



# 中金岭南 (000060.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 一体两翼，铜锌协力

### 投资逻辑

“一体两翼”战略路径打造全产业链资源公司。公司海内外所属矿山保有锌金属资源 693 万吨、铅金属 326 万吨、铜金属 126 万吨、银金属 6012 吨及黄金、钴、镍等多种金属资源，2022 年生产精矿含铅锌金属量 27.4 万吨。公司力争到“十四五”末实现营收 1000 亿元、利润 20 亿元以上，制定“一体两翼”战略实施路径，“一体”即提升所控制的铅锌铜金属资源量，“两翼”即打造铅锌和铜冶炼及精深加工产业链，尤其是转战铜产业链。

**铅锌铜消费长期向好。**铅锌为伴生矿产，受增量项目前期勘探支出下降和存量项目资源增长有限，铅锌精矿供给增速放缓。新基建创造锌消费长期增长空间，铅需求较为平稳，预计供给增速回落、需求稳定增长下 2023-2025 年锌价分别为 2.17/2.15/2.15 万元/吨，供需稳定下铅价中枢维持 1.52 万元/吨。过去几年铜矿资本开支较少，2024 年开始矿端供应增速或将下滑，同时美联储加息周期尾声，宏观因素对铜价压制将有所缓解，预计铜价中枢将维持 6.9 万元/吨高位。

**炼锌渣项目投产增加铅锌冶炼产能。**公司下属凡口铅锌矿、盘龙铅锌矿和布罗肯山三座铅锌矿山，丹霞和韶关两座冶炼厂，截至 2022 年底铅锌采选年产能 30 万吨，铅锌冶炼年产能 42 万吨，产能提升来自 2022 年 6 月投产的丹霞冶炼厂炼锌渣项目增加的 11.61 万吨铅锭产能，预计上述项目达产后公司铅锌冶炼产能将达到 46.41 万吨。

**并表中金岭南铜业，转战铜产业链。**公司 2023 年 2 月接管山东中金岭南铜业并实现并表，上述企业 2021 年营收 113 亿元，拥有铜冶炼产能 70 万吨，当前开工产能 40 万吨，预计随技改项目推进和产能释放，2023-2025 年阴极铜销量分别为 40/50/60 万吨。公司控制的铜金属资源共计 126 万吨，2022 年底竞得广东省内两项铜多金属矿探矿权，铜金属资源有望进一步增厚，控股股东广晟控股集团下属大宝山矿和泛澳公司 Frieda River 项目保有铜资源 1221.8 万吨，迈蒙矿 200 万吨/年项目投产后将与铜冶炼实现协同，降低阴极铜原料成本，展现一体化优势。

**成功制备砷化镓单晶，向半导体材料进军。**截至 2022 年底，公司凡口铅锌矿保有镓金属 760 吨和锗金属 128 吨，规划 2023 年生产电镓 16.5 吨。2023 年 5 月以来，韶关冶炼厂先后自主成功合成砷化镓多晶、6N 高纯铟、高质量砷化镓单晶，为年产 86 万片高纯半导体衬底材料项目建成投产奠定坚实基础。

### 盈利预测&投资建议

预计公司 2023-2025 年营收分别为 775/856/919 亿元，预计实现归母净利润分别为 15.48/18.10/24.22 亿元，EPS 分别为 0.41/0.48/0.65 元，对应 PE 分别为 14.13/12.08/9.03 倍。参考可比公司 2023 年 15 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 6.21 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

产能释放不及预期；产品价格大幅波动；人民币汇率波动风险。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

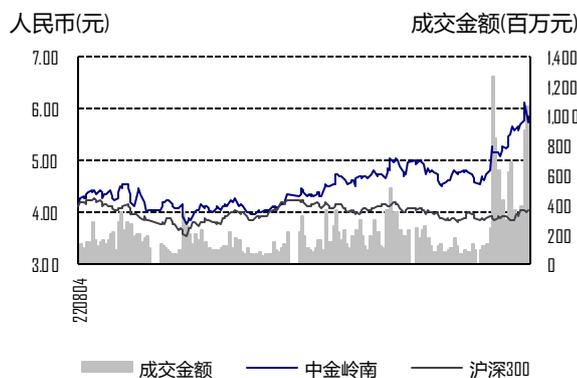
lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.85 元

目标价 (人民币)：6.21 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,473	55,367	77,467	85,555	91,943
营业收入增长率	47.05%	24.50%	39.92%	10.44%	7.47%
归母净利润(百万元)	1,172	1,212	1,548	1,810	2,422
归母净利润增长率	17.75%	3.47%	27.68%	16.97%	33.78%
摊薄每股收益(元)	0.321	0.324	0.414	0.484	0.648
每股经营性现金流净额	0.48	0.29	1.17	1.04	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.84%	8.22%	10.07%	10.82%	12.97%
P/E	15.30	12.64	14.13	12.08	9.03
P/B	1.35	1.04	1.42	1.31	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、中金岭南——一体两翼，铜锌协力.....	5
二、供需趋紧，铅锌铜消费长期向好.....	7
2.1 供给趋紧，新基建打开锌需求空间.....	7
2.2 消费稳中有增，铅供需平衡转向紧缺.....	11
2.3 铜供给增速放缓，需求具备长期增长动能.....	12
三、铅锌龙头资源雄厚，增储与扩产并行.....	14
3.1 资源雄厚，实现矿产全球布局.....	14
3.2 炼锌渣绿色化项目投产，铅锌冶炼产能显著提升.....	17
3.3 成功制备高质量砷化镓单晶，向半导体材料领域进军.....	19
四、转战铜产业链，持续增厚铜资源储备.....	20
五、背靠广晟控股集团，雄厚资源助力铜产业发展.....	22
5.1 大宝山矿业业绩创建矿新高，持华南地区已探明最大铜硫矿.....	22
5.2 集团积极布局海外资源，泛澳公司铜金矿资源丰富.....	24
六、盈利预测&投资建议.....	28
6.1 核心假设.....	28
6.2 盈利预测.....	29
6.3 估值及投资建议.....	29
七、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1： 公司产品涉及矿山、冶炼、新材料板块（股权比例截至 2023 年一季报）.....	5
图表 2： 1Q2023 营业收入同比增长 13.99%.....	6
图表 3： 1Q2023 归母净利润下降 3.73%.....	6
图表 4： 有色金属贸易业务营收占比逐年上涨.....	6
图表 5： 精矿和冶炼产品对毛利润贡献达 84.72%.....	6
图表 6： 精矿产品毛利率高于其他产品（单位：%）.....	7
图表 7： 2023 年锌价有所回升.....	7
图表 8： 2022 年全球锌精矿产量下降 2.5%至 1247.6 万吨.....	8
图表 9： 2022 年全球精炼锌产量下降 4.1%至 1328.6 万吨.....	8
图表 10： 2022 年全球锌矿勘探支出回升 58%.....	8
图表 11： 2022 年全球精炼锌需求减少 3.3%至 1359 万吨.....	9
图表 12： ILZSG 预测 2023 年全球精炼锌仍保持紧缺.....	9
图表 13： 锌凭借其良好的耐腐蚀性大量用于电镀领域.....	9



图表 14:	基础设施和建筑是锌终端消费的主要领域	9
图表 15:	房地产竣工回暖 (单位: %)	10
图表 16:	家电销量与房地产竣工面积正相关 (单位: %)	10
图表 17:	输电线路铁塔要求镀锌层厚度最少为 55 $\mu$ m	10
图表 18:	预测 2023 年特高压线路累计达到 4.63 万公里	11
图表 19:	我国铁路电化率逐年提升	11
图表 20:	铅价震荡运行	11
图表 21:	ILZSG 预测全球精炼铅供需紧平衡	11
图表 22:	原生铅主要用于生产铅酸电池及 PVC 稳定剂	12
图表 23:	再生铅主要用于生产铅酸电池及焊料	12
图表 24:	铜价领先铜矿资本开支	12
图表 25:	铜矿资本开支指引铜矿产量	12
图表 26:	预测 2023 年我国铜消费量增长 2% (单位: 万吨)	13
图表 27:	2022 年电力占我国铜下游消费 45%	13
图表 28:	我国电网工程投资规模提升	13
图表 29:	我国电源工程投资完成额快速提升 (亿元)	13
图表 30:	预测 2024 年新能源汽车耗铜量将达到 153.14 万吨	13
图表 31:	公司矿产资源布局从国内走向国际	14
图表 32:	公司国内外铅锌储量超千万吨	14
图表 33:	2022 年底凡口铅锌矿保有锌金属 164.67 万吨、铅金属 103.51 万吨	14
图表 34:	2022 年底盘龙铅锌矿保有锌金属量 189.78 万吨、铅金属量 46.54 万吨	15
图表 35:	布罗肯山铅锌矿保有锌金属 217.33 万吨、铅金属 174.47 万吨	16
图表 36:	多米尼加迈蒙矿和探矿项目资源储量巨大	16
图表 37:	公司铅锌精矿产量稳定	17
图表 38:	2022 年公司境内铅锌精矿产量增长 5.15%	17
图表 39:	丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目显著提升环保水平	18
图表 40:	公司铅锌冶炼产能达到 42 万吨	18
图表 41:	2022 年铅锌冶炼产品产销量分别增长 23.62%和 22.29%	18
图表 42:	韶关冶炼厂采用 ISP 工艺生产铅锭、锌锭	19
图表 43:	丹霞冶炼厂采用锌氧压浸出工艺生产锌锭	19
图表 44:	美欧日将镓、锗列为关键矿产/原材料	19
图表 45:	2022 年金属镓下游应用分布	19
图表 46:	凡口铅锌矿尾矿资源综合回收生产多种产品	20
图表 47:	公司收购方圆有色等 20 家公司	21
图表 48:	新鲁方金属拥有 70 万吨/年阴极铜产能	21



图表 49: 引入财务投资人前公司持有中金东营 100%股权.....	22
图表 50: 引入财务投资人后公司持有中金东营 63%股权.....	22
图表 51: 公司竞得广东省内两项铜多金属矿探矿权.....	22
图表 52: 广东省大宝山矿业有限公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月) .....	23
图表 53: 2022 年大宝山矿业营业收入达 20 亿元.....	23
图表 54: 2022 年大宝山矿业净利润高达 3.12 亿元.....	23
图表 55: 大宝山矿业矿产资源丰富, 铜硫资源为主.....	23
图表 56: 泛澳公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月) .....	25
图表 57: 2021 年泛澳公司实现营收 5.67 亿美元.....	25
图表 58: 2021 年泛澳公司净利润达 4,470 万美元.....	25
图表 59: 2021 年 Phu Kham 铜产量 3.24 万吨.....	26
图表 60: 2021 年 Ban Houayxai 黄金产量 3.03 吨.....	26
图表 61: 2021 年 Phu Kham 铜完全成本为 6,305 美元/吨.....	26
图表 62: 2021 年 Ban Houayxai 黄金完全成本下降.....	26
图表 63: Frieda River 铜金项目保有铜金属量 1,200 万吨 (截至 2022 年 11 月) .....	26
图表 64: Frieda River 铜金项目预计年产量铜 17.5 万吨, 黄金 7 吨.....	27
图表 65: Frieda River 铜金矿地理位置图.....	27
图表 66: 营业收入及毛利预测.....	29
图表 67: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 2023 年 8 月 4 日收盘) .....	30



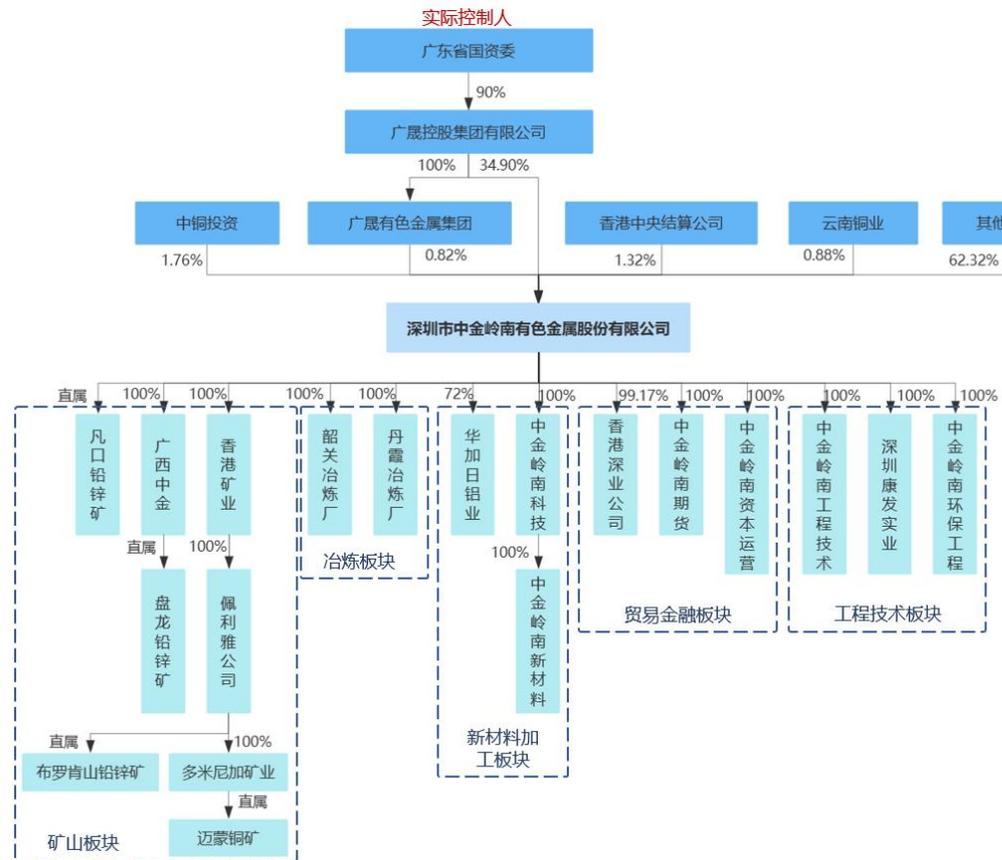
## 一、中金岭南——一体两翼，铜锌协力

中金岭南是围绕铅锌主业进行布局的多金属国际化全产业链资源公司，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，主要产品包括包括铅锌精矿、铅锭、锌锭及锌制品、银锭、硫酸等产品，公司同时生产高端工业铝型材，以及无汞电池锌粉、冲孔镀镍钢带等多种高性能新材料产品。

公司坚定不移推进企业战略转型，提出打造千亿级、世界一流的多金属国际化全产业链资源公司，力争“十四五”末实现营收 1000 亿元，利润 20 亿元以上的宏伟目标，并制定了“一体两翼”的战略实施路径，“一体”持续提升铅锌铜金属资源量，“两翼”即打造铅锌和铜冶炼及精深加工产业链。

截至 2023 年第一季度，广晟控股集团直接持有公司 34.9% 股权，通过广晟有色金属集团间接持有公司 0.82% 股权，是公司第一大股东。公司实际控制人为广东省国资委。

