



株冶集团 (600961.SH)

铅锌龙头完善资源布局，新晋低估黄金标的

买入(首次评级)

当前价格: 10.19 元

目标价格: 13.89 元

投资要点:

➤ **老牌铅锌冶炼龙头，锌及锌合金产能处全国首位。**公司拥有60多年的锌冶炼生产及管理经验，拥有锌锭产能30万吨、锌合金产能38万吨，处全国首位，工艺能耗水平已经达到国内先进水平。

➤ **背靠五矿集团，保障增长潜力。**2011年五矿集团通过增资扩股成为公司实控人，作为五矿集团的重要上市平台陆续整合集团相关资产，相继完成水口山有限和株冶有色股权收购，五矿铜业暂缓但远期仍有可能，另外公司还托管集团铅锌资产黄沙坪矿业、金信铝业等，保障资源潜力。

➤ **收购水口山有限，完善资源布局。**水口山有限拥有2个采矿权和3个探矿权，拥有矿石量1,597.80万吨，含铅金属量45.07万吨、锌金属量50.09万吨、金金属量41.87吨、银金属量1,333吨，证载采矿规模达到80万吨/年。根据《开发利用方案》测算，矿山可产精矿含铅、锌分别1.86万吨和1.83万吨，金精矿1.9吨、银精矿50.3吨，拥有冶炼产能铅锭及铅合金冶炼产能10万吨/年，白银609.3吨/年，黄金8.26吨/年。

➤ **水口山并表，盈利能力大幅提升。**水口山有限2022年1-8月毛利率达到16.8%，明显高于原公司2022年的4.2%，其中锌精矿毛利率高达76.8%、黄金37.6%，都将显著提升公司盈利能力。2023年上半年完成重大重组后，实现锌锭及锌合金产量32万吨、铅及铅合金5万吨、黄金1.45吨、白银145吨，根据公司业绩预告，预计2023年实现归母净利润6.0-7.2亿元，同比增加967.4%-1180.9%。

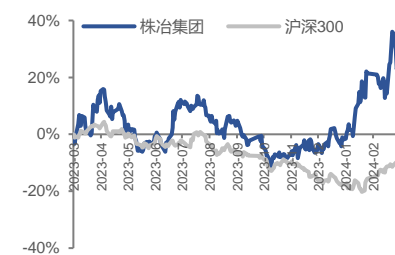
➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为7.0/8.9/9.1亿元，对应当前股本EPS为0.65/0.83/0.85元/股，对当前股价PE为16/12/12倍，明显低于行业平均水平。2024年给予公司17XPE估值，对应目标价格13.89元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**金属价格变化不及预期；汇率波动风险；矿山安全生产风险

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1073/752
总市值/流通市值 (百万元)	10933/7661
每股净资产 (元)	1.93
资产负债率 (%)	59.71
一年内最高/最低 (元)	11.17/7.28

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,472	15,677	22,255	22,804	22,804
增长率	12%	-5%	42%	2%	0%
净利润 (百万元)	164	56	695	892	913
增长率	3%	-66%	1137%	28%	2%
EPS (元/股)	0.15	0.05	0.65	0.83	0.85
市盈率 (P/E)	66.7	194.5	15.7	12.3	12.0
市净率 (P/B)	47.5	50.1	12.0	6.5	4.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：公司锌锭及锌合金产能暂稳，假设 2023-2025 年公司锌锭及锌合金产量稳定在 68 万吨；收购水口山后，康家湾 70 万吨产能陆续达产并投产，假设 2023-2025 年自产锌精矿 1.77/1.83/1.83 万吨，铅精矿 1.8/1.8/1.8 万吨；贵金属包含矿山冶炼回收和外购原料两部分，2023 年上半年公司黄金产量 1.45 吨，假设 2023-2025 年冶炼金产量 3.2/3.2/3.2 吨，其中自产 1.7/1.9/1.9 吨；自产白银 43/50/50 吨。

价：假设锌锭 2023-2025 年均价 2.15/2.2/2.2 万元/吨；铅锭（不含税）1.58/1.55/1.55 万元/吨；降息周期贵金属价格偏强，假设 2023-2025 年黄金价格分别为 450/500/500 元/克；白银价格（不含税）5,562/6,184/6,184 元/公斤。

利：假设生产成本相对稳定，则 2023-2025 年锌锭及锌合金（不含水口山自产锌矿）毛利率 5.1%/5.0%/5.0%；水口山锌精矿毛利率 70.6%/70.8%/70.8%；黄金 28.3%/33.8%/33.8%；白银 19.2%/21.5%/21.5%。

我们区别于市场的观点

市场担心锌冶炼行业竞争激烈，影响公司利润释放。我们认为，2023 年公司完成水口山收购后，已经不能以传统冶炼行业看待公司，1) 资源布局将有效降低公司成本，助力锌及锌合金利润释放：2022 年 1-8 月水口山锌精矿毛利率高达 76.8%，明显高于 2022 年公司锌锭及锌合金冶炼的 3.0% 毛利率，自有矿山产量释放提高原料自给率，盈利能力提升；2) 赋能黄金属性，水口山有限 2 个采矿权保有资源储量含金金属量 41.87 吨，平均品位 3.1g/t，80 万吨采选规模达产后，精矿含金量达到 1.9 吨，叠加铅冶炼过程回收和外购原料，2023 年上半年黄金产量达到 1.45 吨，株冶集团成为新晋黄金标的。

股价上涨的催化因素

铅锌/贵金属价格上涨；新增矿山项目并购。

估值与目标

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/8.9/9.1 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.65/0.83/0.85 元/股，对当前股价 PE 为 16/12/12 倍，明显低于行业平均水平。2024 年给予公司 17XPE 估值，对应目标价格 13.89 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

金属价格变化不及预期；汇率波动风险；矿山安全生产风险

正文目录

1	五矿集团控股公司，旧貌新颜利润改善	5
1.1	老牌铅锌冶炼龙头，弥补资源短板	5
1.2	产业链布局日趋完善，赋能贵金属属性	5
1.3	背靠五矿集团，增长仍有潜力	6
1.4	旧貌新颜，利润改善	8
2	优质铅锌冶炼龙头，增强资源布局	10
2.1	老牌铅锌冶炼龙头，工艺技术优势显著	10
2.2	收购水口山有限，布局铅锌金资源	11
2.3	五矿铜业收购暂缓，远期仍有可能	13
3	避险+降息前夕，贵金属价格继续偏强	14
4	盈利预测和投资建议	16
4.1	核心假设	16
4.2	盈利预测	17
4.3	估值及投资建议	18
5	风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品及用途	6
图表 3: 公司股权结构	7
图表 4: 中国五矿(含下属公司)与上市公司存在类同业务的主体	8
图表 5: 产品产量/万吨	8
图表 6: 公司营收规模/(亿元, %)	8
图表 7: 公司净利润/(亿元, %)	9
图表 8: 主要毛利构成/(亿元, %)	9
图表 9: 株冶集团各产品毛利率	9
图表 10: 水口山有限产品毛利率	9
图表 11: 锌冶炼工艺流程	10
图表 12: 锌冶炼能耗标准	10
图表 13: 水口山有限矿业权	11
图表 14: 水口山铅锌矿资源储量(截止 2021 年 8 月 31 日)	12
图表 15: 水口山铅锌矿满产情况下各金属产量测算	12
图表 16: 柏坊铜矿资源储量(截止 2021 年 12 月)	12
图表 17: 2021 年水口山有限营收占比	13
图表 18: 2021 年水口山有限毛利占比	13
图表 19: 水口山集团对于水口山铅锌矿业绩承诺/亿元	13
图表 20: 五矿铜业各产品产量	14
图表 21: 五矿铜业毛利结构/亿元	14
图表 22: 五矿铜业未来营收测算	14
图表 23: 五矿铜业未来净利润测算	14
图表 24: 美债收益率与黄金价格/(%, 美元/盎司)	15
图表 25: 核心 CPI 持续回落	15
图表 26: 美联储点阵图显示加息进入尾声	15
图表 27: 长短美债继续倒挂/%	16
图表 28: 美国一般政府债务占 GDP 比重	16



