

证券研究报告

行业研究

行业点评

有色金属

投资评级 看好

姜永刚 行业分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 行业分析师

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

## 重视铜锌冶炼加工费回升和硫酸涨价的投资机会

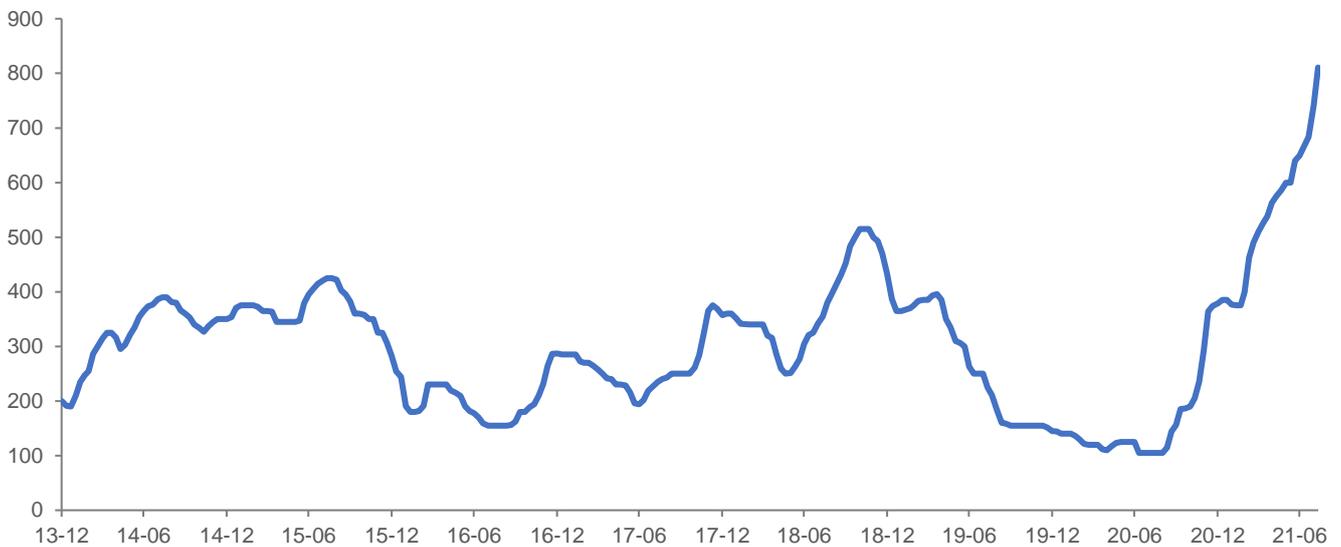
2021年08月17日

- **硫酸价格持续上涨,创10年新高。**受益于下游化肥行业需求旺盛及供给受限,硫酸价格自2020年7月持续上涨,今年7月后呈现加速之势,华东地区冶炼硫酸市场均价从2020年最低100元/吨左右(其他地区价格多跌至负值)上涨至800元/吨,涨幅约700%,目前价格已经达到2011年后的最高水平。铜铅锌冶炼过程中副产大量硫酸,占国内硫酸总产量的60-70%;此前因硫酸价格长期处于低位,对冶炼厂盈利贡献相对较低,市场多忽略其对上市公司业绩影响,而目前硫酸价格高位,则对利润贡献大幅提升、增加利润弹性。
- **冶炼厂迎来加工费提升和硫酸涨价双击。**本轮硫酸价格持续上涨一方面由于下游化肥国内需求及出口持续旺盛,另一方面硫磺进口量受到疫情干扰;叠加国内中大型冶炼厂产能基本于2019年投放完毕,近两年新增产能有限。随着“双碳”目标推进,“双控”压力加大,预计未来铜铅锌冶炼产能扩张将受到抑制。在需求超预期增长时,硫酸价格弹性得以释放。近期利空因素主要为国内疫情防控趋严限制硫酸运输,短期内影响冶炼厂硫酸出厂。但全国范围内限电影响冶炼厂开工率,大型铜、铅锌冶炼厂7-8月负荷明显降低,叠加硫磺进口受限致使整体开工率较低、供给依然偏紧,同时能够对冲库存压力。限电影响开工率也推动加工费快速回升,进口铜矿现货加工费回升至58.5美元/吨,为疫情以来新高;同时铅锌加工费也有所反弹,叠加价格高位后端分成可观,因此我们认为短期内利好大于利空,硫酸价格及加工费均仍有上升空间。
- **硫酸价格上涨大幅增厚冶炼厂利润。**铜、锌冶炼过程金属产量与硫酸产量的比例分别约为1:2和1:1.5。国内进口铜精矿加工费根据公式 $(TC/(22.046*0.3*0.97)+RC)*22.046*$ 人民币对美元汇率(其中TC为粗炼、RC为精炼,现货价TC为56.2美元/吨,RC为123.9美元/吨)计算,目前为415美元/吨(2700元/吨)。如果按照华东地区硫酸现货价计算,硫酸价值量约占加工费的67%,相对于去年最低100元/吨左右的价格水平增厚约1400元/吨的毛利润。国内锌精矿冶炼加工费在3500元/吨(不考虑后端分成),硫酸涨价同比增厚的毛利润约为1000元/吨。2020年株冶集团硫酸外销量为54.4万吨,营收为3255万元,销售均价仅为60元/吨,当前硫酸价格大幅提升纯冶炼及冶炼占比较大企业的利润弹性。