图表1：公司主要产品涉及矿山、冶炼、新材料板块（股权比例截至 2023 年一季度）



来源：公司 2022 年年报，公司 2023 年一季报，公司官网，国金证券研究所

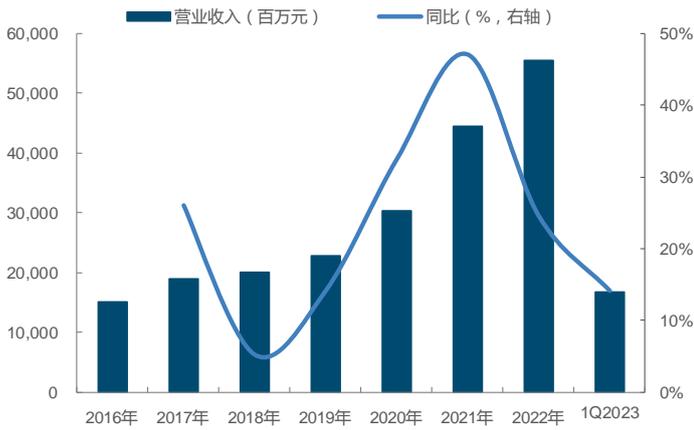
公司营收规模成长迅速，2022 年同比增长 24.58% 至 554.37 亿元，其中贸易业务贡献 80% 营业收入，同时受益于公司两大冶炼厂产能爬坡，铅锌冶炼产品产销量分别增长 23.62% 和 22.29%，带来冶炼产品营业收入同比增长 16.68%。公司归母净利润自 2019 年以来持续增长，2022 年同比提升 3.47% 至 12.12 亿元。

1Q2023 公司营收规模同比增长 13.99% 至 167.91 亿元，净利润同比增长 11.56% 至 3.75 亿元。但由于 2023 年 2 月公司将鲁方金属等铜冶炼企业纳入合并报表范围，少数股东损益大幅增加，归母净利润同比下降 3.73% 至 3.20 亿元。



图表2: 1Q2023 营业收入同比增长 13.99%

图表3: 1Q2023 归母净利润下降 3.73%



来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年一季报, 国金证券研究所

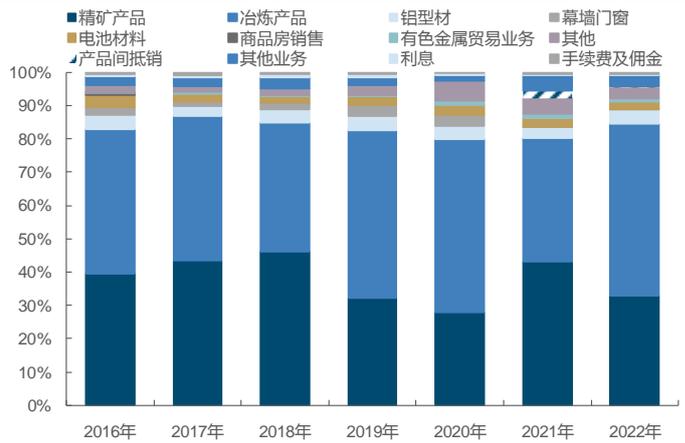
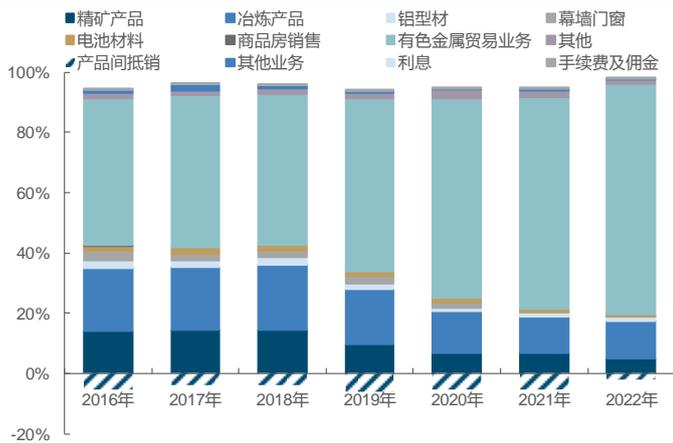
来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年一季报, 国金证券研究所

有色金属贸易业务在公司营业收入中占比最大并呈现逐年上涨趋势, 从 2016 年至 2022 年, 该业务营收占比从 54.9% 涨至 79.7%。

公司主营业务各项产品毛利率差异较大, 精矿产品毛利率常年显著高于其他产品, 2022 年精矿产品毛利率达到 32.29%, 冶炼产品毛利率仅次于精矿产品为 20.73%。2022 年精矿及冶炼产品以 39.26% 的营业收入贡献了 84.72% 的毛利润, 是公司主要利润来源。

图表4: 有色金属贸易业务营收占比逐年上涨

图表5: 精矿和冶炼产品对毛利润贡献达 84.72%

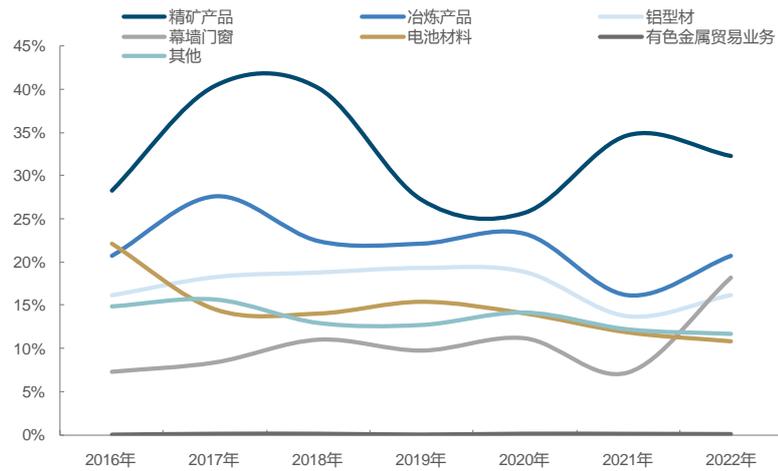


来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所



图表6: 精矿产品毛利率高于其他产品 (单位: %)



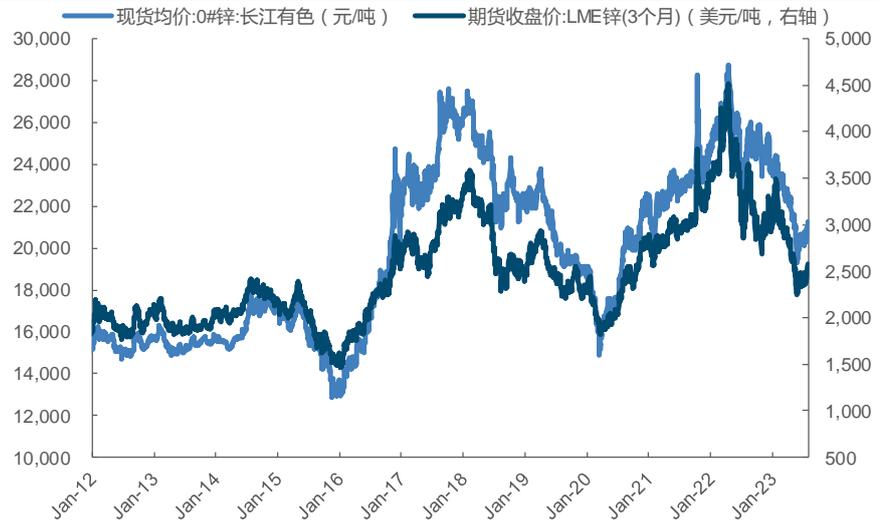
来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

## 二、供需趋紧, 铅锌铜消费长期向好

### 2.1 供给趋紧, 新基建打开锌需求空间

供应端, 据国际铅锌研究小组 (ILZSG) 统计, 全球锌精矿产量自 2017 年开始稳定在 1250 万吨左右, 2020 年因全球新冠肺炎疫情冲击, 减产 4.27% 至 1225.2 万吨。由于秘鲁、加拿大等国家部分矿山因资源品位下滑、劳动力紧缺、罢工等关闭或暂停生产, 2022 年全球锌精矿产量下降 2.5% 至 1247.6 万吨。2022 年全球极端天气、地缘政治冲突等造成天然气等能源供应紧张, 海外精炼锌企业生产波动性加剧, 精炼锌产量下降 4.1% 至 1328.6 万吨。

图表7: 2023 年锌价有所回升



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表8: 2022 年全球锌精矿产量下降 2.5%至 1247.6 万吨

图表9: 2022 年全球精炼锌产量下降 4.1%至 1328.6 万吨

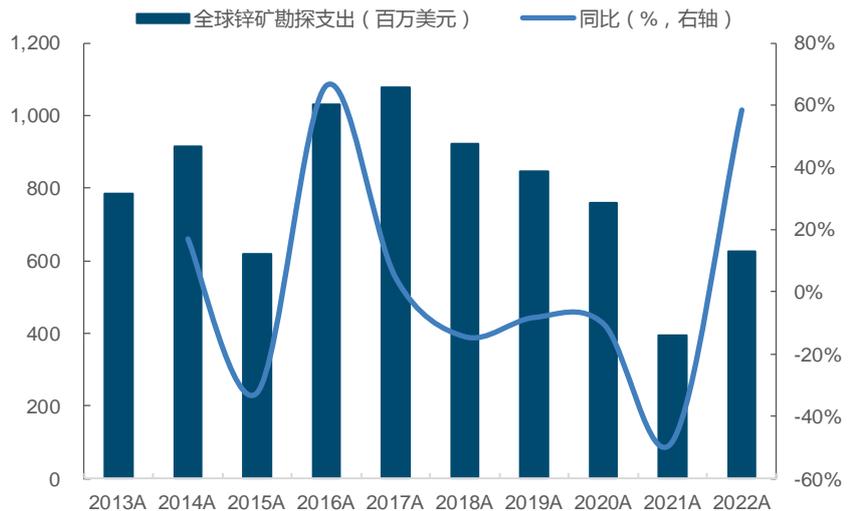


来源: 公司可转债募集说明书, ILZSG, 国金证券研究所

来源: 公司可转债募集说明书, ILZSG, 国金证券研究所

当前全球锌矿供应面临供应增速下降风险。新增项目方面, 矿山基建周期需要 3-5 年时间, 而 2018 年之后锌价回落导致市场对于铅矿勘探投资兴趣减弱, 锌矿勘探支出连续下降, 到 2021 年降至 3295 亿美元。2022 年全球锌矿勘探支出同比回升 58%至 625 亿美元, 但从勘探到产出精矿还需一定的时间周期, 短期内锌精矿产量增速下滑。

图表10: 2022 年全球锌矿勘探支出回升 58%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

存量项目方面, 大型项目面临资源增长有限的困境。以秘鲁为例, 作为重要的锌精矿生产国, 秘鲁是全球锌精矿产量仅次于中国的第二大国, 2022 年锌精矿产量 137 万吨, 同比减少 10.6%。

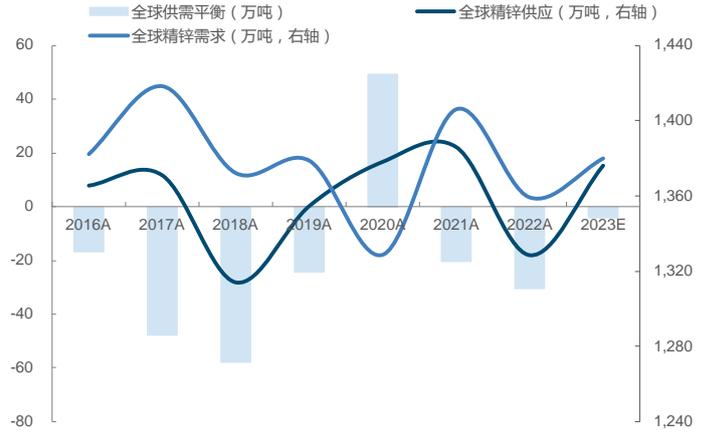
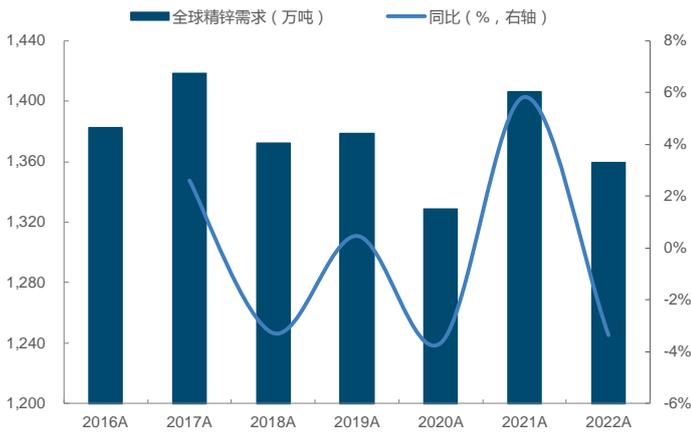
消费端, 2022 年初海外消费增速创下新高, 但随着全球经济衰退预期对消费产生了负面影响, 全球消费在 2022 年下半年转为负增长。在全球消费增长乏力的背景下, 2022 年全球精炼锌消费同比减少 3.3%至 1359.2 万吨。

2022 年精炼锌整体呈现供需双弱的局面, 但供需缺口仍有 30.6 万吨。ILZSG 预测, 2023 年全球精炼锌供应和消费均有小幅恢复, 但供需平衡仍保持紧缺状态。



图表11: 2022 年全球精炼锌需求减少 3.3%至 1359 万吨

图表12: ILZSG 预测 2023 年全球精炼锌仍保持紧缺



来源: 公司可转债募集说明书, ILZSG, 国金证券研究所

来源: 公司可转债募集说明书, ILZSG, 国金证券研究所

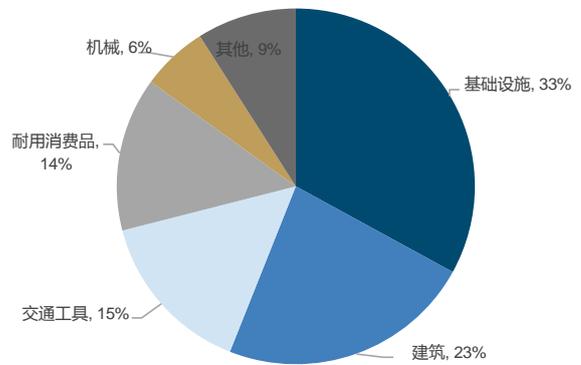
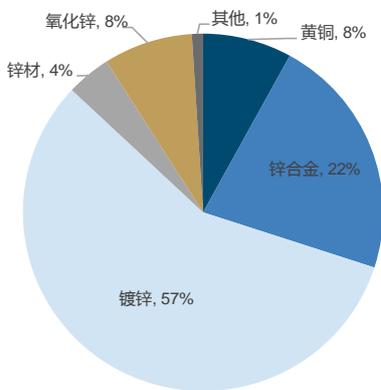
中国是精炼锌的主要生产国和消费市场。ILZSG 数据显示, 2022 年我国生产精炼锌 635.8 万吨, 占全球产量的 48%; 消费精炼锌 651.6 万吨, 占全球消费量的 47.9%。

