

2019年02月22日

证券研究报告·公司研究报告

锌业股份(000751) 有色金属

增持(首次)

当前价: 3.13元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益于锌加工费持续上涨的纯冶炼标的

投资要点

- **推荐逻辑:** 目前锌冶炼加工费处于上升周期, 在未来两年有望保持高位。锌业股份作为锌的纯冶炼龙头标的, 业绩受益于加工费的上涨弹性大, 利润有望大幅改善。原料结构中进口矿占比高, 公司毗邻港口, 水陆交通便利, 大比例使用进口矿具有明显的区位优势。
- **锌精矿加工费上升, 冶炼龙头有望持续受益。** 现阶段锌矿的增量主要来自国外, 且近几年供应增量大于需求增量, 矿的供应端逐渐宽松。但由于国内环保政策趋严, 冶炼端存在产能瓶颈, 精锌供应增速不足, 冶炼厂处于有利位置, 加工费倾向于上调。从 2018 年三季度国内外锌精矿冶炼加工费均开始明显上行, 并且预计加工费在未来两年将持续维持高位。冶炼厂毛利主要为加工费, 公司拥有锌品产能 30 万吨, 锌产品营收占比约 80% 左右, 产能利用率接近 100%, 业绩有望大幅改善。
- **重组改制, 降费提效促发展。** 公司在 2013 年进行破产重组, 2014 年生产进入正轨。2017 年实际控制人从国有法人转为非国有法人。在大刀阔斧进行改革后, 公司剥离大量债务, 财务费用大幅减少, 管理费用率也持续降低, 生产效率稳步提高, 营业收入和净利润整体保持稳健增长。
- **大比例使用进口矿, 竞争优势凸显。** 公司毗邻港口, 水陆交通便利, 采购成本较低, 大比例使用进口矿具有明显的区位优势。现阶段进口加工费较国内加工费上涨幅度更大, 公司业绩弹性更加显著。另外, 由于进口矿采用 TC 计价模式, 公司的回收率高于行业平均水平, 将获得额外的业绩红利。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.04、0.24 元和 0.24 元, 对应 PE 分别为 80 倍、13 倍和 13 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 环保政策风险、锌精矿加工费上涨不及预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6699.53	7506.11	6917.20	6553.59
增长率	42.14%	12.04%	-7.85%	-5.26%
归属母公司净利润(百万元)	216.25	55.04	339.55	345.14
增长率	60.90%	-74.55%	516.91%	1.65%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.04	0.24	0.24
净资产收益率 ROE	9.10%	2.31%	12.50%	11.53%
PE	20	80	13	13
PB	1.86	1.85	1.62	1.47

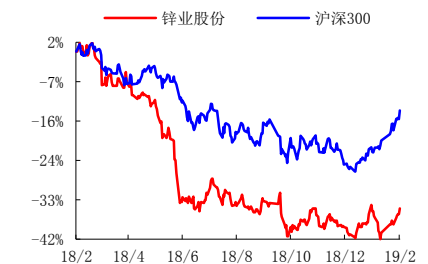
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@swsc.com.cn

联系人: 刘孟尧
 电话: 010-57758572
 邮箱: lml@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.10
流通 A 股(亿股)	14.10
52 周内股价区间(元)	2.8-4.92
总市值(亿元)	44.13
总资产(亿元)	46.96
每股净资产(元)	1.73

相关研究

目 录

1 聚焦锌冶炼行业，市场竞争力强劲	1
1.1 专注于锌冶炼领域的龙头	1
1.2 重组改制，降费提效	2
1.3 纯冶炼标的，受益于加工费上涨	3
1.4 公司竞争优势分析	5
2 原料端宽松，冶炼端存瓶颈，加工费有望维持高位	6
2.1 锌精矿进入集中释放期	6
2.2 国内冶炼端仍存瓶颈，加工费有望维持高位	8
3 盈利预测与估值	11
4 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司 2017 年主营业务构成	1
图 2: 公司 2017 年主营业务毛利构成	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	2
图 5: 公司重整前股权结构	2
图 6: 公司重整后股权结构	2
图 7: 公司 2012 年以来管理费用	3
图 8: 公司 2012 年以来财务费用	3
图 9: 公司 2013 年以来新增在建工程及占比情况	3
图 10: 公司 2013 年以来折旧费用发生额	3
图 11: 锌业股份单季度利润与实际加工费关系	4
图 12: 锌业股份单季度利润与锌价关系	4
图 13: 冶炼厂吨锌冶炼额外收益测算	5
图 14: 冶炼厂吨冶炼成本和净利润测算	5
图 15: 中国锌矿产量及进口情况	6
图 16: 锌业股份进口矿采购占比	6
图 17: 中国铅锌矿采选投资及铅锌冶炼投资	8
图 18: 中国锌矿进口数量	8
图 19: 全球精炼锌产量 (万吨)	8
图 20: 中国精炼锌产量 (万吨)	8
图 21: 国际市场精锌月度产量 (万吨)	9
图 22: 国内精锌月度产量 (万吨)	9
图 23: 全球 LME 锌锭库存 (万吨)	9
图 24: 国内锌锭社会库存 (万吨)	9
图 25: 全球及中国精矿供需平衡表 (万吨)	10
图 26: 全球及中国精锌供需平衡表 (万吨)	10
图 27: 锌产业导向图	10
图 28: 精矿国内加工费和进口加工费	10
图 29: 冶炼厂锌冶炼净利润	10

表 目 录

表 1: A 股锌板块公司业务情况	4
表 2: 国外主要矿山增量预估 (万吨)	7
表 3: 涉及锌冶炼行业相关政策及活动	9
表 4: 分业务收入及毛利率	11
表 5: 可比公司估值情况	12
附表: 财务预测与估值	13

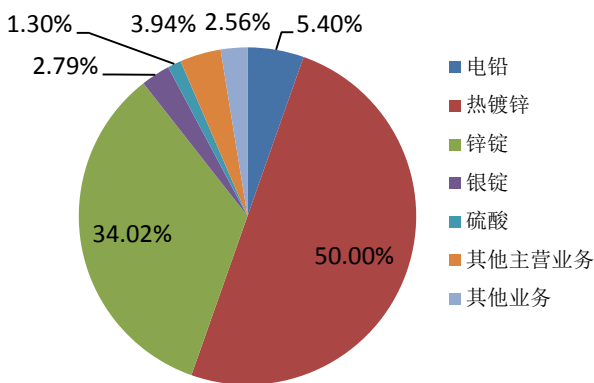
1 聚焦锌冶炼行业，市场竞争力强劲

1.1 专注于锌冶炼领域的龙头

作为东北唯一一家特大型有色冶炼企业，公司的主要业务为有色金属锌、铅冶炼及深加工产品，同时综合回收镉、铟、金、银、铋，并副产硫酸、硫酸锌等。公司目前有色金属年生产能力达到 30 万吨以上，其中，锌品产能 30 万吨，包括湿法浸出 15 万吨、火法竖罐 9 万吨和火法 ISP 密闭鼓风机 6 万吨，铅产能 2.5 万吨。预计公司 2018 年将完成有色金属产量 33 万吨，产能利用率高达 100%。公司在产能、规模、装备及技术实力方面均处于行业前列，在国内铅锌冶炼行业具有重要地位，发展前景广阔。

