



# 驰宏锌锗 (600497.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 锌光熠熠，高质发展

### 投资逻辑

**锌铅资源优质，核心技术指标行业领先。**公司铅锌资源量 3200 万吨，矿山年产能 39 万吨，锌铅冶炼年产能 63 万吨，锌产品是公司主要利润来源，2022 年贡献 76% 营收和 69% 毛利。1H2023 公司矿山产铅 4.16 万吨，矿山产锌 12.19 万吨，生产锌产品 26.4 万吨，铅产品 8.27 万吨，均实现同比增长；营收 110.13 亿元，同比 +1.06%，归母净利润 10.69 亿元，同比 +5.01%。公司矿山资源优质，会泽矿业为世界品位最高的在产单体矿山，依托高品位矿山资源和持续科技创新，公司采选冶核心技术指标领先行业，显著降低生产成本，增厚利润空间。预计 2023-2025 年锌、铅产品销量维持 48 万吨和 23 万吨，铅锌价格小幅上涨，锌锭含税均价为 2.17/2.2/2.2 万元/吨，铅锭含税均价为 1.58/1.6/1.6 万元/吨。

**矿山建设进行时，资源稳步接续保障可持续发展。**驰宏会泽矿业安全高效标杆矿山项目预计 2025 年 12 月建成，为公司高质量发展增添动能；西藏鑫湖矿业洞中拉项目预计 2023 年底全部建设完成，高品位矿山投产后将为公司降本增量做出贡献；彝良驰宏毛坪铅锌矿资源持续接替工作主体工程 2022 年 9 月完工，铅锌金属年产能 13 万吨，未来将贡献矿产铅锌增量。公司关注资源消耗与增储动态平衡，连续 19 年资源增量大于消耗量，实现资源稳步接续。

**布局战略新兴产业，提升产品附加值。**公司锌合金和锗产业属于战略新兴产业，均为上游铅锌采选冶延伸产业，一体化优势显著。

(1) 驰宏新材料厂拥有锌合金年产能 12 万吨，依托自产优质锌片及采选冶产业链降低成本，锌合金售价高出传统锌锭 400 元/吨，产品盈利空间显著提升。会泽冶炼 6 万吨/年锌合金技改项目投产 2.4 万吨，有望优化公司产品结构、实现量利齐升。(2) 伴随锗产量提升和研发项目产业化应用，锗产品毛利率从 2016 年的 3.74% 稳步提升至 2022 年的 39.93%，成为公司毛利率排名第二的产品。预计 2023-2025 年锗产品销量维持 60 吨。

**定位集团锌铅矿业平台，集团资产注入可期。**公司与中铝集团、中国铜业下属的金鼎锌业、青海鸿鑫、云铜锌业存在同业竞争，上述企业 2022 年生产矿产铅锌约 15 万吨、冶炼锌 20 万吨。据公司 2023 年半年报，2018 年 12 月底中铝集团和中国铜业承诺 5 年内解决与公司的同业竞争问题，当前承诺期限临近，预计上述资产注入上市公司后将大幅提升产品产销规模及可持续发展能力。

### 盈利预测&投资建议

在不考虑集团资产注入的情况下，预计公司 2023-2025 年营收分别为 223/228/231 亿元，实现归母净利润分别为 19.28/21.07/25.64 亿元，EPS 分别为 0.38/0.41/0.50 元，对应 PE 分别为 14.28/13.07/10.74 倍。参考可比公司 2023 年 19 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 7.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

产品价格大幅波动；资产注入进度不及预期；项目建设不及预期；资产减值风险。

### 金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

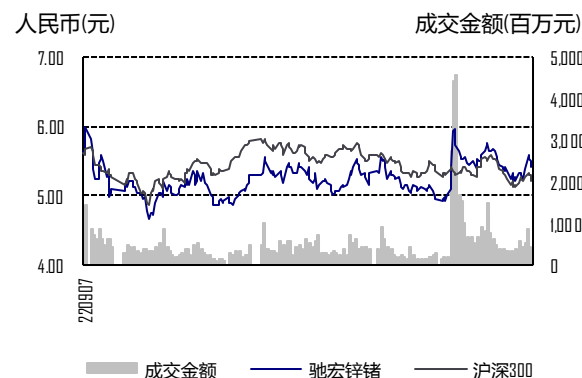
lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.41 元

目标价 (人民币)：7.60 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,717	21,900	22,305	22,796	23,084
营业收入增长率	13.31%	0.85%	1.85%	2.20%	1.27%
归母净利润(百万元)	584	670	1,928	2,107	2,564
归母净利润增长率	23.91%	14.58%	187.98%	9.27%	21.68%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.13	0.38	0.41	0.50
每股经营性现金流净额	0.64	0.67	0.66	0.70	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.94%	4.49%	11.89%	11.89%	13.03%
P/E	43.47	38.47	14.28	13.07	10.74
P/B	1.71	1.73	1.70	1.55	1.40

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、锌铅资源龙头，持续高效发展.....	5
二、矿山资源优质，采选冶一体化优势显著.....	7
2.1 铅锌矿山资源优质，金属产量显著提升.....	7
2.2 自有矿山配套，持续创新提升冶炼回收率.....	10
三、布局战略新兴产业，实现高质量发展.....	11
3.1 镀锌需求持续提升.....	11
3.2 布局锌合金新兴产业，产品附加值显著提升.....	14
3.3 专精特新，做优做强锗产业.....	15
四、铅锌需求稳中有增，价格具有支撑.....	16
4.1 供给趋紧，锌需求存在增长空间.....	16
4.2 消费稳中有增，铅供需平衡转向紧缺.....	17
五、集团资产注入可期，深化公司发展动能.....	19
六、盈利预测与投资建议.....	23
6.1 核心假设.....	23
6.2 盈利预测.....	24
6.3 估值及投资建议.....	25
七、风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构图（截至 2023 年半年报） .....	5
图表 2： 1H2023 营收同比增长 1.06%.....	6
图表 3： 1H2023 归母净利润同比增长 5.01%.....	6
图表 4： 锌铅产品贡献公司主要营收.....	6
图表 5： 锌铅产品是公司主要利润来源.....	6
图表 6： 公司毛利率维持稳定.....	7
图表 7： 公司在产矿山年产能 39 万吨.....	7
图表 8： 1H2023 铅锌金属产量显著提升.....	8
图表 9： 铅锌选矿回收率持续优化.....	8
图表 10： 会泽矿业保有铅锌资源量 192 万吨.....	8
图表 11： 彝良矿业保有铅锌资源 113 万吨.....	9
图表 12： 荣达矿业保有铅锌资源 125 万吨.....	9
图表 13： 永昌铅锌矿保有铅锌资源 17 万吨.....	9
图表 14： 澜沧铅矿保有铅锌资源共计 74 万吨.....	10



图表 15:	西藏鑫湖矿业保有铅锌资源 26 万吨	10
图表 16:	塞尔温驰宏铅锌资源量约 2690 万吨	10
图表 17:	公司拥有锌铅冶炼产能 63 万吨	11
图表 18:	铅锌冶炼产品产量同比增长	11
图表 19:	铅锌冶炼回收率呈现上涨趋势	11
图表 20:	2022 年锌凭借其良好的耐腐蚀性大量用于镀锌领域	12
图表 21:	2021 年基础设施和建筑是锌终端消费的主要领域	12
图表 22:	电镀锌和热镀锌优劣势对比	12
图表 23:	房地产竣工回暖（单位：%）	13
图表 24:	家电销量与房地产竣工面积正相关（单位：%）	13
图表 25:	输电线路铁塔要求镀锌层厚度最少为 55 $\mu$ m	13
图表 26:	预测 2023 年特高压线路累计达到 4.63 万公里	14
图表 27:	我国铁路电化率逐年提升	14
图表 28:	热镀锌表面镀层	14
图表 29:	锌合金产量复合增长率 20.75%	15
图表 30:	锌合金比锌锭单吨售价高约 400 元	15
图表 31:	红外领域是锗最主要应用领域	15
图表 32:	2023 年锗价涨后回落	15
图表 33:	1H2023 锗产品产量 32.1 吨	16
图表 34:	锗产品毛利率稳步提升	16
图表 35:	2022 年全球锌精矿产量下降 2.5%至 1247.6 万吨	16
图表 36:	2022 年全球精炼锌产量下降 4.1%至 1328.6 万吨	16
图表 37:	2023 年锌价震荡	17
图表 38:	2022 年全球锌矿勘探支出回升 58%	17
图表 39:	2022 年全球精炼锌需求减少 3.3%至 1359 万吨	17
图表 40:	ILZSG 预测 2023 年全球精炼锌仍保持紧缺	17
图表 41:	铅价震荡运行	18
图表 42:	ILZSG 预测全球精炼铅供需紧平衡	18
图表 43:	2022 年原生铅主要用于生产铅酸电池	18
图表 44:	2022 年再生铅主要用于生产铅酸电池及焊料	18
图表 45:	铅酸电池具备增长空间	19
图表 46:	集团下属铅锌生产企业包括金鼎锌业、青海鸿鑫和云铜锌业	19
图表 47:	2022 年中铜下属企业除公司外矿产铅锌 15 万吨	20
图表 48:	2022 年中铜下属企业除公司外冶炼产锌 20 万吨	20
图表 49:	2021 年前三季度金鼎锌业营收 13.52 亿元	20



图表 50:	2021 年前三季度金鼎锌业净利润 2.36 亿元.....	20
图表 51:	兰坪铅锌矿铅锌资源量 963.3 万吨.....	21
图表 52:	金鼎矿业矿产锌量显著提升.....	21
图表 53:	2022 年金鼎锌业生产冶炼锌 9.3 万吨.....	21
图表 54:	牛苦头矿区采选工程分两期建设.....	21
图表 55:	青海鸿鑫规划牛苦头矿区改扩建项目.....	22
图表 56:	云铜锌业 1H2023 营业收入 9.4 亿元.....	22
图表 57:	云铜锌业 1H2023 净利润 0.91 亿元.....	22
图表 58:	2022 年云铜集团矿产铅锌金属 3.83 万吨.....	23
图表 59:	2022 年云铜集团生产锌产品 10.36 万吨.....	23
图表 60:	营业收入及毛利预测.....	24
图表 61:	可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至 2023 年 9 月 7 日收盘）.....	25

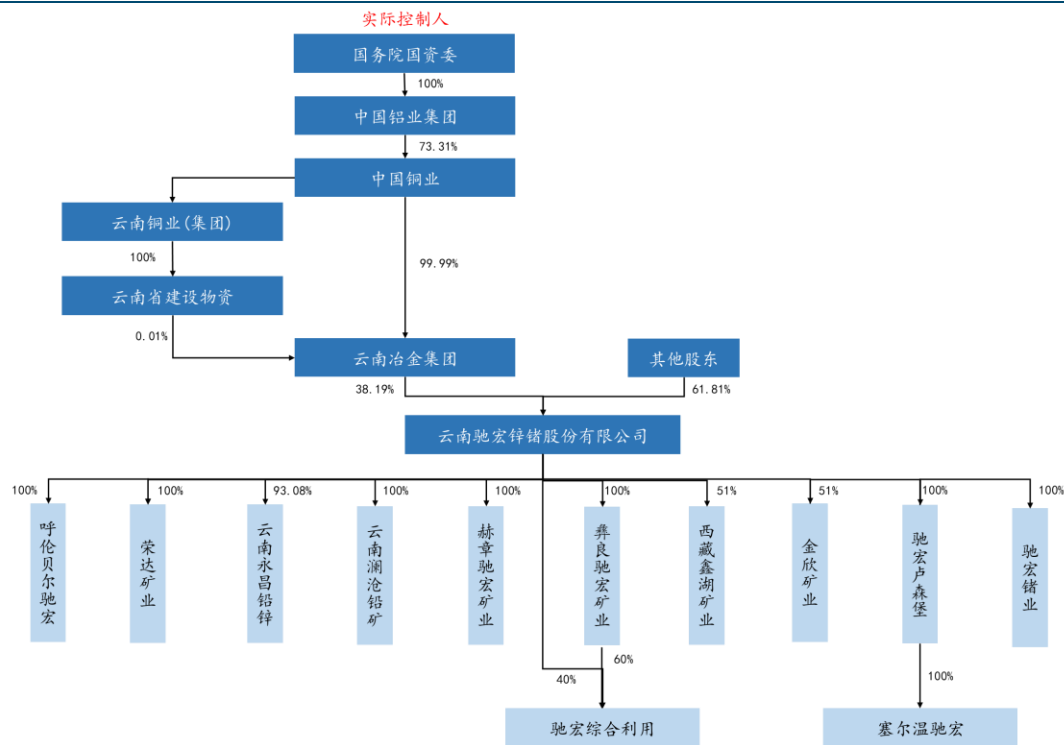


## 一、锌铅资源龙头，持续高效发展

驰宏锌锗主要从事锌、铅、锗系列产品的采选、冶炼、深加工、销售与贸易。经过 70 余年的发展，公司已形成集采矿、选矿、冶金、化工、深加工、贸易和科研为一体的完整产业链。公司始终坚持资源第一战略，以国内外主要成矿带为重点整合区域，加大优质资源整合，国内形成西南、东北、西部和华南四大铅锌锗产业基地。