图表 29: 央行购金量/吨	16
图表 30: 盈利预测	17
图表 31: 可比公司估值	18
图表 32: 盈利及估值敏感性分析	18
图表 33: 财务预测摘要	20



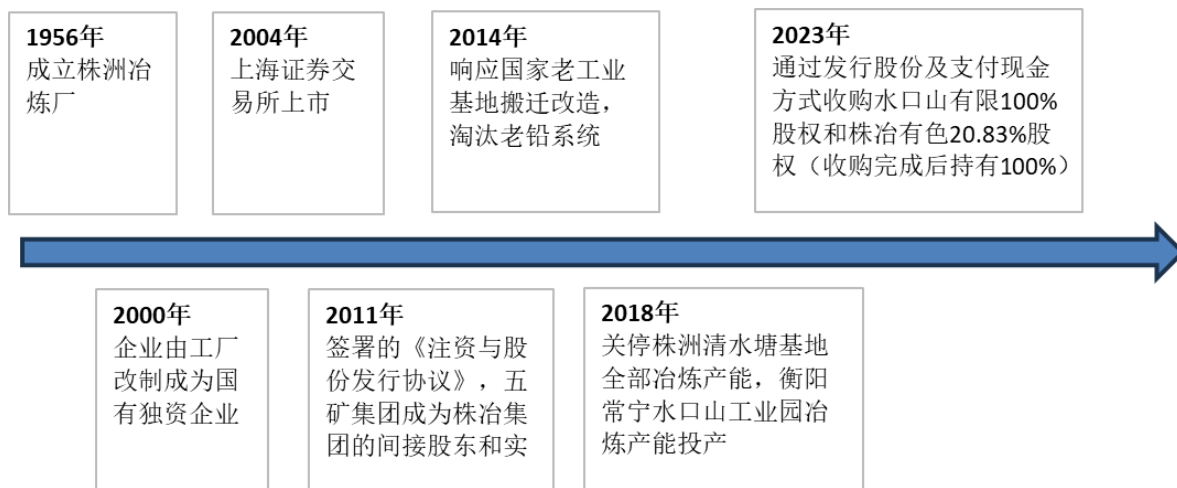
1 五矿集团控股公司，旧貌新颜利润改善

1.1 老牌铅锌冶炼龙头，弥补资源短板

老牌铅锌冶炼龙头，搬迁升级焕发新活力。公司源于 1956 年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000 年，企业由工厂制转为公司制、股份制，2004 年公司在上海证券交易所上市。2014 年以来，公司积极响应国家老工业基地搬迁改造，2018 年关停了湖南省株洲市石峰区清水塘基地全部冶炼产能，同时在湖南省衡阳市常宁水口山工业园新建 30 万吨锌冶炼系统及 10 万吨铅精炼及稀贵综合回收系统，形成了衡阳、株洲、深圳和天津四大生产基地，主要生产锌及其合金，综合回收银、铟等稀贵金属和硫酸。

并购水口山，弥补资源短板。2023 年通过收购水口山有限，获得 2 项采矿权和 3 项探矿权，公司将重组升级为拥有铅锌矿产资源和完整铅锌采选、冶炼生产线的全产业链有色金属企业，主要产品及综合回收副产品包括铅合金、铅锭、黄金、白银、锌精矿等，通过集中发挥采、选、冶、研完备的产业链优势，加快公司高质量发展的进程。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、上海金属网、华福证券研究所

1.2 产业链布局日趋完善，赋能贵金属属性

公司主要产品有锌锭、热镀锌合金、铸造锌合金，铅锭、铅基合金、黄金、白银等，副产品为硫酸、氧化锌、镉白粉等，矿产品有铅精矿、锌精矿、金精矿、铜精矿等，以及小产品镉锭、铟锭。

矿山采选业务：公司水口山铅锌矿铅、锌原矿品位高，在国内属于禀赋较好的矿山，同时伴生金、银品位较高，采选规模达到 80 万吨 /年，根据平均品位初步测算，年产矿石量含锌 1.83 万吨、铅 1.86 万吨、银 50.3 吨、金 0.82 吨。

锌冶炼业务：锌产品产能 68 万吨，其中锌冶炼产能 30 万吨、锌基合金深加工产能 38 万吨，位居全国首位。其中，火炬牌锌合金的市场占有率处于第一梯队，在高端汽车板行业处于领先地位。

铅冶炼业务：铅冶炼产能 10 万吨，主要冶炼产品为铅锭、铅合金，并在铅冶炼的过程中综合回收黄金和白银等副产品。

图表 2：公司主要产品及用途

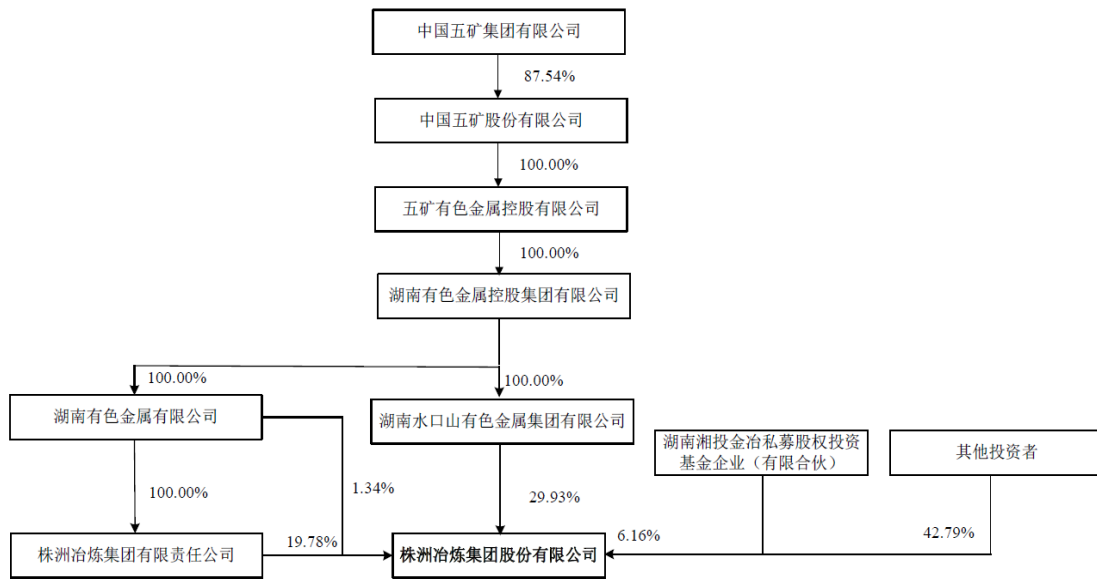
产品	用途
锌锭	主要以镀锌、锌基合金、氧化锌的形式广泛应用于汽车、建筑、家用电器、船舶、轻工、机械、电池等行业。
热镀锌合金	广泛用于板带、结构件批量镀锌，应用于汽车板、建筑材料板、家用电器 GA/GI 板带连续镀锌以及高速公路护栏、电力铁塔、镀管等结构件镀锌行业。
铸造锌合金	广泛用于卫浴、锁具、门窗五金、服饰配件、标牌、玩具等锌铸造件行业
铅锭	主要应用在制造蓄电池、涂料、弹头、焊接材料、化学品铅盐、电缆护套、轴承材料、嵌缝材料、巴氏合金和 X 射线的防护材料等
铅基合金	主要应用于蓄电池、电缆护套、电解铜、电解锌、放射性工作的防护材料等行业。
镉锭	下游消费领域主要有镍镉电池，颜料和荧光粉，塑料稳定剂，以及电镀、焊料，钢件镀层防腐，合金等
铟锭	主要用于生产 ITO 靶材（用于生产液晶显示器和平板屏幕），电子半导体，焊料和合金，涂层以及研究行业使用等
黄金、白银、铜精矿等	