- **测算结果及投资建议:**考虑所在地区硫酸价格、厂商去年硫酸产量及今年经营计划测算利润弹性。若按照2021年截至目前均价测算,云南铜业、株冶集团及铜陵有色利润增厚比例最大(净利润采用2021年wind一致预期,若无则采用2020年净利润),利润弹性分别为88.6%、76.4%和48%。如果按照最新硫酸价格测算,株冶集团、云南铜业及豫光金铅利润增厚比例最大,分别为196.2%、189.5%和115.9%,铜陵有色与江西铜业也分别增厚94%和71.7%。由于铜业冶炼体量较大且具有铜矿资产,利润增厚弹性弱于独立冶炼厂的铅锌冶炼公司。在对未来中短期内硫酸价格判断乐观的情况下,铅锌冶炼公司利润增厚及公司股价弹性高于铜冶炼公司。**建议重点关注云南铜业、株冶集团、铜陵有色、豫光金铅、江西铜业及锌业股份等公司。**
- **风险因素:**硫酸价格上涨不及预期,铜铅锌价格大幅下滑。  
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

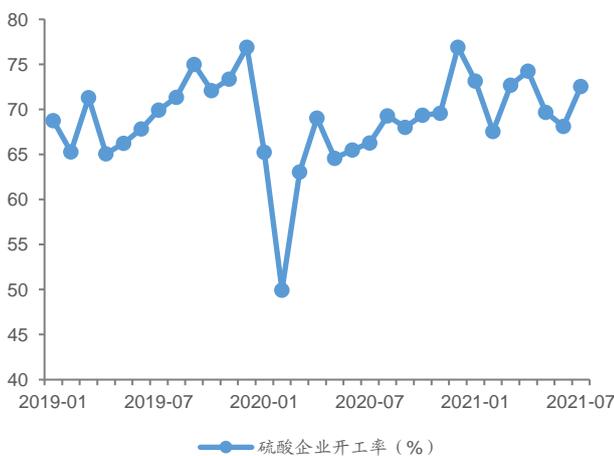
**表 1. 各公司硫酸产量及利润增厚测算**

代码	简称	2020年硫酸产量(万吨)	硫酸价格			净利润及弹性(亿元)					
			2020年平均	2021年到目前平均	最近价格	2020年	2021年一致预测	21年到目前均价利润增厚	利润弹性	按照最新价增厚	利润弹性
000630.SZ	铜陵有色	440	80	435	774	8.66	24.40	11.71	48.0%	22.92	94.0%
000878.SZ	云南铜业	466	214	408	695	3.80	8.86	6.77	76.4%	16.79	189.5%
601899.SH	紫金矿业	179	176	509	812	65.09	134.16	4.47	3.3%	8.54	6.4%
601168.SH	西部矿业	83	27	187	434	9.08	27.53	1.00	3.6%	2.53	9.2%
600362.SH	江西铜业	512	78	392	677	23.20	32.07	12.05	37.6%	23.01	71.7%
000751.SZ	锌业股份	48	52	132	274	2.34	--	0.28	12.2%	0.80	34.2%
600961.SH	株冶集团	53	70	424	854	1.59	--	1.41	88.6%	3.12	196.2%
600531.SH	豫光金铅	72	24	289	695	3.12	--	1.43	45.8%	3.62	115.9%

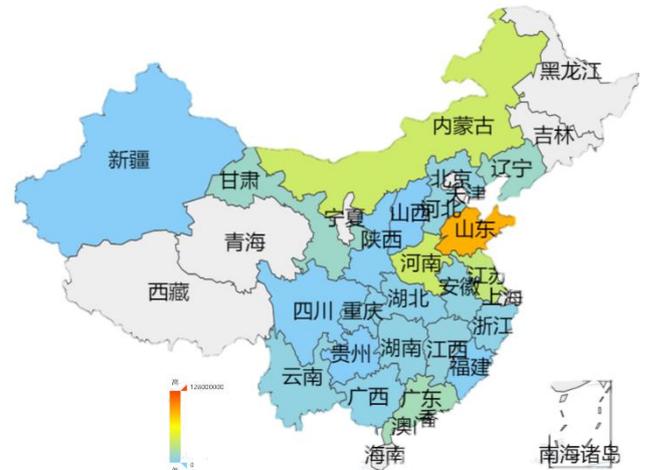
资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心

**图 1: 2013 年以来全球硫酸(98%) 市场价格走势情况(元/吨)**


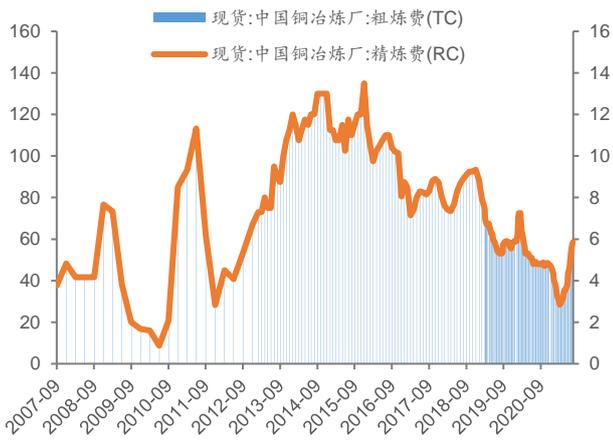
资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

**图 2: 硫酸企业开工率**


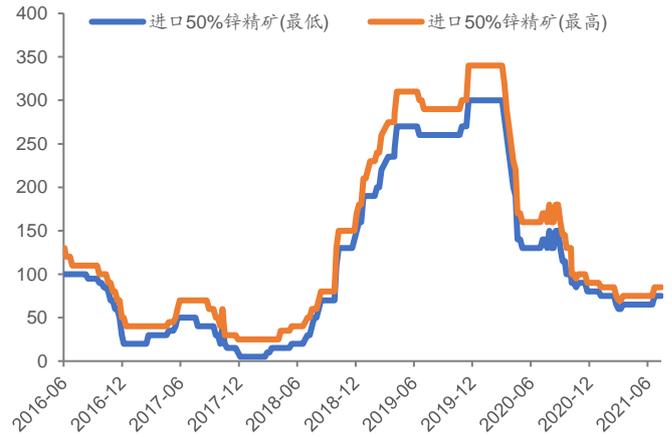
资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

**图 3: 各省硫酸产能情况(吨)**


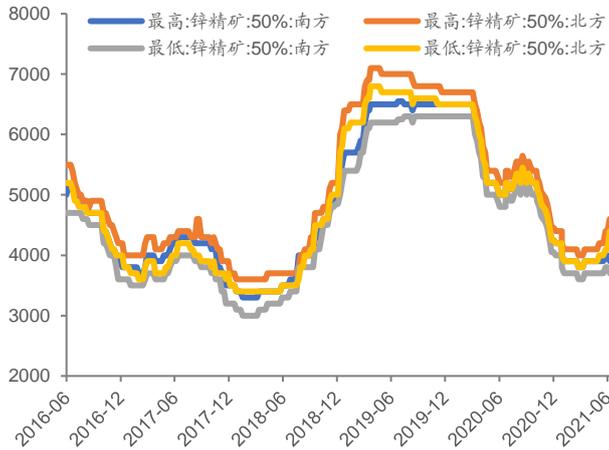
资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