截至 2023 年半年报，云南冶金集团为公司第一大股东，直接持有公司 38.19% 的股权，公司的实际控制人为国务院国资委。

图表1：公司股权结构图（截至 2023 年半年报）



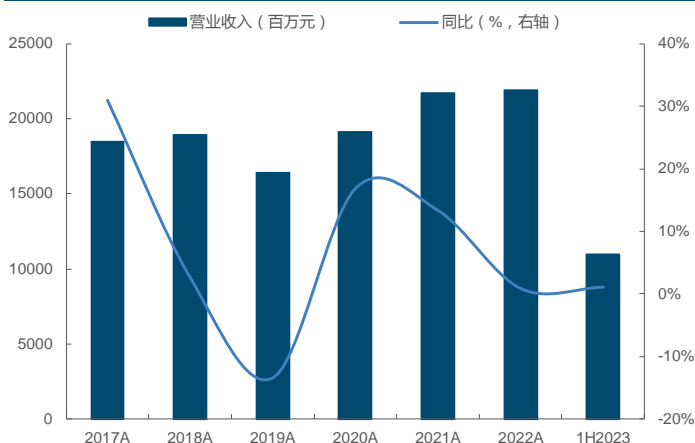
来源：iFinD，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

公司整体经营稳健，2022 年公司营收规模 219 亿元，同比增长 0.85%。2022 年公司实现归母净利润为 6.70 亿，同比增长 14.58%。2022 年底，公司对呼伦贝尔驰宏、云南澜沧铅矿、彝良驰宏矿业等资产计提减值损失，全年资产减值损失达到 13.03 亿元，对业绩产生拖累。

2023 年上半年公司营业收入为 110.13 亿元，同比增长 1.06%，上半年公司铅锌产品产量大幅增长，但产品价格同比有所回落，拖累营收规模增速，实现归母净利润 10.69 亿元，同比增长 5.01%。

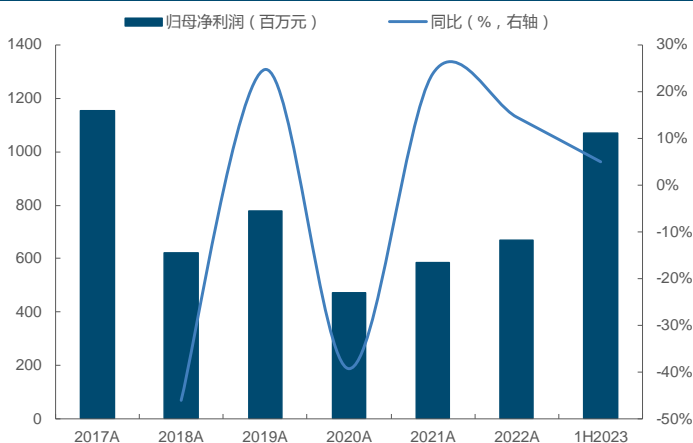


图表2: 1H2023 营收同比增长 1.06%



来源: 公司 2017-2022 年年报, 公司 2023 年半年报, 国金证券研究所

图表3: 1H2023 归母净利润同比增长 5.01%

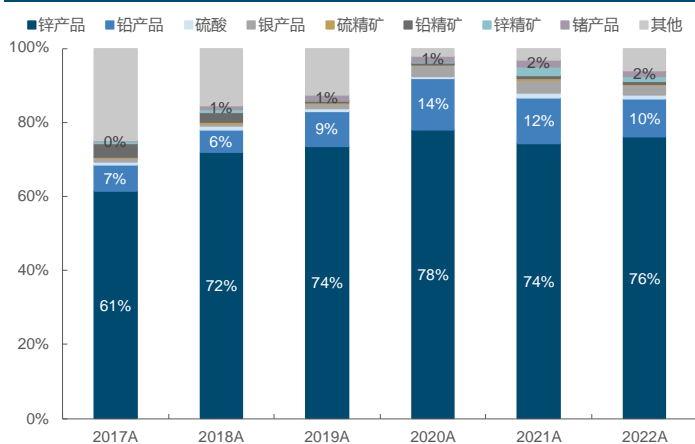


来源: 公司 2017-2022 年年报, 公司 2023 年半年报, 国金证券研究所

公司主业围绕铅锌业务展开, 锌产品和铅产品是公司两大核心产品, 为公司贡献主要营收及利润。2022 年锌产品和铅产品两大核心业务合计营收占比达到 86%, 毛利占比接近 75%, 其中锌产品自 2016 年的营收占比一直处于增长状态, 2020 年营收占比高达 77.97%, 21 年略有下降, 但总体处于上升趋势, 毛利占比则是震荡上升趋势, 且始终高于 50%。

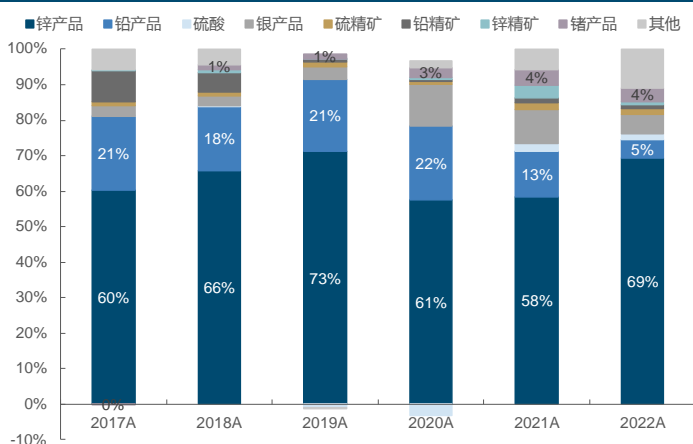
除铅锌主业之外, 公司锗产品的毛利占比在近年来呈现显著提升的趋势, 从 2018 年占比 1.45% 逐步涨至 2022 年的 4.05%。公司自有矿山伴生锗资源超 600 吨, 同时拥有锗产品含锗产能 60 吨/年, 锗产品对营收及毛利贡献有望持续提升, 成为公司具有竞争力的业务板块。

图表4: 锌铅产品贡献公司主要营收



来源: 公司 2017-2022 年年报, 国金证券研究所

图表5: 锌铅产品是公司主要利润来源



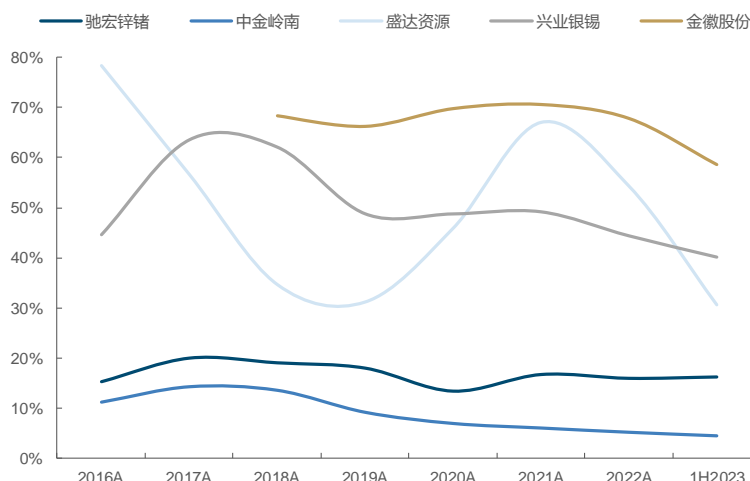
来源: 公司 2017-2022 年年报, 国金证券研究所

公司主要利润来源为锌、铅产品销售, 除冶炼自有矿山生产的锌铅金属外, 还通过外购铅精矿、锌精矿充分利用冶炼产能, 由于外购矿石冶炼仅赚取加工费, 盈利空间较薄。但公司自有矿山品位较高, 并且采选冶核心技术指标行业领先, 近几年同行业公司毛利率明显下滑, 公司毛利率维持稳定。





图表6：公司毛利率维持稳定



来源：iFinD，国金证券研究所

## 二、矿山资源优质，采选冶一体化优势显著

### 2.1 铅锌矿山资源优质，金属产量显著提升

公司以铅锌锗业务为主线，目前已形成了国内云南、内蒙古及西藏的资源区域布局，同时在海外拥有塞尔维亚，拥有铅、锌、铜、银等多类金属品种矿山。截至 2023 年半年报，公司保有铅锌资源量超过 3200 万吨，已探明的锗资源储量超过 600 吨，约占全国保有储量的 17%。公司铅锌矿山整体出矿品位为 15.98%，远高于行业 6.5% 的平均水平。公司重点关注资源消耗与资源增储动态平衡，连续 19 年实现资源增量大于消耗量，保持资源总量稳定增长。

公司目前在产矿山主要有会泽矿业、彝良矿业、荣达矿业、永昌铅矿和澜沧铅矿，产能合计为 39 万吨/年。西藏鑫湖矿业洞中拉项目为在建项目，设计产能为 2.5 万吨/年，预计 2023 年底全部建设完成。

图表7：公司在产矿山年产能 39 万吨

矿山	产能（万吨/年）	铅锌品位（%）	状态
会泽矿业	17	27-28	在产
彝良矿业	13	21-22	在产
荣达矿业	5	5-6	在产
永昌铅矿	3	9-11	在产
澜沧铅矿	1	5-6	在产
西藏鑫湖矿业	2.5	13-14	在建
合计	41.5		

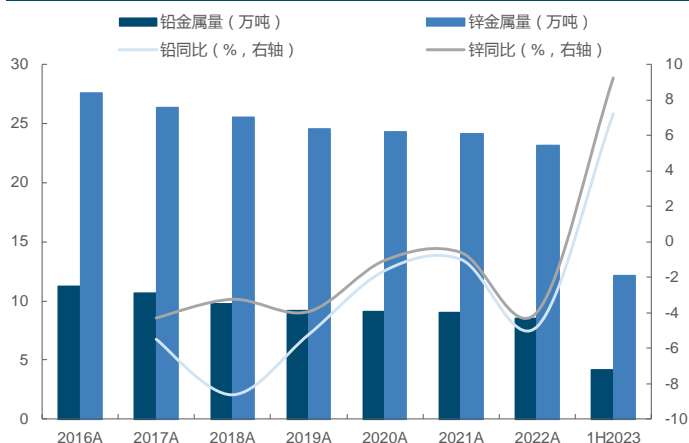
来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

依托丰富优质的矿山资源，公司依据铅锌行业周期实施弹性生产，2023 年上半年公司铅锌平均出矿品位回升 1.48 个百分点至 15.98%，矿山产铅金属量 4.16 万吨，同比增长 7.22%，矿山产锌金属量 12.19 万吨，同比增长 9.23%。

公司持续突破采选关键核心技术，铅锌选矿回收率行业领先。2023 年上半年，公司平均铅选矿回收率达到 89.55%，超出行业平均水平 5.36 个百分点，荣达矿业铅选矿回收率 94%，达到行业最优水平；公司平均锌选矿回收率 95.18%，超出行业平均水平 5.44 个百分点，彝良矿业锌选矿回收率 96.26%，位居行业最优水平。

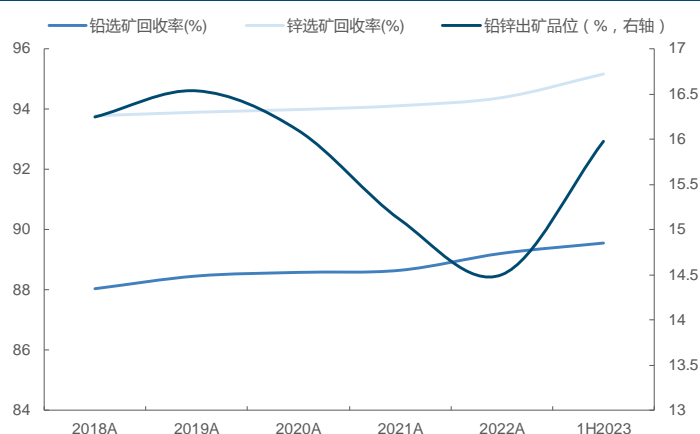


图表8：1H2023 铅锌金属产量显著提升



来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

图表9：铅锌选矿回收率持续优化



来源：公司 2018-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### (1) 会泽矿业——世界品位最高的在产单体矿山

驰宏会泽矿业为世界级高品位矿山，截至 2023 年半年报保有铅金属资源量 50.21 万吨，锌金属资源量 142.41 万吨，银金属 598 吨和伴生锗金属 283 吨，年产能 17 万吨。会泽矿业资源品质较优，2023 年上半年平均出矿品位达到 25.3%，高于国内外在产铅锌矿山的开采品位，是世界品位最高的在产矿山。

驰宏会泽矿业安全高效标杆矿山项目 8 月底开工建设，预计 2025 年 12 月建成，将打造“安全、高效、绿色、智能”的行业经典矿山，系列工程项目的投产落地，为公司持续高质量发展注入了动能。

图表10：会泽矿业保有铅锌资源量 192 万吨

矿山名称	主要品种	资源量		储量	
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)
会泽矿业	铅	502,081	6.38	157,566.70	7.52
	锌	1,424,107	18.1	430,844.60	20.52
	银	598	76	160.65	76
	锗	283	36	76.1	36

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### (2) 彝良矿业——科技创新绿色矿山

彝良铅锌矿是公司另一主力矿山，截至 2023 年 6 月底，彝良矿业保有铅金属资源量 27.77 万吨，锌金属资源量 84.87 万吨，银金属 444 吨，伴生锗金属 127 吨。彝良驰宏地质找探矿工程于 2022 年 9 月达到地质目的，项目新增探明+控制+推断铅锌矿石 629 万吨，铅+锌金属量 162.60 万吨，品位 25.83%。彝良驰宏毛坪铅锌矿资源持续接替工作主体工程于 2022 年 9 月完工，采矿生产能力 60 万吨/年，年产铅锌金属量 13 万吨。彝良驰宏低碱工艺选矿回收率创行业第一标杆，Neto 锗渣综合利用原创技术突破行业技术瓶颈成为公司“杀手锏”技术，Neto 锗渣综合利用技术项目 2023 年 4 月投产，产出二氧化锗 1.8 吨，促进公司锗产业进一步发展。




**图表11：彝良矿业保有铅锌资源 113 万吨**

矿山名称	主要品种	资源量		储量	
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)
彝良矿业	铅	277,665	4.96	322,447.32	5.67
	锌	848,653	15.17	921,332.27	16.89
	银	444	79	514.54	73
	锗	127	23	142.41	21

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### (3) 荣达矿业——技改项目投产提升产能

公司 2013 年通过配股募集资金收购云南冶金集团持有的荣达矿业 51% 股权，2016 年通过定向增发收购剩余 49% 股权，荣达矿业成为公司全资子公司。2017 年公司通过定向增发募集资金用于荣达矿业铅锌银矿深部资源接替技改工程项目，2022 年该项目顺利结项，矿山产能提升至 100 万吨/年，年产铅锌金属量 5 万吨。

**图表12：荣达矿业保有铅锌资源 125 万吨**

矿山名称	主要品种	资源量		储量	
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)
荣达矿业	铅	557,501	3.09	179,986.80	2.96
	锌	696,330	3.85	231,368.40	3.81
	银	2329	114.61	477.16	72.28

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### (4) 永昌铅锌——冶炼实现扭亏为盈

云南永昌铅锌股份有限公司始建于 1958 年，位于云南省保山市龙陵县勐糯镇。2011 年 5 月云南驰宏股份有限公司收购云南冶金集团股份有限公司持有的永昌公司全部股份。截至 2022 年 12 月 25 日，云南永昌铅锌冶炼厂生产经营完美收官，锌锭、硫酸产出量分别完成年度目标的 101.07%、123.21%，0 号锌品级率同比上升 32.28%，完成锌冶炼全年利润目标的 158.56%，实现了冶炼系统年度“扭亏脱困”目标。

**图表13：永昌铅锌矿保有铅锌资源 17 万吨**

矿山名称	主要品种	资源量		储量	
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)
永昌铅锌矿	铅	64,757	2.84	2,568.00	6.42
	锌	101,500	6.23	2,028.00	5.07

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### (5) 澜沧铅矿——资产有望变现，助力公司健康发展

公司地处云南“三江成矿带”，具有得天独厚的矿产资源优势。公司自有原料基地老厂雄师山的富银铅锌矿床，保有铅锌资源量近 16 万吨。此外，公司在滇西南四州市拥有多个矿权，探明的保有地质储量达上百万吨。

由于澜沧铅矿建矿历史久远，经过多年开发增储潜力有限，因此 2023 年 2 月澜沧铅矿已经全面停产，后续将优先推进“股权+债权”转让，推进分项资产盘活变现，力争 2024 年上半年处置完毕，预计将为企业持续健康发展注入深层动能。


**图表14：澜沧铅矿保有铅锌资源共计 74 万吨**

矿山名称	主要品种	资源量		储量	
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)
澜沧铅矿-老厂	铅	83,352	3	15,338.62	3.06
	锌	75,928	2.73	10,364.81	2.07
	银	496	135.32	80.13	159.69
澜沧铅矿-江城	铅	268,356	2.11	54,293.00	2
	锌	313,746	2.47	40,965.00	1.51
	银	209	16.43	45	16.54

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

#### (6) 西藏鑫湖矿业——即将建设完成，投产在即

西藏鑫湖矿业保有铅锌资源量 26 万吨，目前矿山处于建设状态，洞中拉项目预计 2023 年底全部建设完成。

**图表15：西藏鑫湖矿业保有铅锌资源 26 万吨**

矿山名称	主要品种	资源量		储量		状态
		金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	金属量 (吨)	品位 (%, 克/吨)	
西藏鑫湖矿业	铅	134,833	7.29	-	-	在建
	锌	128,233	6.93	-	-	
	银	241	130.12	-	-	

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

#### (7) 塞尔温驰宏——资源雄厚，发展潜力巨大

公司通过驰宏卢森堡矿业持有塞尔温驰宏 100% 权益，塞尔温驰宏位于加拿大，控制+推断铅锌资源量合计达到 2692 万吨。目前塞尔温驰宏处于项目前期论证阶段，具有较大的发展潜力。

**图表16：塞尔温驰宏铅锌资源量约 2690 万吨**

矿山名称	资源类型	资源量 (亿吨)	主要品种	平均品位	金属量 (万吨)
塞尔温驰宏	控制级	1.86	锌	5.20%	967
			铅	1.79%	333
	推断级	2.38	锌	4.47%	1392
			铅	1.38%	
合计		4.24			2692

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

## 2.2 自有矿山配套，持续创新提升冶炼回收率

公司实行采选冶加全流程协同生产和一体化发展，目前已经形成四大冶炼基地：云南会泽冶炼基地、曲靖冶炼基地、云南永昌锌冶炼厂及呼伦贝尔驰宏冶炼基地，锌铅冶炼产能合计 63 万吨，锌合金产能 12 万吨，且每个基地均配备自有在产矿山，保证了公司冶炼平均 75% 的原料自给率，毛利率始终处于行业较高水平，且在原料保障、产品结构调整方面更具主动、灵活性，产业配套布局优势显著，具有较强的抵御市场周期波动风险能力。公司拥有锌铅冶炼产能 63 万吨。



图表17：公司拥有锌铅冶炼产能 63 万吨

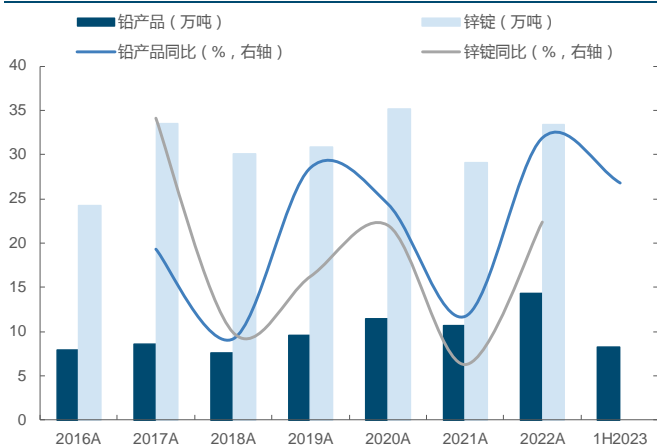
冶炼企业	电锌产能（万吨/年）	电铅产能（万吨/年）	配套矿山	原料自给率（%）
驰宏综合利用（曲靖冶炼基地）	10	10	彝良矿业	65
驰宏会泽冶炼	13	7（粗铅）	会泽矿业	100
呼伦贝尔驰宏	14	6	荣达矿业	16
永昌锌冶炼厂	3	0	永昌铅锌	61
合计	40	23		

来源：公司 2023 年半年报，中国铜业 2023 年评级报告，国金证券研究所

公司依托自有矿山资源，铅锌冶炼产品产量趋势性提升，2023 年上半年，公司生产锌产品 26.4 万吨，同比增长 11.68%，生产铅产品 8.27 万吨，同比增长 23.62%。

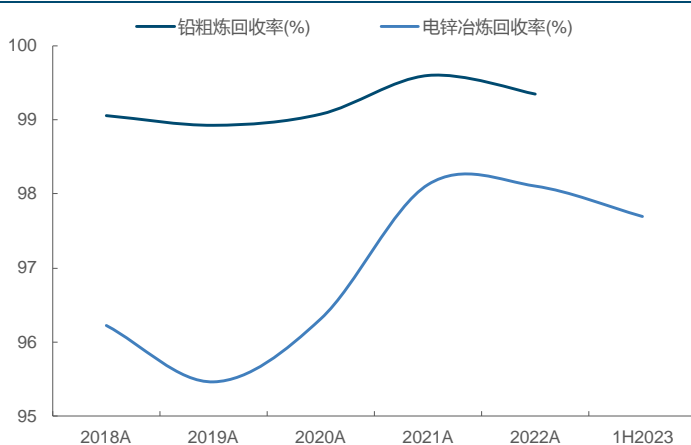
受益于持续的科技创新，公司冶炼指标行业领先：2023 年上半年电锌冶炼总回收率 97.7%，显著高于行业平均的 96.11%，其中驰宏会泽冶炼电锌冶炼总回收率达到 98.7%，为行业最优水平；2022 年铅粗炼回收率达到 99.35%，行业平均水平仅为 97.26%，呼伦贝尔驰宏以 99.54% 的铅粗炼回收率位居行业最优。

图表18：铅锌冶炼产品产量同比增长



来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

图表19：铅锌冶炼回收率呈现上涨趋势



来源：公司 2018-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

### 三、布局战略新兴产业，实现高质量发展

战略性新兴产业代表新一轮科技革命和产业变革的方向。加快发展战略性新兴产业，是国资央企新征程上发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用的关键着力点，也是建设现代化产业体系的“重中之重”。为推动央企加快发展战略性新兴产业，今年以来，国资委聚焦战略性新兴产业启动了央企产业焕新行动，针对未来产业实施了中央企业未来产业启航行动，聚焦新一代移动通信、人工智能、生物技术、新材料等 15 个重点产业领域方向，推动中央企业加快布局和发展战略性新兴产业。

公司作为央企，主要业务中锌合金产品及锗产业符合战略新兴产业要求，随着国资委专项行动部署推进，上述产业将实现持续发展。

#### 3.1 镀锌需求持续提升

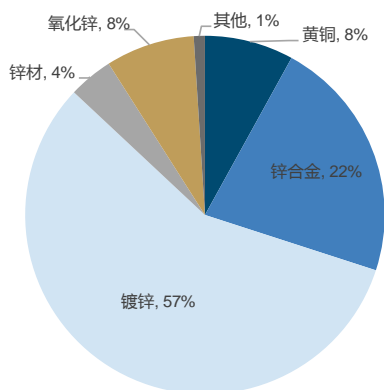
中国是精炼锌的主要生产国和消费市场。ILZSG 数据显示，2022 年我国生产精炼锌 635.8 万吨，占全球产量的 48%；消费精炼锌 651.6 万吨，占全球消费量的 47.9%。

由于锌在常温空气中会生成一层薄而致密的保护膜，阻止进一步氧化，因此锌具有较强的抗大气腐蚀性能，大量应用于镀锌工业。此外，锌在加入铝、铜等元素后，机械性能大幅提升，在汽车制造和机械工业中广泛使用。

据百川盈孚统计，2022 年镀锌在锌的初级应用中占比高达 57%，黄铜和锌合金应用合计占比达到 30%。终端消费方面，据安泰科统计，基础设施和建筑领域是锌终端应用中占比最大的板块，分别约为 33%和 23%，此外，交通工具以及家电等耐用消费品也贡献近 30% 的需求。

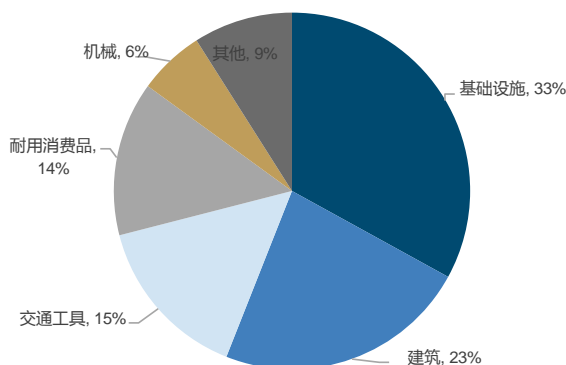


图表20：2022 年锌凭借其良好的耐腐蚀性大量用于镀锌领域



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表21：2021 年基础设施和建筑是锌终端消费的主要领域



来源：安泰科，国金证券研究所

锌合金和镀锌是锌初级应用中重要的需求领域。锌合金根据加工方式可分为压铸锌合金和热镀锌合金，压铸锌合金下游市场以五金加工企业为主，产品广泛应用于建筑、汽车、电器、装潢等行业；热镀锌合金下游市场以钢铁行业为主，主要用于钢材热镀。

镀锌根据工艺不同可分为电镀锌和热镀锌。相比于电镀锌，热镀锌镀层更厚、耐磨性更强，更加适用于室外和重度腐蚀环境下的钢铁制品镀层，因此广泛应用于建筑行业钢结构、汽车车身、底盘、排气管、电缆桥等领域。

图表22：电镀锌和热镀锌优劣势对比

	电镀锌	热镀锌
优势	镀层薄，通常在 5-20 $\mu\text{m}$	耐腐蚀性强，镀层较厚，通常在 45-100 $\mu\text{m}$
	电镀锌镀层均匀，可以用于形状复杂的物体表面镀锌	耐磨性强
	生产成本较低	使用范围广，可用于室外和重度腐蚀环境下的钢铁制品
劣势	镀锌过程中不产生废气和废水，具有环保优势	需要加热和冷却，镀锌成本较高
	耐腐蚀性差	镀层不太均匀，不适用于复杂形状
	耐磨性差	生产过程中会产生废气和废水
	适用范围有限，只适用于室内和轻度腐蚀环境下的钢铁制品	

来源：百赛铸造，国金证券研究所

以房地产为主的建筑行业表观用锌主要集中在墙体龙骨架、屋顶、护栏、内部管道、内饰等对镀锌钢材和锌合金的需求。同时向产业链上游通过增加政府土地出让收入从而增加基建投资，基础设施中桥梁、供水管道、铁路、新基建中的特高压铁塔等带动对镀锌材的需求。此外，建筑地产向下游带动家电需求，对于镀锌彩涂板、管的消费量具有重要影响。

2022 年 7 月 28 日中央政治局会议首次提出“保交楼”政策，11 月信贷、债券、股权融资“三箭齐发”，政策层面从多角度向房地产企业提供资金支持。当前“保交楼”政策进入实质性执行阶段，多项房地产刺激政策支持健康发展，2023 年以来房地产竣工面积同比明显修复，7 月竣工面积累计同比增长 20.5%，预计在政策刺激下房地产竣工面积将迎来环比改善。

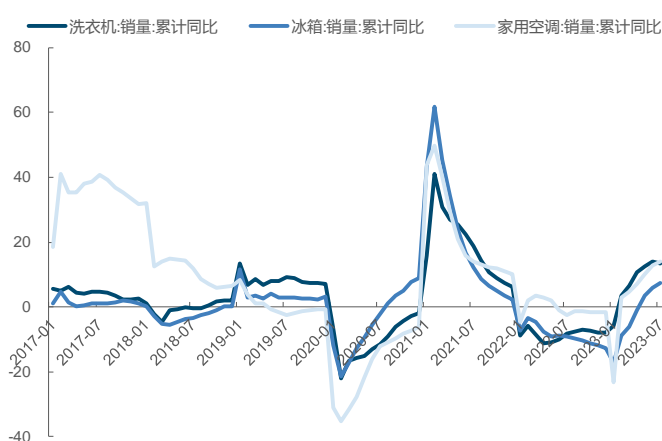


图表23: 房地产竣工回暖 (单位: %)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表24: 家电销量与房地产竣工面积正相关 (单位: %)



来源: 产业在线, 国金证券研究所

当前传统基建对于锌的需求较为稳定, 新基建带来锌消费的长期增长动力。新型基础设施建设中, 特高压、5G 通信及电气化铁路对于锌消费有一定拉动作用。

特高压输电线路及 5G 通信铁塔所用型材均为镀锌材料, 根据《GB/T 2694-2018 输电线路铁塔制造技术条件》规定, 镀锌件厚度在 5mm 以上的, 要求镀锌层厚度最小值为 70  $\mu\text{m}$ 、最小平均附着量为 610g/m<sup>2</sup>, 镀锌件厚度小于 5mm 的, 要求镀锌层厚度最小值为 55  $\mu\text{m}$ 、最小平均附着量为 460g/m<sup>2</sup>, 输电线路铁塔要求镀锌层较厚, 且主要目的在室外环境中防腐, 因此镀锌需求主要集中在热镀锌领域。

2023 年 1 月, 国家能源局发布《新型电力系统发展蓝皮书(征求意见稿)》, 明确建设我国新型电力系统时间线, 为匹配新型电力系统建设, 特高压工程和配电网智能化改造将提速。

图表25: 输电线路铁塔要求镀锌层厚度最少为 55  $\mu\text{m}$

表 14 镀锌层厚度和镀锌层附着量

镀锌件厚度 mm	厚度最小值 $\mu\text{m}$	最小平均值	
		附着量 g/m <sup>2</sup>	厚度 $\mu\text{m}$
$t \geq 5$	70	610	86
$t < 5$	55	460	65

注: 在镀锌层的厚度大于规定值的条件下, 被镀锌件表面可存在发暗或浅灰色的色彩不均匀。

来源: 《GB/T 2694-2018 输电线路铁塔制造技术条件》, 国金证券研究所

2022 年我国特高压工程累计线路长度达到 4.46 万公里, 据中商产业研究院预测, 2023 年我国特高压工程累计线路长度将持续增长至 4.63 万公里。

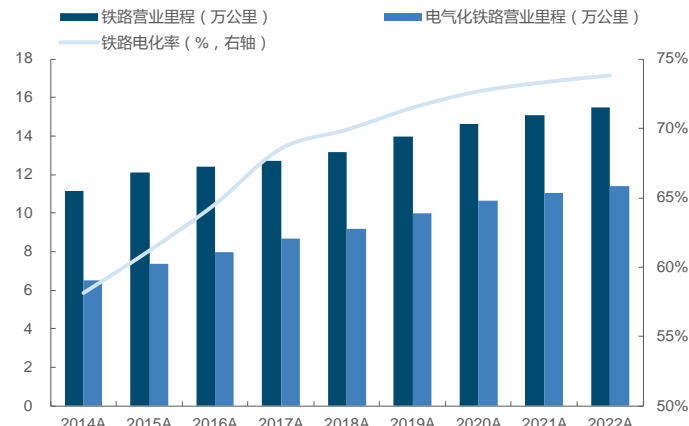
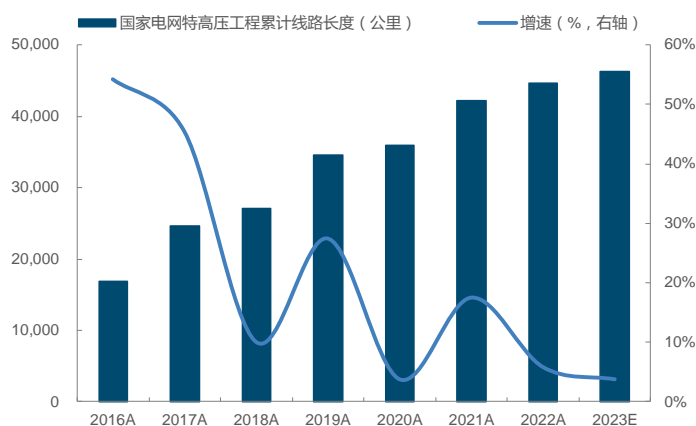
铁路耗锌主要体现在电气化线路 H 型钢支柱、车站站台钢结构和电气化线路氧化锌避雷器。交通运输部数据显示, 2021 年我国完成铁路固定资产投资 7,109 亿元, 全国铁路营业里程 15.49 万公里, 同比增长 2.76%, 其中电气化铁路营业里程 11.43 万公里, 同比增长 3.47%, 铁路电化率逐年上升, 2022 年达到 74%。





图表26：预测 2023 年特高压线路累计达到 4.63 万公里

图表27：我国铁路电气化率逐年提升



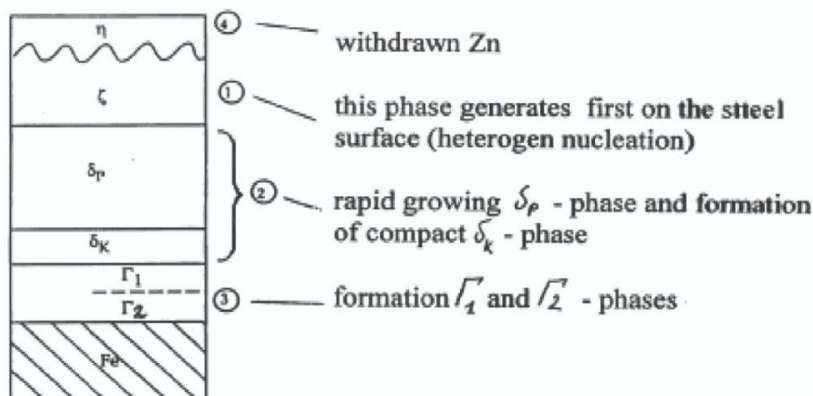
来源：国家电网，中商产业研究院，国金证券研究所

来源：国家统计局，交通运输部，国金证券研究所

### 3.2 布局锌合金新兴产业，产品附加值显著提升

随着建筑行业和新基建进程的拉动，热镀锌需求将迎来增长。热镀锌过程中钢和锌形成一层锌铁合金镀层或锌镀层，镀层表面形成一层致密氧化层从而防止工件氧化，但如果锌铁合金层较厚，导致镀锌层厚度不足，会导致氧化层致密度下降，降低工件防腐效果。

图表28：热镀锌表面镀层



来源：利记集团，国金证券研究所

因此热镀锌过程中不会采用纯锌，而是在熔融锌液中加入少量纯铝，从而抑制锌铁层的形成，使镀层表层只有锌铝合金。而铝的标准电极电位比锌拥有更高的负值，以致铝的氧化层致密度更高，工件的防腐效果更佳。

但纯铝熔点比锌高，且铝密度低于锌，会浮在锌熔液上方，导致铝在熔融锌液中难以熔化，并且铝的化学性质比锌活泼，熔化过程中容易氧化，烧损程度可达 20% 左右。因此热镀锌过程中会将锌铝镁合金加入锌液中，锌铝镁合金熔化区间为 381–387℃，低于锌熔点 419.5℃，更易熔化，同时镁的加入能够进一步提升耐腐蚀性能，使得锌铝镁合金成为热镀锌行业重要材料。

2017 年，公司把握铝锌价格上涨的有利时机，加快延伸产业链，撤销驰宏综合利用锌合金厂，成立驰宏新材料厂，专门从事锌合金研发及生产。2021 年驰宏新材料厂和马鞍山钢铁股份有限公司共同研发第四代热镀锌铝镁合金，取得重大突破，打破了国外对于这一产品核心知识产权的控制，推动国内首次实现热镀锌铝镁系列合金全系列的市场化。

截至 2023 年半年报，驰宏新材料厂已经拥有锌合金产能 12 万吨/年，在产锌合金种类 53 个、牌号 83 个，锌合金产量从 2016 年的 3.37 万吨提升至 2022 年的 10.45 万吨，复合增长率达 20.76%。

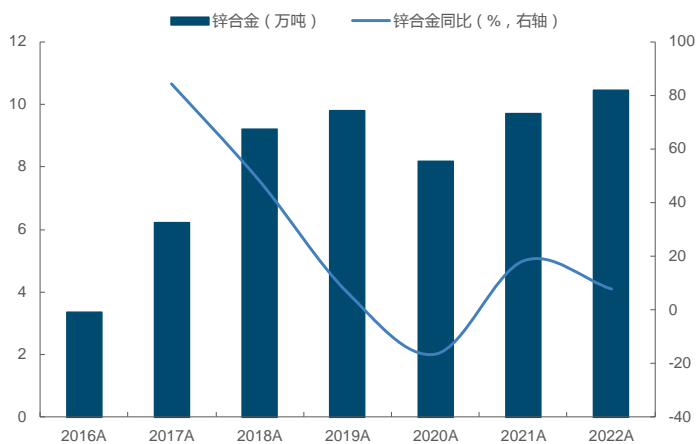
驰宏会泽冶炼年产 6 万吨锌合金技改项目通过利用自产优质锌片、现有熔铸厂房及停用熔锌炉进行利旧改造，充分发挥原料优势、工艺优势和装备优势。据会泽县宣传部，上述项目第一阶段对现有 2 号炉进行改造，已经于 9 月 6 日投产，形成 2.4 万吨/年热镀锌合金产能。第二阶段将对现有 1 号炉进行改造，预计完成后将再实现 3.6 万吨/年热镀锌合金产能。





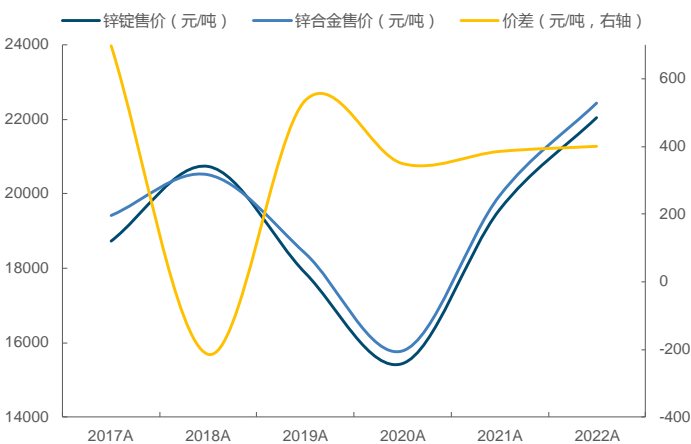
公司锌合金产品单吨售价平均比锌锭产品高出约 400 元,同时公司依托采选冶一体化产业链,在生产电锌时可添加合金元素生产锌合金,降低锌锭熔炼成本,通过降本增效提升产品附加值,有效提升产品盈利能力。

图表29: 锌合金产量复合增长率 20.75%



来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

图表30: 锌合金比锌锭单吨售价高约 400 元



来源: 公司 2018-2022 年年报, 国金证券研究所

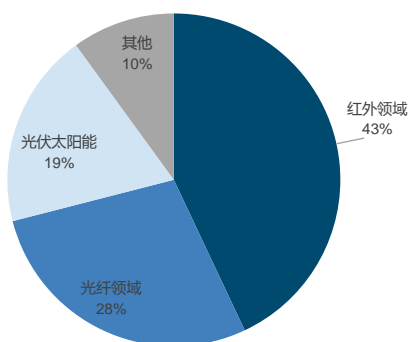
由于热镀锌合金为非标产品,导致每一种产品都有区别于其他牌号产品的生产工艺。驰宏新材料厂根据标准化操作流程和方法制作了各牌号产品的标准作业卡片,极大地提高了产品质量控制能力。随着驰宏新材料厂热镀锌合金产品在行业中影响力的不断提升,该厂主导、参与制(修)订了有色金属行业标准《绿色设计产品评价技术规范-热镀锌用锌合金锭》《热镀锌用锌合金锭》等,引领行业高质量发展。

### 3.3 专精特新, 做优做强锆产业

锆是一种关键的战略金属资源,在国防军工,航空航天测控、核物理探测、光纤通信、红外光学、太阳能电池、化学催化剂和生物医学领域都有广泛而重要的应用。

2023 年以来,受上游个别含锆矿山质量下降影响,锆市上游原料端供应货源不多,锆价持续上行。2023 年 7 月 3 日,商务部、海关总署联合发布公告,对镓和锆两种金属相关物项实施出口管制。根据公告,镓相关物项中,金属镓(单质)、氯化镓、氧化镓、磷化镓等,以及锆相关物项中的金属锆、区熔锆锭、磷锆铈、二氧化锆等未经许可,不得出口。出口限制政策刺激厂家调价情绪,实际成交价格快速上涨,且海外半导体客户开始积极询价。但由于手续、船期等相关条件限制,实际受消息影响出货的订单较少,市场对高价锆的接受度较低,锆价快速回落。

图表31: 红外领域是锆最主要应用领域



来源: 公司 2023 年半年报, 国金证券研究所

图表32: 2023 年锆价涨后回落



来源: iFind, 国金证券研究所

公司锆业务是铅锌主业伴生的新兴产业,依托公司锆资源储量优势和加工成本优势,布局锆深加工。在铅锌冶炼环节,驰宏会泽冶炼生产锆精矿,驰宏资源综合利用生产锆渣,2018 年成立驰宏锆业后快速实施生产线建设,生产最终锆产品,打开销售局面。

目前公司已探明的锆资源储量超 600 吨,约占全国保有储量的 17%。驰宏锆业拥有锆产品

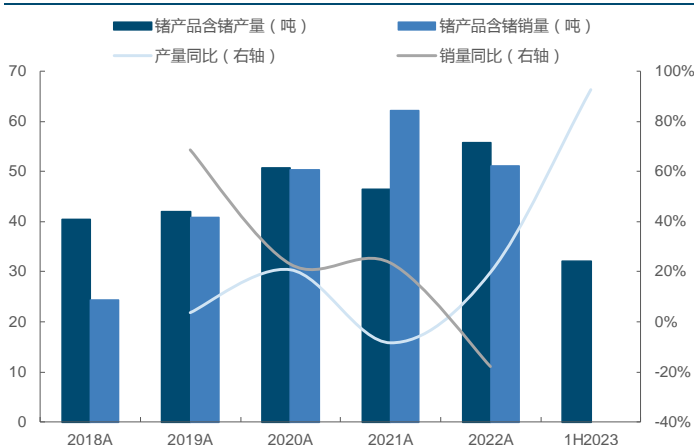


含锗年产能 60 吨，锗产品含锗产量占全球的三分之一，中国的一半，现已成为全国最大的原生锗生产企业。2022 年 6 月建成年产 30 吨光纤级超高纯四氯化锗并正式进入产品认证周期，当前光纤四氯化锗产品已经顺利产出，并在国内多家知名光纤企业进行试用验证。公司确定了以光纤和红外领域为重点发展方向，推进锗产业链下游延伸，拓展高附加值的锗精深加工和终端产品，成为全球少数掌握光纤超高纯四氯化锗制备技术的企业之一。

公司锗产品含锗产量快速提升，2022 年生产可销售锗产品含锗 55.86 吨，同比增长 19.96%，销售锗产品含锗 51.15 吨，同比减少 17.86%。Neto 锗渣综合利用技术项目 2023 年 4 月投产，产出二氧化锗 1.8 吨，2023 年上半年公司生产可销售锗产品含锗 32.1 吨，同比增长 92.79%。

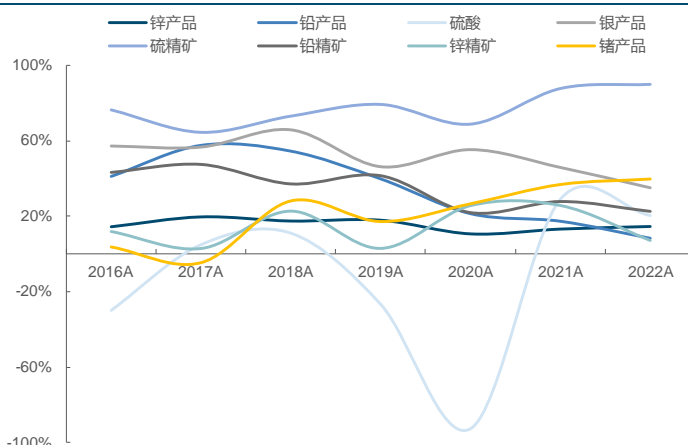
伴随锗产量的快速提升和公司研发项目逐渐产业化应用，锗产品毛利率稳步提升，2022 年锗产品毛利率提升至 39.93%，成为公司毛利率排名第二的产品，相比于 2016 年毛利率的 3.74% 显著提升 36.19 个百分点。

图表33：1H2023 锗产品产量 32.1 吨



来源：公司 2018-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

图表34：锗产品毛利率稳步提升



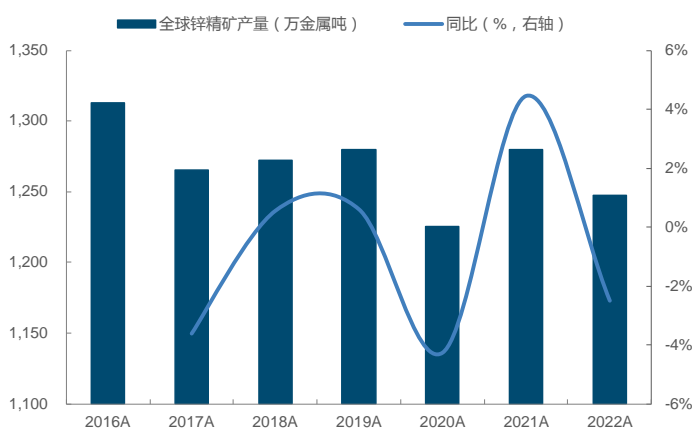
来源：公司 2016-2022 年年报，国金证券研究所

## 四、铅锌需求稳中有增，价格具有支撑

### 4.1 供给趋紧，锌需求存在增长空间

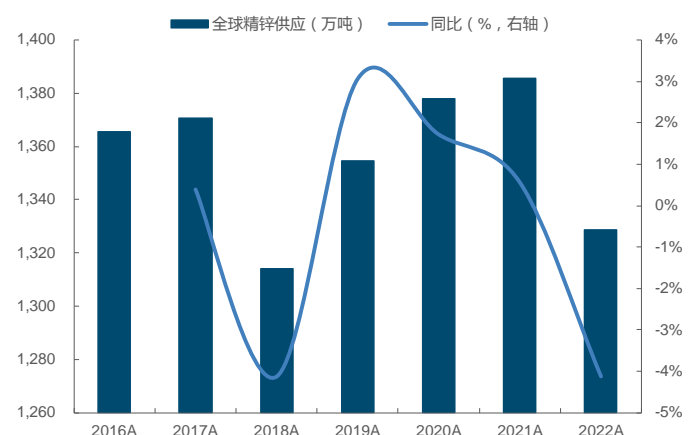
供应端，据国际铅锌研究小组 (ILZSG) 统计，全球锌精矿产量自 2017 年开始稳定在 1250 万吨左右，2020 年因全球新冠肺炎疫情冲击，减产 4.27% 至 1225.2 万吨。由于秘鲁、加拿大等国家部分矿山因资源品位下滑、劳动力紧缺、罢工等关闭或暂停生产，2022 年全球锌精矿产量下降 2.5% 至 1247.6 万吨。2022 年全球极端天气、地缘政治冲突等造成天然气等能源供应紧张，海外精炼锌企业生产波动性加剧，精炼锌产量下降 4.1% 至 1328.6 万吨。

图表35：2022 年全球锌精矿产量下降 2.5% 至 1247.6 万吨



来源：中金岭南可转债募集说明书，ILZSG，国金证券研究所

图表36：2022 年全球精炼锌产量下降 4.1% 至 1328.6 万吨



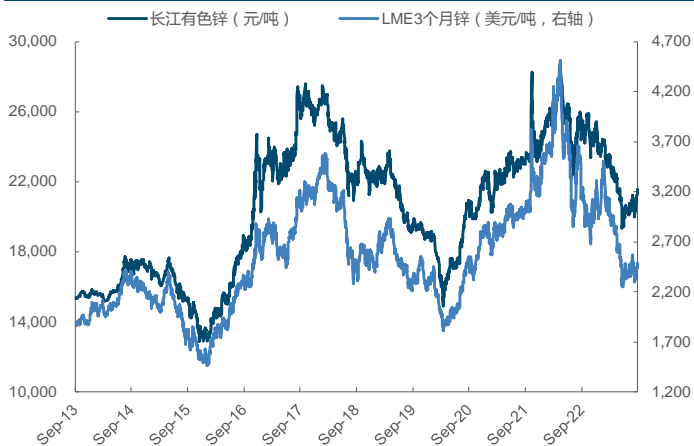
来源：中金岭南可转债募集说明书，ILZSG，国金证券研究所

当前全球锌矿供应面临供应增速下降风险。新增项目方面，矿山基建周期需要 3-5 年时



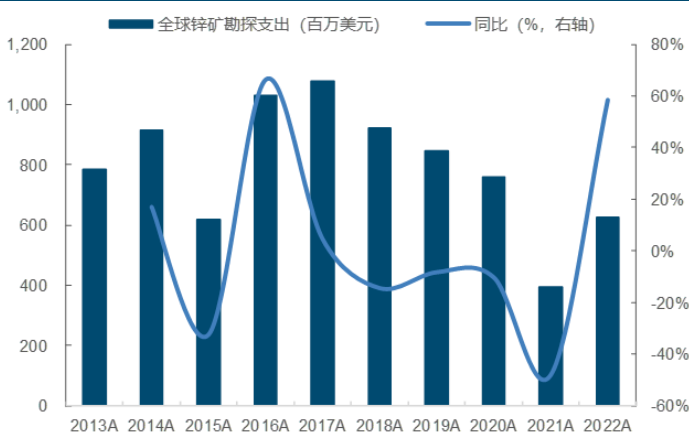
间，而 2018 年之后锌价回落导致市场对于铅矿勘探投资兴趣减弱，锌矿勘探支出连续下降，到 2021 年降至 3295 亿美元。2022 年全球锌矿勘探支出同比回升 58% 至 625 亿美元，但从勘探到产出精矿还需一定的时间周期，短期内锌精矿产量增速下滑。

图表37：2023 年锌价震荡



来源：iFind，国金证券研究所

图表38：2022 年全球锌矿勘探支出回升 58%



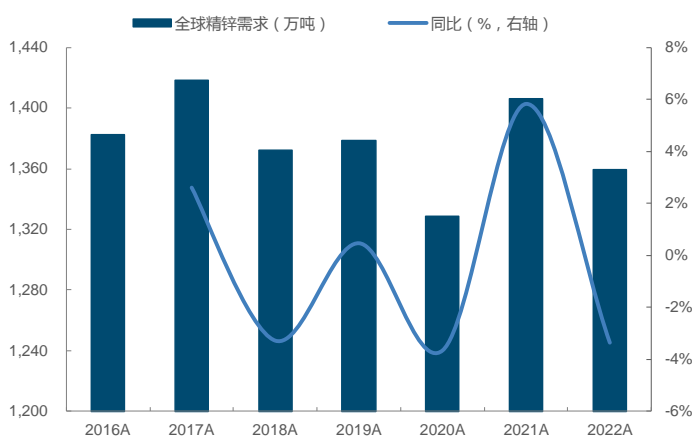
来源：Bloomberg，国金证券研究所

存量项目方面，大型项目面临资源增长有限的困境。以秘鲁为例，作为重要的锌精矿生产国，秘鲁是全球锌精矿产量仅次于中国的第二大国，2022 年锌精矿产量 137 万吨，同比减少 10.6%。

消费端，2022 年初海外消费增速创下新高，但随着全球经济衰退预期对消费产生了负面影响，全球消费在 2022 年下半年转为负增长。在全球消费增长乏力的背景下，2022 年全球精炼锌消费同比减少 3.3% 至 1359.2 万吨。

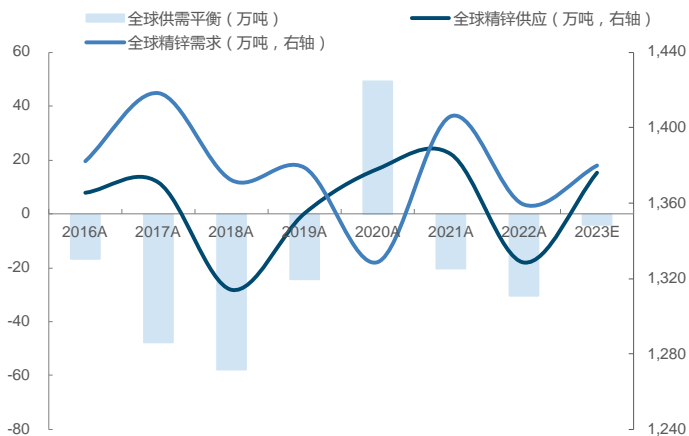
2022 年精炼锌整体呈现供需双弱的局面，但供需缺口仍有 30.6 万吨。ILZSG 预测，2023 年全球精锌供应和消费均有小幅恢复，但供需平衡仍保持紧缺状态。

图表39：2022 年全球精炼锌需求减少 3.3% 至 1359 万吨



来源：中金岭南可转债募集说明书，ILZSG，国金证券研究所

图表40：ILZSG 预测 2023 年全球精炼锌仍保持紧缺



来源：中金岭南可转债募集说明书，ILZSG，国金证券研究所

房地产建筑行业和新基建对于锌需求具有长期增长动能。同时近年来可再生能源发展迅速，电化学储能具备能效高、寿命长、维护成本低等特点，具有较大的发展潜力。其中水系锂离子电池能够缓解锂离子电池在生产成本及安全性方面的压力，在消费电池、动力电池、储能电池领域均可使用。但目前锂离子电池还存在能量密度较低、电极结晶、电解液消耗等问题，限制了水系锂离子电池的产业化和大规模应用。待上述问题得到较好解决，将成为锌下游消费未来增长点。

#### 4.2 消费稳中有增，铅供需平衡转向紧缺

铅锌是伴生矿产，矿端供应具有相似性。据 ILZSG 统计，2022 年全球矿山铅产量下降 1.5% 至 449.5 万吨，精炼铅产量下降 0.7% 至 1229.6 万吨，再生铅产量的增长在一定程度上弥补了矿山减产的缺口。

由于铅锌下游应用领域的差异，消费端有所分化。2022 年精炼铅消费保持了一定的韧性，

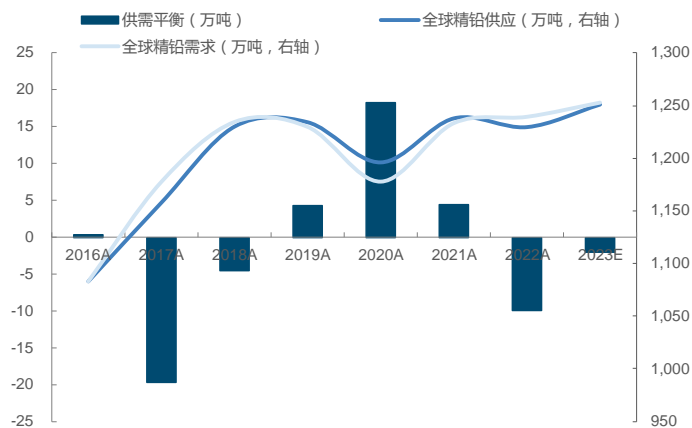
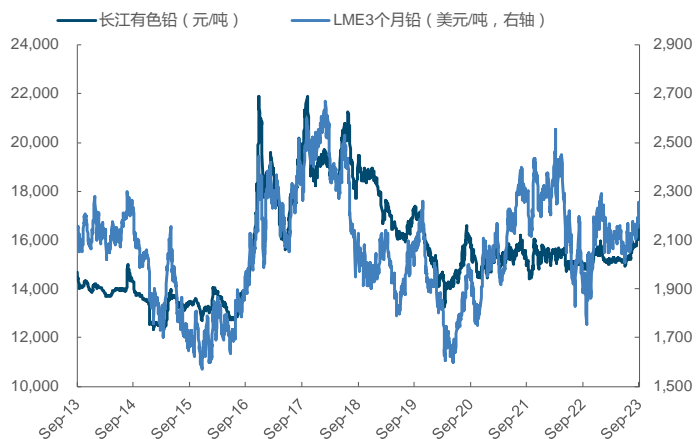


需求量为 1239.5 万吨，同比小幅增长 0.5%。

随着精铅供应的缩减和需求的小幅抬升，全球精炼铅供需平衡逐渐趋紧，从 2021 年的过剩 4.4 万吨转向 2022 年的紧缺 9.9 万吨。据 ILZSG 预测，2023 年全球精炼铅供应和消费量将分别小幅增长至 1251 万吨和 1253 万吨，供需平衡将继续维持短缺。

图表41：铅价震荡运行

图表42：ILZSG 预测全球精炼铅供需平衡



来源：iFind，国金证券研究所

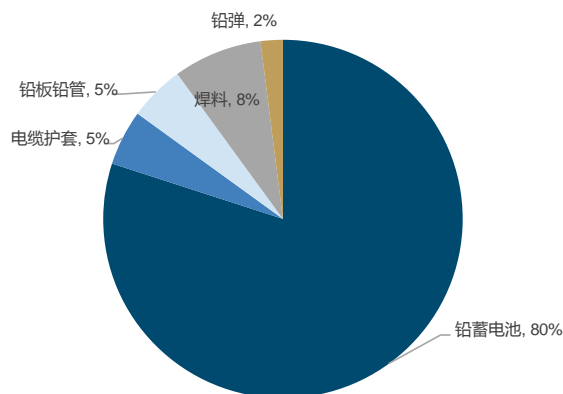
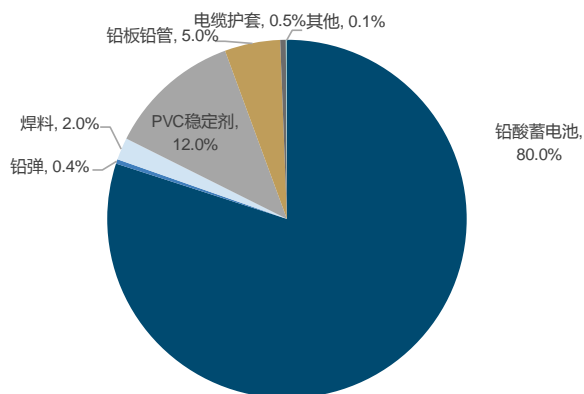
来源：中金岭南可转债募集说明书，ILZSG，国金证券研究所

与精锌类似，中国也是全球重要的精炼铅产地及消费市场，据 ILZSG 统计，2022 年我国精炼铅产量 522.6 万吨，占全球精炼铅供应的 42%；消费精铅 510.5 万吨，占全球消费量的 41%。海关总署数据显示，随着我国精炼铅产量的逐年上升，2021 年开始我国从精铅净进口国转为净出口国，2022 年净出口精铅 11.5 万吨，同比增长 23.65%。

铅酸蓄电池是精炼铅下游最主要的应用领域。据百川盈孚统计，我国原生铅及再生铅均有约 80% 应用于生产铅酸蓄电池。此外，PVC 稳定剂也是原生铅的重要下游应用，占比约为 12%，再生铅则有 8% 用于焊料。

图表43：2022 年原生铅主要用于生产铅酸蓄电池

图表44：2022 年再生铅主要用于生产铅酸蓄电池及焊料



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

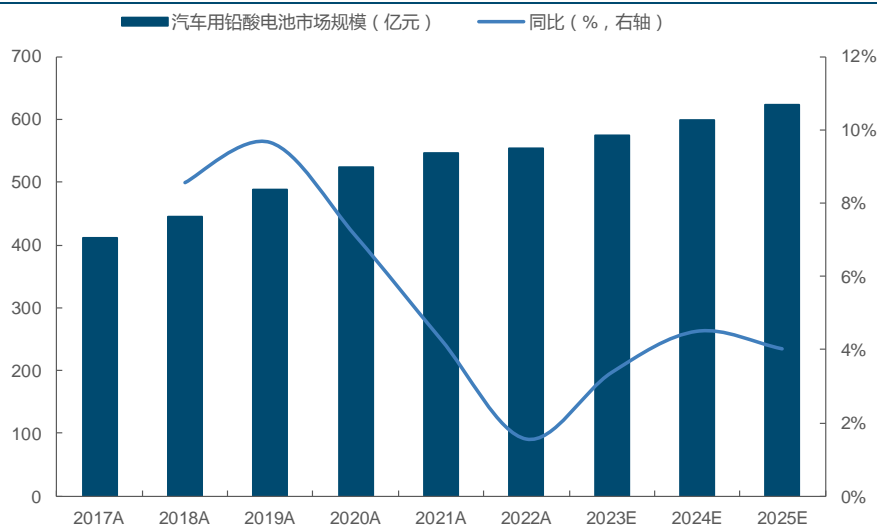
作为铅下游的主要消费领域，铅酸蓄电池可分为备用电源电池、储能电池、起动电池和动力电池四大类，并且凭借其生产技术成熟、工作温度范围宽、安全性高、成本低等优势，广泛应用于电动助力车、汽车、摩托车及工业等领域。据智研瞻产业研究院统计，2017-2022 年，中国汽车用铅酸电池行业市场规模从 410.6 亿元逐步增长至 554.8 亿元。

近年来新能源汽车的发展带动了锂离子动力电池产销量高增，并且锂离子电池的高能量密度相对于铅酸电池具有优势，在一定程度上对铅酸电池形成替代。但是铅酸电池成本较低，在汽车启动及电动两轮车动力系统等应用领域仍有一定的优势及增长空间，据智研瞻产业研究院预测，到 2025 年，中国汽车用铅酸电池行业市场规模有望增长至 623.7 亿元，相较于 2022 年复合增长率达 3.98%。





图表45：铅酸电池具备增长空间



来源：智研瞻产业研究院，国金证券研究所

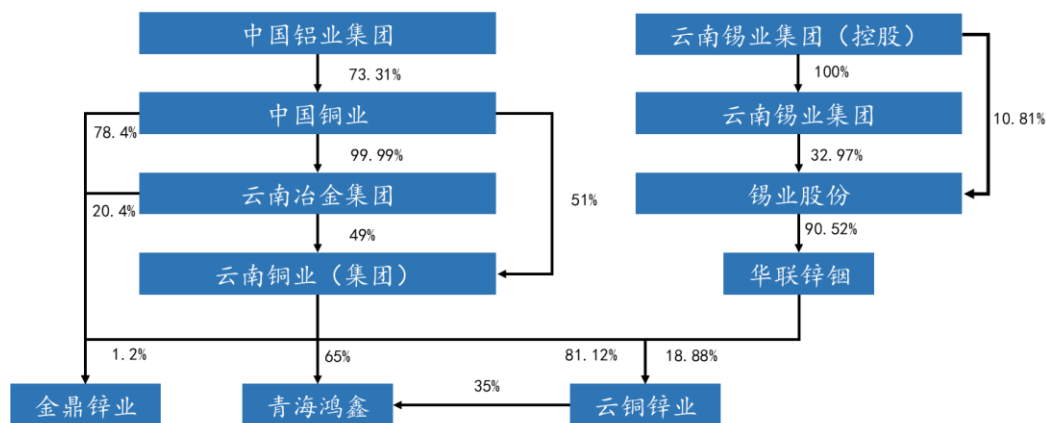
## 五、集团资产注入可期，深化公司发展动能

据公司《2023 年半年度业绩说明会投资者关系活动记录表》，公司明确了到“十四五”末实现“58134”的保底规划发展目标和“51134”的力争奋斗目标，即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。为实现上述规划目标，公司将提前做好内部资源装入项目准备，完善外部并购项目评价体系，争取内外部并购取得突破，实现铅锌资源储量及产量规模增长。

2018 年 12 月，经云南省人民政府、国务院国资委及相关政府部门批准，云南省国资委完成向中铝集团子公司中国铜业无偿划转云南冶金 51% 股权。本次无偿划转完成后，中国铜业通过云南冶金间接持有公司股份，成为公司的间接控股股东。公司主要从事锌、铅、锗系列产品的采选、冶炼、深加工、销售与贸易。此次无偿划转后，公司与中铝集团、中国铜业控制的云铜锌业股份有限公司、青海鸿鑫矿业有限公司以及通过解决诉讼纠纷获得控制权的云南金鼎锌业存在同业竞争。

为避免上述同业竞争，保证公司及其中小股东的合法权益，2018 年 12 月底中铝集团和中国铜业分别出具了《关于避免与云南驰宏锌锗股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺将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，通过现金收购、资产置换、发行股份购买资产或证券监管部门认可的其他方式注入公司。当前同业竞争承诺解决期限届满，后期随着集团资产注入，将为公司提供长期增长动能。

图表46：集团下属铅锌生产企业包括金鼎锌业、青海鸿鑫和云铜锌业



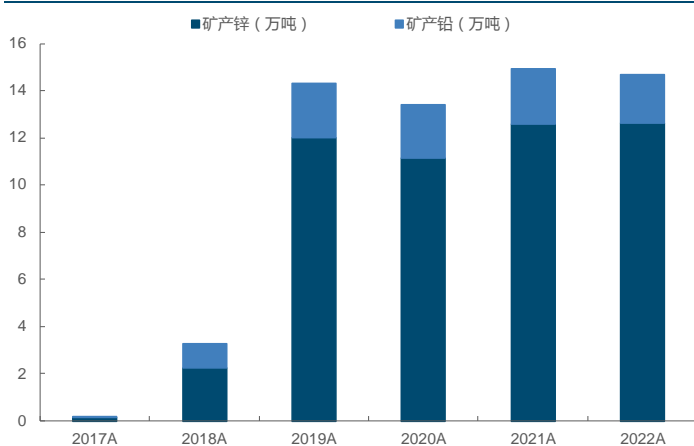
来源：iFinD，中国铜业 2023 年评级报告，国金证券研究所

据中国铜业跟踪评级报告，中国铜业下属公司铅锌产量持续增长，除驰宏锌锗外其他铅锌



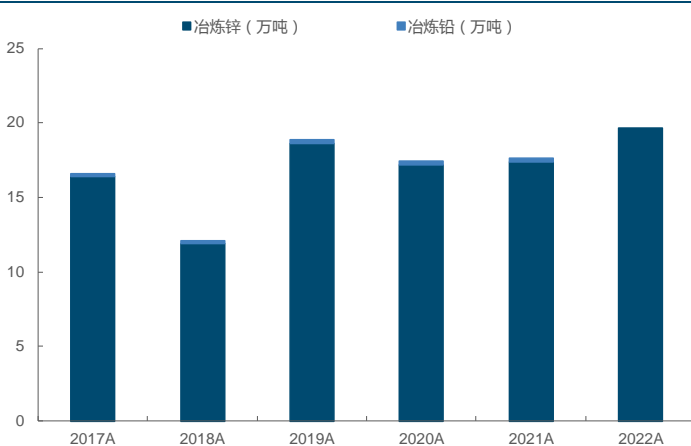
生产企业产量较为稳定。2022 年除驰宏锌锗外，中国铜业下属公司生产矿产锌 12.64 万吨，矿产铅 2.06 万吨，生产冶炼锌 19.66 万吨。若根据中国铜业和中铝集团关于解决同业竞争的承诺将上述企业注入公司，将大幅提升公司矿产铅锌及冶炼铅锌产量，进一步提升一体化产业链运营效率，巩固公司竞争优势和行业地位。

图表47：2022 年中铜下属企业除公司外矿产铅锌 15 万吨



来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，国金证券研究所

图表48：2022 年中铜下属企业除公司外冶炼产锌 20 万吨



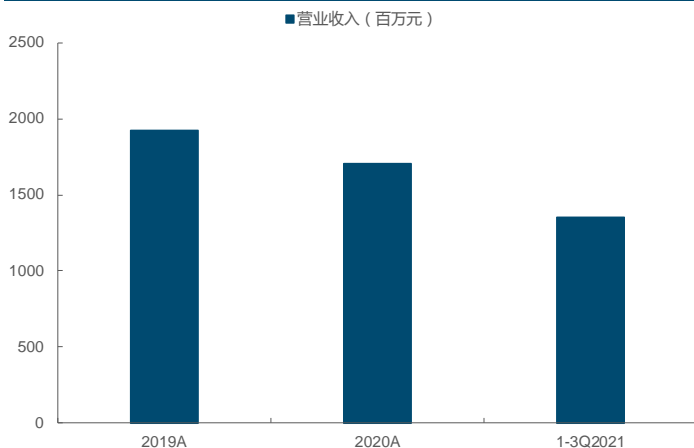
来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，国金证券研究所

#### (1) 金鼎锌业——资源雄厚，原料完全自给

2018 年底云南冶金集团通过法律诉讼取得金鼎锌业控制权，金鼎锌业成为云南冶金集团一级子公司，显著提升云南冶金集团的铅锌资源储量和铅锌矿产量。截止 2022 年末，中国铜业直接持有金鼎锌业 78.4% 股权，通过云南冶金集团和云南铜业集团间接持有 21.6% 股权。

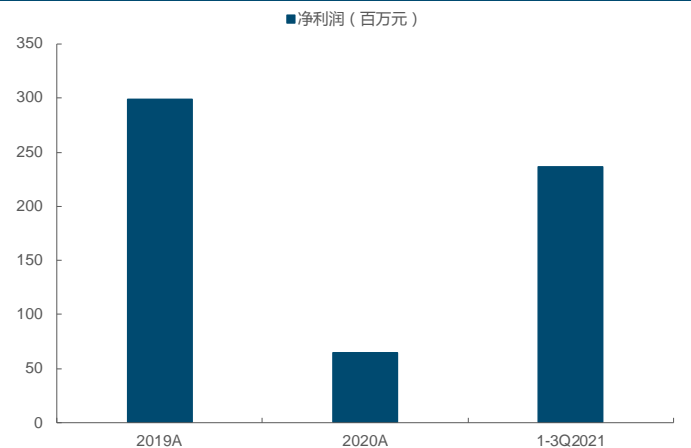
据云南冶金集团募集说明书，2021 年前三季度金鼎锌业实现营业收入 13.52 亿元，实现净利润 2.36 亿元，盈利水平实现显著回升。

图表49：2021 年前三季度金鼎锌业营收 13.52 亿元



来源：云南冶金集团募集说明书，国金证券研究所

图表50：2021 年前三季度金鼎锌业净利润 2.36 亿元



来源：云南冶金集团募集说明书，国金证券研究所

金鼎锌业主要矿山资源为兰坪铅锌矿，是我国第二大铅锌矿，资源储量仅次于火烧云铅锌矿。据中国铜业 2023 年跟踪评级报告，截至 2022 年底，兰坪铅锌矿保有铅锌资源量共计 963.3 万吨。

金鼎锌业贯彻矿冶一体化发展策略，兰坪铅锌矿配套金鼎锌业冶炼厂，拥有电锌产能 10 万吨/年，2022 年金鼎锌业生产矿产锌 9.68 万吨，同比增长 3.86%，冶炼锌产量 9.3 万吨，同比增长 15.96%，锌金属自给率超过 100%，实现原材料完全自主可控。



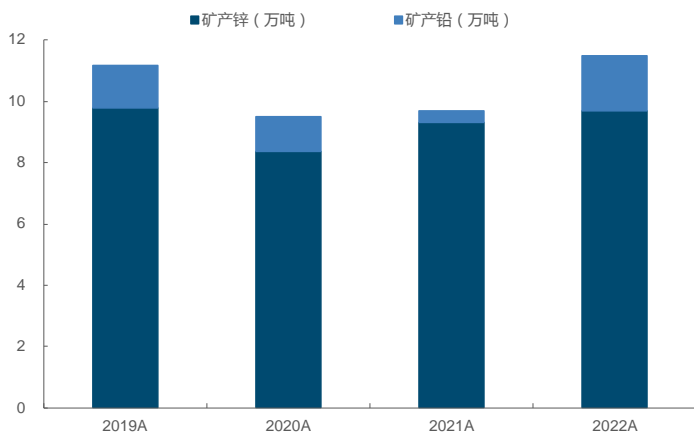


图表51：兰坪铅锌矿铅锌资源量 963.3 万吨

矿山名称	铅锌资源量(万吨)	配套冶炼厂	电锌产能(万吨/年)
兰坪铅锌矿	963.3	金鼎锌业冶炼厂	10

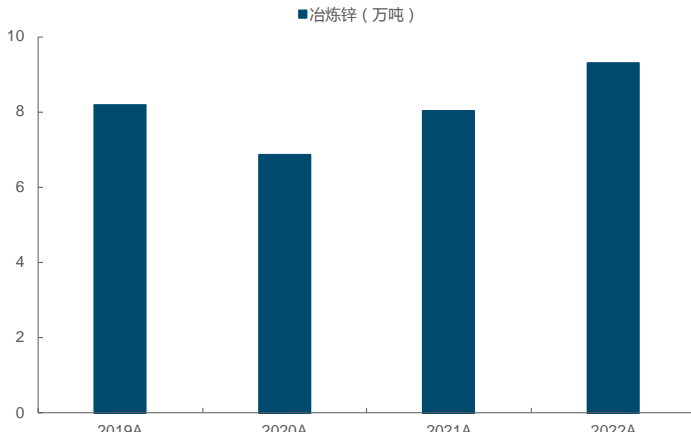
来源：中国铜业 2023 年评级报告，云南冶金集团 2022 年评级报告，国金证券研究所

图表52：金鼎矿业矿产锌量显著提升



来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，公司 2019-2022 年年报，国金证券研究所

图表53：2022 年金鼎锌业生产冶炼锌 9.3 万吨



来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，公司 2019-2022 年年报，国金证券研究所

若金鼎锌业按解决同业竞争承诺如期注入公司体内，每年将为公司分别贡献 10 万吨左右矿产铅锌及冶炼锌产量，约占公司 2022 年矿产铅锌金属量和锌锭产量的 1/3，大幅提升公司产销规模和盈利水平。

## (2) 青海鸿鑫——改扩建项目稳步推进

青海鸿鑫是中国铜业的二级子公司，中国铜业通过云南冶金集团和云南铜业集团间接持有青海鸿鑫 81.12% 股权。据云南铜业集团，2021 年青海鸿鑫实现营收 6.36 亿元，净利润 1 亿元。

青海鸿鑫下属主要矿山为牛苦头铅锌矿，2022 年底保有铅锌资源量 74.96 万吨。矿区 M1 和 M4 矿段采选工程分两期进行建设，一期项目已经建设完毕，主要产品为铅精矿、锌精矿、铜精矿和硫精矿，日处理铅锌矿 2500 吨、硫铁矿 700 吨；二期设计产能为日处理铅锌矿 2500 吨、硫铁矿 700 吨、磁铁矿 1500 吨。

图表54：牛苦头矿区采选工程分两期建设

牛苦头矿区 M1 与 M4 矿段采选工程	项目投资(亿元)	日处理矿石量(吨)
一期	5.6	铅锌矿 2500
		硫铁矿 700
二期	8.4	铅锌矿 2500
		硫铁矿 700
		磁铁矿 1500
合计	14	7900

来源：云南铜业集团募集说明书，国金证券研究所

当前青海鸿鑫正在规划牛苦头矿区 M1 磁异常区铁多金属矿改扩建采选项目，设计采矿规模为 153 万吨/年，其中铅锌矿 84 万吨/年，硫铁+硫铜矿 69 万吨/年，选矿厂规模为处置铅锌矿 84 万吨/年，硫铁和硫铜矿不进行选矿，开采后贮存在低品位矿石堆场。设计精矿产能为铜精矿 9.01t/d、铅精矿 70.84t/d、锌精矿 206.73t/d、硫精矿 244.53t/d 和铁精矿 760.76t/d。当前 M1 扩建项目安全设施设计已经取得批复，为项目前期手续办理又迈出坚实一步。



图表55：青海鸿鑫规划牛苦头矿区改扩建项目

项目名称	产品	设计规模 (t/d)	含银量 (g/t)
	铅锌矿	2800	
	硫铁+硫铜矿	2300 (不选矿)	
	合计采矿规模	5100	
牛苦头矿区 M1 磁异常区铁多金属矿改扩建采选项目	铜精矿	9.01	312.35
	铅精矿	70.84	232.61
	锌精矿	206.73	
	硫精矿	244.53	
	铁精矿	760.76	
	合计产品规模	1291.87	

来源：中矿协双碳委员会，国金证券研究所

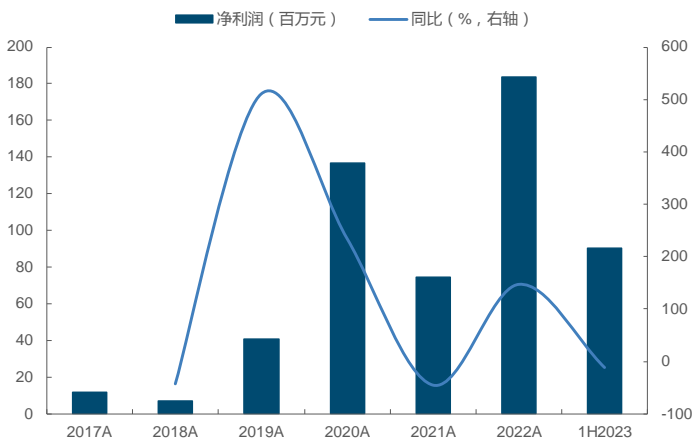
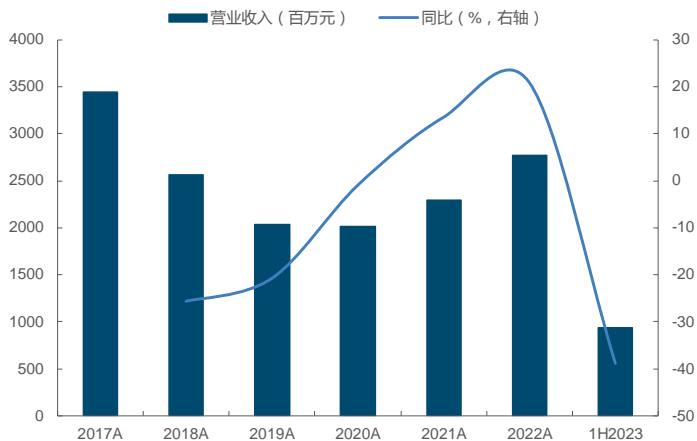
### (3) 云铜锌业——搬迁项目规划新增产能

云铜锌业是云南铜业集团下属电锌冶炼企业，拥有电锌产能 10 万吨。当前云铜锌业拟在安宁工业园内建设年产 15 万吨锌锭、30 万吨硫酸的搬迁项目，建设完成后冶炼产能显著提升。

2022 年云铜锌业实现营收 27.69 亿元，同比增长 20.94%，实现净利润 1.84 亿元，同比增长 145.61%。2023 年上半年，云铜锌业实现营收 9.4 亿元，净利润 0.91 亿元，分别同比减少 38.81%和 12.03%。

图表56：云铜锌业 1H2023 营业收入 9.4 亿元

图表57：云铜锌业 1H2023 净利润 0.91 亿元



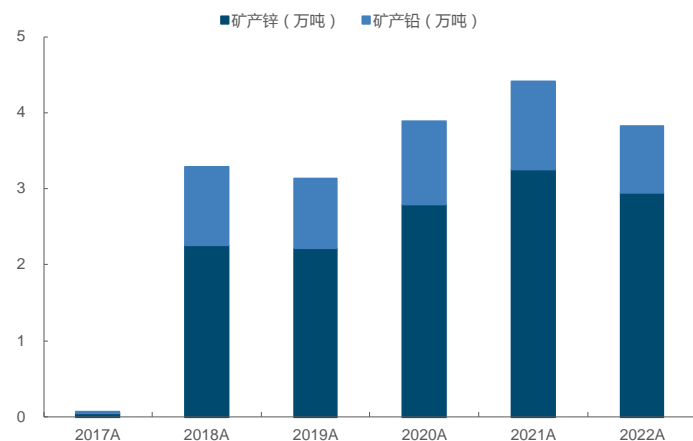
来源：锡业股份 2017-2022 年年报，锡业股份 2023 年半年报，国金证券研究所

来源：锡业股份 2017-2022 年年报，锡业股份 2023 年半年报，国金证券研究所

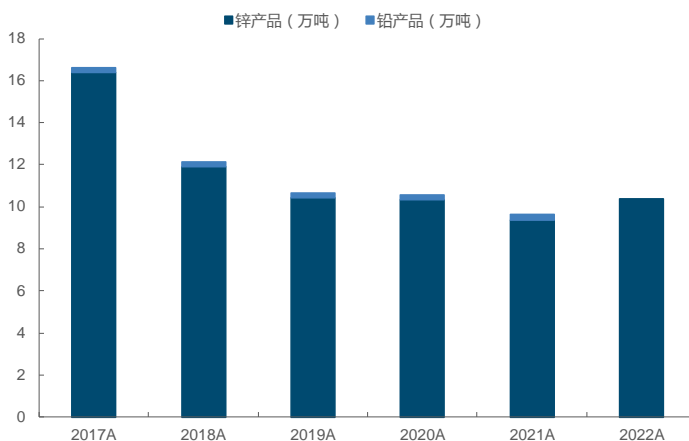
青海鸿鑫和云铜锌业同属于云铜集团，据中国铜业跟踪评级报告，2022 年上述两家企业合计生产矿产锌 2.95 万吨、矿产铅 0.88 万吨，生产锌产品 10.36 万吨。若上述企业根据解决同业竞争承诺注入驰宏锌锗，将为公司每年增加矿产铅锌金属约 4 万吨，增加年产铅锌冶炼产品约 10 万吨，扩大公司生产规模，增厚公司利润。



图表58：2022年云铜集团矿产铅锌金属3.83万吨



图表59：2022年云铜集团生产锌产品10.36万吨



来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，国金证券研究所

来源：中国铜业 2020-2023 年评级报告，国金证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

### 6.1 核心假设

#### (1) 价格假设

锌价假设：2022 年锌锭含税均价为 2.53 万元/吨。当前全球锌精矿供应增速放缓，存量项目增长有限，增量项目受前期勘探支出下降影响，锌精矿产出仍需时间。需求方面，国内新基建带来锌消费的长期增长动力。在供给增速回落和需求稳步增长共同作用下，预计锌价将维持高位运行。预计 2023-2025 年锌锭含税均价分别为 2.17/2.2/2.2 万元/吨。（2023 年初至今锌锭含税均价为 2.17 万元/吨）

铅价假设：2022 年铅锭含税均价为 1.52 万元/吨。铅锌是伴生矿产，铅精矿供应增速与锌精矿同步有所放缓，但再生铅给予一定供应补充。锂离子新能源产销量高增，其高能量密度将对铅酸电池产生一定替代，但铅酸电池以其低成本优势在汽车启动及电动两轮车动力系统等领域仍有一定的增长空间。在供给增速放缓和需求较为稳定的情况下，预计 2023-2025 年铅锭含税均价分别为 1.58/1.6/1.6 万元/吨。（2023 年初至今铅锭含税均价为 1.53 万元/吨）

锗价假设：2022 年锗锭含税均价 9131 元/千克。当前上游个别锗矿山资源品位有所下降，锗原料供应趋紧，预计锗锭价格维持高位，2023-2025 年锗锭含税均价分别为 9600/9800/9800 元/千克。（2023 年初至今锗锭含税均价 9392 元/千克）

#### (2) 成本假设

锌产品成本：公司依托自有矿山和外购原料生产锌产品，预计 2023-2025 年锌锭成本分别为 1.39/1.39/1.32 万元/吨，锌合金成本分别为 1.39/1.38/1.32 万元/吨。

铅产品成本：公司依托自有矿山和外购原料生产铅产品，预计 2023-2025 年铅锭成本分别为 1.17/1.16/1.11 万元/吨，粗铅含铅成本分别为 1.17/1.16/1.11 万元/吨。

锗产品成本：公司依托自有锗资源和先进技术生产多种含锗产品，预计 2023-2025 年锗产品综合成本维持 0.41 万元/千克。

#### (3) 销量假设

铅锌产品销量：公司铅锌产能及产能利用率较为稳定，基本实现满产满销，预计 2023-2025 年锌产品销量维持 48 万吨，铅产品销量维持 23 万吨。

锗产品含锗销量：公司锗系列产品包括区熔锗锭、锗单晶、锗晶片、锗镜头、高纯四氯化锗和二氧化锗等，预计 2023-2025 年锗产品含锗销量维持 60 吨。

#### (4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2020-2022 年分别为 0.94%/1.23%/1.32%，近三年呈现上涨趋势，保守起见，假设 2023-2025 年该比率维持 2021-2022 年均值 1.28%。

销售费用率：2020-2022 年分别为 0.47%/0.15%/0.15%，2021 年下降主因会计准则变更，运费进入营业成本项目，保守起见，假设 2023-2025 年该比率维持 2021-2022 年均值 0.15%。



管理费用率:2020-2022 年分别为 4.79%/6.44%/4.41%,假设 2023-2025 年该比例维持 2022 年水平 4.41%。

研发费用率:2020-2022 年分别为 0.28%/0.34%/0.22%,假设 2023-2025 年该比例维持 2022 年水平 0.22%。

## 6.2 盈利预测

根据上述核心假设,在不考虑集团资产注入的情况下,预计公司 2023-2025 年锌产品营收分别为 159/161/161 亿元,铅产品营收分别为 31/31/31 亿元,营收分别为 223/228/231 亿元,实现归母净利润分别为 19.28/21.07/25.64 亿元, EPS 分别为 0.38/0.41/0.50 元,对应 PE 分别为 14.28/13.07/10.74 倍。

**图表60: 营业收入及毛利预测**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>					
锌产品	16,153.01	16,651.97	15,925.96	16,066.39	16,082.65
铅产品	2,666.95	2,235.10	3,058.64	3,099.06	3,099.06
硫酸	290.66	285.65	145.04	197.78	197.78
银产品	755.34	536.27	746.45	823.79	939.07
硫精矿	71.58	70.45	70.45	70.45	70.45
铅精矿	181.54	165.61	184.22	280.58	374.32
锌精矿	532.01	291.35	449.00	523.56	586.83
锗产品	405.42	353.28	415.09	423.70	423.70
其他	660.00	1,310.58	1,310.58	1,310.58	1,310.58
<b>营业收入合计</b>	<b>21,716.51</b>	<b>21,900.25</b>	<b>22,305.43</b>	<b>22,795.89</b>	<b>23,084.43</b>
<b>营业成本</b>					
锌产品	14,039.52	14,243.73	13,587.78	13,581.81	13,250.27
铅产品	2,208.65	2,052.92	2,679.63	2,671.14	2,550.01
硫酸	206.30	227.33	279.62	279.62	279.62
银产品	408.25	346.84	394.78	406.15	462.98
硫精矿	8.62	6.92	6.92	6.92	6.92
铅精矿	130.82	128.00	130.82	196.45	262.08
锌精矿	396.15	270.18	396.15	450.59	505.04
锗产品	255.39	212.21	248.69	248.69	248.69
其他	447.51	932.93	932.93	932.93	932.93
<b>营业成本合计</b>	<b>18,101.20</b>	<b>18,421.07</b>	<b>18,657.32</b>	<b>18,774.31</b>	<b>18,498.55</b>
<b>毛利率</b>					
锌产品	13.08%	14.46%	14.68%	15.46%	17.61%
铅产品	17.18%	8.15%	12.39%	13.81%	17.72%
硫酸	29.02%	20.42%	-92.79%	-41.38%	-41.38%
银产品	45.95%	35.32%	47.11%	50.70%	50.70%
硫精矿	87.96%	90.18%	90.18%	90.18%	90.18%
铅精矿	27.94%	22.71%	28.99%	29.99%	29.99%
锌精矿	25.54%	7.27%	11.77%	13.94%	13.94%
锗产品	37.01%	39.93%	40.09%	41.30%	41.30%
其他	32.20%	28.82%	28.82%	28.82%	28.82%
<b>综合毛利率</b>	<b>16.65%</b>	<b>15.89%</b>	<b>16.36%</b>	<b>17.64%</b>	<b>19.87%</b>
营业税金及附加/销售收入	1.23%	1.32%	1.28%	1.28%	1.28%
销售费用率	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%



单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
管理费用率	6.44%	4.41%	4.41%	4.41%	4.41%
研发费用率	0.34%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%

来源：Wind，国金证券研究所

### 6.3 估值及投资建议

我们选取铅锌行业其他公司盛达资源、兴业银锡、中金岭南、金徽股份作为可比公司。参考可比公司 2023 年 19 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 7.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表61：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至 2023 年 9 月 7 日收盘）

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盛达资源	000603.SZ	13.98	0.61	0.53	0.63	0.76	0.88	30	21	22	18	16
兴业银锡	000426.SZ	9.11	0.13	0.09	0.52	0.96	1.27	N. A.	45	18	10	7
中金岭南	000060.SZ	5.32	0.27	0.28	0.36	0.43	0.55	18	13	15	12	10
金徽股份	603132.SH	12.95	0.53	0.49	0.56	0.64	0.72	N. A.	25	23	20	18
平均								24	26	19	15	13
驰宏锌锗	600497.SH	5.41	0.11	0.13	0.38	0.42	0.51	54	44	14	13	11

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司 EPS 均为 Wind 一致预期。

## 七、风险提示

产品价格大幅波动。锌产品和铅产品贡献公司主要营收及利润，若因海内外矿山供给超预期或需求受限将对铅锌价格产生压制，对公司营收及盈利产生不利影响。

资产注入进度不及预期。中铝集团和中国铜业承诺通过资产注入等方式解决与公司的同业竞争，若资产注入不及预期，或将影响公司长期成长性。

项目建设不及预期。公司在建项目包括西藏鑫湖矿业及会泽冶炼锌合金技改项目，未来营收规模和盈利能力增长依托新建项目投产，若项目建设不及预期，或将影响公司成长性。

资产减值风险。公司连续多年对资产计提减值，报废处置因升级改造而替换、不再使用的固定资产，实现资产质量优化，但现有资产仍存在减值可能性，同时公司拟在 2024 年上半年完成澜沧铅矿资产盘活变现，存在资产减值风险。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,165	21,717	21,900	22,305	22,796	23,084
增长率		13.3%	0.8%	1.9%	2.2%	1.3%
主营业务成本	-16,611	-18,101	-18,421	-18,657	-18,774	-18,499
%销售收入	86.7%	83.4%	84.1%	83.6%	82.4%	80.1%
毛利	2,554	3,615	3,479	3,648	4,022	4,586
%销售收入	13.3%	16.6%	15.9%	16.4%	17.6%	19.9%
营业税金及附加	-181	-268	-289	-285	-291	-295
%销售收入	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-91	-33	-33	-34	-34	-35
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-919	-1,399	-966	-983	-1,005	-1,018
%销售收入	4.8%	6.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	-54	-74	-49	-50	-51	-51
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,310	1,841	2,143	2,297	2,641	3,187
%销售收入	6.8%	8.5%	9.8%	10.3%	11.6%	13.8%
财务费用	-391	-299	-203	-366	-476	-504
%销售收入	2.0%	1.4%	0.9%	1.6%	2.1%	2.2%
资产减值损失	-648	-283	-1,327	-35	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	25	-10	115	0	0	0
%税前利润	9.8%	n.a	17.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	317	1,317	887	1,896	2,144	2,663
营业利润率	1.7%	6.1%	4.0%	8.5%	9.4%	11.5%
营业外收支	-58	-478	-211	0	0	0
税前利润	259	839	676	1,896	2,144	2,663
利润率	1.3%	3.9%	3.1%	8.5%	9.4%	11.5%
所得税	-170	-300	-81	-227	-257	-320
所得税率	65.9%	35.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	88	539	595	1,668	1,887	2,344
少数股东损益	-383	-45	-75	-260	-220	-220
归属于母公司的净利润	472	584	670	1,928	2,107	2,564
净利率	2.5%	2.7%	3.1%	8.6%	9.2%	11.1%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	88	539	595	1,668	1,887	2,344
少数股东损益	-383	-45	-75	-260	-220	-220
非现金支出	1,923	1,714	2,757	1,253	1,350	1,462
非经营收益	426	676	226	311	283	247
营运资金变动	235	311	-151	124	46	78
经营活动现金净流	2,672	3,240	3,428	3,356	3,567	4,130
资本开支	-762	-633	-611	-1,611	-1,611	-1,611
投资	208	-269	25	0	0	0
其他	34	13	0	0	0	0
投资活动现金净流	-521	-888	-586	-1,611	-1,611	-1,611
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-985	-1,386	-2,160	-754	-1,053	-43
其他	-1,185	-562	-810	-935	-894	-858
筹资活动现金净流	-2,170	-1,948	-2,970	-1,689	-1,947	-900
现金净流量	-23	403	-128	56	9	1,618

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	830	1,238	1,113	1,163	1,167	2,782
应收款项	34	35	118	78	79	80
存货	1,576	1,469	1,464	1,470	1,480	1,458
其他流动资产	228	247	309	375	375	374
流动资产	2,669	2,989	3,004	3,086	3,101	4,694
%总资产	9.1%	10.5%	11.3%	11.4%	11.3%	16.1%
长期投资	181	107	185	185	185	185
固定资产	14,573	13,295	11,567	11,816	11,956	11,985
%总资产	49.8%	46.5%	43.5%	43.7%	43.7%	41.2%
无形资产	11,226	11,603	11,636	11,762	11,885	12,007
非流动资产	26,570	25,601	23,595	23,968	24,229	24,378
%总资产	90.9%	89.5%	88.7%	88.6%	88.7%	83.9%
资产总计	29,239	28,590	26,600	27,054	27,330	29,073
短期借款	4,113	3,584	2,447	2,675	1,623	1,580
应付款项	1,968	1,817	1,732	1,797	1,809	1,783
其他流动负债	393	606	368	531	572	651
流动负债	6,474	6,007	4,547	5,004	4,004	4,014
长期贷款	5,309	4,504	3,533	3,533	3,533	3,533
其他长期负债	406	882	1,299	252	252	252
负债	12,189	11,393	9,379	8,789	7,789	7,799
普通股股东权益	14,629	14,822	14,917	16,221	17,717	19,670
其中：股本	5,091	5,091	5,091	5,091	5,091	5,091
未分配利润	541	730	689	2,007	3,503	5,456
少数股东权益	2,422	2,375	2,304	2,044	1,824	1,604
负债股东权益合计	29,239	28,590	26,600	27,054	27,330	29,073

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.093	0.115	0.132	0.379	0.414	0.504
每股净资产	2.873	2.911	2.930	3.186	3.480	3.863
每股经营现金净流	0.525	0.636	0.673	0.659	0.701	0.811
每股股利	0.050	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	3.22%	3.94%	4.49%	11.89%	11.89%	13.03%
总资产收益率	1.61%	2.04%	2.52%	7.13%	7.71%	8.82%
投入资本收益率	1.69%	4.68%	8.13%	8.26%	9.41%	10.63%
增长率						
主营业务收入增长率	16.83%	13.31%	0.85%	1.85%	2.20%	1.27%
EBIT 增长率	-21.66%	40.52%	16.40%	7.16%	14.97%	20.71%
净利润增长率	-39.31%	23.91%	14.58%	187.98%	9.27%	21.68%
总资产增长率	-6.80%	-2.22%	-6.96%	1.71%	1.02%	6.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	37.5	30.7	29.1	29.1	29.1	29.1
应付账款周转天数	28.8	26.1	27.1	27.1	27.1	27.1
固定资产周转天数	202.1	175.5	149.4	146.0	140.4	134.5
偿债能力						
净负债/股东权益	50.27%	39.83%	28.18%	27.55%	20.34%	10.89%
EBIT 利息保障倍数	3.3	6.2	10.6	6.3	5.5	6.3
资产负债率	41.69%	39.85%	35.26%	32.49%	28.50%	26.83%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



## 特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究