由于锌在常温空气中会生成一层薄而致密的保护膜, 阻止进一步氧化, 因此锌具有较强的抗大气腐蚀性能, 大量应用于镀锌工业。此外, 锌在加入铝、铜等元素后, 机械性能大幅提升, 在汽车制造和机械工业中广泛使用。

据百川盈孚统计, 2022 年镀锌在锌的初级应用中占比高达 57%, 黄铜和锌合金应用合计占比达到 30%。终端消费方面, 据安泰科统计, 基础设施和建筑领域是锌终端应用中占比最大的板块, 分别约为 33%和 23%, 此外, 交通工具以及家电等耐用消费品也贡献近 30%的需求。

图表13: 锌凭借其良好的耐腐蚀性大量用于电镀领域

图表14: 基础设施和建筑是锌终端消费的主要领域



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

来源: 安泰科, 国金证券研究所

以房地产为主的建筑行业表现用锌主要集中在墙体龙骨架、屋顶、护栏、内部管道、内饰等对镀锌钢材和锌合金的需求。同时向产业链上游通过增加政府土地出让收入从而增加基建投资, 基础设施中桥梁、供水管道、铁路、新基建中的特高压铁塔等带动对镀锌材的需求。此外, 建筑地产向下游带动家电需求, 对于镀锌彩涂板、管的消费量具有重要影响。

2022 年 7 月 28 日中央政治局会议首次提出“保交楼”政策, 11 月信贷、债券、股权融资“三箭齐发”, 政策层面从多角度向房地产企业提供资金支持。当前“保交楼”政策进入实质性执行阶段, 2023 年初房地产竣工面积同比明显修复, 6 月竣工面积累计同比增长 19%。假设按房地产新开工到竣工平均 30 个月计算, 预计 2023 年内, 我国房地产竣工面积将迎来大幅提升, 地产周期对锌消费的拉动作用将逐步显现。



图表15: 房地产竣工回暖 (单位: %)



图表16: 家电销量与房地产竣工面积正相关 (单位: %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 产业在线, 国金证券研究所

当前传统基建对于锌的需求较为稳定, 新基建带来锌消费的长期增长动力。新型基础设施建设中, 特高压、5G 通信及电气化铁路对于锌消费有一定拉动作用。

特高压输电线路及 5G 通信铁塔所用型材均为镀锌材料, 根据《GB/T 2694-2018 输电线路铁塔制造技术条件》规定, 镀件厚度在 5mm 以上的, 要求镀锌层最小平均附着量为 610g/m<sup>2</sup>, 镀件厚度小于 5mm 的, 要求镀锌层最小平均附着量为 460g/m<sup>2</sup>。2023 年 1 月, 国家能源局发布《新型电力系统发展蓝皮书(征求意见稿)》, 明确建设我国新型电力系统时间线, 为匹配新型电力系统建设, 特高压工程和配电网智能化改造将提速。

图表17: 输电线路铁塔要求镀锌层厚度最少为 55 μm

表 14 镀锌层厚度和镀锌层附着量

镀件厚度 mm	厚度最小值 μm	最小平均值	
		附着量 g/m <sup>2</sup>	厚度 μm
$t \geq 5$	70	610	86
$t < 5$	55	460	65

注: 在镀锌层的厚度大于规定值的条件下, 被镀制件表面可存在发暗或浅灰色的色彩不均匀。

来源: 《GB/T 2694-2018 输电线路铁塔制造技术条件》, 国金证券研究所

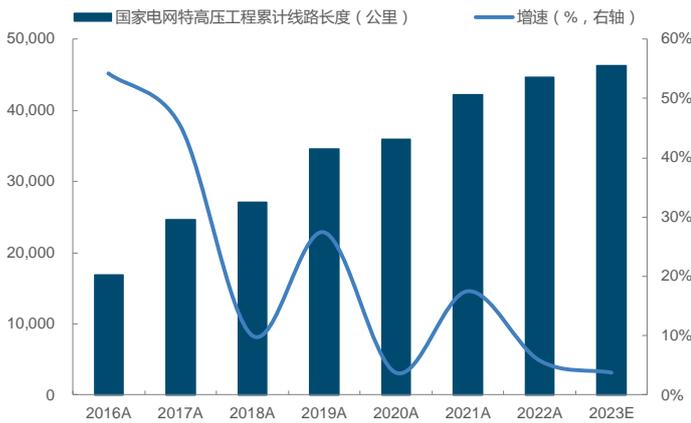
2022 年我国特高压工程累计线路长度达到 4.46 万公里, 据中商产业研究院预测, 2023 年我国特高压工程累计线路长度将持续增长至 4.63 万公里。

铁路耗锌主要体现在电气化线路 H 型钢支柱、车站站台钢结构和电气化线路氧化锌避雷器。交通运输部数据显示, 2021 年我国完成铁路固定资产投资 7,109 亿元, 全国铁路营业里程 15.49 万公里, 同比增长 2.76%, 其中电气化铁路营业里程 11.43 万公里, 同比增长 3.47%, 铁路电化率逐年上升, 2022 年达到 74%。

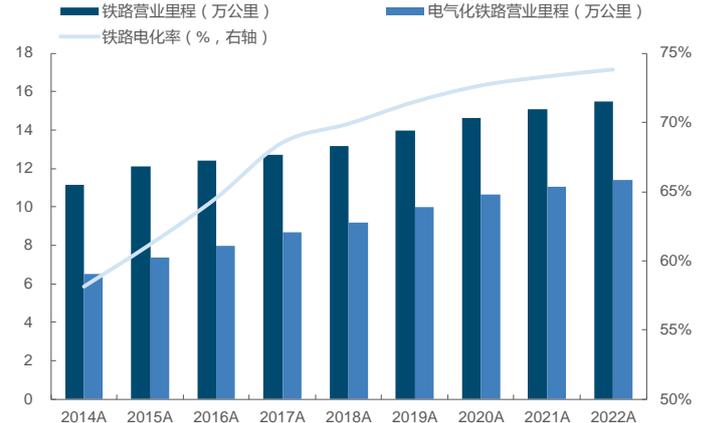


图表18: 预测 2023 年特高压线路累计达到 4.63 万公里

图表19: 我国铁路电气化率逐年提升



来源: 国家电网, 中商产业研究院, 国金证券研究所



来源: 国家统计局, 交通运输部, 国金证券研究所

近年来可再生能源发展迅速, 电化学储能具备能效高、寿命长、维护成本低等特点, 具有较大的发展潜力。其中水系锌离子电池能够缓解锂离子电池在生产成本及安全性方面的压力, 在消费电池、动力电池、储能电池领域均可使用。但目前锌离子电池还存在能量密度较低、电极结晶、电解液消耗等问题, 限制了水系锌离子电池的产业化和大规模应用。待上述问题得到较好解决, 将成为锌下游消费未来增长点。

## 2.2 消费稳中有增, 铅供需平衡转向紧缺

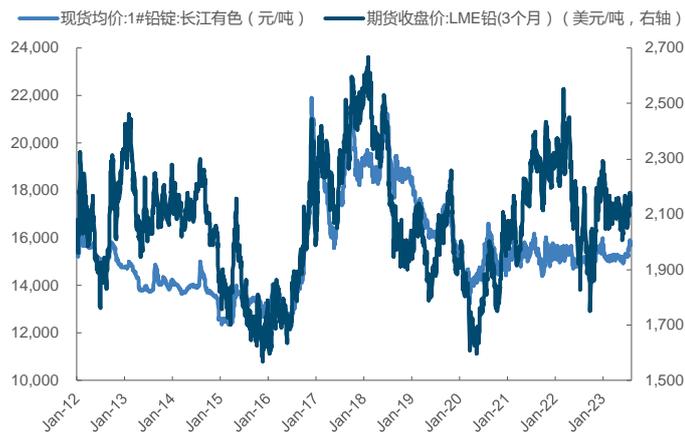
铅锌是伴生矿产, 矿端供应具有相似性。据 ILZSG 统计, 2022 年全球矿山铅产量下降 1.5% 至 449.5 万吨, 精炼铅产量下降 0.7% 至 1229.6 万吨, 再生铅产量的增长在一定程度上弥补了矿山减产的缺口。

由于铅锌下游应用领域的差异, 消费端有所分化。2022 年精炼铅消费保持了一定的韧性, 需求量为 1239.5 万吨, 同比小幅增长 0.5%。

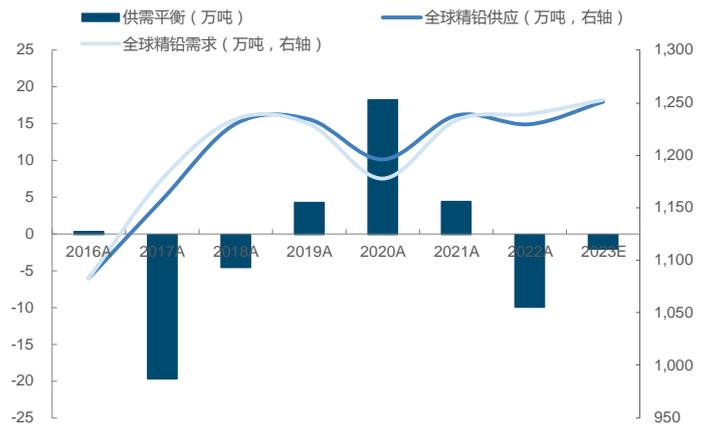
随着精铅供应的缩减和需求的小幅抬升, 全球精炼铅供需平衡逐渐趋紧, 从 2021 年的过剩 4.4 万吨转向 2022 年的紧缺 9.9 万吨。据 ILZSG 预测, 2023 年全球精炼铅供应和消费量将分别小幅增长至 1251 万吨和 1253 万吨, 供需平衡将继续维持短缺。

图表20: 铅价震荡运行

图表21: ILZSG 预测全球精炼铅供需平衡



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



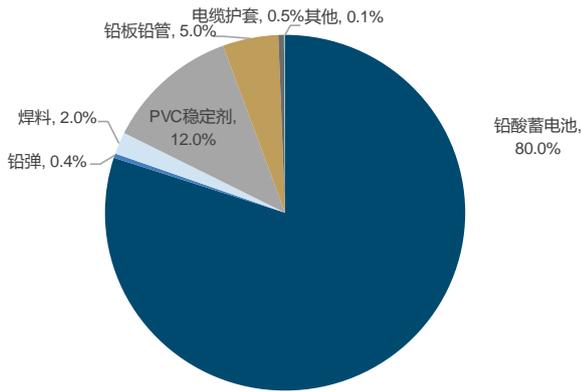
来源: 公司可转债募集说明书, ILZSG, 国金证券研究所

与精锌类似, 中国也是全球重要的精炼铅产地及消费市场, 据 ILZSG 统计, 2022 年我国精炼铅产量 522.6 万吨, 占全球精炼铅供应的 42%; 消费精铅 510.5 万吨, 占全球消费量的 41%。海关总署数据显示, 随着我国精炼铅产量的逐年上升, 2021 年开始我国从精铅净进口国转为净出口国, 2022 年净出口精铅 11.5 万吨, 同比增长 23.65%。

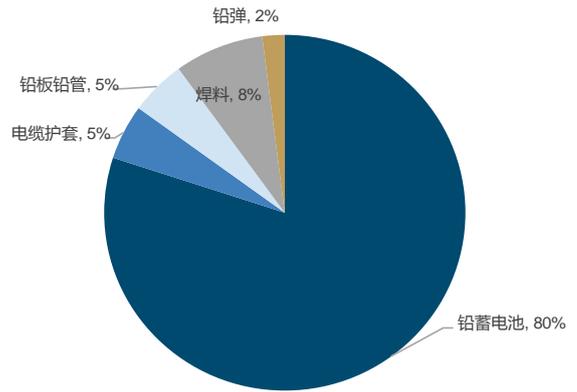
铅酸蓄电池是精炼铅下游最主要的应用领域。据百川盈孚统计, 我国原生铅及再生铅均有约 80% 应用于生产铅酸蓄电池。此外, PVC 稳定剂也是原生铅的重要下游应用, 占比约为 12%, 再生铅则有 8% 用于焊料。



图表22: 原生铅主要用于生产铅酸电池及PVC稳定剂



图表23: 再生铅主要用于生产铅酸电池及焊料



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

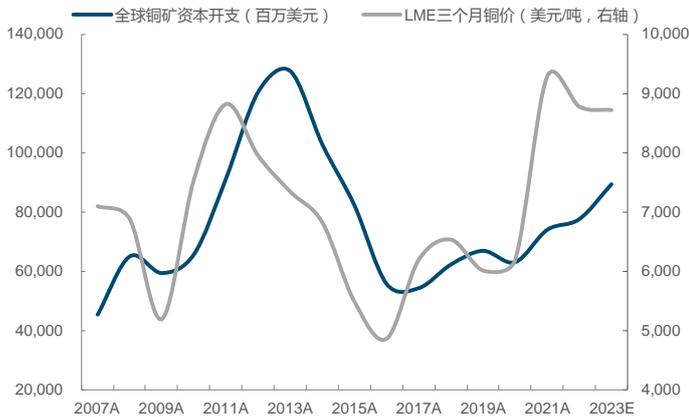
作为铅下游的主要消费领域, 铅酸蓄电池可分为备用电源电池、储能电池、起动电池和动力电池四大类, 并且凭借其生产技术成熟、工作温度范围宽、安全性高、成本低等优势, 广泛应用于电动助力车、汽车、摩托车及工业等领域。

近年来新能源汽车的发展带动了锂离子动力电池产销量高增, 并且锂离子电池的高能量密度相对于铅酸电池具有优势, 在一定程度上对铅酸电池形成替代。但是铅酸电池成本较低, 在汽车启动及电动两轮车动力系统等应用领域仍有一定的优势及增长空间。

### 2.3 铜供给增速放缓, 需求具备长期增长动能

在 2010-2011 年铜价高涨时期, 全球铜矿资本开支跟随铜价显著提升。然而, 虽然 2016-2019 年铜价有一定程度上涨, 但是由于涨幅较低, 未能刺激一些成本较高的矿山进行投资。并且铜矿资本开支并未跟随本轮从 2020 年开始的铜价上涨周期, 主要是因为全球新冠肺炎疫情的冲击, 铜矿延后建设, 资本开支持续保持较低增幅。上述两点原因导致近年全球铜矿资本开支未有明显增量, 拖累矿端扩产速度。

