预计贡献增量 7 万吨以上。加上玉龙一期的 3 万吨和内蒙古获各琦铜矿 2 万吨，预计全年铜精矿产量或超过 12 万吨，较 20 年的 4.75 万吨同比增长 150%以上。价格：2021 年铜均价同比增长 40.4% 至 6.83 万元/吨，锌价同比增长 23.1% 至 2.23 万元/吨，均有大幅增长。

➤ **21Q4 铁矿石价格环比下跌，同时年末或有较多费用计提致使利润环比下滑。**产量：玉龙铜业二期投产顺利，预计下半年均为满产状态，Q4 产量环比持稳。价：Q4 铜、锌价格环比稳中有升，铁矿石价格环比跌幅较大。LME 铜、LME 锌、LME 铅、铁矿石价格 Q4 环比分别变化+1.9%、+10.74%、-1.9%、-37.7%。此外，临近年末，Q4 或有部分费用计提或减值。

➤ **未来核心看点：**

① **玉龙铜矿二期 2022 年完全满产，铜精矿产量或达 10 万吨，假设玉龙铜矿一期与获各琦铜矿产量不变，2022 年公司铜精矿产量或达 15 万吨。**玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，已探明铜金属量约为 650 万吨，品位达 0.68%，满产后年产矿石量近 2000 万吨，根据平均品位测算，年产铜精矿 13 万吨。公司目前持有其 58% 股权。该铜矿项目一期工程于 2016 年完工，二期工程于 2020 年底正式投产，2021 年开始贡献增量并逐渐满产，2022 年全年满产，铜精矿产量同比或仍有增长。

② **镍、钒项目预计 2022 年相继投产。**2020 年度公司镍保有资源储量 25.24 万吨，镍矿的改扩建项目预计 2022 年上半年投入试生产，达产后年产镍金属量 3000 吨；西矿钒科技公司二期扩建预计 2022 年 4 月份带料试车。

➤ **投资建议：**金属价格高位，玉龙持续增厚公司盈利，公司业绩平稳增长。我们预计公司 2021-2023 年将实现归母净利 29.2 亿元、34.1 亿元和 36.1 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.43 元和 1.51 元；对应 1 月 25 日收盘价的 PE 分别为 11、9 和 9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格大幅下跌，产能释放不及预期，下游需求不达预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	28,550	36,248	37,569	38,629
增长率(%)	-6.6	27.0	3.6	2.8
归属母公司股东净利润(百万元)	908	2,924	3,414	3,607
增长率(%)	-9.9	222.1	16.7	5.7
每股收益(元)	0.38	1.23	1.43	1.51
PE	34	11	9	9
PB	2.7	2.3	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 1 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

13.09 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之工业金属篇：稳增长发力，供需有望共振

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	28,550	36,248	37,569	38,629
营业成本	24,542	29,332	29,791	30,472
营业税金及附加	389	616	566	598
销售费用	41	54	83	72
管理费用	634	634	730	744
研发费用	150	91	138	137
EBIT	1,976	5,521	6,261	6,607
财务费用	814	494	441	390
资产减值损失	-11	10	8	8
投资收益	-296	-181	-218	-243
营业利润	1,716	4,873	5,652	6,022
营业外收支	-65	86	16	24
利润总额	1,651	4,959	5,668	6,046
所得税	305	595	680	726
净利润	1,346	4,364	4,987	5,320
归属于母公司净利润	908	2,924	3,414	3,607
EBITDA	3,240	7,455	8,447	8,923

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,305	7,251	13,105	20,432
应收账款及票据	325	339	373	385
预付款项	323	433	447	445
存货	3,143	3,993	3,960	4,059
其他流动资产	3,991	4,531	5,131	5,693
流动资产合计	14,087	16,546	23,016	31,014
长期股权投资	1,220	693	471	178
固定资产	21,087	24,316	26,675	28,606
无形资产	5,711	6,493	6,995	7,535
非流动资产合计	33,817	34,322	34,773	35,421
资产合计	47,904	50,868	57,789	66,436
短期借款	6,611	988	0	0
应付账款及票据	2,515	2,733	2,835	2,917
其他流动负债	9,893	9,573	9,677	9,761
流动负债合计	19,018	13,294	12,511	12,677
长期借款	8,755	12,598	15,304	18,454
其他长期负债	4,491	4,973	4,983	4,993
非流动负债合计	13,246	17,570	20,286	23,447
负债合计	32,264	30,865	32,798	36,124
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	4,729	6,170	7,743	9,457
股东权益合计	15,640	20,004	24,991	30,312
负债和股东权益合计	47,904	50,868	57,789	66,436

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.60	26.96	3.64	2.82
EBIT 增长率	35.26	179.40	13.40	5.52
净利润增长率	-9.86	222.10	16.75	5.66
盈利能力 (%)				
毛利率	14.04	19.08	20.70	21.12
净利润率	4.72	12.04	13.28	13.77
总资产收益率 ROA	1.90	5.75	5.91	5.43
净资产收益率 ROE	8.32	21.14	19.79	17.30
偿债能力				
流动比率	0.74	1.24	1.84	2.45
速动比率	0.53	0.87	1.44	2.04
现金比率	0.33	0.55	1.05	1.61
资产负债率 (%)	67.35	60.68	56.75	54.37
经营效率				
应收账款周转天数	4.16	3.25	3.54	3.54
存货周转天数	46.75	49.69	48.52	48.62
总资产周转率	0.60	0.71	0.65	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	1.23	1.43	1.51
每股净资产	4.58	5.81	7.24	8.75
每股经营现金流	1.38	2.50	3.43	3.63
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	34	11	9	9
PB	2.7	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.99	6.01	4.81	4.09
股息收益率 (%)	0.32	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,346	4,364	4,987	5,320
折旧和摊销	1,264	1,934	2,186	2,316
营运资金变动	-477	-1,073	132	37
经营活动现金流	3,280	5,961	8,167	8,654
资本开支	-4,509	-2,727	-2,829	-3,219
投资	-180	-158	-320	-249
投资活动现金流	-5,399	-3,067	-3,366	-3,711
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,320	-1,299	1,728	3,160
筹资活动现金流	993	-1,949	1,053	2,385
现金净流量	-1,131	946	5,854	7,327

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001