

驰宏锌锗（600497.SH）

中铝旗下铅锌龙头，优质资源静待注入

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 铅锌

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

证券分析师：谷瑜

021-61761033

guyu@guosen.com.cn

S0980524110001

◆ 坐拥全球顶级铅锌矿山，具备较强盈利能力

截止2023年末，公司铅锌出矿品位15.38%，行业平均值6.55%，行业最优值28%，来自公司驰宏会泽矿业。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，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%。公司目前拥有铅锌金属产能42万吨/年，冶炼产能63万吨/年，拥有锗产品含锗产能60吨/年。

◆ 锌矿山产能将见顶，加工费历史低位

全球锌矿山生产能力即将见顶，根据Wood Mackenzie数据，2022-2026年，全球锌精矿生产能力年化增速3.7%，矿山的生产能力预计将于2026年达到峰值，不过根据历年经验，矿端增量大多不及预期。加工费方面，据百川盈孚统计，2024年我国精炼锌累计产量预估567.2万吨，同比下滑4.47%，年初新疆紫金锌合金项目和河池南方二期项目完成投产，产能虽有增长，但全年国产锌精矿供应紧缺形势严峻，进口锌精矿同比回落，2024年锌精矿进口较去年累计同比减少14.98%，加工费处在历史低位水平，亏损逐渐加深炼厂生产意愿不足，8月中旬国内冶炼厂达成减产共识，年内精炼锌产量同比下滑。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，迫使冶炼厂减产。

根据Wood Mackenzie数据，由于低基数的影响，2025年全球精炼锌供应增速为7.4%，低于锌精矿10.0%的增速水平。需求端给出2.9%的年化需求增速，以此测算2025年全球精炼锌供应短缺43万吨。而当前锌市场是高库存，国外精炼锌可交割库存高位，国内锌精矿库存较低。若精炼锌出现短缺，产业链去库可化解。我们认为今年全球锌供需格局较为健康，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。目前，公司西藏鑫湖产能爬坡，金欣铝业待建，金鼎锌业、云铜锌业待注入。

◆ 风险提示：项目建设进度不达预期；有色金属价格表现不及预期。

◆ 投资建议：维持“优大于市”评级

预计2024-2026年营业收入分别为222.3/231.1/237.3亿元，归母净利润分别为18.53/20.43/22.40亿元，同比增长29.3%/10.2%/9.7%，摊薄EPS分别为0.36/0.40/0.44元，当前股价对应PE为15.5/14.1/12.8X。通过多角度估值，我们认为公司合理估值区间在6.42-7.22元之间，2025年动态市盈率在16-18倍之间，相对于公司目前的股价有14%-28%左右的空间，对应总市值在327-368亿元之间。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“优大于市”评级。

公司分析

坐拥优质矿山，优质资源陆续注入

- ◆ **公司铅锌锗资源主要来自于6座国内在产矿山。截止2023年末保有铅锌资源量超3200万吨。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2023年末，公司铅锌出矿品位15.38%，行业平均值6.55%，行业最优值28%，来自公司驰宏会泽矿业。铅选矿回收率行业领先。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%。**公司目前拥有铅锌金属产能42万吨/年，冶炼产能63万吨/年，拥有锗产品含锗产能60吨/年。**
- ◆ **金鼎锌业的注入将显著提高公司矿山生产能力。**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。2023年末，公司受托管理中国铜业、云南冶金和云铜集团分别持有的金鼎锌业78.4%、1.2%和20.4%股权，合计金鼎锌业 100%股权；管理云铜集团持有的云铜锌业81.12%股权，注入时间有所后移。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。

公司始于会泽铅锌矿，目前业务覆盖铅锌锗等金属

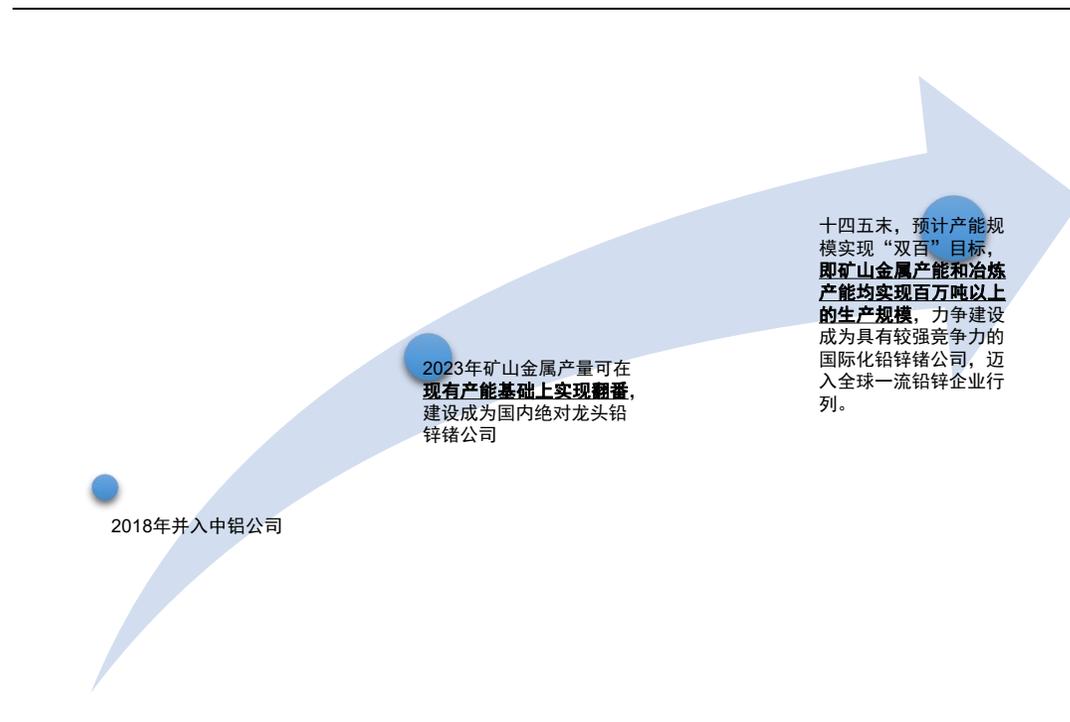
- ◆ 云南驰宏锌锗股份有限公司成立于2000年7月，现隶属于中铝集团。公司的前身为云南会泽铅锌矿，成立于1951年1月，是中国“一五”计划156个重点建设项目之一，也是中国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。公司现已发展成为在国内的云南、四川、内蒙古、黑龙江、西藏以及国外的加拿大、玻利维亚等地拥有37家分子公司的集团化、国际化企业，资源品种覆盖铅、锌、锗、银、金等多种有色金属。
- ◆ 公司2004年4月20日在上海证券交易所A股上市，证券代码600497。

表：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：公司发展战略

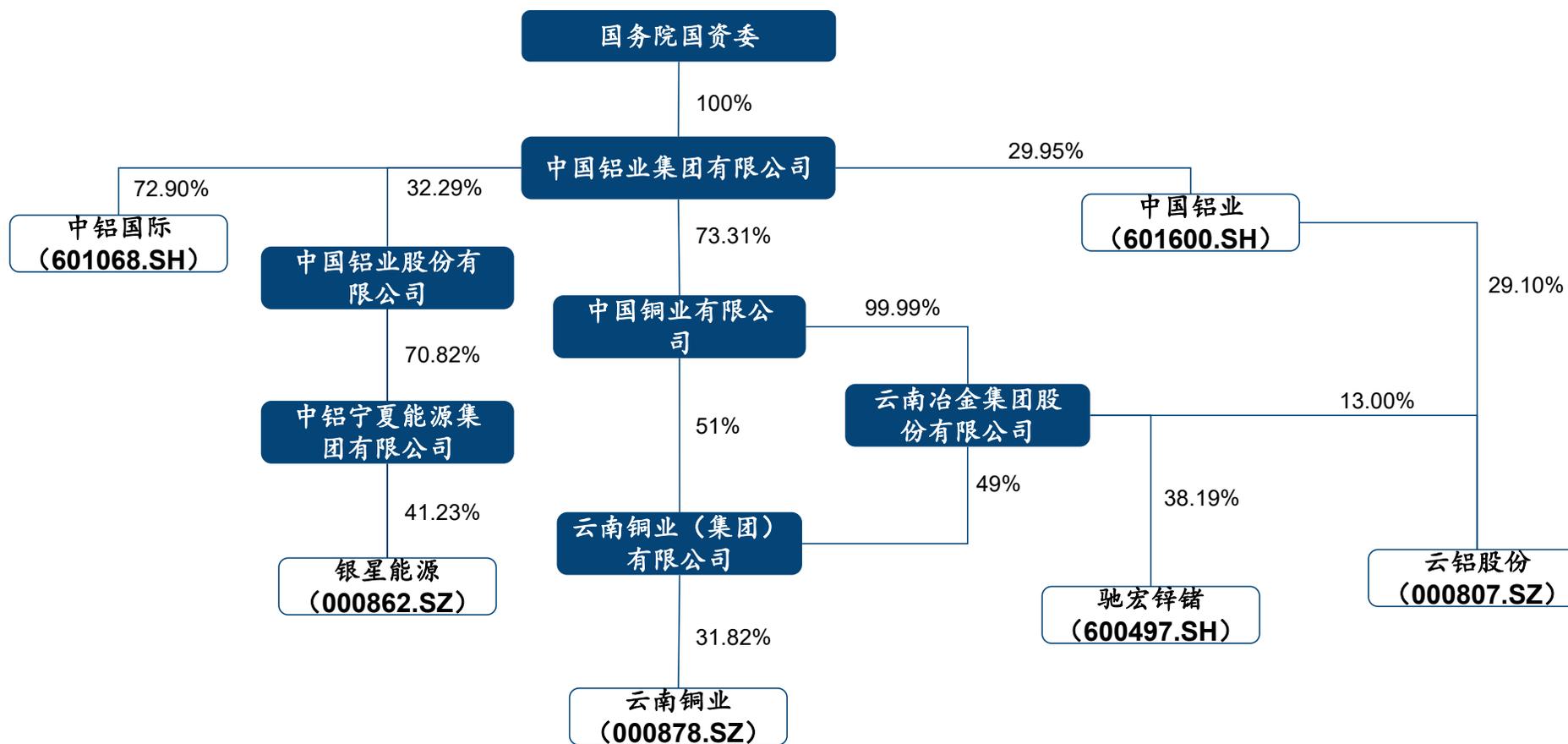


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是中铝旗下唯一铅锌上市平台

◆ 公司是中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市公司。

图：公司发展战略

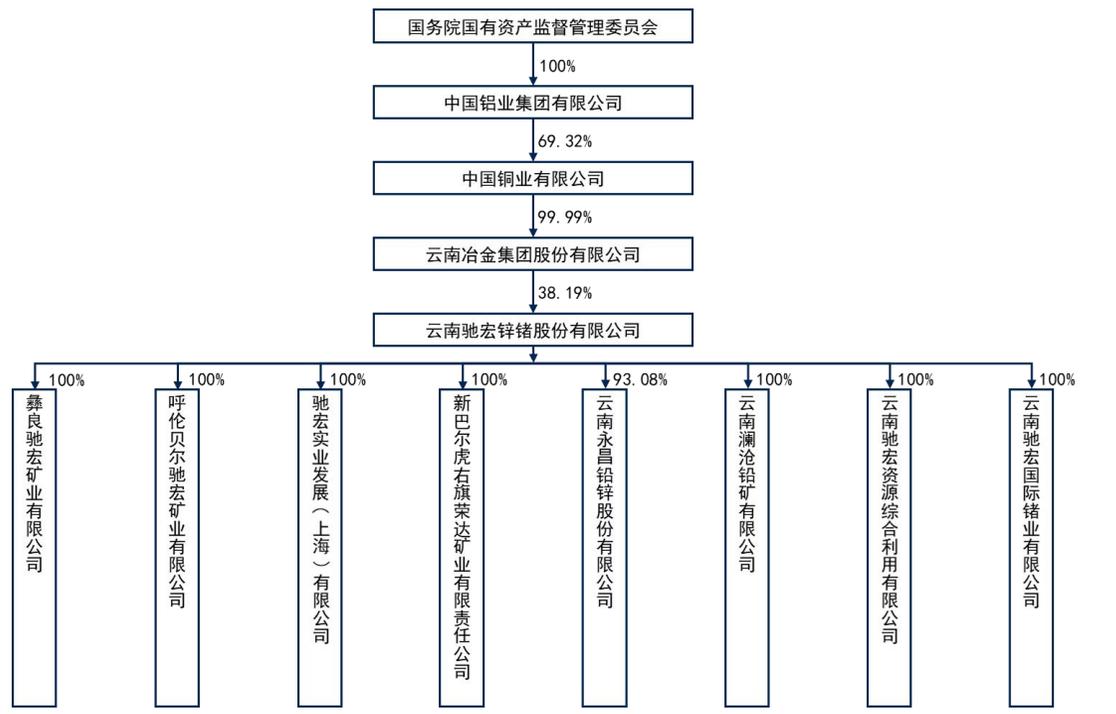


资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理
截至2024年三季度，股权穿透截至2023年报

国资背景，控股股东为云南冶金集团

- ◆ 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2024年三季度末，云冶集团持有上市公司38.19%股权。

图：公司股权控制结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：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
中国铝业集团有限公司	1.9600
香港中央结算有限公司	1.8000
中证500交易型开放式指数证券投资基金	1.2200
苏庭宝	1.1100
新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	1.0500
新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红	0.8200
中欧红利优享灵活配置混合型证券投资基金	0.4600
焦作通良资产经营有限公司	0.4000
新华人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	0.3800
合计	47.3900

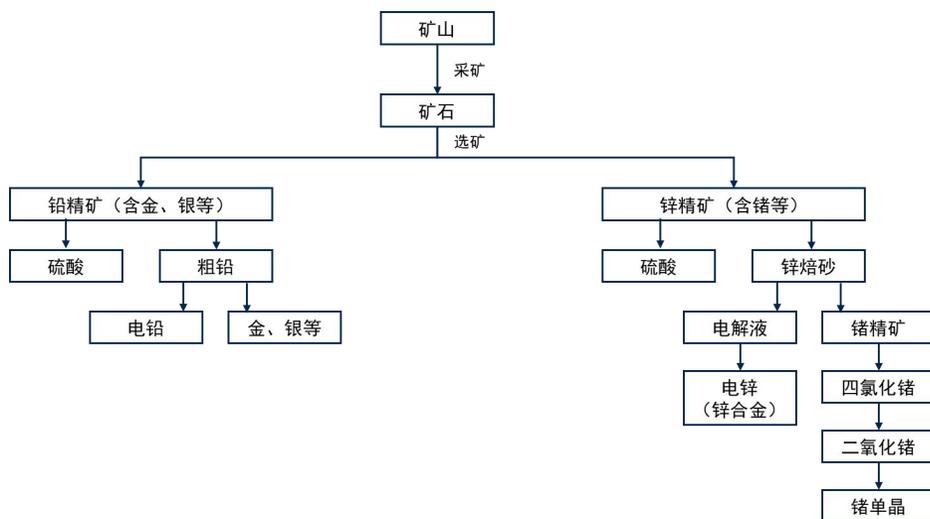
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

截至2024年三季度

业务以锌铅为主，银锗为辅

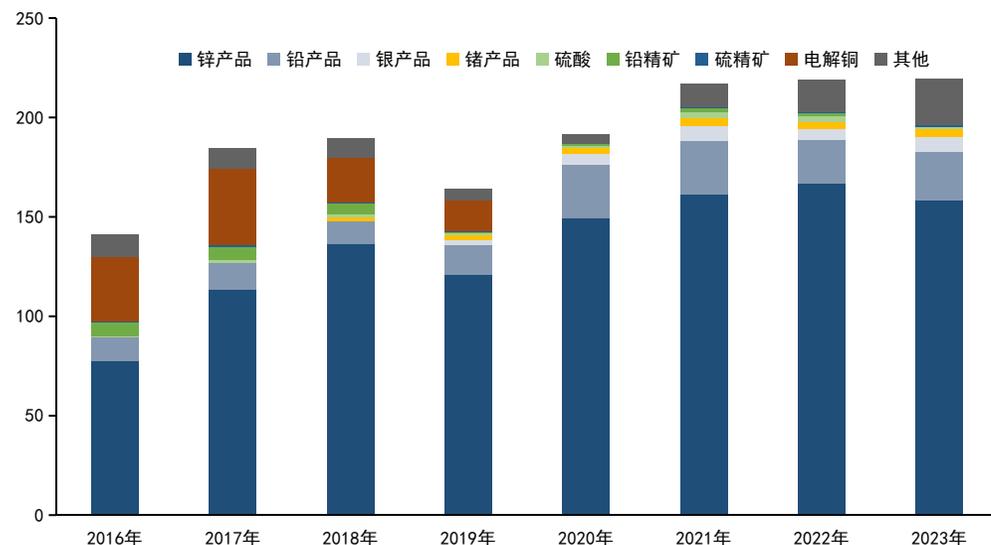
- ◆ **铅锌业务：**公司主力矿山是富锗铅锌矿，铅、锌、锗等多金属伴生。公司矿山铅少锌多，铅锌金属产出比例约为 1:2.9，如2023年公司矿山铅产量8.83万吨，锌产量25.23万吨。在冶炼工艺流程设计上，实行铅锌冶炼一体化，依托“火法”、“湿法”冶炼优势互补，能够处理各种复杂原料，综合回收锗、银、金、铜、铋、铟等有色金属，实现资源综合利用。
- ◆ **锗业务：**公司拥有丰富的高品质锗资源，目前已探明的铅锌伴生锗金属在 600吨以上，约占全国保有储量的 17%。公司是中国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业之一，全资子公司——云南驰宏国际锗业有限公司目前拥有高纯四氯化锗、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，2023年公司贸易业务收入59亿元，占比26.76%，据测算，几乎全部来自锌产品贸易；有色金属采选冶业务收入154亿元，占比70.22%；分产品来看，公司营业收入大部分来自于锌产品，营业收入为159亿元，占比72.24%；其次是铅产品，营收24亿元，占比11.03%；银产品营收7.4亿元，占比3.35%。主营收入之外，公司的其他业务主要是呼伦贝尔驰宏的阳极泥以及部分锗半成品的销售。

图：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：公司按产品营业收入构成

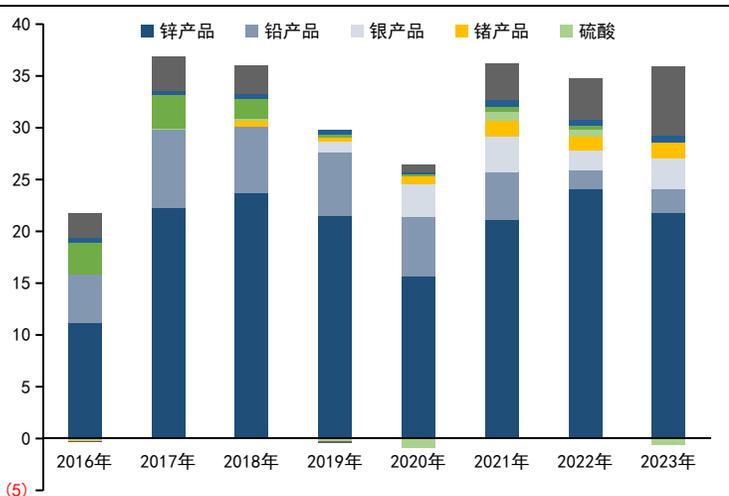


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

采选业务毛利润比重近九成，毛利率在20%以上

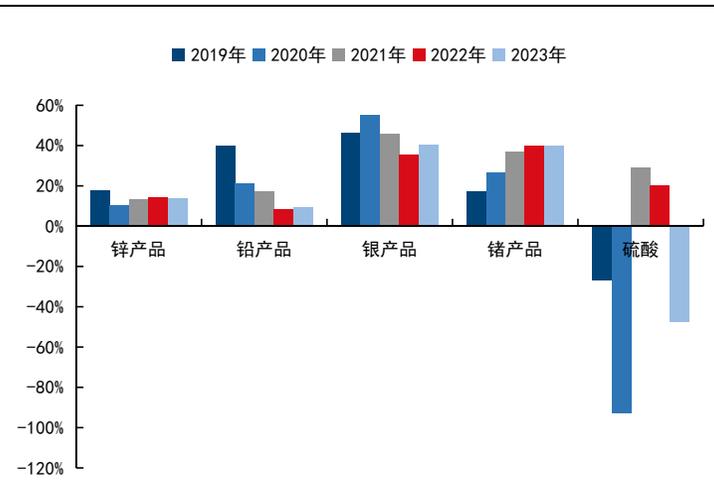
- ◆ **毛利构成：**锌产品是公司毛利润主要来源。2023年公司销售毛利润35.27亿元。分行业来看，2023年公司贸易业务毛利占比仅为0.04%，有色金属采选冶业务毛利占比88.98%；分产品来看（包含贸易），锌产品毛利润21.84亿元，占比61.9%，铅产品毛利润2.23亿元，占比6.3%，银产品毛利润2.98亿元，占比8.4%，锗产品毛利润1.57亿元，占比4.4%。
- ◆ **毛利率：**分行业来看，采选冶毛利率近五年维持在20%-30%区间，贸易毛利率较低。分产品来看（包含贸易），2023年锌产品毛利率为13.8%，铅产品为9.2%，银产品40.5%，近五年大部分时间在40%以上；锗产品39.9%，近五年提升明显；硫酸毛利率较不稳定，核心原因在于硫酸价格波动较大。
- **锌铅：**2018年以来铅锌价一路下行，到2020年下半年企稳，2023年中以来显著上涨；公司铅锌产品毛利率波动，2023年公司铅产品毛利率9.2%，锌产品毛利率13.8%。
- **锗：**2020-2024金属锗均价分别为6924/7969/8464/9249/12198元/千克，公司锗生产成本降低叠加锗涨价，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。

图：公司按产品毛利构成（亿元）



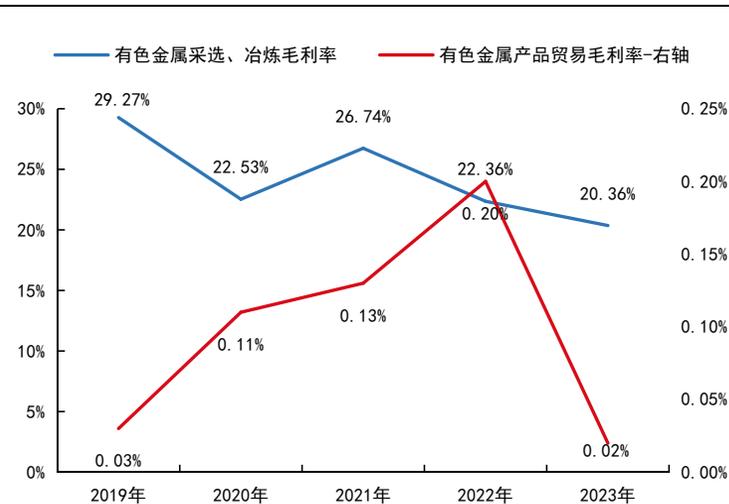
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：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

图：公司分行业毛利率（%）



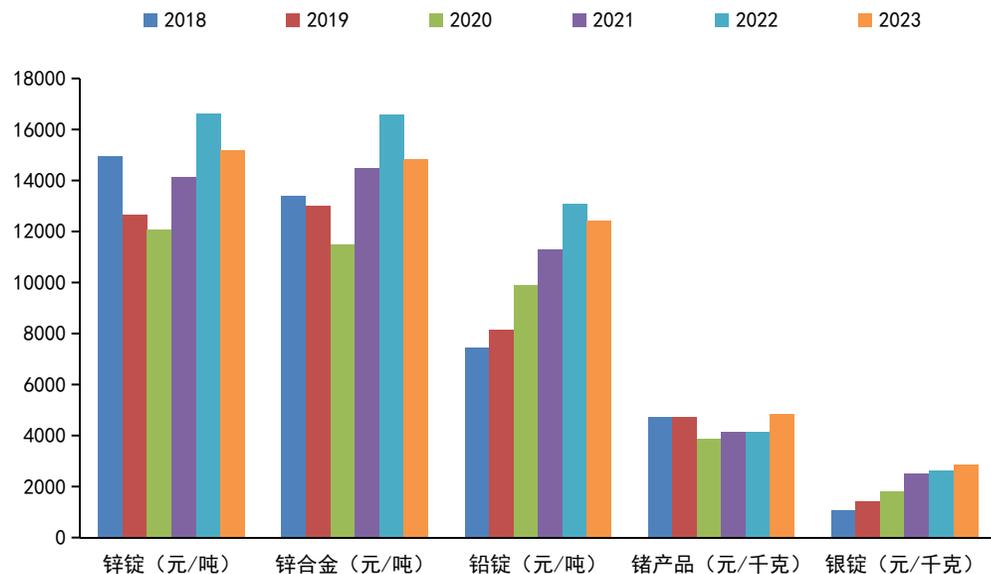
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铅锌产品生产成本随原材料价格波动

◆ 公司产品成本随价格波动：

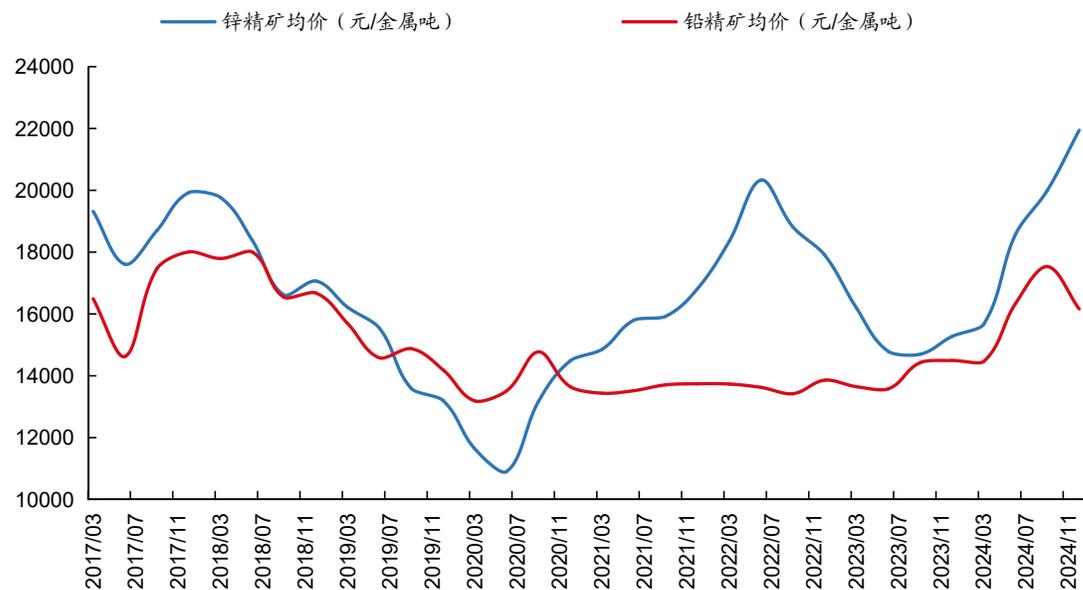
- 锌：2018-2023年自产锌锭销售成本分别为14969/12660/12069/14147/16624/15197元/吨，与此同时，2018-2023年锌精矿年均价分别为19102/16657/14861/15365/15220/15613元/金属吨，公司锌锭成本受到锌精矿价格影响，公司业绩随锌价波动有较大弹性。若只考虑自产产品，2023年锌锭毛利率高达21.1%，锌合金毛利率高达24.0%。
- 铅：2018-2023年自产铅锭销售成本分别为7460/8135/9899/11306/13077/12421元/吨。
- 锗：2020-2023年公司锗销售价格分别为5292/6538/6873/8075元/千克，生产成本分别为3876/4127/4125/4851元/千克，毛利分别为1415/2411/2747/3224元/千克，2020-2022年公司锗生产成本较前些年有所降低，叠加锗涨价，锗毛利率迈入新阶段，2020-2023年锗毛利率分别为26.7%、36.9%、40.0%、39.9%。

图：公司自产产品单位成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：铅、锌精矿季度均价



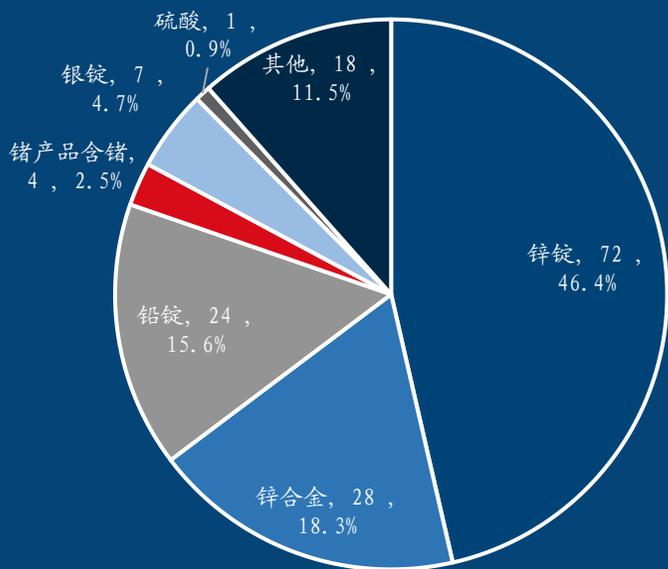
资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

营收毛利构成-以2023年为例

营业总收入 220亿元

有色金属采选冶 154亿元

生产锌锭和锌合金合计51.8万吨，矿山锌金属25.23万吨；生产铅产品17.9万吨，矿山铅金属8.83万吨，铅锌矿自给率约50%。



有色金属产品贸易 59亿元

几乎100%来自锌产品贸易

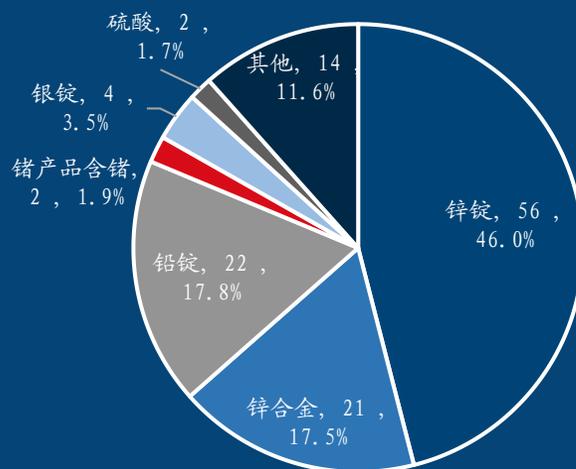
其他 7亿元

主要是呼伦贝尔驰宏的阳极泥以及部分锗半成品的销售

营业成本 184亿元

有色金属采选冶 123亿元

锌锭成本56亿，锌合金成本21亿，铅锭成本22亿



有色金属产品贸易 59亿元

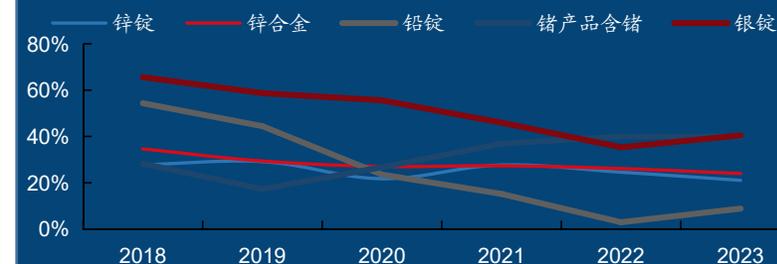
几乎100%来自锌产品贸易

其他 3亿元

营业毛利 35.3亿元

有色金属采选冶 31.4亿元

锌锭15亿，锌合金7亿，铅锭2亿，锗2亿，银3亿
自产品销售毛利率如下：



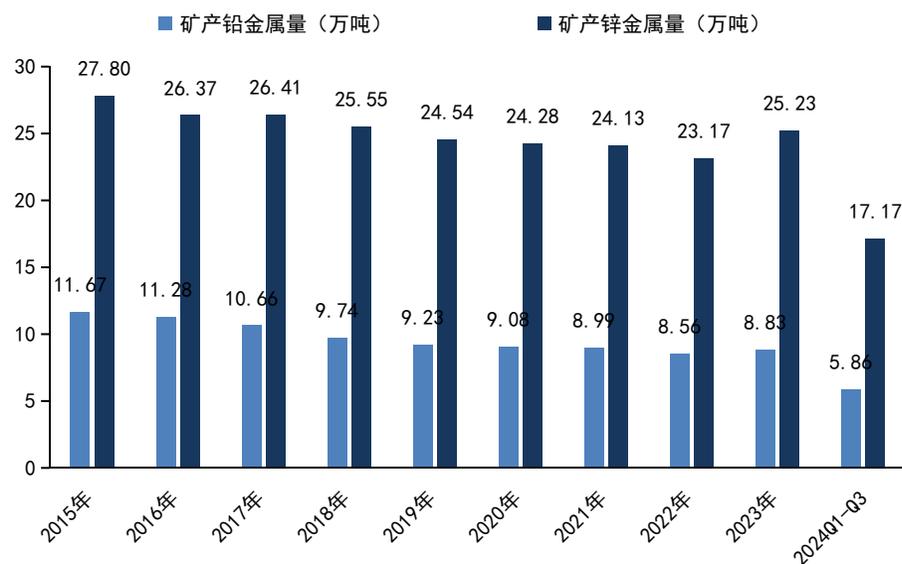
有色金属产品贸易 0.13亿元

其他 4亿元

铅锌产量较稳定，锗产量逐年增加

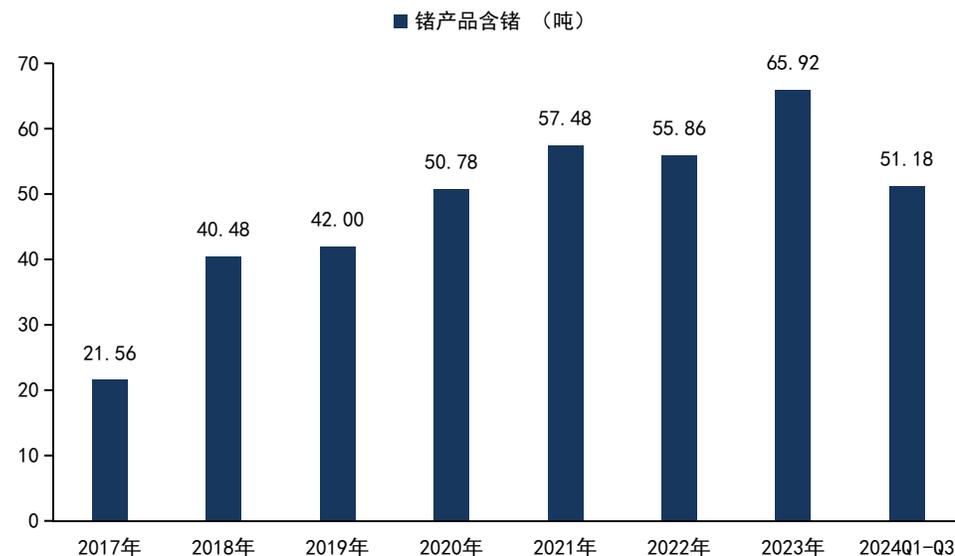
- ◆ 公司目前拥有铅锌金属产能42万吨/年，冶炼产能63万吨/年，控制铅锌金属资源超3200万吨。产量方面，公司铅锌产量随着澜沧老矿山关停等因素有小幅下降，近五年铅金属产量在9万吨左右，锌金属产量在23-25万吨区间。2024Q1-Q3公司矿山铅锌精矿金属产量23.03万吨，较去年同期减少2.76万吨，主要是受上半年会泽矿业选矿厂提质增效项目建设致其选矿系统停产、荣达矿业因安全生产许可证办理问题前三季度部分生产系统停产影响所致。
- ◆ 公司目前拥有锗产品含锗产能60吨/年，控制铅锌金属资源超600万吨。公司铅锌冶炼过程中伴生回收的锗精矿主要供应全资子公司驰宏国际锗业，用于生产四氯化锗、二氧化锗、区熔锗、锗单晶。产量方面，2023年锗产品产量首次突破60万吨，达到65.92万吨，2024Q1-Q3产量51.18万吨，同比增长15.5%。

图：公司铅锌金属产量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司锗产品含锗产量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：锗产品含锗产量是指实际可销售的锗产品含锗产量，剔除了锗单晶到锗毛坯、锗镜片生产过程中的损耗

公司资源禀赋佳，矿石品位远高于行业均值



- ◆ 目前公司铅锌锗资源主要来自于以下6座国内在产矿山，包括会泽、彝良、荣达、永昌、鑫湖、鸿鑫（2024年1月并表）。截止2023年末保有铅锌资源量超3200万吨。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2023年末，公司铅锌出矿品位15.38%，行业平均值6.55%，行业最优值28%，来自公司驰宏会泽矿业。铅选矿回收率行业领先。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%左右，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：公司国内矿山储量情况（数据来自2023年报）

矿山名称	主要品种	金属资源量	资源量品位（%，克/吨）	金属储量	储量品位（%，克/吨）	铅锌年产量（万金属吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
公司合计	铅（吨）	1,857,031	3.67	522,943	3.99	38.65	13.74	
	锌（吨）	3,452,884	6.91	1,177,056	8.99			
	银（吨）	3,697	79.42	914	70.47			
	锗（吨）	382	30.54	142	26.46			
驰宏会泽矿业	铅（吨）	479,113	6.32	183,276	7.06	19.4	9.61	麒麟厂采矿权有效期至2033年3月1日；矿山厂采矿权有效期至2028年4月13日
	锌（吨）	1,385,904	18.28	505,402	19.48			
	银（吨）	576	76.00	197	76			
	锗（吨）	273	36	93	36			
彝良驰宏	铅（吨）	274,427	5.11	131,668	4.77	12.14	9.09	毛坪铅锌矿采矿权有效期至2032年7月26日
	锌（吨）	829,633	15.46	432,846	15.69			
	银（吨）	304	62.75	165	59.81			
	锗（吨）	109	22.15	48	17.5			
驰宏荣达矿业	铅（吨）	545,479	3.1	137,969	2.99	4.31	28.61	甲乌拉采矿权有效期至2027年6月16日，查干采矿权有效期至2024年7月16日
	锌（吨）	687,570	3.9	182,822	3.96			
	银（吨）	2062	117.62	480	103.92			
云南永昌铅锌	铅（吨）	68,636	2.76	5,329	3.79	2.8	6.42	勐糯铅锌矿采矿权有效期至2031年7月8日
	锌（吨）	110,753	5.86	9,383	6.68			
云南澜沧铅矿老厂采矿权	铅（吨）	107,752	3.61	10,408	3.93			云南澜沧铅矿有限公司老厂铅矿采矿权有效期至2030年6月30日
	锌（吨）	91,019	3.07	5,638	2.13			
	银（吨）	286	95.64	26	97.14			
云南澜沧铅矿江城采/探矿权	铅（吨）	246,791	1.95	54,293	2			牛倮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2034年1月29日
	锌（吨）	219,772	1.74	40,965	1.51			
	银（吨）	229	19.44	45	16.54			
西藏鑫湖矿业	铅（吨）	134,833	7.29	522,943	3.99	西藏鑫湖矿业为在建矿山。2024年6月，一期项目顺利完工，具备10万吨/年采矿能力、1万吨/年的矿山铅锌金属产能，2024年下半年开始试生产，2025年将正式投产。二期项目还在谋划中，尚处于内部决策阶段。		洞中拉采矿权有效期至2041年1月6日
	锌（吨）	128,233	6.93	1,177,056	8.99			
	银（吨）	241	130.12	914	70.47			

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

可比公司矿山资源/储量与精矿产量对比

- ◆ 截至2023年底，驰宏锌锗金属资源量345.3万吨，铅金属资源量185.7万吨，年产锌金属25.23万吨，产铅金属8.83万吨。
- ◆ 矿山铅锌金属产量对比表中，驰宏锌锗矿产锌和矿产铅合计产量仅次于紫金矿业。

表：铅锌上市公司资源/储量、产量及生产年限对比

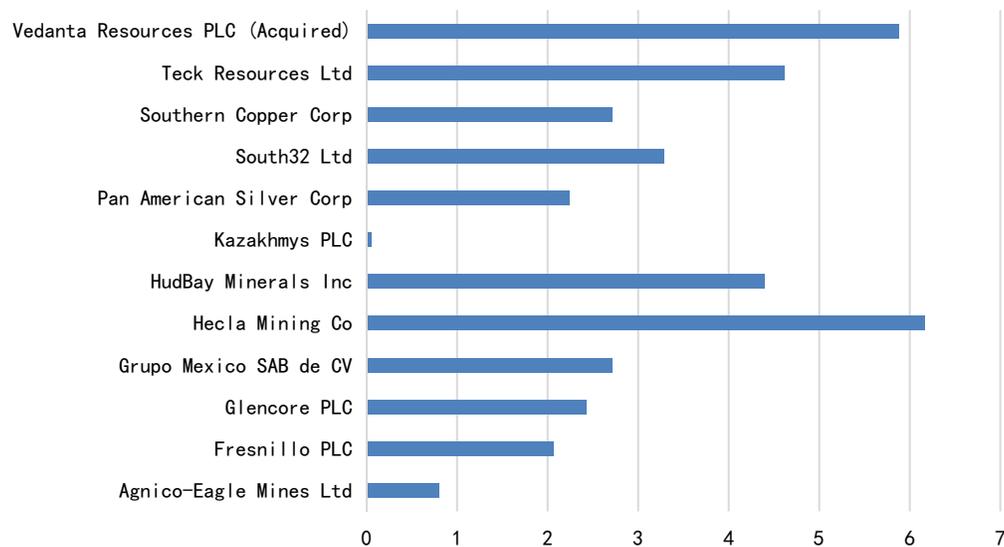
公司	资源/储量				产量		生产年限	
	锌（万吨）	铅（万吨）	银（吨）	备注	锌（万吨）	铅（万吨）	锌（年）	铅（年）
盛达资源	93.0	36.5	7231	2023年年报，资源储量（探明+控制+推断）计算值	5.39	2.98	17.26	12.26
中金岭南	676.0	312.0	5722	2023年报，保有资源量（探明+控制+推断）	26.27		37.60	
西藏珠峰	105.0		3100	2023年报，储量	4.51	3.78	12.67	
兴业银锡	215.9	86.3	9679	2023年报，资源储量（探明+控制+推断）计算值	5.50	1.42	39.27	60.90
金徽股份	184.4	55.2	923	2023ESG报告，资源储量	6.39	2.13	28.86	25.88
国城矿业	315.6	115.9	19727	2023年报，资源量	5.37	0.95	58.77	122.05
中色股份	380.1	173.4		2023年报，保有资源储量	6.46	0.95	58.84	182.49
西部矿业	270.3	155.1	2095	2023年报，保有资源储量（探明+控制）	12.03	6.03	22.47	25.71
紫金矿业	623.9	92.2	4168	2023年报，资源量（探明+控制）	42.19	4.52	14.79	20.41
驰宏锌锗	345.3	185.7	3697	2023年报，资源量（可经济开采部分）	25.23	8.83	13.69	21.03

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

亮点1：高品位矿，低成本优势

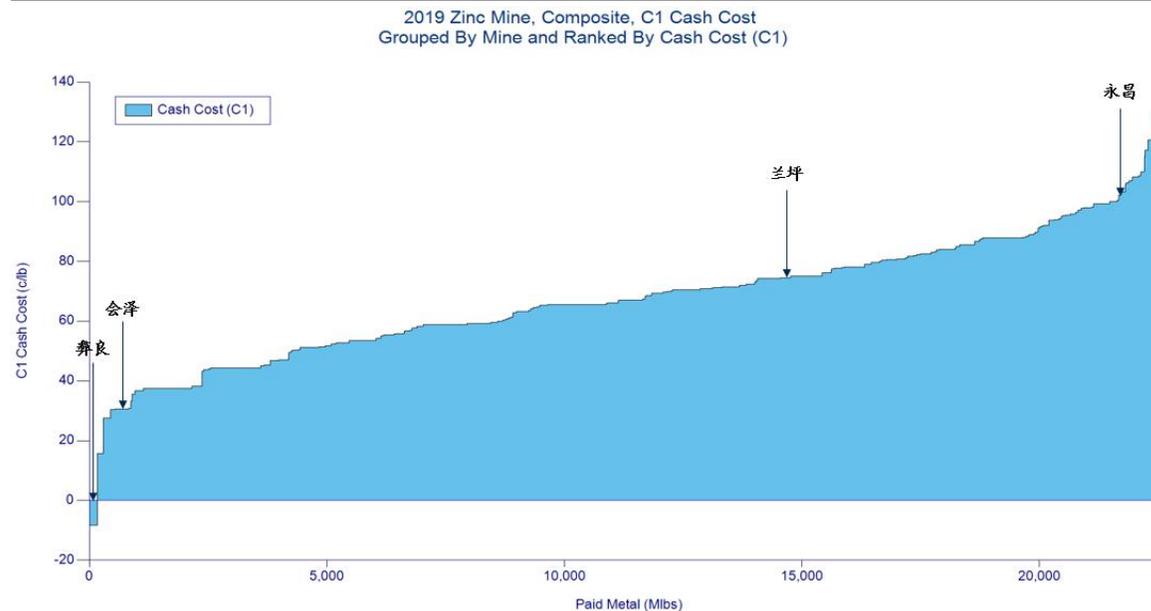
- ◆ 根据《中国铅锌矿资源潜力和主要战略接续区》（张长青等著），我国铅锌矿床贫矿多，富矿少，锌矿石品位主要集中在1.0%~8.0%，大于8.0%的资源储量仅占总量的16.9%。2023年公司铅锌平均出矿品位15.38%，行业平均值6.55%，行业最高品位28%，是公司驰宏会泽矿业。对比国际和国内主要铅锌矿山企业，公司铅锌矿山品位明显高于同行业，公司高品位的铅锌矿无论在全球范围内都是稀缺资源。
- ◆ 公司矿山金属生产成本远低于行业平均水平。公司会泽、彝良两座矿山产量占公司矿山金属总产量80%，这两座矿山采选成本位于全球锌矿山成本曲线前10%。

图：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：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

亮点2：“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，公司原料平均自给率达到75%，产业配套布局优势明显。
- ◆ 公司冶炼技术领先：根据2022年报，①公司铅粗炼回收率 99.35%，行业平均值 97.26%，行业最优值为 99.54%，来自公司子公司呼伦贝尔驰宏。②电锌冶炼总回收率 98.11%，行业平均值 96.11%，行业最优值为 98.35%，来自公司驰宏会泽冶炼。

表：驰宏锌锗自有在产矿山及冶炼厂汇总（2024年半年报）

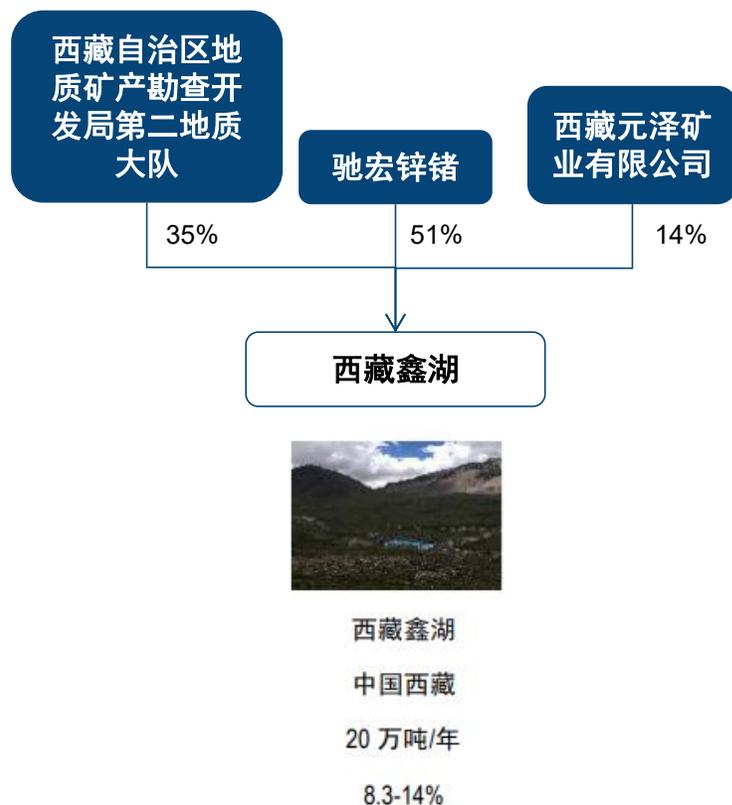
矿山	铅锌采选规模 (万吨/年)	铅锌品味	矿山产能	矿山归属(子)公司	权益	对应冶炼厂	冶炼厂投产 时间	冶炼规模 (万吨/年) -锌	冶炼规模 (万吨/年) -铅	原料自给率 -计算值	冶炼厂归属(子)公司	权益
云南会泽铅锌矿区	70	26-28%	17.5	会泽矿业分公司		会泽冶炼基地	2014年12月	16	9(粗铅)	100%	会泽冶炼分公司	
云南彝良铅锌矿区	60	22-24%	13	彝良驰宏矿业有限公司	100%	曲靖冶炼基地	2005年12月	11.5	10	60%	云南驰宏资源综合利用有限公司	100%
内蒙古荣达甲乌拉铅锌 银矿区	100	6-7%	5	新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司	100%	呼伦贝尔冶炼基地	2016年11月	14	6.7	24%	呼伦贝尔驰宏矿业有限公司	100%
云南永昌铅锌矿区	36	7.5- 8.5%	3	云南永昌铅锌股份有限公司	93.08 %	永昌冶炼基地	2004年12月	5		60%	云南永昌铅锌股份有限公司	93.08%
西藏墨竹工卡鑫湖铅锌 矿区	20	8.3-14%	2(2025年正 式投产一期1 万吨,二期规 划中)	西藏鑫湖矿业有限公司	51%							
青海鸿鑫牛苦头矿	75	4-6%	3.5	青海鸿鑫矿业有限公司	100%							
加拿大塞尔温铅锌矿区	开发论证阶段	-		塞尔温驰宏矿业有限公司	100%							
合计			42					46.5	17 (精炼产 能)			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
青海鸿鑫矿业2024年1月正式成为公司全资子公司，从云铜集团和云铜锌业分别收购股权65%、35%，收购对价合计10.9亿元。

亮点3： 同业竞争问题解决初见成效， 并表矿山待放量

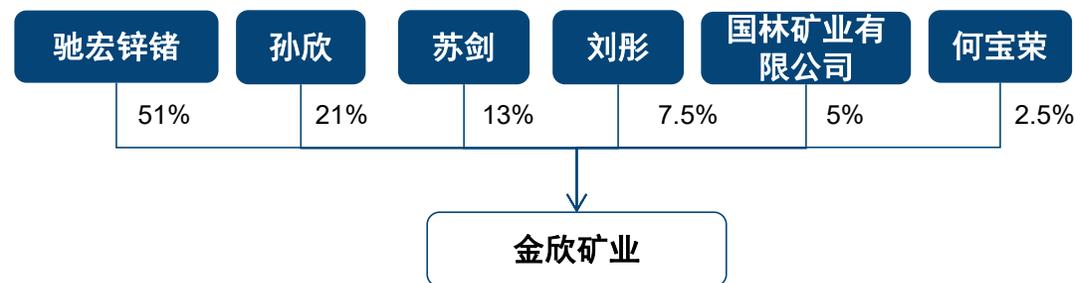
- ◆ 西藏鑫湖完全投产后，铅锌金属年产量为2万吨；金欣铝业达产后，铝精矿年产量为2.65万吨（约折铝金属1.3万吨）。
- 西藏鑫湖为在建矿山，权益51%，建成后 will 形成2万吨/年的矿山铅锌金属产能。2024年6月，一期项目顺利完工，具备10万吨/年采矿能力、1万吨/年的矿山铅锌金属产能，2024年下半年开始试生产，2025年将正式投产。二期10万吨项目还在谋划中，尚处于内部决策阶段。西藏鑫湖铅锌可经济开采部分资源量26万吨。
- 金欣矿业为公司控股51%子公司，主要有两处核心资产，分别是岔路口铝铅锌多金属矿勘探和岔路口铝铅锌多金属矿外围勘探2个探矿权。已探明的铝金属储量247万吨，是目前全球已探明最大的斑岩型单体铝矿山。目前正在与政府部门持续沟通，全力推进采矿证的办理。按照规划，原矿生产规模为1650万吨/年，预计年产铝精矿2.65万吨。

图：西藏鑫湖股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：金欣矿业股权结构



2012年，驰宏锌锗从个人股东处收购金欣铝业51%股权，对价17.3亿元。截至目前，经备案的铝金属量为246.68万吨，规划原矿生产规模为1650万吨/年，预计年产铝精矿2.65万吨。

	平均品位	资源量（万吨）
工业矿	0.087%	176
低品位矿	0.048%	70
合计		247

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

亮点4：集团资源丰富，存注入预期

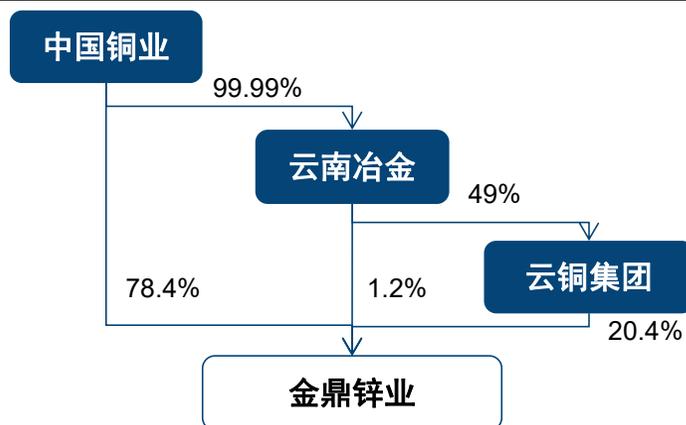
- ◆ **集团资源：**金鼎锌业、云铜锌业尚不满足注入上市公司条件，2023年末开始以托管模式运营，托管期限均为5年，托管费用均为100万元/年，按年结算，不足一个月按一个月结算。云铜锌业、金鼎锌业股权注入上市公司的承诺履行期限延期5年，至2029年1月8日。公司受托管理中国铜业、云南冶金和云铜集团分别持有的金鼎锌业78.4%、1.2%和20.4%股权，合计金鼎锌业100%股权；管理云铜集团持有的云铜锌业81.12%股权。
- 金鼎锌业，公司托管100%股权至2029年初，核心资产兰坪铅锌矿，260万吨/年露天采矿技改扩建工程项目建设中。
- 云铜锌业，公司托管81.12%股权至2029年初，剩余18.88%属于云南华联锌铟股份有限公司（锡业股份控股子公司，持股90.52%）。云铜锌业现冶炼厂需异地搬迁，已于昆明市安宁工业园区异地新建15万吨/年锌冶炼厂，2023年12月18日开工建设，建设周期24个月，目前项目已于2024年6月底实现主体厂房土建全部“出零”，正在开展上部结构施工和部分设备安装工作，预计将于2025年年中建成投产。项目总投资21亿元，建成后年产电锌15万吨、工业硫酸24万吨，综合回收铜、银、铟、铅、镉、钴等有色金属，C3成本位居行业前1/4分位，年均利润总额2.12亿元。

表：金鼎锌业和云铜锌业托管情况（截至2024年中报）

委托方名称	受托方名称	托管资产情况	托管资产涉及金额	托管起始日	托管终止日	托管收益确定依据	是否关联交易	关联关系
中国铜业	驰宏锌锗	金鼎锌业78.4%股权	7030537864	2023/12/26	2028/1/25	股权托管协议	是	间接控股股东
云铜集团	驰宏锌锗	金鼎锌业1.2%股权					是	集团兄弟公司
云南冶金	驰宏锌锗	金鼎锌业20.4%股权					是	控股股东
云铜集团	驰宏锌锗	云铜锌业81.12%股权	1315552892				是	集团兄弟公司

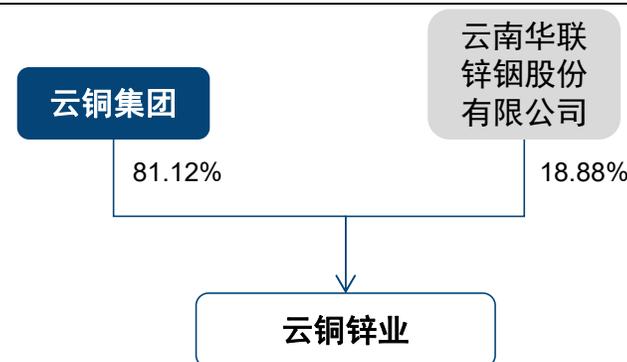
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：金鼎锌业股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：云铜锌业股权结构

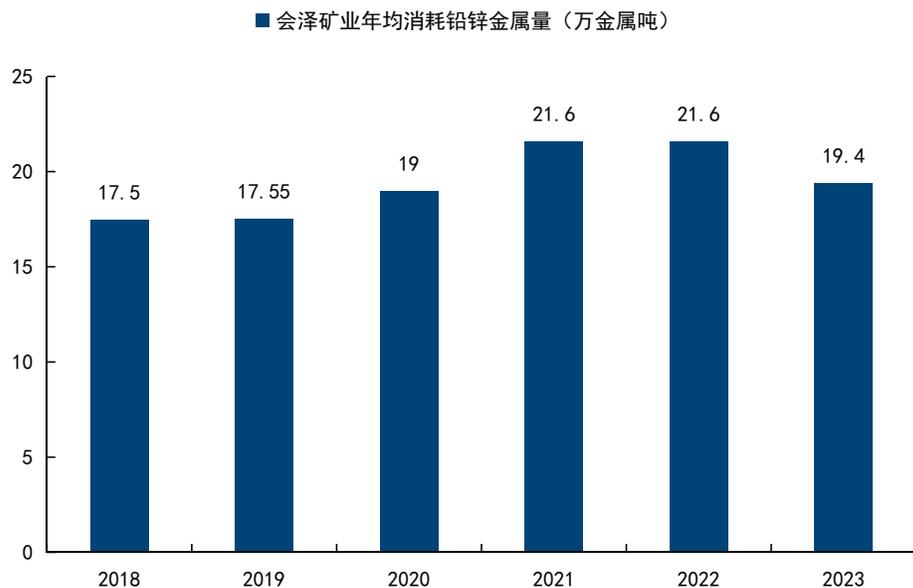


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

稳产主力矿山-会泽矿区（会泽矿业分公司），配套会泽冶炼基地

- ◆ 会泽铅锌矿位于云南省曲靖市会泽县矿山镇，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。
- 会泽矿业分公司建有麒麟厂、矿山厂两座矿山，一座选矿厂，同时配备会泽冶炼基地。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、锑、镓、砷、硫等多种矿物。
- 目前矿山生产规模为年采选矿石70万吨，出矿铅锌品位在25-27%，年产铅锌金属量17-19万吨，锗品位为36克/吨；配备的会泽冶炼基地生产铅锌精炼产品以及锗产品加工，冶炼规模为年产电锌16万吨，粗铅9万吨，基本实现原材料自给。

图：会泽矿业年均消耗铅锌金属量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：会泽冶炼厂

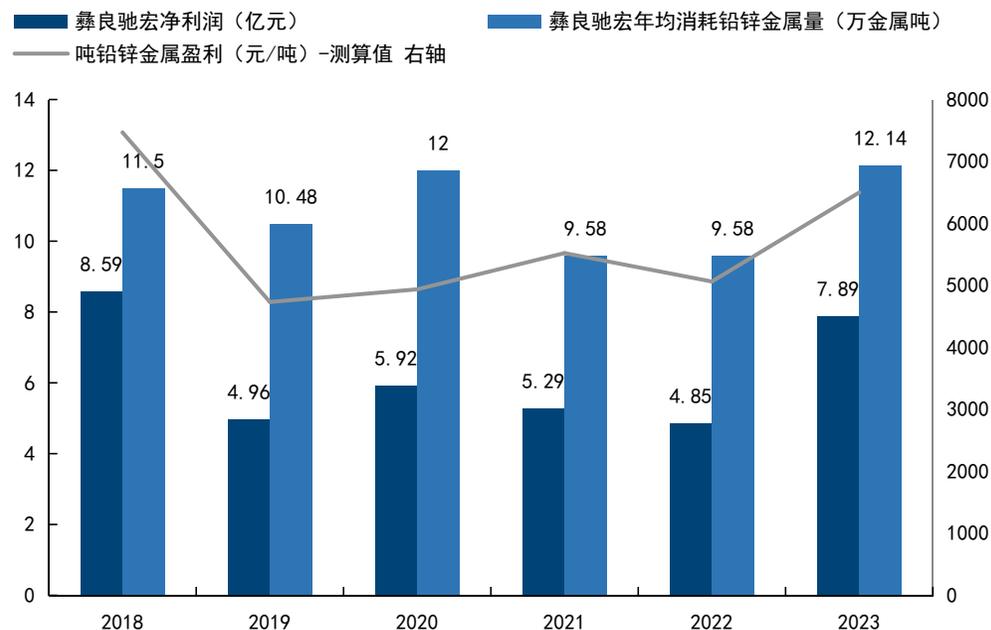


资料来源：公司ESG报告，国信证券经济研究所整理

稳产主力矿山-彝良矿区（彝良驰宏），配套曲靖冶炼基地

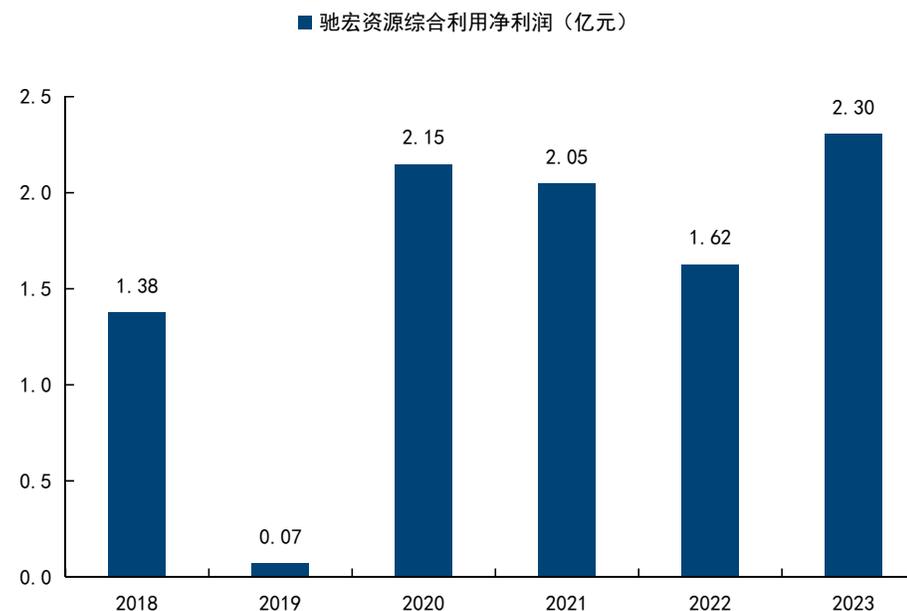
- ◆ 彝良驰宏矿业有限公司位于云南省昭通市彝良县，创立于20世纪50年代，设有一个毛坪矿和一个选矿厂，配备曲靖冶炼基地。
- 经过60多年的发展，彝良驰宏选矿量从年产4.6万吨提升至目前60万吨，出矿铅锌品位在22-24%，是个典型的富矿，年产铅锌金属量13万吨；锗品位17.5克/吨。配备的曲靖冶炼基地生产铅锌精炼产品以及锗产品加工，冶炼规模为年产电锌11.5万吨，电铅10万吨，原材料自给率约为60%。
- 彝良驰宏是公司100%持股的全资子公司，2023年实现盈利7.89亿元，对应铅锌金属产量12.14万吨。据测算，子公司驰宏彝良的吨铅锌金属净利2019年来大致维持在5000-6000元区间。
- 曲靖冶炼基地归属于云南驰宏资源综合利用有限公司，也是公司100%持股的全资子公司，公司成立于2015年，而曲靖冶炼基地自2005年开始投产，2023年实现盈利2.3亿元。

图：彝良驰宏净利及年均消耗铅锌金属量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：驰宏资源综合利用净利



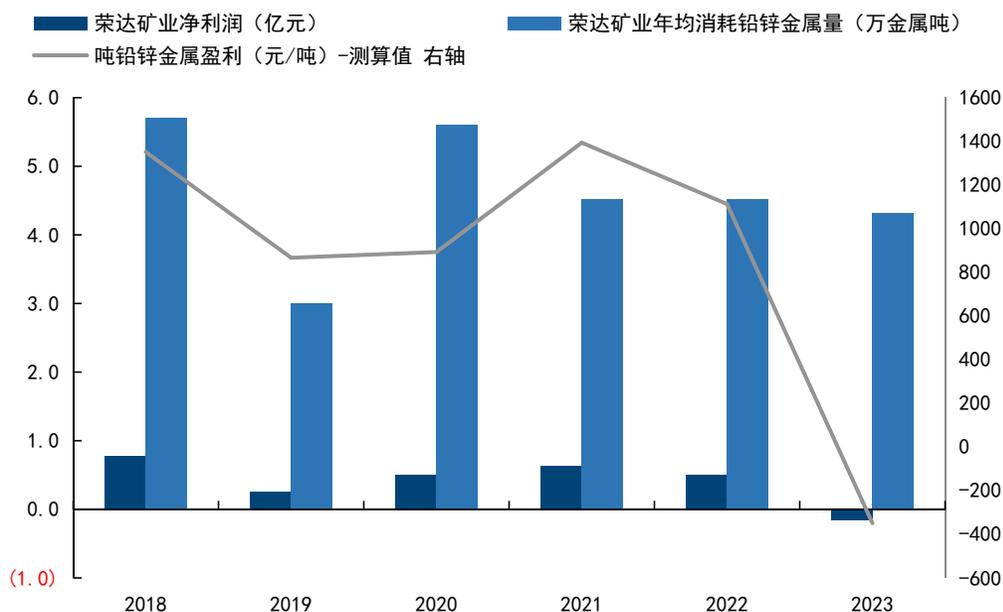
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

稳产矿山-甲乌拉铅锌银矿（荣达矿业），配套呼伦贝尔冶炼基地



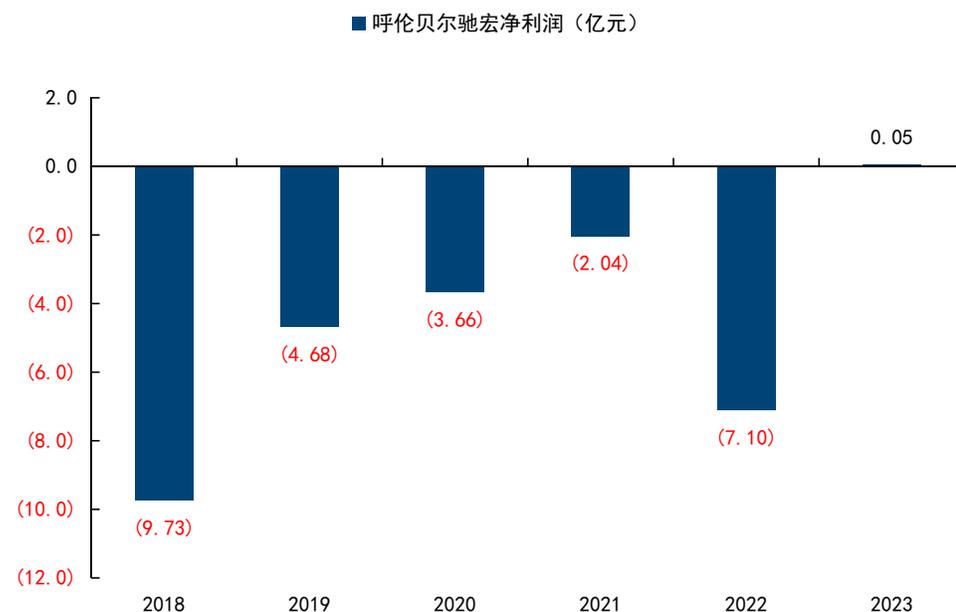
- ◆ 新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司位于内蒙古自治区呼伦贝尔市新巴尔虎右旗查干布拉根，驰宏锌锗在2013年以21.43亿元的对价收购云南冶金集团持有的荣达矿业51%股权；在2015年以26.17亿元的对价收购苏庭宝持有的荣达矿业49%股权，荣达矿业成为公司的全资子公司。通过收购，公司实现在内蒙古自治区铅锌矿产资源地区的战略布局。此外，呼伦贝尔冶炼基地配套荣达矿业矿山生产。
- 甲乌拉铅锌银矿目前选矿产能100万吨/年，铅锌品位在6-7%，年产铅锌金属量5万吨；银品位高达103.92克/吨。配备的呼伦贝尔冶炼基地生产铅锌精炼产品，冶炼规模为年产电锌14万吨，电铅6.7万吨，原材料自给率约为24%。
- 荣达矿业是公司100%持股的全资子公司，成立于2001年，2023年亏损0.15亿元，对应铅锌金属产量4.31万吨。
- 呼伦贝尔冶炼基地归属于呼伦贝尔驰宏矿业有限公司，也是公司100%持股的全资子公司，创立于2007年，投产于2016年11月。2023年实现盈利0.05亿元，在2016年和2022年分别进行大规模减值14.7亿元、5.2亿元之后轻装上阵，2023年首次扭亏为盈。

图：荣达矿业净利及年均消耗铅锌金属量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：呼伦贝尔驰宏矿业净利



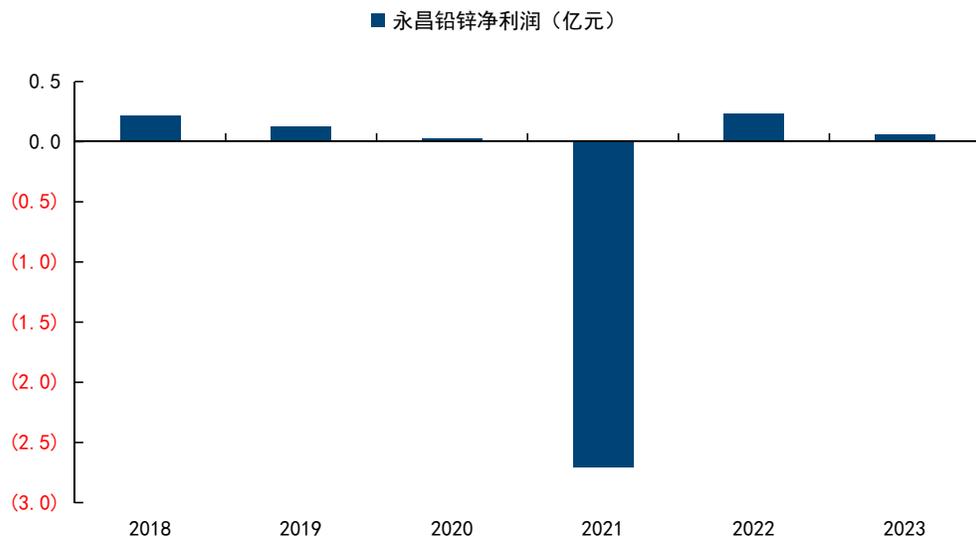
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

稳产矿山-永昌铅锌矿区（永昌铅锌），配套永昌冶炼基地



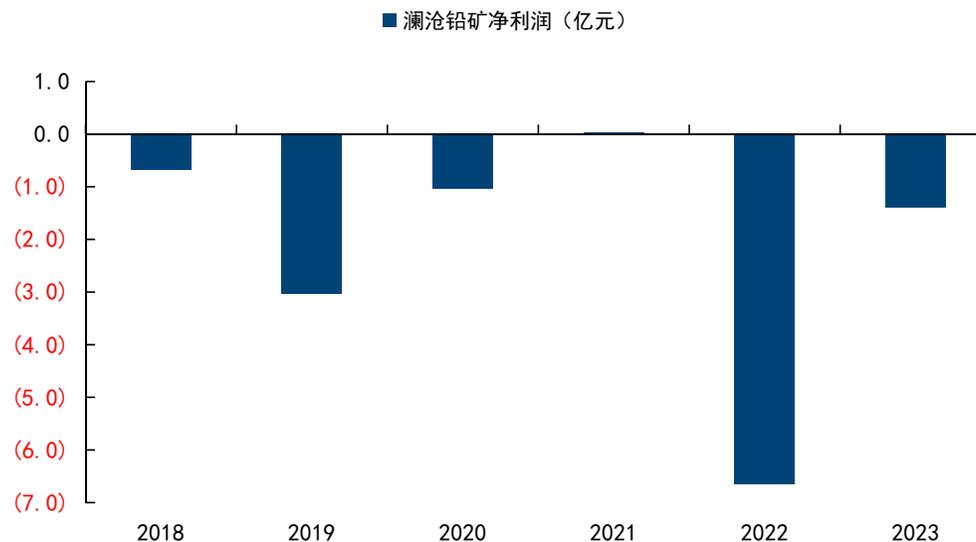
- ◆ 永昌铅锌矿区位于云南省保山市龙陵县勐糯镇，包含勐糯铅锌矿采矿权以及勐糯冶炼厂。
- 永昌铅锌矿区目前选矿产能36万吨/年，铅锌品位在7.5-8.5%，年产铅锌金属量3万吨。配备的永昌冶炼基地生产锌精炼产品，冶炼规模为年产电锌5万吨，原材料自给率约为60%。
- 永昌铅锌股份是公司93.08%持股的子公司，成立于2000年，2023年盈利约6百万元，对应铅锌金属产量2.8万吨。
- ◆ 云南澜沧矿业位于云南普洱市澜沧拉祜族自治县，隶属于澜沧铅矿有限公司，成立于2005年，为公司全资子公司。其中老厂铅矿已停产；此外保有江城采矿权和探矿权，分别为牛倮河铅锌矿勘探探矿权、岩脚铅锌矿采矿权，目前处于项目开发论证阶段，暂无生产计划。2023年澜沧矿业亏损1.38亿元。

图：永昌铅锌股份有限公司净利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：澜沧铅矿有限公司净利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新进矿山-牛苦头矿区（青海鸿鑫）



- ◆ 青海鸿鑫位于青海格尔木，驰宏锌锗在2023年底以10.9亿元收购云铜集团和云铜锌业分别持有的青海鸿鑫 65%、35%股权，2024年1月青海鸿鑫正式并表，成为公司全资子公司。
- 青海鸿鑫成立于2007年，经营青海省格尔木市牛苦头矿区M1磁异常多金属矿铅矿、锌、铜露天开采，牛苦头矿区M4磁异常区铁多金属矿勘探，牛苦头矿区M2、M3、M5、M6磁异常区铁多金属矿普查。远景规划境界内资源量402.61万吨，其中：铅锌矿114.32万吨、硫铁矿134.08万吨、硫铜矿151.05万吨、低品位铅锌矿3.16万吨。根据中国铜业2023年跟踪评级报告，截至2022年末，牛苦头矿区拥有铅锌保有资源储量**74.96万吨**。
- 牛苦头矿区M1采矿许可证目前露天开采产能**75万吨/年**，铅锌品位在**4-6%**，年产铅锌金属量**3.5万吨**。此外，M1硫铁矿+硫铜矿生产规模为21万吨/年。另有改扩建工程，改扩建期间铅锌矿生产规模为75万吨/年，硫铁矿+硫铜矿生产规模为21万吨/年，改扩建完成后铅锌矿生产规模为84.00万吨/年，硫铁矿+硫铜矿生产规模为56.00万吨/年。

表：青海鸿鑫圈定的露采境界内（截止2022年12月31日）保有资源量

矿石种类	储量级别	矿石量 (万吨)	金属量 (t, 银为kg)				
			Pb	Zn	Cu	S	Ag
铅锌矿	探明	201.35	31435	64857	2802	288316	15260
	控制	79.24	11326	28562	1526	135657	8350
	推断	218.53	47870	88289	3197	332470	31320
	小计	499.12	90631	181708	7525	756443	54930
	低品位	4.46	125	270	24	4474	120
	合计	503.57	90756	181978	7549	760917	55050
硫铁矿	探明	115.97	655	1720	1081	302059	2100
	控制	23.59	88	293	242	66573	420
	推断	76.45	333	1219	780	196692	1090
	小计	216.01	1076	3232	2103	565324	3610
	低品位						
	合计	216.01	1076	3232	2103	565324	3610
硫铜矿	探明	12.87	49	221	703	36837	610
	控制	18.03	71	258	831	49436	690
	推断	33.45	142	474	1204	91300	1520
	小计	64.35	262	953	2738	177573	2820
	低品位						
	合计	64.35	262	953	2738	177573	2820

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

待放量矿山-洞中拉（西藏鑫湖）&岔路口（金欣钼矿）

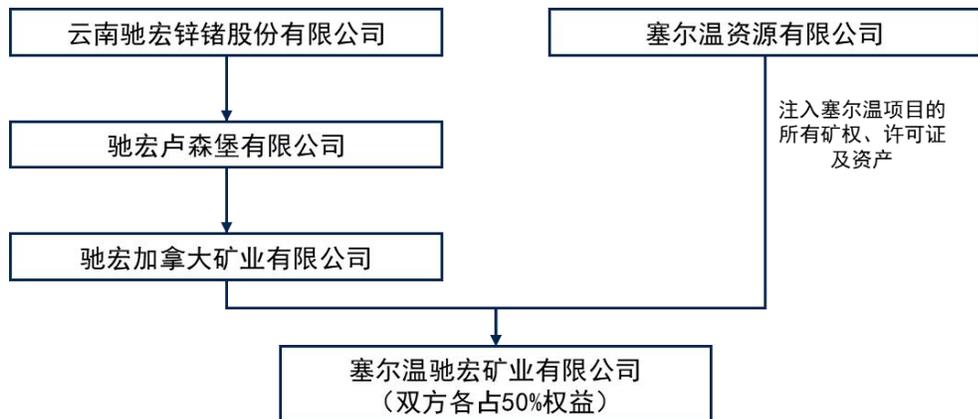


- ◆ 西藏鑫湖矿业有限公司位于西藏自治区墨竹工卡县，持有洞中拉采矿权。驰宏锌锗2011年启动收购西藏鑫湖相关事宜，后受制于西藏鑫湖原股东与河南天瑞集团诉讼纠纷，以及西藏鑫湖后续投入问题，制约了收购推进。截至2019年10月1日，西藏鑫湖原股东与天瑞集团诉讼纠纷事宜已执行完毕，西藏鑫湖后续的勘探、开发投入问题也与原股东达成一致，此次股权收购相关障碍已经全部解除，公司已具备对西藏鑫湖的实质控制权，持股51%，纳入公司合并报表范围。
- 西藏墨竹工卡鑫湖铅锌矿区为在建矿山，2024年6月洞中拉一期项目顺利完工，具备10万吨/年采矿能力，对应铅锌品位8.3%-14%，1万吨/年的矿山铅锌金属产能。一期项目2024年下半年开始试生产，2025年将正式投产。二期项目还在谋划中，尚处于内部决策阶段，投产后，鑫湖铅锌矿年产能月2万铅锌金属吨。根据中国铜业2023年跟踪评级报告，截至2022年末，西藏鑫湖拥有铅锌保有资源储量33.49万吨。
- ◆ 金欣矿业位于黑龙江省大兴安岭市，持有两处核心资产，分别是岔路口钼铅锌多金属矿勘探和岔路口钼铅锌多金属矿外围勘探2个探矿权。2012年，驰宏锌锗从个人股东处收购金欣钼业51%股权，对价17.3亿元。截至目前，经备案的钼金属量为246.68万吨，是目前全球已探明最大的斑岩型单体钼矿山。目前正在与政府部门持续沟通，全力推进岔路口矿采矿证的办理。
- 按照规划，原矿生产规模为1650万吨/年，预计年产钼精矿2.65万吨，折金属约1.3万吨。

储备矿山-加拿大塞尔温矿，处开发论证阶段

- ◆ 塞尔温驰宏矿业公司为公司100%全资子公司。2010年，公司设立独资公司“驰宏卢森堡有限公司”，并通过该公司转投资加拿大塞尔温铅锌矿项目，投资总额为9950万美元，获取塞尔温驰宏矿业有限公司50%股权。2013年5月公司全资子公司驰宏加拿大矿业有限公司出资5000万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。
- 塞尔温驰宏矿业控制+推断铅锌金属资源量合计2690万吨，是公司重要资源储备。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2690万吨。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：2013年收购塞尔温驰宏矿业50%权益前股权架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：塞尔温资源情况

储量级别		金属量	品位
控制	铅	333	1.79%
	锌	967	5.20%
推断	铅	328	1.38%
	锌	1064	4.47%
控制+推断	铅	661	
	锌	2031	
合计		2692	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

托管矿山-兰坪铅锌矿（金鼎锌业），配套金鼎锌业冶炼厂



- ◆ 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，兰坪铅锌矿为金鼎锌业核心资产。目前中国铜业直接持有金鼎锌业78.4%股份，通过云南冶金集团持有20.4%，通过云南铜业（集团）有限公司持有1.2%。金鼎锌业股权注入上市公司的承诺履行期限延期5年至2029年1月8日，2023年报显示，公司正式托管金鼎锌业100%股权，托管费用100万元/年。金鼎锌业存在部分临时用地权属不清晰及未决诉讼事项暂不具备注入上市公司条件，目前公益诉讼已取得实质性进展，正在积极推进临时用地的规范使用。
- 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。根据中国铜业2023年跟踪评级报告，金鼎锌业拥有铅锌保有资源储量963.3万吨。目前，金鼎锌业设计产能采矿260万吨、选矿260万吨、锌冶炼12万吨、硫酸6万吨。根据云南金鼎锌业有限公司兰坪铅锌矿区北厂—架崖山矿段260万t/a露天采矿技改扩建工程项目批复，开采方式为露天开采，产品方案为铅锌硫化矿石、铅锌氧化矿石，附带采出少量石膏、天青石、硫铁矿。项目建设性质为技改扩建，露天开采的生产规模在现有89.1万吨/年的基础上新增170.9万吨/年的采矿规模，矿山采矿规模扩建为260万吨/年，以现有设备为基础新增生产设备；新建一座10000吨/天处理能力的粗碎站及配套设施；3#堆场搬迁至架崖山临时堆场；改造中部、南部公路主干道0.92公里；新建一座撬装式加油站；建设绿色、智慧矿山等配套设施、辅助工程建设。矿山设计服务年限19年。
- 粗略计算，技改工程投产后，金鼎锌业年产铅锌金属有望超过20万吨。

表：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行性研究报告，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。
2019年	金鼎锌业进入中铜、融入中铝，迎来央地合作战略新机遇，开启发展新征程。

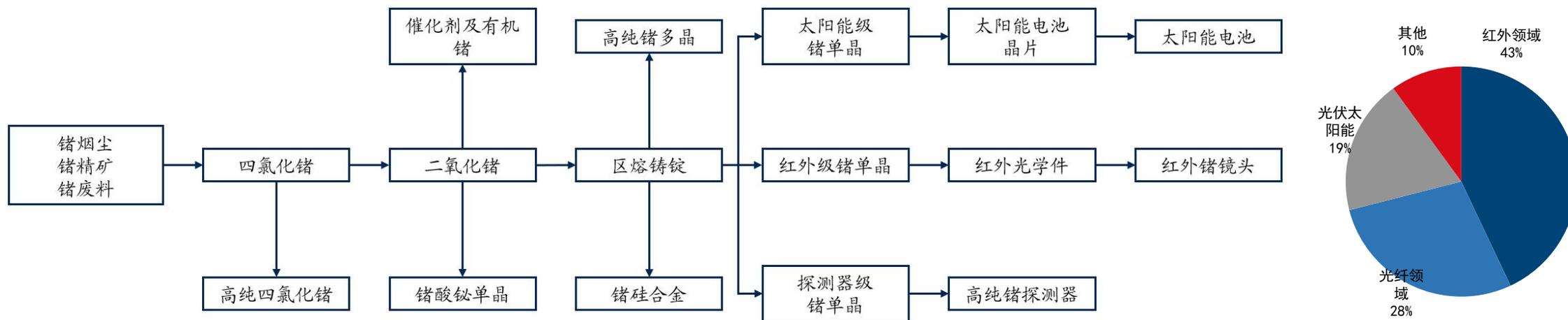
资料来源：宏达股份公司公告，公司公告，国信证券经济研究所整理

- 根据计算，金鼎锌业2021年矿产锌、铅产量分别为9.3和1.2万吨，合计10.5万吨，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，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。

锆业务微利，预计下游需求平稳增长

- ◆ 锆是一种稀缺稀有金属，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。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。根据公司2023年报，锆终端需求构成分别是红外领域43%，光纤领域28%，光伏太阳能19%，其他10%。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。
- ◆ 锆主要以铅锌伴生矿为主，据中商产业研究院《2023年中国锆产业链上中下游市场分析》统计，世界锆资源较为匮乏，目前全球已探明锆资源保有储量约为8600吨（含工业储量约为4400吨）。若以现阶段200吨/年的速度开发利用，静态储采比为43年。据USGS数据，全球锆主要分布于欧洲、亚洲与北美洲，具有集中性与分带性特点。按锆储量排名依次为美国3870吨，中国3526吨（主要分布在云南和内蒙古地区）、俄罗斯860吨，分别占比45%、41%与10%，其余已知储量零星分散于德国、比利时与加拿大等国。锆常列作富锆煤矿与铅锌（银）矿的工业副产品，因此上述矿产的世界分布在一定程度上也可代表全球锆的资源分布。全球锆供给主要来自于中国。USGS数据统计，2021年全球锆产品产量约为140吨（除美国外），其中，中国产量95吨（占比67.9%）；俄罗斯产量5吨（占比3.6%）；其他国家产量合计约40吨（占比28.5%）。美国锆储量虽多，但主要以铅锌伴生矿为主，受制于铅锌产量限制，锆实际产量并不多。

图：锆产业链及应用占比

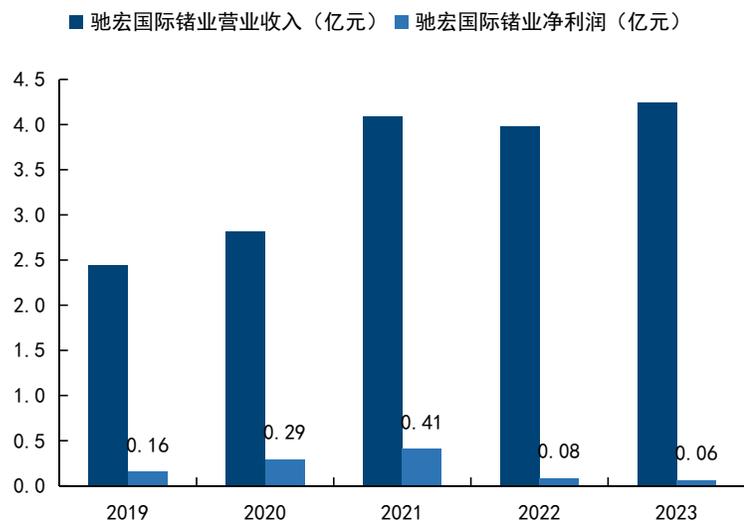


资料来源：公司公告，云南锆业公司公告，国信证券经济研究所整理

锆业务微利，预计下游需求平稳增长

- ◆ 公司全资子公司云南驰宏国际锆业负责锆产品的精深加工，产品包含区熔锆、锆单晶、四氯化锆、二氧化锆、红外锆片、红外镜头、高纯二氧化锆、催化剂等。产品主要应用于半导体、光纤通讯、红外光学、太阳能电池、化学催化剂等领域。公司具备年产锆金属60吨的生产能力。2023年生产锆产品含锆（锆单晶）65.92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。
- ◆ 中国锆产品集中度高，供需易实现平衡。驰宏锌锆（产能60吨）、云南锆业（产能47.6吨）以及四环锌锆（盛屯矿业100%权益子公司，产能40吨）。国内锆产品核心供应企业往往根据锆产品价格主动控制产量，使得锆供需容易实现平衡。

图：驰宏国际锆业营业收入及归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：世界主要国家金属锆年产量（2004—2022年）

名称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美国	4.4	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	3	3	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	-	-	-	-	100	80	80	80	90	110	120	120	110	88	75	85	86	95	-
俄罗斯	-	-	-	-	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	5	5	-
其他	82.6	85.5	85.5	95	30	30	30	30	30	40	40	40	41	40	35	40	40	40	-
全球	87	90	90	99.6	139.6	119.6	118	118	128	155*	165*	165*	155*	134*	120*	130*	130*	140*	-

注：数据来自美国地质调查局（USGS）2005-2023年发布的《Mineral Commodity Summaries》；其中“-”表示无数据；“*”表示除美国外全球金属锆总产量。

资料来源：张苏江等.全球锆资源分布供需与产业链发展现状思考.矿产综合利用,2024,45(4):11-20., 国信证券经济研究所整理

财务分析

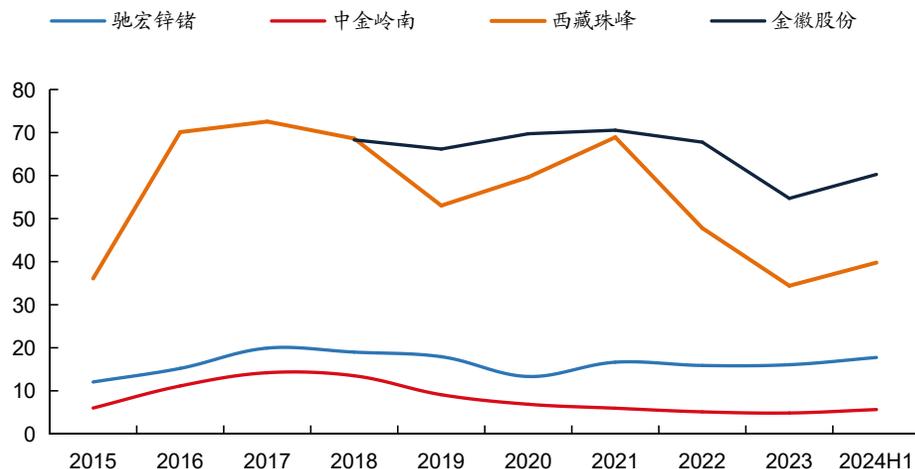
经营稳健，财务费用逐年降低

- ◆ 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，2023年达到34.1亿元。

财务分析——盈利能力稳中有升

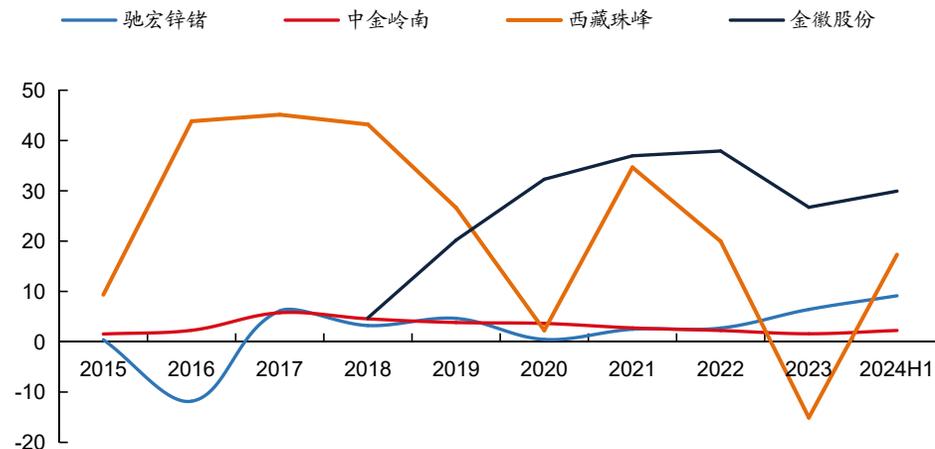
- ◆ 驰宏锌锗与中金岭南作为铅锌行业头部企业，毛利率远低于西藏珠峰、金徽股份等纯资源类标的，主因驰宏锌锗和中金岭南都有较大的贸易业务占比。2023年驰宏锌锗贸易业务营收占比26.8%，贸易业务毛利率0.2%；2023年中金岭南贸易业务营收占比39.44%，贸易业务毛利率0.15%。低毛利的贸易业务拉低了毛利率。如果单看采掘和冶炼业务，2023年驰宏锌锗自产锌锭毛利率21.1%，自产铅锭毛利率8.9%，2023年中金岭南采掘和冶炼业务毛利率为7.3%。
- ◆ 2023年驰宏锌锗销售净利率为6.42%，中金岭南销售净利率为1.59%，两者相近。其中中金岭南和驰宏锌锗期间费用率均在10%以下，西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。

图：同行业上市公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同行业上市公司净利率对比（%）

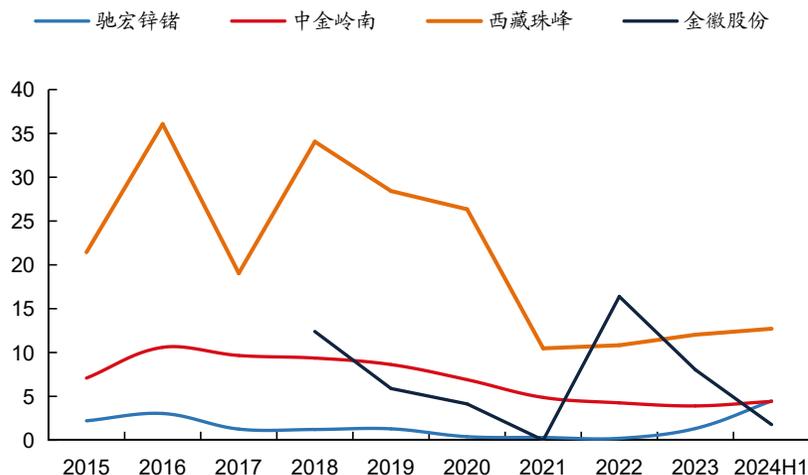


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析——营运能力稳健

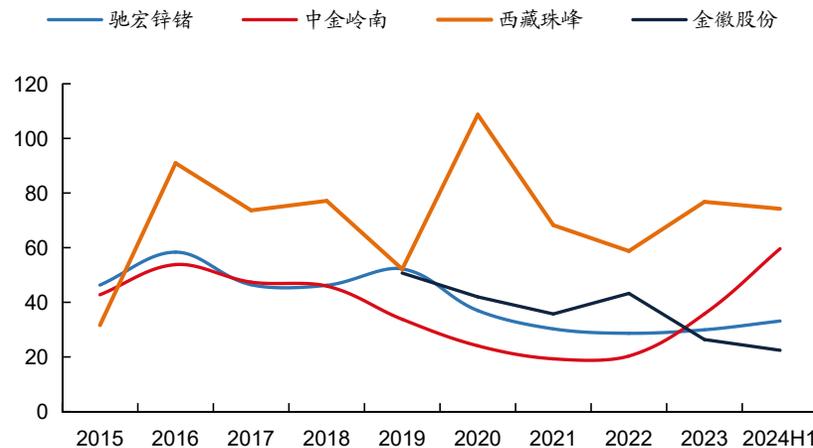
- ◆ 对比同行业上市公司，驰宏锌锗经营稳健，应收账款周转天数处于同行业上市公司低位。2024H1公司应收账款周转天数为4.5天
- ◆ 公司存货周转天数也低于行业平均水平，2024H1公司存货周转天数为33天，存货14.2亿元左右。

图：同行业上市公司应收账款周转天数



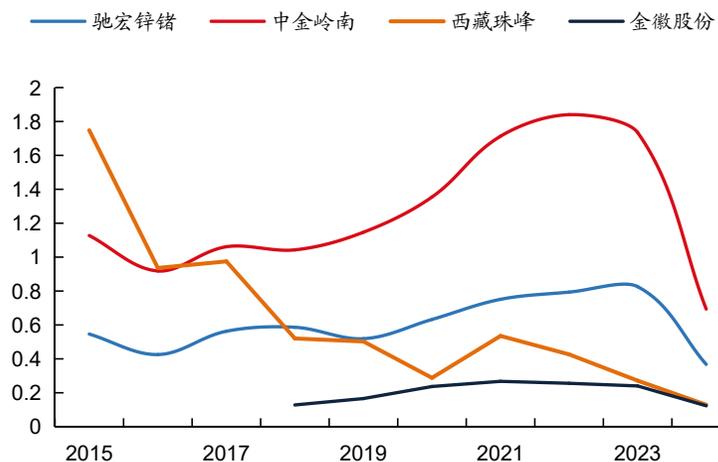
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同行业上市公司存货周转天数



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同行业上市公司总资产周转率（%）

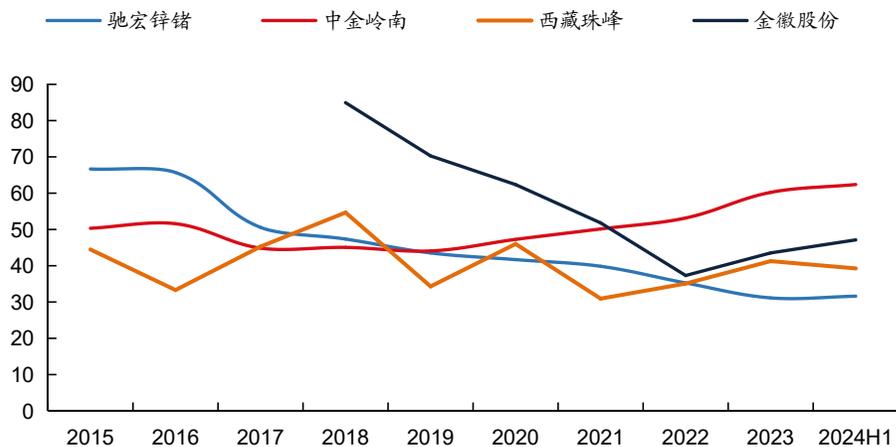


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析——偿债能力良好，资产负债率逐年下降

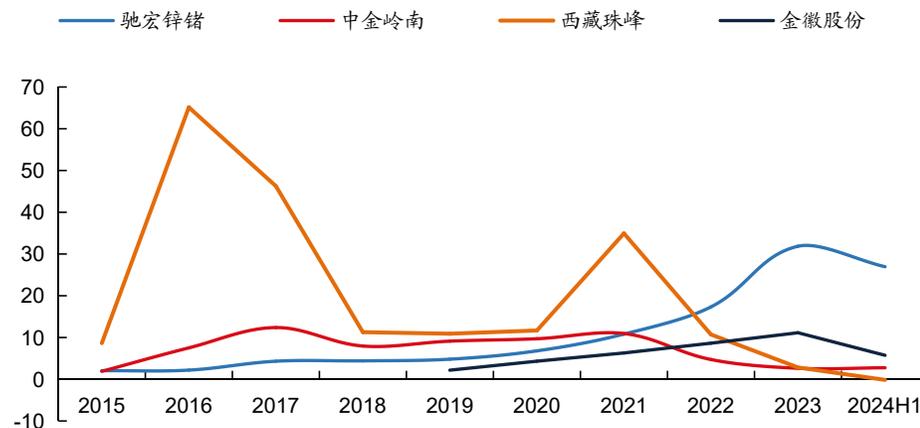
- ◆ 近年来驰宏锌锗资产负债率呈逐年下行趋势，截至2024H1，公司资产负债率31.6%。公司带息债务下降显著，财务费用从2018年接近6亿元，下降至2023年仅1亿元。公司资产负债率在同行业上市公司也处于偏低水平。
- ◆ 公司近年来净利润虽然波动，但经营性净现金流一直维持较高水平，2017年以来，公司每年经营活动产生的现金流量净额一直在25亿元以上，2023年达到34.1亿元，现金流量利息保障倍数显著领先同行业上市公司，2023年该指标为27.0x。

图：同行业上市公司资产负债率对比（%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同行业上市公司现金流量利息保障倍数



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

锌行业分析

矿山产能将见顶，加工费历史低位

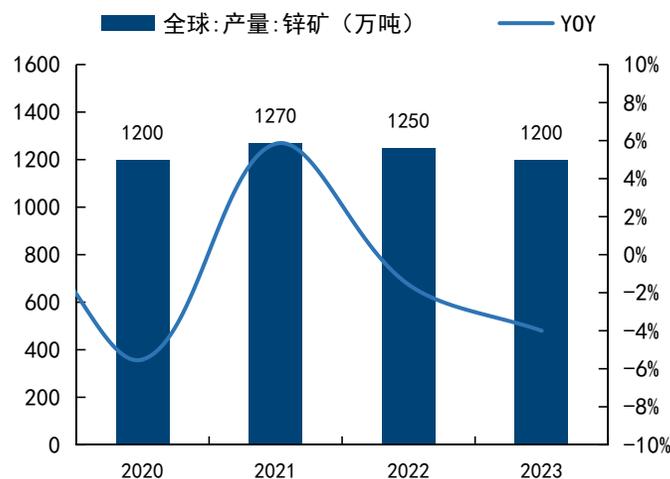
- ◆ **全球锌矿山生产能力即将见顶：**根据Wood Mackenzie数据，2022-2026年，全球锌精矿生产能力年化增速3.7%，矿山的生产能力预计将于2026年达到峰值，不过根据历年经验，矿端增量大多不及预期。
- ◆ **锌加工费低位，冶炼环节或减产。**据百川盈孚统计，2024年，我国精炼锌累计产量预估567.2万吨，同比下滑4.47%，年初新疆紫金锌合金项目和河池南方二期项目完成投产，产能虽有增长，但全年国产锌精矿供应紧缺形势严峻，进口锌精矿同比回落，2024年锌精矿进口较去年累计同比减少14.98%，加工费处在历史低位水平，亏损逐渐加深炼厂生产意愿不足，8月中旬国内冶炼厂达成减产共识，年内精炼锌产量同比下滑。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，迫使冶炼厂减产。
- ◆ **锌供需结构健康，有望维持高位。**根据Wood Mackenzie数据，由于低基数的影响，2025年全球精炼锌供应增速为7.4%，低于锌精矿10.0%的增速水平。需求端给出2.9%的年化需求增速，以此测算2025年全球精炼锌供应短缺43万吨。而当前锌市场是高库存，国外精炼锌可交割库存高位，国内锌精矿库存较低。若精炼锌出现短缺，产业链去库可化解。我们认为今年全球锌供需格局较为健康，锌价有望维持在较高水平。

2024年精矿产量不升反降，锌矿或连续3年产量下滑

◆ 根据USGS数据，2023年全球锌矿产量1200万吨，比2022年减少50万吨，同比-4.0%，相当于2020年的产量水平。2024年10月全球锌精矿产量100.8万吨，明显低于近三年同期，全年月产量均处于近年最低水平。

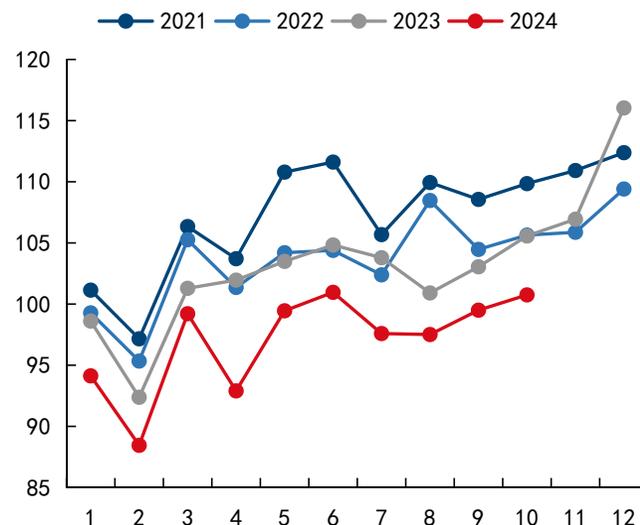
◆ 近年来中国锌精矿供应逐渐由过剩转向紧缺，从供需平衡来看，2023年锌精矿表观消费量606.3万吨，考虑库存需求，锌精矿供应存14万吨缺口，而2022年过剩17.4万吨。2024年供需紧缺程度加剧，2024年预计累计供应缺口13万吨。供给缺口原因一方面是进口量减少16%，另一方面是锌精矿产量下降1%。预计2024年中国锌精矿预计总供给量同比下滑7%，需求预计下降2.8%，锌精矿供给缺口14万吨，后续随矿山放量缺口有所收窄。

图：全球锌精矿年度产量（万吨）



资料来源：Wind, USGS, 国信证券经济研究所整理

图：全球锌精矿月度产量（万吨）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

表：中国锌精矿年度供需平衡分析(单位：万吨)

分项	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E
锌精矿产量	338.9	374.6	370.6	374.2	369	375
产量增速	-	11%	-1%	1%	-1%	2%
锌精矿进口量	191	182	206.7	232.2	196	220
净进口	190.2	182	206.7	232.2	196	220
净进口增速	20%	-4%	14%	12%	-16%	12%
锌精矿表观消费量	529.1	556.6	577.3	606.3	565	595
表观消费增速	-4%	5%	4%	5%	-7%	5%
年末库存	41.6	31	45	51.5	25	35
锌精矿实际需求量	511.7	514.5	514.9	568.8	553	561
需求增速	-4.80%	0.50%	0.10%	10.50%	-2.80%	1.40%
供需平衡	-24.2	11	17.4	-14.1	-13	-1

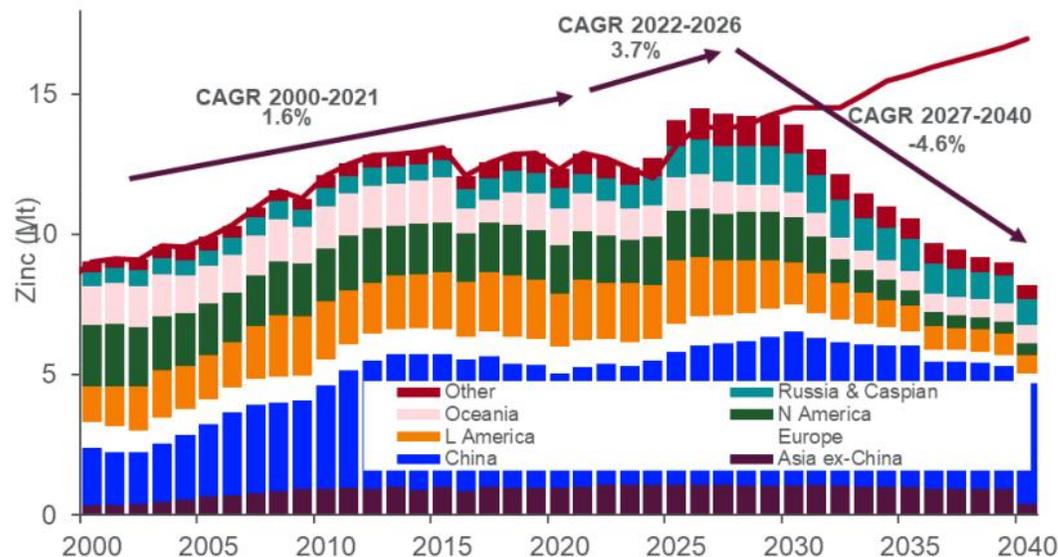
资料来源：百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

全球锌矿山生产能力可能在2026年见顶

◆ 根据百川盈孚数据：

- **海外矿方面**，俄罗斯Ozernoye，刚果（金）艾芬豪的Kipushi项目释放量会主要体现在2025年，其他澳大利亚、秘鲁等知名老矿山未来三年仍存在品位下降、矿山接近退役、新开矿项目延期投产等原因，综合预计2025年海外锌精矿供给增长50万吨左右；
- **国内矿方面**，重点关注火烧云矿以及贵州猪拱塘铅锌矿，当前国内铅锌矿新建、改建项目有新疆火烧云、赫章县猪拱塘铅锌矿、江西银珠山铅锌银矿项目、西部铜业多金属选矿技改、巴彦乌拉银多金属矿、广西中金岭南盘龙铅锌矿6000吨/日采选扩产改造、湖南大脑坡矿区的铅锌矿选矿等。从项目进程来看，湖南大脑坡、江西银珠山、猪拱塘、火烧云铅锌矿有望在2025年年底前投放增量贡献，但贡献形式或以原矿方式为主，锌精矿投放市场或延迟到2026年。另外国内矿山安全管控以及新矿投产出矿的前期准备复杂，耗时较长，2025年给予8-12万吨的新增贡献量。加上海外市场的增量预期，百川盈孚预测，2025年全球锌精矿预计增加60万吨左右。
- ◆ 根据Wood Mackenzie数据，2022-2026年，全球锌精矿生产能力年化增速3.7%，矿山的生产能力预计将于2026年达到峰值，不过根据历年经验，矿端增量大多不及预期。

图：目前的矿山生产能力预计将于2026年达到峰值



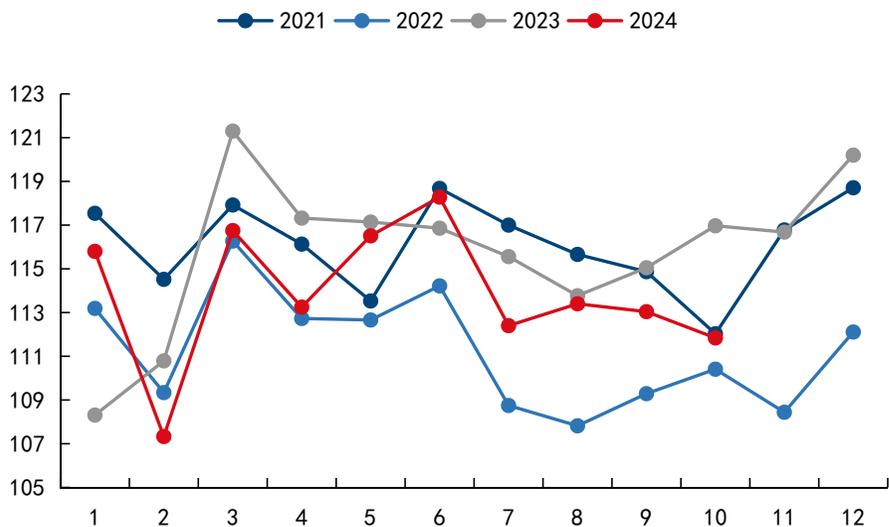
资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

加工费历史低位导致冶炼产量下降

◆ 据百川盈孚统计，2024年，我国精炼锌累计产量预估567.2万吨，同比下滑4.47%，年初新疆紫金锌合金项目和河池南方二期项目完成投产，产能虽有增长，但全年国产锌精矿供应紧缺形势严峻，进口锌精矿同比回落，2024年锌精矿进口较去年累计同比减少14.98%，加工费处在历史低位水平，亏损逐渐加深炼厂生产意愿不足，8月中旬国内冶炼厂达成减产共识，年内精炼锌产量同比下滑。2024年10月全球精炼锌产量111.8万吨，处于近三年同期低位。

◆ 全球产量来看，2024年全球锌产量预估1371.2万吨，同比2023年下滑1.35%，而2023年全年同比增速为3.93%。海外炼厂减产复产并行，2024年海外新增炼厂产能主要来自德国和俄罗斯，仍有部分产能未启动。

图：全球精炼锌月度产量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：全球及国内精炼锌产量预测

年份	全球精炼锌产量	同比	国内锌产量	同比
2021年	1393.9	0.84%	542.9	0.86%
2022年	1340.8	-3.81%	542.2	-0.13%
2023年	1393.5	3.93%	593.7	9.50%
2024年E	1371.2	-1.35%	567.2	-4.47%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

25长单TC不确定性较大

◆ 原料紧缺压制冶炼利润。

• 2024年亚洲锌精矿Benchmark 165美元/干吨，相较2023年的274美元/干吨同比下滑明显，佐证矿紧缺预期，进口矿和国产矿加工费持续下行挤压冶炼厂利润，国内冶炼厂不包含副产品的利润产生亏损，一度超过3000元/吨，不过随着锌精矿加工费止跌企稳，冶炼厂利润倒挂修复至2000元/吨以内。原料紧缺影响到冶炼端开工状况，24下半年精炼锌供应收紧趋势明显。

◆ 海外炼厂减产复产并行，复产低于预期；中国冶炼厂减产不及预期，填补海外锌锭增量放缓缺口。

• 海外方面，2024全年海外总体锌锭产量增量有限。2024年海外新增炼厂产能主要来自德国和俄罗斯，德国Nordenham已于2024年Q1复产，年产能16万吨；俄罗斯铜业的Verkhny Ufalei冶炼厂，设计年产能12万吨，三季度开始生产；但是9月下旬Teck因火灾而关闭Trail冶炼厂的四分之一，其锌锭指导产量中位数减少3.75万吨至24.5万吨；Boliden推迟Odda冶炼厂扩建项目的产出。截至10月，全球精炼锌产量累计同比减少1.3%。

• 国内方面，减产不及预期，填补了海外锌锭增量放缓的缺口。截至10月，中国锌产量累计同比减少2.9%。

◆ 长单TC不确定性较大，25年锌锭供应依矿端增长节奏和即将到来的TC价格高低而定。

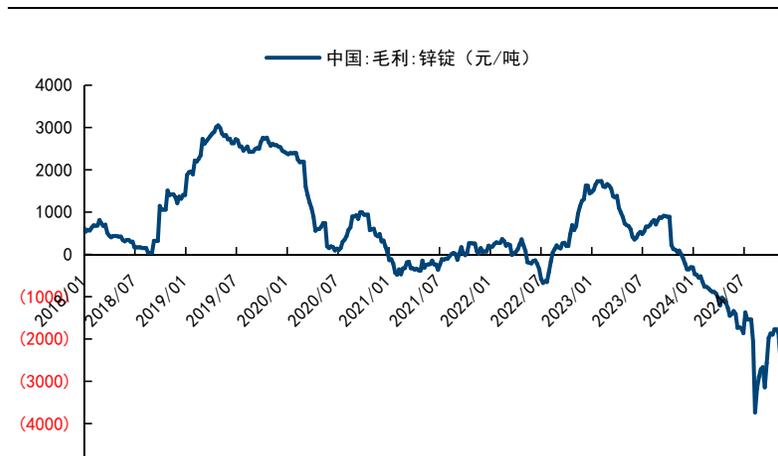
• 长单谈判即将到来，然而TC未见明显上涨，2025年TC的Benchmark不确定性较大。而且，在原料供应不足的情况下，部分23年未签订长单的冶炼厂表示愿意24年签订长单以避免2025年的供应风险。前述2025年全球锌精矿预计增加60万吨左右，据SMM，2025年国内冶炼增量20万吨以上，不过谈判TC价位过低，或者锌矿产量增长乏力，25年锌锭供应或难以释放。

图：国内锌精矿TC显著下滑



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：锌冶炼利润受低TC影响承压



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

直接需求受锌价高位等影响，较为低迷

◆ 镀锌，据Wind数据，截至11月，我国累计生产镀锌板2490万吨，同比增加7.4%；累计出口镀锌板（带）305万吨，同比减少69.4%；累计进口镀锌板（带）54万吨，同比减少46.6%。

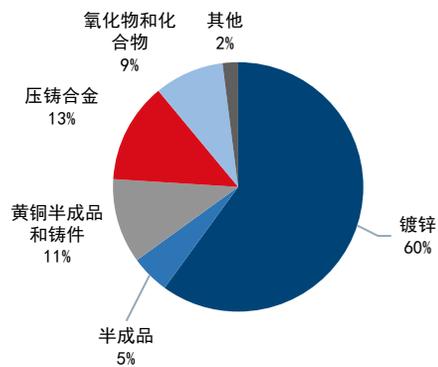
- 镀锌板产量累计增长，下半年样本企业镀锌产品开工维持弱势，一方面是因黑色系价格持续下跌拖累，另一方面河北、天津地区环保升级对镀锌开工形成拖累。
- 据百川盈孚统计，41家镀锌板样本企业总年产能3396万吨，11月开工率61.52%，较上月下滑3.05%；16家镀锌管生产企业总年产能1405万吨，11月开工率56.167%，较上一月下滑1.35%；41家镀锌带钢样本企业总年产能2069.5万吨，11月开工率54.52%，开工环比上月下调4.77%。

◆ 氧化锌，据百川盈孚数据，2024年全年累计产量68.4万吨，同比下降2.9%。

- 轮胎行业，开工低位运行，11月底全钢胎厂家开工在60%附近，半钢胎开工相对偏高在79%左右，轮胎企业产能利用率相对平稳，橡胶行业以刚需采购为主；
- 陶瓷方面，房地产市场持续低迷使得陶瓷级氧化锌订单疲软持续；
- 饲料行业，10月份随市场二次育肥补栏热度下降，部分养殖户及放养公司转战补栏低价小体重仔猪，饲料需求有望增长，或对后续饲料级氧化锌订单有所提振。

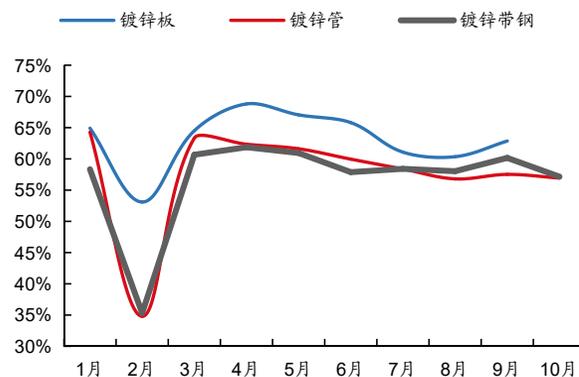
◆ 锌合金，据百川盈孚数据，2024年全年累计产量154.2万吨，同比基本持平。

图：锌全球直接下游应用



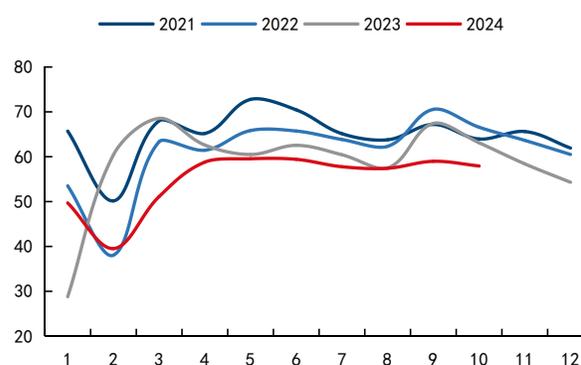
资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

图：样本企业镀锌产品下半年开工率维持弱势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：氧化锌开工率维持近年来低位



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：今年下半年镀锌板产量增速收缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

终端需求受出口提振

◆ 虽有政策加持，房地产数据好转仍需实际传导。

- 房地产投资和销售面积增速降幅扩大，1—11月份，房地产开发企业房屋施工面积72.6亿方，同比下降12.7%。其中，住宅施工面积50.8亿方，下降13.1%。房屋新开工面积6.7亿方，下降23.0%。其中，住宅新开工面积4.9亿方，下降23.1%。房屋竣工面积4.8亿方，下降26.2%。其中，住宅竣工面积3.5亿，下降26.0%。
- 一般新开工领先竣工约3年，新开工累计同比增速自2021年7月转负，过去三年较差的新开工数据拉低今年的竣工需求，竣工累计同比增速或有下滑，后期地产销售及投资将构成锌消费拖累项。

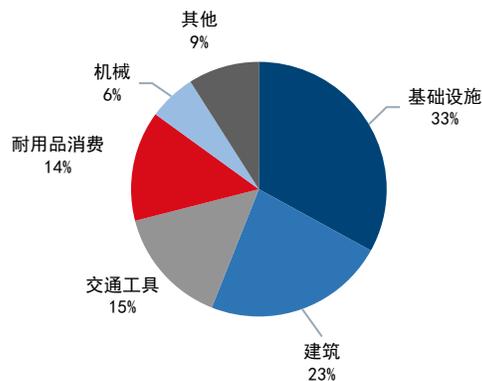
◆ 汽车出口带来新增量，增速有所放缓。

- 中汽协数据显示，2024年全年汽车产销分别完成3128万辆和3144万辆，同比分别增长3.7%和4.5%；新能源汽车产销分别完成1289万辆和1287万辆，同比分别增长34%和36%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.9%。全年汽车整车出口596万辆，同比增长19.3%。

◆ 家电出口超预期，国内家电需求或受地产端拖累。

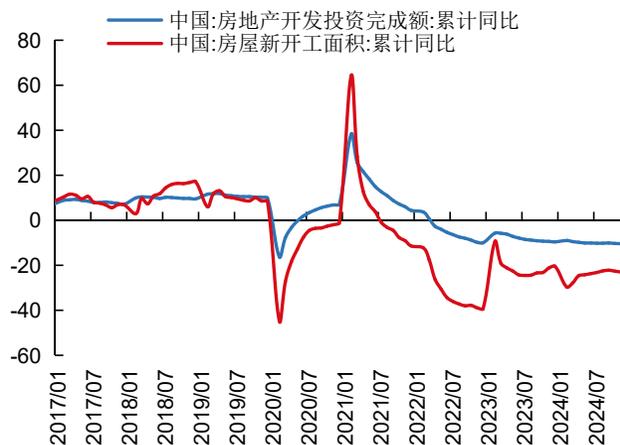
- 2024年1—11月，全国家用电冰箱产量9589万台，同比增长8.1%；家用洗衣机产量10458万台，同比增长6.3%；空调累计产量24237万台，同比增长9.4%；根据产业在线数据，2024年1—11月，家用空调类累计销量18309万台，同比增长16.6%，其中内销9679万台，同比增长3.5%，出口8630万台，同比增长35.9%。

图：锌中国终端消费领域



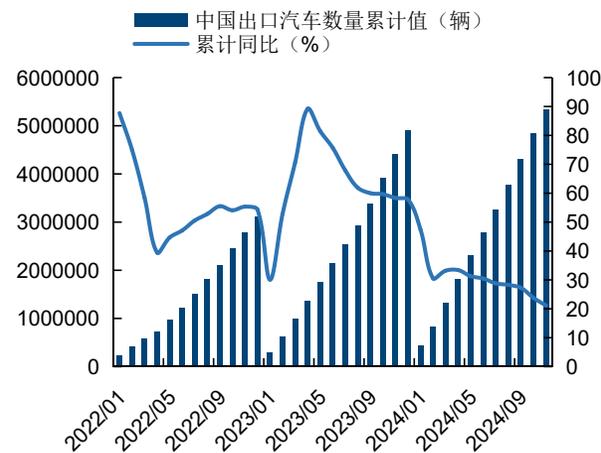
资料来源：正信期货，国信证券经济研究所整理

图：中国房地产新开工面积及开发投资完成额降幅扩大



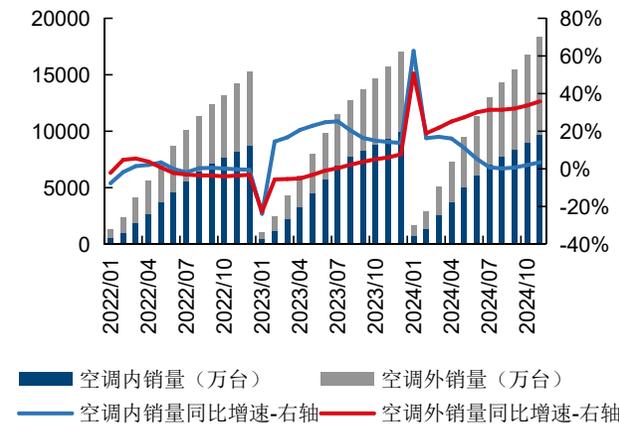
资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：中国出口汽车数量增速有所放缓



资料来源：Wind，中汽协，国信证券经济研究所整理

图：中国家用空调出口持续增长

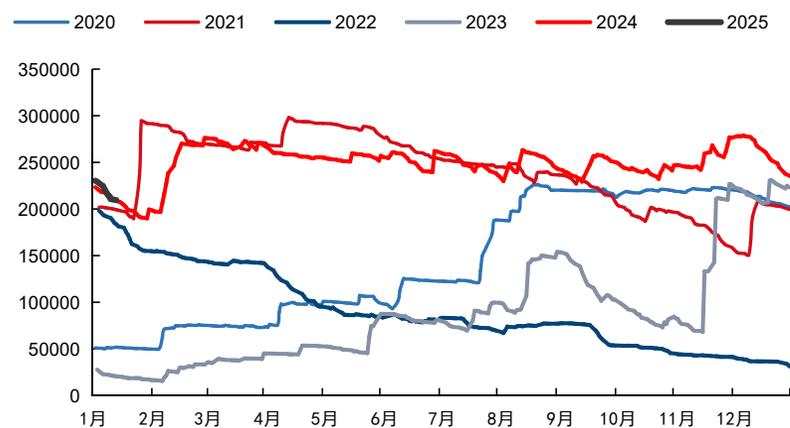


资料来源：Wind，产业在线，国信证券经济研究所整理

精矿库存紧张，LME锌锭库存处历史高位

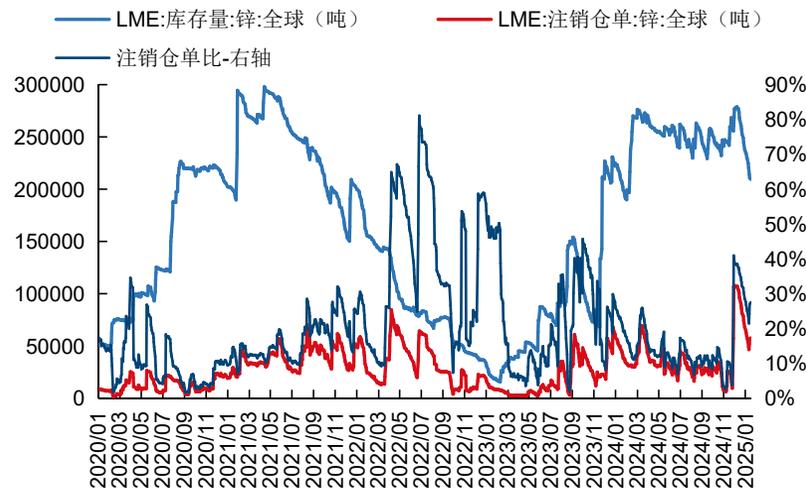
- ◆截至1月13日，LME锌库存20.9万吨，均在亚洲，库存数据处于往年同期高位，注销仓单占比有所下降。截至1月10日，上海期货交易所锌库存2.1万吨，处于近五年低位。
- LME库存由注册仓单和注销仓单构成，现货持有商将符合交割标准的货物交给交割仓库检验合格后，交割库给持有商开具标准仓单，即注册仓单。如果持货商不想交割，而是将仓单注销，则变为注销仓单。注销仓单大幅增加，造成可交割货物不足的表象，是主力影响期货合约价格或价差的手段之一。LME锌仓单大量注销，预示主力有挤仓意向。
- ◆锌精矿库存处历史低位，连云港库存显示精矿供应紧张。锌精矿连云港库存与进口矿具有强相关性，2024年以来连云港锌精矿库存已经降至近4年低位，反映进口矿供应紧张的情况。国内锌精矿港口总库存2024年10月以来低位上升，出现比较明显的上涨，但仍处于历年低位。
- ◆预计2025年加工费重心向上修复，具体修复程度受海外矿山的增量兑现影响。

图：LME锌锭库存季节图（吨）



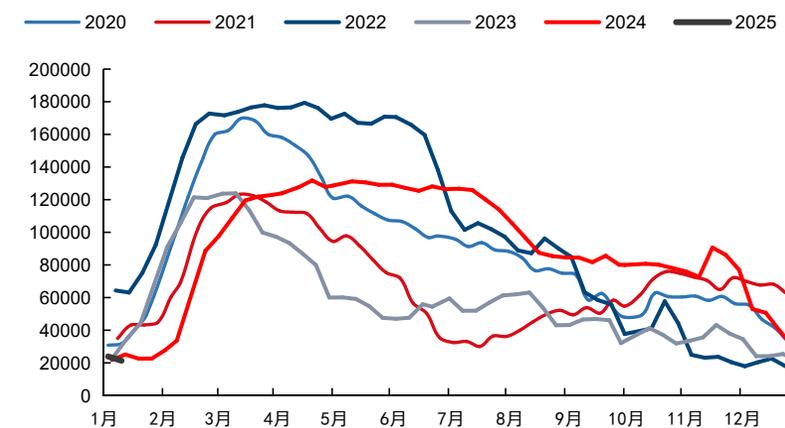
资料来源：Wind，LME，国信证券经济研究所整理

图：LME注销仓单占比



资料来源：Wind，LME，国信证券经济研究所整理

图：SHFE锌锭库存季节图（吨）



资料来源：Wind，SHFE，国信证券经济研究所整理

如何理解锌的供需平衡

- ◆ 根据Wood Mackenzie数据，由于低基数的影响，2025年全球精炼锌供应增速为7.4%，低于锌精矿10.0%的增速水平。需求端给出2.9%的年化需求增速，以此测算2025年全球精炼锌供应短缺43万吨。
- 印度将成为全球第二大锌消费国。印度的锌消费量将在2020年代末超过美国，到2050年达到420万吨，这将使印度成为全球第二大锌消费国，消费量与欧洲和北美的总和相当。然而印度的人均锌消费量将仅为2.5公斤，达到中国2007年的水平。
- ◆ 当前锌市场是高库存，国外精炼锌可交割库存高位，国内锌精矿库存较低。若精炼锌出现短缺，产业链去库可化解。我们认为今年全球锌供需格局较为健康，锌价有望维持在较高水平。

表：未来三年锌精矿供需平衡（万吨）

	2023	2024E	2025E	2026E
全球				
锌矿产量	1237.3	1200.3	1320.6	1387.6
精炼锌产量	1376.3	1309.5	1406.8	1487.1
锌精矿供需平衡	-32.3	10.8	31.8	18.6
隐含库存	79.4	90.2	122	140.6
中国				
锌矿产量	424.4	402.4	430.9	457.7
精炼锌产量	669.4	609.2	664	716
精炼锌进口	226.3	183.5	231.7	246.7
锌精矿供需平衡	-3.1	-3.2	17.8	9.3
其他国家和地区				
锌矿产量	812.9	797.9	889.7	929.9
精炼锌产量	706.9	700.3	742.8	771.1
锌精矿供需平衡	-29.2	13.9	13.9	9.3

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

表：未来五年锌需求（万吨）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
亚洲	942	969	988	1010	1034
俄罗斯	25	25	25	25	25
欧洲	190	198	204	208	211
北美	125	129	132	134	136
拉丁美洲	36	36	37	38	38
中东	20	21	22	22	23
大洋洲	14	14	14	13	13
非洲	13	14	15	15	15
全球	1365	1450	1436	1466	1496
增速	2.1%	2.9%	2.2%	2.1%	2.0%

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

盈利预测

- ◆ 预计公司2024-2026年归母净利润分别为18.53/20.43/22.40亿元，同比增长29.3%/10.2%/9.7%，摊薄EPS分别为0.36/0.40/0.44元，当前股价对应PE为15.5/14.1/12.8X。公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来2-3年依托股东加速扩张且路径明确。我们认为公司股票价值在**6.42-7.22元**之间，2025年动态市盈率在16-18倍之间，相对于公司目前的股价有14%-28%左右的空间，对应总市值在327-368亿元之间。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“优大于市”评级。

盈利预测-产销量假设

- ◆ 2024年1-9月公司实现矿山铅锌精矿金属产量23.03万吨，同比减少2.76万吨，下降的主要原因为：①会泽矿业为积极响应国家“绿色矿山、智能升级”的政策号召，进一步优化生产工艺、提高本质化安全水平，上半年因选矿厂提质增效项目建设致其选矿系统停产54天。②荣达矿业因安全生产许可证办理问题，2024年1-8月甲乌拉矿区部分生产系统停产改造至9月份才恢复生产；怡盛元矿区需要对部分现有生产系统进行技改，目前项目尚处于前期论证筹备阶段，尚未恢复生产。
- ◆ 2024年1月青海鸿鑫正式并表，2024年度贡献并表增量；2024年6月洞中拉一期项目顺利完工，具备10万吨/年采矿能力，预计2025年贡献1万吨铅锌金属增量。由于公司矿山铅少锌多，铅：锌比例大概是1:2.9，因此我们仍按此比例预估新增项目的铅、锌产量。
- ◆ 公司冶炼产能相对充裕，具备63万吨铅锌冶炼产能。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。

表：公司铅锌产品产销量预测（万吨）

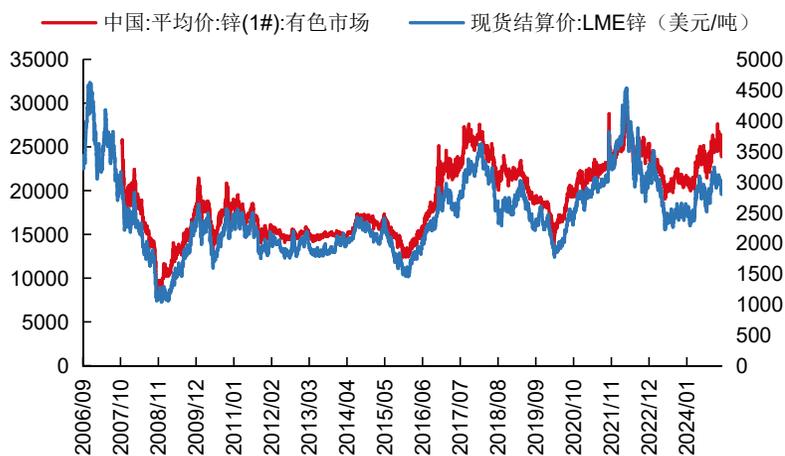
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿山产锌金属量	24.1	23.2	25.2	24.0	28.6	29.0
冶炼产锌金属量	38.8	43.8	51.8	45.0	50.0	52.0
锌金属原料自给率	62.2%	52.9%	48.7%	53.4%	57.2%	55.8%
矿山产铅金属量	9.0	8.6	8.8	8.4	10.0	10.5
冶炼产铅金属量	10.7	14.3	17.9	17.5	18.0	18.0
铅金属原料自给率	84.3%	59.9%	49.2%	48.1%	55.5%	58.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

盈利预测-商品价格假设

- ◆ 2024年锌锭现货均价为23419元/吨，假设2025/2026年锌锭现货均价23000元/吨，锌精矿加工费均为2500元/吨（前值3000元/吨），2024年锌锭现货均价为17141元/吨，假设2025/2026年铅锭现货价格均价17000元/吨，铅精矿加工费为700元/吨，锗价13000元/千克。
- ◆ 预计公司2024-2026年归母净利润分别为18.53/20.43/22.40亿元，同比增长29.3%/10.2%/9.7%，摊薄EPS分别为0.36/0.40/0.44元，当前股价对应PE为15.5/14.1/12.8X。考虑到公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来2-3年依托股东加速扩张且路径明确，维持“优于大市”评级。

图：锌价走势



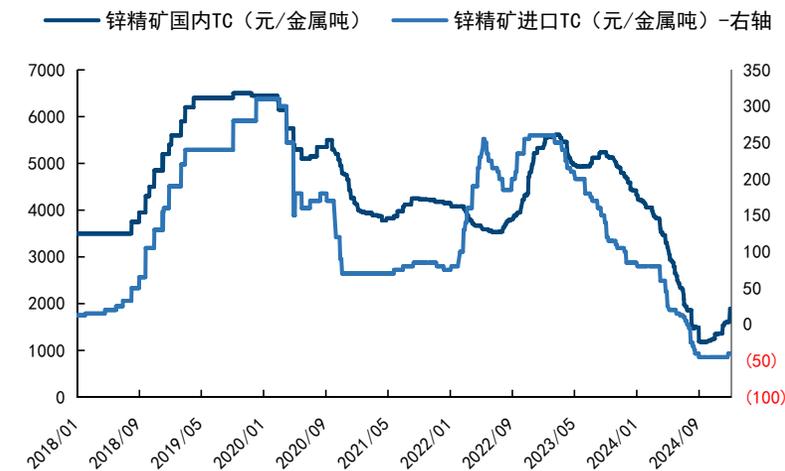
资料来源：Wind, LME, 国信证券经济研究所整理

图：铅价走势



资料来源：Wind, LME, 国信证券经济研究所整理

图：锌精矿加工费



资料来源：Wind, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

估值与投资建议-绝对估值

考虑公司的业务特点，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：7.52-11.62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2024-2026年营业收入为222.3/231.1/237.3亿元，归母净利润分别为18.53/20.43/22.40亿元，同比增长29.3%/10.2%/9.7%，摊薄EPS分别为0.36/0.40/0.44元，当前股价对应PE为15.5/14.1/12.8X。

行业平均资产beta系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去5年的数据计算（0.9652x）；由此计算出WACC为8.10%。根据主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理价值为7.52-11.62元。

表：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	13.31%	0.85%	0.24%	1.26%	3.94%	2.71%
营业成本/营业收入	83.35%	84.11%	83.94%	81.88%	81.59%	81.18%
管理费用/营业收入	5.03%	2.91%	3.12%	3.00%	3.00%	3.00%
销售费用/销售收入	0.34%	0.22%	0.28%	0.28%	0.26%	0.27%
营业税及附加/营业收入	0.15%	0.15%	0.21%	0.17%	0.18%	0.19%
所得税税率	1.23%	1.32%	1.71%	1.70%	1.70%	1.70%
股利分配比率	35.76%	12.00%	17.97%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表：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				
		6.1%	7.1%	8.10%	9.1%	10.1%
永续增长率变化	3.0%	20.49	15.32	12.18	10.06	8.54
	2.0%	16.54	13.11	10.81	9.16	7.92
	1.0%	14.13	11.62	9.83	8.48	7.43
	0.0%	12.51	10.56	9.09	7.95	7.03
	-1.0%	11.35	9.75	8.51	7.52	6.71
	-2.0%	10.47	9.12	8.05	7.17	6.44
	-3.0%	9.79	8.62	7.67	6.88	6.22

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.9652
无风险利率	1.62%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	5.64
发行在外股数	5091
股票市值(E)	28715
债务总额(D)	3635
Kd	5.50%
T	17.00%
Ka	7.89%
有杠杆Beta	1.07
Ke	8.55%
E/(D+E)	88.76%
D/(D+E)	11.24%
WACC	8.10%
永续增长率（10年后）	0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 相对估值：6.42-7.22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，资源禀赋优异，年产铅锌金属超8万吨，江洛矿区整合落地后成长性较强。西藏珠峰拥有子公司塔中矿业，2023年产铅锌金属超8万吨，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，2023年产铅锌40万吨以上。盛达资源主营有色金属矿的采选和销售，2023年铅锌产量8万吨以上。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，2023年产铅锌金属超18万吨。上述公司2024年PE算术平均值在19.8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16-18倍估值，对应股价在6.42-7.22元，市值在327亿-368亿元。

表：可比公司相对估值

证券代码	证券简称	收盘价 (2025年1月16日)	EPS					PE			PB (2024Q3)	总市值 (亿元)
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
600497.SH	驰宏锌锗	5.64	0.13	0.28	0.36	0.40	0.44	15.5	14.1	12.8	1.74	287
000060.SZ	中金岭南	4.78	0.33	0.18	0.22	0.24	0.34	21.7	19.9	14.1	1.34	179
603132.SH	金徽股份	11.23	0.49	0.35	0.48	0.84	1.09	23.3	13.3	10.3	3.50	110
600338.SH	西藏珠峰	10.47	0.45	(0.24)	-	-	-	-	-	-	2.60	96
601899.SH	紫金矿业	16.17	0.76	0.80	1.25	1.38	1.55	12.9	11.7	10.4	3.24	4150
000603.SZ	盛达资源	13.66	0.53	0.21	0.49	0.79	1.03	28.0	17.3	13.3	2.88	94
601168.SH	西部矿业	17.55	1.45	1.17	1.37	1.86	2.20	12.8	9.4	8.0	2.48	418
平均值 (除驰宏锌锗)								19.8	14.3	11.2		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；备注：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：6.42-7.22元

综上估值，我们认为公司股票价值在6.42-7.22元之间，2025年动态市盈率在16-18倍之间，相对于公司目前的股价有14%-28%左右的空间，对应总市值在327-368亿元之间。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“优大于市”评级。

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6.42-7.22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1.62%、风险溢价6.50%，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2025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：锌格有望维持高位，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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1113	1464	1399	1846	2313	营业收入	21900	21954	22230	23106	23733
应收款项	23	170	183	190	195	营业成本	18421	18427	18201	18853	19266
存货净额	1464	1601	1451	1553	1637	营业税金及附加	289	375	378	393	403
其他流动资产	404	207	132	137	141	销售费用	33	46	38	41	44
流动资产合计	3004	3442	3165	3726	4286	管理费用	966	1011	1126	1152	1171
固定资产	11567	10924	10810	10419	9998	研发费用	49	61	62	60	65
无形资产及其他	11311	11470	11012	10553	10094	财务费用	203	96	151	119	71
投资性房地产	619	631	631	631	631	投资收益	115	(121)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	99	100	101	101	102	资产减值及公允价值变动	(1303)	(125)	(50)	(40)	(30)
资产总计	26600	26567	25718	25430	25110	其他收入	85	42	(62)	(60)	(65)
短期借款及交易性金融负债	2447	1966	1766	1566	1566	营业利润	887	1794	2217	2442	2676
应付款项	1434	1475	1303	1349	1377	营业外净收支	(211)	(75)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	666	757	735	761	777	利润总额	676	1719	2197	2422	2656
流动负债合计	4547	4198	3803	3676	3721	所得税费用	81	309	374	412	452
长期借款及应付债券	3533	2369	1869	1369	569	少数股东损益	(75)	(23)	(29)	(32)	(35)
其他长期负债	1299	1704	2104	2504	2904	归属于母公司净利润	670	1433	1853	2043	2240
长期负债合计	4832	4073	3973	3873	3473	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9379	8271	7776	7549	7194	净利润	670	1433	1853	2043	2240
少数股东权益	2304	2497	2482	2466	2448	资产减值准备	1051	(1178)	(5)	(6)	(6)
股东权益	14917	15799	16726	17747	18867	折旧摊销	1395	1270	1380	1419	1457
负债和股东权益总计	26600	26567	26984	27762	28509	公允价值变动损失	1303	125	50	40	30
关键财务与估值指标						财务费用	203	96	151	119	71
每股收益	0.13	0.28	0.36	0.40	0.44	营运资本变动	1300	(738)	411	353	346
每股红利	0.16	0.14	0.18	0.20	0.22	其它	(1035)	1167	(9)	(10)	(12)
每股净资产	2.93	3.10	3.29	3.49	3.71	经营活动现金流	4683	2078	3679	3838	4055
ROIC	8.27%	8.14%	10%	12%	14%	资本开支	913	1000	(852)	(602)	(602)
ROE	4.49%	9.07%	11%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	16%	16%	18%	18%	19%	投资活动现金流	921	998	(853)	(603)	(603)
EBIT Margin	10%	9%	11%	11%	12%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	17%	17%	18%	负债净变化	(971)	(1164)	(500)	(500)	(800)
收入增长	1%	0%	1%	4%	3%	支付股利、利息	(810)	(714)	(926)	(1021)	(1120)
净利润增长率	15%	114%	29%	10%	10%	其它融资现金流	(2169)	1031	(200)	(200)	0
资产负债率	44%	41%	38%	36%	34%	融资活动现金流	(5730)	(2725)	(1626)	(1721)	(1920)
股息率	2.8%	2.5%	3.2%	3.6%	3.9%	现金净变动	(125)	351	1200	1514	1533
P/E	42.9	20.0	15.5	14.1	12.8	货币资金的期初余额	1238	1113	1464	1399	1846
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1113	1464	2665	2913	3379
EV/EBITDA	10.8	11.2	9.6	9.0	8.5	企业自由现金流	5494	3200	2951	3333	3511
						权益自由现金流	2188	2988	2126	2534	2652

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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