**图 4: 进口铜矿现货加工费 (美元/吨、磅/美分)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5: 进口锌精矿加工费 (美元/吨)**


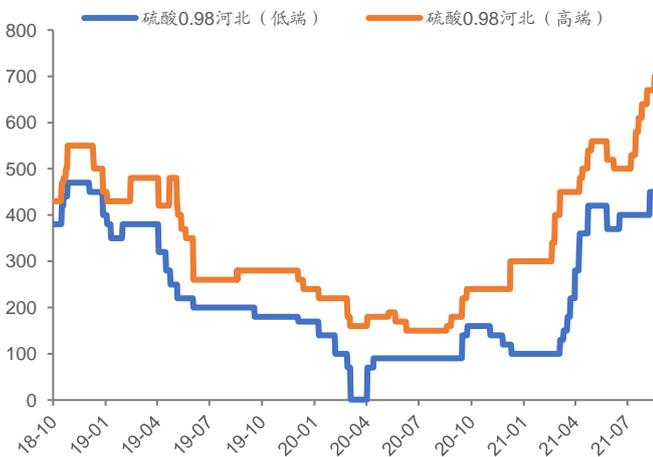
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6: 国内锌精矿加工费 (元/吨)**


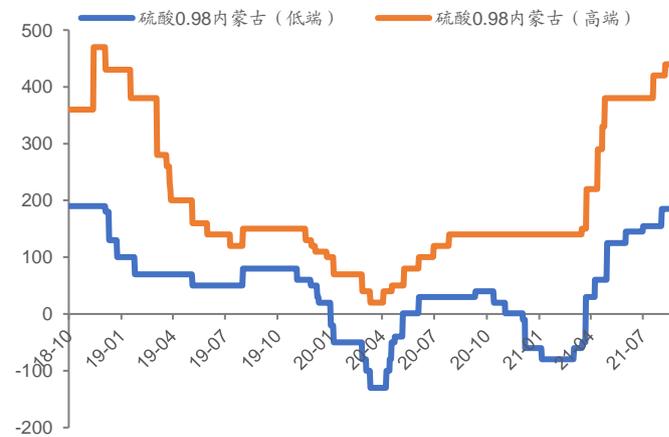
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7: 国内铅精矿加工费 (元/吨)**

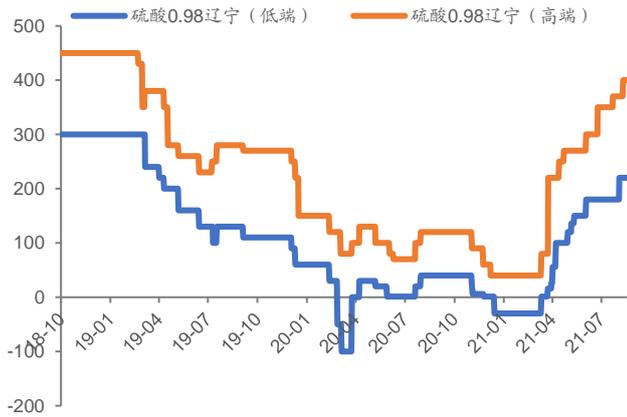

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8: 河北硫酸价格 (元/吨)**


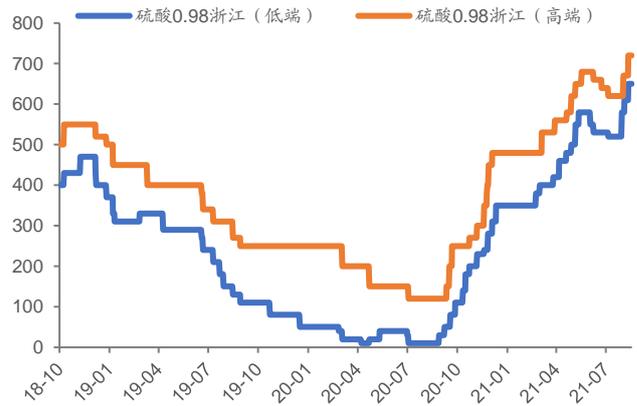
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9: 内蒙古硫酸价格 (元/吨)**


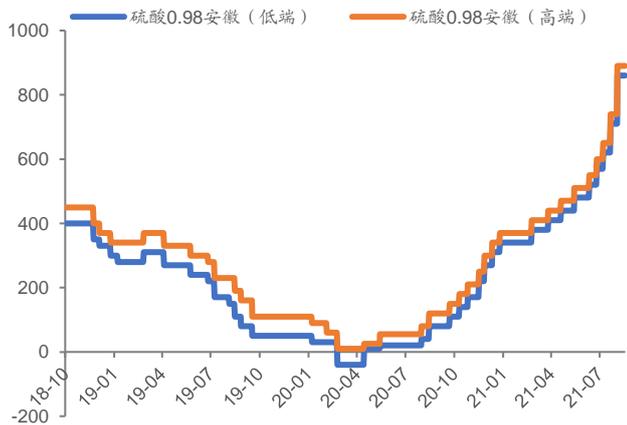
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10: 辽宁硫酸价格 (元/吨)**


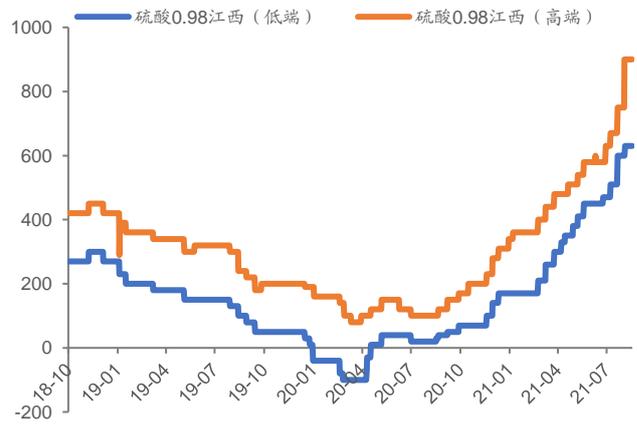
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 11: 江苏硫酸价格 (元/吨)**


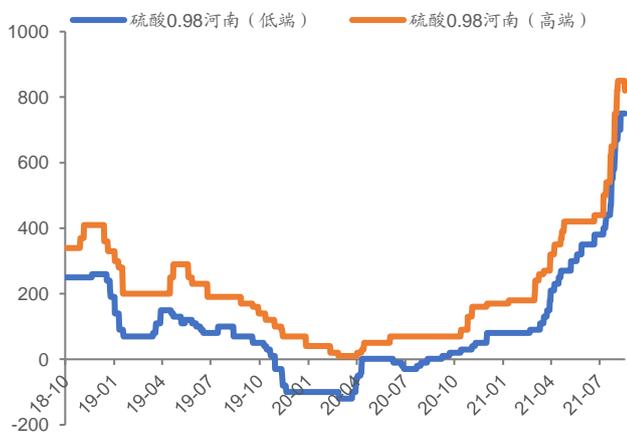
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 安徽硫酸价格 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 江西硫酸价格 (元/吨)**


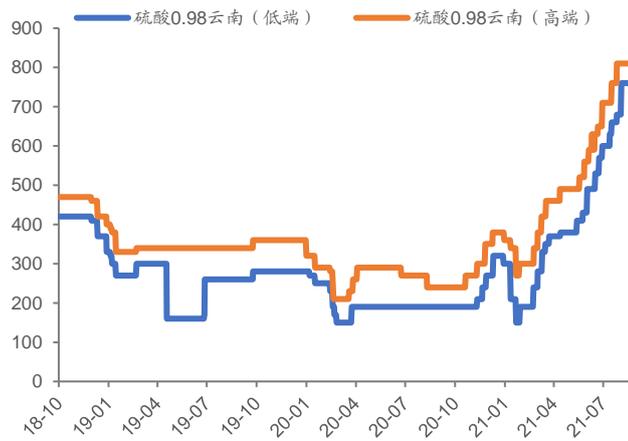
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14: 河南硫酸价格 (元/吨)**


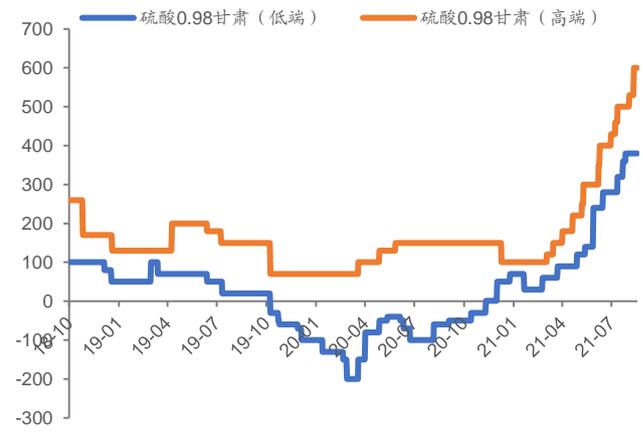
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 15: 湖南硫酸价格 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 云南硫酸价格 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 甘肃硫酸价格 (元/吨)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

**娄永刚，金属和新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。**中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

**董明斌，**中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事铜镍、稀土磁材、新材料等研究。

**云琳，**乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇，**吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。