

驰宏锌锗（600497.SH） 铅锌龙头，步入加速发展期

公司研究 · 深度报告

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

联系人：焦方冉
18560060679
jiaofangran@guosen.com.cn

◆ 坐拥全球顶级铅锌矿山，具备较强盈利能力

2021年公司铅锌平均出矿品位15.11%，行业平均值6.73%，驰宏会泽矿业是行业最高品位27.48%。对比国际和国内主要铅锌矿山企业，公司铅锌矿山品位明显高于同行业，在全球范围内都是稀缺资源，矿山金属生产成本远低于行业平均水平。公司会泽、彝良两座矿山产量占公司矿山金属总产量80%，这两座矿山采选成本位于全球锌矿山成本曲线前10%。

◆ 锌行业：低库存格局，长期供需错配

2019年之后普遍认为未来几年将处于2016-2018年锌价牛市带来的矿山扩产周期，导致锌预期走弱。但此轮资本开支规模远小于2009-2013年，对应的精矿扩张规模也将小于上一轮，并且受疫情等因素扰动实际产量增量远不及预期。由于长期缺乏资本开支以及现有矿山品位趋势性下降，根据Wood Mackenzie数据，2021-2026年，全球锌精矿产量年化增速仅1.6%。以当前待开发项目推算到2024年，新增项目的增量将无法弥补老旧矿山退出和品位下降带来的减量，全球锌精矿产量将见顶回落。

当前锌市场是低库存格局，尤其是国外精炼锌可交割库存极低，国内锌精矿库存极低。即使后期出现过剩，产业链补库存需求也可以消化过剩量。虽然近期疫情影响需求，但是供给低增速叠加欧洲能源危机对冶炼产能的干扰，今年大概率出现供需缺口，在低库存格局下，锌价有望维持在较高水平。

◆ 背靠中铝集团，步入加速扩张期

公司是中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市平台，中铝集团及中国铜业已筹划铅锌采选冶同业竞争的整合工作，公司有望迎来加速发展期。公司力争十四五末保有铅锌资源储量不低于5000万金属吨，矿山金属产量保底80万吨/年（力争100万吨/年），铅锌冶炼产能100万吨/年（力争136万吨/年）；年营业收入300亿元；年利润总额40亿元。

◆ **风险提示：**项目建设进度不达预期；有色金属价格表现不达预期。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

预计公司2022-2024年营业收入为229.6/230.3/231.6亿元，归母净利润分别为23.93/28.06/28.90亿元，同比增速309.4/17.3/3.0%，摊薄EPS分别为0.47/0.55/0.57元，当前股价对应PE为11.7/10.0/9.7X。通过多角度估值，我们认为公司合理估值区间在7.8-8.5元之间，2022年动态市盈率在16-18倍之间，相对于公司目前的股价有41%-54%左右的空间，对应总市值在384-432亿元之间。我们认为公司是国内铅锌行业龙头，拥有全球最优质铅锌矿山，盈利能力强，有望借助控股股东整合铅锌采选冶实现加速扩张，充分受益于锌价上行周期，维持“买入”评级。

公司分析

坐拥优质矿山，有望并入优质资源

- ◆ 公司铅锌锗资源主要来自于6座国内在产矿山。截止2021年末铅锌备案资源量557万吨。已探明锗资源储量超600吨，约占全国保有储量的17%。会泽、彝良矿山是公司核心资源。截止2021年末，公司铅锌出矿品位15.11%，行业平均值6.73%，行业最优值27.48%，来自公司驰宏会泽矿业。铅选矿回收率88.65%，行业平均值85.6%，行业最优值93.55%，来自公司子公司驰宏荣达矿业。核心主力矿山云南会泽和彝良矿石品位分别达 28%和 22%，远高于国内外铅锌矿山的开采品位，且富含锗元素，两座矿山远景储量巨大，铅锌金属产量占公司铅锌金属产量的80%以上，会泽铅锌矿同时也是世界上铅锌资源最丰富的矿山之一，铅锌资源开采成本优势明显。公司高品位的铅锌矿无论在全球范围内都是稀缺资源，两座主力矿山采选成本位于全球锌矿山成本曲线前10%。
- ◆ 2018年中国铜业成为公司间接控股股东后，中铝集团和中国铜业分别承诺在本次无偿划转完成后或取得云南金鼎锌业有限公司控股权后五年内，结合有关企业实际情况，通过一定方式注入驰宏锌锗。金鼎锌业核心资产是兰坪铅锌矿，是目前中国已探明的第二大铅锌矿，同时也是世界上为数不多的千万吨级铅锌矿之一。

公司沿革：始于会泽铅锌矿，中铝旗下唯一铅锌上市平台

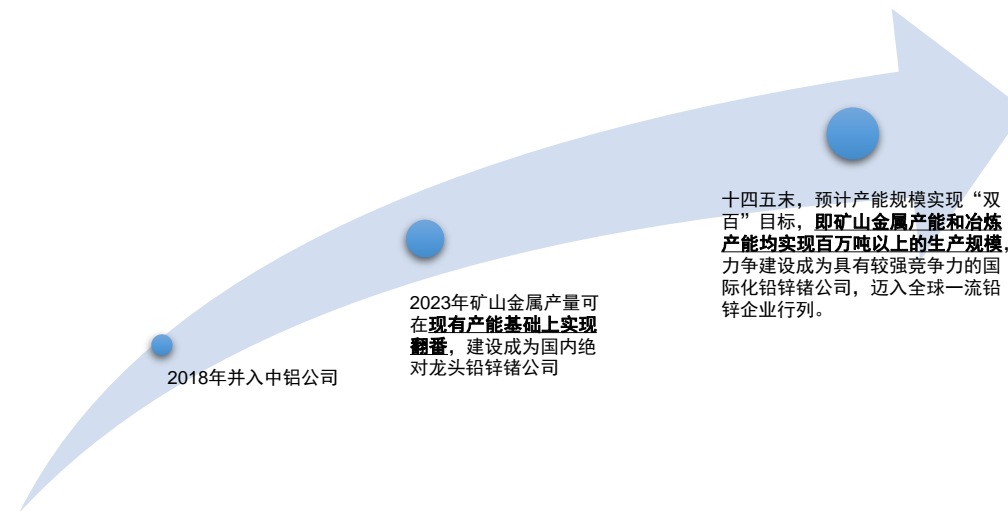
- ◆ 云南驰宏锌锗股份有限公司成立于2000年7月，现隶属于中铝集团。公司的前身为云南会泽铅锌矿，成立于1951年1月，是中国“一五”计划156个重点建设项目之一，也是中国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。公司现已发展成为在国内的云南、四川、内蒙古、黑龙江、西藏以及国外的加拿大、玻利维亚等地拥有37家分子公司的集团化、国际化企业，资源品种覆盖铅、锌、锗、银、金等多种有色金属。
- ◆ 公司2004年4月20日在上海证券交易所A股上市，证券代码600497。公司是中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市公司。

表1：公司历史沿革

时间	事件
1951年01月	公司前身云南会泽铅锌矿成立，属云南省工业厅领导，是我国“一五”计划156个重点建设项目之一，也是中国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。
2000年	会泽矿已发展为集地质勘探、采矿、选矿、冶炼、化工、科研、运输、机加工、建安、经贸、物业管理、教育和医疗卫生为一体、主辅业多元发展的国有大型I型企业，具有年生产铅、锌金属8万吨，锗金属10吨，工业硫酸6.4万吨的综合能力，总资产达7.6亿元。
2000年07月	云南冶金集团总公司以会矿为主要发起人，联合5家单位共同发起成立云南驰宏锌锗股份有限公司，总公司控股51%。
2004年04月	驰宏锌锗在上海证券交易所A股上市，股票代码600497。
2005年	新建曲靖冶炼厂，在全世界第一家解决了顶吹沉没熔炼技术炼铅的国际性难题，实现了艾萨炉“一步炼铅”，节能环保指标全国领先。
2013年	建成投产驰宏会泽冶炼分公司，通过进一步改良为“富氧顶吹沉没熔炼+侧吹炉液态高铅渣直接还原炼铅”技术，还原渣含铅降至3%以下，粗铅冶炼能耗优于行业准入标准80公斤标煤每吨铅，节能环保指标行业领先。
2018年05月	中铝集团与云南省人民政府正式签订了战略合作协议，开启了驰宏锌锗进入中铝集团的新征程。
2018年12月	云南省国资委将持有的云南冶金集团股份有限公司51%国有股权无偿划转给中国铜业，驰宏锌锗同步进入中国铜业，成为中铝集团控股企业。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：公司发展战略



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司股权结构

◆ 公司控股股东是云南冶金集团股份有限公司，实际控制人是国务院国资委。2019年1月，为整合和发挥云南省有色金属资源优势及中国铝业集团有限公司在中国有色金属行业领军优势，公司实际控制人云南省人民政府国有资产监督管理委员会将其直接持有公司控股股东云南冶金集团股份有限公司的51%股权无偿划转至中铝集团全资子公司中国铜业有限公司，该无偿划转的实施将导致公司实际控制人由云南省国资委变更为国务院国资委，公司控股股东仍为云南冶金集团。截止至2022年一季度末，云冶集团持有上市公司38.19%股权。

图2：公司股权控制结构

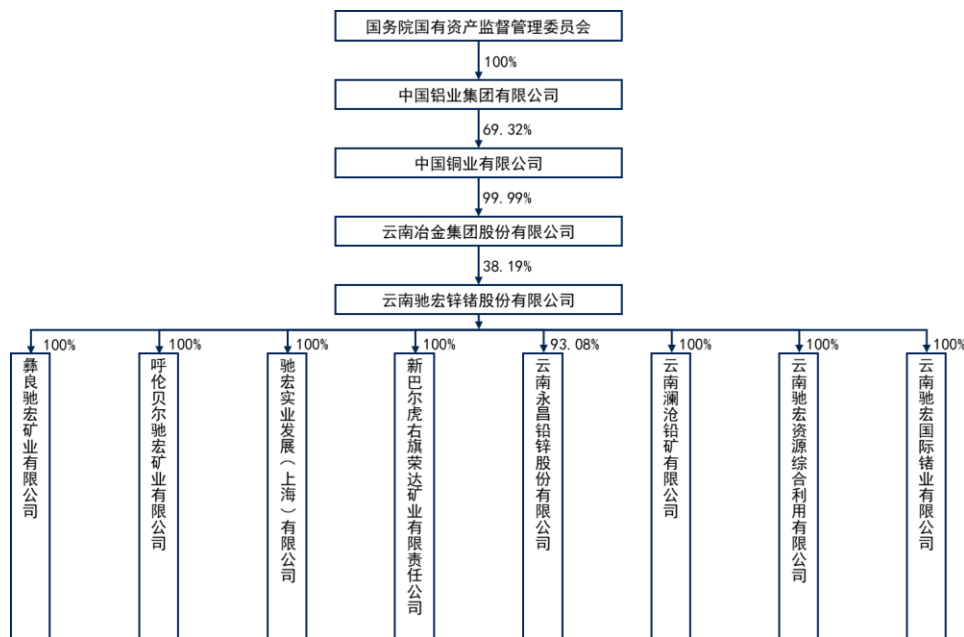


表2：公司前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)
云南冶金集团股份有限公司	38.1900
苏庭宝	4.9200
珠海金润中泽投资中心(有限合伙)	1.9900
华能信托·悦晟1号单一资金信托	1.0000
交银施罗德趋势优先混合型证券投资基金	0.8300
李维明	0.8000
海富通改革驱动灵活配置混合型证券投资基金	0.4400
全国社保基金111组合	0.4200
华安聚优精选混合型证券投资基金	0.3800
中证500交易型开放式指数证券投资基金	0.3300
合计	49.3000

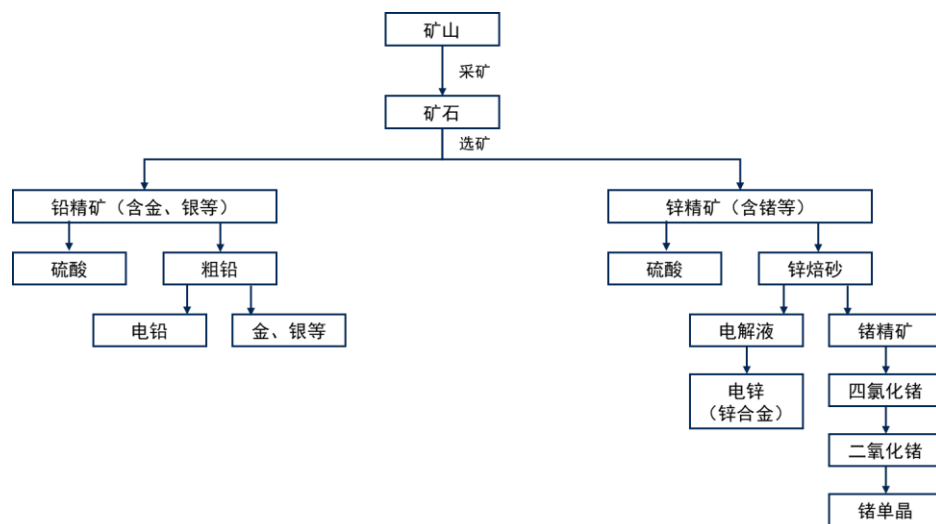
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

主营业务：锌为主，铅、银、锗为辅

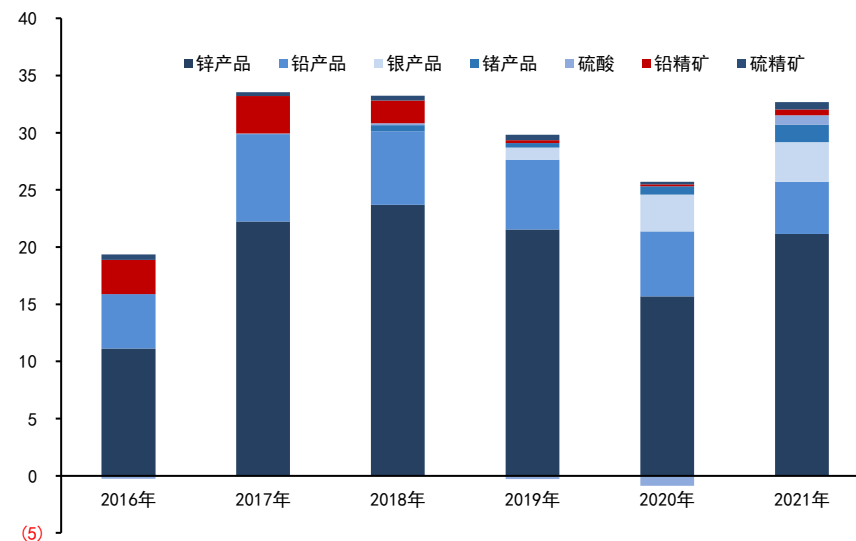
- ◆ **工艺概况：**公司主力矿山是富锗铅锌矿，铅、锌、锗等多金属伴生。公司矿山铅少锌多，铅锌金属产出比例约为 1:2.7，如2021年公司矿山铅产量8.99万吨，锌产量24.13万吨。在冶炼工艺流程设计上，实行铅锌冶炼一体化，依托“火法”、“湿法”冶炼优势互补，能够处理各种复杂原料，综合回收锗、银、金、铜、镉、铋等有色金属，实现资源综合利用。
- ◆ **锗业务：**公司拥有丰富的高品质锗资源，目前已探明的铅锌伴生锗金属在 600吨以上，约占全国保有储量的 17%。公司是中国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业之一，全资子公司——云南驰宏国际锗业有限公司目前拥有高纯四氯化锗、高纯二氧化锗、锗单晶、锗毛坯片及成套红外设备等先进生产线，具备年产锗金属 60 吨的生产能力，占全国50%以上，占全球约25%。
- ◆ **营业收入构成：**分行业来看，2021年公司贸易业务占比39.3%，主要是锌和铅的贸易，锗、银几乎没有贸易业务。有色金属采选冶业务占比59.2%；分产品来看，公司营业收入大部分来自于锌，占比74.4%，其次是铅，占比12.3%，银占比3.5%。

图3：公司采选冶工艺流程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

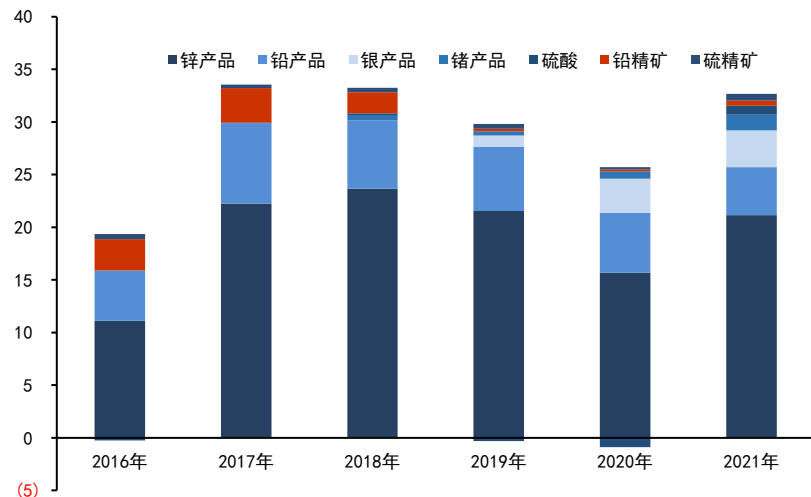
图4：公司营业收入构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

主营业务盈利能力：随锌价波动

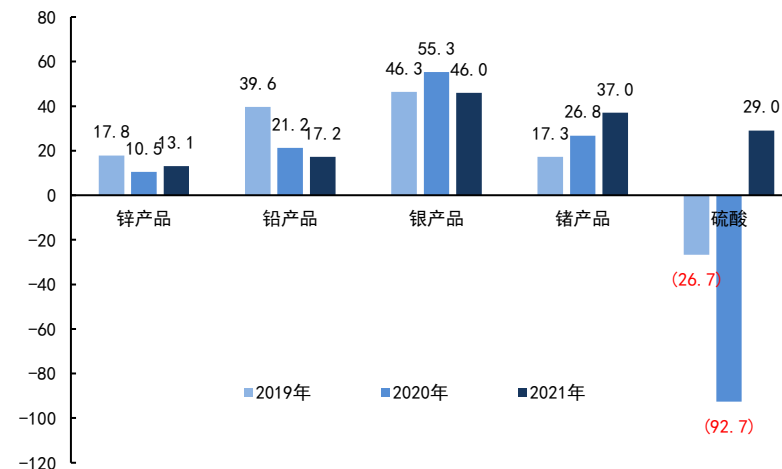
图5：公司毛利润构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ◆ **锌产品是公司毛利润主要来源**：2021年公司销售毛利润36.15亿元，其中锌产品毛利润21.13亿元，占比58.5%，铅产品毛利润4.58亿元，占比12.7%，银产品毛利润3.47亿元，占比9.6%，镉产品毛利润1.50亿元，占比4.1%。

图6：公司分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ◆ **公司产品毛利率跟随商品价格波动**：2021Q1-2022Q1,国内锌锭季度现货含税均价分别为21099/22159/22607/23765/25286元/吨，而公司2021年自产锌锭销售成本不含税为14147元/吨，公司业绩随锌价波动有较大弹性。
- ◆ **铅**：2018年以来铅价一路下行，到2020年下半年企稳，表现为公司铅产品毛利率也在持续下行，2021年公司铅产品毛利率17.2%。**镉**：近3年公司镉销售价格分别为5689/5292/6538元/千克，公司镉生产成本降低，表现为毛利率持续走高。**硫酸**：硫酸是铅锌冶炼副产品，吨金属副产硫酸1.5吨。硫酸价格波动极大，2021年以来，硫酸价格大幅上涨，最高涨至1000元/吨以上。

公司业务分析：资源禀赋佳，矿石品位远高于行业均值



◆ 目前公司铅锌锆资源主要来自于以下6座国内在产矿山。截止2021年末铅锌备案资源量557万吨。已探明锆资源储量超 600 吨，约占全国保有储量的 17%。

◆ 会泽、彝良矿山是公司核心资源。截止2021年末，公司铅锌出矿品位15.11%，行业平均值6.73%，行业最优值27.48%，来自公司驰宏会泽矿业。铅选矿回收率 88.65%，行业平均值 85.6%，行业最优值 93.55%，来自公司子公司驰宏荣达矿业。核心主力矿山云南会泽和彝良矿石品位分别达 28% 和 22%，远高于国内外铅锌矿山的开采品位，且富含锆元素，两座矿山远景储量巨大，铅锌金属产量占公司铅锌金属产量的 80%以上，会泽铅锌矿同时也是世界上铅锌资源最丰富的矿山之一，铅锌资源开采成本优势明显。

表3：公司国内矿山储量情况

矿山名称	主要品种	资源量	资源量品位 (%)	储量	储量品位 (%，克/吨)	铅锌年均消耗 (万/吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
公司合计	铅 (吨)	1983754	4.00	519291	4.05	39.74	14.02	-
	锌 (吨)	3587060	7.39	1170508	9.15			
	银 (吨)	3930	83.71	664	66.17			
	锆 (吨)	347	30.24	131	28.83			
驰宏会泽矿业	铅 (吨)	431005	6.76	154094	7.59	21.6	7.46	麒麟厂采矿权有效期至2022年5月28日；矿山厂采矿权有效期至2031年7月20日
	锌 (吨)	1180622	18.51	422838	20.82			
	银 (吨)	485	75.99	153	75.55			
彝良驰宏	铅 (吨)	351304	5.94	180727	5.86	9.58	13.89	毛坪铅锌矿采矿权有效期至2030年7月2日
	锌 (吨)	978994	16.57	527773	17.12			
	银 (吨)	370	62.68	247	80.25			
驰宏荣达矿业	铅 (吨)	604275	3.05	107619	2.28	4.52	30.27	甲乌拉采矿权有效期至2022年6月16日；查干采矿权有效期至2024年7月16日
	锌 (吨)	763710	3.85	154784	3.28			
云南永昌铅锌	银 (吨)	2340	117.93	192	40.69	2.8	7.76	勐糯铅锌矿采矿权有效期至2024年7月8日
	铅 (吨)	86229	2.91	12150	3.38			
云南澜沧铅矿老厂采矿权	锌 (吨)	130736	6.02	18510	6.61	1.25	15.90	云南澜沧铅矿老厂铅矿采矿权有效期至2030年6月30日
	铅 (吨)	107752	3.61	10408	3.93			
云南澜沧铅矿江城采/探矿权	锌 (吨)	91019	3.07	5638	2.13	目前处于项目开发论证阶段，暂无生产计划	-	牛保河铅锌矿勘探探矿权有效期至2026年6月21日；岩脚铅锌矿采矿权有效期至2018年8月
	银 (吨)	286	95.64	26	98.93			
	铅 (吨)	263356	2.11	54293	2.00			
西藏鑫湖矿业	锌 (吨)	313746	2.47	40965	1.51	目前处于项目开发阶段	-	洞中拉采矿权有效期至2041年1月6日
	银 (吨)	209	16.43	45	16.54			
	铅 (吨)	134833	7.29	-	-			
	锌 (吨)	128233	6.93	-	-			
	银 (吨)	241	130.12	-	-			

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同行业对比：矿山储量与精矿产量对比

◆ 储量对比表中，驰宏锌锗仅统计了在产或在建矿山的储量，加拿大塞尔温矿不在其中。对比铅锌同行业上市公司，驰宏锌锗处于行业领先水平。

◆ 矿山铅锌金属产量对比表中，驰宏锌锗矿产锌和矿产铅仅次于紫金矿业。

表4：铅锌上市公司储量对比

品类	锌	铅	银	备注
单位	万吨	万吨	吨	
盛达资源	114.5	47.8	8965	2019年年报，资源储量
中金岭南	776.45	357.64	6100.04	2021年报，资源储量
其中：国内	349.53	141.9	1452.36	2021年报，资源储量
西藏珠峰	518		3100	2021年报，资源储量
兴业矿业	268.99	62.03	10707	2019年报，资源储量
金徽股份	215	63.8	1162	招股说明书，资源储量
国城矿业	337.7	120.3	18218	2021年报，资源储量
中色股份	368.57	157.87		2020年报，资源储量
西部矿业	321.98	172.45	2303	2021年报，资源储量
紫金矿业	962	126	11536	2021年报，资源量
驰宏锌锗	359	198	3930	2021年报，资源量

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

表5：铅锌上市公司产量对比

品类	锌	铅	备注
单位	万吨	万吨	
盛达资源	2.51	1.25	2020年报
中金岭南	28.69		2021年报
西藏珠峰	13.97	7.95	2021年报
兴业矿业	3.89	0.22	2020年报
金徽股份	5.93	2.12	招股说明书
国城矿业	4.59	0.65	2021年报
中色股份	6.51	0.84	2020年报
西部矿业	13.34	6.02	2021年报
紫金矿业	39.6	3.79	2021年报
驰宏锌锗	24.13	8.99	2021年报

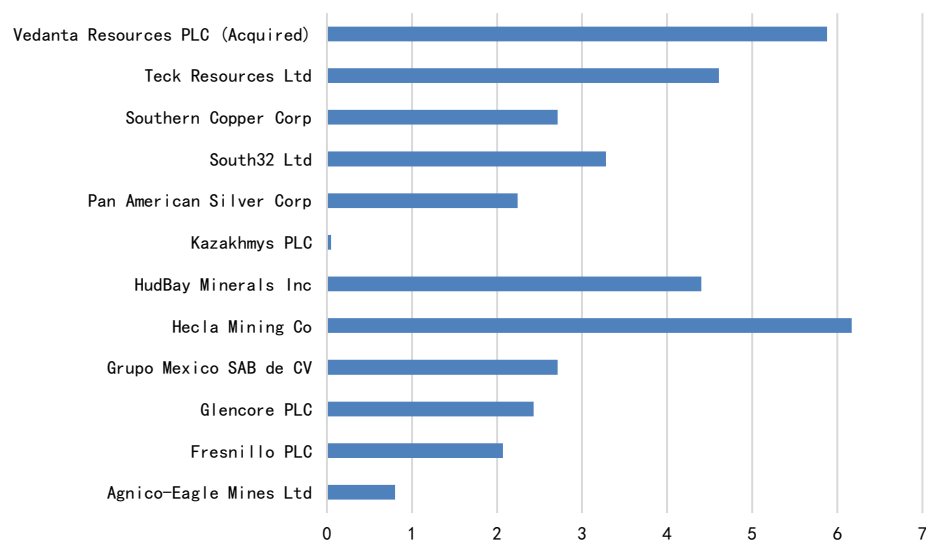
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

公司亮点：高品矿，低成本优势

◆ 根据《中国铅锌矿资源潜力和主要战略接续区》（张长青等著），我国铅锌矿床贫矿多，富矿少，锌矿石品位主要集中在1.0%~8.0%，大于8.0%的资源储量仅占总量的16.9%。2021年公司铅锌平均出矿品位15.11%，行业平均值6.73%，行业最高品位27.48%是公司驰宏会泽矿业。对比国际和国内主要铅锌矿山企业，公司铅锌矿山品位明显高于同行业。公司高品位的铅锌矿无论在全球范围内都是稀缺资源。

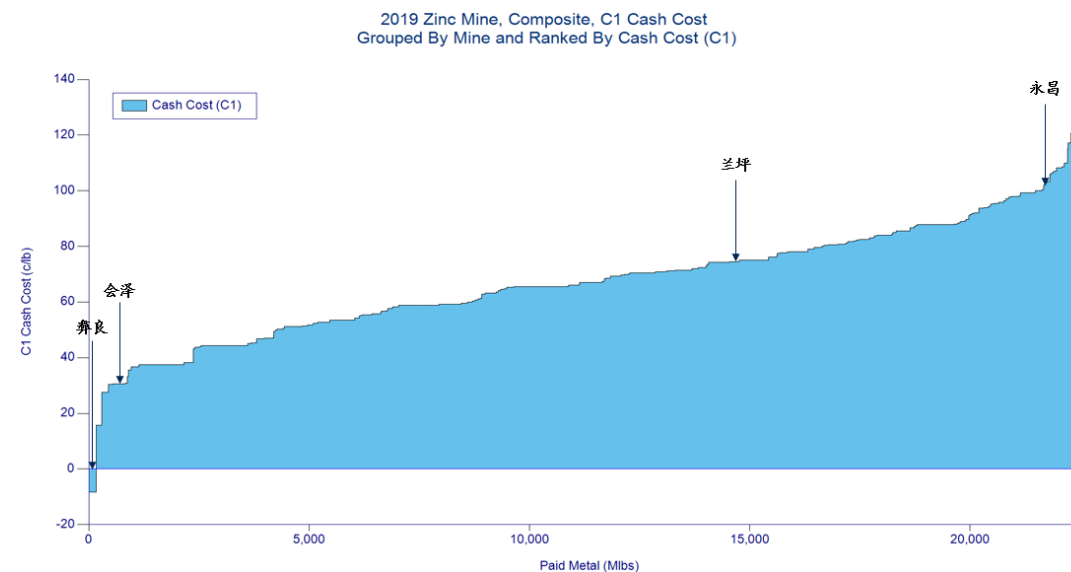
◆ 公司矿山金属生产成本远低于行业平均水平。公司会泽、彝良两座矿山产量占公司矿山金属总产量80%，这两座矿山采选成本位于全球锌矿山成本曲线前10%。

图7：国外部分锌矿山企业出矿品位（%）



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图8：公司矿山在全球锌矿山成本曲线中的位置

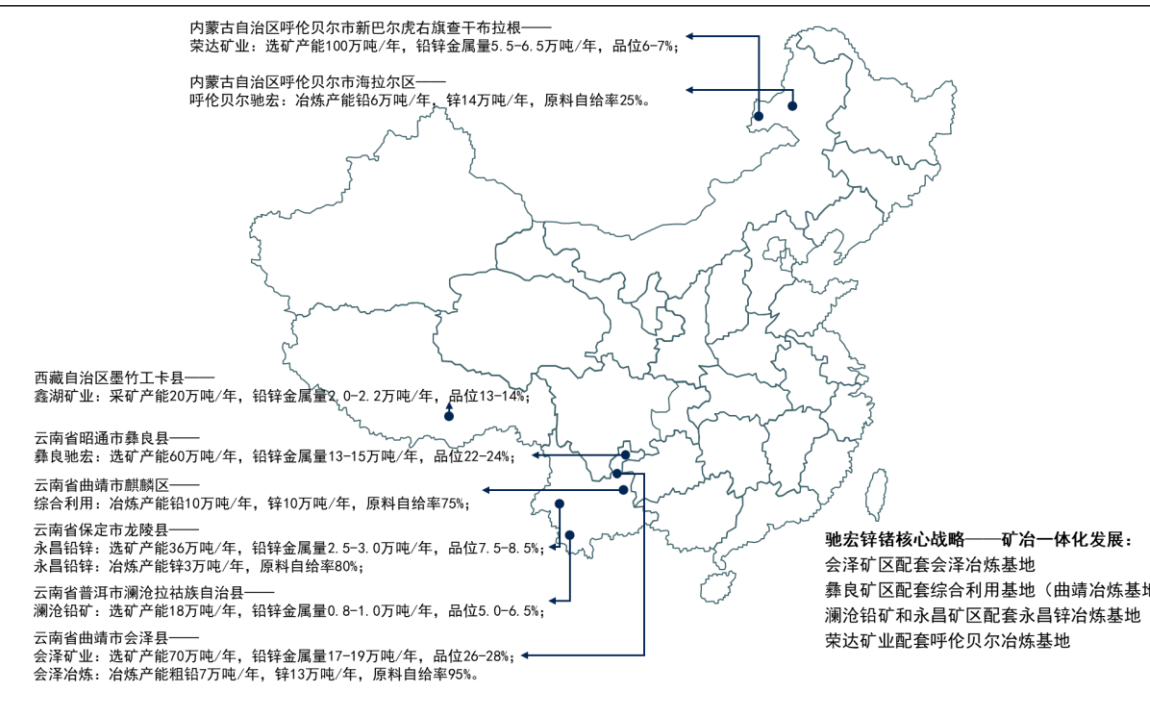


资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

三大冶炼基地“矿冶一体化”，冶炼技术领先

- ◆ 在冶炼布局上，公司配套矿山开发实行“矿冶一体化”发展。公司三大冶炼基地及一座冶炼厂均配备一座自有在产矿山，云南会泽矿区配套云南会泽冶炼基地，云南彝良矿区配套云南曲靖冶炼基地，内蒙古荣达矿区配套呼伦贝尔驰宏冶炼基地，云南永昌铅锌配套云南永昌锌冶炼厂，实现冶炼厂和矿山一一对应，公司原料总体自给率达到75%，产业配套布局优势明显。
- ◆ 公司冶炼技术领先：①公司铅粗炼回收率 99.60%，行业平均值 98.31%，行业最优值为 99.71%，来自公司子公司驰宏综合利用。②电锌冶炼总回收率 98.13%，行业平均值 96.42%，行业最优值为 98.35%，来自公司驰宏会泽冶炼。

图9：公司矿山和冶炼厂分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表7：驰宏锌锗冶炼产能汇总

冶炼厂	位置	投产时间	设计产能 (万吨/年)	原料自给率%
驰宏综合利用	云南省曲靖市	2005年12月	铅：10； 锌：10	65
驰宏会泽冶炼	云南省会泽县	2014年12月	粗铅：7； 锌：13	100
呼伦贝尔驰宏	内蒙古自治区呼伦贝尔市	2016年11月	铅：6； 锌：14	16
云南永昌铅锌	云南省保山市	2004年12月	锌：3	61
驰宏锌锗合计	——	——	铅：23； 锌：40	75

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6：驰宏锌锗自有在产矿山汇总

矿山	所处位置	铅锌选矿能力 (万吨/年)	铅锌金属量 (万吨/年)	品位 (%)
驰宏会泽矿业	云南省会泽县	70	17	27-28
彝良驰宏	云南省昭通市	60	13	21-22
驰宏荣达矿业	内蒙古新巴尔虎右旗查干布拉根	100	5	5-6
云南永昌铅锌	云南省保山市	36	3	9-11
云南澜沧铅矿	云南省普洱市	18	1	5-6
西藏鑫湖矿业	西藏墨竹工卡县	20 (采矿)	2.5	13-14

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心矿山-会泽、彝良

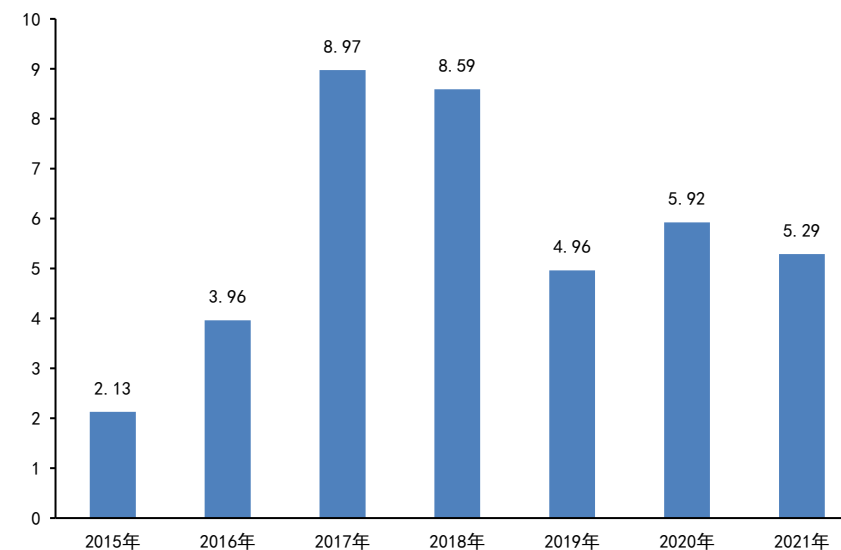
- ◆ 会泽铅锌矿位于云南省曲靖市会泽县，所处的会泽超大型铅锌矿床位于扬子板块西南缘川滇黔菱形地块之会理-昆明裂陷带，是滇东北铅锌矿集区的重要组成部分，具有矿床规模巨大、矿石品位特高、伴生组分较多等特点。公司会泽铅锌矿主要由麒麟厂、矿山厂两座矿山和一座选矿厂组成，矿山厂生产铅锌氧化矿，麒麟厂生产铅锌硫化矿，矿区铅锌品位高，且富含银、镉、锗、铋、镓、砷、硫等多种矿物，硫化矿采选能力达2000吨/天，出矿铅锌品位在26-28%，是国内品位最高的前锌矿山，是公司的核心资产之一，年产铅锌金属量17-19万吨。
- ◆ 彝良驰宏矿业有限公司位于云南省昭通市彝良县，创立于20世纪50年代，设有一个毛坪矿和一个选矿厂，经过60多年的发展，选矿量从年产4.6万吨提升至目前60万吨，出矿铅锌品位在22-24%，是个典型的富矿，年产铅锌金属量13-15万吨。

表8：会泽和彝良矿山储量

矿山名称	主要品种	资源量	资源量品位（%，克/吨）	储量	储量品位（%，克/吨）
驰宏会泽矿业	铅（吨）	431005	6.76	154094	7.59
	锌（吨）	1180622	18.51	422838	20.82
	银（吨）	485	75.99	153	75.55
	锗（吨）	229	35.91	73	35.74
彝良驰宏	铅（吨）	351304	5.94	180727	5.86
	锌（吨）	978994	16.57	527773	17.12
	银（吨）	370	62.68	247	80.25
	锗（吨）	118	19.91	59	18.99

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：彝良驰宏净利润（亿元）

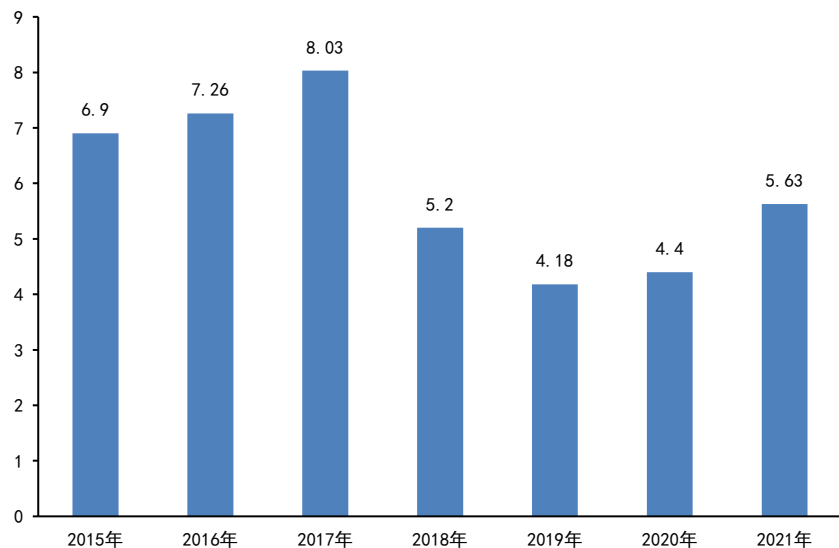


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

云南省外资源：内蒙古荣达和西藏鑫湖

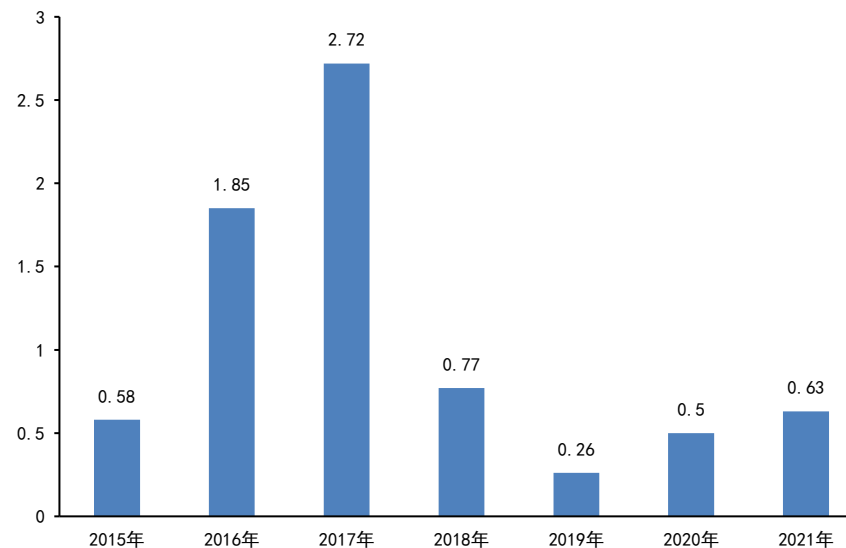
- ◆ 新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司位于内蒙古自治区呼伦贝尔市新巴尔虎右旗查干布拉根，目前选矿产能100万吨/年，品位在6-7%，年产铅锌金属量5.5-6.5万吨。驰宏锌锗在2013年以21.43亿元的对价收购云南冶金集团持有的荣达矿业51%股权；在2015年以26.17亿元的对价收购苏庭宝持有的荣达矿业49%股权，荣达矿业成为公司的全资子公司。通过本次收购，公司实现在内蒙古自治区这个国内重要的铅锌矿产资源地区的战略布局。
- ◆ 西藏鑫湖矿业有限公司位于西藏自治区墨竹工卡县，为公司在建矿山，预计2022年12月投产。鑫湖矿年产能2.5万金属吨,铅锌品位13-14%。
- ◆ 驰宏锌锗2011年启动收购西藏鑫湖相关事宜，后受制于西藏鑫湖原股东与河南天瑞集团诉讼纠纷，以及西藏鑫湖后续投入问题，制约了本次收购推进。截至2019年10月1日，西藏鑫湖原股东与天瑞集团诉讼纠纷事宜已执行完毕，西藏鑫湖后续的勘探、开发投入问题也与原股东达成一致，此次股权收购相关障碍已经全部解除，公司已具备对西藏鑫湖的实质控制权，持股51%，纳入公司合并报表范围。西藏鑫湖目前拥有探矿权6宗和选矿厂1座，2020年开始进行工程项目建设，最终将实现年产20万吨的采矿规模。

图11：荣达矿业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：荣达矿业净利润（亿元）

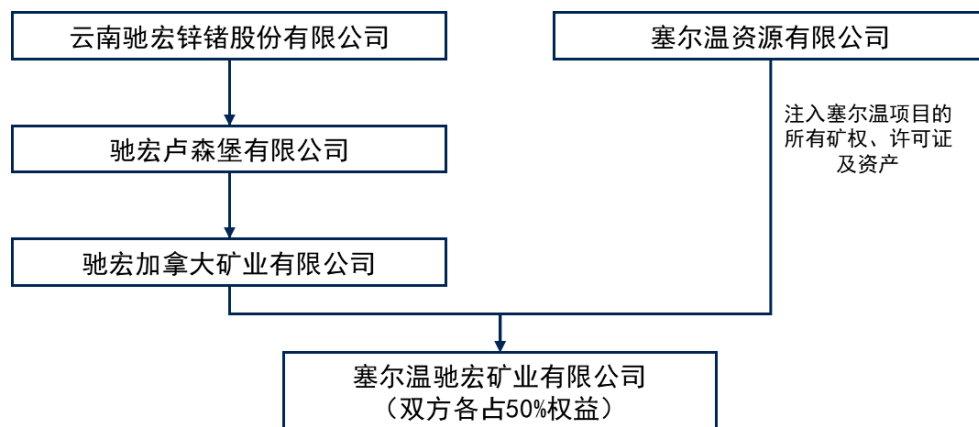


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

加拿大塞尔温矿：远景储备，处于前期开发论证阶段

- ◆ 2013年5月公司全资子公司驰宏加拿大矿业有限公司出资5,000万加元购买塞尔温资源有限公司持有的塞尔温驰宏矿业有限公司50%的权益，权益收购完成之后，驰宏加拿大将拥有塞尔温铅锌项目100%的权益。2019年4月塞尔温驰宏矿业有限公司吸收合并其母公司驰宏加拿大矿业有限公司，驰宏加拿大矿业有限公司完成注销不再纳入合并范围，塞尔温驰宏矿业有限公司变更为公司三级子公司。
- ◆ 塞尔温驰宏矿业有限公司拥有全部塞尔温项目1604个矿物权和采购租赁权，矿权面积总计达348.88平方千米。根据2012年9月出具的NI43-101塞尔温项目资源估算报告，当边界品位为锌品位2%时，控制级资源量为1.86亿吨，锌平均品位为5.20%，铅平均品位为1.79%，铅锌金属量分别为333万吨和967万吨；推断级资源量为2.38亿吨，锌平均品位为4.47%，铅平均品位为1.38%，铅锌金属量约1,392万吨；控制级+推断级铅锌金属量合计2,690万吨。其中，铅锌品位在8%以上的金属量874万吨，铅锌品位在10%以上的资源金属量424万吨。该项目是世界上五大未开发铅锌矿床之一，目前仍处于前期开发论证阶段，是公司非常重要的远景储备。

图13：国外部分锌矿山企业出矿品位（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

兰坪铅锌矿-归属于同一控股股东下的优质铅锌资产



- ◆ 兰坪铅锌矿位于云南省西部怒江傈僳族自治州兰坪白族普米族自治县，属滇西北高原澜沧江、怒江和金沙江“三江并流”区腹地，该区域矿产资源，尤其是铅锌资源丰富。兰坪铅锌矿是目前中国已探明的第二大铅锌矿，同时也是世界上为数不多的千万吨级铅锌矿之一。截至2020年3月末，金鼎锌业拥有铅锌保有资源储量969.75万吨，平均品位5.38%；铅锌选矿产能216万吨/年。
- ◆ 兰坪铅锌矿具有品位较高、储量集中、埋藏浅的特点，80%储量宜露天开采。但是与此同时，兰坪铅锌矿也属于世界上少有的氧硫混合矿，开采难度、加工成本均较大，难选难冶。1962年至今，兰坪铅锌矿从勘探、投资开始，已经有58年历程，矿山权属结构几经更迭，矿山现在的控股股东是中国铜业有限公司，实际控制人是国务院国资委。目前中国铜业有限公司持有金鼎锌业78.4%股份，云南冶金集团持有20.4%，云南铜业（集团）有限公司持有1.2%。

表9：兰坪铅锌矿以及金鼎锌业历史沿革

时间	事件
1962年	云南省地矿局地质三大队对兰坪铅锌矿进行普查评价、初勘和详勘。
1985年4月	云南省政府与中国有色金属工业总公司签订合作协议，由昆明有色冶金设计研究院编制可研报告，同年矿区开始“大矿大开、小矿放开、有水快流”的破坏性群采。
1990年底	国家制止对兰坪铅锌矿的群采。
1992年1月	兰坪铅锌矿筹建组成立。
1993年5月	兰坪有色金属公司成立，一期工程前期工程开工。
1998年4月	兰坪铅锌矿转入云南省自主开发阶段。
2003年	为建立“一矿一主体，一山一法人”的矿山管理制度，在怒江州政府的领导下，多部门联合对兰坪矿区进行整顿。宏达股份以自有资金1.53亿元投资云南兰坪有色金属有限责任公司参与兰坪铅锌矿开发，持有其51%的股份，公司关联方宏达集团持有9%的股份；公司原有第一大股东云南冶金集团持股20.4%，成为第二大股东。此外“云南兰坪有色金属有限责任公司”更名为“云南金鼎锌业有限公司”，由该公司独家对兰坪矿进行开发。
2004年9月	金鼎锌业完成矿区资源整合，兰坪铅锌矿由架崖山、北厂、峰子山、南厂、白草坪、西坡和跑马坪七个矿段组成，七个矿段资源全部整合进入金鼎锌业。
2005年7月	金鼎锌业10万吨电锌项目投产，形成采、选、冶一体化的生产格局。与此同时，矿区由地下开采进入大规模露天开采，相比地下开采，露天开采具有产能大、效益快、资源利用率高的特点，但也容易造成空气和噪音污染，以及重金属通过地表径流对土壤乃至生态的破坏。
2009年3月	宏达股份收购四川宏达（集团）有限公司持有云南金鼎锌业有限公司9%股权，此轮转让后，宏达股份单独持有金鼎锌业60%的股权。
2014年10月	金鼎锌业的生产规模已达到露天采矿70万吨/年，坑道采矿60万吨/年，硫化铅锌矿选矿2800吨/日，硫酸6万吨/年，电解锌12万吨/年。
2017年1月	宏达股份及四川宏达（集团）被云南冶金集团等4位原告告上法庭。云南冶金集团等认为宏达股份在2003年是通过不法手段来以极低价获取了估值近5000亿元的兰坪铅锌矿的控制权。
2017年9月	云南省高级人民法院一审裁定，宏达集团和宏达股份败诉，法庭支持了四家云南国企和国资主管机构的全部诉求。从2018年1月1日起，金鼎锌业不再纳入宏达股份的合并财务报表。
2018年12月	最高人民法院对该案做出终审判决，判决结果基本维持一审原判的裁决，宏达股份终审败诉，其持有的金鼎锌业60%股权无效，扣除已支付的增资款后宏达股份须向金鼎锌业返还2003年至2012年获得的利润107,410.22万元。宏达股份正式退出对兰坪铅锌矿的控制。

资料来源：宏达股份公司公告、国信证券经济研究所整理

兰坪铅锌矿-储量丰富，巨量堆存矿待利用

- ◆ 金鼎锌业2019年矿产锌、铅产量分别为9.80和1.37万吨，合计11.17万吨，远低于此前年产18万吨左右的水平，产量下滑主要是因为民企控股的过程中，外部融资中断，并且没有对矿山可持续生产进行安排，矿石堆场和尾矿库堆存不下，只能通过减产来满足堆存容量。金鼎锌业在纳入中铜旗下之后，已经对矿山的可持续生产和改扩建工程做了相应的设计与实施，目前主体工程已开始施工，未来矿山产量不仅能恢复正常生产，并且还有进一步提升的空间。
- ◆ **重点技术攻关，金鼎锌业3800万吨堆存矿利用空间广阔。**兰坪矿区堆存低品位难处理氧硫混合铅锌矿为3800万t，品位锌5.73%、铅1.32%，该矿石性质复杂，具有品位低、氧化率高、含泥量大、嵌布粒度细等特点，是一种典型的难处理矿石。“金鼎锌业低品位氧硫混合矿综合利用项目”于2019年6月被列为中铝集团、中国铜业重点攻关的关键共性技术项目，已在工业化浮选试验、氧化锌精矿品位及回收率提升方面取得了关键突破，有望在十四五期间形成实际产出。

1962-1985年：开发初期——国家主导投资开发

最早于1962年，云南省地矿局地质三大队就开始对兰坪铅锌矿进行普查评价、初勘和详勘，当时探明铅锌矿石储量14833.75万吨，铅锌金属量1427.63万吨，其中锌金属1182.96万吨。最后因国家计划的改变以及兰坪铅锌矿开发建设的外部条件不具备而终止。

1985-1997年：粗放开采期——云南省与中国有色金属工业总公司合资开发

1985年4月12日，云南省政府与中国有色金属工业总公司签订合作协议，1991年9月21日，云南省政府与中国有色金属工业总公司再次签订协议共同投资建设兰坪铅锌矿。1993年5月，由云南省政府出资，在兰坪铅锌矿筹建组的基础上成立了兰坪有色金属公司，同年5月28日，兰坪有色金属公司一期工程前期工程开工。

1998-2003年：自主开发期——云南省独资开发

1998年4月，中国有色金属工业总公司被国务院解散。同时，云南省委省政府提出了实行省州县联合发展方式，正式把兰坪有色金属公司改名为云南兰坪有色金属有限责任公司。

2019年-至今：中铝集团进场

2018年5月27日，云南省政府与中铝集团签署合作协议，以中铝集团全资子公司中国铜业有限公司为平台进行增资、划转等合作，合作完成后两者将分别持有中国铜业42%和58%的股份。同时云南省政府将云南冶金集团股份有限公司等股权纳入合作范围。此前云南冶金持有金鼎锌业20.4%股份，为第二大股东。本次合作云南冶金进入中国铜业，标志着备受有色金属行业关注的战略重组完成，也代表着中铝集团将兰坪铅锌矿收入囊中。

2017-2019年：控制权纷争期——宏达系遭起诉

2017年1月，宏达股份及四川宏达（集团）被云南冶金集团等4位原告告上法庭，2018年12月24日，最高人民法院对该案做出终审判决，判决结果基本维持一审原判的裁决，宏达股份终审败诉，其持有的金鼎锌业60%股权无效。此后，金鼎锌业100%股权分别由云南冶金持有51%，云南省兰坪白族普米族自治县财政局持有25.3%，怒江州国有资产经营有限责任公司持有20.7%，云南铜业（集团）有限公司持有3%。

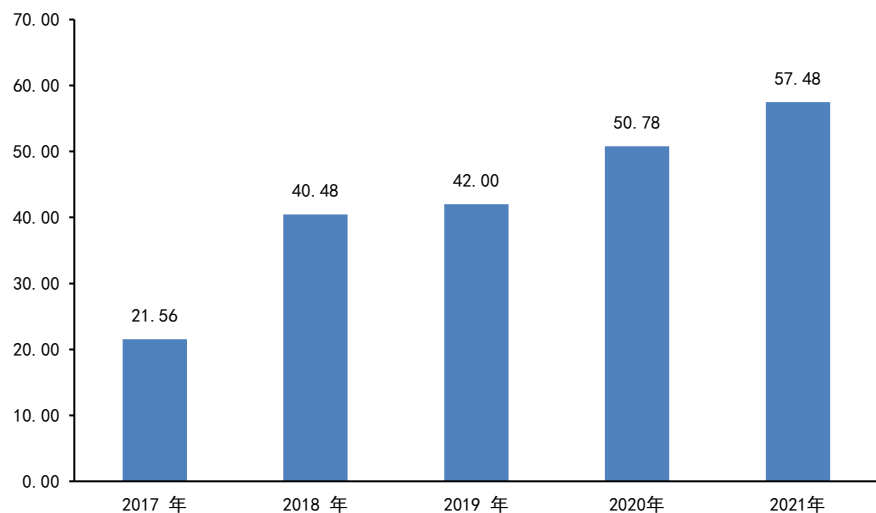
2003-2016年：工业化开采期——民营资本宏达系正式介入

2003年1月29日，宏达集团成功以1.53亿元对兰坪铅锌矿增资扩股；2003年7月26日，在云南兰坪有色金属有限责任公司的基础上，云冶集团和四川宏达（集团）联合成立云南兰坪金鼎锌业有限责任公司，独家对兰坪铅锌矿进行开发。宏达合计持股60%，成为实际控制人，拥有了对兰坪铅锌矿的采矿控制权。

锆业务：掌握行业话语权，推进锆产业链下游延伸

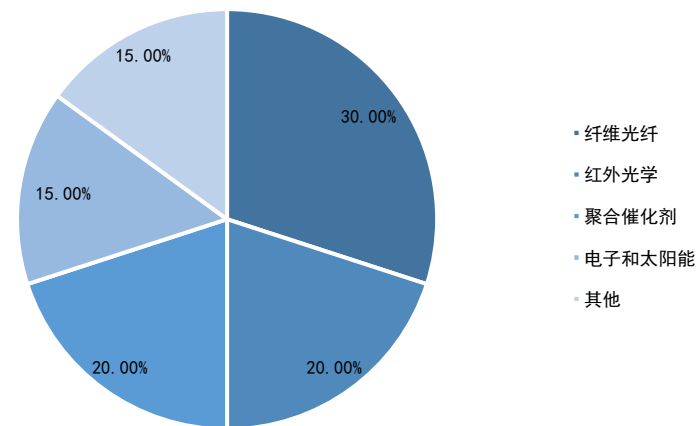
- ◆ 公司是中国最早从氧化铅锌矿中提取锆用于国防尖端工业建设企业之一。公司拥有丰富的高品质锆资源，目前已探明的铅锌伴生锆金属在600吨以上，约占全国保有储量的17%。为充分将资源优势转化为经济优势和发展优势，公司还专门成立了全资子公司——云南驰宏国际锆业有限公司拓展锆业务，目前拥有高纯四氯化锆、高纯二氧化锆、锆单晶、锆毛坯片，以及成套红外设备等先进生产线，具备年产锆金属60吨的生产能力。2021年生产锆产品含锆（锆单晶）57.48吨，占全球锆金属产量的25%左右。在锆金属产量掌握行业绝对话语权的同时，公司正通过自身生产线建设和对外战略合作模式，推进锆产业链下游延伸，拓展高附加值的锆精深加工和终端产品。
- ◆ 锆的应用主要集中在光纤光纤、红外光学、聚合催化剂、光伏和半导体。公司公告数据显示，2019年全球锆终端需求构成分别是光纤光纤30%、红外光学20%、聚合催化剂20%、电子和太阳能15%、其他领域15%。其中5G小基站大规模部署和建设将推动配套光纤光缆设备规模的扩大；红外热成像仪市场在军用和民用领域的推广也会带动锆需求的增长；锆在空间光伏领域的应用具有不可替代性；锆在部分半导体器件上仍广泛使用；同时锆在其他领域的需求将保持稳定。预计未来全球锆需求将保持平稳增长。

图14：公司锆产品含锆产量（吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15：锆下游需求领域分布

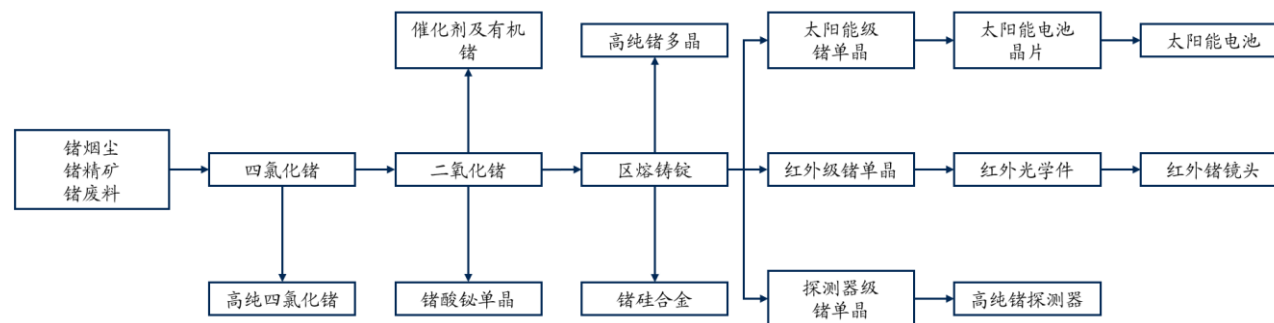


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

全球锗供给集中度高，供需容易实现平衡

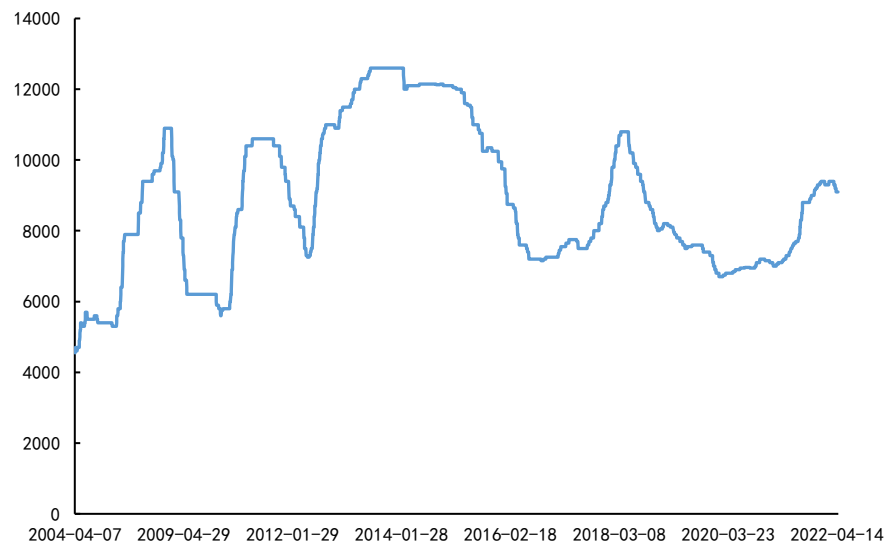
- ◆ 锗是一种稀散稀有金属，在半导体、航空航天测控、核物理探测、光纤通讯、红外光学、太阳能电池、化学催化剂、生物医学等领域都有广泛而重要的应用，是一种重要的战略资源。锗主要以铅锌伴生矿为主，根据美国地质调查局统计，2016年全球已探明锗保有储量约8600吨，主要分布在美国和中国，美国储量3870吨（占比45%）；中国储量3500吨（占比约41%），又主要分布在云南和内蒙古地区。
- ◆ 全球锗供给主要来自于中国。USGS数据统计，2019年全球锗产品产量约为131吨，其中，中国产量约85吨（占比64.9%）；俄罗斯产量约6吨（占比4.6%）；其他国家（包括比利时、加拿大、德国、日本和乌克兰）产量合计约40吨（占比30.5%）。美国锗储量虽多，但主要以铅锌伴生矿为主，受制于铅锌产量限制，锗实际产量并不多。
- ◆ 中国锗供给集中度高。驰宏锌锗（产能60吨）、云南锗业（产能47.6吨）以及四环锌锗（产能40吨）产能合计约占国内总产能75%。国内锗产品核心供应企业往往根据锗产品价格主动控制产量，使得锗供需容易实现平衡。

图16：锗产业链



资料来源：云南锗业公司公告、国信证券经济研究所整理

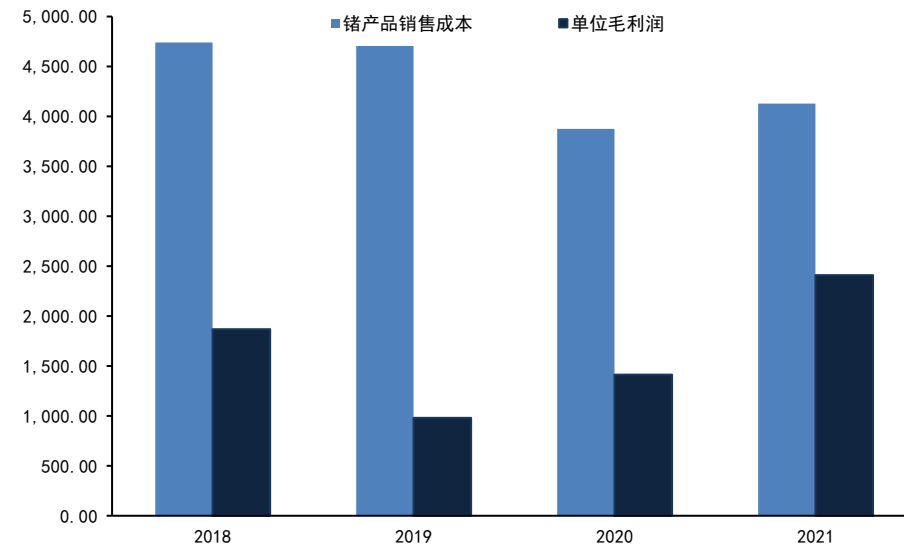
图17：金属锆价格（元/KG）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 2018-2021年公司锆产品销售价格分别为6608/5689/5292/6538元/千克。由于全球锆供给集中度较高，龙头企业具备一定话语权，因此锆价运行相对平稳。

图18：公司锆产品盈利情况（元/KG）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

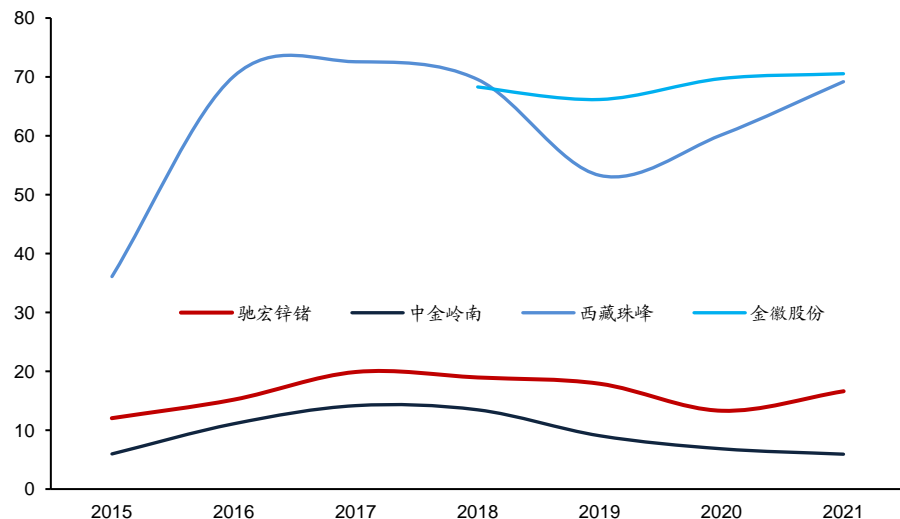
◆ 2018-2021年公司锆产品销售成本分别为4740/4706/3876/4127元/千克，公司锆销售成本呈下行趋势，加之锆价相对平稳，公司锆单吨毛利润逐年上升，2021年公司锆产品毛利率37%。

财务分析

经营稳健，财务费用逐年降低

- ◆ 盈利能力方面，公司的有色金属贸易业务拉低了公司总体毛利率，但公司自产金属盈利能力较强，且跟随锌价上涨有较大的盈利弹性。公司生产经营稳健，应收账款数额极低，资产负债率逐年下降，随着带息债务减少，公司财务费用逐年降低。
- ◆ 公司近年来净利润虽然波动，但经营性净现金流一直维持较高水平，2017年以来，公司每年经营活动产生的现金流量净额一直在25亿元以上，2021年达到32.4亿元。

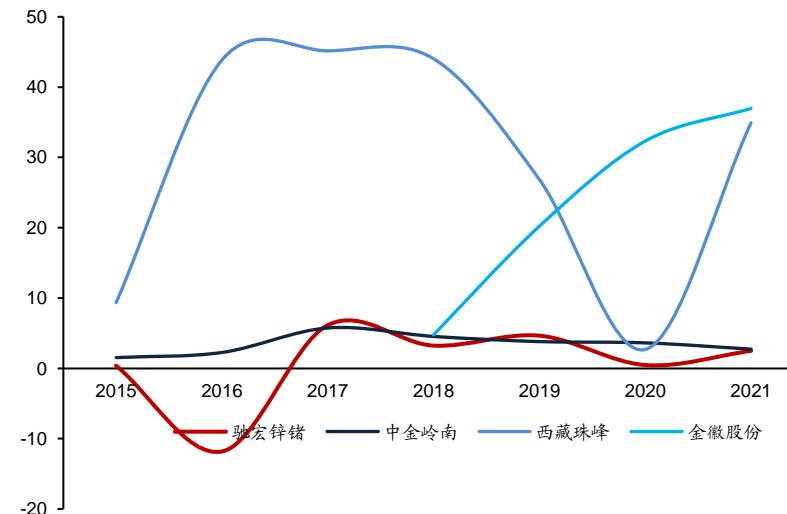
图19：同行业上市公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 驰宏锌锗与中金岭南作为铅锌行业头部企业，毛利率远低于西藏珠峰、金徽股份等纯资源类标的，主因驰宏锌锗和中金岭南都有较大的贸易业务占比。2021年驰宏锌锗贸易业务营收占比39.3%，贸易业务毛利率0.13%；2021年中金岭南贸易业务营收占比79.6%，贸易业务毛利率0.11%。低毛利的贸易业务拉低了两家头部企业的毛利率。
- ◆ 如果单看采掘和冶炼业务，2021年驰宏锌锗自产锌锭毛利率27.7%，自产铅锭毛利率15.2%，2021年中金岭南采掘和冶炼业务毛利率为27%。

图20：同行业上市公司净利率对比（%）



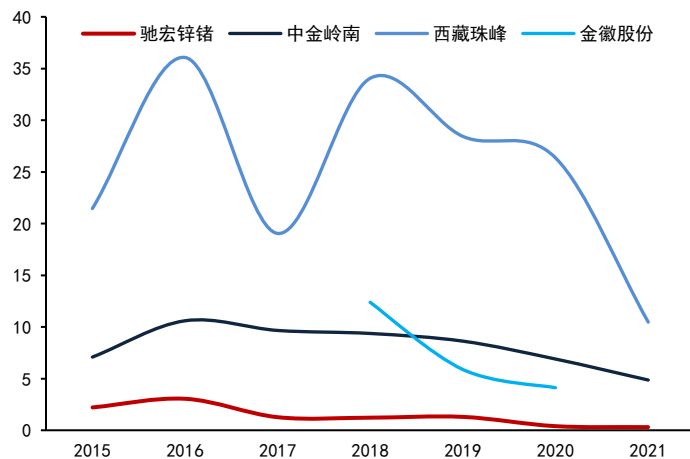
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 2021年驰宏锌锗销售净利率为2.48%，中金岭南销售净利率为2.75%，两者相近。西藏珠峰和金徽股份净利率远高于两者。
- ◆ 2021年中金岭南和驰宏锌锗期间费用率均在10%以下，西藏珠峰和金徽股份期间费用率均在15%以上。近年来驰宏锌锗计提较多的资产减值也导致公司净利率偏低，但在2022年Q1已有大幅改善，已升至10%。

财务分析——营运能力

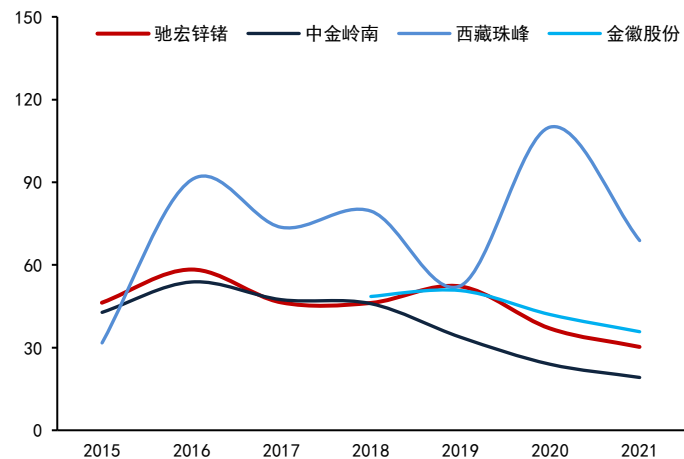
- ◆ 对比同行业上市公司，驰宏锌锗经营稳健，应收账款周转天数远低于同行业上市公司，2022年一季度末公司应收账款仅0.48亿元。
- ◆ 公司存货周转天数也低于行业平均水平，截至2022年一季度末公司存货也仅在13.5亿元左右。

图21：同行业上市公司应收账款周转天数



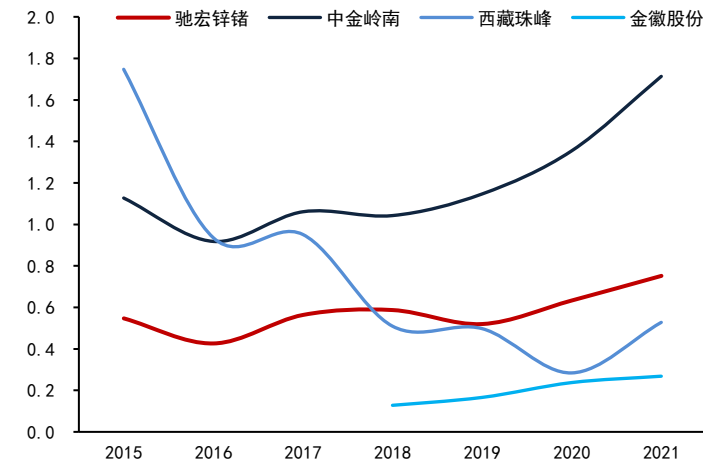
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：同行业上市公司存货周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

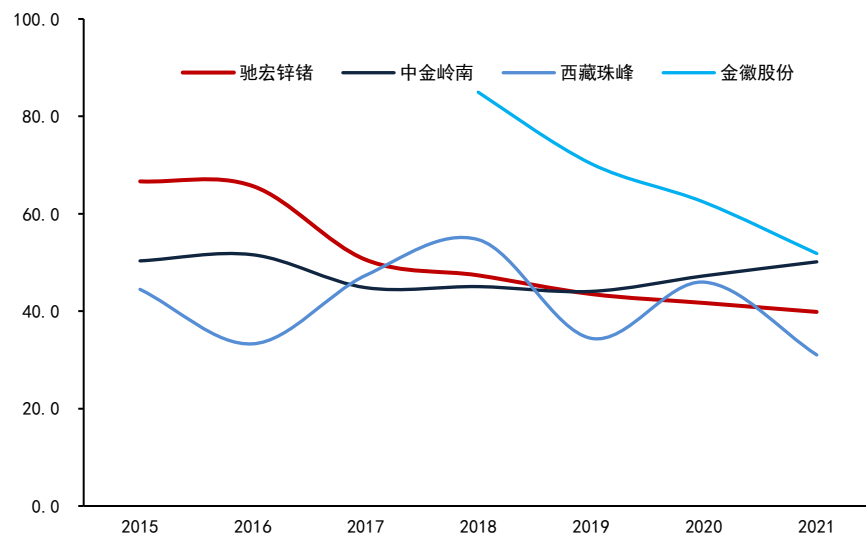
图23：同行业上市公司总资产周转率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

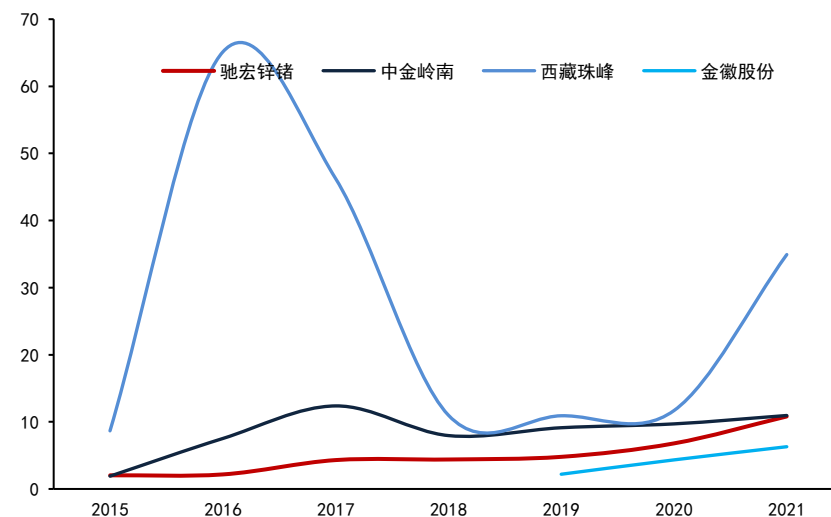
- ◆ 近年来驰宏锌锗资产负债率呈逐年下行趋势，截至2022年一季度末，公司资产负债率37.7%。公司带息债务下降显著，财务费用从2018年接近6亿元，下降至2021年仅3亿元。公司资产负债率在同行业上市公司也处于偏低水平。
- ◆ 公司近年来净利润虽然波动，但经营性净现金流一直维持较高水平，2017年以来，公司每年经营活动产生的现金流量净额一直在25亿元以上，2021年达到32.4亿元。

图24：同行业上市公司资产负债率对比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：同行业上市公司现金流量利息保障倍数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

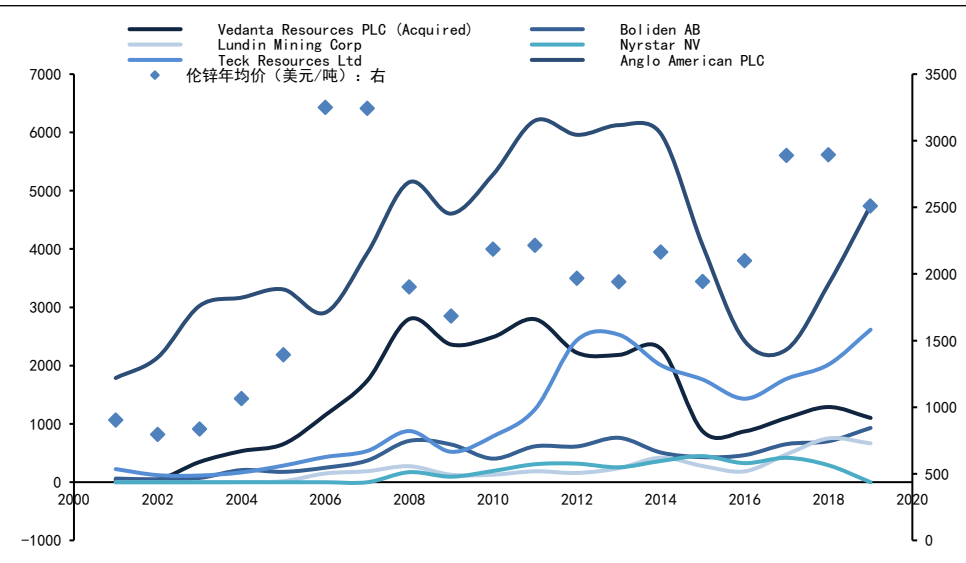
锌行业分析

矿山增产并未兑现，冶炼环节再成瓶颈

- ◆ **矿山增产预期未兑现：**从2019年之后普遍认为未来几年将处于2016-2018年锌价牛市带来的扩产周期，导致锌预期走弱。但此轮资本开支规模远小于2009-2013年，对应的精矿扩张规模也将小于上一轮。并且从实际产量来看，产量增量远不及预期。
- ◆ **全球锌矿山产量即将见顶：**根据Wood Mackenzie数据，2021-2026年，全球锌精矿产量年化增速1.6%。以当前的开发项目推算，到2024年新增项目的增量将无法弥补老旧矿山退出和品位下降带来的减量，全球锌精矿产量将见顶回落。
- ◆ **全球能源危机蔓延，冶炼环节再成瓶颈。**天然气发电占欧洲电力结构比例较大，2019年欧盟23%电力来自天然气，仅次于核电26%。去年以来天然气价格大幅上涨，带动欧洲电价飙升。生产1吨锌耗电约3500度，而去年锌精矿加工费一直处于低位，即使考虑“二八分成”，锌冶炼利润也并不丰厚，飙升的电费迫使冶炼厂减产。根据Wood Mackenzie数据，欧洲锌冶炼产能约223万吨，占全球16.3%。能源危机成为去年四季度以来锌市场交易主逻辑之一。
- ◆ **低库存支撑锌价。**截至4月14日，LME锌库存11.56万吨，处于往年同期低位，从4月初以来下降明显。欧洲LME仓库几乎没有锌锭库存，仅亚洲地区有不到4万吨可交割库存，容易出现逼仓行情。
- ◆ **即使疫情抑制需求，全球精炼锌难言过剩。**根据Wood Mackenzie数据，2022年全球精炼锌供应增速为0.5%，低于锌精矿2.1%的增速水平，体现的是欧洲能源价格走高对冶炼产能的影响。需求端给出2.3%的年化需求增速，以此测算2022年全球精炼锌供应短缺53.2万吨。对平衡表进行压力测试：3月份以来中国疫情反复，影响了国内有色金属需求，而中国占全球锌需求50%以上。我们假设2022年全球精炼锌需求零增速，则全球仍有21万吨供应缺口。当2022年全球锌需求下降1.5%时，供需才基本平衡。

矿山端驱动逻辑-预期中的扩产周期没有兑现

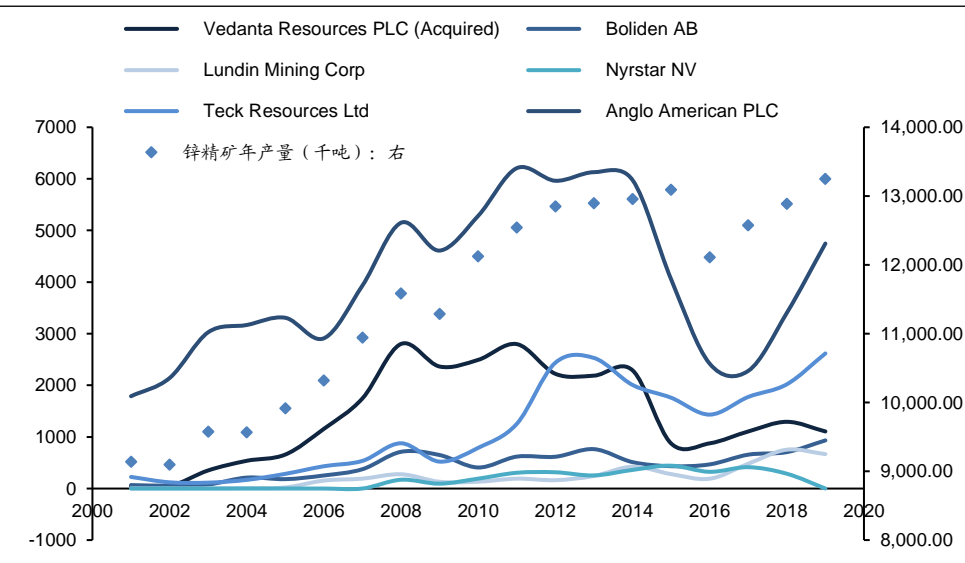
图26: 锌价与矿山企业资本开支 (百万美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- ◆ 过去20年一部分锌矿类企业资本开支变化, 总体来看矿山企业资本开支与金属价格基本同步, 金属价格上涨刺激矿山企业扩大资本开支。
- ◆ 过去20年锌有三轮牛市, 分别是2005-2006年、2009-2010年、2016-2018年, 对应三轮矿山企业资本开支扩大。资本开支增加从而导致锌精矿产量增加。

图27: 锌精矿产量与矿山企业资本开支 (百万美元)

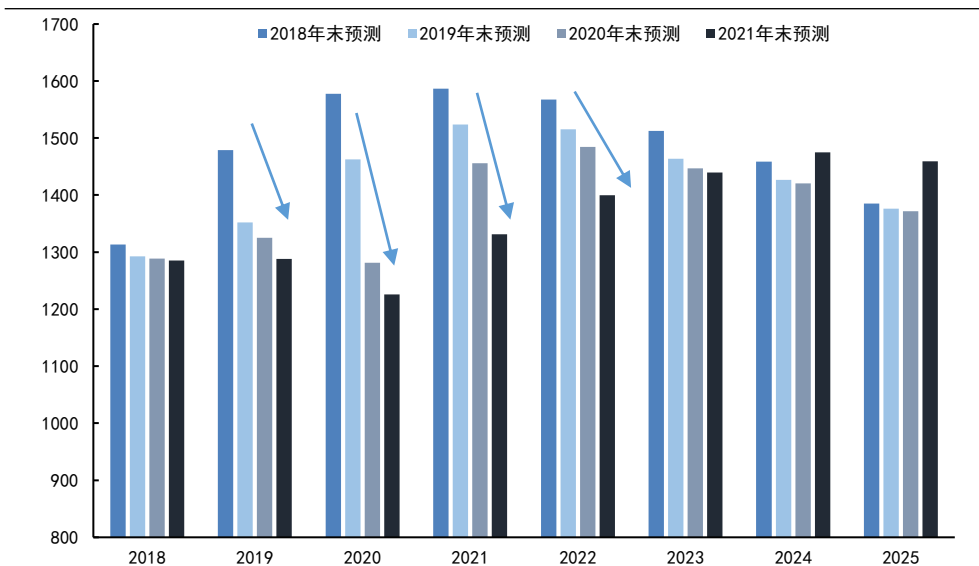


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- ◆ 2019年之后普遍认为未来几年将处于2016-2018年锌价牛市带来的扩产周期, 导致锌预期走弱。
- ◆ 但此轮资本开支规模远小于2009-2013年, 对应的精矿扩张规模也将小于上一轮。并且从实际产量来看, 产量增量远不及预期。

矿山端驱动逻辑-预期中的扩产周期没有兑现

图28: 锌精矿产出总是低于预期 (万吨)



资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

- ◆ 回顾过去5年, 机构在2018年末、2019年末、2020年末、2021年末对未来全球锌精矿产量的预测值, 会发现实际产出总是低于预期。如2020年末预期2021年产量1456万吨, 但2021年实际产量1331万吨, 相差125万吨。
- ◆ 并且对于远期产量的预期也总是在下调, 如2018年末预测2022年锌精矿产量1567万吨, 但2021年末预测值下调至1399万吨, 下调了168万吨。
- ◆ 机构倾向于把不确定项目向后推迟到远期, 以至于2024年、2025年预测值突增。但实际很难达成。

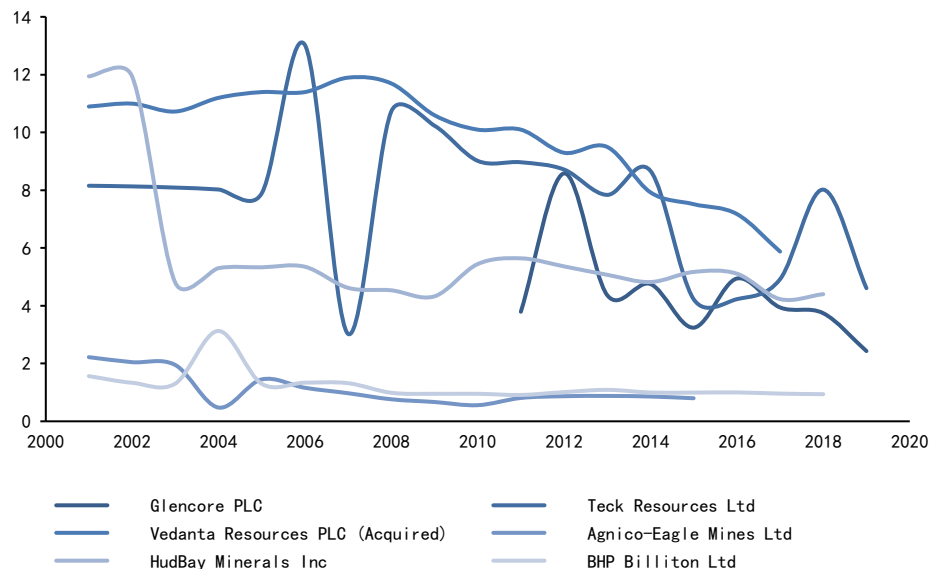
表10: 2020年全球锌精矿减量 (万吨)

国家	锌精矿减量
秘鲁	21.94
墨西哥	7.68
纳米比亚	4.6
玻利维亚	2.95
印度	2.8
西班牙	2.5
葡萄牙	2
加拿大	0.71
爱尔兰	0.2
总计	45.38

资料来源: CRU、国信证券经济研究所整理

- ◆ 2020年3月份国外疫情开始爆发后, 各国采取措施防止疫情扩散, 直接影响当地锌精矿采选和发运, 其中秘鲁、墨西哥等重要锌精矿生产国受影响较为严重。
- ◆ 据机构统计国外直接因疫情造成的锌精矿减量占全年产量 (年初预测值) 5%。另一部分产能则因一季度锌价大跌亏损减产。与铜矿山类似, 全球锌矿山75%成本分位线是一个重要支撑。2020年3月底受疫情及美元流动性危机影响, LME锌价最低接近全球锌矿山75%成本分位线, 一些高成本矿山如加拿大Caribou矿、纳米比亚Namib矿、墨西哥Penoles Madero矿等处于成本曲线末端的矿山都出现关停。

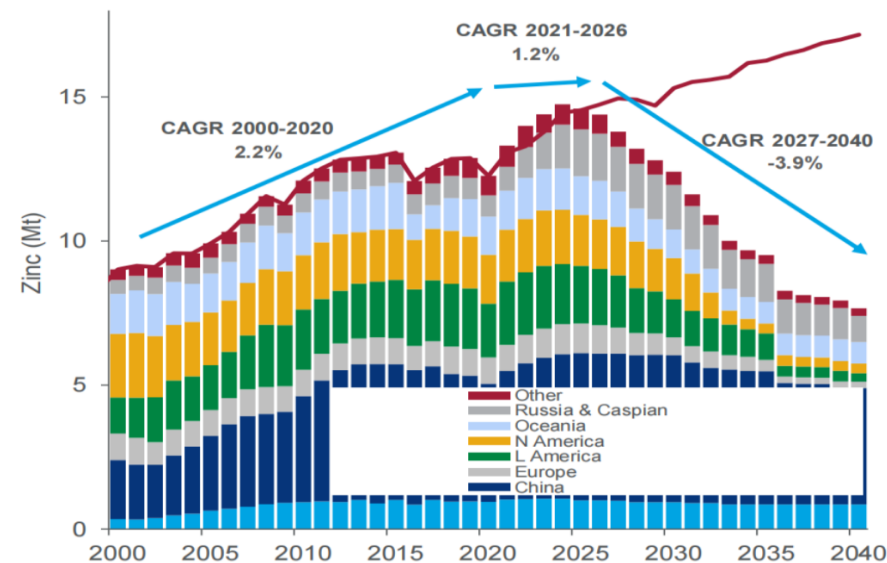
图29: 全球锌精矿品位呈下降趋势 (%)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- ◆ 我们选取几家具有代表性的锌矿山企业, 可以看出近20年以来, 如果没有大的找探矿成果, 大部分企业的锌矿品位呈趋势性下滑。

图30: 全球锌精矿产量在2024年见顶

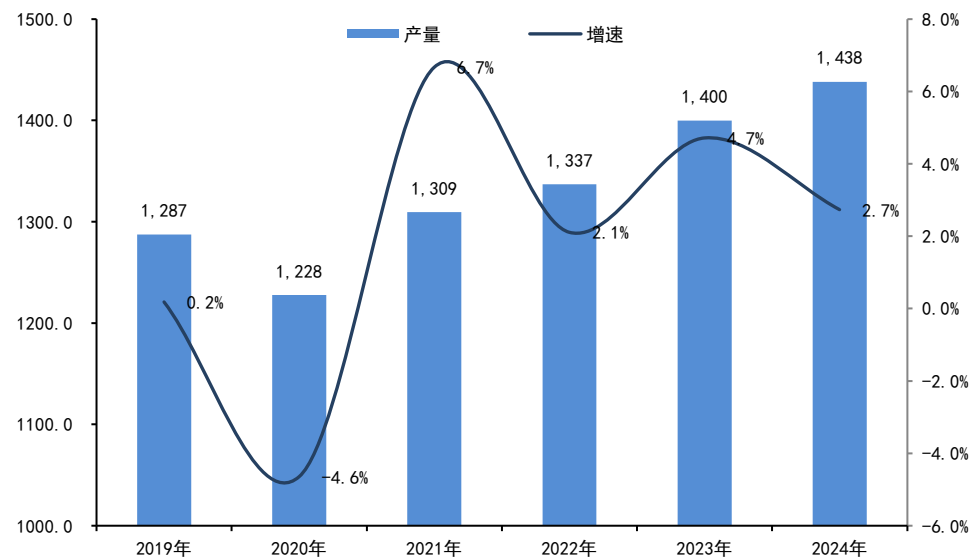


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- ◆ 根据Wood Mackenzie数据, 2021-2026年, 全球锌精矿产量年化增速1.6%。
- ◆ 以当前的开发项目推算, 到2024年, 新增项目的增量将无法弥补老旧矿山退出和品位下降带来的减量, 全球锌精矿产量将见顶回落。

矿山端驱动逻辑-2022年精矿产量增速2.1%

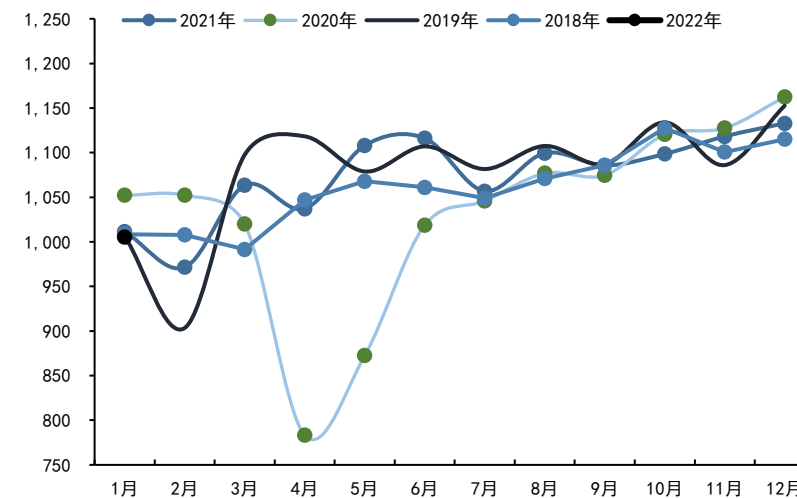
图31: 全球锌精矿产量预测 (万吨)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

- ◆ 预计2022年全球锌精矿产量1337万吨，比2021年增长28万吨，增速2.1%，2023年预测产量1400万吨，同比增速4.7%（同样存在预测值偏高的问题）。

图32: 全球锌精矿月度产量 (千吨)

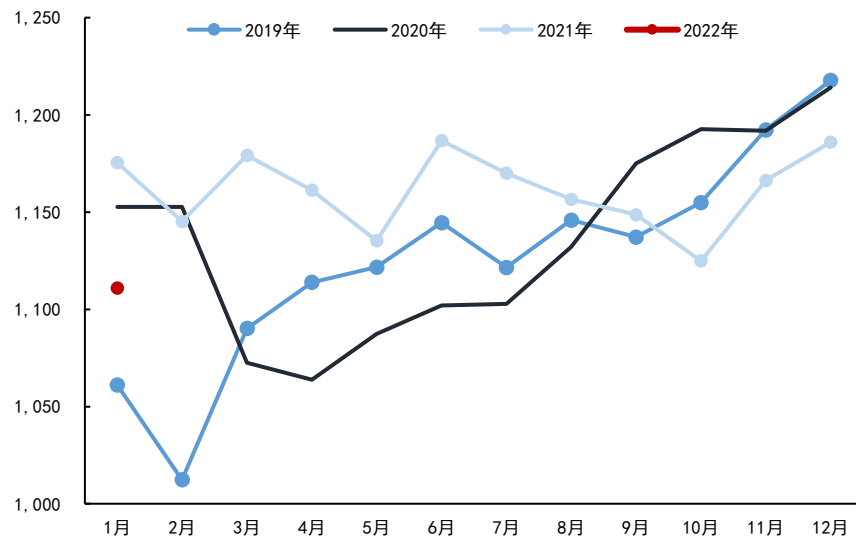


资料来源: ILZSG、国信证券经济研究所整理

- ◆ 根据ILZSG数据，2022年1月全球锌精矿产量100.6万吨，与去年同期基本持平，处于近年同期偏低水平。

冶炼端：欧洲能源紧张造成冶炼产量下降

图33：全球精炼锌产量（千吨）



资料来源：ILZSG、国信证券经济研究所整理

- ◆ 2021年下半年，中国电力短缺，叠加“能耗双控”，中国精炼锌产量下滑；欧洲天然气价格飙升，冶炼厂用电价格抬升，因亏损而减产。因此2021年下半年全球精炼锌产量下降。
- ◆ 根据ILZSG数据，2022年1月全球精炼锌产量111万吨，比去年同期下降6.5万吨或5.5%。

表11：欧洲锌冶炼产能占全球16%

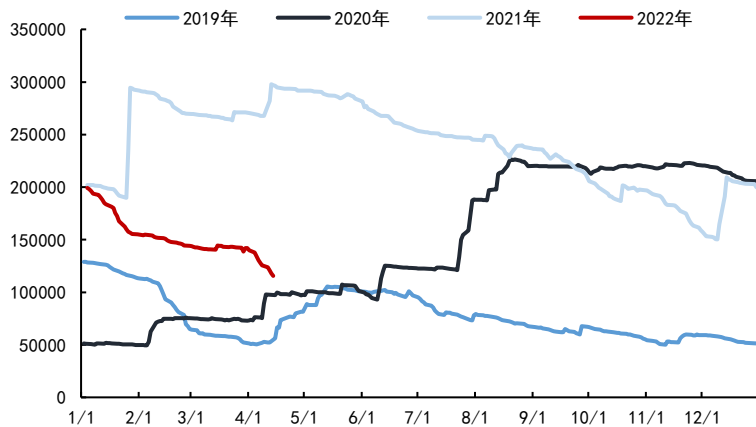
国家	冶炼厂	2020年锌产量（万吨）	备注
比利时	Balen	26	Nyrstar
保加利亚	Plovdiv	7.2	
芬兰	Kokkola	29.7	
法国	Auby	16	Nyrstar
德国	Nordenham	16.3	
意大利	Portovesme	12	
荷兰	Budel	28.5	Nyrstar
挪威	Odda	19.2	
波兰	Boleslaw	8.2	
	Miasteczko Slaskie	7.7	
西班牙	San Juan de Nieva	50.4	
小计		221.2	

资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

- ◆ 天然气发电占欧洲电力结构比例较大，根据彭博社数据，2019年欧盟23%电力来自天然气，仅次于核电26%。去年以来天然气价格大幅上涨，带动欧洲电价飙升。
- ◆ 生产1吨锌耗电约3500度，而去年锌精矿加工费一直处于低位，即使考虑“二八分成”，锌冶炼利润也并不丰厚，飙升的电费迫使冶炼厂减产。根据Wood Mackenzie数据，欧洲锌冶炼产能约223万吨，占全球16.3%。

LME锌低库存具备逼仓基础

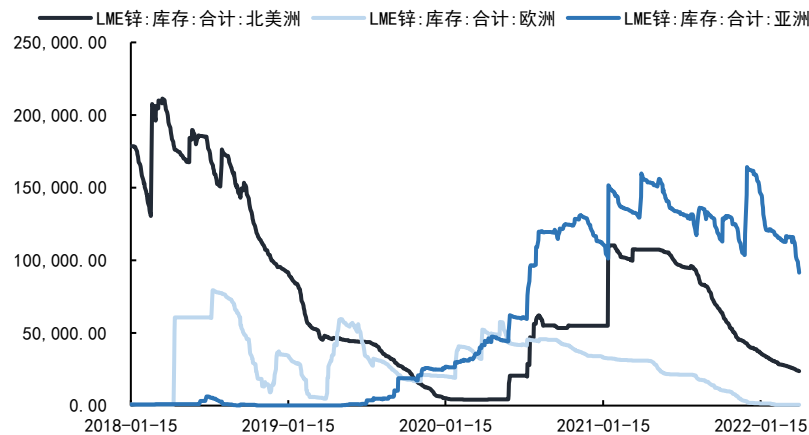
图34: LME锌锭库存季节图(吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 截至4月14日, LME锌库存11.56万吨, 处于往年同期低位。从4月初以来下降明显。

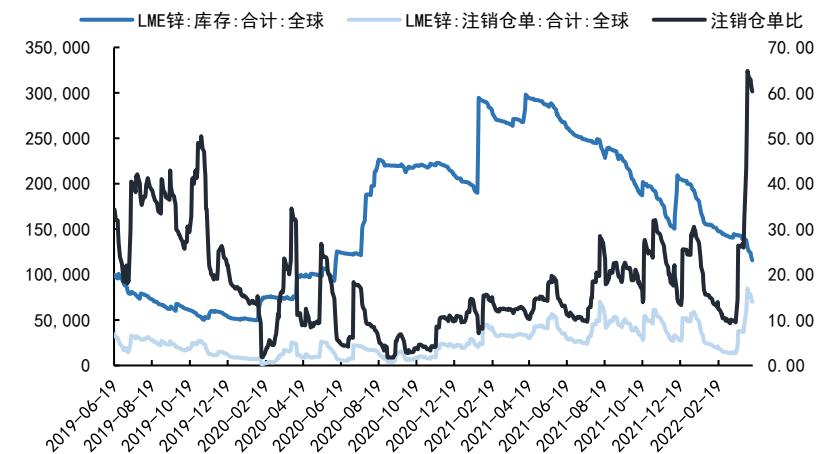
图35: LME锌锭分地区库存(吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 欧洲LME仓库几乎没有锌锭库存, 亚洲地区可交割货源也已降至4万吨以下, 容易出现逼仓行情。

图36: LME注销仓单占比

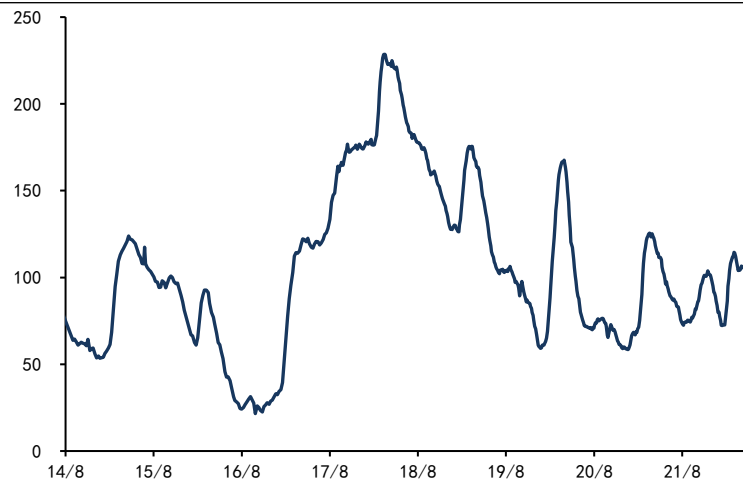


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ LME库存由注册仓单和注销仓单构成, 现货持有商将符合交割标准的货物交给交割仓库检验合格后, 交割库给持有商开具标准仓单, 即注册仓单。如果持货商不想交割, 而是将仓单注销, 则变为注销仓单。
- ◆ 注销仓单大幅增加, 造成可交割货物不足的象征, 是主力影响期货合约价格或价差的手段之一。LME锌仓单大量注销, 预示主力有挤仓意向。

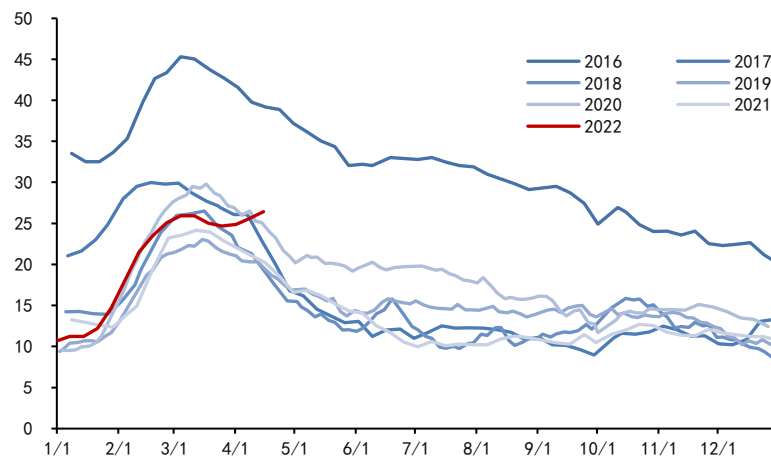
国内库存较高，旺季没有去库

图37：国内锌锭库存（万吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：国内锌锭库存季节图（万吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

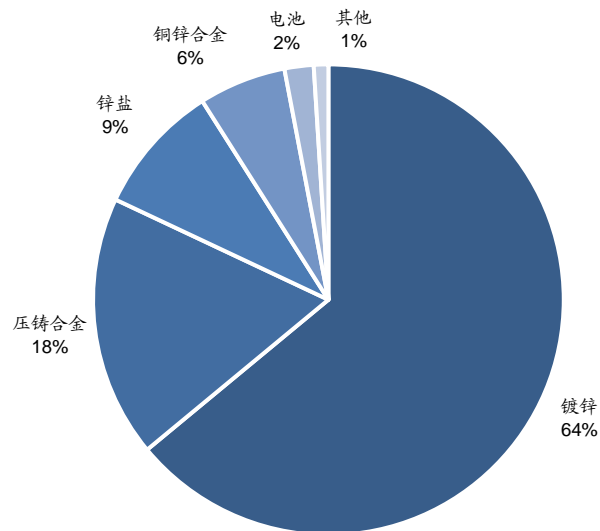
图39：保税区锌锭库存（万吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

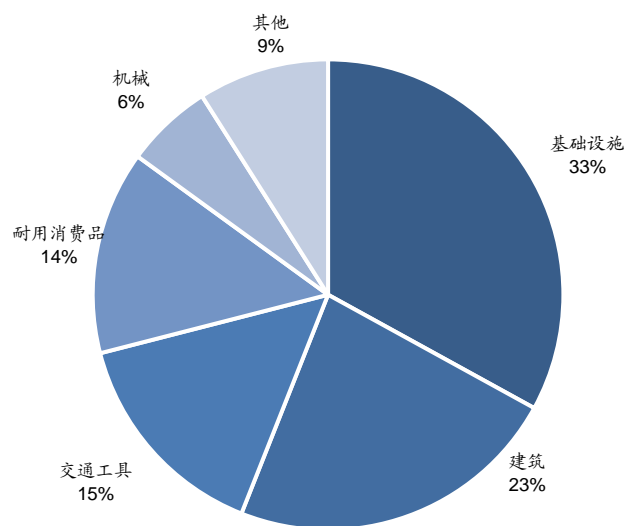
- ◆ 根据SMM数据，截至4月8日，国内主要消费地锌锭库存25.61万吨，略高于往年同期水平。保税区锌锭库存1.4万吨。
- ◆ 3月下旬以来，国内疫情多点爆发，对锌的终端需求、下游加工等环节造成较大影响，“金三银四”没有去库存，反而逆季节累库，反映国内需求偏弱的现实。

图40：国内锌直接消费领域分布



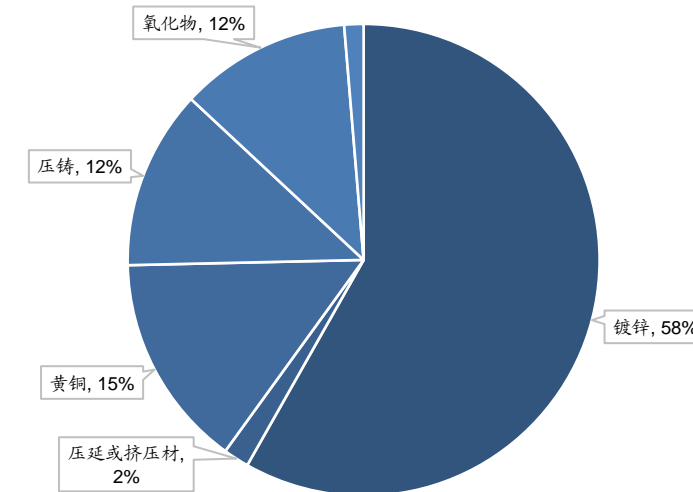
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图41：国内锌终端消费领域分布



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图42：美国锌直接消费领域分布



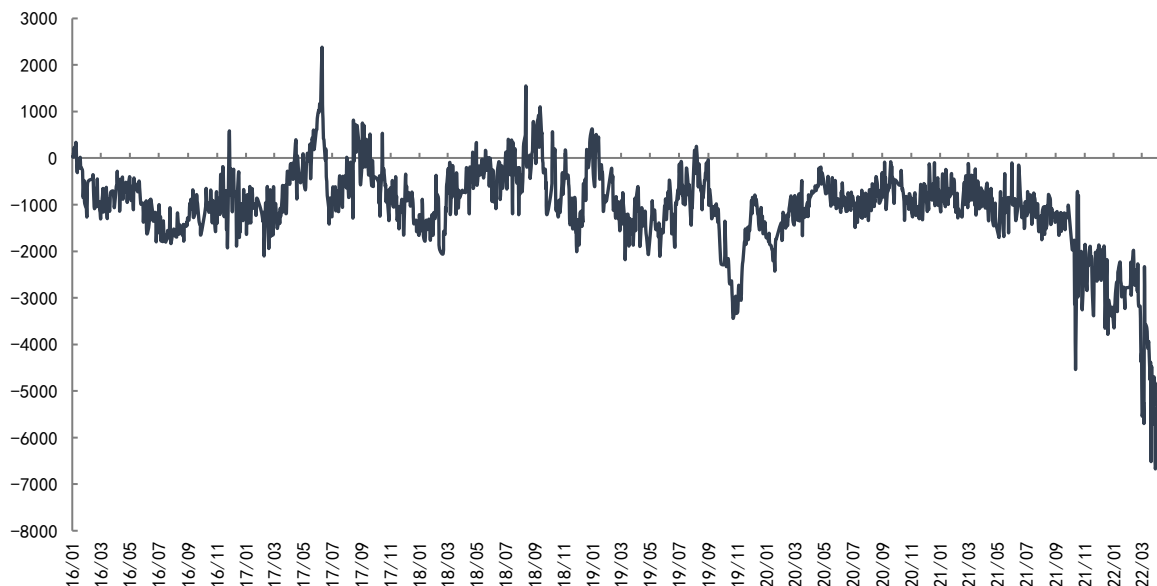
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 国内外锌消费结构类似，有60%以上用于钢材镀锌，包括镀锌板带、镀锌钢丝绳钢绞线、镀锌焊管及镀锌钢结构等。其他使用形态还有铜锌合金、压铸锌合金、氧化锌等。从终端消费领域来看，锌主要用于基础设施建设、建筑、汽车、日用消费品等领域，用途较为分散。
- ◆ 国外锌消费地主要位于北半球，大多是钢铁大国，如日本、印度、韩国、美国、德国等。中国是锌消费大国，2019年锌消费占全球53%，而且占比仍在缓慢提高，因此中国是全球锌消费的主要变量之一。
- ◆ 锌的主要应用形态之一是镀锌，镀锌钢材广泛应用于基建、建筑、汽车和家电，所以锌消费与这几个领域景气度密切相关。基础设施建设领域占国内锌消费1/3，铁塔、电器设备、板房、钢结构、公路护栏、桥梁等需要大量镀锌管、板、线材和结构件。疫情冲击过后，看好国家稳增长政策持续发力，传统领域对锌需求有一定韧性。

国内外锌价传导路径之一

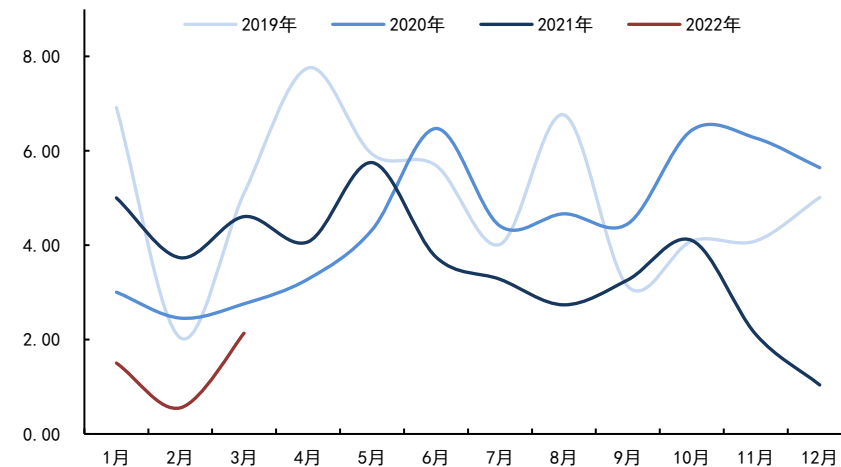
- ◆ 国外锌价远高于国内，可通过两种方式拉动国内价格。一是抑制锌锭进口，刺激锌锭出口。我国是锌锭净进口国，2019-2021年分别进口锌锭60.54万吨、54.13万吨、43.4万吨。当前锌锭进口亏损在4500-5000元/吨左右，导致锌锭进口量锐减，进而减少国内锌锭供给。
- ◆ 2022年1-3月我国进口精炼锌4.19万吨，同比下降68.6%。3月份进口精炼锌2.13万吨，同比下降53.7%。
- ◆ 2022年1-3月我国出口精炼锌1.38万吨，同比增长763%。3月份出口精炼锌0.28万吨，同比增长300%。

图43: 锌锭进口盈亏 (元/吨)



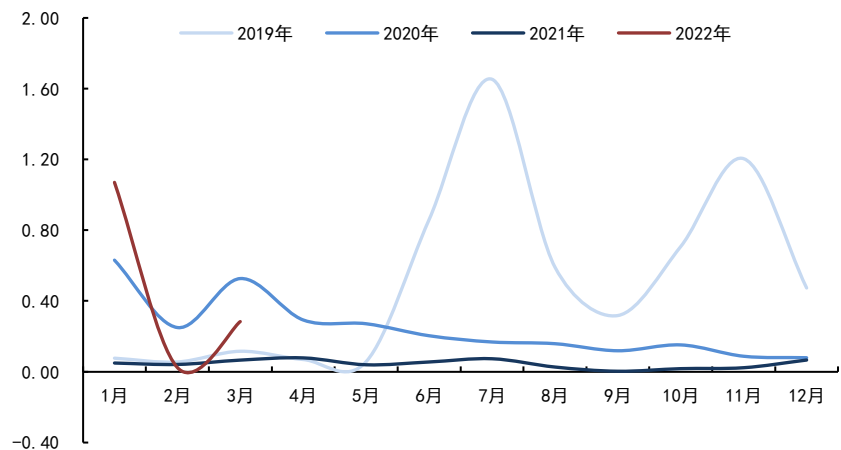
资料来源: 银河期货、国信证券经济研究所整理

图44: 锌锭月度进口量 (万吨)



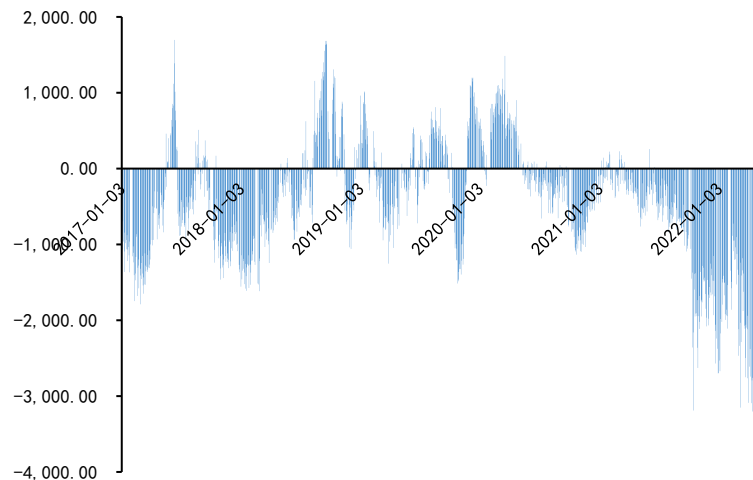
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 锌锭月度出口量 (万吨)



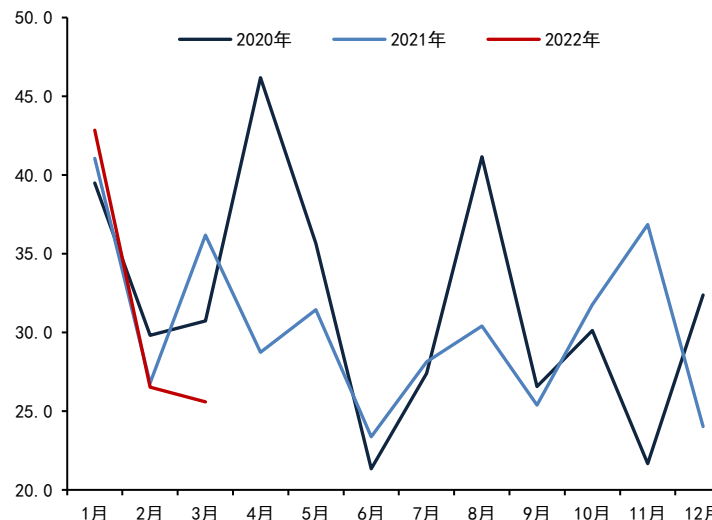
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图46: 锌精矿进口盈亏 (元/吨)



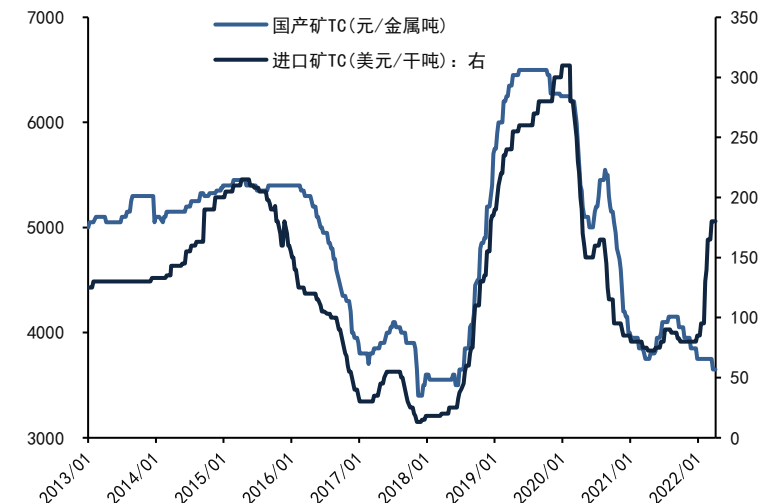
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 锌精矿月度进口量 (实物吨, 万吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 锌精矿加工费



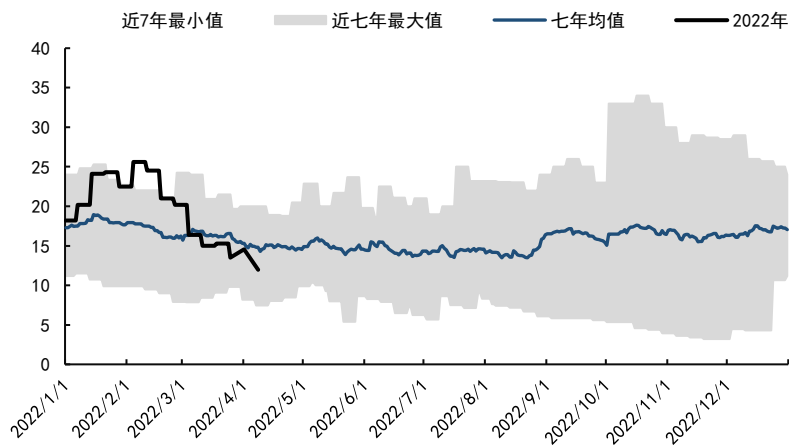
资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

- ◆ 进口锌精矿用伦锌定价，我国冶炼厂产出的锌锭用沪锌或国内现货价定价，国内外锌价差过大，导致使用进口矿生产锌锭出现亏损，继而减少进口锌精矿，而我国对进口锌精矿依存度在30%左右。最终使冶炼厂减产，减少供给。
- ◆ 我们测算近期进口锌精矿相较国产矿亏损在3000元/吨以上，明显抑制了锌精矿进口。

- ◆ 由于锌精矿进口亏损，进口量随之减少。而我国必须进口锌精矿，所以近期国产矿和进口矿加工费开始劈叉。进口矿加工费大幅上涨，零单加工费已涨至200美元/吨以上，而国产矿加工费持续下行。在金属内外价差不变的情况下，内外加工费持续背离可以缩小锌精矿进口亏损。

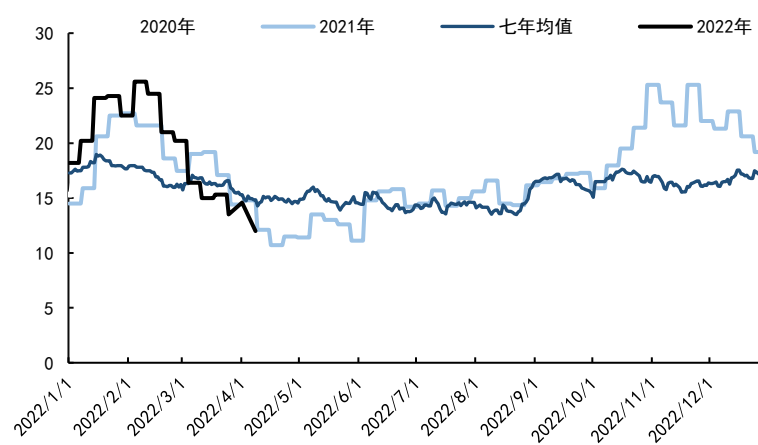
国内锌精矿库存低，冶炼厂缺原料减产

图49：锌精矿港口库存（万吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图50：锌精矿港口库存季节性图（万吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图51：中国冶炼厂锌精矿库存天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 根据上海钢联数据，截至4月8日，中国港口锌精矿库存11.99万吨，去年同期为12.1万吨，近7年同期均值为14.28万吨。港口锌精矿库存显著低于往年平均水平。考虑到疫情导致的国内供应链及其脆弱，港口到冶炼厂的发运不畅，锌精矿面临供应不足风险。
- ◆ 根据SMM数据，截至3月底，国内冶炼厂原料库存降至19.85天，反映的是进口矿亏损的情况下，冶炼厂减少进口矿采购，而国产矿供应仍显紧张，冶炼厂被动消化库存。随着冶炼厂库存减少，停产检修会随之增加。

锌供需平衡表-如何理解锌的供需平衡

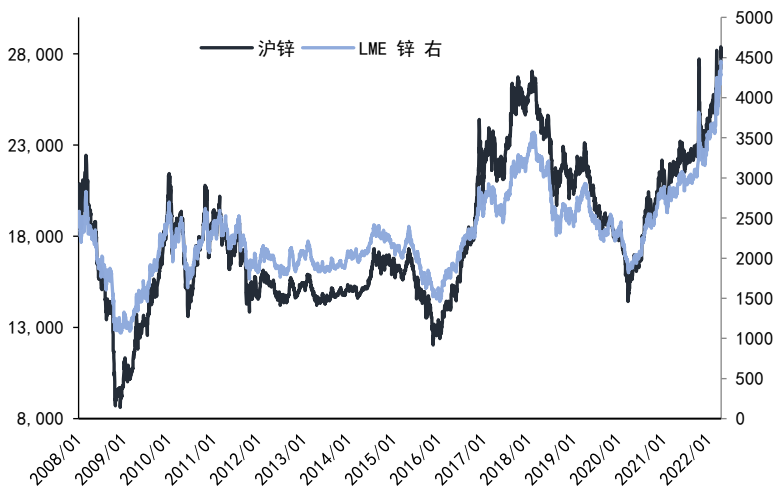
- ◆ 根据Wood Mackenzie数据，2022年全球精炼锌供应增速为0.5%，低于锌精矿2.1%的增速水平，体现的是欧洲能源价格走高对冶炼产能的影响。需求端给出2.3%的年化需求增速，以此测算2022年全球精炼锌供应短缺53.2万吨。
- ◆ **对平衡表的假设：**3月份以来中国疫情反复，影响了国内有色金属需求，而中国占全球锌需求50%以上。我们假设2022年全球精炼锌需求零增速，则全球仍有21万吨供应缺口。当2022年全球锌需求下降1.5%时，供需才基本平衡。
- ◆ 当前锌市场是低库存，尤其是国外精炼锌可交割库存库存极低，国内锌精矿库存极低。因此即使后期出现过剩，产业链也有补库存需求也可化解过剩。我们认为今年全球锌供需格局较为健康，很难见到大幅过剩。虽然近期有疫情扰动，但是大概率延续去年的供应短缺状态，叠加当下低库存格局，锌价有望维持在较高水平。

表12：全球精炼锌供需平衡表（千吨）

	精炼锌供应量	供应增速	精炼锌需求量	需求增速	供需平衡
2021年	13,867	1.4%	14,147	7.1%	-280
2022Q1	3,344	-3.4%	3,581	2.3%	-237
2022Q2	3,449	-0.5%	3,661	2.3%	-212
2022Q3	3,542	4.8%	3,603	2.3%	-61
2022Q4	3,603	1.2%	3,625	2.3%	-22
2022年	13,937	0.5%	14,469	2.3%	-532
2023年	14,586	4.7%	14,723	1.8%	-138

资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

图52: 锌价走势



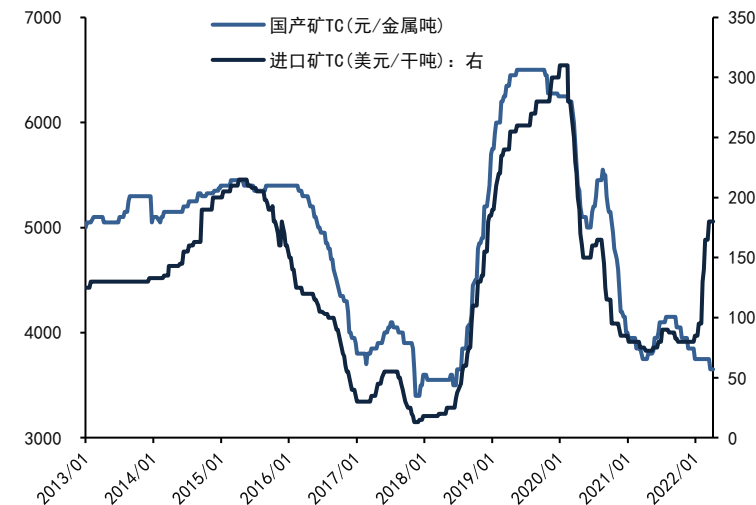
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图53: 铅价走势(元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图54: 锌精矿加工费



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

- ◆ **锌价假设依据:** 2022年初至今, 上海有色网0#锌锭现货含税均价为25789元/吨, 进入4月中旬之后, 锌价站稳在28000元/吨之上。我们考虑到当下国外锌锭显性库存极低, 面临逼仓风险; 国内锌需求受疫情影响, 反季节累库, 但产业链原料库存极低, 且进口矿矛盾短期无法缓解, 冶炼厂减产检修增多。通过我们对精炼锌平衡表的假设, 可以看出今年全球锌锭过剩概率极低, 叠加低库存现状, 我们认为今年锌价大概率维持在高位。长期看, 全球锌矿山投资不足, 2024年后大量矿山退出, 远期供应同样短缺。同时也考虑经济周期波动影响, 出于审慎考虑, 假设2022-2024年锌锭现货价均为26000元/吨。
- ◆ **铅价假设依据:** 铅的需求领域相对单一, 蓄电池占87%, 且全球超过60%铅是回收铅, 铅基本形成稳定循环, 价格波动逐年缩小。由于再生铅具备成本优势, 因此再生铅成本是铅价长期波动中枢。年初以来铅价均价为15268元/吨, 我们假设2022-2024年铅价均价为15268元/吨。
- ◆ **锌精矿加工费假设依据:** 今年全球锌精矿产量相对于冶炼产量略充裕, 但也不大幅过剩。2022年初至今锌精矿加工费均价为3750元/吨, 回顾历史价格, 这个加工费是相对中性偏低的, 考虑到二八分成及硫酸收益, 冶炼厂和矿山都能接受。我们假设2022-2024年锌精矿加工费均值为3750元/吨。

- ◆ 上市公司体系内有2个增量项目，一是彝良矿山治水完成后，年产量预计增加3-4万吨，该工程有望在2022年11月完工；二是西藏鑫湖项目，根据公司年报披露，预计有望在2022年底前完工，年化2万吨矿山金属增量。由于上述两个项目都在四季度完工，预计对2022年的产量贡献有限，其大部分增量会体现到2023年，因此我们预估2022年公司矿山铅锌金属产量略高于2021年，而2023年矿山金属产量比2022年显著增多。虽然市场对公司控股股东旗下铅锌矿资源有注入上市公司的预期，但具体事项还未明确，我们在盈利预测中暂不考虑。
- ◆ 由于公司矿山铅少锌多，铅：锌比例大概是1:2.7，因此我们仍按此比例预估两个新增项目的铅、锌产量。
- ◆ 公司冶炼产能相对充裕，具备40万吨锌和23万吨铅产能。铅、锌冶炼产量均可小幅超出设计产能。今年由于锌价重心高，二八分成收益高，硫酸价格高，副产品收益也高，因此冶炼厂有动力满产，我们假设公司锌产量能达到2020年的水平，即43.38万吨。假设铅产量以矿石产量为主，维持100%自给率。

表13: 公司铅锌产品产销量预测 (吨)

	2021年	2022年	2023年	2024年
矿产产锌金属量	241,300	248,597	281,435	288,732
冶炼产锌金属量	387,700	433,800	433,800	433,800
锌金属原料自给率	62.2%	57.3%	64.9%	66.6%
矿产产铅金属量	89,900	92,073	104,235	106,938
冶炼产铅金属量	106,700	105,667	104,235	106,938
铅金属原料自给率	84.3%	87.1%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议-绝对估值

◆ 考虑到公司业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

◆ **绝对估值：7.8-12.4元**

公司拥有国内最优质的会泽和彝良铅锌矿山，单位现金成本位于全行业成本曲线的最左端，具有非常明显的资源优势，另外加拿大塞尔温铅锌矿作为公司的远景储备，是世界上五大未开发铅锌矿床之一。公司在中游冶炼环节的布局也非常完善，整体原料自给率达到75%，产业配套布局优势明显，预计公司2022-2024年营业收入为229.6/230.3/231.6亿元，归母净利润分别为23.93/28.06/28.90亿元，同比增速309.4/17.3/3.0%，摊薄EPS分别为0.47/0.55/0.57元，当前股价对应PE为11.7/10.0/9.7X。

无杠杆beta系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去5年的剔除财务杠杆beta算数平均值（0.7488x）；由此计算出WACC为7.75%。根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值区间为7.8-12.4元。

表14：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-13.4%	16.8%	16.8%	5.7%	0.3%	0.5%	0.0%
营业成本/营业收入	82.1%	86.7%	86.7%	80.1%	78.5%	78.1%	78.1%
管理费用/营业收入	4.9%	3.7%	4.8%	5.8%	5.7%	6.0%	6.0%
销售费用/销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业税及附加/营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
所得税税率	39.3%	28.3%	65.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	112.2%	210.5%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%	95.1%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表15：资本成本假设

无杠杆Beta	0.7488
无风险利率	2.58%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	5.51
发行在外股数	5091
股票市值(E)	28053
债务总额(D)	8088
Kd	5.50%
T	15.00%
Ka	7.45%
有杠杆Beta	0.93
Ke	8.64%
E/(D+E)	77.62%
D/(D+E)	22.38%
WACC	7.75%
永续增长率（10年后）	0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC变化					
	9.51%	5.8%	6.8%	7.75%	8.8%	9.8%
永续增长率变化	3%	23.18	16.94	13.29	10.89	9.19
	2%	18.06	14.16	11.60	9.78	8.41
	1%	15.09	12.35	10.40	8.94	7.81
	0%	13.16	11.07	9.51	8.30	7.33
	-1%	11.79	10.13	8.83	7.79	6.94
	-2%	10.78	9.40	8.29	7.38	6.62
	-3%	10.00	8.82	7.84	7.04	6.35

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议-相对估值



◆ 相对估值：7.06-8.46元

选取与公司相近的铅锌资源类上市公司做比较，采用PE法估值。我们选取的可比上市公司有中金岭南、金徽股份、西藏珠峰、紫金矿业、盛达资源、西部矿业。中金岭南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，已形成铅锌采选年产金属量30万吨生产能力，直接掌控的已探明的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。金徽股份主要从事有色金属的采选及贸易，拥有锌金属资源储量 215.12 万吨，铅金属资源储量 63.77万吨，资源禀赋优异。西藏珠峰拥有子公司塔中矿业，2021年产铅精矿、锌精矿实现生产7.95万吨、13.97万吨，未来有望加速推进阿根廷盐湖开发。紫金矿业在全球范围内运营约30家主力矿山项目和一批世界级增量项目，公司在资源端的布局经过近几年艰苦的建设，克服了疫情等多重挑战，实现了一批重大旗舰项目的超预期建成投产，核心矿产品放量的阶段正好是处于大宗金属价格处于历史高位阶段，业绩有望呈现爆发式增长。盛达资源主营有色金属矿的采选和销售，下属6家矿业子公司，公司启动了发行股份购买资产事项，收购标的核心资产为猪拱塘铅锌矿，备案铅锌金属资源量达327.44万吨，平均品位达到8.97%，其中锌为6.74%。西部矿业是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，且公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利投产，自2021年开始公司铜精矿产量大幅增长，受益于铜价上行周期。上述公司2022年PE算术平均值在15倍左右。考虑到公司是国内铅锌行业龙头，拥有全球品位最高的铅锌矿山，且高品位矿山产量占公司产量80%，成本处于全球前10%，充分受益于锌价上行周期。公司是中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市平台，中铝集团及中国铜业已筹划铅锌采选冶同业竞争的整合工作，公司有望迎来加速发展期。给予公司15-18倍估值，对应股价在7.06-8.46元，市值在360亿-432亿元。

表17：同类公司估值比较

	简称	股价（4月22日）	EPS					PE					PB（2021Q4）	总市值（百万元）
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
600497.SH	驰宏锌锗	5.51	0.09	0.11	0.47	0.55	0.57	60	50	12	10	10	1.70	28,053
000060.SZ	中金岭南	4.42	0.28	0.33	0.35	0.38	0.42	16	13	13	12	11	1.50	16,133
603132.SH	金徽股份	13.87	0.41	0.53	0.63	0.77	0.88	34	26	22	18	16	—	13,565
600338.SH	西藏珠峰	20.05	0.03	0.79	1.15	1.75	2.24	599	25	17	11	9	14.97	18,330
601899.SH	紫金矿业	11.33	0.25	0.60	0.92	0.99	1.08	45	19	12	11	10	4.76	291,698
000603.SZ	盛达资源	12.36	0.42	0.63	0.76	0.86	—	29	20	16	14	—	3.88	8,528
601168.SH	西部矿业	13.24	0.38	1.23	1.38	1.44	—	35	11	10	9	—	2.90	31,551

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；备注：中金岭南、金徽股份、西藏珠峰、盛达资源盈利预测来自Wind一致预期

◆ 投资建议：7.8-8.5元

综上几个方面估值，我们认为公司股票价值在7.8-8.5元之间，2022年动态市盈率在16-18倍之间，相对于公司目前的股价有41%-54%左右的空间，对应总市值在384-432亿元之间。我们认为公司是国内铅锌行业龙头，拥有全球最优质铅锌矿山，盈利能力强，有望借助控股股东整合铅锌采选冶实现加速发展，维持“买入”评级。

盈利预测调整说明

◆ 盈利预测变化

上调盈利预测。公司以铅锌金属采选冶及贸易为主业，公司营业收入和盈利水平主要受公司产品销售价格和产销量影响。在控股股东资产注入上市公司之前，公司产品产销量变动较小，因此产品销售价格成为公司业绩波动的主要因素。公司生产的锌、铅、白银、锗等产品均为大宗商品原材料，价格波动较大。2020年以来受疫情冲击、各国货币政策变动、地缘政治冲突、能源危机等因素影响，大宗商品价格也呈现大幅波动，且波动率明显增大。因此盈利预测的波动主要来自对公司主营有色金属价格的假设变动。

我们将2021年10月25日外发的公司季报点评报告做出的盈利预测及假设与本报告做对比如下，可以看出盈利预测差异主要来自对锌价假设的变动。如前述“商品价格假设”页当中已做说明，我们上调对锌价的假设，主要基于俄乌冲突加剧了全球能源价格上涨，对锌冶炼生产扰动增加，造成供应收缩；其次2021年三季度报点评时LME锌库存20万吨，而当前仅剩10万吨，可交割货源不足3.4万吨，LME锌期货合约BACK扩大也表明有逼空迹象。2022年初至今锌均价近26000元/吨，因此我们相较去年三季度报点评上调了锌价假设。

表18: 前次报告与本次报告假设条件及盈利预测变动

假设条件	锌价	锌精矿加工费	铅价	银价	2022年盈利预测	2023年盈利预测
单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/千克	百万元	百万元
2021年三季度	22725	4100	15250	5135	1821	2089
本报告	26000	3750	15268	5000	2393	2806

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 公司业绩对锌价敏感性测试

2021年锌产品营业收入占公司营业收入近75%，锌产品毛利润占公司总毛利润58%，因此锌价变动对公司盈利影响较大。我们以锌价为变量，对公司盈利进行敏感性测试如下表。可以看出公司业绩对锌价波动有较大弹性。

表19: 公司业绩对锌价敏感性测试

锌价假设（国内0#锌现货价，含税）	2022年盈利预测（百万元）	2023年盈利预测（百万元）
20000	1177	1456
23000	1785	2131
26000	2393	2806
28000	2798	3256
30000	3203	3706
32000	3608	4156

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值调整说明

◆ 上调合理估值区间

我们于2021年1月外发了公司的首次覆盖深度报告，给出的合理估值区间是7.17-7.51元，2021年PE为24-30倍，假设锌价21000元/吨，铅价14000元/吨，由此得出公司2021年和2022年的归母净利润分别为15.21亿元和16.56亿元。本次深度报告给出合理估值区间为7.8-8.5元，2022年PE为16-18倍，股价重心比上次预测小幅提高了11%，每股盈利上调而市盈率下调。上调每股盈利已在上页说明，下调PE主要基于同行业上市公司对比，以及商品价格已经处于历史高位，出于审慎考虑适当降低PE。

表 20：2021年1月深度报告做出的相对估值区间

代码	简称	股价 1月7日	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
600497	驰宏锌锗	5.11	0.15	0.21	0.30	33.5	23.8	17.1	1.3	12.6	26016
同类公司：											
000060	中金岭南	4.91	0.24	0.22	0.24	20.5	22.2	20.1	1.3	-63.7	17527
000426	兴业矿业	7.83	0.06	0.10	0.59	140.8	75.7	13.2	2.5	9.1	14385
000603	盛达资源	16.61	0.65	0.66	0.98	25.6	25.1	16.9	5.0	1018.5	11460
均值						62.3	41.0	16.7	2.9	NA	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测；备注：中金岭南、兴业矿业、盛达资源来自Wind一致预期

表21：本次深度报告做出的相对估值区间

	简称	股价 (4月22日)	EPS					PE					PB (2021Q4)	总市值 (百万元)
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
600497.SH	驰宏锌锗	5.51	0.09	0.11	0.47	0.55	0.57	60	50	12	10	10	1.70	28,053
000060.SZ	中金岭南	4.42	0.28	0.33	0.35	0.38	0.42	16	13	13	12	11	1.50	16,133
603132.SH	金徽股份	13.87	0.41	0.53	0.63	0.77	0.88	34	26	22	18	16	—	13,565
600338.SH	西藏珠峰	20.05	0.03	0.79	1.15	1.75	2.24	599	25	17	11	9	14.97	18,330
601899.SH	紫金矿业	11.33	0.25	0.60	0.92	0.99	1.08	45	19	12	11	10	4.76	291,698
000603.SZ	盛达资源	12.36	0.42	0.63	0.76	0.86	—	29	20	16	14	—	3.88	8,528
601168.SH	西部矿业	13.24	0.38	1.23	1.38	1.44	—	35	11	10	9	—	2.90	31,551

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；备注：中金岭南、金徽股份、西藏珠峰、盛达资源盈利预测来自Wind一致预期

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在7.8-8.5元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.58%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为0.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司2022年16-18倍PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为：锌价有望维持高位，尤其是在全球范围内能源危机冲击、地缘政治风险爆发及中国稳增长等背景之下，加剧了锌矿产资源的供需错配。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如供给超预期释放，或需求增长速度不及预期，从而导致大宗金属价格有可能大幅下跌的风险。

政策和环境风险

公司在加拿大等地拥有矿山资源的采矿权，海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

市场风险

公司在全球矿山行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	830	1238	2518	3890	531	营业收入	19165	21717	22961	23030	23155
应收款项	34	35	37	37	37	营业成本	16611	18101	18394	18075	18077
存货净额	1576	1469	1486	1448	1444	营业税金及附加	181	268	283	284	286
其他流动资产	229	247	261	262	264	销售费用	91	33	35	35	35
流动资产合计	2669	2989	4302	5637	7076	管理费用	919	1399	1321	1304	1378
固定资产	14573	13295	12586	11805	10982	研发费用	54	74	78	79	79
无形资产及其他	10850	11285	10833	10382	9931	财务费用	391	299	253	207	162
投资性房地产	969	914	914	914	914	投资收益	25	(10)	0	0	0
长期股权投资	178	107	107	72	36	资产减值及公允价值变动	655	252	0	0	0
资产总计	29239	28590	28743	28809	28939	其他收入	(1336)	(541)	451	451	451
短期借款及交易性金融负债	4113	3584	3584	3584	3584	营业利润	317	1317	2597	3046	3138
应付款项	1580	1423	1440	1403	1400	营业外净收支	(58)	(478)	0	0	0
其他流动负债	781	1000	1028	1003	1004	利润总额	259	839	2597	3046	3138
流动负债合计	6474	6007	6052	5990	5988	所得税费用	170	300	390	457	471
长期借款及应付债券	5309	4504	4504	4504	4504	少数股东损益	(383)	(45)	(185)	(217)	(223)
其他长期负债	406	882	882	882	882	归属于母公司净利润	472	584	2393	2806	2890
长期负债合计	5715	5385	5385	5385	5385	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12189	11393	11437	11375	11374	净利润	472	584	2393	2806	2890
少数股东权益	2422	2375	2366	2355	2344	资产减值准备	529	(403)	42	(11)	(18)
股东权益	14629	14822	14940	15079	15221	折旧摊销	1224	1367	1619	1744	1791
负债和股东权益总计	29239	28590	28743	28809	28939	公允价值变动损失	(655)	(252)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	391	299	253	207	162
2020	2021	2022E	2023E	2024E		营运资本变动	710	278	53	(36)	(17)
每股收益	0.09	0.11	0.47	0.55	0.57	其它	(105)	401	(51)	0	7
每股红利	0.20	0.11	0.45	0.52	0.54	经营活动现金流	2174	1974	4054	4504	4653
每股净资产	2.87	2.91	2.93	2.96	2.99	资本开支	0	367	(500)	(500)	(500)
ROIC	2%	6%	10%	12%	13%	其它投资现金流	4	0	0	0	0
ROE	3%	4%	16%	19%	19%	投资活动现金流	18	439	(500)	(464)	(464)
毛利率	13%	17%	20%	22%	22%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	12%	14%	14%	负债净变化	2674	(805)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	17%	20%	20%	支付股利、利息	(993)	(556)	(2275)	(2668)	(2748)
收入增长	17%	13%	6%	0%	1%	其它融资现金流	(5577)	717	0	0	0
净利润增长率	-39%	24%	309%	17%	3%	融资活动现金流	(2219)	(2005)	(2275)	(2668)	(2748)
资产负债率	50%	48%	48%	48%	47%	现金净变动	(27)	408	1280	1372	1441
息率	3.5%	2.0%	8.1%	9.5%	9.8%	货币资金的期初余额	858	830	1238	2518	3890
P/E	59.5	48.0	11.7	10.0	9.7	货币资金的期末余额	830	1238	2518	3890	531
P/B	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	0	2665	3593	3974	4079
EV/EBITDA	15.6	12.0	9.8	8.7	8.5	权益自由现金流	0	2577	3633	3702	3837

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032