数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 背靠五矿集团，增长仍有潜力

五矿集团为公司实控人。2009 年，中国五矿与湖南省国资委、中国五矿股份有限公司签署的《注资与股份发行协议》，五矿集团成为株冶集团的间接股东和实控人；2023 年公司发行股份购买资产后，五矿集团持有份额进一步增加，截止 2023 年 9 月 30 日，通过湖南有色金属间接持有公司共计 51.05% 股权。

图表 3：公司股权结构



数据来源：公司公告、华福证券研究所

托管集团同业资产，增长仍有潜力。五矿集团拥有 8 家上市公司，包括中国中冶、五矿资本、五矿发展、中钨高新、株冶集团、长远锂科、五矿资源、五矿地产，旗下有与上市公司存在类同业务的主体：

铅锌矿：中国中冶从事境外铅锌矿的采选业务；五矿资源从事境外铅锌矿、铜矿的采选业务；黄沙坪矿业从事境内铅锌矿的采选业务。但出售产品不同，不构成同业竞争，因水口山与黄沙坪矿业地理位置相近，为避免双方可能存在的潜在同业竞争问题，黄沙坪矿业委托给上市公司管理。

冶炼：金信铝业从事铅冶炼业务，主要产品为铅锭，但因持续盈利能力较弱，未纳入同步注入上市公司范围，金信铝业现已委托水口山有限管理。

黄金：五矿旗下子公司闪星锡业锡矿山，从事锡精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锡精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金，但因主营收入和毛利占比较低，较难形成竞争关系。

图表 4：中国五矿（含下属公司）与上市公司存在类同业务的主体

业务类型	类同产品/业务	公司名称	类同业务情况介绍
采选业务	铅精矿、锌精矿	中国中冶	从事境外铅锌矿的采选业务
	铅精矿、锌精矿、铜精矿	五矿资源	从事境外铅锌矿、铜矿的采选业务
	铅精矿、锌精矿	黄沙坪矿业	从事境内铅锌矿的采选业务
冶炼业务	铅锭	金信铝业	从事精铅冶炼业务，主要产品为铅锭
	黄金	锡矿山	从事锑精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锑精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金
	黄金、白银	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
贸易业务	有色金属贸易	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
		湖南有色国贸	贸易业务中包含少量有色金属

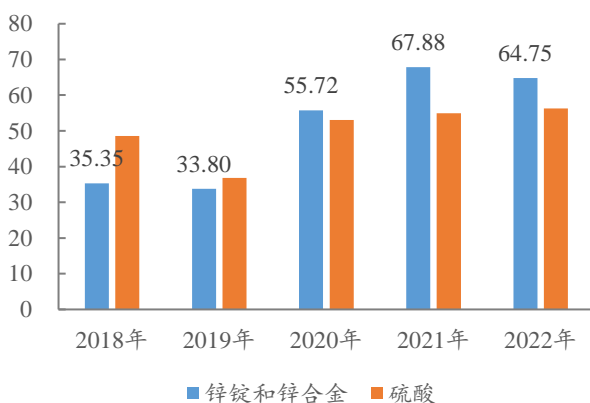
数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.4 旧貌新颜，利润改善

2019 年完成搬迁和新工厂投产，产量逐渐爬坡。2018 年关停了湖南省株洲市石峰区清水塘基地全部冶炼产能，2019 年铅锌产业基地锌项目两台世界最大沸腾炉实现一次性投料成功并稳定运行，集中精力抓项目达产达效。2020 年实现锌锭和锌合金产量 55.72 万吨，公司营收大幅增长。

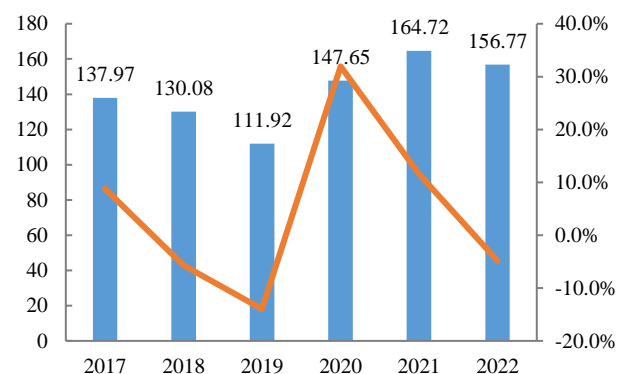
2023 年上半年完成重大重组，实现锌锭及锌合金产量 32 万吨、铅及铅合金 5 万吨、黄金 1.45 吨、白银 145 吨。前三季度，公司实现营收规模 148.06 亿元，较调整前同比增加 21.3%。

图表 5：产品产量/万吨



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：公司营收规模/(亿元，%)

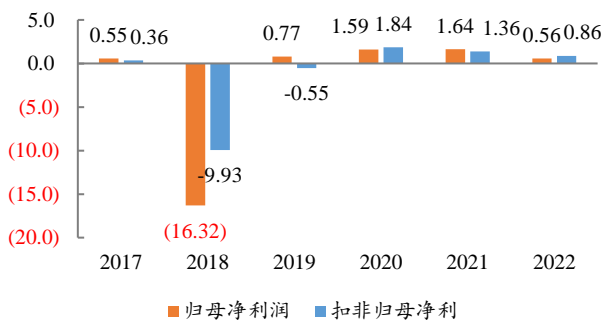


数据来源：Wind、华福证券研究所

水口山并表，公司利润上新台阶。2018 年公司在政府部门要求的时间内关停在清水塘地区的冶炼产能，资产处置因政府补偿不足计提固定资产减值损失，累计净利润大幅亏损；2019 年公司完成新基地投产，公司持续瘦身健体，调整优化人员职能职责，利润水平创十年新高；2022 年因全球锌矿减产和消费下降，公司利润有所回落，实现归母净利润 0.56 亿元。从毛利构成上看，2022 年公司实现毛利 6.56 亿元，其中锌锭及锌合金占比 57.2%、硫酸 21.6%、贸易 0.8%。

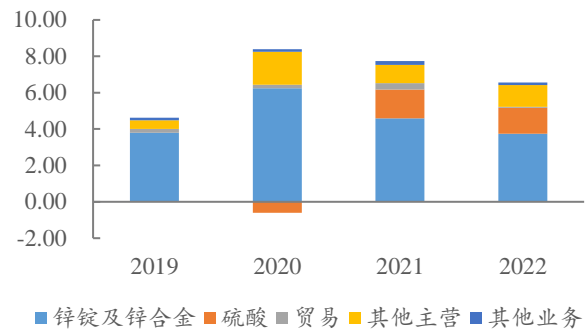
2023 年前三季度公司实现归母净利润 5.31 亿元，较调整前同比增加 635.4%，较调整后同比增加 25.4%。

图表 7：公司净利润/(亿元，%)



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 8：主要毛利构成/(亿元，%)

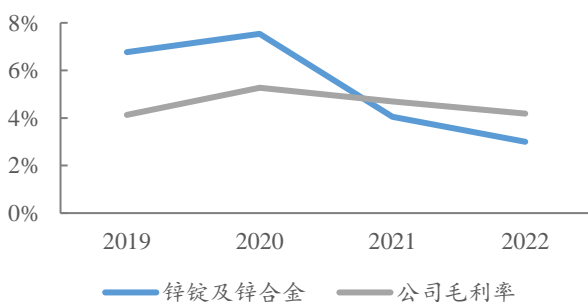


数据来源：Wind、华福证券研究所

水口山显著增厚公司利润，盈利能力大幅提升。2023 年收购水口山有限后公司产业链日趋完善，盈利能力大幅提升：从毛利率水平看，水口山有限 2022 年 1-8 月毛利率达到 16.8%，明显高于公司 2022 年的 4.2%，其中锌精矿毛利率高达 76.8%、黄金 37.6%，都将显著提升公司盈利能力。

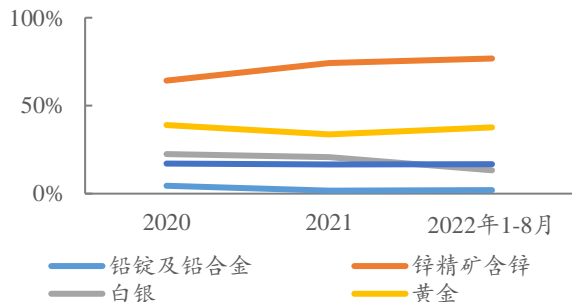
另外，根据水口山业绩承诺，2023-2025 年将显著增厚公司利润 2.34-3.05 亿元/年。根据公司业绩预告，2023 年完成水口山有限收购，实现归母净利润 6.0-7.2 亿元，同比增加 967.4%-1180.9%。

图表 9：株冶集团各产品毛利率



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 10：水口山有限产品毛利率



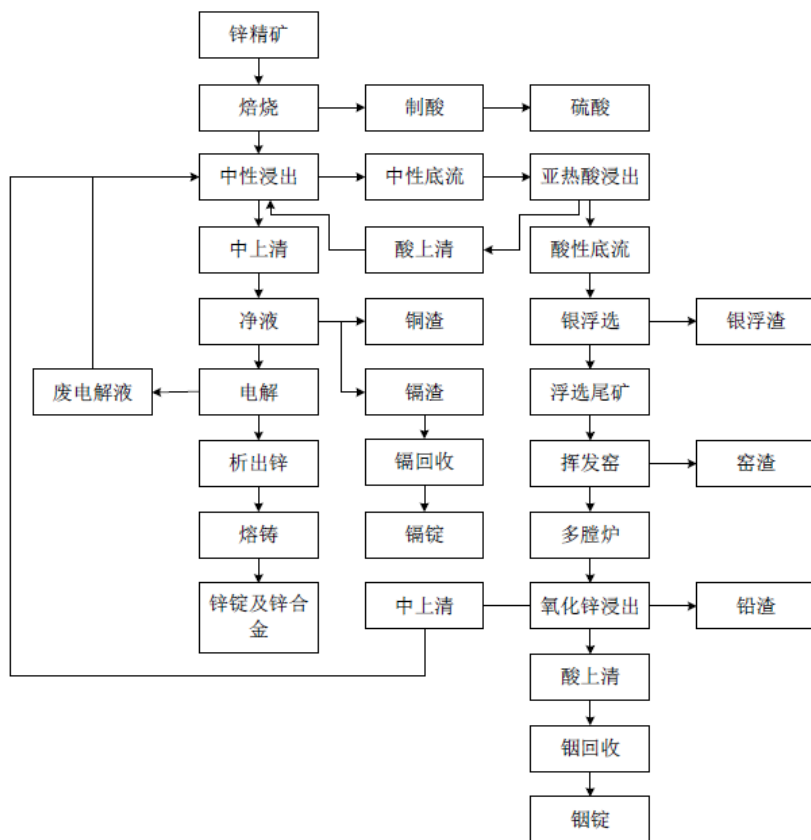
数据来源：Wind、华福证券研究所

2 优质铅锌冶炼龙头，增强资源布局

2.1 老牌铅锌冶炼龙头，工艺技术优势显著

公司拥有 60 多年的锌冶炼生产及管理经验，拥有锌锭产能 30 万吨、锌合金产能 38 万吨，处全国首位。30 万吨锌冶炼融合了先进锌冶炼技术与常规湿法炼锌工艺的优势，采用当前世界最大的 152m² 沸腾炉高温焙烧、世界最大的单系列 30 万吨浸出，通过三年来的科技创新及技术改进，有效提升了各项生产技术经济指标，株冶有色锌冶炼工艺能耗水平已经达到国内先进水平。

图表 11：锌冶炼工艺流程



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 12：锌冶炼能耗标准

单位：千克标准煤/吨	现有锌冶炼企业单位产品综合能耗限定值	新建锌冶炼企业单位产品综合能耗准入值	锌冶炼企业单位产品综合能耗先进值	株冶有色锌冶炼项目单位产品综合能耗
2020	1300	1250	1150	902
2021	1300	1250	1150	893
2022年1-8月	1300	1250	1150	916.19

数据来源：公司公告、华福证券研究所

锌合金牌号丰富，锌铝镁合金市占率大幅提升。公司合金产品结构齐全，拥有锌合金相关的有效发明专利 20 多项，多年来锌合金产品的比例稳定在 80% 以上。其中，火炬新材料锌铝镁合金系列产品拥有更高的防腐蚀能力，利润率可达普通产品七八倍以上，2022 年产量大幅提升，市场占有率从 5% 提升到 25%；高端铸造锌合金（ZA 系列），采用复合变质技术及晶粒细化技术，解决了铝合金产品铸造过程中易产生裂纹、冷隔、渣孔、缩松等一系列铸造缺陷的技术问题。

2.2 收购水口山有限，布局铅锌金资源

成功收购水口山有限，拥有 2 个采矿权和 3 个探矿权。2022 年公司拟通过发行股份方式收购水口山集团持有的水口山有限 100% 股权，交易作价 33.16 亿元，并于 2023 年底完成收购，拥有水口山铅锌矿、柏坊铜矿 2 个采矿权，以及莲塘乡复兴林场铅锌矿普查、水口山岩子岭-马王塘矿段铅锌银铜矿普查、水口山矿田新盟山金铅锌矿普查 3 个探矿权。

图表 13：水口山有限矿业权

采矿权					
名称	开采矿种	开采方式	证载规模	矿区面积	有效期
水口山铅锌矿	铅、锌、金、硫、银、铜	地下开采	80 万吨/年	32.6 平方公里	2021.2-2029.2
柏坊铜矿	铜	地下开采	6 万吨/年	10.7 平方公里	2019.4-2023.5
探矿权					
名称					有效期
湖南省常宁市莲塘乡复兴林场铅锌矿普查					2021.12-2026.12
湖南省常宁市水口山岩子岭-马王塘矿段铅锌银铜矿普查					2022.6-2027.6
湖南省常宁市水口山矿田新盟山金铅锌矿普查					2022.6-2027.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

1) 水口山铅锌矿

水口山铅锌拥有矿石量 1,597.80 万吨，含铅金属量 45.07 万吨、锌金属量 50.09 万吨、金金属量 41.87 吨、银金属量 1,333 吨。

其中，康家湾矿段属于国内资源禀赋较好的矿山，矿石量小计 1,280.8 万吨，金金属量 39.8 吨、平均品位 3.10 g/t；银金属量 1,321.4 吨、平均品位 103.17 g/t；铅金属量 43.93 万吨、平均品位 3.43%；锌金属量 44.44 万、平均品位 3.47%。

老鸦窠拥有矿石量 69.2 万吨，其中金金属 2.11 吨、品位 3.05g/t；鸭公塘拥有矿石量 247.8 万吨，拥有铜金属 0.94 万吨、品位 0.38%，铅金属 1.05 万吨、品位 0.43%，锌金属 5.39 万吨、品位 2.17%。鸭公塘为老鸦窠接替资源。

图表 14: 水口山铅锌矿资源储量 (截止 2021 年 8 月 31 日)

矿区	矿石量	铅		锌		金		银	
		金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位
	万吨	万吨		万吨		吨	g/t	吨	g/t
康家湾	1280.8	43.93	3.43%	44.44	3.47%	39.8	3.1	1,321.4	103.17
老鸦巢	69.2	0.09	0.13%	0.27	0.39%	2.1	3.05	12.4	17.96
鸭公塘	247.8	1.05	0.43%	5.39	2.17%				

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

证载采矿规模 80 万吨/年, 其中康家湾 70 万吨/年, 老鸦巢 10 万吨/年。2020 和 2021 年度矿产量分别为 63.77 和 67.19 万吨, 公司积极推进康家湾矿区深部开采工程项目, 预计 2024 年产量达到 80 万吨。根据《水口山铅锌矿开发利用方案》参数, 以回采率 92%、贫化率 8%, 满产后矿山可产金精矿 1.9 吨、银精矿 50.3 吨、铅精矿 1.86 万吨、锌精矿 1.83 万吨。

图表 15: 水口山铅锌矿满产情况下各金属产量测算

矿区	采矿产能	金/吨	铅/万吨	锌/万吨	银/吨
康家湾	70 万吨	1.65	1.86	1.83	50.25
老鸦巢	10 万吨	0.23			
总计	80 万吨	1.89	1.86	1.83	50.25

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

2) 柏坊铜矿

柏坊铜矿资源储量较少, 截止 2021 年 12 月, 保有矿石量 32.8 万吨, 银金属 5 吨、品位 15.24g/t, 铜金属 0.50 万吨, 品位 1.52%。证载采矿规模 6 万吨/年, 产品为 20%铜精矿+综合回收银。因柏坊铜矿生产规模较小、采选成本较高等原因, 评估价值为 0。目前, 柏坊铜矿开采和勘探区域仅占采矿权证总面积约 20%, 深度也停留在约 400m 以上, 未来具有很大的广度和深度的拓展空间。

图表 16: 柏坊铜矿资源储量 (截止 2021 年 12 月)

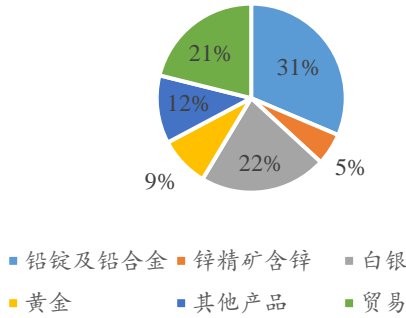
矿区	矿石量/万吨	铜		银	
		金属量/万吨	品位	金属量/吨	品位/(g/t)
柏坊铜矿	32.8	0.50	1.53%	5.00	15.24

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

冶炼方面, 公司主要产品为铅锭、铅合金, 并在铅冶炼的过程中综合回收白银

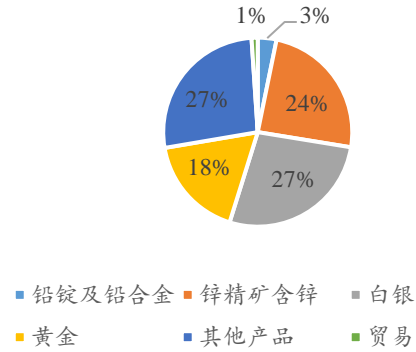
及黄金等副产品。公司现拥有铅锭及铅合金冶炼产能 10 万吨/年，白银 609.3 吨/年，黄金 8.26 吨/年。2021 年，公司铅及铅锭产量 10.8 万吨、锌精矿 1.87 万吨、白银 237 吨、黄金 1.14 吨。2021 年实现毛利 8.37 亿元，实现净利润 3.99 亿元，锌精矿、白银和黄金贡献主要利润。

图表 17: 2021 年水口山有限营收占比



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

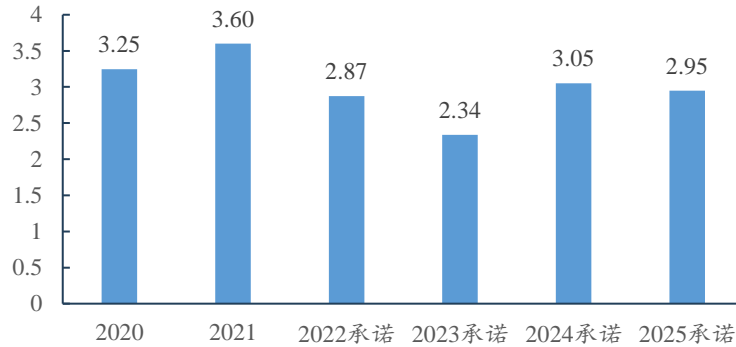
图表 18: 2021 年水口山有限毛利占比



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

根据收购时业绩承诺，水口山铅锌矿采矿权资产 2023-2025 年累计实现净利润 8.34 亿元，根据可实现性分析，预计 2023-2025 年分别为 2.34/3.05/2.95 亿元。

图表 19: 水口山集团对于水口山铅锌矿业业绩承诺/亿元



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

2.3 五矿铜业收购暂缓，远期仍有可能

2023 年 11 月公司拟以支付现金的方式向湖南水口山有色金属集团有限公司购买其持有的五矿铜业，后于 2024 年 1 月份发布因市场环境变化等因素影响而终止重组的决定。五矿铜业与株冶集团实控人同为五矿集团，随着央企合并的进行，我们认为远期仍有注入的可能。

五矿铜业通过外购铜精矿，经过熔炼、吹炼、火法精炼和电解精炼后，产出主产品阴极铜，拥有产能 10 万吨/年；通过收集火法冶炼生成的烟气，加工得到副产

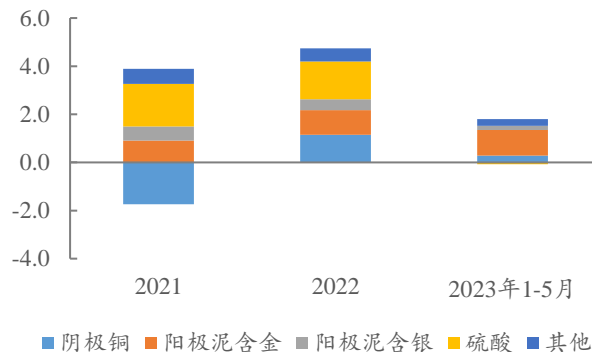
品硫酸；收集电解工序排出的阳极泥浆经压滤后得到副产品阳极泥。2022 年公司实现阴极铜产量 12.6 万吨，产能利用率达到 126.92%；阳极泥含金 2.0 吨、含银 74.7 吨。从毛利构成上来看，阳极泥含金银毛利相对稳定，2023 年 1-5 月份金银合计毛利占比 71.6%。

图表 20：五矿铜业各产品产量

产品	单位	2021	2022	2023 年 1-5 月
产量				
阴极铜	万吨	11.5	12.6	5.3
阳极泥含金	吨	1.9	2.0	0.8
阳极泥含银	吨	85.8	74.7	13.2
硫酸	万吨	53.4	60.0	24.8
销量				
阴极铜	万吨	11.5	12.7	5.3
阳极泥含金	吨	1.9	1.8	1.2
阳极泥含银	吨	81.8	72.4	22.3
硫酸	万吨	54.0	59.6	23.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

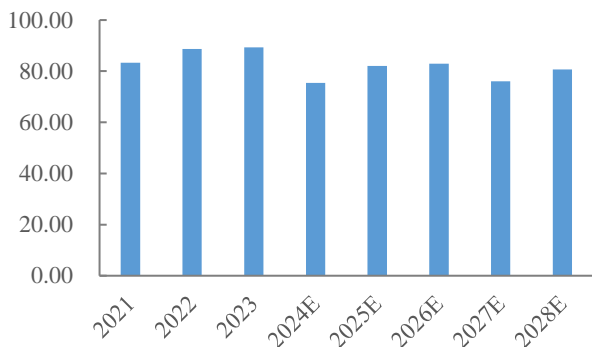
图表 21：五矿铜业毛利结构/亿元



数据来源：公司公告、华福证券研究所

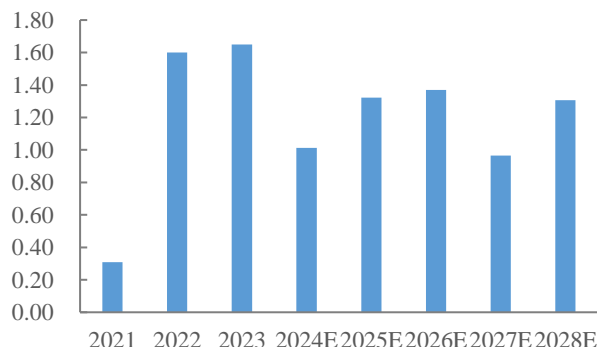
参考公司公告对五矿铜业未来收益的测算，按照每年生产阴极铜 12 万吨，硫酸 55 万吨，含金和含银副产品产量主要受五矿铜业原材料采购结构影响来计算，预计 2025-2028 年将实现净利润 1.0 亿元左右。

图表 22：五矿铜业未来营收测算



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 23：五矿铜业未来净利润测算



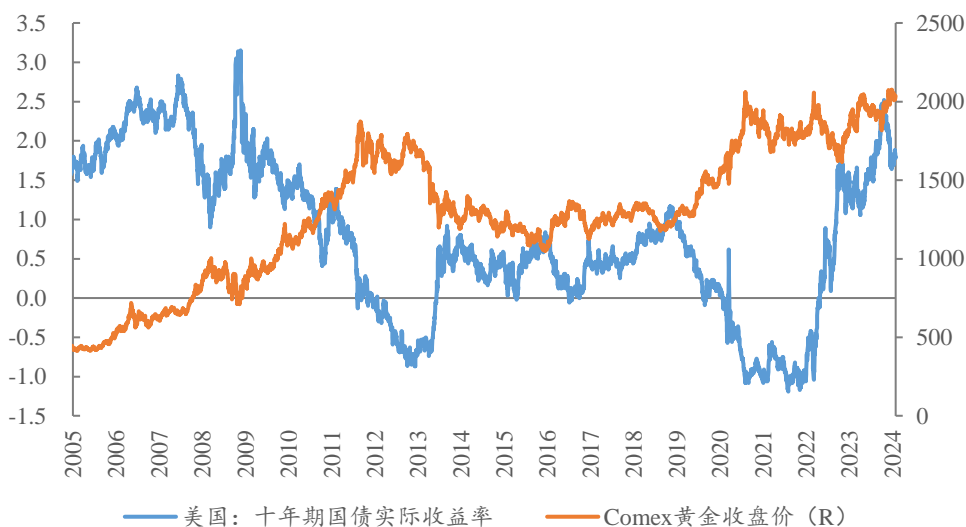
数据来源：公司公告、华福证券研究所

3 避险+降息前夕，贵金属价格继续偏强

黄金与美债收益率高度负相关，避险属性主导因素走强。黄金金融属性核心影响因素是作为贵金属的避险需求，以及与长期美债实际利率和美元指数的负相关性，因避险需求通常较难预测，长期美债实际利率和美元指数走势则成为分析黄金价格的核心因素。2018-2021 年间，美债收益率的每一次上升都伴随着金价的下跌，展现出高度负相关性；2022-2023 年出现阶段性钝化，黄金避险属性主导，也出现了

与美债收益率齐上涨的情形，定价锚开始向避险和货币属性倾斜。

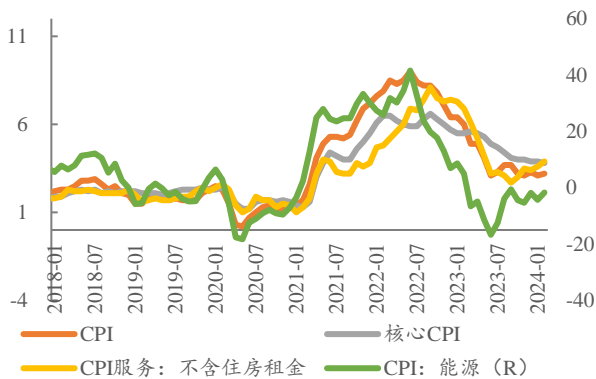
图表 24：美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)



数据来源：Wind、华福证券研究所

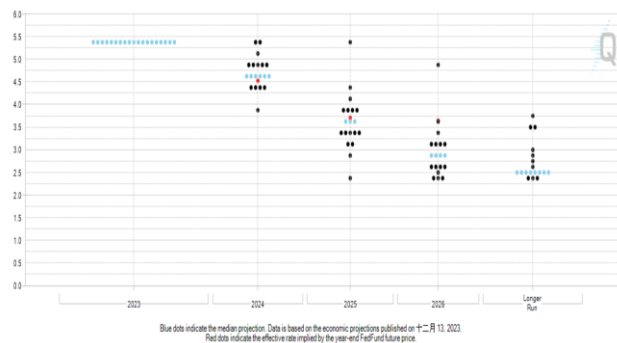
美联储加息尾声，长期美债收益率和美元上方空间有限，但短期博弈加剧。核心CPI回落，通胀逐渐放缓，美联储加息进入尾声，根据最新的点阵图显示，2024年目标利率水平4.5-4.75%，预期6月将迎来首次降息。

图表 25：核心CPI持续回落



数据来源：Wind、华福证券研究所

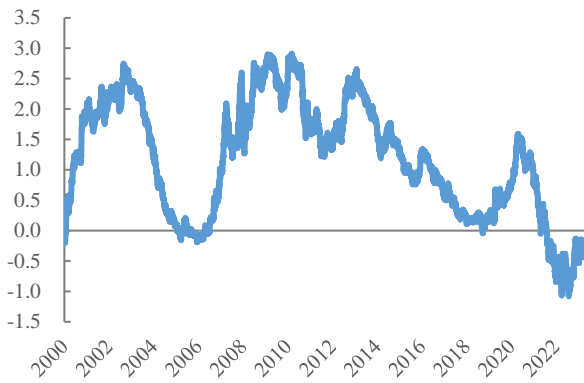
图表 26：美联储点阵图显示加息进入尾声



数据来源：CME、华福证券研究所

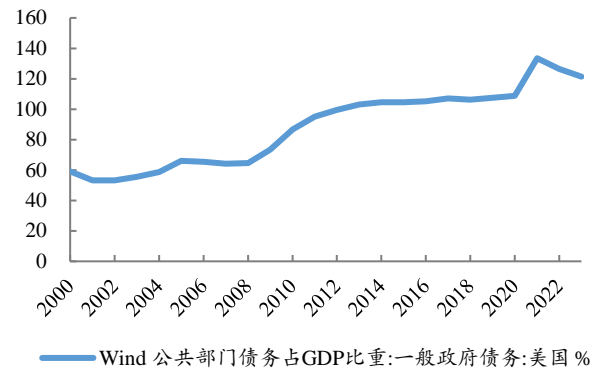
长短期美债收益率继续倒挂，衰退预期仍然偏强。短期国债收益率超过长期国债收益率的情况，常被视为衰退即将来临的危险信号：投资者预计紧缩政策将导致经济衰退并降低通胀率，提振了对较长期债券的需求，且令短期债券需求承压。另外，美国政府债务压力与日俱增，财政可持续性、政府债务违约风险的担忧拖累美元信用，截止2023年12月1日，美国未偿还公共债务总额达到33.82万亿美元，美元信用弱化，提振全球购金需求。

图表 27: 长短美债继续倒挂/%



数据来源: Wind、华福证券研究所

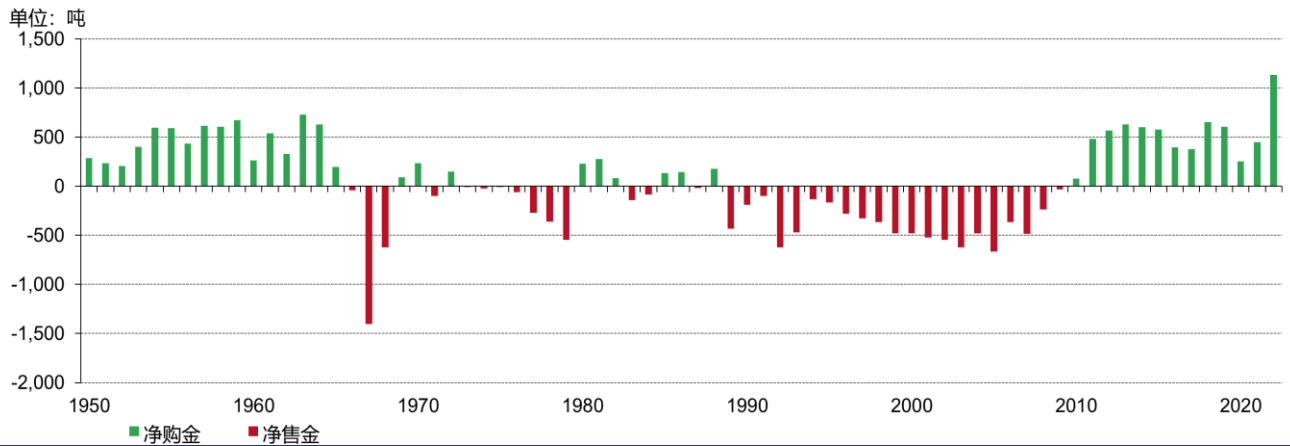
图表 28: 美国一般政府债务占 GDP 比重



数据来源: Wind、华福证券研究所

央行购金量创 55 年新高，央行购金避险。黄金兼具财富保值作用和通胀对冲属性，2008 年全球金融危机前后黄金投资需求规模形成了鲜明对比；1990-2008 年，全球央行黄金为净售金，2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务危机席卷全球，更加突出了黄金等资产的地位，随着真正的危机出现，全球央行开始大规模购入黄金。2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较上年的 450 吨翻一番，创下 55 年来的新高，海外衰退预期将进一步提振海外央行购金行为以抵御风险，金价高位仍有支撑。

图表 29: 央行购金量/吨



数据来源: 金属聚焦、Refinitiv GMPS、世界黄金协会、华福证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 核心假设

量: 公司锌锭及锌合金产能暂稳，假设 2023-2025 年公司锌锭及锌合金产量稳定在 68 万吨；收购水口山后，康家湾 70 万吨产能陆续达产并投产，假设 2023-2025 年自产锌精矿 1.77/1.83/1.83 万吨，铅精矿 1.8/1.8/1.8 万吨；贵金属包含矿山冶炼回收和外购原料两部分，2023 年上半年公司黄金产量 1.45 吨，假设 2023-2025

年冶炼金产量 3.2/3.2/3.2 吨，其中自产 1.7/1.9/1.9 吨；自产白银 43/50/50 吨。

价：假设锌锭 2023-2025 年均价 2.15/2.2/2.2 万元/吨；铅锭（不含税）1.58/1.55/1.55 万元/吨；降息周期贵金属价格偏强，假设 2023-2025 年黄金价格分别为 450/500/500 元/克；白银价格（不含税）5,562/6,184/6,184 元/公斤。

利：假设生产成本相对稳定，则 2023-2025 年锌锭及锌合金（不含水口山自产锌矿）毛利率 5.1%/5.0%/5.0%；水口山锌精矿毛利率 70.6%/70.8%/70.8%；黄金 28.3%/33.8%/33.8%；白银 19.2%/21.5%/21.5%。

4.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 223/228/228 亿元；实现毛利 18.3/20.3/20.3 亿元，对应毛利率分别为 8.2%/8.9%/8.9%。

水口山有限并表后，根据前三季度情况，预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.1%/0.1%/0.1%；2023 年因收购管理费用率分别为 2.5%/2.3%/2.3%。

图表 30：盈利预测

名称		2022A	2023E	2024E	2025E
锌锭及锌合金	收入/亿元	125.08	108.47	111.05	111.05
	成本/亿元	121.33	102.97	105.55	105.55
	毛利/亿元	3.75	5.50	5.50	5.50
	毛利率	3.00%	5.07%	4.95%	4.95%
铅锭及铅合金	收入/亿元		15.87	15.60	15.60
	成本/亿元		15.79	15.52	15.52
	毛利/亿元		0.1	0.1	0.1
	毛利率		0.50%	0.54%	0.54%
黄金	收入/亿元		14.39	16.00	16.00
	成本/亿元		10.32	10.60	10.60
	毛利/亿元		4.07	5.40	5.40
	毛利率		28.28%	33.75%	33.75%
白银	收入/亿元		13.08	14.54	14.54
	成本/亿元		10.57	11.42	11.42
	毛利/亿元		2.51	3.12	3.12
	毛利率		19.19%	21.46%	21.46%
其他	收入/亿元	31.7	70.7	70.8	70.8
	成本/亿元	28.9	64.6	64.6	64.6
	毛利/亿元	2.8	6.1	6.2	6.2
	毛利率	8.87%	8.68%	8.76%	8.76%
总计	收入/亿元	156.77	222.55	228.04	228.04
	成本/亿元	150.21	204.25	207.73	207.73
	毛利/亿元	6.56	18.30	20.31	20.31
	毛利率	4.18%	8.22%	8.91%	8.91%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

4.3 估值及投资建议

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/8.9/9.1 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.65/0.83/0.85 元/股，对当前股价 PE 为 16/12/12 倍。

选取铅锌银个股盛达资源，铅锌龙头驰宏锌锗、中金岭南，金铅锌铜中金黄金、银泰黄金作为可比公司，2023-2025 年平均估值 19/17/14X，2024 年给予公司 17XPE 估值，对应目标价格 13.89 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				最新股价
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
000603.SZ	盛达资源	69	0.53	0.53	0.54	0.78	19.0	19.1	18.6	12.8	10.1
600497.SH	驰宏锌锗	268	0.13	0.41	0.45	0.52	40.1	13.0	11.7	10.1	5.3
000060.SZ	中金岭南	167	0.33	0.31	0.40	0.50	13.5	14.2	11.1	8.9	4.5
600489.SH	中金黄金	554	0.44	0.60	0.68	0.73	26.2	18.9	16.8	15.7	11.4
000975.SZ	银泰黄金	442	0.41	0.56	0.66	0.77	39.3	28.6	24.3	20.6	15.9
	平均	-	-	-	-		27.6	18.8	16.5	13.6	-
600961.SH	株冶股份	109	0.05	0.65	0.83	0.85	194.5	15.7	12.3	12.0	10.2

数据来源：Wind、华福证券研究所

注：数据截止 2024 年 3 月 13 日；可比公司盈利预测为 wind 一致预期

5 风险提示

金属价格变化不及预期

金属价格波动因素较多，不囿于基本面变化，贵金属价格又与全球宏观经济相关性大，价格不及预期将拖累公司业绩。基于黄金价格对公司利润影响较为明显，我们对公司盈利进行弹性测试，分别假设 2024-2025 年平均金价为 460/480/500/520 元/克，对应公司利润和估值如下表所示：

图表 32：盈利及估值敏感性分析

2024-2025 年 平均金价/(元/克)	归母净利润/亿元			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
460	7.0	8.1	8.3	15.7	13.5	13.2
480	7.0	8.5	8.7	15.7	12.9	12.6
500	7.0	8.9	9.1	15.7	12.3	12.0
520	7.0	9.3	9.6	15.7	11.7	11.4

注：更新时间 2024 年 3 月 13 日

数据来源：Wind、华福证券研究所

汇率波动风险

公司主要原料是锌精矿，主要通过外部采购原料，其中部分国际市场采购，汇率波动会影响公司外币负债，对公司经营业绩产生影响。



矿山安全生产风险

矿山生产拥有一定的不确定性，突发极端天气如暴雨等或其他安全生产事故，将影响矿山生产计划，导致矿山产量不及预期的风险。

图表 33: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	234	2,292	2,349	2,349	营业收入	15,677	22,255	22,804	22,804
应收票据及账款	609	1,199	1,228	1,228	营业成本	15,021	20,425	20,773	20,773
预付账款	174	237	241	241	税金及附加	36	111	114	114
存货	989	1,562	1,588	1,505	销售费用	21	27	27	27
合同资产	0	0	0	0	管理费用	215	556	524	524
其他流动资产	215	273	279	279	研发费用	70	134	137	137
流动资产合计	2,221	5,563	5,686	5,602	财务费用	126	163	156	129
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	1	-2	0	0
固定资产	2,879	2,876	2,932	2,916	资产减值损失	-4	-1	0	0
在建工程	32	82	82	32	公允价值变动收益	3	-4	0	0
无形资产	141	138	133	120	投资收益	-72	-9	-9	-9
商誉	0	0	0	0	其他收益	17	33	31	31
其他非流动资产	224	228	232	236	营业利润	142	854	1,095	1,121
非流动资产合计	3,275	3,323	3,379	3,304	营业外收入	10	2	2	2
资产合计	5,496	8,886	9,064	8,906	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	1,433	3,933	3,292	2,343	利润总额	151	854	1,095	1,121
应付票据及账款	839	808	911	1,042	所得税	47	148	189	194
预收款项	0	0	0	0	净利润	104	706	906	927
合同负债	169	241	246	246	少数股东损益	48	11	14	14
其他应付款	194	194	194	194	归属母公司净利润	56	695	892	913
其他流动负债	836	989	991	991	EPS (按最新股本摊薄)	0.05	0.65	0.83	0.85
流动负债合计	3,471	6,163	5,634	4,816					
长期借款	1,046	1,036	966	866					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	98	98	98	98					
非流动负债合计	1,145	1,135	1,065	965					
负债合计	4,616	7,298	6,699	5,781					
归属母公司所有者权益	218	915	1,679	2,425					
少数股东权益	663	673	687	701					
所有者权益合计	881	1,588	2,365	3,125					
负债和股东权益	5,496	8,886	9,064	8,906					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	636	-26	1,298	1,466
现金收益	410	1,051	1,243	1,242
存货影响	172	-573	-27	83
经营性应收影响	-182	-652	-33	0
经营性应付影响	-51	-32	103	131
其他影响	287	180	11	9
投资活动现金流	-224	-242	-247	-120
资本支出	-11	-225	-233	-107
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-213	-17	-14	-13
融资活动现金流	-394	2,327	-995	-1,346
借款增加	-192	2,490	-711	-1,049
股利及利息支付	-234	-300	-374	-375
股东融资	0	0	0	0
其他影响	32	137	91	79

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-4.8%	42.0%	2.5%	0.0%
EBIT 增长率	-40.7%	268.1%	23.0%	0.0%
归母公司净利润增长率	-65.7%	1137.1%	28.3%	2.4%
获利能力				
毛利率	4.2%	8.2%	8.9%	8.9%
净利率	0.7%	3.2%	4.0%	4.1%
ROE	6.4%	43.8%	37.7%	29.2%
ROIC	7.2%	14.7%	17.9%	18.7%
偿债能力				
资产负债率	84.0%	82.1%	73.9%	64.9%
流动比率	0.6	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	2.9	2.5	2.5	2.6
应收账款周转天数	5	4	5	5
存货周转天数	26	22	27	27
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.65	0.83	0.85
每股经营现金流	0.59	-0.02	1.21	1.37
每股净资产	0.20	0.85	1.56	2.26
估值比率				
P/E	194	16	12	12
P/B	50	12	7	5
EV/EBITDA	554	211	177	176

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn