

驰宏锌锗 VS 中金岭南 VS 西部矿业 VS 紫金矿业

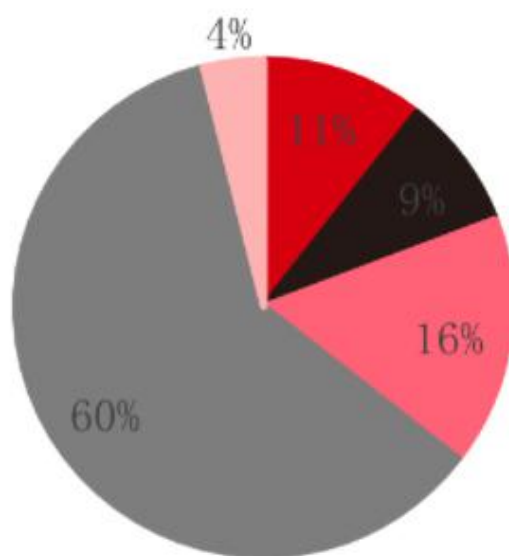
8 月跟踪锌铅产业深度梳理

有色基础金属，是指非铁金属，铁、锰、铬以外的金属，是国民经济发展的基础材料，航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等领域都以有色金属材料为生产基础。

60 多类有色金属中，有 4 类有色金属消费量占比达到 96%，分别是铝（60%）、铜（16%）、锌（11%）和铅（9%），之前我们已经覆盖了金、铜、铝，详见**产业链报告库**，今天我们继续来看：锌和铅。

而锌和铅即不像电解铝生产耗电严重，又不像铜一样在导电方面极具优势，作为目前较常使用的有色金属，他们的应用场景是什么？是否有增长空间？

■ 精炼锌 ■ 精炼铅 ■ 精炼铜 ■ 电解铝 ■ 其他



图：有色金属用量占比

来源：公开资料整理

从近期的业绩情况来看：

驰宏锌锗, 2021 中报实现营业收入 105.06 亿元, 同比增长 27.17%, 归母净利润 5.97 亿元, 同比增长 61.81%。

中金岭南, 2021 一季度实现营业收入 91.06 亿元, 同比增长 50.52%, 归母净利润 2.57 亿元, 同比增长 80.12%。

西部矿业, 2021 中报实现营业收入 191.19 亿元, 同比增长 41.81%, 归母净利润 14.11 亿元, 同比增长 336.4%。

从 Wind 一致预期来看，未来两年：

驰宏锌锗收入缓慢增长，但归母净利润增速较高；中金岭南收入增速较高，但归母净利润在 2021 年预计负增长；西部矿业收入和利润在 2021 年得到释放，在 2022 年放缓。

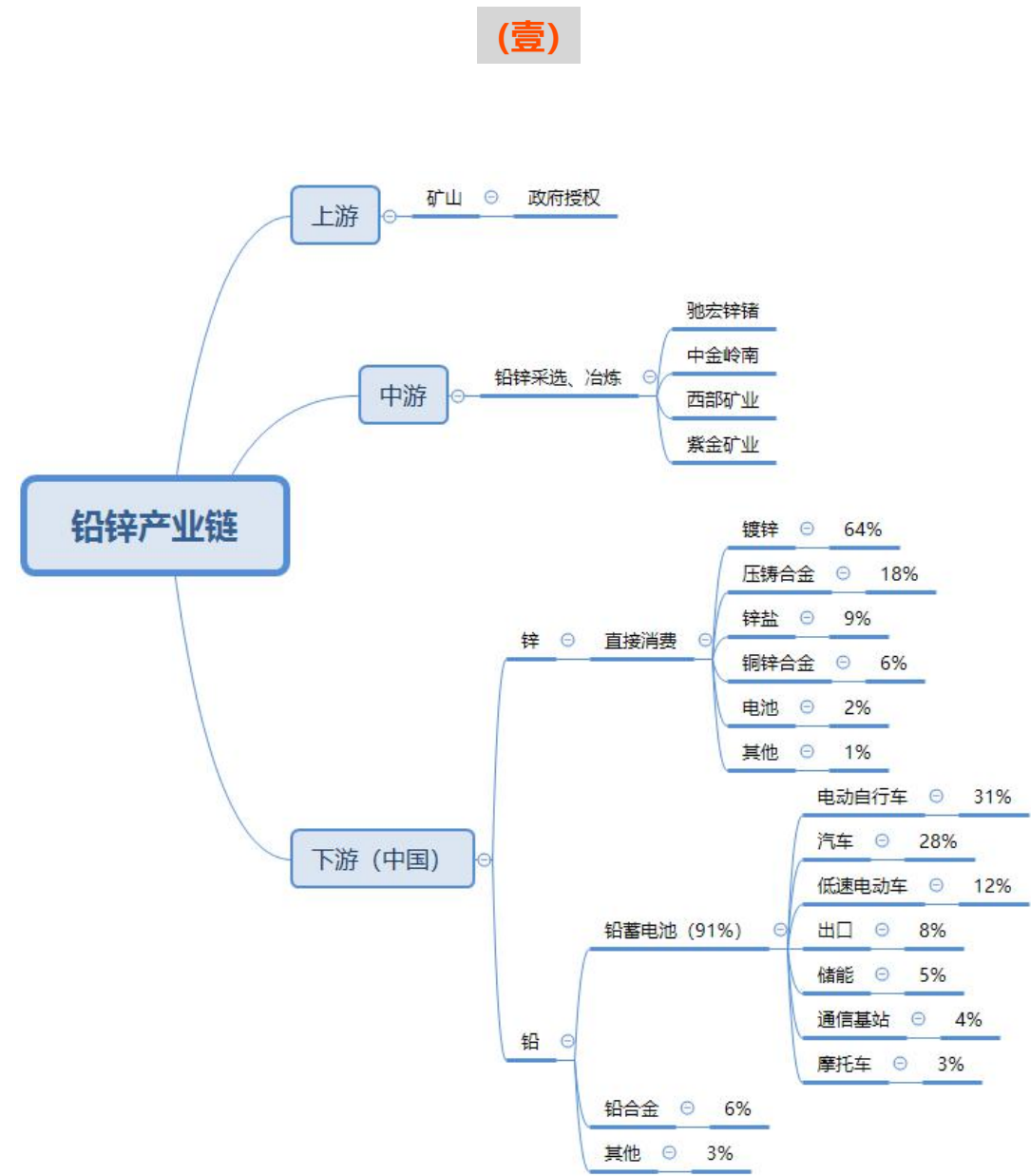
科目	公司	2021E	2022E
收入同比	驰宏锌锗	3.01%	6.78%
	中金岭南	19.13%	13.96%
	西部矿业	28.45%	4.29%
归母净利润同比	驰宏锌锗	179.22%	25.77%
	中金岭南	-3.58%	18.86%
	西部矿业	203.23%	16.69%

图：Wind 一致预期

来源：Wind

那么，问题来了：

- 1) 锌和铅周期波动有何关联？
- 2) 未来，这条产业链，是否会出现供需失衡？



图：产业链

来源：塔坚研究

从历年收入结构来看，三家公司均是包含有色金属（主要是铅、锌和铜）的商贸、矿山金属采选和冶炼：

驰宏锌锗——商贸业务较为稳定,有色采选和冶炼业务在 2017 年有显著增长(产量释放叠加价格提升)后保持平稳,2020 年商贸收入 96.1 亿元(不贡献利润),有色采选、冶炼收入 128.58 亿元。

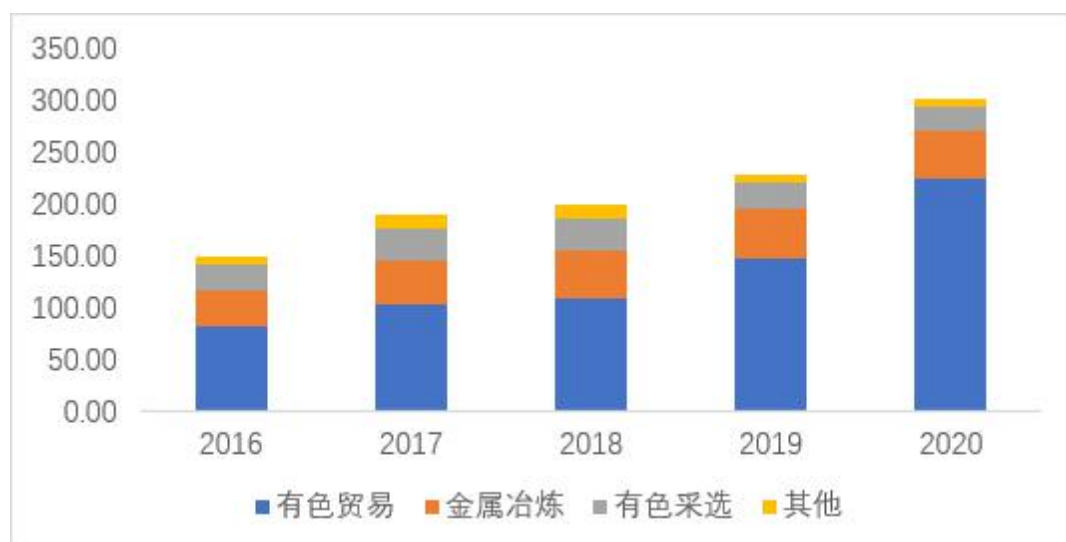


图：驰宏锌锗收入结构

来源：塔坚研究

中金岭南——有色商贸业务稳步提升,自 2016 年 82.82 亿元提升至 2020 年 225.31 亿元, CAGR 28.42%, 冶炼业务略有提升, CAGR 7.18%, 采选业务较为稳定。

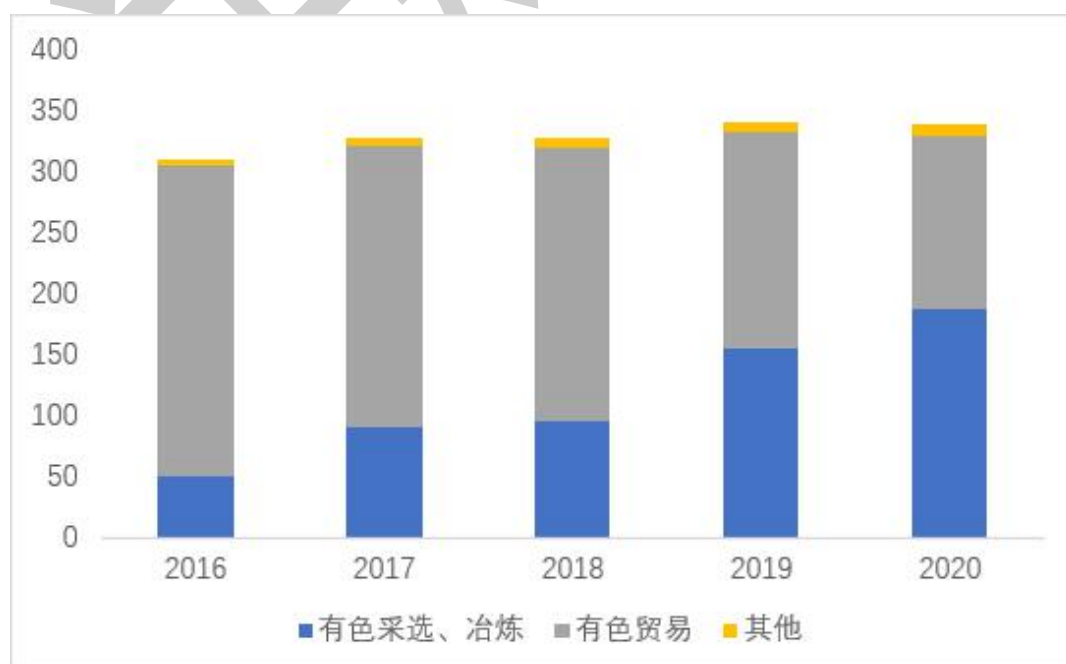
2020 年, 商贸、冶炼和采选收入分别为 225.31 亿元、46.82 亿元和 22.59 亿元, 采选占比较仅为 7.47%。



图：中金岭南收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

西部矿业——收入整体保持稳定，但有色商贸业务收入逐年下降（CAGR -14%），有色采选和冶炼业务收入逐年提升（CAGR 39%），2020 年有色采选冶炼业务收入 187.97 亿元，占比为 55.4%。



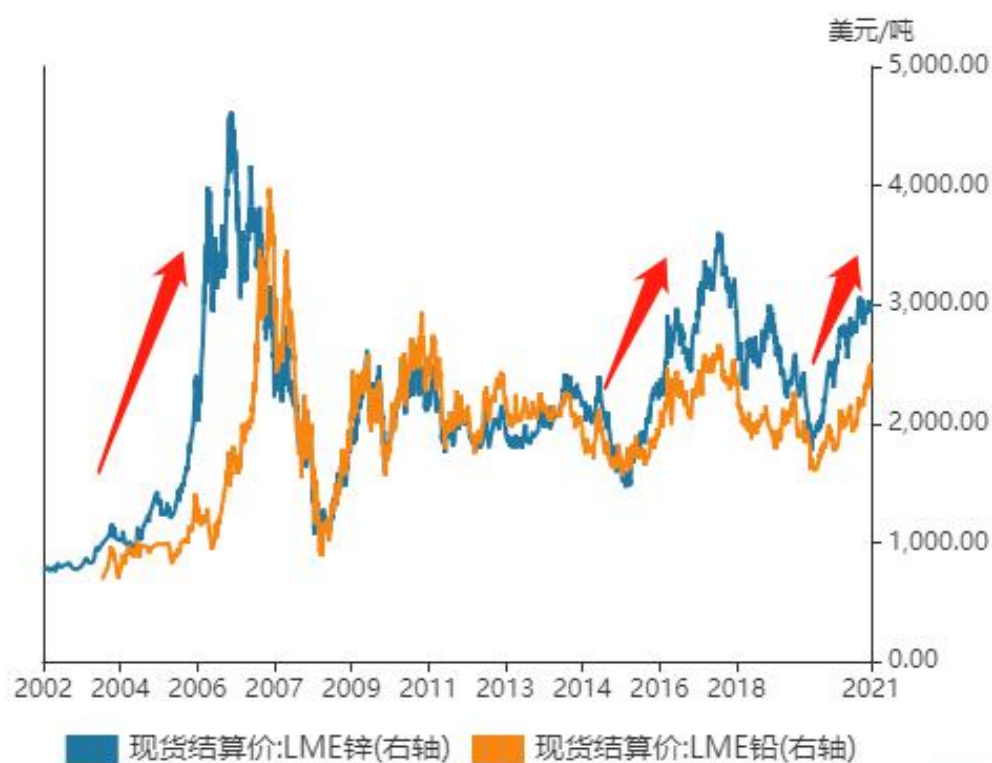
图：西部矿业收入结构（亿元）

来源：塔坚研究

综上，在有色采选冶炼业务收入规模上，西部矿业>驰宏锌锗>中金岭南，西部矿业和驰宏锌锗收入受到有色采选和冶炼的拉动，中金岭南主要受商贸业务拉动。此外，西部矿业 VS 紫金矿业的情况，我们之前在产业链报告库研究过，此处不再详细叙述。

(贰)

过去二十年中，国际铅锌价格共出现三次高景气周期，首次是在 2005-2008 年，受中国需求爆发增长拉动，第二次是 2016-2017 年，受供给端供给侧和环保改革，供给收紧影响，第三次是 2020 年初至今，受卫生事件导致的供给失衡影响。



图：2002-2021 LME 锌价 VS 铅价

来源：WIND

锌铅的价格周期揭示了它们特有的性质。

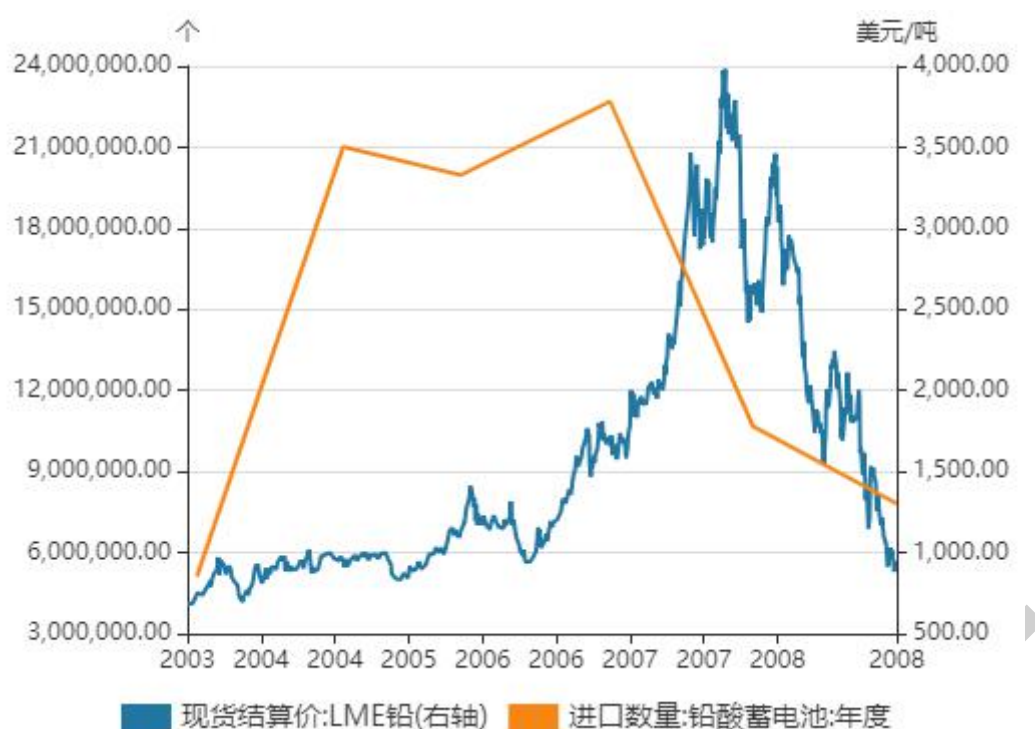
在 2008 年之前，锌领先于铅的价格上涨，这主要是下游需求的差异所致，因锌主要用于钢材镀锌，场景是基建，与铝和铜类似，随中国城镇化发展加速需求迅速提升，而铅主要用在铅酸蓄电池，场景在汽车和电瓶车，是城市建设后的通行需求。



图：2005-2008 LME 锌价 VS 铅价

来源：WIND

短时期，国内铅供给无法满足爆发性增长的电动自行车和汽车用铅酸蓄电池，进口数量在 2004-2007 年维持高位，这带动了同时期全球铅价格持续攀升，但随着国内铅自给率快速提升，进口铅蓄电池下降，铅景气周期随之退场，是景气度持续时间较短的有色金属。



图：2003-2008 LME 铅价 VS 铅酸电池进口数量

来源：WIND

随后，在 2008-2015 年间，锌和铅的价格变化趋势较为一致，这主要是供给端成本所决定的，虽然锌和铅的需求差异较大，但供给具有同一来源，就是铅锌矿。

原生铅锌在自然界里（特别在原生矿床中）共生极为密切，它们具有共同的成矿物质来源和十分相似的地球化学行为，有类似的外层电子结构，都具有强烈的亲硫性，并形成相同的易溶络合物。

相同的矿山决定了开采成本趋同，在需求端影响较小的期间，两金属价格呈现一致性。



但自 2016 年开始，两者价格出现了较大的偏离，在供给侧改革和环保趋严的大背景下，铅锌价格迎来上升周期，但铅价上涨幅度远低于锌。这是因为，再生铅产能不断释放，成为铅主要供应来源，至 2020 年铅再生占精炼比例高达 63%，远高于其他有色金属。

铅酸蓄电池寿命短，易于回收，且再生成本低，再生铅产能扩张不受矿山限制，目前产能利用率较低，开工主要取决于铅价，因此未来铅价将不断趋近于铅再生的边际成本，价格弹性将越来越小。



图：2016-2021 LME 锌价 VS 铅价

来源：WIND



图：2017-2019 全球再生铅产量

来源：WIND

在铅价格弹性较低的趋势下,下文中,我们将着重关注锌的供需平衡,以便对锌周期有更好的理解。

(叁)

从近十个季度的收入增速来看——

中金岭南主要受商贸业务量的增长,近十个季度高速增长。

在 2019 年有色金属铅锌价格下行期间,驰宏锌锗受价格影响增速为负,西部矿业的铜矿产量释放抵消了价格的影响,全年微增。

至 2020 年两家公司有色金属产量较为稳定,受益于价格回暖。



图：季度收入增速 (%)

来源：塔坚研究

再来看利润增速——

三家公司季度利润波动相关性较强，主要受到有色金属周期对毛利率的影响。

西部矿业在 2021Q1 利润弹性较大，主要是因玉龙铜矿二期投产，铜业务量价齐升所致。



图：归母净利润增速 (%)

来源：塔坚研究

(肆)

三家公司铅锌产能扩张，始终处于停滞的状态，主要是受市场长期供过于求的影响，在铅锌产能不变的前提下，铅锌价格周期直接决定了三家公司的业绩。

同时，还需要比拼其他金属的布局，例如驰宏锌锗的锗（主要应用为光纤、聚合催化剂、电子和太阳能器件），和西部矿业的铜，具有多样化金属的企业更具有长期优势。

	2020年				2021Q1			
	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	净利润增速 (%)	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)
驰宏锌锗	191.65	16.83	4.72	-39.31	53.85	82.25	3.70	109.12
中金岭南	302.53	32.47	9.95	16.78	91.06	50.52	2.57	80.12
西部矿业	339.22	-6.60	10.79	-9.86	99.30	37.87	5.62	868.52

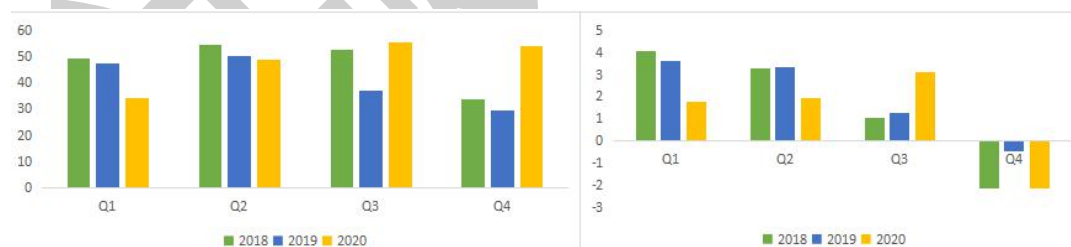
图：财务数据

来源：塔坚研究

再拆成季度看看：

驰宏锌锗——

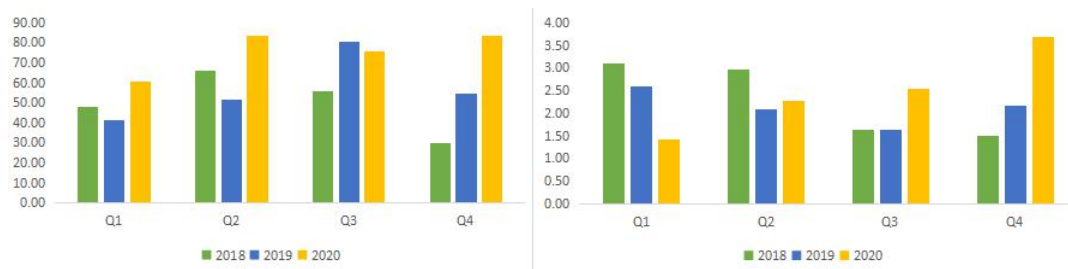
收入和利润均受铅锌价格的影响较大，公司常年在 Q4 亏损，主要是减值所致，2020 年减值损失 8 亿元，主要是对玻利维亚项目计提减值损失，主要是因 2019 年政局动荡和 2020 年新冠导致社会经济活动受限，无法有效开展经营工作。



图：驰宏锌锗季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

中金岭南——收入呈现扩张态势，利润在有色上行期间表现较好。

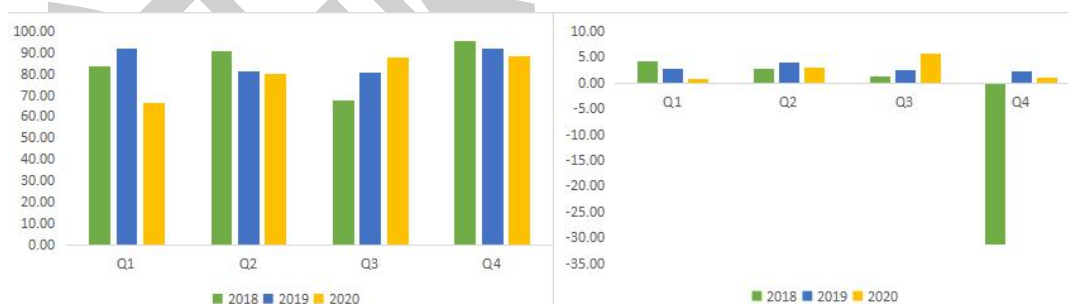


图：中金岭南季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

西部矿业——收入方面，过去三年矿产产能水平整体平稳，有色金属价格和商贸冶炼量的波动较大。

利润方面，2018Q4 产生 27.43 亿元大额亏损，是因联营公司青投集团债务问题，公司产生投资亏损和长股投减值总额 32 亿元所致，针对青投集团的资产已于当年清零，对后续的业绩不会产生影响。



图：西部矿业季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

毛利率方面，因商贸业务通常毛利率低于 1%，所以商贸业务占比逐年提升的中金岭南综合毛利率不断下滑，商贸不断缩减的西部矿业综合毛利率稳定提升，驰宏锌锗商贸业务占比较为稳定，毛利率主要受有色价格周期的影响。



图：公司毛利率

来源：塔坚研究

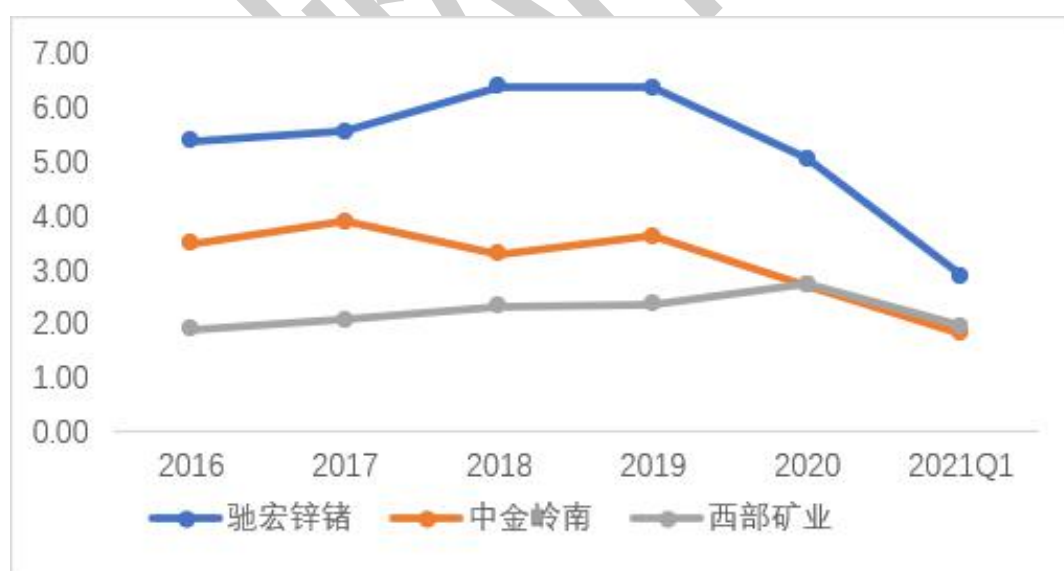
净利率方面——净利率与毛利率同向变动，如果剔除非经常性损益，波动幅度也与毛利率较为一致。



图：净利率

来源：塔坚研究

剔除商贸业务后，三家公司的管理费率差异较小，财务费率差异主要来自于有息债务融资占比。



图：管理费用率

来源：塔坚研究



图：财务费用率

来源：塔坚研究

(陆)

精炼锌的供给来自于锌精矿和再生锌。

全球锌矿供给方面,自 20 世纪以来,全球锌矿供给稳步提升,自 2012 年触及 1385.4 万吨高点后,受全球锌矿品位下滑,未有大型优质矿山投入生产的影响,产量开始逐年下滑。



产量:锌矿:全球

图：1900-2012 全球锌产量

来源：WIND



ILZSG:全球锌矿产量

图：2013-2020 全球锌产量

来源：WIND

2016-2017 年，锌价高景气度激励矿山企业高资本开支，这部分产量本应在 2020 年释放（2020 年初，市场预期 2020 产量同比增长 8.2%），受卫生事件影响被搁置，当年实现产量 1240.8 万吨。

根据海外上市公司财报数据，今年较为明确的锌精矿供应增量是 38 万吨，约 2/3 的增量来自于卫生事件恢复，剩余 1/3 来自于前几年的新建和扩建的大项目，可看出真正今年投产的项目并不多。

	2020实际 产量	2021生产指引 (前期)	2021生产指引 (当前)	增量	一季度完成度	二季度完成度	三季度完成度	四季度完成度
Glencore	117	125±3	125±3	8±3	23%	23%	27%	27%
New Century	13	15±1	15±1	2±1	20%	25%	25%	30%
MMG	25	25±1	25±1	0±1	26%	24%	25%	25%
Hindustan Zinc	76	83±1	83±1	7±1	27%	24%	24%	24%
Vedanta	19.5	26±1	26±1	6.5±1	22%	25%	26%	27%
TECK	59	60±1	60±1	1±1	25%	25%	25%	25%
Lundin	14	14.5±0.5	14.5±0.5	0.5±0.5	23%	25%	26%	26%
Sumitomo	14	18.5	18.5	4.5	25%	25%	25%	25%
Buenaventura	6.5	6.5±0.5	6.5±0.5	0.5±0.5	20%	26%	27%	27%
Nexa	31	32.5±1.5	32.5±1.5	1.5±1.5	24%	25%	25%	25%
Hudbay	12	10	10	-2	28%	24%	24%	24%
Other*				8.5				
ALL				38±10.5	24%	24%	26%	26%

图：2021 年主要项目扩产

来源：五矿期货研究

考虑这些产能释放、资本开支和矿山干扰，假设 2021-2023 年产能分别为 1285 万吨、1310 万吨、1340 万吨，增速为 3.56%、1.94% 和 2.29%。

再生锌方面——

2020 年，全球再生锌回收率为 9.43%（再生/精炼），低于铜（15%）、铝（34.52%）和铅（63%），主要是因锌金属下游需求在钢材镀锌，而镀锌回收难度大，成本高。

同时，锌再生比率与锌价呈现较强的相关性，在锌价上涨的时期，如 2016-2017 年，再生比例达到 6%以上，在 2018-2019 年，锌价低景气度期间，仅有 2.82%和 3.85%，2020 年达到 9.43%。

这主要是因为再生锌的产量弹性较大，对锌价波动的敏感性较强，而矿产锌则相反。

考虑到再生锌的产能扩张和锌价的景气周期，假设 2021-2023 年的再生率为 10%、9%和 8%。

	2016	2017	2018	2019	2020
再生锌供给	89.2	80.5	36.9	51.9	129.2
精炼锌供给	1356.0	1348.6	1310.1	1348.0	1370.0
再生/精炼	6.58%	5.97%	2.82%	3.85%	9.43%

图：再生/精炼（万吨）

来源：ILZSG

综上，锌精矿供给在 2021-2023 年为 1413.5 万吨、1427.9 万吨和 1447.2 万吨，对应增速 3.18%、1.02%和 1.35%，处于缓慢增长的状态。

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锌精矿供给	1266.8	1268.1	1273.2	1296.1	1240.8	1285	1310	1340
再生锌供给	89.2	80.5	36.9	51.9	129.2	128.5	117.9	107.2
再生/精炼	6.6%	6.0%	2.8%	3.9%	9.4%	10%	9%	8%
精炼锌供给	1356.0	1348.6	1310.1	1348.0	1370.0	1413.5	1427.9	1447.2
yoy		-0.55%	-2.85%	2.89%	1.63%	3.18%	1.02%	1.35%

图：精炼锌供给（万吨）

来源：ILZSG

(柒)

看完供给，我们再来测算需求

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做

产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。