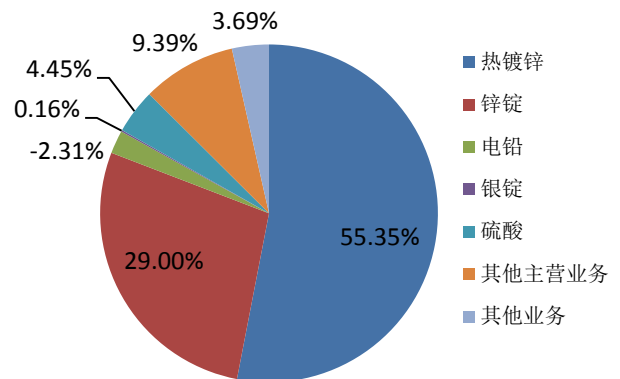
公司主营业务结构：公司专注于锌行业，主要产品热镀锌和锌锭。2017 年锌产品销售收入占总收入的 80% 左右，其中热镀锌占比 50%，锌锭占比 34.02%。**锌产品贡献 84.35% 毛利**，对公司盈利贡献较大，其中热镀锌占比 55.35%，锌锭占比 29%。

图 1：公司 2017 年主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

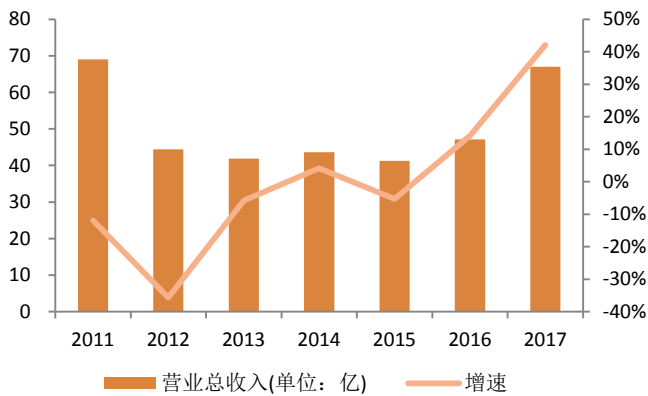
图 2：公司 2017 年主营业务毛利构成



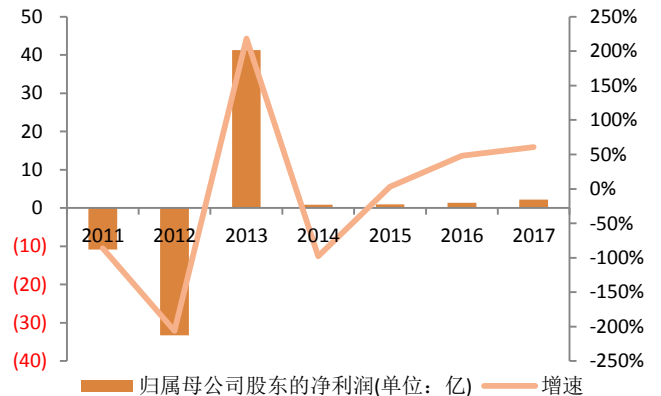
数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2013 年公司重组之后，营业收入和净利润整体保持稳健增长，盈利较为稳定。2018 年三季报显示，前三季度营业收入 59.35 亿元，较上年同期增加 11.38 亿元，同比上升 23.74%；归属于母公司股东的净利润 0.54 亿元，较上年同期下降 0.70 亿元，同比降低 56.45%。

根据公司业绩预告，2018 年公司业绩预减，净利润约 4500 万元-5500 万元，下降 74.57%-79.19%，导致公司业绩出现大幅度下降的主要原因是公司主产品锌市场价格走低，加工费价格持续低迷，生产过程所需燃料部分品种价格上涨致使冶炼成本有所增加，再加上公司部分固定资产报废影响利润减少 1188 万元。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

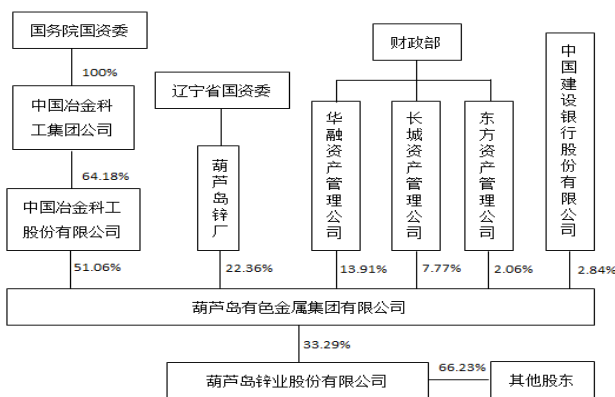
图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

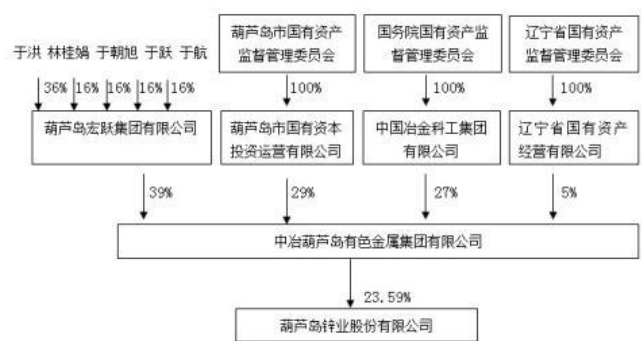
1.2 重组改制, 降费提效

1997 年公司深交所挂牌上市, 控股股东为葫芦岛锌厂, 实际控制人为辽宁省国资委。2007 年公司控股股东更改为中冶葫芦岛有色金属集团有限公司, 实际控制人为国务院国资委。2009 年, 公司业绩受宏观经济影响转差, 转为 ST; 2013 年, 公司宣告破产重组。重组完成后公司于 2014 年 8 月恢复上市, 生产经营步入正轨。

2017 年 9 月, 中国冶金科工集团有限公司持有的中冶葫芦岛有色金属集团有限公司 24% 国有股权无偿划转给葫芦岛市国有资本投资运营有限公司, 葫芦岛宏跃集团有限公司成为中冶葫芦岛有色金属集团有限公司的第一大股东, 中冶葫芦岛有色金属集团有限公司仍为公司控股股东, 于洪先生为公司的实际控制人, 公司实际控制人从国有法人转为非国有法人, 公司经营效率有望得到改善。