图表24: 铜价领先铜矿资本开支



图表25: 铜矿资本开支指引铜矿产量



来源: LME, Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, USGS, 国金证券研究所

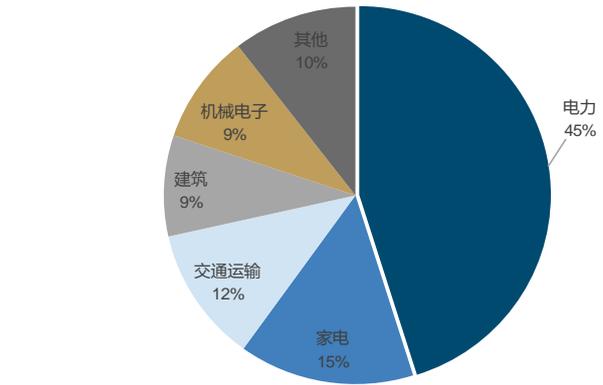
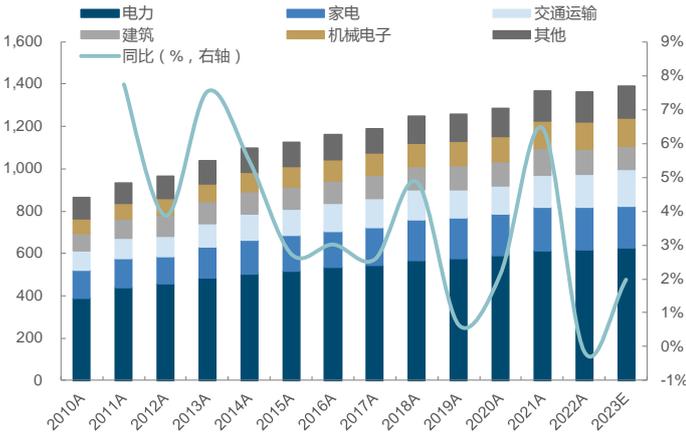
注: 2023 年铜价为截至 6 月 30 日平均值

需求方面, 据上海有色网统计, 2022 年我国铜消费总量为 1365 万吨。其中电力为铜最大下游消费领域, 电力消费占铜消费量比重达 45%, 其后家电/交通运输/建筑/机械电子对铜的消费量占比分别为 15%/12%/9%/9%。



图表26: 预测 2023 年我国铜消费量增长 2%(单位:万吨)

图表27: 2022 年电力占我国铜下游消费 45%



来源: SMM, 国金证券研究所

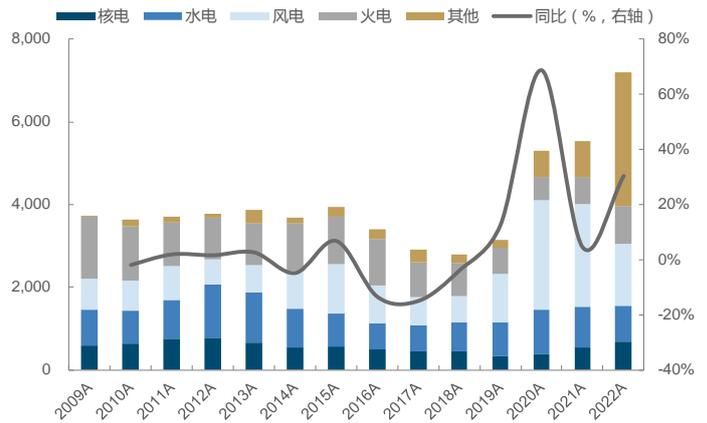
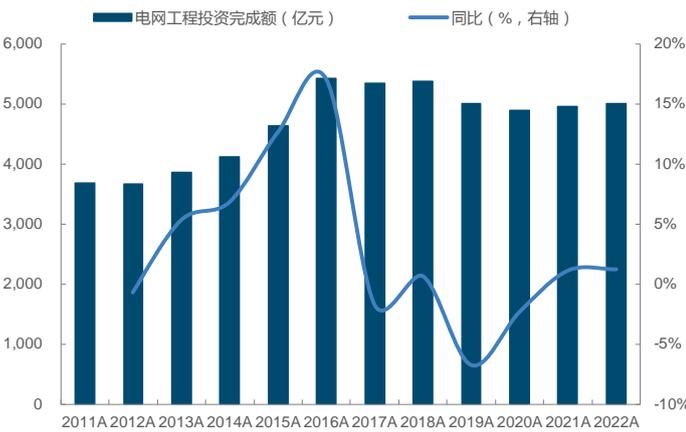
来源: SMM, 国金证券研究所

SMM 数据显示, 2022 年我国电力行业耗铜 616 万吨, 同比增长 0.7%。2022 年我国电网工程投资完成额同比增幅 1.23%, 电源工程投资完成额同比增幅达到 30%。

“十四五”期间, 国家电网计划投入约 2.23 万亿元, 推进电网转型升级, 南方电网计划投资 6700 亿元, 两大电网合计规划相较“十三五”期间高出 13%, 进入电网建设高峰期。但是考虑到目前电网投资以特高压为主, 边际耗铜量将低于电网投资增速。

图表28: 我国电网工程投资规模提升

图表29: 我国电源工程投资完成额快速提升 (亿元)



来源: 中国电力企业联合会, 国金证券研究所

来源: 中国电力企业联合会, 国金证券研究所

新能源车耗铜量比传统汽车高, 电机内部大量使用电阻及铜圈, 连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源。根据铜发展协会测算, 电动新能源车耗铜量为 83kg/辆, 传统汽车为 22kg/辆, 高出近 3 倍使用量。参考国金电机组预测, 2024 年全球新能源汽车销量将达到 1845 万辆, 耗铜量达到 153 万吨, 相比于 2022 年增长 83%。

图表30: 预测 2024 年新能源汽车耗铜量将达到 153.14 万吨

	2021 年	2022 年	2023E	2024E
全球新能源汽车销量 (万辆)	644	1,007	1,403	1,845
新能源汽车单车单车用铜量 (吨/辆)	0.08	0.08	0.08	0.08
新能源车耗铜量 (万吨)	53.45	83.58	116.45	153.14
增量 (万吨)		30.13	32.87	36.69

来源: 铜发展协会, iFind, Clean Technica 国金证券研究所测算

建筑对铜的表观需求主要体现在电力电缆、通信电缆、供水系统等。此外, 建筑长产业链向下游会带动装潢及家电的用铜需求, 中央空调安装完毕是房地产竣工的重要标志, 此外冰箱、家用空调、洗衣机等大型家电销售量也会随房屋竣工上涨, 因此家电销量与房地产竣工面积正相关, 房地产竣工面积增加会促进家电对铜的消费。当前房地产开工及竣工面积同比均呈现回暖趋势, 建筑产业链将对铜需求产生支撑。



### 三、铅锌龙头资源雄厚，增储与扩产并行

#### 3.1 资源雄厚，实现矿产全球布局

公司以广东凡口铅锌矿为起点，先后收购广西中金岭南矿业盘龙铅锌矿、澳大利亚佩利雅公司和加拿大全球星矿业，实现矿产资源的全球布局。当前公司已经形成立足国内（凡口铅锌矿、盘龙铅锌矿），面向中、南亚（缅甸金属公司，通过佩利雅公司间接持有 16.8% 股权），走向世界（澳大利亚布罗肯山、多米尼加迈蒙矿）的矿产资源新格局。

图表31：公司矿产资源布局从国内走向国际



来源：公司官网，国金证券研究所

截至 2022 年底，公司所属矿山拥有锌金属 693 万吨、铅金属 326 万吨、铜金属 126 万吨、银金属 6012 吨及黄金、钴、镍等多种金属资源。公司还与加拿大 G11 公司合作建设爱尔兰波利娜拉克锌矿项目，公司持股 40%，资源评估结果显示，波利娜拉克项目拥有矿石量 540 万吨，铅锌金属量合计约 46.95 万吨，完善了公司在欧洲的矿产资源布局。

图表32：公司国内外铅锌储量超千万吨

地区	矿区	锌 (万吨)	铅 (万吨)	铜 (万吨)	镍 (吨)	银 (吨)	钴 (吨)	金 (吨)	镓 (吨)	锗 (吨)	钨 (吨)
国内	凡口矿	165	104	-	-	1,792	-	-	760	128	-
	盘龙矿	190	47	-	-	43	-	-	-	-	-
	万侯矿	-	-	-	-	400	-	-	-	-	6,311
国外	迈蒙矿	97	-	103	92,400	1,575	-	66	-	-	-
	布罗肯山矿	241	175	23	-	2,202	20,807	-	-	-	-
合计		693	326	126	92,400	6,012	20,807	66	760	128	6,311

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

#### (1) 凡口铅锌矿

凡口铅锌矿位于广东省韶关市，是公司直属铅锌矿山，也是亚洲大型铅锌银矿种生产基地，主要产品包括铅精矿、锌精矿、混合铅锌精矿，副产品有高铁硫精矿。凡口铅锌矿当前已经建成 5000t/d 的原矿处理能力，精矿年产能 18 万吨铅锌金属量。

2022 年凡口铅锌矿开展一期整合储量核实工作，采矿证与探矿权间夹缝区新增铅锌矿石量 144.73 万吨，铅金属量 11.89 万吨，锌金属量 17.18 万吨，2023 年上半年可实现转采，为凡口矿高产稳产夯实了资源保障。截至 2022 年底，凡口铅锌矿保有锌金属量 164.67 万吨，铅金属量 103.51 万吨，同时富含银、镓、锗等金属资源。

图表33：2022 年底凡口铅锌矿保有锌金属 164.67 万吨、铅金属 103.51 万吨

矿区	资源量种类	矿石量 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)
凡口铅锌矿	证实	464.56	45.85	25.41	
	探明	622.86	55.13	29.05	
	控制	225.70	19.91	15.74	1,301.00
	小计	1,313.12	120.88	70.20	1,301.00
凡口资源整合 I 期 (狮岭东+夹缝)	探明	46.06	4.68	2.44	
	控制	147.58	14.54	10.03	35.00
	推断	226.28	19.89	14.98	386.00



	小计	419.92	39.10	27.45	421.00
凡口铁石岭探矿权	推断	48.60	3.16	2.98	54.00
	小计	48.60	3.16	2.98	54.00
凡口外围探矿权	推断	35.63	1.52	2.88	16.00
	小计	35.63	1.52	2.88	16.00
合计	证实	464.56	45.85	25.41	
	探明	668.92	59.81	31.49	
	控制	373.28	34.44	25.77	1,335.00
	推断	310.51	24.57	20.84	456.00
	合计	<b>1,817.26</b>	<b>164.67</b>	<b>103.51</b>	<b>1,792.00</b>

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

### (2) 盘龙铅锌矿

公司 2008 年 6 月收购武宣县盘龙铅锌矿有限责任公司，2011 年更名为广西中金岭南矿业有限责任公司，主要资产为盘龙铅锌矿。公司 2015 年通过定向增发募集资金投资于广西中金岭南铅锌采选 3000t/d 工程，项目已经于 2015 年 9 月建成投产，盘龙铅锌矿日矿石处理量从 1500 吨提升至 3000 吨，年产精矿铅锌金属量达到约 2.6 万吨。公司从 2017 年开始对盘龙铅锌矿进行采选扩产改造，完成后将形成 6000t/d 的采选产能，进一步提升广西中金岭南矿业的采选能力。

2022 年盘龙铅锌矿在标高-440m 以上部分中段设计施工了少量钻孔进行地形探边扫盲，此外井下生产探矿工作主要在-380m/-440m 中段进行，累计升级地质储量约 153.1 万吨，为采矿设计提供依据，有利于提高贫化损失管理。截至 2022 年年报，盘龙铅锌矿保有锌资源量 189.78 万金属吨，铅资源量 46.54 万金属吨。

图表 34：2022 年底盘龙铅锌矿保有锌金属量 189.78 万吨、铅金属量 46.54 万吨

矿区	资源量种类	矿石量 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)
硫化铅锌矿	探明	364.65	13.23	3.41	16.64
	控制	1,186.11	40.73	9.31	50.04
	推断	3,800.46	119.65	28.54	148.19
	小计	5,351.22	173.61	41.26	214.87
氧化铅锌矿	控制	24.04	2.65	0.33	2.97
	推断	190.08	13.52	4.95	18.47
	小计	214.12	16.17	5.28	21.44
重晶石	推断	36.91	-	-	-
	小计	36.91	-	-	-
合计		<b>5,602.25</b>	<b>189.78</b>	<b>46.54</b>	<b>236.31</b>

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

### (3) 布罗肯山铅锌矿

公司 2009 年通过接受定向增发形式获得佩利雅公司 50.1% 的股权，后经过两次配股和全面协议收购，佩利雅公司成为公司全资子公司中金岭南（香港）矿业的全资子公司，成为公司重要的海外矿业平台。佩利雅在澳大利亚拥有的主要矿山包括新南威尔士布罗肯山地区的铅锌银矿、南澳大利亚弗林德斯的高品位硅酸锌氧化矿及蒙特奥赛德项目。其中布罗肯山铅锌矿是公司目前在境外的重要在产矿山，主要产品为铅锌精矿，选矿厂设计产能为 285 万吨/年。

2022 年布罗肯山矿南运营点通过深孔钻探后增加矿石量 60 万吨。截至 2022 年年报，布罗肯山铅锌矿保有锌金属资源 217.33 万吨，铅金属资源 174.47 万吨，同时保有银金属 2070.92 吨。



图表35：布罗肯山铅锌矿保有锌金属 217.33 万吨、铅金属 174.47 万吨

矿区	资源量种类	矿石量 (万吨)	铜 (万吨)	锌 (万吨)	银 (吨)	铅 (万吨)	钴 (吨)
<b>澳大利亚布罗肯山</b>							
资源量 (含储量)	探明资源量	1,003.9		96.37	1,003.90	81.32	
	推定资源量	1,133.0		97.44	940.39	81.58	
	推测资源量	361.8		23.52	126.63	11.58	
	小计	2,498.7		217.33	2,070.92	174.47	
储量	证实储量	550.0		32.45	264.00	22.55	
	概实储量	690.0		33.12	248.40	22.77	
	小计	1,240.0		65.57	512.40	45.32	
<b>弗林德斯运营点</b>							
资源量	推定资源量	56.9		19.9		0.8	
	推测资源量	12.5		3.5		0.2	
	小计	69.4		23.4		1.0	
<b>蒙特奥赛德项目</b>							
资源量	推定资源量	1,110	17.76		106.56		
	推测资源量	480	4.80		24.96		
	小计	1,590	22.56		131.52		
<b>蒙特奥赛德项目钴资源</b>							
资源量	探明资源量	51.5					1,288
	推定资源量	597.5					13,145
	推测资源量	265.6					6,374
	小计	914.6					20,807
<b>合计</b>		<b>5,072.70</b>	<b>22.56</b>	<b>240.73</b>	<b>2,202.44</b>	<b>175.47</b>	<b>20,807.00</b>

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

#### (4) 迈蒙铜矿

公司 2011 年通过佩利雅公司收购加拿大全球星矿业，将多米尼加迈蒙铜矿收入囊中。迈蒙铜矿是公司目前唯一在产铜矿山，露天开采规模为 60 万吨/年，目前已经进入开采后期。公司 2020 年公开发行人可转债募集资金投资于迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目，拟开发建设迈蒙矿地下矿山，预计达产后年均生产精矿含锌、铜、银、金等多种金属合计约 6 万吨。上述项目 2022 年完成井下开拓掘进约 5800m，并推进了井下通风系统、井下破碎及皮带运输系统的建设，预计将于 2024 年底建成投产。

截至 2022 年年报，多米尼加迈蒙矿及探矿项目合计保有铜资源 103.3 万吨，资源储量丰富。土壤地球化学和地球物理分析表明，迈蒙矿南矿床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。

图表36：多米尼加迈蒙矿和探矿项目资源储量巨大

矿区	资源量种类	矿石量 (万吨)	铜 (万吨)	锌 (万吨)	银 (吨)	黄金 (千克)	镍 (万吨)
<b>多米尼加迈蒙矿 (在产铜矿山)</b>							
北矿床-井下资源 量 (含储量)	探明资源量	72.0	1.72	1.94	36.57	1,004	
	推定资源量	47.0	0.90	0.99	17.97	568	
	推测资源量	61.0	0.61	0.73	7.26	424	
	小计	179.0	3.22	3.66	61.80	1,995	
北矿床-井下储量	证实储量	2.4	0.02	0.03	0.65	16	
	概实储量	5.3	0.12	0.14	3.02	77	
	小计	7.7	0.14	0.17	3.67	89	
南矿床-井下资源	探明资源量	499.0	11.97	16.96	224.42	6,982	



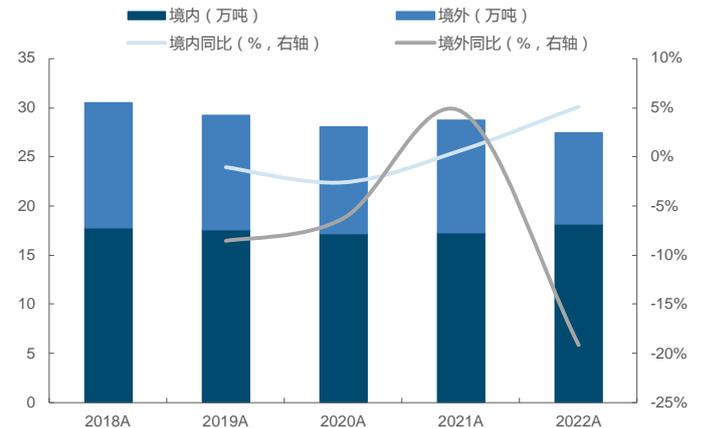
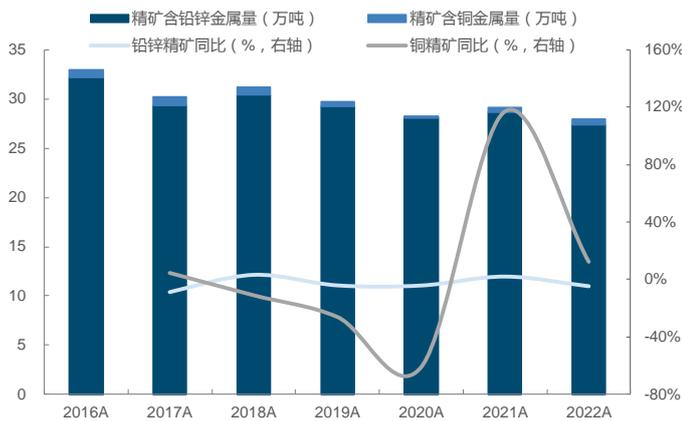
量 (含储量)	推定资源量	595.0	13.68	17.24	255.68	8,324
	推测资源量	2,321.0	48.74	55.71	905.23	27,853
	小计	3,414.0	74.39	89.91	1,385.32	43,159
南矿床-井下储量	证实储量	418.0	10.41	14.76	2.49	6,022
	概实储量	336.0	8.49	11.41	2.53	5,136
	小计	754.0	18.91	26.18	2.51	11,158
<b>多米尼加探矿项目</b>						
Loma Pesada 远景区	推定资源量	86.5	1.73	0.52	4.58	86.5
	推测资源量	61.1	0.98	0.31	3.67	61.1
	小计	147.6	2.72	0.83	8.25	147.6
Loma Barbuito 远景区	推测资源量	184.0	1.10	2.39	29.99	2,024.0
	小计	184.0	1.10	2.39	29.99	2,024.0
Cerro Kiosko 远景区	推测资源量	279.0	1.67		13.11	6,138.0
	小计	279.0	1.67		13.11	6,138.0
Dona Amanda 远景区	推测资源量	5,460.0	20.20		76.44	12,558.0
	小计	5,460.0	20.20		76.44	12,558.0
坎背山项目	推定资源量	300.0				4.47
	推测资源量	320.0				4.77
	小计	620.0				9.24
<b>合计</b>		<b>10,283.60</b>	<b>103.30</b>	<b>96.79</b>	<b>1,574.91</b>	<b>66,021.60</b>
					<b>9.24</b>	

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

依托丰富的矿山资源和不断提升的采选能力，公司当前铅锌采选年产能达到 30 万吨。2022 年精矿含铅锌金属产量 27.4 万吨，其中国内矿山产量 18.17 万吨，同比增长 5.15%，境外布罗肯山铅锌矿受采区原矿品位下降和劳动力短缺影响，铅锌精矿产量同比下降 19.37%。2022 年迈蒙矿精矿含铜金属产量 5360 吨，同比增长 12.27%。

图表37：公司铅锌精矿产量稳定

图表38：2022 年公司境内铅锌精矿产量增长 5.15%



来源：公司 2016-2022 年年报，国金证券研究所

来源：公司 2021-2023 年跟踪评级报告，国金证券研究所

公司国内凡口铅锌矿和盘龙铅锌矿生产的铅、锌精矿等产品部分由韶关、丹霞两大直属冶炼厂直接消化，其余部分外售给国内其他铅锌冶炼厂。海外布罗肯山铅锌矿和迈蒙矿生产的铅、锌精矿及铜精矿等产品直接销售给澳大利亚及国外各大冶炼厂或贸易商。

### 3.2 炼锌渣绿色化项目投产，铅锌冶炼产能显著提升

公司下属两家冶炼厂——韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂生产使用的铅锌精矿主要来自凡口铅锌矿和盘龙铅锌矿，为了保证冶炼产能的综合效率，也会根据生产工艺需要，外购铅锌精矿、粗铅、粗锌等原料和中间产品。

公司 2019 年使用自有和发行可转债募集资金建设丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目，



以丹霞冶炼厂炼锌系统产生的废渣、韶关冶炼厂产生的废渣及广东省内社会性含铅固废为原料，搭配凡口铅锌矿生产的铅精矿作为捕集剂，采用富氧闪速熔炼技术，生产铅锭、银锭、次氧化锌、铅锑合金等多种产品，同时处理丹霞冶炼厂现有系统自产的净化渣回收镉钴。项目已于2022年6月投产，就地无害化处置了大量的危险废物，年处理量达28.7万吨，显著提升丹霞冶炼厂的绿色冶炼和环保水平。

图表39：丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目显著提升环保水平

处理原料	捕集剂	产品规模									
丹霞冶炼系统废渣	12.7万吨/年	凡口铅	铅锭	银锭	镉锭	次氧化锌	铅锑合金	钴精矿	粗铜	硫酸	粗汞
韶冶废渣	5.6万吨/年	精矿	(万吨)	(吨)	(吨)	(万吨)	(吨)	(吨)	(吨)	(万吨)	(吨)
广东省内社会性含铅固废	10万吨/年	9.31万	11.61	120.42	413.11	4.16	157.99	39.93	992.19	18.63	61.9
丹霞现有系统净化渣	4000吨/年	吨/年									

来源：关于投资建设丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目的公告，国金证券研究所

韶关冶炼厂冶炼产能为锌15万吨/年、铅5万吨/年。丹霞冶炼厂原有冶炼产能为锌14.8万吨/年，炼锌渣绿色化升级改造项目增加铅锭冶炼产能11.61万吨/年。2022年6月丹霞冶炼厂炼锌渣项目投产后，公司铅锌冶炼产能大幅提升，截至2022年底铅锌冶炼产能已经达到42万吨，预计炼锌渣绿色化升级改造项目达产后公司铅锌冶炼产能将达到46.41万吨。

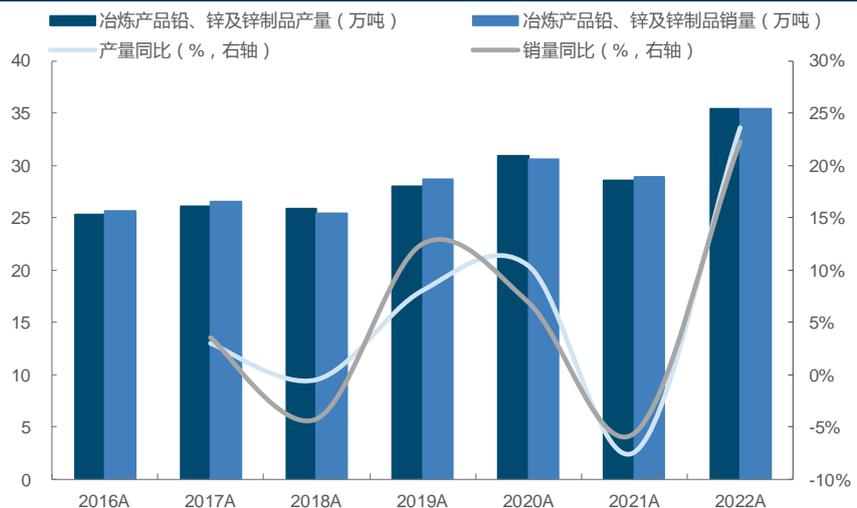
图表40：公司铅锌冶炼产能达到42万吨

冶炼厂	锌 (万吨)	铅 (万吨)
韶关冶炼厂	15	5
丹霞冶炼厂	原有冶炼产能	14.8
	炼锌渣绿色化升级改造项目	-
合计	29.8	16.61

来源：公司可转债评级报告，关于投资建设丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目的公告，公司2022年报，国金证券研究所

随着公司两大冶炼厂原有产能的逐渐释放，以及丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目的投产，公司2022年铅锌冶炼产品产销量同比显著增长，其中产量增长23.62%至35.39万吨，销量增长22.29%至35.39万吨。

图表41：2022年铅锌冶炼产品产销量分别增长23.62%和22.29%



来源：公司2016-2022年年报，国金证券研究所

韶关冶炼厂是国内首家采用密闭鼓风机冶炼铅锌技术（ISP工艺）生产铅锭、锌锭的冶炼厂，ISP工艺原料适应性广，且特别适合处理复杂难选的铅锌混合精矿，产出的产品不仅质量稳定而且杂质含量低。韶关冶炼厂同时综合回收银锭、粗铜等产品。

丹霞冶炼厂是国内首家大规模运用锌氧压浸出工艺生产锌锭的冶炼厂。该工艺属于环保型清洁生产工艺，具有综合回收性能好的特点，且该项目作为国家鼓励项目，在推动国内铅锌冶炼技术的技术升级以及推广锌氧压浸出工艺的应用方面起到了重要作用。




**图表46：凡口铅锌矿尾矿资源综合回收生产多种产品**

处理原料	主要产品	副产品
凡口铅锌矿锌尾溢流尾矿、 破碎段矿泥	98%浓硫酸；60%铁精矿；纯度99.5%硝酸铷； 银含量3.6%、镓含量0.14%、铅含量66%、锌含量54%的人造矿	纯度98%的轻质碳酸钙、工业级氯化钾、 氯化钠盐晶体、土壤重金属钝化剂

来源：公司2017年定增可行性报告，国金证券研究所

丹霞冶炼厂拥有国内大规模采用锌氧压浸出工艺并综合回收镓锗等稀贵金属的锌冶炼工艺技术，并于2017年5月3日申请获得《一种从锌置换渣硫酸浸出液中选择性萃取回收镓锗》专利项目。公司同时保有镓资源以及萃取回收镓的专利技术，具备生产金属价及相关化合物的条件。

据广晟控股集团官网，2023年5月28日，在韶冶厂稀贵金属绿色回收与提取实验室半导体衬底材料中试团队的努力下，公司下属韶关冶炼厂自主成功合成了第一炉砷化镓多晶。此次合成的砷化镓多晶完整性好、成品率为95%、电学性能指标优异，完全满足砷化镓单晶制备要求，将为后续产品实现产业化、项目化奠定坚实的技术基础。7月3日，科研团队又自主成功制备出6N高纯铟，主要用于制备化合物半导体材料、CIGS薄膜太阳能电池、ITO靶材，标志着公司在高纯金属和半导体领域再次取得重大进展。随后在7月14日，韶关冶炼厂在砷化镓多晶基础上，第一次投料就成功制备出砷化镓单晶，质量优良，初步判定为零缺陷单晶体。

韶冶厂年产86万片高纯半导体衬底材料重点项目的主产品之一，就是由砷化镓单晶经过切磨抛洗等一系列工序后形成的砷化镓单晶衬底材料。公司本次自主成功制备的砷化镓单晶是在此前合成的砷化镓多晶基础上制备而来，标志着韶冶厂在砷化镓单晶装备、晶体生长工艺控制等方面上已趋于成熟，将为年产86万片高纯半导体衬底材料项目建成投产奠定坚实基础。

公司规划2023年下属冶炼企业生产电镓16.5吨，叠加砷化镓单晶成功制备，将全面助力公司提高产品附加值，向半导体材料领域迈出坚实一步。

#### 四、转战铜产业链，持续增厚铜资源储备

公司作为国有控股上市公司，在矿产资源储备、资源质量、采选冶技术等方面具有较大优势。公司制定了“一体两翼”的战略实施路径，“一体”即提高矿产资源总量，将铅锌铜金属资源总量由目前的1100万吨提高至“十四五”末的2000万吨、力争3000万吨，“两翼”即打造铅锌冶炼及精深加工和铜冶炼及精深加工产业链，尤其是转战铜产业链。

公司自成立以来深耕铅锌矿产资源及冶炼、精深加工，但在铜板块的布局尚未完善。为确保“一体两翼”的战略实施，公司要全力拓展铜产业链，建设集约高效的铜产业集群，努力在产业转型上实现新突破，将铜资源优势转化为产业优势，充分利用有色金属冶炼的技术底蕴和管理经验。

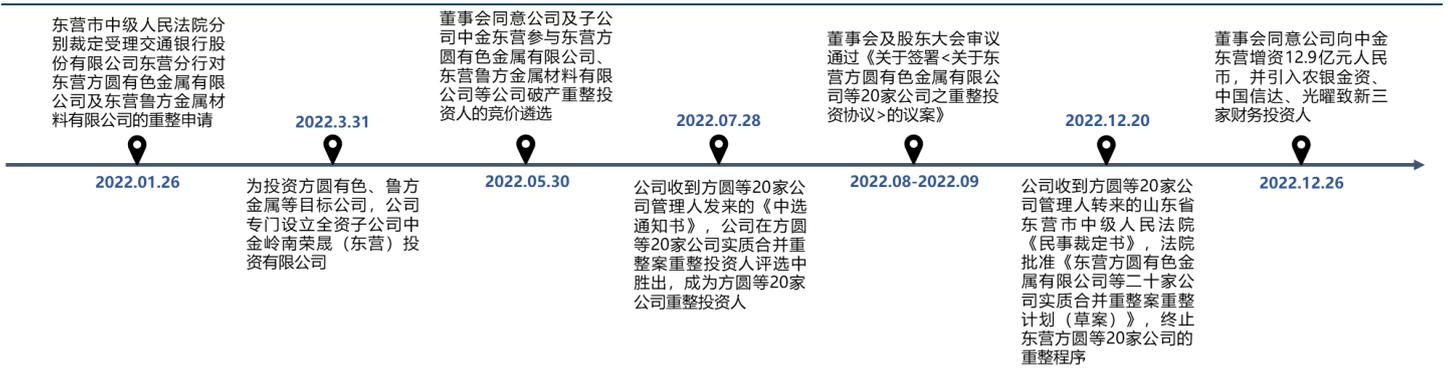
要实现铜全产业链的战略布局，铜冶炼是承上启下的关键环节。由于新建铜冶炼项目审批周期长、投资大、时间成本高，因此并购现有铜冶炼企业是最快、最有效的途径，能够帮助公司抢抓发展机遇，快速进入铜产业。2022年公司及子公司中金东营参与东营方圆等20家公司破产重整，经过竞价遴选，公司成为东营方圆等20家公司的重整投资人。根据公司《关于东营方圆有色金属有限公司等20家公司之重整投资协议》，本次重整主要采取“存续式-吸收合并重整”的模式：

- 1) 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，作为公司重要铜冶炼平台。
- 2) 现金出资收购方圆铜业等15家公司的全部股权。公司在东营设立中金资产，由公司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。

根据毕马威对收购资产范围的估值，新鲁方金属资产估值为60.53亿元，公司通过中金东营出资29.99亿元现金，取得65.87%的新鲁方金属股权；对方圆铜业等十五家公司收购资产的估值为6.06亿元，公司通过中金资产出资6.06亿元，取得方圆铜业等十五家公司剥离负债、不收购资产后的100%股权。



图表47: 公司收购方圆有色等 20 家公司



来源：关于重整投资东营方圆有色金属等 20 家公司的进展公告，关于在中金岭南荣晟（东营）投资有限公司引入财务投资人的公告，国金证券研究所

据《关于方圆有色等 20 家公司 2021 年营业收入情况的说明》，方圆有色等 20 家公司 2021 年营收规模为 113 亿元。东营鲁方金属材料有限公司拥有氧气底吹造钨捕金新工艺示范工程、处理 100 万吨/年多金属矿项目、20 万吨/年电解精炼铜（电解液净化）工程、30 万吨/年高效电解铜建设项目等项目，东营方圆有色金属有限公司拥有 20 万吨/年再生铜资源综合利用扩建项目、有色金属再生铜资源综合回收利用项目等项目。合并成立的新鲁方金属拥有 65 万吨/年阳极板和 70 万吨/年阴极铜产能。

图表48: 新鲁方金属拥有 70 万吨/年阴极铜产能

项目名称	产品种类	产能（万吨/年）	项目状态
氧气底吹造钨捕金新工艺示范工程		15	在产
处理 100 万吨/年多金属矿项目	阳极板	25	在产
有色金属再生铜资源综合回收利用项目		25	在产
<b>合计</b>		<b>65</b>	
两步炼铜工艺技术升级改造项目	-	-	在建
20 万吨/年电解精炼铜（电解液净化）工程	阴极铜	20	在产
30 万吨/年高效电解铜建设项目		30	在产
20 万吨/年再生铜资源综合利用扩建项目		20	停产
<b>合计</b>		<b>70</b>	

来源：2022 年 9 月公司关于深圳证券交易所关注函的回复，国金证券研究所

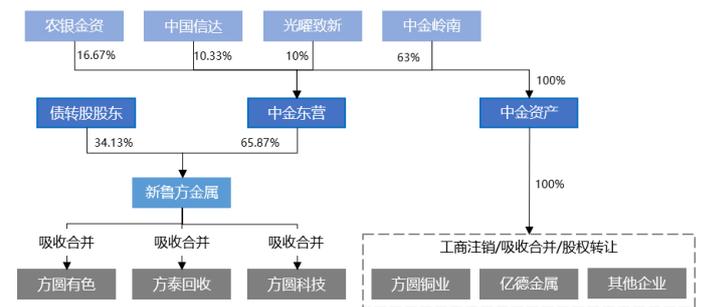
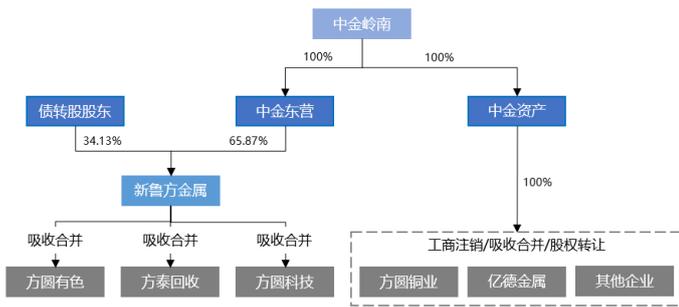
2022 年 12 月，公司董事会审议通过《关于在中金岭南荣晟（东营）投资有限公司引入财务投资人的议案》，同意公司向中金东营增资 12.9 亿元，同时引入农银金资、中国信达、光耀致新三家财务投资人，分别对中金东营增资 5 亿元、3.1 亿元、3 亿元。本次增资完成后，中金东营注册资本金增长至 30 亿元，公司持股 63%。通过引入财务投资人，中金东营资本实力得以增强，有助于推进收购新鲁方金属资产。

根据公司 2023 年一季报，2023 年 2 月公司已正式接管上述重整企业，并派出管理团队全面主导与铜冶炼相关企业（鲁方金属、方圆有色、方泰回收和方圆科技）的生产运营管理，将其纳入合并报表范围，上述铜冶炼企业已经更名为山东中金岭南铜业有限责任公司。



图表49: 引入财务投资人前公司持有中金东营 100%股权

图表50: 引入财务投资人后公司持有中金东营 63%股权



来源: 关于重整投资东营方圆有色金属有限公司等 20 家公司重整方案的公告, 国金证券研究所

来源: 关于在中金岭南荣晟(东营)投资有限公司引入财务投资人的公告, 国金证券研究所

中金岭南铜业地处山东东营,《东营有色金属产业园发展规划(2017-2025年)》等文件明确鼓励铜产业向绿色化、高端化、集群化发展,提出打造千亿级“东方铜谷”规划。公司地处粤港澳大湾区,是全国乃至世界重要的铜终端消费市场,铜材年消费量超过 200 万吨,但目前广东省无大型铜冶炼企业。公司通过并购中金岭南铜业,充分利用东营铜冶炼和粤港澳大湾区铜消费的双区位优势,构建“海内外铜矿+东营冶炼及精深加工+粤港澳大湾区消费市场”区域协同发展新格局。

2023 年 7 月 6 日,中国铜原料联合谈判小组(CSPT)于运城召开 2023 年第二季度总经理办公会议,会议表决公司正式加入 CSPT 小组,成为 CSPT 小组第十三位成员。CSPT 小组代表中国铜冶炼商与国外铜精矿供应商进行谈判,集中向国际市场采购铜精矿,以获取更高的加工费。

公司当前拥有多米尼加迈蒙铜矿,并持续推进矿产资源勘探和并购。广东省自然资源厅公布的 2022 年度 11 宗探矿权出让结果信息显示,公司于 2022 年底竞得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)和广东省阳春市尧垌铜多金属矿普查两项铜多金属矿探矿权,在海外铜资源布局的基础上进一步增厚国内铜储备。截至 2022 年年报,韶关万侯矿区已探明资源包括三氧化钨 6311 吨和银 400 吨。

图表51: 公司竞得广东省内两项铜多金属矿探矿权

项目名称	勘查矿种	勘查面积 (km <sup>2</sup> )	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)	铜多金属	30.63	1294
广东省阳春市尧垌铜多金属矿普查		6.45	40

来源: 广东省自然资源厅, 国金证券研究所

## 五、背靠广晟控股集团, 雄厚资源助力铜产业发展

为实现高质量发展、保障业绩水平、增强抗风险能力,公司控股股东广晟控股集团近年来致力于整合优质矿产资源,旗下大宝山和泛澳两大子公司经营稳健,营收和净利润均保持在较高水平,矿产资源丰富且持续推进探矿增储、各项目稳步推行,助力广晟控股集团经营发展。

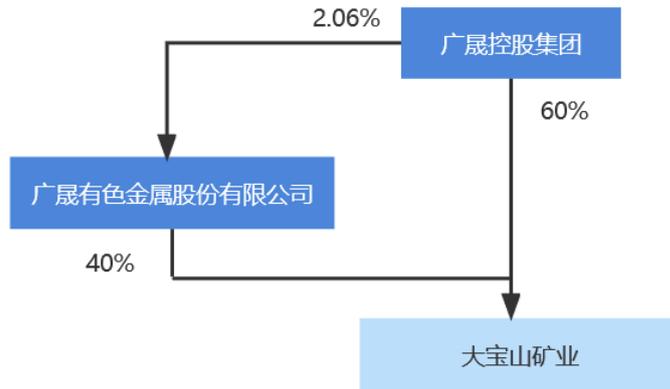
### 5.1 大宝山矿业业绩创建矿新高, 持华南地区已探明最大铜硫矿

2020 年 12 月,广晟有色金属股份有限公司从广晟控股集团收购了大宝山矿业 40% 股权,大宝山矿业股东情况从广晟控股集团持股 100% 变为集团持股 60%、广晟有色上市公司持股 40%。

广东省大宝山矿业有限公司是广东省省属大型有色金属支柱企业,主要从事铜、硫矿等资源的采选与销售。企业铜、硫、钨、钼等资源丰富,拥有华南地区已探明的最大铜硫矿,同时,探矿权范围内存在储量丰富的矿产资源,找矿前景乐观。



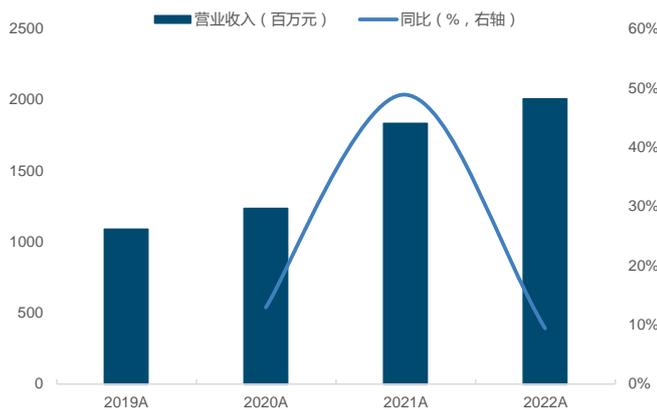
图表52: 广东省大宝山矿业有限公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月)



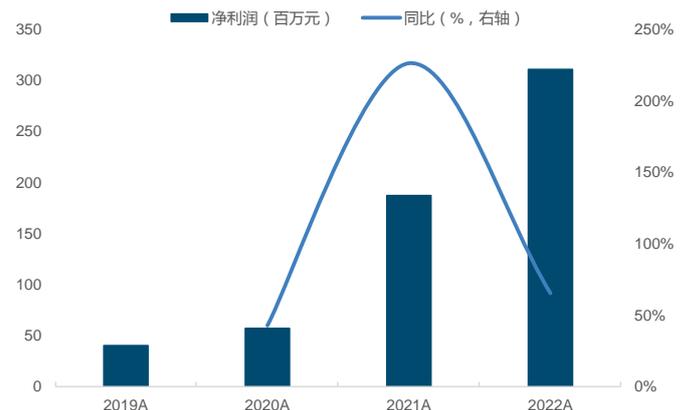
来源: 广晟有色 2023 年一季报, 企查查, 国金证券研究所

大宝山矿业在稳健经营的基础上扩大生产规模, 保障稳产高产, 营收和净利润逐年上涨。2022 年随铜价上升企业业绩进一步增长, 大宝山矿业营收同比增长 9%至 20.12 亿元, 净利润同比增长 66%至 3.12 亿元, 为建矿以来历史新高。

图表53: 2022 年大宝山矿业营业收入达 20 亿元



图表54: 2022 年大宝山矿业净利润高达 3.12 亿元



来源: 广晟有色金属股份有限公司关于收购广东省大宝山矿业有限公司 40%股权暨关联交易的公告, 广晟有色 2020-2022 年年报, 国金证券研究所

来源: 广晟有色金属股份有限公司关于收购广东省大宝山矿业有限公司 40%股权暨关联交易的公告, 广晟有色 2020-2022 年年报, 国金证券研究所

大宝山矿业铜、硫资源丰富, 同时持有钨、钼等资源。大宝山矿业下属两个矿山, 即大宝山铜硫多金属矿和鸡麻头铜硫多金属矿。根据《广东省大宝山矿业有限公司大宝山多金属矿采矿权出让收益评估报告(2022)》, 大宝山铜硫多金属矿矿产资源丰富, 其中铜金属量 21.8 万吨、平均品位 0.89%, 硫铁矿金属量 1042.45 万吨、平均品位 22.66%, 钼金属量 1.25 万吨、平均品位 0.10%。大宝山铜硫多金属矿生产规模为 330 万吨/年。根据广晟有色上市公司 2020 年第三次临时股东大会会议材料, 鸡麻头铜硫多金属矿包括铜硫矿和钼矿两个矿区, 其中铜金属量 0.98 万吨、平均品位 1.08%, 钼金属量 3303.20 万吨、平均品位 0.08%。鸡麻头铜硫多金属矿生产规模 8 万吨/年。

在现有铜硫资源基础上, 大宝山矿业持续进行优质矿产资源的整合, 找矿勘探项目稳步推进, 进一步助力广晟控股集团可持续发展。

图表55: 大宝山矿业矿产资源丰富, 铜硫资源为主

矿石种类	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位
大宝山铜硫多金属矿			
铜	探明资源量	271.1	0.98%
	控制资源量	314.80	0.84%
	推断资源量	1,869.93	0.88%



	合计	2,455.83	218,030	0.89%
伴生铜	探明资源量	505.30	12,307	0.24%
	控制资源量	565.10	14,241	0.25%
	推断资源量	1,687.14	45,400	0.27%
	合计	2,757.54	71,948	0.26%
硫铁矿	探明资源量	505.30	1,219,794	24.14%
	控制资源量	1,242.94	2,985,083	24.02%
	推断资源量	2,853.12	6,219,622	21.80%
	合计	4,601.36	10,424,499	22.66%
伴生硫	探明资源量	267.00	618,676	23.17%
	控制资源量	309.40	650,501	21.02%
	推断资源量	1,901.31	3,743,481	19.69%
	合计	2,477.71	5,012,658	20.23%
钼矿	探明资源量	284.60	2,193	0.08%
	控制资源量	1,062.30	6,913	0.07%
	推断资源量	1,235.50	12,506	0.10%
	合计	2,582.40	21,612	0.08%
褐铁矿	探明资源量	712.45		
	控制资源量	153.98		
	推断资源量	306.35		
	合计	1,172.78		
铅矿	控制资源量	3.81	1,627	4.27%
	推断资源量	101.25	12,904	1.27%
	合计	105.06	14,531	1.38%
伴生铅	推断资源量	46.45	2,508	0.54%
锌矿	控制资源量	7.49	4,294	5.73%
	推断资源量	106.63	41,776	3.92%
	合计	114.12	46,070	4.04%
伴生锌	推断资源量	198.06	12,699	0.64%
其他伴生元素	钨		45,892	
	铀		15.76	
	碲		2,733	
	银		435	
	镉		160.55	
<b>鸡麻头铜硫多金属矿</b>				
铜硫矿区	铜	88.49	9,600	1.08%
钼矿	钼	425.04	33,032,000	0.08%

来源：广东省自然资源厅《广东省大宝山矿业有限公司大宝山多金属矿采矿权出让收益评估报告（2022）》，广晟有色 2020 年第三次临时股东大会会议材料，国金证券研究所

## 5.2 集团积极布局海外资源，泛澳公司铜金矿资源丰富

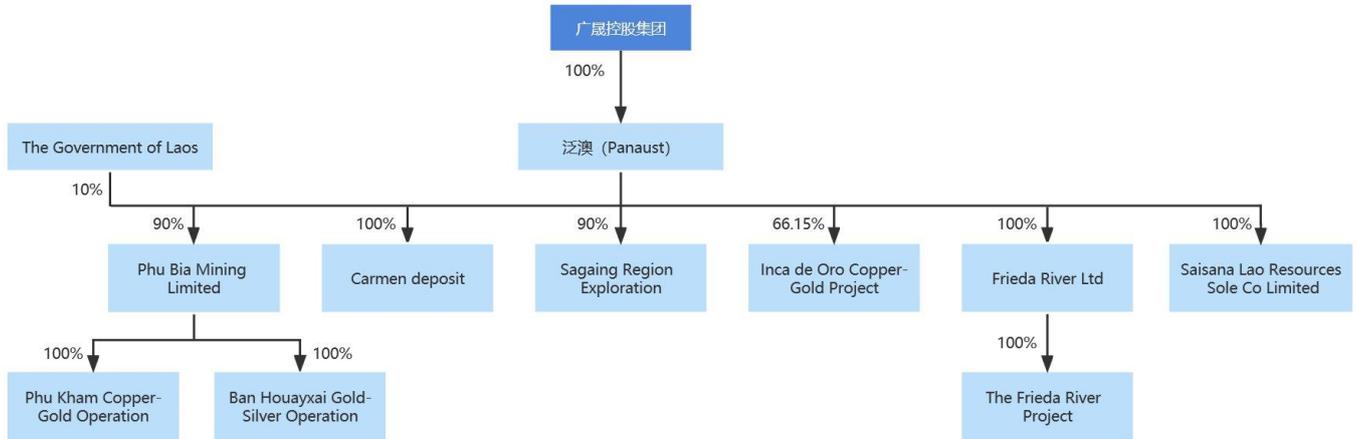
泛澳公司（Panaust）总部位于澳大利亚布里斯班，主要从事铜、金和银的探矿、采矿业务，在老挝有两大在产矿山 Phu Kham 和 Ban Houayxai，同时持有位于巴布亚新几内亚的绿地项目 Frieda River 铜金矿，在缅甸、智利等地拥有绿地或勘探项目。

2009 年，广晟控股集团以每股 0.395 澳元价格认购泛澳公司发行的约 4.6 亿股新股，以约 0.3 亿澳元参与泛澳公司的定向增发，收购其 19.9% 股权。2015 年 3 月，广晟控股集团对泛澳公司实施全面收购要约，同年 6 月对泛澳公司持股比例上升至 95.39%，并启动强



制要约收购剩余的 4.61% 股份，同年 7 月完成股权交割，持有泛澳公司 100% 股权。截至 2023 年 7 月，泛澳公司持有铜金矿 Phu Kham 和金银矿 Ban Houayxai 90% 股权，持有 Frieda River 项目 100% 股权。

图表56：泛澳公司股权结构图（截至 2023 年 7 月）

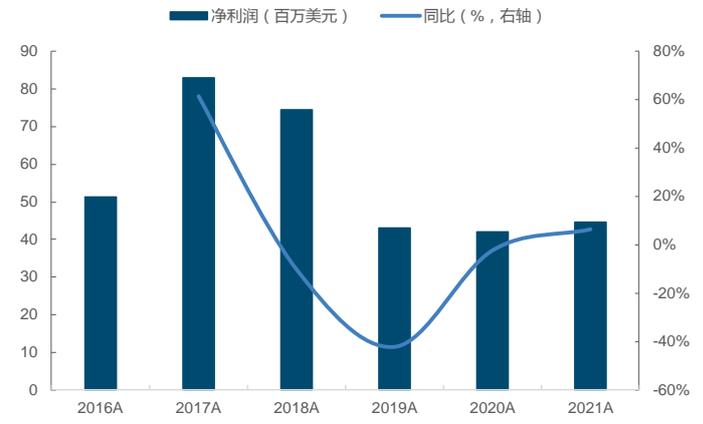
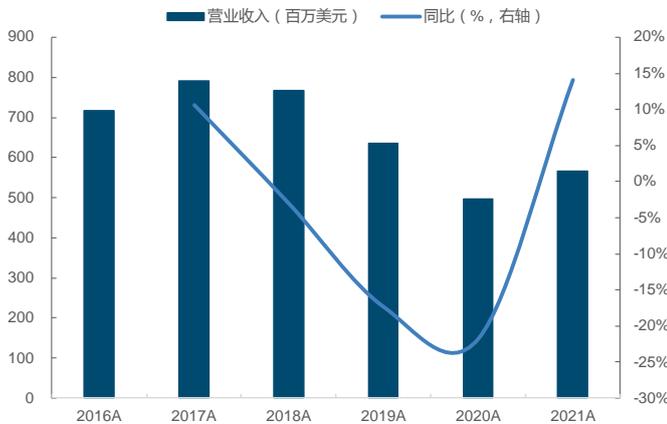


来源：泛澳官网，国金证券研究所

泛澳公司总体业绩良好，近年疫情及矿山开采进入较深区域影响公司经营生产，但营收和净利润仍维持较高水平。2018-2020 年营收规模逐年降低，2021 年同比增长 14% 至 5.67 亿美元，2019-2021 年净利润保持稳定，2021 年同比增长 6% 至 4,470 万美元。

图表57：2021 年泛澳公司实现营收 5.67 亿美元

图表58：2021 年泛澳公司净利润达 4,470 万美元



来源：泛澳 2017-2021 年年报，国金证券研究所

来源：泛澳 2017-2021 年年报，国金证券研究所

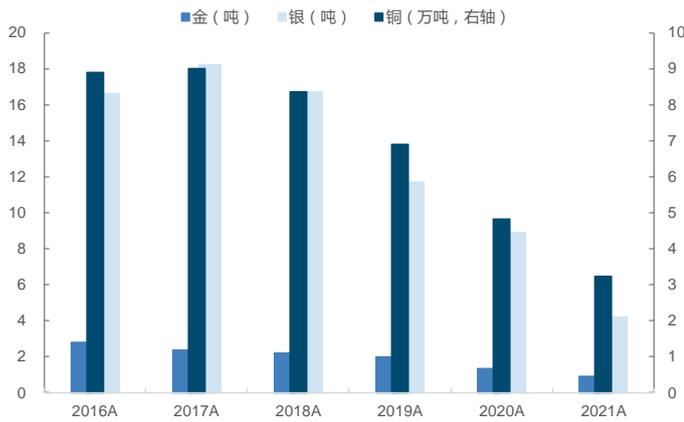
泛澳公司旗下在产矿山为 Phu Bi Mining 下属的铜金矿 Phu Kham 和金银矿 Ban Houayxai。Phu Kham 主要生产铜、金和银，为保证 2022 年生产的顺利进行，2021 年 Phu Kham 铜金矿在较深的矿坑开采矿石并优先进行废料剥离，导致各金属产量有所降低，2021 年铜产量 3.24 万吨、黄金产量 0.91 吨、银产量 4.23 吨。Ban Houayxai 主要生产金和银，2021 年金银产量略有回升，黄金产量 3.03 吨、银产量 21.57 吨。

泛澳公司持续进行探矿增储工作，2021 年在 Ban Houayxai 采矿区持续进行勘探，发现了 Ban Houayxai 扩展矿床，将 Ban Houayxai 金银矿寿命从 2022 年延长至 2025 年。根据对 Phu Kham 铜金矿的钻探结果，2021 年批准了南墙回采 (SWC) 项目，将 Phu Kham 铜金矿的寿命从 2023 年延长至 2025 年。上述项目为泛澳公司对 Phu Kham 铜金矿和 Ban Houayxai 金银矿资源进一步增储、寻找长期可行机会创造了时间。

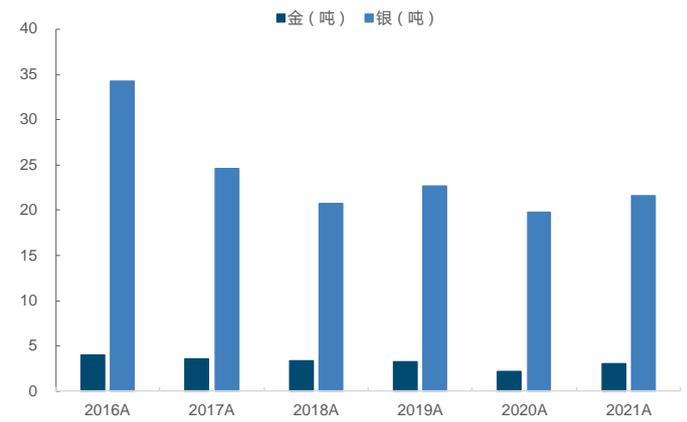
2023 年第二季度，Phu Kham 铜金矿铜、金、银产品产量分别为 1.25 万吨、0.35 吨和 0.71 吨，产量呈现回升，探矿增储成果逐步显现。Ban Houayxai 金银矿黄金、银产量分别为 0.51 吨和 2.55 吨。



图表59: 2021年Phu Kham铜产量3.24万吨



图表60: 2021年Ban Houayxai黄金产量3.03吨



来源: 泛澳 2017-2021 年年报, 国金证券研究所

来源: 泛澳 2017-2021 年年报, 国金证券研究所

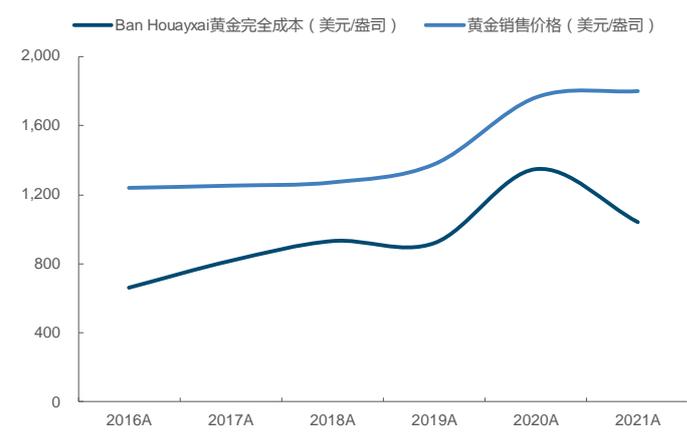
泛澳公司依托丰富矿产资源储量和高效、一体化的经营模式, 主要产品黄金和铜的成本较低, 叠加近年黄金、铜价格上升趋势, 泛澳公司盈利空间增厚。2021年由于开采较深和优先剥离废石, Phu Kham铜完全成本提升至6,305美元/吨, 铜销售价格为9,215美元/吨; Ban Houayxai黄金完全成本为1,040美元/盎司, 黄金销售价格为1,797美元/盎司。泛澳公司主要产品铜和黄金的成本优势明显, 极具竞争力。

图表61: 2021年Phu Kham铜完全成本为6,305美元/吨



来源: 泛澳 2017-2021 年年报, 国金证券研究所

图表62: 2021年Ban Houayxai黄金完全成本下降



来源: 泛澳 2017-2021 年年报, 国金证券研究所

Frieda River 项目为泛澳重要项目, 旨在建立一个绿色矿山, 将碳排放降到最低。Frieda River 项目包括 Frieda River 铜金项目、Frieda River 水电项目、Sepik 基建项目和 Sepik 电网项目。Frieda River 水电项目在铜金项目下游约 16 公里处, 为铜金矿选矿供电且能出售多余的电力。

Frieda River 铜金矿资源储量雄厚, 该矿以 Horse-Ivaal-Trukai, Ekwai and Koki (HITEK) 斑岩型铜/金矿床为基础, 可能包含 Nena 热液铜/金矿床。截至 2022 年 11 月, Frieda River 铜金矿总矿石量 29.2 亿吨, 铜金属量 1,200 万吨, 金金属量 591 吨, 是世界最大未开发铜资源之一。Frieda River 铜金项目拟议的初始运营年限为 33 年, HITEK 的矿产资源及其他已知矿藏可能支持矿山开采年限延长至 45 年以上。

图表63: Frieda River 铜金项目保有铜金属量1,200万吨(截至2022年11月)

Frieda River 金铜项目	
总开采量 (亿吨)	29.2
加工厂进料量 (亿吨)	14.9
废石量 (亿吨)	14.3
年均处理需求量 (万吨)	8,850
<b>储量</b>	



Frieda River 金铜项目	
铜 (万吨)	1,200
金 (吨)	591

来源: Frieda River 官网, 国金证券研究所

根据 2018 年 11 月发布的可研报告, Frieda River 铜金项目保有矿石量 29.2 亿吨, 铜平均品位为 0.45%, 金平均品位为 0.24 g/t。可研报告中显示, Frieda River 铜金项目预计年处理矿石量合计 67 万吨, 其中含铜 17.5 万吨, 黄金 7 吨。

**图表64: Frieda River 铜金项目预计年产量铜 17.5 万吨, 黄金 7 吨**

Frieda River 铜金项目和水电项目合计	
矿石量	29.2 亿吨
选矿厂进料	14.9 亿吨 (铜品位 0.45%, 金品位 0.24 g/t)
年产量	67 万吨精矿, 其中含铜 17.5 万吨, 黄金 7 吨
矿山寿命	33 年
电站寿命	100 年
成本	铜 2224.67 美元/吨 (扣除副产品收益后)
生产前资本支出	60 亿美元 (矿山和加工厂 28 亿美元, 水电设施 32 亿美元)
税后自由现金流	348 亿美元 (铜价 7269 美元/吨, 金价 1390 美元/盎司)
矿山和加工厂实施时间	7 年, 包括 5 年建设期
水电站和大坝时间表	7 年, 包括 6 年建设期
电站容量	490 兆瓦

来源: Frieda River 项目可研报告, 国金证券研究所

**图表65: Frieda River 铜金矿地理位置图**



来源: Frieda River 项目可研报告, 国金证券研究所

2022 年初, Frieda River 水电项目大坝设计独立同行评审程序已经完成, 2022 年 8 月疫情引发的停工期结束, 环保局重新开始监管活动以完成对许可证申请的评估。

Frieda River 项目为当地建立公共基础设施、提供就业机会和创造商业机会, 助力建设更强大、更有活力的社区。泛澳公司收购 Frieda River 项目以后, 与地方政府接触一直是工作重点, Frieda River 有限公司致力于和巴布亚新几内亚政府合作, 项目建设为巴布亚新几内亚长期发展做出重大贡献。同时, 泛澳公司通过建设援助站为邻近社区提供医疗支持, 与当地教育部门进行合作, 对中小学学生和大学学生的学费提供援助。Frieda River 公司尽可能为社区提供商业机会, Frieda River 项目 90% 以上的货物和服务都来自当地的供应商。



## 六、盈利预测&投资建议

### 6.1 核心假设

#### (1) 价格假设

锌价假设：2022 年锌锭含税均价为 2.53 万元/吨。当前全球锌精矿供应增速放缓，存量项目增长有限，增量项目受前期勘探支出下降影响，锌精矿产出仍需时间。需求方面，国内新基建带来锌消费的长期增长动力。在供给增速回落和需求稳步增长共同作用下，预计锌价将维持高位运行。预计 2023-2025 年锌锭含税均价分别为 2.17/2.15/2.15 万元/吨。（2023 年 1-6 月锌锭含税均价为 2.21 万元/吨）

铅价假设：2022 年铅锭含税均价为 1.52 万元/吨。铅锌是伴生矿产，铅精矿供应增速与锌精矿同步有所放缓，但再生铅给予一定供应补充。锂离子新能源产销量高增，其高能量密度将对铅酸电池产生一定替代，但铅酸电池以其低成本优势在汽车启动及电动两轮车动力系统等领域仍有一定的增长空间。在供给增速放缓和需求较为稳定的情况下，预计 2023-2025 年铅锭含税均价分别为 1.52/1.52/1.52 万元/吨。（2023 年 1-6 月铅锭含税均价为 1.52 万元/吨）

铜价假设：2022 年电解铜含税均价为 6.75 万元/吨。2023 年全球铜矿供给虽边际宽松，但粗炼端产能相对矿端增速较为有限，因此矿端过剩大概率无法顺利传导至精铜供需平衡，预计 2023 年精铜环节依然维持供给缺口。长周期来看，过去几年铜矿资本开支较少，2024 年矿端供应增速或将再次下滑。同时美联储加息周期接近尾声，预计 2024 年初开启降息，对铜价压制减弱。在供给增速有限、需求长期增长，以及宏观环境共同作用下，预计铜价将进入上行区间，预计 2023-2025 年阴极铜含税均价分别为 6.9/6.9/6.9 万元/吨。（2023 年 1-6 月电解铜含税均价为 6.81 万元/吨）

#### (2) 成本假设

精矿产品成本：公司销售精矿产品主要为锌精矿、铅精矿及铜精矿，预计 2023-2025 年公司自产锌精矿含税成本维持 7000 元/吨，自产铅精矿含税成本维持 6500 元/吨，自产铜精矿含税成本维持 3.5 万元/吨。

冶炼成本：公司自有冶炼厂生产锌锭、铅锭、电解铜，预计 2023-2025 年，锌锭冶炼加工成本维持 5550 元/吨，铅锭冶炼加工成本维持 2500 元/吨，电解铜冶炼加工成本维持 3762 元/吨。

#### (3) 销量假设

铅锌精矿销量：公司铅锌精矿生产较为稳定，预计随着盘龙铅锌矿扩产项目建设和布罗肯山铅锌矿产量恢复，2023-2025 年铅锌精矿产销量小幅增长，销量分别为 27.6/28/29.3 万吨。

铅锭销量：公司丹霞冶炼厂炼锌渣项目已经于 2022 年 6 月投产，增加铅冶炼产能 11.61 万吨/年，预计随着产能逐步爬坡，2023-2025 年公司铅锭销量分别为 13.6/14.65/15.7 万吨。

锌锭及锌制品销量：公司锌锭产品生产较为稳定，预计 2023-2025 年锌锭及锌制品销量维持 28.9 万吨。

电解铜销量：公司 2023 年 2 月并表山东中金岭南铜业，实现铜冶炼板块产能布局。预计随着冶炼厂技改项目推进和产能恢复，2023-2025 年阴极铜销量分别为 40/50/60 万吨。

#### (4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2020-2022 年分别为 0.59%/0.59%/0.47%，近三年呈现下降趋势，保守起见，假设 2023-2025 年该比率维持 2021-2022 年均值 0.53%。

销售费用率：2020-2022 年分别为 0.72%/0.33%/0.27%，2021 年下降主因会计准则变更，运费进入营业成本项目，近三年总体呈现下降趋势。保守起见，假设 2023-2025 年该比率维持 2021-2022 年均值 0.3%。

管理费用率：2020-2022 年分别为 1.68%/1.2%/0.94%，近三年总体呈现下降趋势，保守起见，假设 2023-2025 年该比例维持 2021-2022 年均值 1.07%。

研发费用率：2020-2022 年分别为 1.04%/0.8%/0.7%，总体呈现稳定状态，根据公司未来发展规划，将延伸铅锌铜精深加工、增加研发，假设 2023-2025 年该比例提升至 0.84%。



## 6.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 2023-2025 年铅锌铜采掘、冶炼及销售收入分别为 353/434/502 亿元，公司营收规模分别为 775/856/919 亿元，预计实现归母净利润分别为 15.48/18.10/24.22 亿元，EPS 分别为 0.41/0.48/0.65 元，对应 PE 分别为 14.13/12.08/9.03 倍。

**图表66：营业收入及毛利预测**

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>					
铅锌铜采掘、冶炼及销售	8,182.88	10,006.06	35,263.59	43,405.91	50,228.81
铝、镍、锌加工及销售	1,266.45	1,316.87	1,316.87	1,316.87	1,316.87
有色金属贸易业务	35,101.65	44,173.28	44,173.28	44,173.28	44,173.28
其他	980.16	776.00	776.00	776.00	776.00
分部间抵消	-1,431.25	-1,117.89	-4,345.41	-4,400.10	-4,835.18
其他业务	349.34	185.14	185.14	185.14	185.14
利息收入	10.33	12.92	12.92	12.92	12.92
手续费及佣金收入	40.00	84.88	84.88	84.88	84.88
<b>合计</b>	<b>44,499.55</b>	<b>55,437.26</b>	<b>77,467.26</b>	<b>85,554.90</b>	<b>91,942.72</b>
<b>营业成本</b>					
铅锌铜采掘、冶炼及销售	5,973.85	7,579.00	31,107.92	38,613.09	44,561.63
铝、镍、锌加工及销售	1,107.89	1,135.90	1,135.90	1,135.90	1,135.90
有色金属贸易业务	35,063.57	44,138.85	44,138.85	44,138.85	44,138.85
其他	860.11	685.08	685.08	685.08	685.08
分部间抵消	-1,431.25	-1,117.89	-4,345.41	-4,400.10	-4,835.18
其他业务	226.00	89.47	89.47	89.47	89.47
利息支出	0.40	0.51	0.51	0.51	0.51
手续费及佣金支出	26.64	70.02	70.02	70.02	70.02
<b>合计</b>	<b>41,827.22</b>	<b>52,580.94</b>	<b>72,882.34</b>	<b>80,332.82</b>	<b>85,846.28</b>
<b>毛利率</b>					
铅锌铜采掘、冶炼及销售	27.00%	24.26%	11.78%	11.04%	11.28%
铝、镍、锌加工及销售	12.52%	13.74%	13.74%	13.74%	13.74%
有色金属贸易业务	0.11%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
其他	12.25%	11.72%	11.72%	11.72%	11.72%
其他业务	35.31%	51.67%	51.67%	51.67%	51.67%
利息	96.09%	96.04%	96.04%	96.04%	96.04%
手续费及佣金	33.39%	17.52%	17.52%	17.52%	17.52%
<b>综合毛利率</b>	<b>6.01%</b>	<b>5.15%</b>	<b>5.92%</b>	<b>6.10%</b>	<b>6.63%</b>
营业税金及附加/销售收入	0.59%	0.47%	0.53%	0.53%	0.53%
销售费用率	0.33%	0.27%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	1.20%	0.94%	1.07%	1.07%	1.07%
研发费用率	0.80%	0.70%	0.84%	0.84%	0.84%

来源：Wind，国金证券研究所

## 6.3 估值及投资建议

我们选取铅锌铜行业其他公司驰宏锌锗、西部矿业、紫金矿业和金徽股份作为可比公司。参考可比公司 2023 年 15 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 6.21 元，首次覆盖给予“买入”评级。


**图表67：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至2023年8月4日收盘）**

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
驰宏锌锗	600497.SH	5.64	0.11	0.13	0.41	0.47	0.50	54	44	14	12	11
西部矿业	601168.SH	12.27	1.23	1.45	1.42	1.62	1.75	36	8	9	8	7
紫金矿业	601899.SH	12.85	0.60	0.76	0.92	1.12	1.34	39	17	14	12	10
金徽股份	603132.SH	14.15	0.53	0.49	0.56	0.64	0.72	N.A.	25	25	22	20
平均								43	24	15	13	12
中金岭南	000060.SZ	5.85	0.27	0.28	0.41	0.48	0.65	18	13	14	12	9

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司EPS均为Wind一致预期。

## 七、风险提示

**产能释放不及预期。**公司2022年6月投产丹霞冶炼厂炼锌渣项目，铅锌冶炼产能大幅提升，2023年2月并表山东中金岭南铜业，实现铜冶炼板块布局，未来盈利增长主要依靠冶炼板块产能提升放量。若公司技改进度和产能释放低于预期，导致冶炼板块放量受限，将对公司业绩产生负面影响。

**产品价格大幅波动。**公司精矿产品和冶炼产品营收和利润与铅、锌、铜等商品价格相关，若上述商品价格受供需结构、宏观因素影响发生大幅波动，会对公司营收和业绩规模产生影响。

**人民币汇率波动风险。**公司海外营收占比逐年提升，2022年已经达到61%，若人民币汇率大幅波动，会公司营收及利润规模产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	30,244	44,473	55,367	77,467	85,555	91,943
增长率		47.0%	24.5%	39.9%	10.4%	7.5%
主营业务成本	-28,160	-41,827	-52,581	-72,882	-80,333	-85,846
%销售收入	93.1%	94.1%	95.0%	94.1%	93.9%	93.4%
毛利	2,083	2,646	2,786	4,585	5,222	6,096
%销售收入	6.9%	5.9%	5.0%	5.9%	6.1%	6.6%
营业税金及附加	-177	-262	-259	-409	-452	-486
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-219	-149	-152	-236	-260	-280
%销售收入	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-508	-533	-520	-828	-914	-983
%销售收入	1.7%	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	-314	-355	-385	-654	-723	-777
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	865	1,347	1,469	2,457	2,872	3,571
%销售收入	2.9%	3.0%	2.7%	3.2%	3.4%	3.9%
财务费用	-150	-159	-94	-272	-277	-242
%销售收入	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-19	-36	-42	-120	-145	-94
公允价值变动收益	-70	-28	-131	0	0	0
投资收益	188	318	62	0	0	0
%税前利润	15.1%	21.4%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	878	1,511	1,389	2,068	2,454	3,238
营业利润率	2.9%	3.4%	2.5%	2.7%	2.9%	3.5%
营业外收支	369	-22	-10	0	0	0
税前利润	1,248	1,489	1,379	2,068	2,454	3,238
利润率	4.1%	3.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.5%
所得税	-148	-268	-144	-310	-368	-486
所得税率	11.8%	18.0%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,100	1,221	1,235	1,758	2,085	2,752
少数股东损益	105	49	23	210	275	330
归属于母公司的净利润	995	1,172	1,212	1,548	1,810	2,422
净利率	3.3%	2.6%	2.2%	2.0%	2.1%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,100	1,221	1,235	1,758	2,085	2,752
少数股东损益	105	49	23	210	275	330
非现金支出	717	834	863	1,199	1,436	1,466
非经营收益	130	-38	228	437	450	437
营运资金变动	-345	-250	-1,246	976	-91	13
经营活动现金净流	1,602	1,768	1,081	4,370	3,880	4,668
资本开支	-2,659	-3,774	-3,356	-4,980	-2,307	-2,307
投资	-844	-124	-199	-200	0	0
其他	-1,211	650	1,183	0	0	0
投资活动现金净流	-4,714	-3,248	-2,372	-5,180	-2,307	-2,307
股权募资	0	11	4	-509	0	0
债权募资	3,437	2,139	3,182	1,324	-29	84
其他	-811	-532	-670	-870	-901	-926
筹资活动现金净流	2,626	1,617	2,515	-54	-930	-842
现金净流量	-483	147	1,314	-864	643	1,519

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,690	1,783	3,103	2,227	2,862	4,375
应收款项	965	896	1,058	1,236	1,356	1,447
存货	2,044	2,407	3,489	5,479	5,916	6,256
其他流动资产	3,866	3,933	2,353	1,863	1,880	1,893
流动资产	8,563	9,018	10,002	10,805	12,014	13,971
%总资产	35.2%	32.7%	30.6%	28.9%	30.3%	32.9%
长期投资	729	957	949	949	949	949
固定资产	10,081	12,250	15,107	19,292	19,772	20,176
%总资产	41.4%	44.4%	46.3%	51.6%	49.9%	47.5%
无形资产	3,268	4,629	5,200	5,753	6,298	6,838
非流动资产	15,785	18,586	22,650	26,564	27,583	28,521
%总资产	64.8%	67.3%	69.4%	71.1%	69.7%	67.1%
资产总计	24,348	27,604	32,652	37,369	39,597	42,492
短期借款	1,957	4,409	6,767	6,908	6,879	6,963
应付款项	1,939	2,302	2,375	4,025	4,437	4,741
其他流动负债	665	780	718	1,344	1,510	1,717
流动负债	4,560	7,491	9,860	12,277	12,826	13,422
长期贷款	1,949	1,630	2,456	2,720	2,720	2,720
其他长期负债	4,997	4,720	5,041	6,248	6,290	6,323
负债	11,507	13,840	17,357	21,245	21,835	22,464
普通股股东权益	12,202	13,250	14,757	15,376	16,738	18,674
其中：股本	3,570	3,650	3,738	3,738	3,738	3,738
未分配利润	5,790	6,575	7,343	8,480	9,842	11,778
少数股东权益	639	514	539	749	1,024	1,354
负债股东权益合计	24,348	27,604	32,652	37,369	39,597	42,492

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.279	0.321	0.324	0.414	0.484	0.648
每股净资产	3.418	3.630	3.948	4.114	4.478	4.996
每股经营现金净流	0.449	0.484	0.289	1.169	1.038	1.249
每股股利	0.084	0.095	0.100	0.110	0.120	0.130
回报率						
净资产收益率	8.15%	8.84%	8.22%	10.07%	10.82%	12.97%
总资产收益率	4.09%	4.24%	3.71%	4.14%	4.57%	5.70%
投入资本收益率	3.67%	4.68%	4.68%	7.11%	7.88%	9.11%
增长率						
主营业务收入增长率	32.45%	47.05%	24.50%	39.92%	10.44%	7.47%
EBIT增长率	7.93%	55.69%	9.05%	67.25%	16.89%	24.33%
净利润增长率	16.78%	17.75%	3.47%	27.68%	16.97%	33.78%
总资产增长率	19.82%	13.37%	18.29%	14.45%	5.96%	7.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.0	4.9	4.3	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	24.3	19.4	20.5	28.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	13.0	9.5	8.3	10.3	10.3	10.3
固定资产周转天数	89.8	63.4	74.3	69.6	62.0	56.6
偿债能力						
净负债/股东权益	34.20%	42.48%	51.51%	56.80%	47.83%	35.28%
EBIT利息保障倍数	5.8	8.5	15.6	9.0	10.4	14.7
资产负债率	47.26%	50.14%	53.16%	56.85%	55.14%	52.87%

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究