

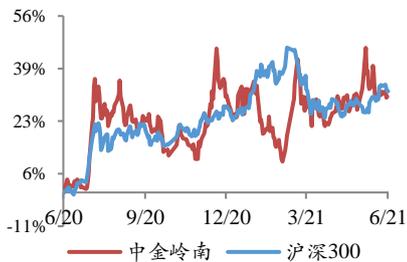
## 内外兼修多源整合，铅锌龙头乘风起航

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-06-04

收盘价（元）	4.78
近 12 个月最高/最低（元）	5.35/3.71
总股本（百万股）	3,570
流通股本（百万股）	3,569
流通股比例（%）	99.97
总市值（亿元）	171
流通市值（亿元）	171

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

主要观点：

#### ● 铅锌龙头历久弥新，多维布局效益凸显

中金岭南是一家主要从事铅锌铜等有色金属的采矿、选矿、冶炼和深加工一体化生产的企业，目前已形成铅锌采选年产金属量 30 万吨、铅锌冶炼年产金属量 30 万吨的生产能力，产销量在国内铅锌行业中处于领先地位。通过全球范围内一系列的收购兼并和资源整合，公司不仅构建了完整的有色金属产业链，为可持续发展创造良好条件，又横向开拓新材料加工、金融贸易、工程技术服务等一系列业务领域，不断完善产业链布局。在一体化整合的生产模式下，公司历年精矿和冶炼产品产量持续稳定，2020 年公司生产铅锌精矿金属量 28.06 万吨，铜金属量 0.22 万吨；冶炼产品 30.94 万吨，同比增长 7.86%，全国产量占比 2.40%。

#### ● 凡口盘龙矿提质增效，迈蒙矿扩建亮点频现

公司通过推进地质探矿及资源并购重组，以及原有矿山升级改造建设，持续提升国内外资源掌控水平。目前公司矿产资源板块在全球 4 大洲 5 个国家拥有多个以铅锌为主的多金属矿山和勘探项目，形成了立足国内，面向中、南亚，走向世界的矿产资源新格局。

国内矿山方面，凡口和盘龙矿区通过一系列升级改造工程，提质增效、持续优化。①凡口铅锌矿目前日处理原矿量 5500 吨、年产 18 万吨铅锌金属量，是亚洲最大的铅锌银矿种生产基地之一；通过采掘废石资源化利用等多次升级改造项目，该矿生产技术和环境保护水平不断优化。②广西盘龙矿区自收购以来选矿日处理量持续提升，目前 6000t/d 扩产改造工程建设正稳步推进。

海外矿山方面，澳洲众多矿区铅锌资源丰富，多米尼加迈蒙地下矿建设是当前公司海外矿山布局中的最大亮点。①澳洲布罗肯山等成熟矿区产量规模持续扩大，矿山使用寿命不断延长；其余澳洲勘探项目矿石品味优质，资源增长潜力巨大。②多米尼加迈蒙矿区地下矿金属品种价值及资源量较高，目前年产 200 万吨采选工程项目建设正稳步推进，预计将于 2022 年 12 月建成投产；该项目设计矿山服务年限 19 年，预计建成后可实现年均净利润 4.45 亿元，是公司未来海外重要的利润增长点。③公司参股的缅甸及爱尔兰矿山项目资源优质、发展潜力巨大。

#### ● 铅锌供需平衡趋紧，助力价格企稳回升

从供给侧看，国内铅锌矿产量近年来存在一定的波动。2020 年国内铅锌产量在经历 2018-2019 年的低谷后企稳回升，月均复合增速分别达 5.24% 和 3.44%，但整体依旧维持低位；考虑铅锌矿的开发现状和碳达峰、碳中和的宏观政策背景，预计未来国内铅锌矿产量将出现小幅扰动。从需求侧看，国内铅锌消费整体保持稳定。铅方面，铅酸蓄电池在中低端电池应用领域的主导地位依然稳固，近年来铅酸蓄电池产量呈现稳步

上升的增长趋势，2020 年月均增长率达 17.71%，表明下游消费需求依然旺盛；锌方面，后疫情时代全球经济持续恢复，国内汽车产量、基建房地产投资大幅增长，锌内需和外需旺盛；中长期来看，国内经济建设新亮点将有力带动锌、铜等有色金属需求量不断上升。从价格端看，铅锌价格在 2020 年迎来复苏，其中锌价累计涨幅已高达 23.91%；铅锌市场紧平衡状态有望对未来铅锌价格形成有力支撑，在采选和冶炼成本变动不大的情况下，公司主营产品毛利率得以进一步提升。

#### ● 投资建议

公司国内外铅锌资源丰富，布局优化亮点频现，扩产升级项目以及增量勘探项目稳步推进。同时，后疫情时代全球流动性充裕，铅锌市场紧平衡状态支撑铅锌价格企稳回升，公司铅锌产品有望实现量价齐升。我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 11.41/13.90/18.08 亿元，同比增速分别为 14.6%/21.9%/30.0%，对应 PE 14.96X/12.27X/9.44X，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新冠疫情反复；项目产能扩张不及预期；海外投资风险；大宗商品价格大幅波动。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30253	40969	51193	64947
收入同比 (%)	32.5%	35.4%	25.0%	26.9%
归属母公司净利润	995	1141	1390	1808
净利润同比 (%)	16.8%	14.6%	21.9%	30.0%
毛利率 (%)	6.9%	6.8%	6.6%	6.6%
ROE (%)	8.2%	8.5%	9.4%	10.9%
每股收益 (元)	0.28	0.32	0.39	0.51
P/E	17.29	14.96	12.27	9.44
P/B	1.41	1.28	1.16	1.03
EV/EBITDA	14.38	20.71	15.77	10.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 铅锌龙头历久弥新，多维布局效益凸显	5
1.1 夯实有色矿产基础，开拓多维经营格局	5
1.2 采选冶炼一体整合，提质增效业绩稳定	6
2 凡口盘龙矿提质增效，迈蒙矿扩建亮点频现	9
2.1 立足国内走向海外，整合资源优化布局	9
2.2 国内矿山：储量雄厚根基稳固，扩产改造焕发生机	11
凡口铅锌矿	11
广西盘龙铅锌矿	12
2.3 海外矿山：优质资源星罗棋布，多向发力未来可期	12
澳大利亚矿山资源	12
多米尼加迈蒙矿	14
缅甸及爱尔兰矿山资源	17
3 铅锌供需平衡趋紧，助力价格企稳回升	19
3.1 铅锌需求企稳回升，市场供需平衡趋紧	19
3.2 铅锌走势背离明显，需求支撑价格攀高	20
4 盈利预测	21
4.1 基本假设	21
精矿及冶炼产品产量	21
精矿及冶炼产品价格	21
4.2 业绩拆分及盈利测算	22
风险提示：	23
财务报表与盈利预测	24

## 图表目录

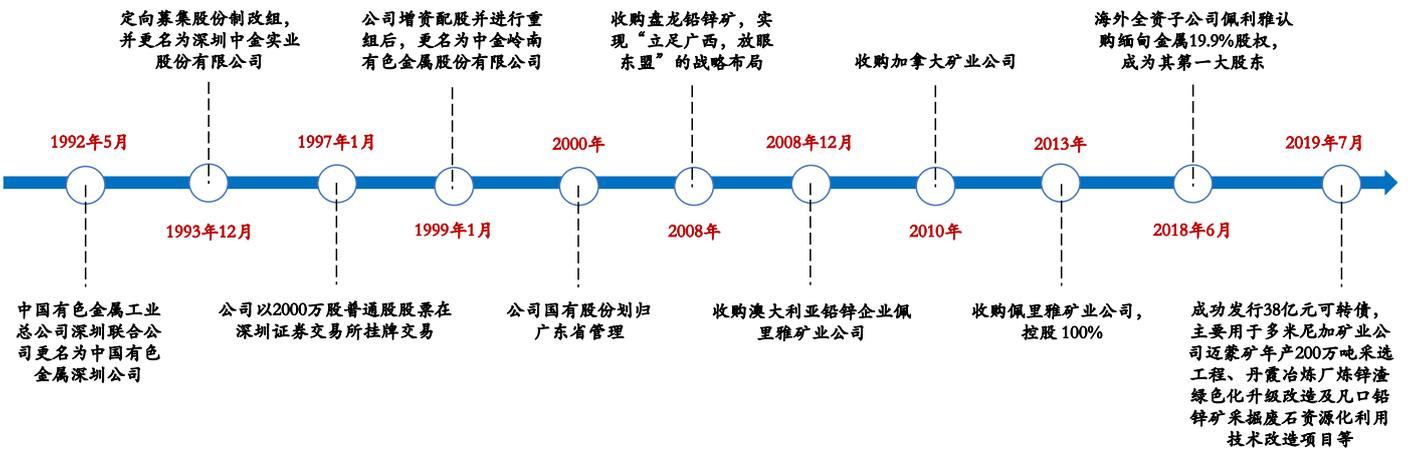
图表 1 通过一系列收购兼并和资源整合, 公司成长为一家具有影响力的跨国矿业企业	5
图表 2 公司横向开拓新材料加工、金融贸易等一系列业务维度	6
图表 3 2020 年公司冶炼产品收入在产品类营业总收入中占比最高	6
图表 4 2016 年以来公司精矿及冶炼产品产量持续稳定	7
图表 5 公司营业收入保持逐年快速增长	8
图表 6 公司历年净利润保持稳定	8
图表 7 公司三费比率整体呈现逐年降低趋势	8
图表 8 公司研发团队规模稳步扩大	9
图表 9 公司研发投入金额稳步上升	9
图表 10 公司在全球 4 大洲 5 个国家拥有多个以铅锌为主的多金属矿山和勘探项目	9
图表 11 公司“内外兼修”, 持续提升国内外矿产资源数量和质量	10
图表 12 凡口铅锌矿资源量一览	11
图表 13 尾矿资源综合回收及环境治理开发项目一览	12
图表 14 井下水处理改造工程一览	12
图表 15 广西盘龙矿区资源量一览	12
图表 16 布罗肯山北矿区矿石产量持续稳定	13
图表 17 布罗肯山北矿区鸟瞰图	13
图表 18 澳大利亚布罗肯山资源一览	13
图表 19 澳大利亚弗林德斯运营点资源量一览	14
图表 20 澳大利亚蒙特奥赛德项目矿产资源量一览	14
图表 21 澳大利亚蒙特奥赛德项目钴资源量一览	14
图表 22 迈蒙矿位于圣多明各市西北 70 公里处	15
图表 23 迈蒙矿 2019 年前皆采用露天开采方式	15
图表 24 多米尼加迈蒙矿北矿床井下资源一览	15
图表 25 多米尼加迈蒙矿南矿床井下资源一览	15
图表 26 迈蒙矿周边大型硫化矿带区域一览	16
图表 27 公司开展 LOMA PESADA 等区域探矿工作	16
图表 28 多米尼加探矿项目资源量一览	16
图表 29 缅甸包德温项目资源一览	17
图表 30 包德温项目较全球其他铅锌矿项目具有显著的成本优势	18
图表 31 爱尔兰波利娜拉克项目位于爱尔兰中部地区	18
图表 32 爱尔兰波利娜拉克项目资源量一览	18
图表 33 国内铅锌矿产量近年来存在一定的波动	19
图表 34 铅酸蓄电池产量近年来稳步上升	20
图表 35 电动自行车近年来产量稳定	20
图表 36 汽车产量同比大幅增长	20
图表 37 基建、房地产投资同比大幅增长	20
图表 38 2020 年起铅锌价格不断背离	21
图表 39 2017-2023 年公司业绩拆分及盈利测算一览	22

# 1 铅锌龙头历久弥新，多维布局效益凸显

## 1.1 夯实有色矿产基础，开拓多维经营格局

中金岭南是一家主要从事铅锌铜等有色金属的采矿、选矿、冶炼和深加工一体化生产的企业。自 1992 年以来经过多年的发展演进，公司通过一系列全球范围内的收购兼并和资源整合，直接掌控的已探明铅、锌、铜等有色金属资源总量超千万吨，逐步成长为具有一定影响力的跨国矿业企业。

图表 1 通过一系列收购兼并和资源整合，公司成长为一家具有影响力的跨国矿业企业



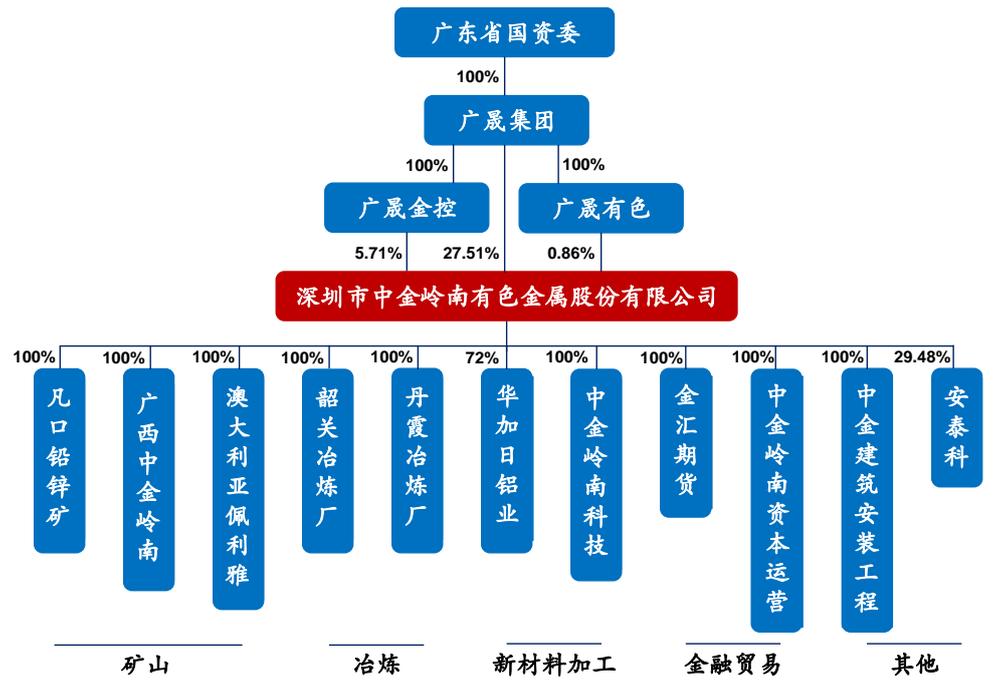
资料来源：公司公告，华安证券研究所

多年以来，公司以“努力建设成为以有色金属矿产资源发展为基础的最具价值多金属国际化公司”的战略目标为引领，不断拓宽经营领域的深度和广度。

在深度上，通过有色金属资源的勘探、采选和冶炼，以及无汞电池锌粉、铜铝金属材料等高新材料生产，公司构建了完整的有色金属上下游产业链，为公司可持续发展创造了良好条件。

在广度上，围绕着有色金属主业，公司横向开拓了新材料加工、金融贸易、工程技术服务等一系列业务领域，华加日铝业、中金岭南科技、金汇期货等公司接纳入集团产业链版图，在各个细分领域创造价值增量，丰富和改善集团盈利弹性、发展潜力和核心竞争能力。

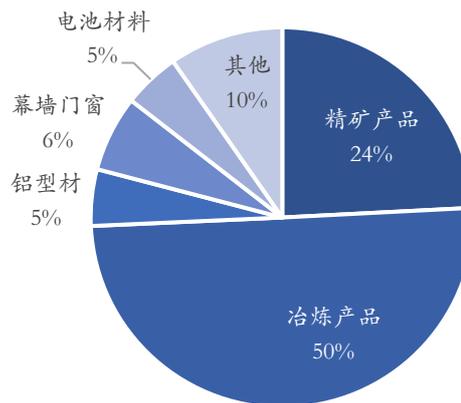
图表 2 公司横向开拓新材料加工、金融贸易等一系列业务维度



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的主要产品包括铅精矿、锌精矿等精矿产品，以及铅锭、锌锭等冶炼产品。2020 年冶炼产品收入在产品类营业总收入中占比最高，达 50%，精矿产品占比则为 24%。公司产品也涵盖幕墙门窗、铝型材、电池材料等，力求在有色金属领域的全方面覆盖。

图表 3 2020 年公司冶炼产品收入在产品类营业总收入中占比最高



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 采选冶炼一体整合，提质增效业绩稳定

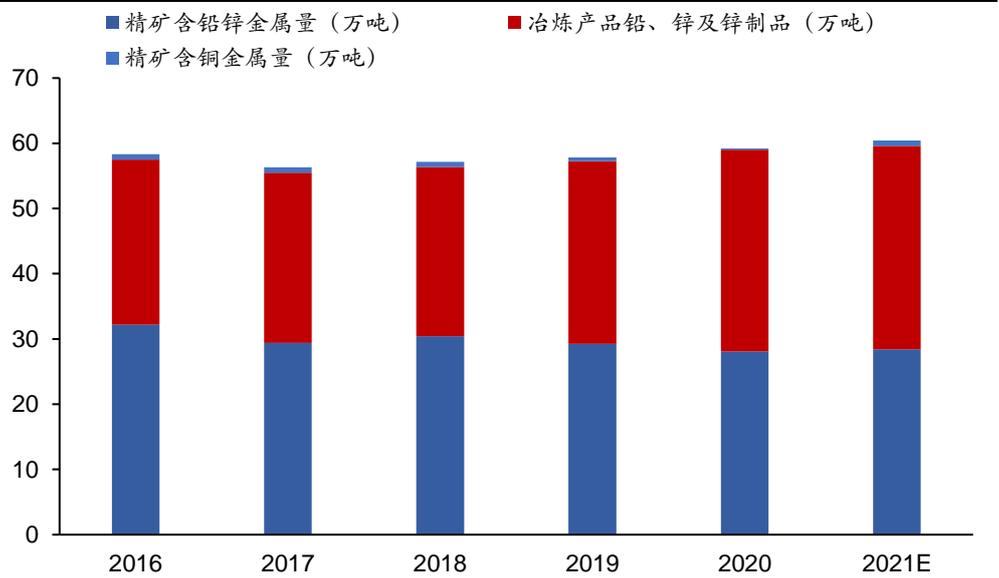
在公司一体化整合的生产模式下，公司直属凡口铅锌矿、子公司广西中金岭南和澳大利亚佩利雅专注铅锌矿的开采、选矿，目前已形成铅锌采选年产金属量 30 万吨以上的生产能力；而韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂负责将铅锌精矿精加工为铅锭、锌

锭和锌制品。

公司资源采选与冶炼加工环节彼此联动紧密，但又保持相对独立；在公司的集中管理和统筹安排下，两大生产环节高效运行得以保证。凡口铅锌矿和澳大利亚佩利雅公司生产的铅锌精矿部分供给韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂，部分直接销往国内外其他铅锌冶炼企业。另一方面，韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂生产使用的铅锌精矿主要来源于集团内铅锌矿采选企业，同时根据生产工艺需求，冶炼厂也外购铅锌精矿、粗铅、粗锌等原料和中间产品，以保证冶炼产能的综合效率。

在上述一体化生产模式下，公司历年精矿产品和冶炼产品产量持续稳定，均保持满产满销状态。2020 年公司生产铅锌精矿金属量 28.06 万吨，铜金属量 0.22 万吨；生产冶炼产品 30.94 万吨，同比增长 7.86%，全国产量占比 2.40%。2021 年公司计划产量在此基础上进一步增长，全年计划生产铅锌精矿金属量 28.4 万吨，铜金属量 0.81 万吨；生产冶炼产品 31.2 万吨。

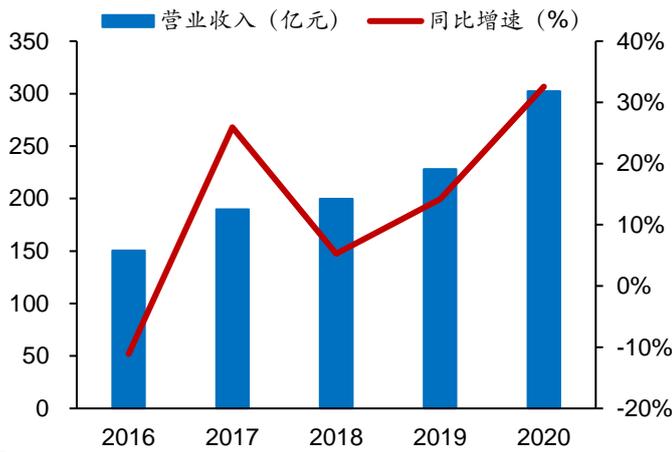
**图表 4 2016 年以来公司精矿及冶炼产品产量持续稳定**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

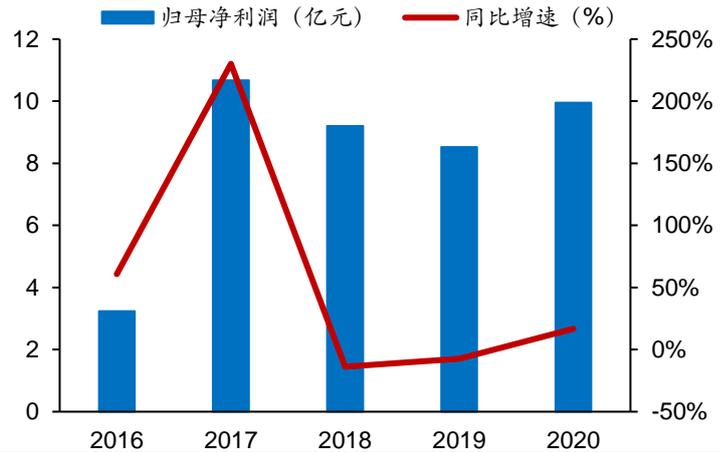
公司一体化整合的生产模式所带来的产业综合优势也为业绩增长提供了坚实的保障。多年来公司营业收入保持逐年快速增长，净利润保持稳定，即使 2020 年新冠疫情的严重冲击导致有色金属需求低迷、市场价格剧烈波动，公司营业收入和净利润依然逆势上扬，全年实现营业收入 302.26 亿元，同比增长 32.57%；实现归母净利润 9.95 亿元，同比增长 16.78%。

图表 5 公司营业收入保持逐年快速增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

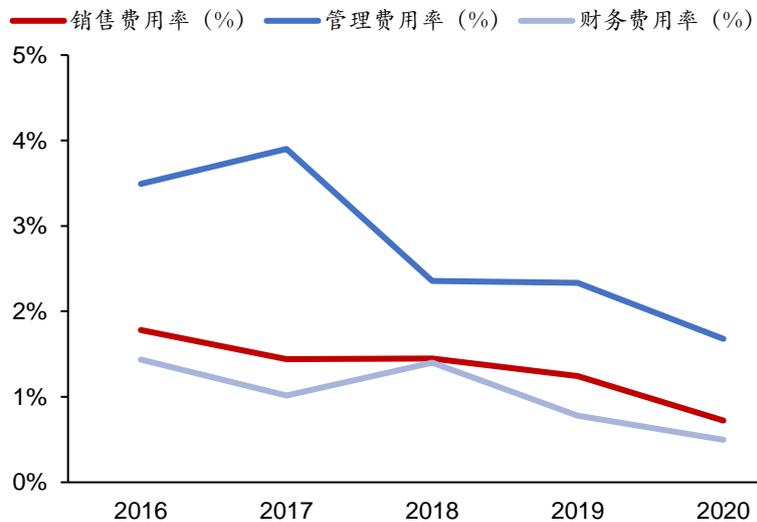
图表 6 公司历年净利润保持稳定



资料来源：公司公告，华安证券研究所

三费方面，近年来公司销售、管理、财务费用率整体呈现逐年降低的趋势，至 2020 年分别降至 0.72%、1.68%和 0.50%，公司运营效率进一步提升，高质量、高效益的发展经营理念逐步凸显。这得益于公司近年来不断优化总部职能，强化事业部制管控；坚持“放管结合”的原则，以扁平化为方向，以创造价值为核心，形成集约化、专业化、科学化的管理新机制。

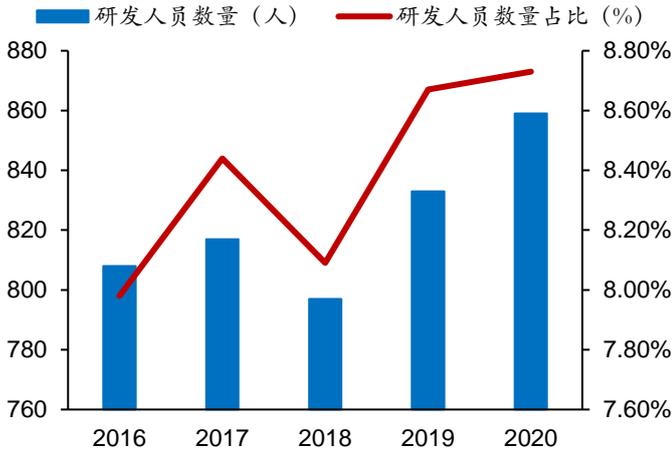
图表 7 公司三费比率整体呈现逐年降低趋势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

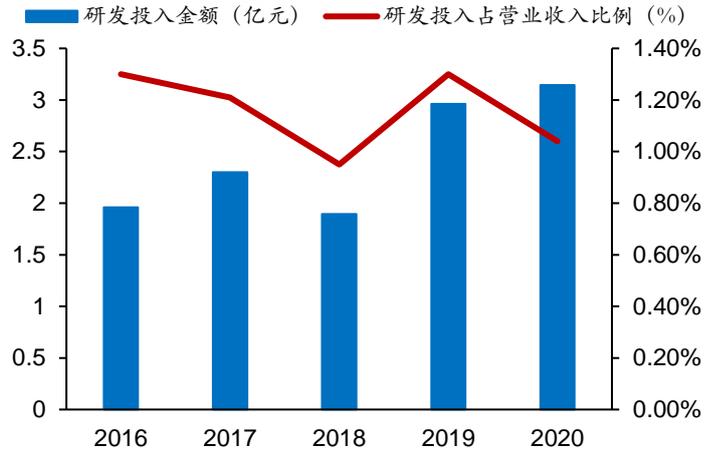
公司同样重视研发投入，研发团队规模和研发投入金额近年来均保持稳步上升的趋势；2020 年公司研发人员数量占比提升至 8.73%，研发投入占营业收入比例达 1.04%。公司成立了中金岭南科学技术开发院，全面整合院士工作站、博士后科研工作站等科研资源，加强与国内外优秀科研院所、专业院校合作，深化产学研融合，构建了多层次自主创新和资源共享体系。同时，公司不断开展新技术、新工艺、新设备、新材料的研发和应用，在节能降耗、环境保护、资源综合利用、高新材料等领域取得重大成效，获得“2020 年度具有国际影响力中国铅锌企业”、“2020 年度深圳企业数字化杰出奖”等称号。

图表 8 公司研发团队规模稳步扩大



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司研发投入金额稳步上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 凡口盘龙矿提质增效, 迈蒙矿扩建亮点频现

### 2.1 立足国内走向海外, 整合资源优化布局

中金岭南积极响应国家“一带一路”倡议, 全方面加强和扩大国际资源和产能合作, 通过不断地推进地质探矿及资源并购重组工作, 提升公司国内外资源掌控水平。目前公司矿产资源板块在全球 4 大洲 5 个国家拥有多个以铅锌为主的多金属矿山和勘探项目, 形成了立足国内, 面向中、南亚, 走向世界的矿产资源新格局。

图表 10 公司在全球 4 大洲 5 个国家拥有多个以铅锌为主的多金属矿山和勘探项目



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

在资源端，多年来公司一方面在现有矿山资源基础上持续有效进行勘探工作，延长矿山寿命；同时不断提高采选工艺技术和装备水平，提升采矿质量和效率水平，践行绿色环保发展理念。另一方面也积极寻找资源并购机会，扩展公司资源储量。“内外兼修”，持续提升优化公司国内外矿产资源数量和质量。

**图表 11 公司“内外兼修”，持续提升国内外矿产资源数量和质量**

时间	项目/标的	金额	形式	项目/标的简介
2006年11月	凡口铅锌矿 18 万吨/年铅锌技术扩产技术改造项目	1.08 亿元	定向增发	
	韶关冶炼厂挖潜技术改造项目	3469.03 万元		
	韶关冶炼厂稀贵金属回收技改工程项目	1150 万元		
	金狮冶金化工厂锌氧压浸出新工艺综合回收镓锗技术改造项目	4.17 亿元		
2008年12月	澳大利亚佩利雅公司 50.1% 股份	2.01 亿元	收购	佩利雅公司总部位于澳大利亚珀斯，主要从事基本金属的采掘和勘探；2008 年收购时公司拥有布罗肯山铅锌矿等优质资产。
2010年10月	全球星矿业公司 100% 股份	1.84 亿加元	收购	2010 年全球星矿业公司计划产量为铜 9500 吨，黄金 329 公斤，白银 16 吨。2009 年底全球星资源量为：64 万吨铜，42.57 吨黄金，443 吨白银，9.3 万吨镍，和 8 吨氧化锂。
2013年9月	澳大利亚佩利雅公司剩余 46.64% 股份	1.28 亿澳元	收购	2012 年佩利雅公司全年生产铅锌精矿含铅锌金属量 13.1 万吨，精矿含银 59.82 吨，铜精矿含铜金属量 1.15 万吨，黄金金属量 433 公斤。公司直接拥有的铅、锌、铜、银、金等金属资源总量大幅提高。
2015年3月	凡口铅锌矿选矿厂技术升级改造工程项目	6.71 亿元	定向增发	建设规模为选矿厂原矿处理能力 5000t/d。
	广西中金岭南铅锌采选 3000t/d 扩产改造项目	2.20 亿元		矿山采选设计规模为 80 万 t/a (3000t/d)。
2017年12月	加拿大摩布朗锂矿项目 60% 权益	6000 万美元	资产转让	孙公司全球星矿业出售其持有的摩布朗锂矿项目 60% 权益。
2018年6月	缅甸金属公司 19.9% 股份	1496.53 万 澳元	收购	缅甸金属主要从事基本金属勘探，总部位于澳大利亚珀斯，主要资产包括澳大利亚北领地的勘探资产与缅甸包德温多金属矿山项目，包德温原生矿资源被认为是全球最好的未开发的基本金属矿床之一。
2020年7月	多米尼加矿业公司迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目	17.3 亿元	可转债	项目设计建设规模为南、北两矿床合计 200 万吨/年矿石量，矿山服务年限 19 年；年均生产精矿合计含锌金属量约 3.2 万吨，铜金

			属量约 2.6 万吨，金约 890 千克，银约 24 吨；项目通过全资子公司佩利雅公司管控，预计 2022 年 12 月投产。
	丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目	14.1 亿元	本项目由炼锌渣处理系统、综合回收系统、烟气制酸及脱硫系统、辅助生产部分等组成，年处理废渣 28.7 万吨。项目建设期为 1.5 年，预计 2022 年 6 月投产。
	凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技术改造项目	1.6 亿元	项目将新建破碎洗矿筛分车间、抛矿车间、制砂筛分车间、过滤车间及产品堆场和 -1mm 物料堆场，建设规模 2800t/d，产品为一定规格的砂、碎石及低品位矿石。项目建设期为 1 年，预计 2021 年 7 月投产。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 国内矿山：储量雄厚根基稳固，扩产改造焕发新机

### ● 凡口铅锌矿

国内矿山方面，公司旗下凡口铅锌矿根基稳固、历久弥新。该矿于 1958 年建矿、1968 年投产，经过 50 余年的发展，凡口铅锌矿目前实现日处理原矿 5500 吨、年产 18 万吨铅锌金属量的生产能力，技术水平位于同行业前列，是目前亚洲最大的铅锌银矿种生产基地之一。凡口铅锌矿原矿品位高、储量大，合计矿石总量 1821.13 万吨（截止 2020 年末），主要赋存铅、锌和银矿，其中也富含镓、锗等稀有金属，是国家和广东省规划重要战略能源基地。2020 年该矿新增探矿铅锌金属资源量约 13 万吨。

图表 12 凡口铅锌矿资源量一览

矿区	资源量种类	矿石量(万吨)	锌金属量(万吨)	铅金属量(万吨)	银金属量(公斤)
凡口铅锌矿	控制	984.95	91.35	50	0
	推断	560.99	52.22	32.9	1510700
	小计	1545.94	143.57	82.9	1510700
凡口狮岭东铅锌矿探矿权	探明	46.06	4.68	2.44	
	控制	88.73	7.11	5.01	
	推断	140.4	10.13	8.11	
	小计	275.19	21.92	15.56	280000
合计		1821.13	165.49	98.46	1790700

资料来源：公司公告，华安证券研究所

作为“七五”期间我国有色金属工业总公司和国家重点技术改造企业，凡口铅锌矿一方面内部挖潜改造生产技术，另一方面多次引进部分关键设备和技术，提高采选技术水平和矿山生产能力。通过 2006 至 2020 年期间多次的技术升级改造，矿山外部条件和总体面貌得到极大改善，原材料及能源消耗指标显著降低，矿山生产规模不断扩大，矿石中蕴含的各种有价元素回收率极大提升。

同时，凡口铅锌矿在井下废石回填、选矿废砂充填、采选废水重复循环利用、

外排废水处理等环节持续投入，环境保护技术水平不断提升。2020 年公司使用募集资金 1.6 亿元实施凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技术改造项目，目前该项目建设正全力推进，预计将于 2021 年下半年建成投产。

图表 13 尾矿资源综合回收及环境治理开发项目一览



尾矿资源综合回收及环境治理开发项目、采掘废石资源化利用技术改造项目效果图

资料来源：中国有色网，华安证券研究所

图表 14 井下水处理改造工程一览



矿山外排水深度处理——实现超低排放

资料来源：中国有色网，华安证券研究所

### ● 广西盘龙铅锌矿

广西盘龙铅锌矿是公司另一大国内矿，该矿采选产能增长显著，资源增长潜力巨大。自 2008 年收购以来，盘龙铅锌矿选矿日处理量从最初的 800 吨逐年扩大至 3000 吨，具备年产 2 万吨铅锌金属量的生产能力，拥有矿石资源量 5510.63 万吨(截止 2020 年末)。盘龙铅锌矿 6000t/d 扩产改造工程已于 2017 年底开工建设，目前项目建设正稳步推进；项目计划积极引进先进设备和工艺，进一步夯实矿山技术装备水平，促进矿山安全环保可持续发展，加快实现规模化生产、全面提升产能，建设完成后盘龙铅锌矿有望成为全国较大的地下铅锌、重晶石生产矿山之一。

图表 15 广西盘龙矿区资源量一览

矿区	资源量 种类	矿石量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铅金属量 (万吨)	锌+铅金属量 (万吨)
盘龙铅锌 矿区	探明	477.29	17.6	4.45	22.05
	控制	1219.86	42.11	9.63	51.74
	推断	3813.48	120.1	28.65	148.75
合计		5510.63	179.81	42.73	222.54

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.3 海外矿山：优质资源星罗棋布，多向发力未来可期

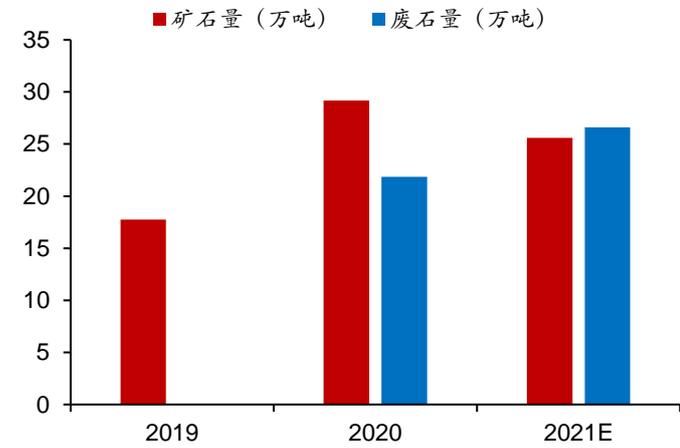
### ● 澳大利亚矿山资源

海外矿山方面，作为公司海外布局的起点，澳洲矿山资源丰富，矿石品味较高；同时由于开采历史较长，当地设施建设完善，经营基础牢固。

布罗肯山 (Broken Hill) 位于澳大利亚新南威尔士州，矿区由布罗肯山矿脉及周边的卫星矿山组成，是全世界最大的铅锌混合矿山之一。布罗肯山开采历史悠久，

自 1885 年开采至今近 130 年的历史中共计生产超过 2 亿吨矿石。中金岭南全资子公司澳大利亚佩利雅公司于 2002 年 6 月收购该矿，拥有 1042 平方公里的权益矿区面积，多年来佩利雅公司不断提升产量规模，延长矿山使用寿命，持续稳定经营至今。

图表 16 布罗肯山北矿区矿石产量持续稳定



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 布罗肯山北矿区鸟瞰图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

布罗肯山铅锌资源量丰富，拥有矿石资源量 2680 万吨、储量 1000 万吨（截止 2020 年末）。该矿山主要产品为锌精矿和铅精矿，由于原矿石品味较高，锌精矿产品中锌含量为 50%，铅精矿产品中铅含量更是高达 70%。

图表 18 澳大利亚布罗肯山资源一览

种类	矿石量 (万吨)	锌品味 (%)	铅品味 (%)	银品味 (克/吨)	锌金属量 (万吨)	铅金属量 (万吨)	银金属量 (吨)
资源量	探明	1100	9.8	8	107.8	88	1100
	推定	1200	8.7	7.4	87	104.4	1044
	推测	380	7	4.4	43	26.6	163.4
	合计	2680	8.91	7.22	86.1	238.79	193.5
储量	证实	460	5.8	4	26.68	18.4	202.4
	概实	560	4.5	3.5	35	19.6	196
	合计	1000	5.1	3.7	39	51	37

资料来源：公司公告，华安证券研究所

除布罗肯山外，公司在澳大利亚拥有的矿山开采及勘探项目还包括弗林德斯运营点 (Flinders) 和蒙特奥赛德项目 (Mount Oxide) 等。

佩利雅公司在弗林德斯运营点拥有贝尔塔娜高品位铅锌矿 (Beltana) 100% 所有权。由于铅锌资源丰富，原矿石品味优质，且矿山与冶炼厂直接相连，该矿较周边同类型项目精矿产品生产成本低廉。同时，该矿一部分矿石也直接装船售往中国，供销渠道建设完善。

**图表 19 澳大利亚弗林德斯运营点资源量一览**

资源量种类	矿石量 (万吨)	锌品味 (%)	铅品味 (%)	锌金属量 (万吨)	铅金属量 (万吨)
推定	56.9	35	1.4	19.9	0.8
推测	12.5	28.3	1.2	3.5	0.2
合计	69.4	33.7	1.4	23.4	1

资料来源：公司公告，华安证券研究所

蒙特奥赛德 (Mount Oxide) 拥有丰富的铜、钴等金属资源，佩利雅公司拥有其 720 平方公里权益矿区面积。该矿开采历史悠久，1958 年前皆为地下采矿作业，后逐步转为露天开采。由于区域内交通、加工等基础设施完善，该矿成本优势明显。

**图表 20 澳大利亚蒙特奥赛德项目矿产资源量一览**

资源量种类	矿石量 (万吨)	铜品味 (%)	银品味 (%)	铜金属量 (万吨)	银金属量 (吨)
推定	1110	1.6	9.6	17.76	106.56
推测	480	1	5.2	4.8	24.96
合计	1590	1.4	8.3	22.56	131.52

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 21 澳大利亚蒙特奥赛德项目钴资源量一览**

资源量种类	矿石量 (万吨)	钴品味 (%)	钴金属量 (万吨)
探明	51.5	0.25	1288
推定	597.5	0.22	13145
推测	265.6	0.24	6374
合计	914.6	0.23	20807

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### ● 多米尼加迈蒙矿

多米尼加迈蒙矿 (Cerro De Maimon) 是当前公司海外矿山布局中的最大亮点。该矿位于多米尼加首都圣多明各市西北 70 公里处，该矿山于 2002 年 4 月由全球星矿业公司收购，2008 年 10 月建成投产，目前由佩利雅全资子公司多米尼加矿业公司管理运营。迈蒙矿近地表氧化物盖层以及地下矿床硫化物带中铜、锌、银品味高、资源量大。目前该矿年采选量约 60 万吨，铜锌金属产量约 1 万吨。

图表 22 迈蒙矿位于圣多明各市西北 70 公里处

图表 23 迈蒙矿 2019 年前皆采用露天开采方式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

迈蒙矿 2019 年前皆采用传统露天开采方法进行采矿作业，该矿露天地面开采历史已超过 10 年，理论上已进入开采后期。但 2016 年迈蒙矿区地下矿的发现让该矿重获新生，迈蒙矿区地下矿目前井下共有矿石资源量 3666.5 万吨(截止 2020 年末)，其中南部井下矿石资源量 3333.9 万吨，北部井下矿石资源量 332.6 万吨，金属品种价值及资源量较高，较国内同类型矿山资源优势明显。

图表 24 多米尼加迈蒙矿北矿床井下资源一览

种类	矿石量 (万吨)	铜含量 (%)	锌含量 (%)	银含量 (克/吨)	黄金含量 (克/吨)	铜金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	黄金金属量 (公斤)
资源量	探明	32.3	2.4	3.1	48	1.4	0.78	1	452
	推定	180.4	2	2.4	39	1.1	3.61	4.33	1984
	推测	119.9	1.2	1.4	20	0.8	1.44	1.68	959
	合计	332.6	1.8	2.1	33	1	5.99	6.98	3326
储量	证实	20	2.1	2.7	40	1.2	0.42	0.54	240
	概实	100	2.3	2.9	44	1.3	2.3	44	1300
	合计	120	2.3	2.8	44	1.3	2.76	3.36	1560

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 多米尼加迈蒙矿南矿床井下资源一览

种类	矿石量 (万吨)	铜含量 (%)	锌含量 (%)	银含量 (克/吨)	黄金含量 (克/吨)	铜金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	黄金金属量 (公斤)
资源量	探明	491	2.5	3.5	47	1.45	12.28	230.77	7120
	推定	601.4	2.35	3.2	44	1.39	14.13	264.62	8359
	推测	2241.5	2.19	2.6	40	1.15	49.09	896.6	25777
	合计	3333.9	2.27	2.8	41	1.24	75.68	93.35	41340
储量	证实	470	2.2	3.1	41	1.3	10.34	192.7	6110
	概实	380	2.2	3	42	1.3	8.36	159.6	4940
	合计	850	2.2	3	42	1.3	18.7	357	11050

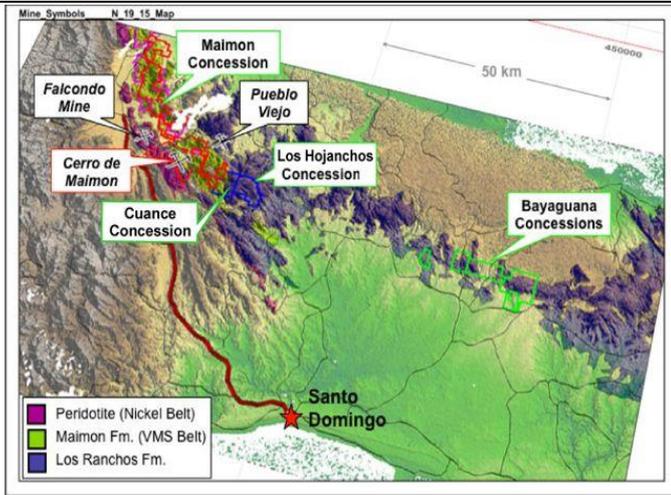
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2017年至2018年公司完成迈蒙地下矿的可研报告,2019年首个地下矿道正式开通,正式开始地下矿开拓及开采工作,实现了露天开采转地下开采的无缝连接。

2020年7月,公司通过发行可转债募集17.3亿元用于迈蒙矿年产200万吨采选工程项目建设,目前项目建设正稳步推进,预计将于2022年12月建成投产。该项目设计生产规模200万吨/年,19年的矿山服务年限也将显著延长迈蒙矿开采寿命。预计该项目建成后可实现年均净利润4.45亿元,使公司获得未来十数年海外重要利润增长点,极大提升迈蒙矿的矿山价值;同时也能够改善公司海外资产的结构和经营状况,进一步推进公司国际化经营。

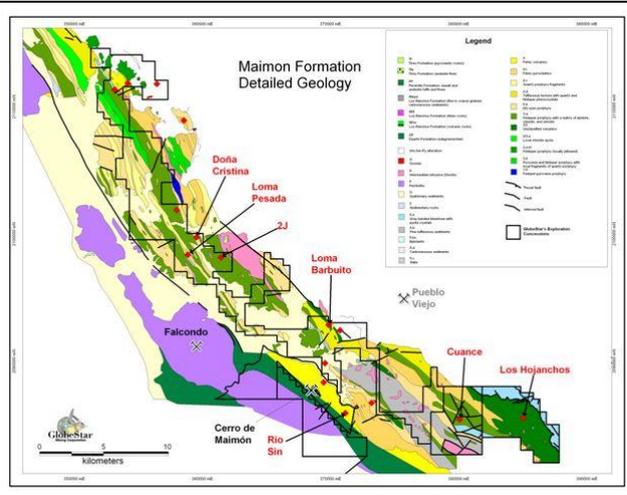
除此之外,公司迈蒙矿权还包含原矿场周围大型硫化矿带80%的区域,延伸面积超过105平方公里。公司开展Loma Pesada、Loma Barbuito、Dona Amanda等区域探矿工作,勘探发现丰富的铜、锌、金、银等金属资源且资源量正逐年增长,开采前景广阔。

图表 26 迈蒙矿周边大型硫化矿带区域一览



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 27 公司开展 Loma Pesada 等区域探矿工作



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 28 多米尼加探矿项目资源量一览

种类	矿石量 (万吨)	铜品味 (%)	银品味 (克/吨)	金品味 (克/吨)	锌品味 (%)	铜金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	金金属量 (吨)
<b>Loma Pesada 远景区</b>									
推定	86.5	2	5.3	0.1	0.6	1.73	0.52	4.58	-
推测	61.1	1.6	6	0.1	0.5	0.98	0.31	3.67	-
合计	147.6	1.84	5.59	0.1	0.56	2.72	0.83	8.25	-
<b>Loma Barbuito 远景区</b>									
推测	184	0.6	16.3	1.1	1.3	1.1	2.39	29.99	-
<b>Cerro Kiosko 远景区</b>									
推测	279	0.6	4.7	2.2	-	1.67	-	13.11	6.14
<b>Dona Amanda 远景区</b>									
推测	5460	0.37	1.4	0.23	-	20.2	-	76.44	12.56
种类	矿石量 (万吨)			镍品味 (%)			镍金属量 (万吨)		

坎背山项目

推定	300	1.49	4.47
推测	320	1.49	4.77
合计	620	1.49	9.24

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### ● 缅甸及爱尔兰矿山资源

缅甸和爱尔兰矿山资源也是公司海外矿山布局中的两个新增亮点，项目发展潜力巨大。全资子公司佩利雅公司参股 19.9% 的缅甸金属公司于 2019 年 5 月募集资金约 2080 万澳元以推进缅甸包德温项目（Bawdwin）的勘探和建设工作。作为缅甸金属公司最重要的铅锌矿项目，包德温项目占地 38 平方公里现已概实高品位矿石储量 1840 万吨（截止 2019 年 5 月），其中铅品味 6.4%，锌品味 3.4%，银品味 170 克/吨，储量丰富、品质优异。随着后续勘探进程的逐步推进，包德温项目区域优质的矿产资源有望进一步被发掘；目前沿矿脉走向延伸已发现多个高品位多金属矿，项目资源总量及开采年限持续增长，发展潜力巨大。

图表 29 缅甸包德温项目资源一览

种类	矿石量 (万吨)	铅品味 (%)	锌品味 (%)	铜品味 (%)	银品味 (克/吨)	
资源量	指示	3721.4	4.31	2.35	0.22	114
	推测	5693.9	4.12	1.86	0.22	103
	合计	9415.2	4.19	2.05	0.22	107
储量	概实	1840	6.4	3.4	-	169
	合计	1840	6.4	3.4	-	170

资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目设计采选产能 200 万吨/年，开采年限 13 年，预计前期投资成本约 20 亿人民币，矿石采选净现金成本约 700 元/吨；从前期投入以及后续经营的角度来看，该项目较全球其他铅锌矿项目具有显著的成本优势。目前包德温项目已于 2019 年开展中试，预计 2021 年建成达产，建成后有望成为全球第三大铅精矿生产基地，位列全球前十大银矿项目之一。

图表 30 包德温项目较全球其他铅锌矿项目具有显著的成本优势

Capital Intensity Comparison

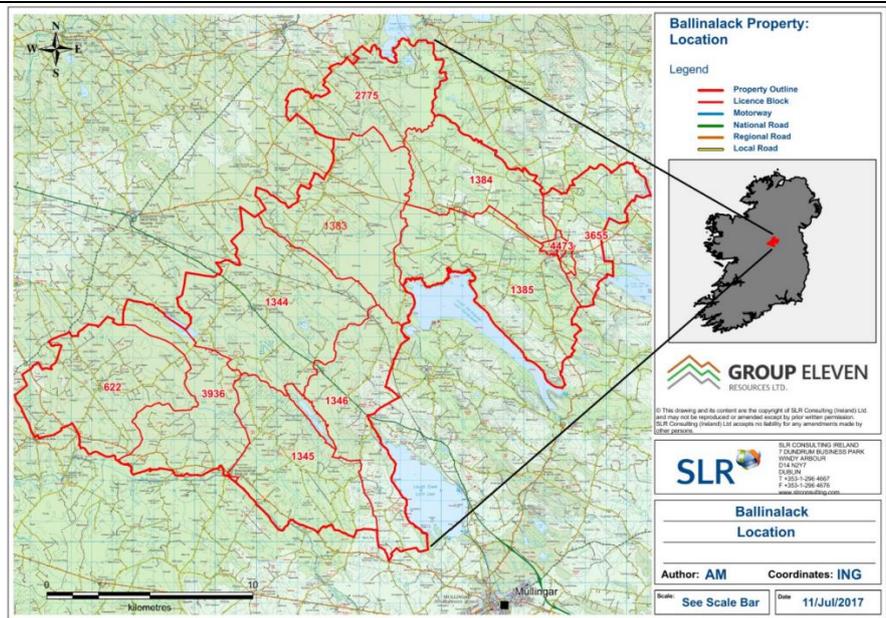


Project	Bawdwin	Abra	Hermosa	Upper Kobuk	Paroo Station	Dugald River	Aripuana	Tala Hamza
Major Owner / Interest (%)	Myanmar Metals (51%)	Galena Mining (100%)	South 32 (100%)	Trilogy Metals (50%)	LeadFX Inc. (100%)	MMG Limited (100%)	Nexa Res. S.A. (62.3%)	Terramin Australia (65%)
Ticker / Market Capitalisation (AUD M)	ASX:MYL 106	ASX:G1A 142	ASX:S32 19,069	TSX:TMQ 466	TSX:LFX 77	HKG:1208 5,394	NYSE:INEXA 2,352	ASX:TZN 168
Location	Myanmar	Australia	USA	USA	Australia	Australia	Brazil	Algeria
Mine Type <sup>2</sup>	OP	UG	OP / UG	OP / UG	OP	UG	OP / UG	UG
Commodities	Pb-Zn-Ag	Pb-Ag	Zn-Pb-Ag	Cu-Zn-Pb-Ag-Au	Pb	Zn-Pb-Ag	Pb-Zn-Ag-Cu-Au	Pb-Zn
Study Level <sup>1</sup> / Release Date	PFS 6-May-2019	PFS 25-Sep-2018	PEA 16-Jan-18	PFS 21-Feb-2018	DFS 19-Feb-19	Corp. Pres. 15-Oct-2018	FS 15-Oct-2018	DFS 29-Aug-2018
Mine Life (Years)	13	14	29	12	17	28	13	21
Capex (USD M)	300	109	519	780	184	750	392	341
ZnEq. Production (ktpa)	164	-	202	272	-	177	87	69
PbEq. Production (ktpa)	249	97	307	413	70	268	131	105

资料来源：公司公告，华安证券研究所

中金岭南参股 40%、与加拿大 G11 公司合作的爱尔兰波利娜拉克项目位于爱尔兰中部地区。该项目矿石资源量约 540 万吨（截止 2019 年 1 月），约合 46.95 万吨铅锌金属量。

图表 31 爱尔兰波利娜拉克项目位于爱尔兰中部地区



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 爱尔兰波利娜拉克项目资源量一览

种类	矿石量 (万吨)	锌品味 (%)	铅品味 (%)	铅+锌品味 (%)	银品味 (克/吨)	锌金属量 (万吨)	铅金属量 (万吨)	锌+铅金属量 (万吨)	银金属量 (万盎司)
探明	540	7.6	1.1	8.7	9	40.75	6.16	46.90	160

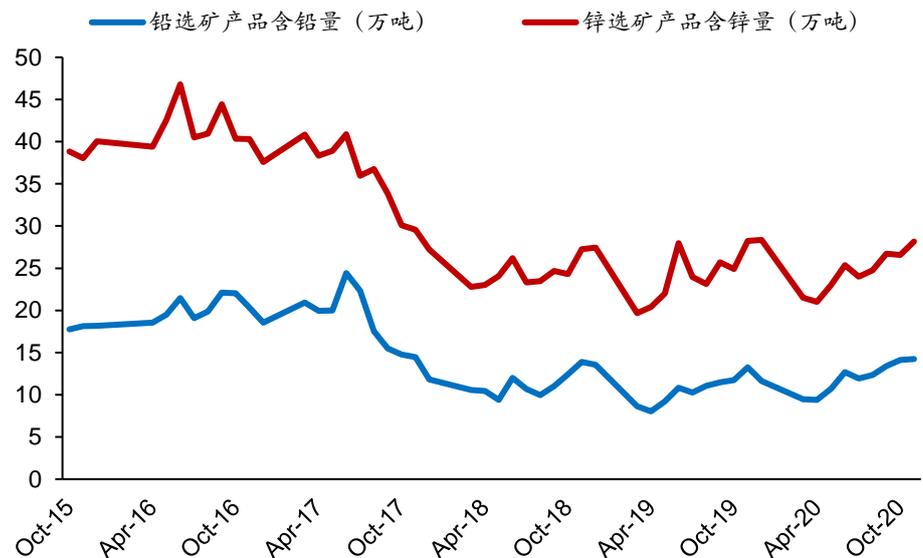
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 铅锌供需平衡趋紧，助力价格企稳回升

#### 3.1 铅锌需求企稳回升，市场供需平衡趋紧

从供给侧来看，国内铅锌矿产量近年来存在一定的波动，至 2017 年上半年铅锌矿产量均保持高位运行，但 2017 年下半年开始产量逐步下探，2019 年 4 月铅锌选矿产品分别触及 8.03 万吨和 19.68 万吨的历史低位。在新冠疫情影响下的 2020 年，由于国内疫情防控效果显著，铅锌矿生产企业产能恢复加速，2020 年国内铅锌选矿产品产量企稳回升，月均复合增速分别达 5.24% 和 3.44%，但与 2015-2017 年相比整体依旧维持低位。值得注意的是，我国铅锌矿产资源整体而言贫矿较多、富矿较少；共生矿较多、单矿种矿少；开发利用难度较高，成本较大，近三年国内新增铅锌矿采选项目较少。同时在碳达峰、碳中和的宏观政策背景下，国内铅锌矿采选大省内蒙古能耗双控形式严峻，当地企业能耗削减要求趋严，铅锌矿采选也将不可避免地受到影响，预计未来国内铅锌矿产量将出现小幅扰动。

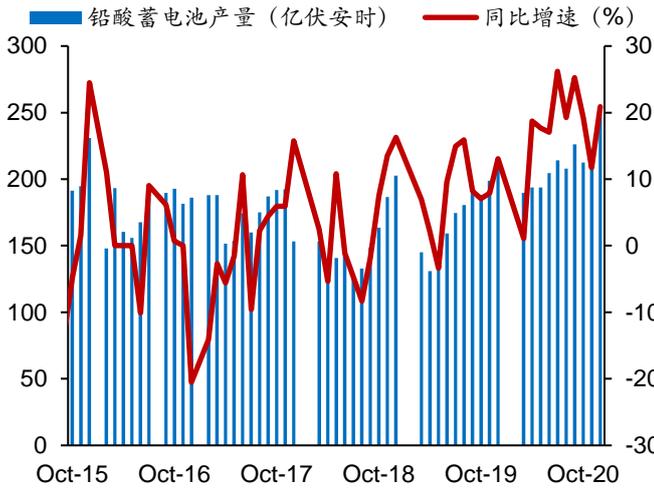
图表 33 国内铅锌矿产量近年来存在一定的波动



资料来源: wind, 华安证券研究所

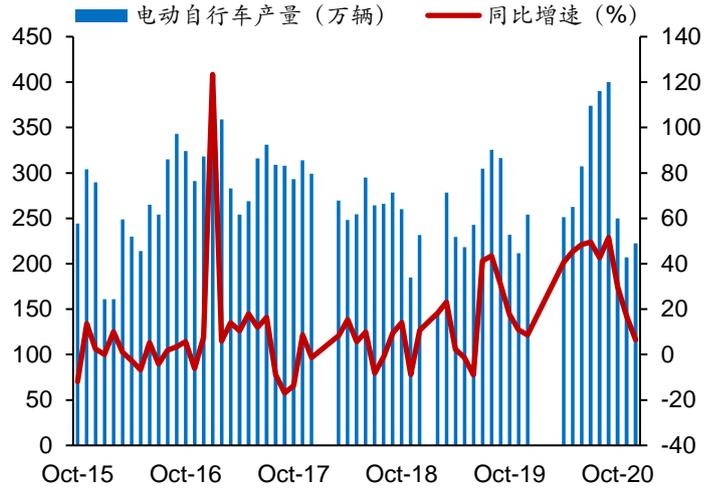
从需求侧来看，国内铅锌消费整体保持稳定。作为铅下游需求占比最大的领域，铅酸蓄电池近年来尽管受到替代产品锂电池的冲击，市场份额面临一定的替代威胁，但铅酸蓄电池相较于锂电池显著的成本优势以及成熟的应用技术使其在中低端电池应用领域的主导地位依然稳固；2019 年以来铅酸蓄电池产量呈现稳步上升的增长趋势，2020 年产量月均增长率更是提升至 17.71%。同时，电动自行车领域占据铅酸蓄电池近 30% 的下游应用，电动自行车近年来产量高企，2020 年电动自行车产量月均增长率更是高达 36.81%，表明铅下游消费需求依然旺盛。

图表 34 铅酸蓄电池产量近年来稳步上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 电动自行车近年来产量稳定

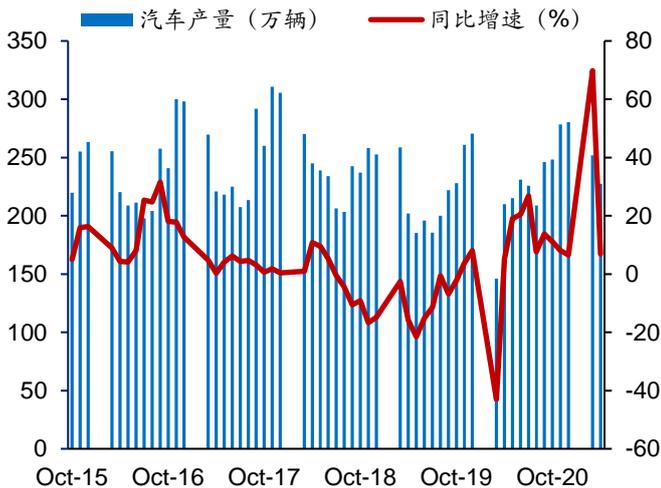


资料来源: wind, 华安证券研究所

锌广泛应用于镀锌防腐、五金管材等行业,在汽车、基建、房地产等领域是不可或缺的防腐抗蚀材料。中短期来看,后疫情时代,我国汽车产量和基建、房地产投资同比大幅增长,产量和增速指标屡创新高,2021年以来基建、房地产投资同比增速均高于16%,表明锌旺盛的内需;同时,随着海外疫情趋缓以及疫苗加速推进,全球经济持续恢复,我国作为全球最大的锌精矿和锌制品生产国,锌外需同样旺盛。

从中长期来看,我国处于城市化和工业化进程的上升阶段,经济增长进入新常态;同时不断完善区域发展政策措施,推进新型城镇化,重点实施“一带一路”、粤港澳大湾区建设、京津冀协同发展、长江经济带建设等国家战略。这些经济建设新亮点的出现,将有力带动锌、铜等有色金属需求量不断上升,成为拉动我国有色金属行业长期增长的新动力。

图表 36 汽车产量同比大幅增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 基建、房地产投资同比大幅增长

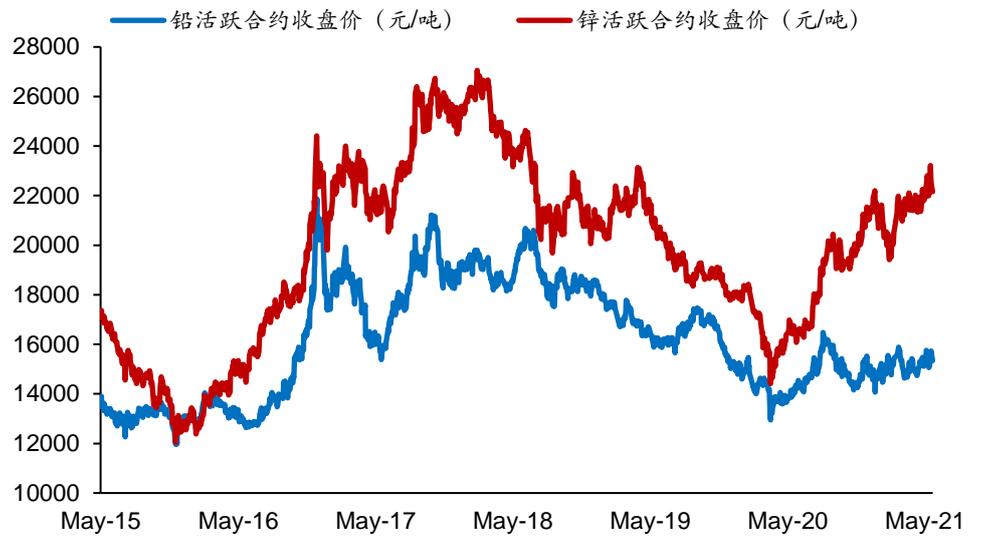


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 铅锌走势背离明显,需求支撑价格攀高

从价格端来看,大多数情况下互为伴生矿产出的铅锌金属,其价格历史走势在疫情前保持高度相关,但从2020年起铅锌价格的不断背离逐渐成为常态。

图表 38 2020 年起铅锌价格不断背离



资料来源: wind, 华安证券研究所

铅方面, 在国内环保政策的大力推动下, 再生铅产量逐年攀升, 同时铅采选和冶炼成本的缓慢下滑进一步拉低铅价, 2020 年下半年铅价维持在 14000 至 16000 元/吨的区间内波动; 但由于铅成本端见底支撑以及中低端电池应用领域需求旺盛, 预计未来铅价下跌空间较小。锌方面, 后疫情时代海内外基建、房地产等锌需求强劲反弹, 市场延续紧平衡状态, 锌价 2020 年以来不断走高, 累计涨幅高达 23.91%; 预计随着全球经济的加速恢复, 锌需求维持高位, 供需关系有望对未来锌价形成有力支撑。在采选和冶炼成本变动不大的情况下, 铅锌精矿、铅锌冶炼产品价格的支撑有力助推公司主营产品毛利率进一步的提升。

## 4 盈利预测

### 4.1 基本假设

#### • 精矿及冶炼产品产量

精矿产品方面, 随着公司一体化生产模式的完善以及生产提质增效的展开, 预计 2021-2022 年主营精矿金属产量较 2020 年小幅提升。同时, 考虑到公司多米尼加迈蒙地下矿年产 200 万吨采选工程项目建设顺利, 将于 2022 年 12 月建成投产; 2023 年项目正处于产能爬坡期, 预计 2023 年主营精矿金属产量较前期提升幅度明显。预计 2021-2023 年铅锌精矿金属产量合计 28.40/29.25/32.18 万吨。

冶炼产品方面, 考虑到公司冶炼厂升级改造项目建设稳步推进, 冶炼产能进一步提升, 预计 2021-2023 年冶炼产品铅锭、锌锭及锌制品、硫酸产量增幅与精矿产品趋同, 其中铅锌冶炼产品合计产量分别为 31.20/32.13/35.35 万吨, 硫酸产量分别为 22.50/23.18/25.49 万吨。

#### • 精矿及冶炼产品价格

价格方面, 海外疫情缓和且疫苗推进加速, 全球经济的持续恢复为大宗商品上

涨提供有利的宏观环境；政策面上，全球流动性充裕、货币成本低。铅锌市场紧平衡状态叠加海外积极的财政和宽松货币政策支持，铅锌价格有望持续恢复。预计精矿产品方面，2021-2023 年铅精矿含铅单价分别为 1.35/1.39/1.42 万元/吨；锌精矿含锌单价分别为 1.15/1.20/1.26 万元/吨。冶炼产品方面，2021-2023 年铅锭单价分别为 1.40/1.44/1.47 万元/吨；锌锭及锌制品单价分别为 1.96/2.06/2.16 万元/吨；硫酸单价分别为 136/143/144 元/吨。

## 4.2 业绩拆分及盈利测算

2017-2023 年公司业绩拆分及盈利测算如下表。我们预计公司 2021-2023 年分别实现营业收入 409.69/511.93/649.47 亿元，同比增速分别为 35.4%/25.0%/26.9%；实现净利润 11.41/13.90/18.08 亿元，同比增速分别为 14.6%/21.9%/30.0%，对应 PE 14.96X/12.27X/9.44X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39 2017-2023 年公司业绩拆分及盈利测算一览

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)		18967	19963	22801	30226	40969	51193	64947
营业总成本 (百万元)		16272	17269	20727	29548	38189	47807	60632
毛利润 (百万元)		2695	2694	2074	678	2780	3386	4314
<b>精矿产品</b>								
铅精矿 含铅	产量 (万吨)	9.33	8.90	9.27	9.00	9.30	9.58	10.54
	销量 (万吨)	9.10	8.82	8.91	8.78	9.11	9.48	10.33
	产销率 (%)	97.53%	99.10%	96.12%	97.58%	98.00%	99.00%	98.00%
	平均售价 (元/吨)	14117	14127	12332	11248	13498	13903	14181
	销售收入 (万元)	128461	124598	109877	98789	123020	131844	146435
锌精矿 含锌	产量 (万吨)	20.07	21.52	19.96	19.06	19.10	19.67	21.64
	销量 (万吨)	20.52	21.96	20.08	19.11	19.29	19.87	21.64
	产销率 (%)	102.24%	102.04%	100.60%	101.63%	101.00%	101.00%	100.00%
	平均售价 (元/吨)	14521	13618	10339	8952	11459	12032	12633
	销售收入 (万元)	297973	299052	207611	171054	221053	239069	273391
成本	原材料 (万元)	32684	39083	40022	36820	46025	47866	50260
	燃料及动力 (万元)	20032	19962	20579	19756	20349	20959	23055
	其他成本费用 (万元)	122441	129458	119437	114659	118099	121642	133806
合计	销售收入 (万元)	426435	423649	317488	269843	344073	370913	419825
	成本 (万元)	175158	188503	180038	171235	184473	190467	207121
	毛利润 (万元)	251277	235146	137450	98608	159601	180446	212705
<b>冶炼产品</b>								
铅锭	产量 (万吨)	4.91	4.76	4.52	4.30	4.40	4.53	4.99
	销量 (万吨)	4.98	4.70	4.06	4.16	4.18	4.35	4.74
	产销率 (%)	101.43%	98.74%	89.82%	96.66%	95.00%	96.00%	95.00%
	平均售价 (元/吨)	14959	14967	14571	11687	14025	14446	14735
	销售收入 (万元)	74494	70346	59158	48579	58624	62849	69782
锌锭及 锌制品	产量 (万吨)	21.16	21.18	23.50	26.64	26.80	27.60	30.36
	销量 (万吨)	21.59	20.76	24.58	27.05	27.34	27.88	30.36

	产销率 (%)	102.03%	98.02%	104.60%	101.55%	102.00%	101%	100%
	平均售价 (元/吨)	19741	20699	17239	15293	19575	20554	21581
	销售收入 (万元)	426209	429719	423741	413708	535096	573033	655300
硫酸	产量 (万吨)	22.59	22.34	23.15	22.20	22.50	23.18	25.49
	销量 (万吨)	21.96	22.52	22.78	21.93	22.50	22.94	24.98
	产销率 (%)	97.21%	100.81%	98.40%	98.81%	100.00%	99.00%	98.00%
	平均售价 (元/吨)	110	175	111	85	136	143	144
	销售收入 (万元)	2418	3946	2539	1864	3060	3276	3603
成本	原材料 (万元)	32684	39083	40022	40822	51028	53069	55723
	燃料及动力 (万元)	20032	19962	20579	22721	23176	23871	26258
	其他成本费用 (万元)	122441	129458	119437	131870	134508	138543	152397
合计	销售收入 (万元)	503122	504011	485438	464151	596781	639158	728686
	成本 (万元)	175158	188503	180038	195414	208711	215483	234378
	毛利润 (万元)	327964	315508	305401	268737	388069	423676	494308
<b>有色金属贸易业务</b>								
	营业收入 (万元)	1040704	1087783	1488605	2253141	3154397	4100716	5330931
	采购成本 (万元)	1039527	1086499	1488308	2250385	3150538	4095700	5324410
	毛利润 (万元)	1177	1284	297	2756	3858	5016	6521
<b>其他产品及产品间抵销</b>								
	营业收入 (万元)	-73602	-19103	-11479	35478	1632	8544	15218
	营业成本 (万元)	237333	263402	224279	337730	275137	279049	297305
	毛利润 (万元)	-310935	-282504	-235758	-302252	-273505	-270505	-282087

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 风险提示：

新冠疫情反复；项目产能扩张不及预期；海外投资风险；大宗商品价格大幅波动。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8563	5371	6853	8786	<b>营业收入</b>	30253	40969	51193	64947
现金	1690	1488	2971	4903	营业成本	28160	38189	47807	60632
应收账款	615	0	0	0	营业税金及附加	177	311	363	458
其他应收款	148	0	0	0	销售费用	219	328	384	455
预付账款	100	0	0	0	管理费用	508	684	845	1059
存货	2044	0	0	0	财务费用	150	0	0	0
其他流动资产	3967	3883	3883	3883	资产减值损失	-9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	15785	15785	15785	15785	公允价值变动收益	70	0	0	0
长期投资	650	650	650	650	投资净收益	188	293	369	456
固定资产	7444	7444	7444	7444	<b>营业利润</b>	878	1385	1704	2222
无形资产	3098	3098	3098	3098	营业外收入	404	0	0	0
其他非流动资产	4593	4593	4593	4593	营业外支出	35	0	0	0
<b>资产总计</b>	24348	21156	22638	24571	<b>利润总额</b>	1248	1385	1704	2222
<b>流动负债</b>	4560	163	163	163	所得税	148	180	221	289
短期借款	1912	0	0	0	<b>净利润</b>	1100	1205	1482	1933
应付账款	1143	0	0	0	少数股东损益	105	64	92	125
其他流动负债	1506	163	163	163	<b>归属母公司净利润</b>	995	1141	1390	1808
<b>非流动负债</b>	6946	6946	6946	6946	EBITDA	1573	1003	1223	1628
长期借款	1949	1949	1949	1949	EPS (元)	0.28	0.32	0.39	0.51
其他非流动负债	4997	4997	4997	4997					
<b>负债合计</b>	11507	7110	7110	7110					
少数股东权益	639	703	795	920					
股本	3570	3570	3570	3570					
资本公积	1550	1550	1550	1550					
留存收益	7082	8223	9613	11421					
归属母公司股东权益	12202	13343	14734	16542					
<b>负债和股东权益</b>	24348	21156	22638	24571					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	1602	1416	1110	1472	<b>成长能力</b>				
净利润	995	1141	1390	1808	营业收入	32.5%	35.4%	25.0%	26.9%
折旧摊销	698	0	0	0	营业利润	-15.5%	57.7%	23.0%	30.4%
财务费用	187	0	0	0	归属于母公司净利	16.8%	14.6%	21.9%	30.0%
投资损失	-188	-293	-369	-456	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-345	506	0	0	毛利率 (%)	6.9%	6.8%	6.6%	6.6%
其他经营现金流	1595	696	1479	1928	净利率 (%)	3.3%	2.8%	2.7%	2.8%
<b>投资活动现金流</b>	-4714	295	372	461	ROE (%)	8.2%	8.5%	9.4%	10.9%
资本支出	-2659	3	3	5	ROIC (%)	3.9%	4.5%	5.1%	6.3%
长期投资	-844	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-1211	293	369	456	资产负债率 (%)	47.3%	33.6%	31.4%	28.9%
<b>筹资活动现金流</b>	2626	-1912	0	0	净负债比率 (%)	89.6%	50.6%	45.8%	40.7%
短期借款	-1404	-1912	0	0	流动比率	1.88	32.86	41.93	53.75
长期借款	1034	0	0	0	速动比率	1.40	32.86	41.93	53.75
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	1.24	1.94	2.26	2.64
其他筹资现金流	2995	0	0	0	应收账款周转率	49.16	—	—	—
<b>现金净增加额</b>	-483	-201	1482	1933	应付账款周转率	24.65	—	—	—

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。