图 5: 公司重整前股权结构


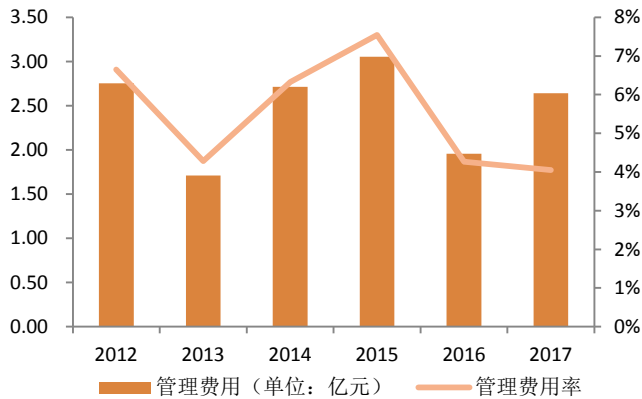
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司重整后股权结构


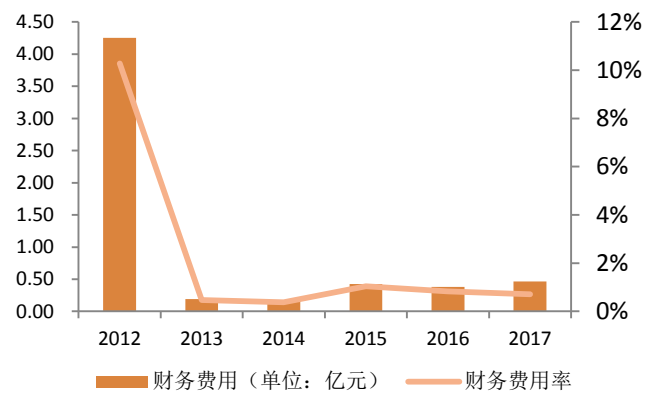
于洪先生和林桂娟女士为夫妻关系, 于洪与于朝旭、于跃、于航是父子关系, 于洪、林桂娟、于朝旭、于跃、于航为一致行动人。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司重组改制之后, 近四年管理费用率大幅下降, 并且处于较低水平, 根据公司 2018 年第三季度报告, 前三季度管理费用同比降低 27.8%, 生产效率有了很大提升。同时公司由于破产重组剥离了大量债务, 财务费用也大幅减少, 从 2012 年的 4.25 亿元降至 0.19 亿元, 公司的财务负担大幅度减轻。

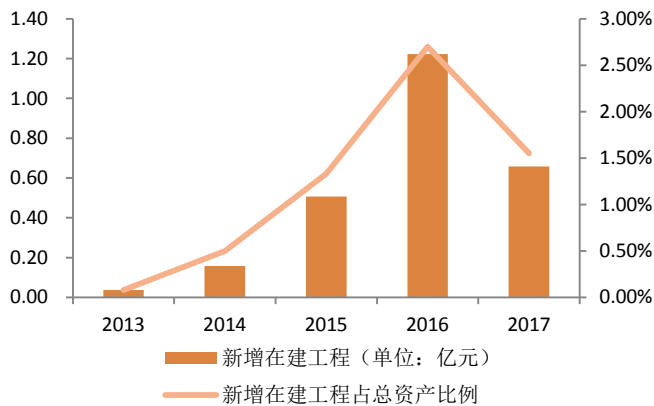
图 7：公司 2012 年以来管理费用


数据来源：公司公告，西南证券整理

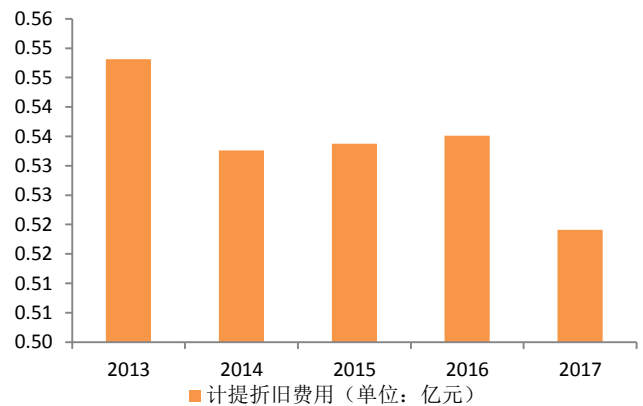
图 8：公司 2012 年以来财务费用


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近年来没有重大项目投资，新增在建工程占总资产比例一直保持低位水平，稳定控制在 3% 以内，2017 年新增在建工程占比低于 1%。相应的，公司近几年折旧费用持续维持在低位，目前控制在 5500 万元以内，折旧费用相对较少，较低的费用率对于改善公司的盈利水平和营收质量发挥了重要的作用。

图 9：公司 2013 年以来新增在建工程及占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2013 年以来折旧费用发生额


数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年，公司为适应业务发展的需要，设立全资子公司葫芦岛锌鑫科技有限公司，公司的主营业务包括新材料研发、生产，新材料技术推广服务，新能源技术推广，铜、铅、锌等常用有色金属冶炼，金、银等贵金属冶炼，镓、铋等稀有稀土金属冶炼等，有利于扩展综合利用业务，增强公司的综合竞争力。

1.3 纯冶炼标的，受益于加工费上涨

在 A 股锌板块上市公司中，大部分都有自己配套的锌矿产资源，外购锌矿的比例比较小。而锌业股份和林冶集团聚焦于锌冶炼行业，外购锌矿冶炼业务的占比非常大，冶炼业务占比达到了 100%，属于纯冶炼标的。

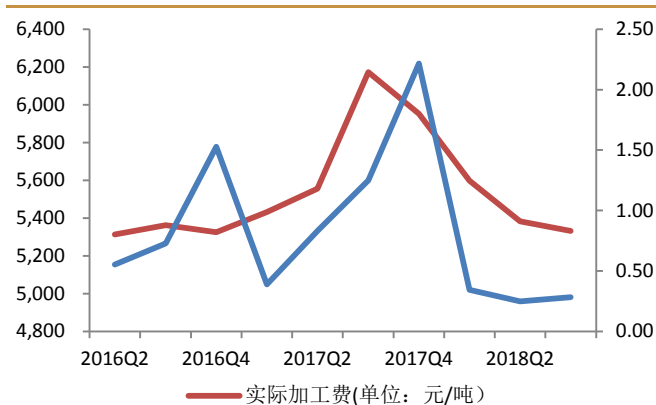
表 1: A 股锌板块公司业务情况

公司	精炼锌产量 (吨)	总营收	锌业务营收占比	锌毛利利润占比	自产锌精矿 (吨)	外购锌精矿 (吨)	外购锌精矿占比
驰宏锌锗	39.7	184.7	61%	60.45%	37.1	2.6	7%
株冶集团	30	38	73%	71.89%	0	30	100%
锌业股份	30	67	84%	82.45%	0	30	100%
中色股份	22.8	154.3	30%	29.67%	2.4	20.4	89%
中金岭南	26	190.2	23%	43.40%	29.4	-3.4	-13%
宏达股份	14.4	46.2	63%	15.89%	4.4	10	70%
罗平锌电	7.2	16.2	92%	66.96%	2.5	4.6	64%

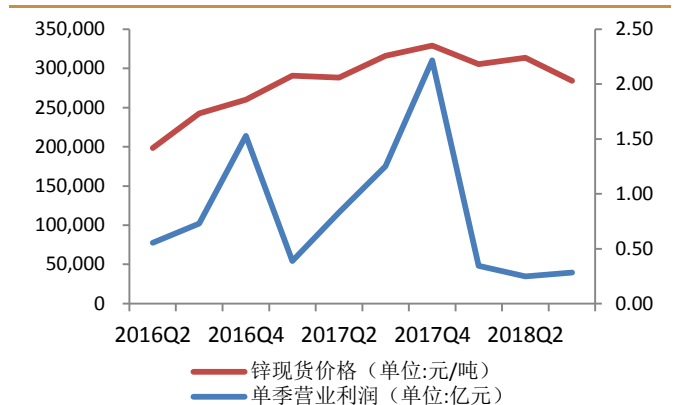
数据来源: Wind, 西南证券整理

锌的纯冶炼企业利润即为实际加工费-冶炼成本+副产品等额外收益

加工费是矿山支付给冶炼厂的加工费用,当锌精矿市场供应偏紧时,矿山处于有利位置,加工费倾向下降;当锌精矿市场供应宽松时,冶炼厂处于有利位置,加工费倾向上调。从当前来看,锌矿未来将趋向于宽松态势,加工费将保持高位,冶炼厂利润将持续改善。

图 11: 锌业股份单季度利润与实际加工费关系


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

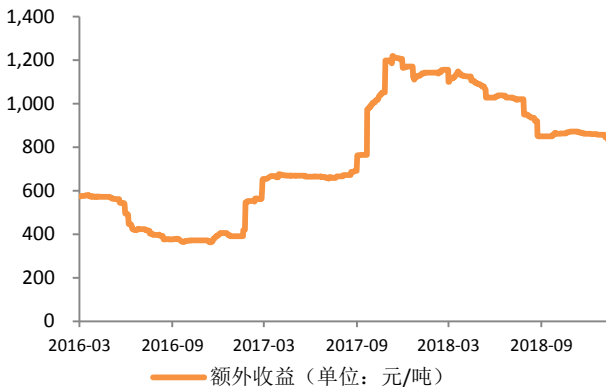
图 12: 锌业股份单季度利润与锌价关系


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

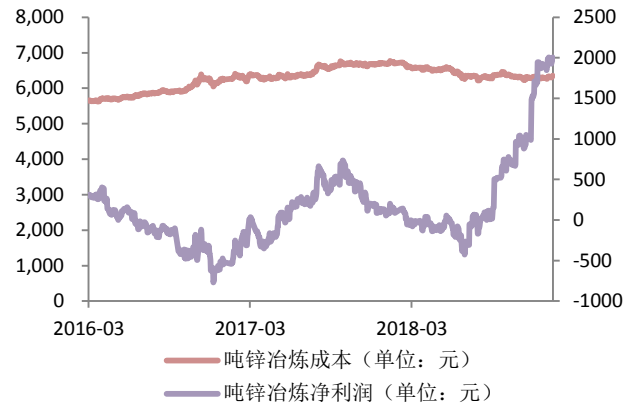
公司作为纯冶炼龙头标的,没有矿山资源及开采业务,专注于锌冶炼行业,业绩弹性更加显著。目前锌冶炼加工费处于上升周期,公司业绩受益于加工费的上涨弹性大,利润有望大幅改善。

国内加工费基本是现货加工费,加工费会受锌精矿市场的松紧程度而变化。国内锌精矿加工费有二八分成机制,即约定好锌价基准(近十年都是以 15000 元/吨为基准),当锌价超出或低于基准价时,按照矿山分享或承担 80%,冶炼厂分享或承担 20%,加上商定的基准加工费,即为冶炼厂实际获得的加工费,用公式表示为实际加工费=(SMM1#锌价-15000)*0.2+加工费。与同行业其他公司相比,公司没有锌矿资产及开采业务,业绩受加工费波动的影响更大。

锌精矿除含 50%左右锌金属外,还含有少量的其它的有价金属元素,副产品收益是蕴含在精矿原料中的价值部分,是冶炼厂的重要利润来源之一。锌冶炼厂的主要副产品有硫酸、银(锌冶炼中银回收较少)、镉与铟等。

图 13: 冶炼厂吨锌冶炼额外收益测算


数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 冶炼厂吨冶炼成本和净利润测算


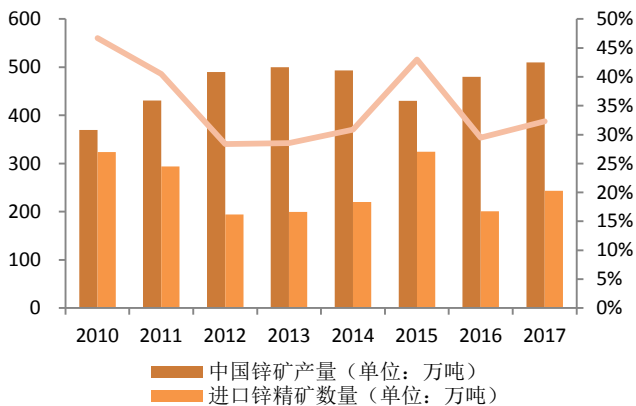
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.4 公司竞争优势分析

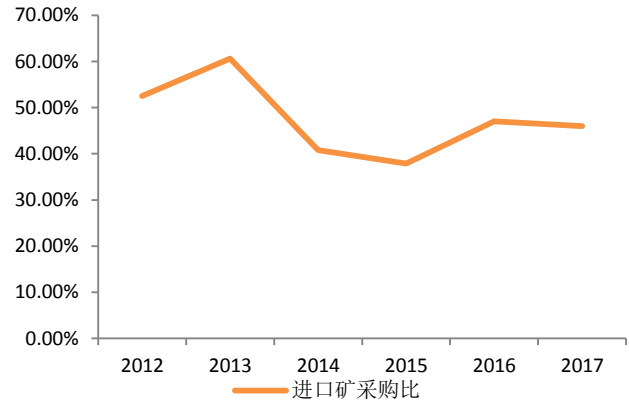
大比例使用进口矿，区位优势 and 结构性优势明显。公司大比例采购进口锌精矿，居行业前列。2017 年公司第一大原材供应商为瑞士嘉能可公司，采购额占年度采购总额的 24.01%。进口矿采购占比近几年基本稳定在 40%-60% 区间内，预计公司未来进口矿采购比将呈现增长趋势，2019 年将达到 70%。

相比国内加工费，进口加工费具有比较优势，公司将更多的享受到进口矿加工费上升带来的结构性优势，营业利润将进一步得到改善。不同于国内加工费直接使用 TC+ 锌价现货二八分成的交易模式，进口矿采用 TC 计价模式，行业约定默认冶炼企业回收率为 85%，换算公式为 $TC/50\%/85\%$ 。公司通过多年的工艺投入、技术改进，现阶段回收率已经高于行业平均水平，达到了 95%，存在 10% 的回收率差额，回收率差额产生的收益成为公司加工收入不容忽视的一部分。

公司位于渤海湾北部葫芦岛市，东临锦州，西接山海关，南临辽东湾，地处东北亚、东北、京津冀三大经济圈交汇点，近邻铜、铅、锌消费市场。公司毗邻天然良港葫芦岛港，距葫芦岛港 3 千米，距锦州港 37 千米，厂区铁路专线与国铁相连，距京沈高速公路 12 千米，公路、铁路、水路交通便利，物流费用低廉。随着公司将所有进口矿业务全部转往葫芦岛港，并且获得企业海关高级认证资质，港杂费和运费进一步下降，进口原料资源与国内同行业公司相比有明显的区位优势。

图 15: 中国锌矿产量及进口情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 锌业股份进口矿采购占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

拥有湿法、火法(竖罐)、和火法(ISP)等三种精锌生产工艺。竖罐炼锌工艺具有产品质量优异、原料要求相对较低的优点, 但金银等稀贵金属综合利用率不高、环境污染比较严重。湿法炼锌工艺成本低、综合利用率高、环境污染小, 但对原料要求高, 电能消耗大。ISP 密闭鼓风机炼锌工艺对原料要求低, 生产成本低, 金属回收率高, 环保效果好。公司三种生产工艺相辅相成, 已初步形成原料适应能力强、冶炼回收率高、中间物料可以互相搭配等互补优势, 为物料综合利用的实现提供了可能性, 提高了火法工艺中锌回收率。

产品质量优良, 市场信誉高。公司是国内最早进行精锌冶炼的生产企业之一, 具有悠久的行业经验, 其各项产品多次获得国家级奖项, 公司的锌锭和铅锭在上海期货交易所注册。“萌锌”牌锌锭是国内第一家在 LME 注册的锌产品, 具有含铁低、纯度高的质量特点, 拥有较高的质量信誉。

2 原料端宽松, 冶炼端存瓶颈, 加工费有望维持高位

近几年国外锌精矿产能不断释放, 虽国内锌矿供应有限, 但整体上供应端仍维持宽松状态。国内受环保因素制约, 冶炼端仍存瓶颈, 国外没有大的冶炼产能投入, 冶炼产量增加量小于锌精矿增量。全球锌精矿供应过剩已成定局, 矿端向精锌的传导还需时间, 精锌处于短缺状态, 未来锌市场的主要矛盾将由锌矿转移到精锌, 加工费在未来两年有望保持高位。

2.1 锌精矿进入集中释放期

未来锌矿的增量主要来自国外, 且近几年供应增量大于需求增量, 矿的供应端逐渐宽松。

国外, 2019 年伴随着 Century 矿项目、Gamsberg 等大型矿山达产, 嘉能可旗下矿山进一步复产、印度斯坦锌业矿山扩产等因素影响, 锌精矿增量将较 2018 扩大, 考虑到实际投产进度可能有不确定性, 预计其他矿山减产的影响, 预计 2019 年国外锌精矿增量在 60-70 万吨左右; 2020 年在 50 万吨左右。

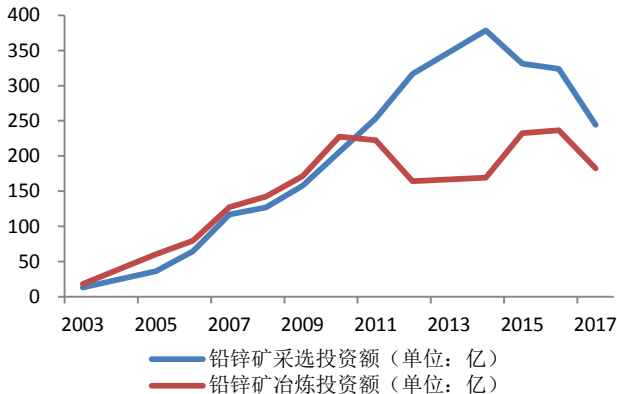
表 2: 国外主要矿山增量预估 (万吨)

国家	矿山名称	所属公司	2018	2019	2020
澳大利亚	Dugald River	MMG	14.5	2.5	0
澳大利亚	Lady Loretta 等	Glencore	9	7	14
澳大利亚	Century Tailings	New Century	3.4	17.2	5.8
澳大利亚	Thalanga	Red River	1.7	0.2	0
澳大利亚	Mungara/King Vol	Auctus	1.5	0	0
澳大利亚	Mt Garnet	Consolidated Tin	2	0	0
澳大利亚	Hellyer	NQ Minerals	0.2	1	0.5
南非	Gamsberg	Vedanta	4	18	3
古巴	Castellanos	Trafigura	5.5	3	0
哈萨克斯坦	Shalkiya	Tau-Ken Samruk	0	2.5	6.5
纳米比亚	Skorpion	Vedanta	1	2	0
秘鲁	Antamina	Teck/Glencore 等	2	2	1
美国	Middle Tennessee	Nyrstar	2.6	2	0
加拿大	Myra Falls	Nyrstar	0.5	2.5	0
加拿大	Halfmile Lake	Trevali	0	0	3
厄立特里亚	Asmara	Sichuan R&B Mining	2	5	1.5
厄立特里亚	Bisha	Nevsun	0.6	0	0
俄罗斯	Ozernoye	NFC, Metropol	0	0	10
俄罗斯	Korbalikhinsky	UMMC	2	2	1
希腊	Olympias	Eldorado Gold	1	1	0
土耳其	Pinargozu	Pasinex Resources	1	0	0
瑞典	Zinkgruvan	Lundin	0.5	0.2	0
印度	Rampura Agucha	HZL	0	4	0
印度	Zawar	HZL	0	2	0
印度	Sindesar Khurd	HZL	2	2	2
葡萄牙	Neves-Corvo	Lundin	0	2	6.7
墨西哥	Naica/Rey de Plata	Penoles	2	2	0
墨西哥	Peñasquito	Goldcorp	-2.7	5.7	1.1
合计			56.7	85.8	56.1

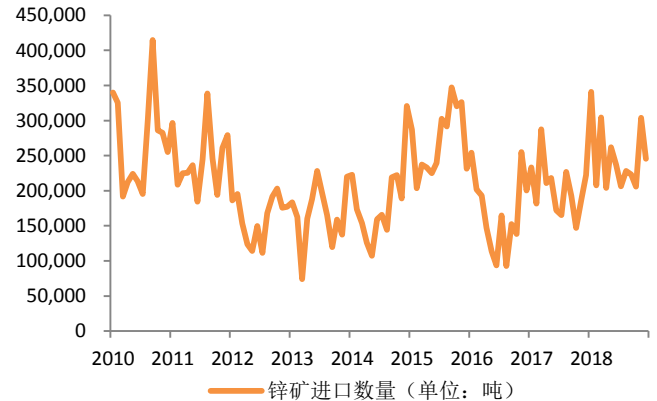
数据来源: 中国国际期货, 西南证券整理

国内, 由于锌矿山规模偏小, 集中度不高, 同时近年来受制于国内严厉的环保政策, 导致锌矿供应增量难有明显的释放。2018 年国内矿山产量减量主要来自湘西矿山的停产以及兰坪的减产、新建矿山释放进度慢于预期 (计划年初投产的翠宏山四季度才正式运营)。预计 2019 年随着新产能释放以及湖南湘西地区矿山的复产可能, 国内锌精矿增量在 10 万吨左右, 2020 年没有锌矿山投产, 预计产量与 2019 年持平。

与此同时, 由于国内锌矿供应收紧, 锌矿进口数量近几年呈现出上升态势。2017 年进口锌矿 244.4 万吨, 2018 年进口锌矿 296.8 万吨, 进口量大幅上升, 成为国内锌矿原料资源很好的补充。

图 17: 中国铅锌矿采选投资及铅锌冶炼投资


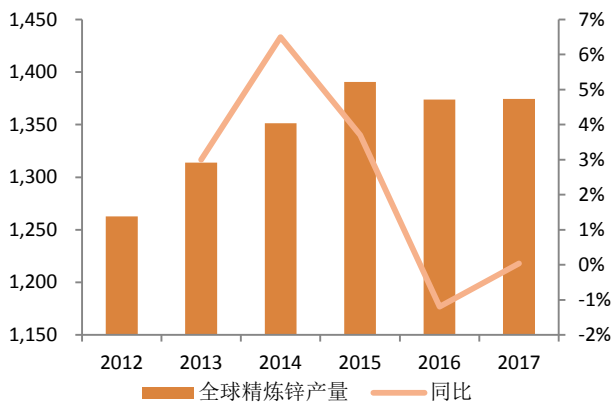
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 中国锌矿进口数量


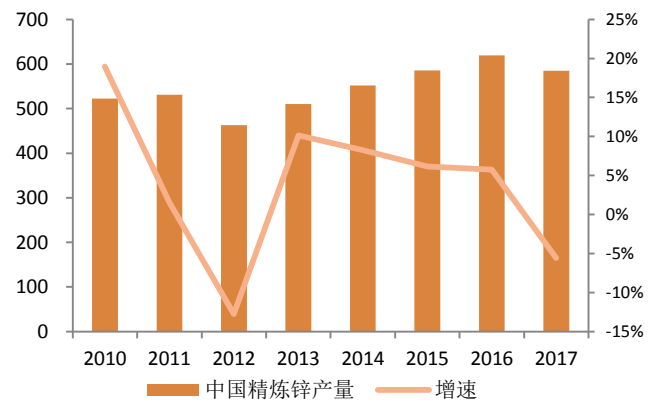
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 国内冶炼端仍存瓶颈，加工费有望维持高位

从 2019 年来看，株冶搬迁、汉中锌业渣处理、湘西地区矿权整顿等因素还将使国内精锌供应面临制约。国际市场整体平稳，考虑到美国 American Zinc Recycling (16 万吨产能) 的重启 (计划在 19 年释放 5 万吨左右，2020 年满产)、印度斯坦锌业增产、以及 Penoles 新产能投产的影响，预计国外市场精锌供应量会扩大，增量在 20 万吨。

图 19: 全球精炼锌产量 (万吨)


数据来源: ILZSG, 西南证券整理

图 20: 中国精炼锌产量 (万吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

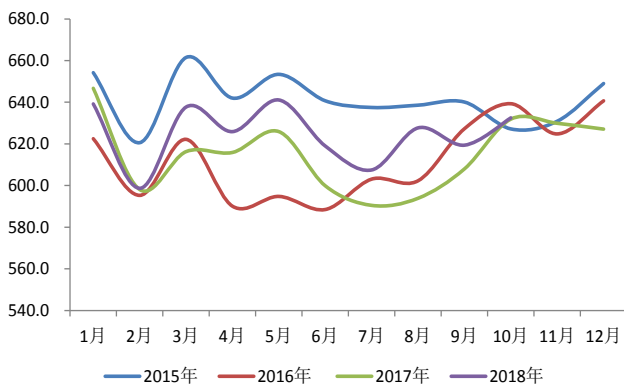
国内对锌行业安监、环保规范整治力度不断加大，应环保要求湖南花垣地区所有矿山、冶炼厂自年初开始停业整顿，未进行投产。此外针对锌行业，锌冶炼厂浸出渣处置转移问题被严格监管，暴露出锌冶炼废渣的清洁无害利用这个行业短板。尽管从三季度开始，冶炼利润大幅度改善，但环保高压环境下，“小散污”企业关停，不符合规范的中小型铅锌矿山生产受到影响，精锌的供给呈现下行趋势。

处理浸出渣的根本在于企业要建立起完善的环保配套设施和回收线，将浸出渣提炼至固废，这也对企业的资金提出了更高的要求，而大部分中小企业目前还没有能力投资配套设备来改进生产经营环保问题。随着环保整治力度的不断增加，为了延缓浸出渣处理，冶炼行业只能保持较低的平稳开工水平，国内锌冶炼产能遇到瓶颈。

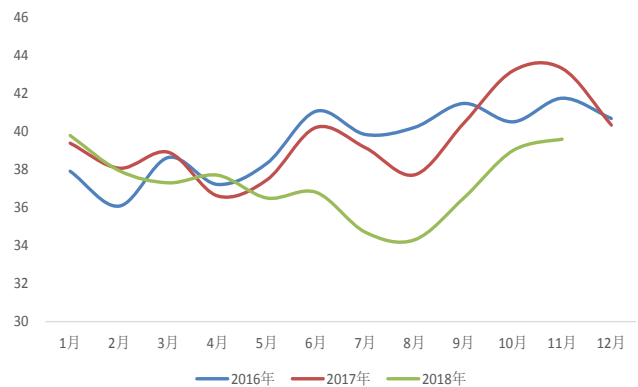
表 3: 涉及锌冶炼行业相关政策及活动

时间	文件
2016.11.7	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》
2017.2.6	《浙江省关于进一步规范危险废物转移过程环境监管工作的通知》
2017.8.10	《江苏省关于进一步规范危险废物转移工作的通知》
2018.5-2018.7	《中央环境保护督察整改“回头看”
2018.5.9	“清废行动 2018”
2018.5.23	《湖南省实施<中华人民共和国固体废物污染环境防治法>办法》
2018.5.31	《河南省关于加强固体废物及危险废物环境监管工作的紧急通知》
2018.6.14	《天津市坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全过程监管实施方案》
2019.1.3	《甘肃省工业固体废物资源综合利用评价管理实施细则》

数据来源: 政府文件, 西南证券整理

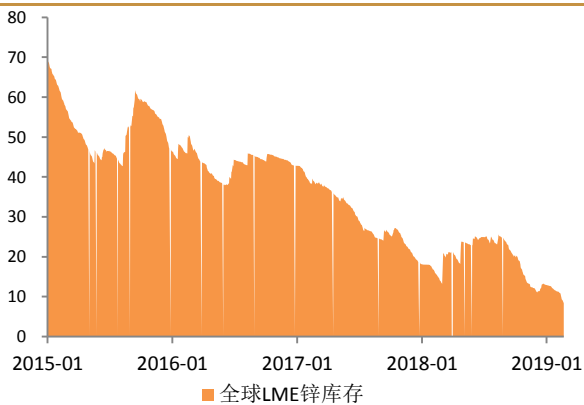
图 21: 国际市场精锌月度产量 (万吨)


数据来源: ILZSG, 西南证券整理

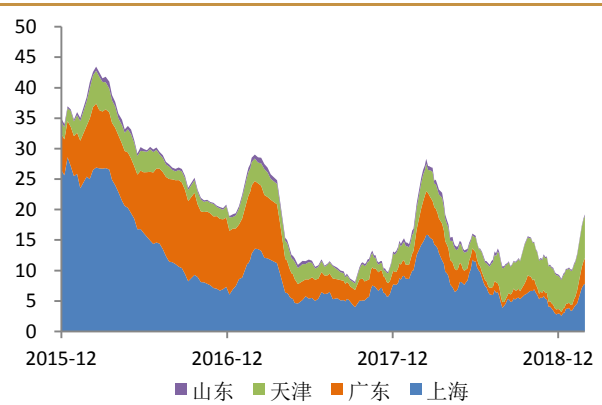
图 22: 国内精锌月度产量 (万吨)


数据来源: 安泰科, 西南证券整理

近几年全球锌锭市场处于去库存阶段, LME 锌锭库存一直呈现下降趋势。截止到报告期, LME 锌锭库存 8.3 万吨, 较去年同期下降约 6.3 万吨, 库存大幅度下降。国内锌锭社会库存整体上同样呈现出剧烈下降趋势。精锌紧缺矛盾凸显, 国内外市场处于供需紧张的状态。考虑到国内冶炼端受环保政策制约仍存瓶颈, 海外也没有太多新建冶炼产能, 未来锌市场的主要矛盾将由锌矿转移到精锌。

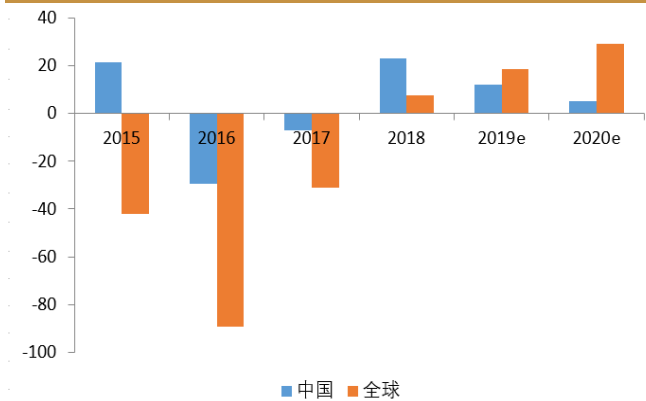
图 23: 全球 LME 锌锭库存 (万吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 国内锌锭社会库存 (万吨)


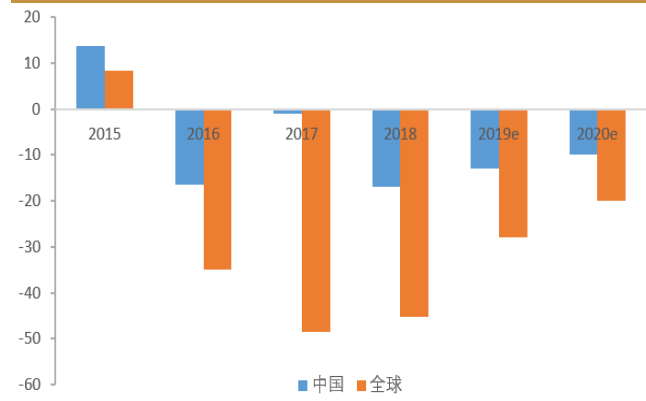
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 全球及中国锌精矿供需平衡表 (万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

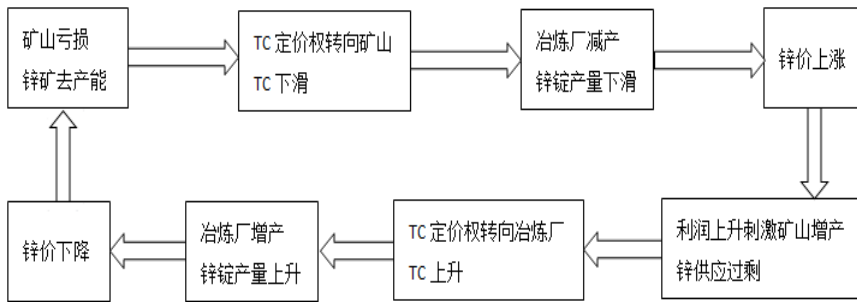
图 26: 全球及中国精锌供需平衡表 (万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

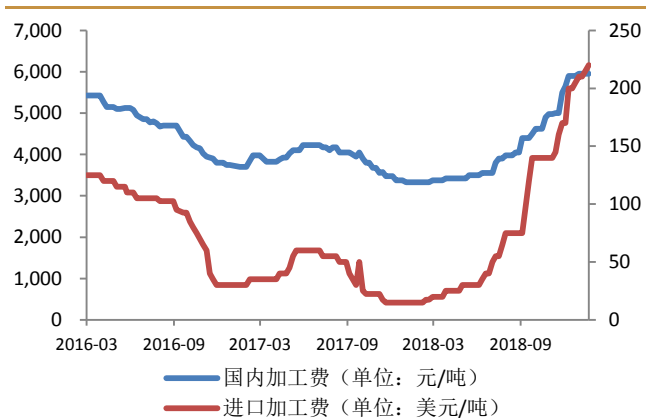
锌精矿宽松，精炼锌供应紧张，加工费有望维持高位。目前锌矿供应过剩，精炼锌仍处于供需紧张状态，加工费定价的主动权转向冶炼厂，导致加工费上升。从 2018 年三季度开始锌精矿国内外冶炼加工费均出现明显上行，在四季度加速上升。从目前来看，锌精矿加工费在未来两年将保持高位，冶炼厂盈利有望得到持续改善。

图 27: 锌产业导向图



数据来源: 兴证期货, 西南证券整理

图 28: 锌精矿国内加工费和进口加工费



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 29: 冶炼厂锌冶炼净利润



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

2018 年三季度开始锌精矿国内外冶炼加工费均出现明显上行,在四季度加速上升。2019 年以来锌冶炼加工费仍处于上升周期,在未来两年有望将保持高位。锌业股份作为锌的纯冶炼龙头标的,业绩受益于加工费的上涨弹性大,利润有望大幅改善。

关键假设:

假设 1: 预计公司 2019 年锌产品产量 31 万吨,其中包括 19 万吨的热镀锌和 10 万吨的锌锭;

假设 2: 现阶段锌精矿冶炼加工费处于上升周期,未来有望维持高位,预计公司热镀锌毛利率在 2018-2020 年分别为 5.3%、10.5%、10.5%;

假设 3: 现阶段锌精矿冶炼加工费处于上升周期,未来有望维持高位,预计公司锌锭毛利率在 2018-2020 年分别为 5.8%、11.0%、11.0%。

基于以上假设,我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 4: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
热镀锌	收入	3,349.59	4,019.51	3,617.56	3,328.16
	增速	51.82%	20.00%	-10.00%	-8.00%
	毛利率	10.03%	5.30%	10.50%	10.50%
锌锭	收入	2,279.40	2,402.48	2,162.24	1,989.26
	增速	30.50%	5.40%	-10.00%	-8.00%
	毛利率	7.74%	5.80%	11.00%	11.00%
电铅	收入	361.56	415.79	374.21	348.02
	增速	10.17%	15.00%	-10.00%	-7.00%
	毛利率	-0.04%	13.00%	13.00%	12.00%
银锭	收入	186.75	215.69	226.48	240.07
	增速	15.93%	15.50%	5.00%	6.00%
	毛利率	0.80%	4.00%	5.00%	4.00%
硫酸	收入	87.05	130.58	156.69	195.86
	增速	88.81%	50.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	31.24%	26.00%	17.00%	15.00%
其他产品	收入	263.98	322.05	380.02	452.23
	增速	17.31%	22.00%	18.00%	19.00%
	毛利率	21.56%	15.00%	16.00%	17.00%
合计	收入	6,699.53	7,506.11	6,917.20	6,553.59
	增速	42.14%	12.04%	-7.85%	-5.26%
	毛利率	9.06%	6.63%	11.06%	11.08%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设,我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 75.06 亿元、69.17 亿元和 65.54 亿元,归母净利润分别为 0.55 亿元、3.40 亿元和 3.45 亿元, EPS 分别为 0.04、0.24 元和 0.24 元,对应 PE 分别为 80 倍、13 倍和 13 倍。首次覆盖,给予“增持”评级。

表 5: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600961.SH	株冶集团	8.24	-2.27	0.9	0.95	-3.63	9.11	8.64
000060.SZ	中金岭南	4.36	0.34	0.36	0.43	12.78	12.04	10.09
600497.SH	驰宏锌锗	4.66	0.23	0.28	0.30	20.17	16.4	15.38
平均值						9.77	12.52	11.37
000751.SZ	锌业股份	3.07	0.04	0.24	0.24	80	13	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

环保政策风险、锌加工费上涨不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6699.53	7506.11	6917.20	6553.59	净利润	216.25	55.04	339.55	345.14
营业成本	6092.75	7008.79	6152.10	5827.69	折旧与摊销	72.96	225.37	225.37	225.37
营业税金及附加	64.67	79.20	70.92	67.84	财务费用	46.38	0.75	0.69	0.98
销售费用	37.38	27.02	29.47	29.49	资产减值损失	12.14	10.00	10.00	10.00
管理费用	264.25	301.23	280.15	268.70	经营营运资本变动	-485.80	-95.17	179.99	52.63
财务费用	46.38	0.75	0.69	0.98	其他	192.92	-4.48	-97.25	9.24
资产减值损失	12.14	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	54.85	191.52	658.35	643.37
投资收益	32.56	12.28	13.63	14.61	资本支出	-129.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	26.20	12.28	13.63	14.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-103.40	12.28	13.63	14.61
营业利润	221.68	91.39	387.51	363.49	短期借款	308.34	268.75	-719.17	-455.42
其他非经营损益	-5.43	-36.35	-47.96	-18.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	216.25	55.04	339.55	345.14	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	支付股利	0.00	-43.25	-11.01	-67.91
净利润	216.25	55.04	339.55	345.14	其他	-284.20	-0.75	-0.69	-0.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.14	224.75	-730.87	-524.32
归属母公司股东净利润	216.25	55.04	339.55	345.14	现金流量净额	-24.41	428.54	-58.89	133.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	322.07	750.61	691.72	825.38	成长能力				
应收和预付款项	484.69	602.37	533.25	504.01	销售收入增长率	42.14%	12.04%	-7.85%	-5.26%
存货	1432.05	1638.26	1502.39	1389.22	营业利润增长率	45.10%	-58.77%	324.00%	-6.20%
其他流动资产	16.13	18.07	16.65	15.78	净利润增长率	60.90%	-74.55%	516.91%	1.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.53%	-6.89%	93.24%	-3.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1093.05	968.11	843.17	718.23	毛利率	9.06%	6.63%	11.06%	11.08%
无形资产和开发支出	802.21	701.77	601.34	500.91	三费率	5.19%	4.38%	4.49%	4.57%
其他非流动资产	10.05	10.05	10.05	10.05	净利率	3.23%	0.73%	4.91%	5.27%
资产总计	4160.25	4689.24	4198.58	3963.56	ROE	9.10%	2.31%	12.50%	11.53%
短期借款	905.85	1174.60	455.42	0.00	ROA	5.20%	1.17%	8.09%	8.71%
应付和预收款项	394.08	615.70	540.76	493.45	ROIC	8.30%	2.57%	11.56%	12.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.09%	4.23%	8.87%	9.00%
其他负债	484.51	511.34	486.25	476.74	营运能力				
负债合计	1784.43	2301.63	1482.43	970.19	总资产周转率	1.61	1.70	1.56	1.61
股本	1409.87	1409.87	1409.87	1409.87	固定资产周转率	8.15	9.77	10.75	12.64
资本公积	1315.77	1315.77	1315.77	1315.77	应收账款周转率	109.26	99.25	79.13	85.10
留存收益	-349.83	-338.04	-9.50	267.73	存货周转率	3.77	4.38	3.82	3.98
归属母公司股东权益	2375.81	2387.60	2716.15	2993.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.30%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2375.81	2387.60	2716.14	2993.37	资产负债率	42.89%	49.08%	35.31%	24.48%
负债和股东权益合计	4160.25	4689.24	4198.58	3963.56	带息债务/总负债	50.76%	51.03%	30.72%	0.00%
					流动比率	1.53	1.51	2.33	4.12
					速动比率	0.56	0.69	1.06	2.03
					股利支付率	0.00%	78.58%	3.24%	19.68%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	341.02	317.52	613.57	589.85	每股收益	0.15	0.04	0.24	0.24
PE	20.41	80.18	13.00	12.79	每股净资产	1.69	1.69	1.93	2.12
PB	1.86	1.85	1.62	1.47	每股经营现金	0.04	0.14	0.47	0.46
PS	0.66	0.59	0.64	0.67	每股股利	0.00	0.03	0.01	0.05
EV/EBITDA	14.62	15.20	6.79	6.07					
股息率	0.00%	0.98%	0.25%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn