

驰宏锌锗 (600497.SH)

资源战略显成效，行业景气助腾飞

- **资源战略显成效，行业景气助腾飞。** 公司是国内铅锌行业龙头标杆企业。地处云南，隶属云南冶金集团，区位优势 and 行业地位优势明显。重视国内外资源战略，借助资源分布优势，在行业低迷期提前进行冶炼布局，具有完整产业链。2016 年度非公开发行股票已完成，员工持股彰显管理层对公司未来发展信心。铅锌价格虽行业景气维持在高位运行。公司属典型的资源龙头，充分享受价格上涨弹性。随产量逐步释放，弹性不断扩大，助力公司业绩腾飞。
- **全球布局资源，滇蒙布局冶炼。** 根据公司年报统计，公司控制铅锌资源约 1723 万吨，矿山铅锌处理能力 280 万吨/年，冶炼产能达到 52.2 万吨/年，均居国内首位。通过彝良驰宏、荣达矿业等 8 个主要子公司控制了 17 座国内矿山。通过塞尔温驰宏矿业、驰宏国际矿业有限公司等子公司控制了加拿大、澳大利亚等地国外矿山。公司围绕自身矿山的分布优势和我国铅锌资源的分布特点，在资源最丰富的云南和内蒙布局冶炼，已形成曲靖、会泽和呼伦贝尔等冶炼基地。
- **行业迎景气周期，价格有望持续高位运行。** 受国外矿山关停及中国环保加严影响，供给持续短缺。自 2016 年 7 月我们提出重资产周期以来，沪锌价格涨 54.6%，沪铅价格涨 39.7%。随中国环保督查继续严格执行及资源开采自然生态保护区有序推进，预计 2018 年基本面依旧向好，有望支撑价格持续高位运行。
- **给予“买入”评级。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26/0.44/0.69 元，对应 12 月 12 日最新收盘价 PE 分别为 27.0/15.9/10.1 倍。结合公司优势和价格上涨趋势，叠加员工持股增加信心，给予公司“买入”评级。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,113.57	14,104.40	16,848.05	18,246.00	21,199.25
增长率(%)	-4.15%	-22.13%	19.45%	8.30%	16.19%
EBITDA(百万元)	2,255.07	2,254.82	3,737.26	4,986.59	6,728.08
净利润(百万元)	49.53	-1,652.91	1,310.85	2,234.27	3,517.19
增长率(%)	-69.27%	-3,437.48%	179.31%	70.44%	57.42%
EPS (元/股)	0.030	-0.384	0.257	0.439	0.691
市盈率 (P/E)	371.72	—	27.03	15.86	10.07
市净率 (P/B)	2.57	3.35	2.58	2.57	2.63
EV/EBITDA	15.81	20.47	12.42	9.44	7.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 6.96 元

前次评级 买入

报告日期 2017-12-12

相对市场表现



分析师: 巨国贤 S0260512050006



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

相关研究:

广发报告—中报点评: 驰宏 2017-08-22

锌锗: 铅锌价格高位运行, 行业龙头业绩大增

广发报告-年报点评-驰宏锌锗 2017-04-25

(600497.SH): 2016 年度计提大额减值, 2017 年一季度业绩大增

广发有色新材料: 驰宏锌锗 2016-11-16

(600497.SH): 量价齐

升, 助力业绩持续大幅增长

联系人: 娄永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

目录索引

一、资源优势叠加全产业链布局巩固行业龙头地位.....	4
二、坐拥优质矿山资源，成本优势显著.....	5
2.1 金属储量多、品位高、成本优势明显.....	5
2.2 储量支撑冶炼规模，市场份额或将扩大.....	9
三、完成非公开发行股票，优化产业结构，减轻财务负担.....	9
五、行业迎景气周期，价格有望持续高位运行.....	11
5.1 锌供给：缺口持续，精矿和锌锭产量或持平.....	11
5.2 锌消费：稳中趋缓，稳步上升.....	13
5.2.1 中国成锌消费主力军，带动全球锌消费稳步上升.....	13
5.2.2 终端消费：汽车、家电多点开花.....	14
5.3 锌价或将维持高位运行.....	16
5.4 铅供给：供应处于紧平衡状态.....	18
5.5 铅消费：趋于平缓，终端消费继续增长.....	20
六、投资建议与投资评级.....	22
七、风险提示.....	23

图表索引

图 1: 2017 年云南驰宏锌锗股份有限公司股权结构	5
图 2: 截止 2016 年公司铅产品毛利率	8
图 3: 2014 年-2016 年铅锌采选产量	8
图 4: 2014 年-2016 年铅锌冶炼产量	8
图 6: 全球中国锌精矿月度产量 (万吨)	11
图 7: 中国锌精矿进口量 (吨)	12
图 8: 中国精锌月度产量 (万吨)	13
图 9: 锌精矿加工费	13
图 10: 世界主要国家精炼锌消费量表 (单位: 千吨)	14
图 11: 2016 年中国锌行业终端消费结构	14
图 12: PPP 项目投资额及落地率	15
图 13: 国内汽车月度产量	15
图 14: 国内家电产量情况	16
图 15: LME 锌库存价格	16
图 16: SHFE 锌库存价格	17
图 17: 中国库存消费比	18
图 18: 锌现货升贴水 (元/吨)	18
图 19: 中国铅精矿月度产量 (万吨)	19
图 20: 中国精炼铅月度产量 (万吨)	20
图 21: 国内和进口铅精矿的加工费	20
图 22: 中国精炼铅月度消费量 (单位: 千吨)	21
图 23: 电动自行车月度产量 (万辆)	21
图 24: 2011 年以来我国汽车月度产量 (万辆)	22
表 1: 公司主要矿山金属量及品位	6
表 2: 截止 2016 年公司国内保有资源储量总计 (万吨)	7
表 3: 截止 2016 年公司毛利率情况	7
表 4: 截止 2017 年上半年公司产量情况	9
表 5: 截止 2017 年上半年公司销量情况	9
表 6: 公司具备生产条件冶炼厂产能情况	10
表 7: 2016 年公司产能情况	10
表 8: 2016-2018 年中国新增矿山产能产量	12
表 9: 2017 年初以来锌价及库存情况	17
表 10: 2017 年初以来锌平均价格库存同比变化	17
表 11: 全球铅供需平衡 (万吨)	19
表 12: 中国铅供需平衡 (万吨)	19
表 13: 公司未来采选冶炼产能预测表	23

公司是国内铅锌行业龙头标杆企业。地处云南，隶属云南冶金集团，区位优势和行业地位优势明显。重视国内外资源战略，借助资源分布优势，在行业低迷期提前进行冶炼布局，具有完整产业链。公司12月1日公告，2016年度非公开发行股票已完成，员工持股彰显管理层对公司未来发展信心。目前，铅锌价格随行业景气有望持续在高位运行。公司属典型的资源龙头，充分享受价格上涨弹性。随产量逐步释放，弹性不断扩大，助力公司业绩腾飞。

一、资源战略和区位优势巩固行业龙头地位

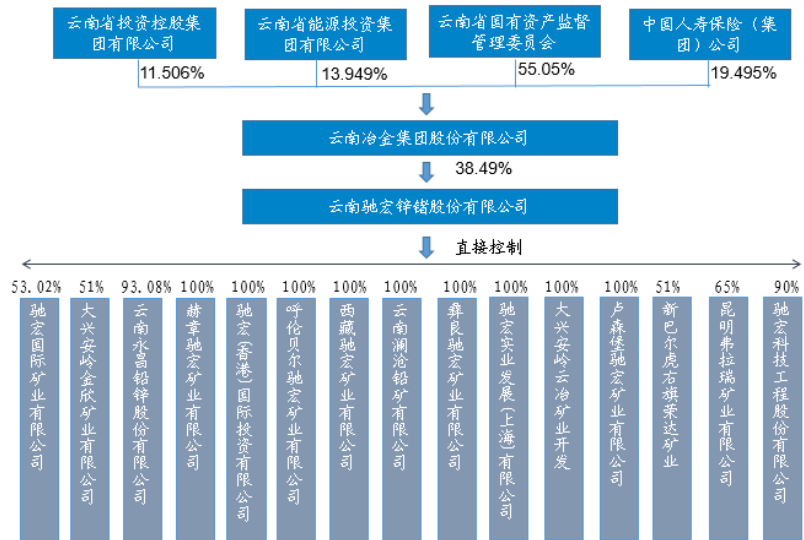
云南驰宏锌锗股份有限公司集地质勘探、采矿、选矿、冶金、化工、深加工、贸易和科研为一体，是一家具备完整产业链的国有控股公司，是中国百家最大的有色金属冶炼企业之一，是我国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业，综合竞争力名列国内同行业前茅。

自2004年上市以来，公司通过多次并购获得较大的资源储量，总资源量达千万吨级，矿山分布于国内云南会泽、云南彝良、内蒙古、黑龙江等矿产丰富的地区，并向国外延伸至加拿大、玻利维亚等地，形成强大的资源优势，为国际铅锌行业巨头。自产产品涵盖锌产品、铅产品、以及铅锌冶炼过程中伴生回收的银锭、锗、硫酸等副产品。有色金属贸易商品包括铅锌产品及电解铜等，原料自给率高。公司扩张资源储量的同时也逐渐增加冶炼产能的投入，形成完善的产业链。

公司以技术推动发展，作为“国家知识产权示范企业”，驰宏锌锗在专利技术的研发和应用方面起到示范作用，并进一步加强知识产权建设和专利技术的应用及推广。截至2016年公司拥有专利148件，2016年内公司组织申请专利61件，其中发明专利 22 件，实用新型39件，实现授权50件。

驰宏锌锗控股股东为云南冶金集团股份有限公司，持有公司38.49%的股份。实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会（云南省国资委），负责全省企业国有资产和市政府委托管理的事业单位国有资产的监督管理工作，维护国有资产权益，云南省国资委持有云南冶金集团股份有限公司55.05%的股份。

图1：2017年云南驰宏锌锗股份有限公司股权结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

二、坐拥优质矿山资源，成本优势显著

作为国内自给率最高、冶炼规模最大和产业链最完整的大型铅锌企业之一，驰宏锌锗拥有国内外丰富的矿山资源，其中尤其会泽铅锌矿、彝良铅锌矿等高品位矿山，为公司带来较强的成本优势。

2.1 金属储量多、品位高、成本优势明显

驰宏锌锗通过荣达矿业、彝良驰宏等8个国内子公司控制了17座矿山，截至2016年底，公司在云南、内蒙古、黑龙江、四川等国内省市地区拥有探矿权72个，采矿权43个，已有采矿权核定生产规模合计383万吨/年，且公司矿山多分布于云南、内蒙古等锌矿储量丰富的地区，资源丰富，品位较高，会泽铅锌矿、彝良铅锌矿等高品位矿山降低了公司的生产成本，使公司具备强大的成本优势。公司还通过塞尔温驰宏矿业、驰宏国际矿业有限公司等子公司控制了加拿大、澳大利亚等国外矿山。其中，在玻利维亚片区拥有矿业特许权35个，加拿大塞尔温矿山拥有1604个矿物权和采矿租赁权。尽管目前国外的矿山还处于开发前期阶段，仍可作为优质的资源储备为铅锌矿的进一步开发打下基础。

截止2016年12月31日，驰宏锌锗国内经国土部门评审备案的保有资源储量(122+111b+121b+122b+331+332+333)铅金属量：169.72万吨，锌金属量：254.07万吨，银金属量：3241.69吨，铜金属量11.85万吨，钼金属量246.68万吨。

公司全资子公司塞尔温驰宏矿业有限公司资源储量情况：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%，铅锌金属储量分别为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1392万吨；控制级+推断级铅锌金属量合计2690万吨（以上数据为2012年9月根据NI43-101矿产资源标准计算的资源量），目前该项目尚处于开发阶段。

目前驰宏锌锗控制的矿山主要分布于云南、内蒙以及国外的加拿大等地，公司控制的矿山资源丰富、分布广泛，在拥有探矿权的矿山中，会泽铅锌矿的铅锌金属量达到300多万吨，昭通铅锌矿、新巴尔虎右旗荣达矿业铅锌银矿也储量同样十分丰富。

表1: 公司主要矿山金属量及品位

矿山	产品	金属量	品位 (%)
会泽铅锌矿	锌 (万吨)	314.77	26.30%
	铅 (万吨)		
	银 (吨)	892	74.5g/t
	锗 (吨)	400	33.4g/t
茅坪铅锌矿	锌 (万吨)	80.66	17.78%
	铅 (万吨)	34.42	7.59%
	伴生银 (吨)	346.35	76.37g/t
	硫 (万吨)	141.6	31.22%
荣达矿业 (甲乌拉矿区) 铅锌银 (吨) 矿	锌 (万吨)	59.36	4.85%
	铅 (万吨)	50.45	4.12%
	共生银 (吨)	1185.8	171g/t
	镉 (吨)	4161	0.03%
	铜 (万吨)	2.89	0.24%
	伴生银 (吨)	231.84	44g/t
	硫 (万吨)	155.57	12.71%
甲乌拉外围铅锌矿	锌 (万吨)	11.59	3.78%
	铅 (万吨)	5.95	1.94%
	镉 (吨)	1135	0.04%
	铟 (吨)	92.02	0.00%
	银 (吨)	236.12	77g/t
	铜 (吨)	6389	0.24%
查干布拉根矿区铅锌银 (吨) 矿	锌 (万吨)	18.99	3.46%
	铅 (万吨)	18.64	3.40%
	共生银 (吨)	734.53	133.82g/t
	伴生银 (吨)	112.92	20.57g/t
	铜 (吨)	7271	0.13%
	金 (吨)	1.541	0.281g/t
	镉 (吨)	658.85	0.01%
鑫源工贸矿业有限公司放羊山铅锌矿	硫 (万吨)	27.39	4.99%
	锌 (万吨)	2067	1.21%
南永昌铅锌股份有限公司勐糯铅锌矿	铅 (万吨)	4492	2.62%
	锌 (万吨)	39.14	7.24%
	铅 (万吨)	15.83	2.93%

永德有色金属有限责任公司小送归 铅锌矿	锌 (万吨)	1086	0.91%
	铅 (万吨)	2173	1.82%
永昌铅锌股份有限公司龙陵县杨梅 田铜矿	铅 (万吨)	1419	4.11%
	银 (吨)	3.048	28g/t
澜沧县老厂银 (吨) 铅锌多金属矿	银 (吨)	880.42	156.68g/t
	锌 (万吨)	18.78	3.34%
	铅 (万吨)	25.72	4.58%
	铜 (吨)	10271	0.18%
	硫 (万吨)	62.87	11.19%
	钼 (吨)	335	23.78g/t
思茅区萝卜山铅锌矿	硫 (万吨)	274.81	19.51%
	锌 (万吨)	9.22	7.18%
	铅 (万吨)	1.46	1.14%
新林区云岭矿业开发有限公司铅锌 铜矿	镉 (吨)	265	0.02%
	锌 (万吨)	14.92	2.06%
	铅 (万吨)	5.19	0.72%
	铜 (吨)	3629	0.05%
	钼 (吨)	83.05	11.47g/t

数据来源: 公司公告、公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 截止 2016 年公司国内保有资源储量总计 (万吨)

铅金属量	锌金属量	银金属量	铜金属量	钼金属量
169.72	254.07	0.3241	11.85	246.68

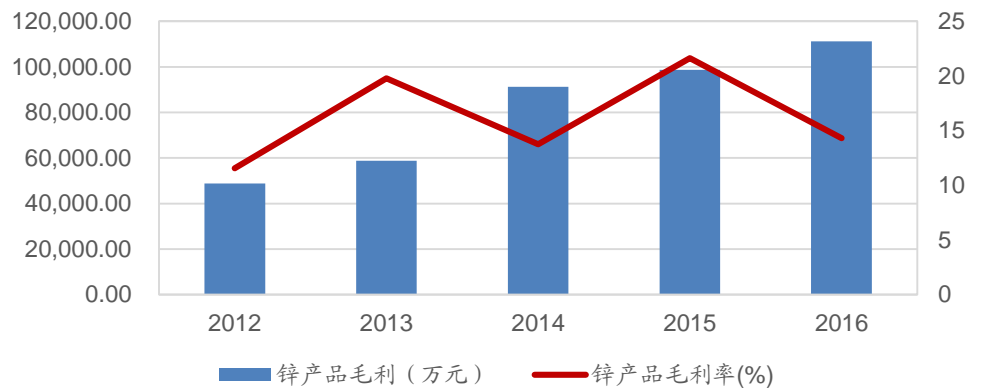
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 3: 截止 2016 年公司毛利率情况

毛利率(%)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
锌产品	19.78	13.75	21.61	14.32
铅产品	5.16	16.67	38.80	40.97
铅精矿	50.59	37.74	43.10	43.37
银产品	31.96	70.91	54.05	57.16
硫精矿	90.01	85.11	84.69	76.64

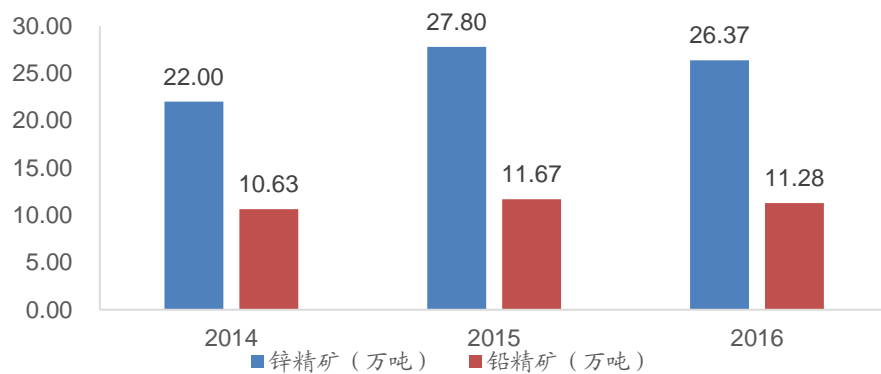
数据来源: 公司年报、公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 截止2016年公司铅产品毛利率



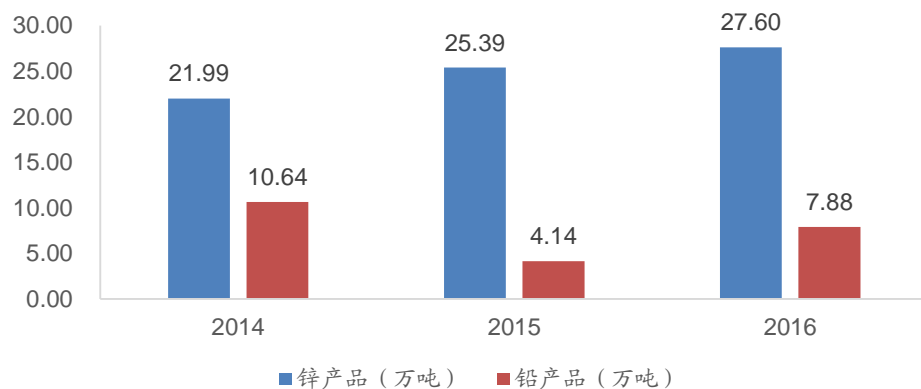
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 2014年-2016年铅锌采选产量



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 2014年-2016年铅锌冶炼产量



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

截至2016年, 公司具有年采选矿石280万吨、银150吨、金70千克、锗产品含

锗20吨、镉、铋、锑等稀贵金属400余吨的综合生产能力。

2.2 储量支撑冶炼规模，市场份额或将继续扩大

驰宏锌锗丰富的资源储备支撑了其巨大的产量，其产量位居行业前列，占据较大的市场份额。根据公司2016年年报，2016年我国产铅精矿产量（铅金属含量）222.70万吨，公司生产11.28万吨，占比5.1%；2016年我国产锌精矿产量（锌金属含量）440万吨，公司生产26.37万吨，占比6%。根据2017年上半年数据和公司经营状况，预计未来公司产量仍将稳定上升。

表4：截止2017年上半年公司产量情况

产量	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年H1
锌锭(万吨)	9.03	18.32	22.34	24.23	16.17
锌合金(万吨)	3.52	3.67	3.05	3.37	2.37
铅锭(万吨)	6.986	10.64	4.14	7.88	4.27
银产品(吨)	73.606	80.682	42.05	76.23	37.75
硫酸(万吨)	32.82	49.73	54.03	53.33	28.77

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表5：截止2017年上半年公司销量情况

销量	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年H1
锌锭(万吨)	9.03	14.87	21.36	23.73	16.24
锌合金(万吨)	3.43	4.01	3.13	3.36	2.46
铅锭(万吨)	7.091	10.32	3.91	7.73	4.23
银锭(吨)	67.80	70.72	44.09	71.08	29.42
硫酸(万吨)	28.33	32.07	47.15	47.26	26.02

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

三、非公开发行完成，优化产业结构，减轻财务负担

公司依托资源优势，提前战略布局，合理配置冶炼产能的同时，依照国家政策积极淘汰落后低效产能，整体进行升级改造，不断提升冶炼效率，降低冶炼环节成本，提高综合竞争力。根据公司公告，2016年度非公开发行股票已经完成，募集资金净额37.96亿元。3.01亿元用于160kt/a废旧铅酸电池无害化综合回收项目，4.28亿元用于铅锌银矿深部资源接替技改工程项目。这两个募项目可进一步优化公司产业链结构，提高盈利能力。30.66亿元用于偿还银行贷款，可有效环节财务压力，改善公司财务结构。

公司具有采选矿产能280万吨，铅锌精炼产能52.2万吨；考虑2016年新投产的呼伦贝尔冶炼项目及云南永昌技改项目，公司的冶炼产能将大致覆盖公司的采矿和

选矿产能。截至2016年末，公司锌原料自给率达 84.07%，铅原料自给率100%。公司具备生产能力的冶炼厂共6座，2016年关停产能较低的云南澜沧铅矿有限公司（2万吨/年电锌、1万吨/年电铅）和大兴安岭云冶矿业开发有限公司（2万吨/年电锌加压浸出工程）后，还剩4座产能较高的冶炼厂；其中云南永昌铅锌股份有限公司拟进行5万吨/年锌加压浸出节能环保技术升级改造，2015年会泽16万吨铅锌冶炼项目达产达标，2016年呼伦贝尔14万吨锌/年、6万吨铅/年冶炼项目正式投产，大幅提高公司冶炼产能。

2016年公司冶炼铅锌产品实际完成35.48万吨，其中：锌锭24.23万吨、锌合金3.37万吨、铅锭7.88万吨，银锭76.23吨，黄金0千克；硫酸53.33万吨。销售量（自产）实际完成情况：锌锭23.73万吨、锌合金3.36万吨；铅锭7.73万吨；硫酸47.26万吨；银锭71.08吨，扣除呼伦贝尔试生产产品产量，公司自产产品基本实现产销平衡。

表 6：公司具备生产条件冶炼厂产能情况

冶炼厂	主要经营地	产能	备注
公司会泽冶炼分公司	云南会泽	6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用工程	-
云南驰宏资源综合利用有限公司	云南曲靖	10 万吨/年电锌、10 万吨/年电铅，6 万吨/年粗铅	-
呼伦贝尔驰宏矿业有限公司	呼伦贝尔	6 万吨/年电铅、14 万吨/年电锌	-
云南永昌铅锌股份有限公司	云南龙陵	2.2 万吨/年电锌（拟进行5 万吨/年锌加压浸出节能环保技术升级改造）	技改项目目前已获得龙陵县工业商务和科技信息化局的投资项目备案证

数据来源：公司公告、公司年报、广发证券发展研究中心

表 7：2016 年公司产能情况

	采矿	选矿	铅锌精炼	冶炼：银 (吨)	冶炼：金 (千克)	冶炼：锗 产品含锗 (吨)	冶炼： 镉、铋、 锑等 (吨)	会泽铅锌 冶炼
年产能 (万吨)	280	280	52.2	150	70	30	400	20

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司募资进行铅锌银矿深部资源接替技改工程项目，以及160kt/a废旧铅酸电池无害化综合回收项目。子公司荣达矿业甲乌拉铅锌银矿深部资源接替技改工程项目对现有矿山进行改建，解决“无序开采、采富弃贫”等资源未得到充分利用的问题，解决生产区缺少统一规划而出现的安全隐患，改善落后的生产工艺和装备，将产能从70万吨/年提升至100万吨/年。160kt/a废旧铅酸电池无害化综合回收项目的目的是为了改进生产中存在的一些环保和能耗问题，发展循环经济，以现有的艾萨熔炼为基础进行改造，无害化综合回收废旧铅酸电池。利用云南资源区位优势，拓

展延伸铅产业链发展，实现低碳环保循环发展。

五、行业迎景气周期，价格有望持续高位运行

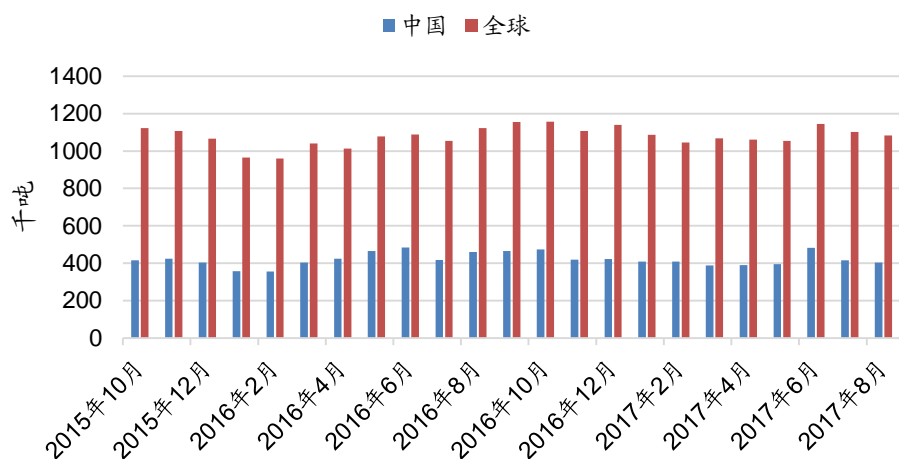
行业迎景气周期，价格有望持续高位运行。受国外矿山关停及中国环保加严影响，供给持续短缺，行业逐步进入景气周期。自2016年7月我们提出重资产周期以来，沪锌价格涨54.6%，沪铅价格涨39.7%。国外矿山产能温和恢复，国内供给受制约因素较多，下游消费稳中有升。预计2018年基本面依旧向好，有望支撑价格持续高位运行。

5.1 锌供给：缺口持续，精矿和锌锭产量或持平

预计2018年全球精锌库存将跌至历史最低水平，存在锌价继续大幅上升的可能性。总体来看，2018年精矿供应短缺程度会缓和，精锌库存会持续下降。国外矿山产能恢复性增长为主。国内精矿产量或将持续不及预期。环保无疑会持续趋严，中小矿山受环保影响，部分永久关停，可恢复产能有限。在产矿山资源禀赋逐年下降，特别是高价位下，矿山为可持续发展考虑，选择主动开采低品位资源。安全环保督查轮番进行，限制部分地区开工。加工费低迷导致精矿进口量有限。

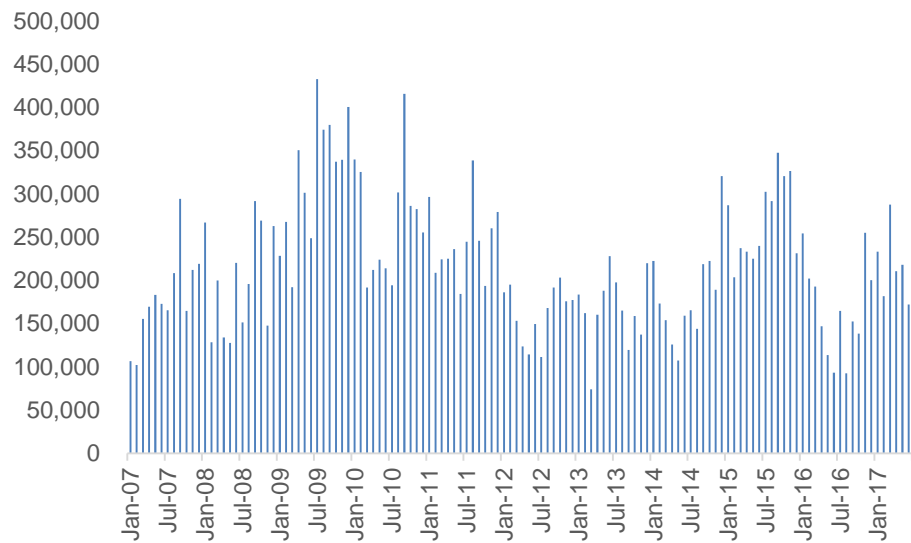
国际铅锌研究小组（ILZSG）数据显示2017年1-8月中国精矿含锌累计产量为329.1万吨，同比下降9.24%。9月全球锌市供应缺口扩大至3.98万吨，8月修正后为短缺3.87万吨。1-9月，全球锌市供应短缺34.8万吨，去年同期短缺21.9万吨。国内环保持续趋严，中小矿山复产成本及难度加大，精矿进口量同比下降，新矿山投放不及预期，多重压力导致年初以来精矿供给下滑。

图5：全球中国精矿月度产量（万吨）



数据来源：ILZSG、广发证券发展研究中心

图6: 中国锌精矿进口量 (吨)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表8: 2016-2018年中国新增矿山产能产量

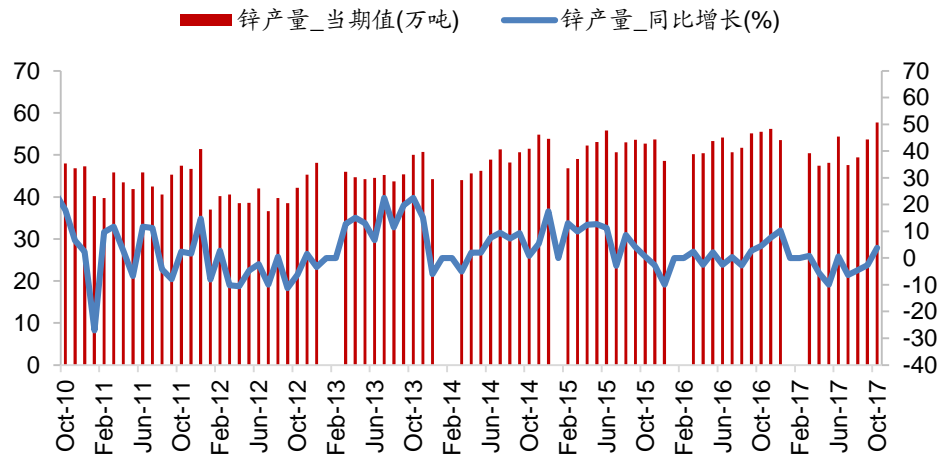
省份	矿山名称	产能	2016 增量	2017 增量	2018 增量
内蒙古	国森二道河铅锌矿	17	5	5	3
	银漫矿业	3	0	1	2
	诚诚矿业	3	0	1	2
	高尔奇铅锌矿	2	0	0	2
	盛达金都矿业	1.2	0	0.5	0.7
	国金八岔沟铅锌矿	1	0	0	1
	盛达光大矿业	1	0	0.5	0.5
	阿尔哈达铅锌矿	1	0.5	0.5	0
	比亚谷铅锌矿	0.9	0	0.8	0.1
	荣邦矿业油房西铅锌矿	0.5	0	0	0.3
	敖包吐银铅锌多金属矿	0.9	0	0.2	0.7
四川	四川会东大梁矿业	7	3	4	0
甘肃	甘肃郭家沟铅锌矿	10	0	0	1
湖南	湖南李梅铅锌矿	3	0	0	2
黑龙江	伊春翠宏山铁多金属矿	12	0	0	6
青海	格尔木庆华矿业	3	0	1	2
	鸿鑫矿业牛苦头铅锌矿	3	0	1	2
合计		69.5	8.5	15.5	25.3

数据来源: 安泰科、广发证券发展研究中心

2016年, 由于全球原料供应紧张导致精锌产量下降, 需求增速继续维持, 全球精锌市场短缺明显。由于原料供应恢复是一个缓慢过程, 而锌冶炼新增产能扩张有

限，预计未来两年，这种短缺在精锌端将继续维持。

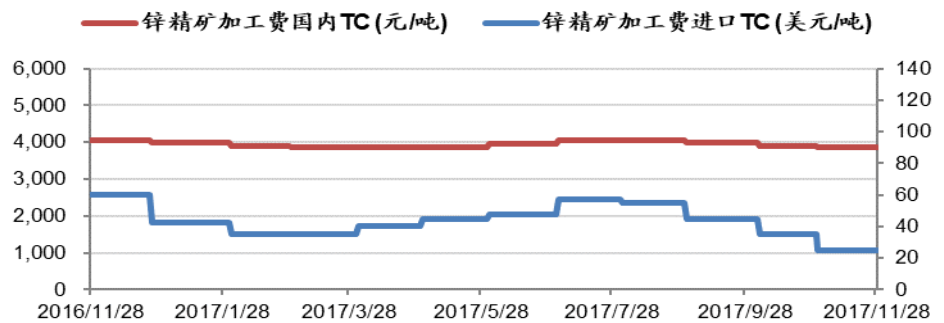
图7：中国精锌月度产量（万吨）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

锌精矿加工费低位徘徊，冶炼环节微利甚至亏损，影响企业开工率，直接影响精锌产量。根据百川资讯提供的价格，2017年11月国产锌精矿加工费为3850元/吨，去年同期为4300元/吨；进口锌精矿加工费为25美元/吨，去年同期为80美元/吨。

图8：锌精矿加工费



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

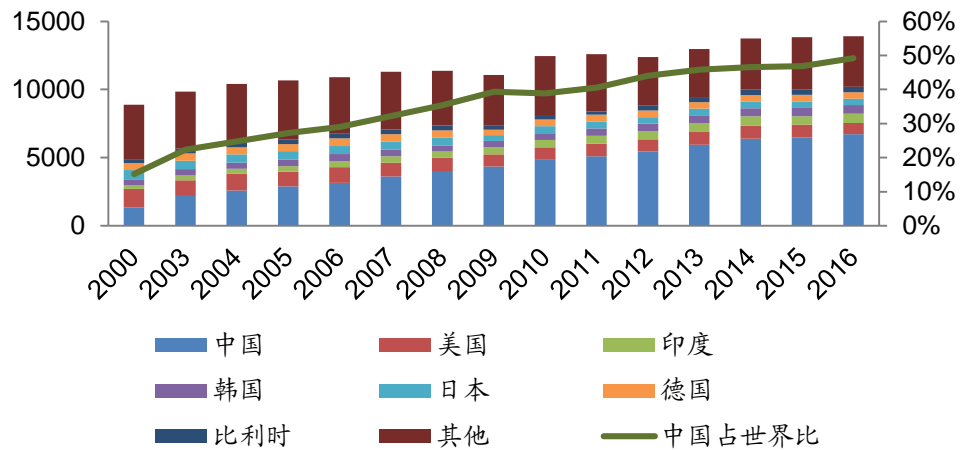
锌冶炼遇增产瓶颈：原料低品位，对冶炼系统适应性要求提高，事故性检修频繁国产矿及进口矿加工费达到2017年以来低位，锌价上涨过程中，冶炼厂实际利润改善有限；浸出渣强制处理，入炉品位降低，实际产出金属量下降；镉、汞等各类重金属处理要求提高，成本增加；原生锌冶炼技术没有太多突破，投资成本高，而国外矿资源集中度较高，大型矿商控制资源，国内长期的原料供应缺口，使得冶炼厂处于弱势，竞价成本越来越高。

5.2 锌消费：稳中趋缓，稳步上升

5.2.1 中国成锌消费主力军，带动全球锌消费稳步上升

2016年全球锌消费较2015年小幅增长，主要是受到中国锌需求好转带动；2016年中国锌消费好于市场预期，主要是受到汽车、房地产及基建行业的拉动，全年增幅在4%以上。中国锌消费量快速增长，已成为拉动全球锌消费的主力军。

图9：世界主要国家精炼锌消费量表（单位：千吨）



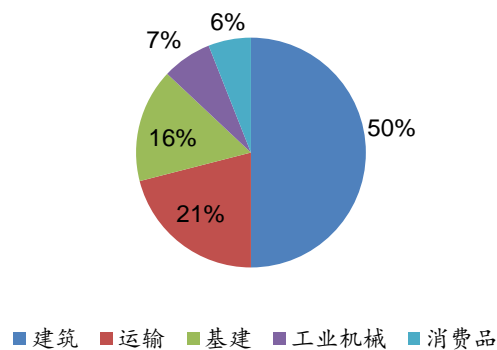
数据来源：中国有色金属工业年鉴、ILZSG、广发证券发展研究中心

在政策和产业发展带动下，2017年锌市需求将稳步提升。

5.2.2 终端消费：汽车、家电多点开花

锌的终端消费主要应用于建筑业、交通运输业、家电工业、汽车工业等。

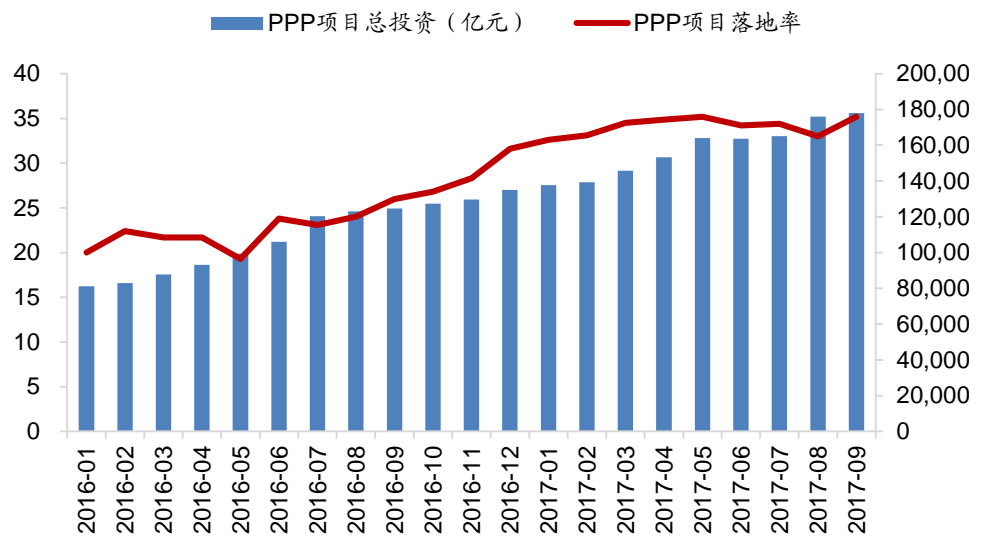
图10：2016年中国锌行业终端消费结构



数据来源：安泰科、广发证券发展研究中心

基建作为国家稳增长的重要手段，一直以来都是国家重点发展的对象，也是锌需求的重要方向，2017年预计在政策带动下，基建领域将有较大幅度的增长，基建领域的锌需求大有可为。

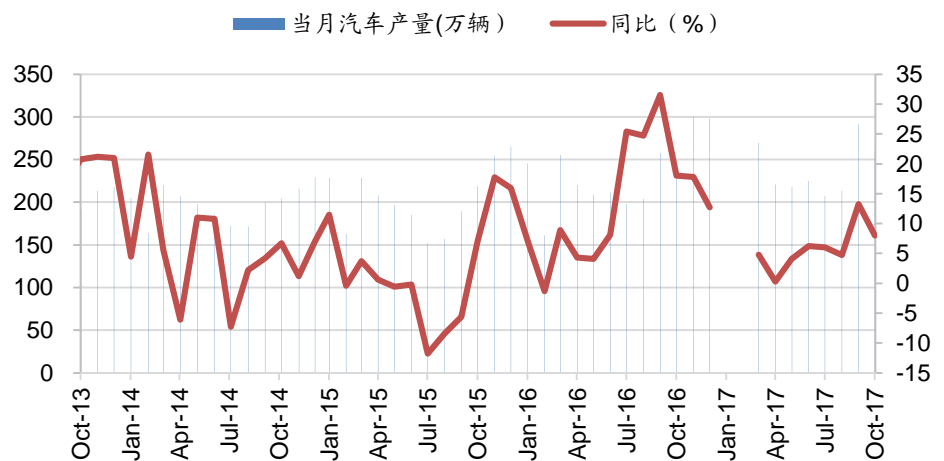
图11: PPP项目投资额及落地率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

随着国家经济水平发展和技术水平提高,我国汽车行业20世纪以来进入一个高速发展的阶段,这带来了对锌的大量需求。根据国家统计局数据,2017年10月份汽车产量为260.1万辆,同比增长7.97%。

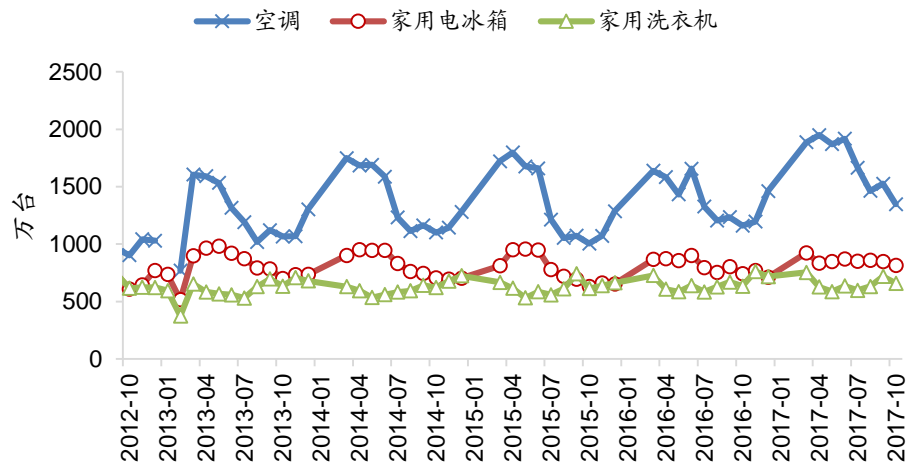
图12: 国内汽车月度产量



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

根据国家统计局数据,2017年1-10月家用电冰箱产量累计为6847.2万台,同比增长3.84%。2017年1-10月空调产量累计为13626.7万台,同比增长21.23%。2017年1-10月家用洗衣机产量累计为5208.91万台,同比增长2.64%。

图13: 国内家电产量情况

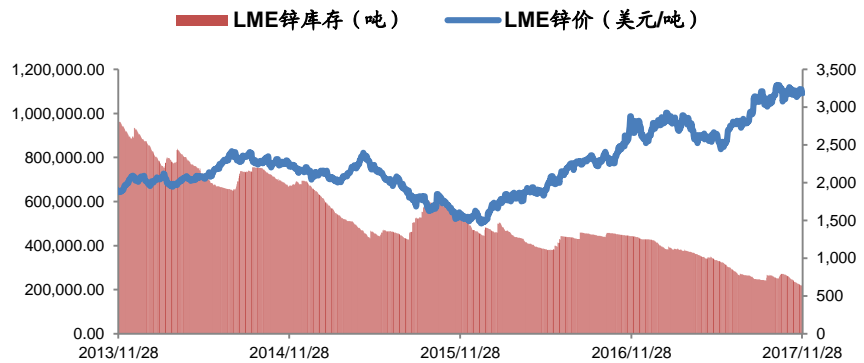


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

5.3 锌价或将维持高位运行

短缺局势支撑锌价，锌价有望维持高位运行。终端消费趋稳，导致锌库存持续下降，近期LME锌库存一度降至十年新低，现货升贴水处于高位。全球和中国库存消费比均接近历史低位，如果该比例持续降低，则锌价或将维持高位运行甚至上涨。

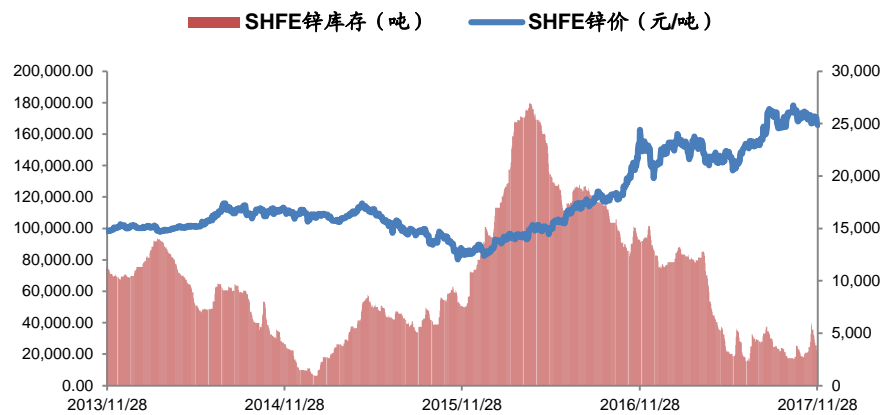
图14: LME锌库存价格



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2017年初到现在，LME锌和SHFE锌的涨幅分别为24.07%和18.17%，均价LME和SHFE锌均价分别同比上涨39.83%和45.07%。

图15: SHFE锌库存价格



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

近期LME和SHFE锌库存一度降至十年新低, 目前LME锌库存仍旧处于下滑通道, 年初以来下降49.14%, SHFE锌库存降幅达74.81%, 平均LME和SHFE锌库存分别同比下降28.22%和64.63%。

表9: 2017年初以来锌价及库存情况

	LME 锌价格 (美元/吨)	LME 锌库 存 (吨)	SHFE 锌价 格 (元/吨)	SHFE 锌库 存 (吨)
2017/11/28	3160	217625	24870	20812
2017/1/3	2547	427850	21045	82610
年初以来涨跌幅	24.07%	-49.14%	18.17%	-74.81%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

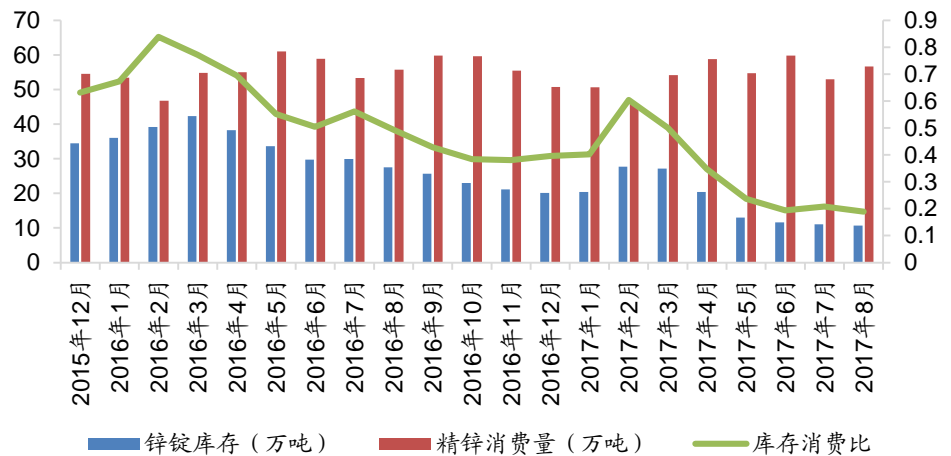
表10: 2017年初以来锌平均价格库存同比变化

	LME 锌价格 (美元/吨)	LME 锌库 存 (吨)	SHFE 锌价 格 (元/吨)	SHFE 锌库 存 (吨)
2017 1.3-11.28	2861	315163	23477	44099
2016 1.3-11.28	2046	439038	16183	124690
同比变化	39.83%	-28.22%	45.07%	-64.63%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

库存持续下降而消费趋稳, 目前全球库存消费比处于历史新低, 中国锌库存消费比接近历史低位且有持续下降的趋势, 如果该比例持续降低, 则锌价或将维持高位运行甚至上涨。

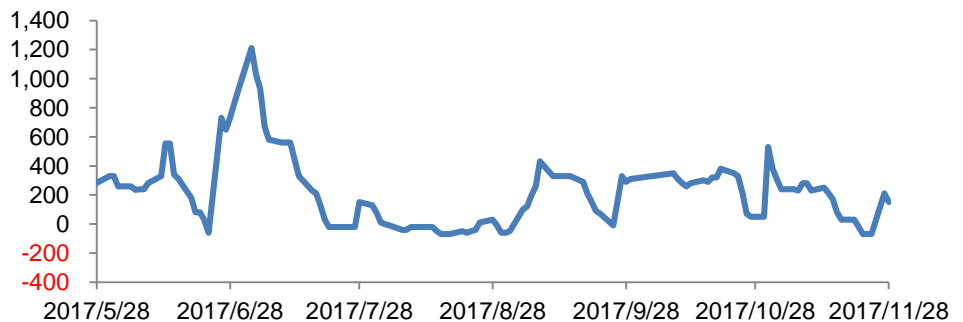
图16: 中国库存消费比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

截止11月28日, 2017年以来现货升贴水平均为141.9元/吨, 去年同期为-40.25元/吨, 现货升贴水曾一度达到1200元/吨, 创近四年以来新高, 目前虽有所回落, 但仍处于历史较高位。现货升水加大, 表明短期内供应紧张。

图17: 锌现货升贴水 (元/吨)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

5.4 铅供给: 供应处于紧平衡状态

全球铅精矿产量下降, 全国环保趋紧, 再生铅行业受影响, 以上三个主要因素使得2017年国内铅供给可能持平或减少。短期内, 中国铅供给紧缩, 拉动铅价上涨; 长期看, 中国铅行业经过环保整治, 产业结构调整, 生产规范化, 未来盈利向好。

跟据安泰科, 截至8月, 2017年全球铅精矿产量为290.5万吨, 同比下降3.6% (10.7万吨)。根据同期原生铅产量进行测算铅精矿需求量为324.3万吨, 供应短缺33.8万吨。截至8月, 2017年全球精铅产量为765.9万吨, 同比增长2.5%。其中原生产量为308.1万吨, 同比下降3.6%占比为40.2%, 这一比重为历年来新低。

表11: 全球铅供需平衡 (万吨)

单位: 万吨	年份	2014	2015	2016	2017.01-08
铅精矿 (金属量)	产量	534	495.3	459.1	290.5
	需求量	500.3	479.9	489.3	324.3
	平衡	33.7	15.4	-30.2	-33.8
精铅	产量	1099.5	1083.6	1109.3	765.9
	需求量	1120	1085.1	1119.3	770.1
	平衡	-20.5	-1.5	-10	-4.2

数据来源: 安泰科、广发证券发展研究中心

国内铅矿受环保政策和安全生产等因素的影响, 产量持续处于萎缩状态。根据安泰科, 截至9月, 2017年我国铅精矿产量152.3万吨, 同比下降5.3%。据安泰科测算, 截至9月, 2017年国内精铅消费量为375.0万吨, 供应过剩7.0万吨。如果剔除未流入市场的部分进口铅锭, 国内铅市场供应处于紧平衡状态。

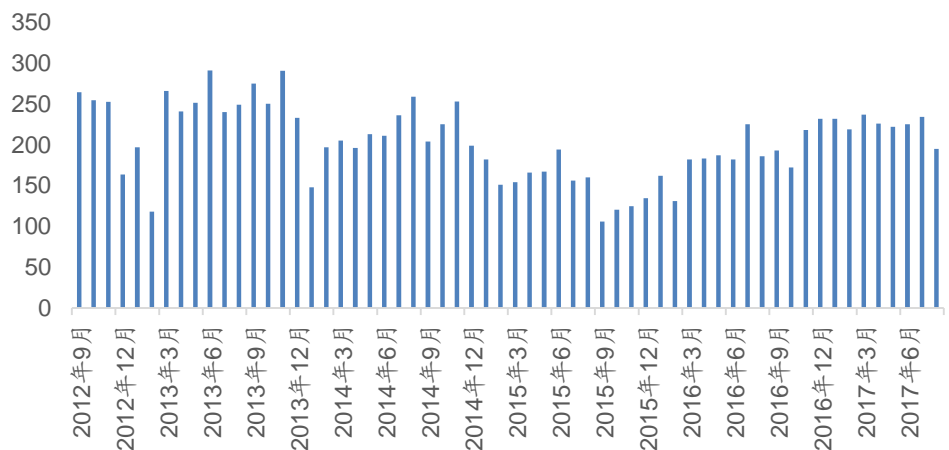
表12: 中国铅供需平衡 (万吨)

单位: 万吨	年份	2014	2015	2016	2017.01-09
铅精矿 (金属量)	产量	271.2	233.5	223	152.3
	净进口	90.6	94.9	70.5	49.3
	需求量	330.5	321	310.5	241.4
	平衡	31.3	7.4	-17	-39.8
精铅	产量	474	470	465	376
	净进口	-3.3	-6	-1.1	6
	需求量	496	470.2	475	375
	平衡	-25.3	-6.2	-11.1	7

数据来源: 安泰科、广发证券发展研究中心

根据《有色金属信息》最新统计并经安泰科修正, 截至9月, 2017年我国铅精矿产量152.3万吨, 同比下降5.3%。

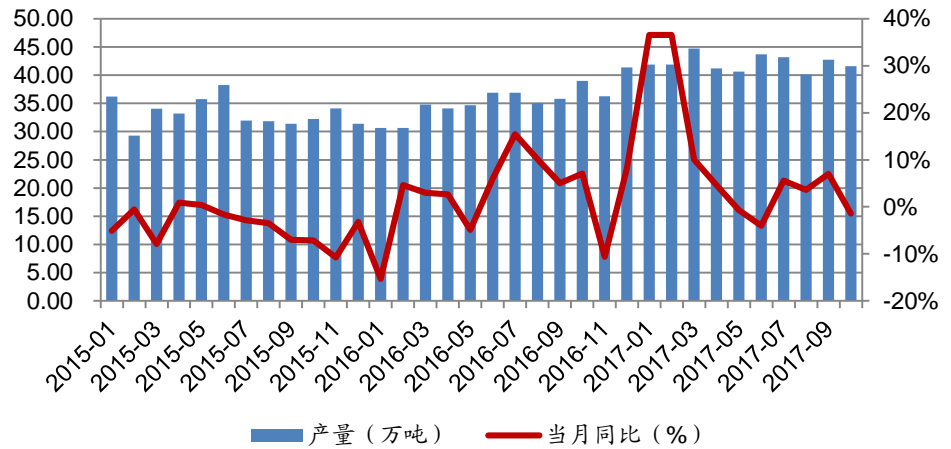
图18: 中国铅精矿月度产量 (万吨)



数据来源: ILZSG、广发证券发展研究中心

根据国家统计局统计，2017年1-10月，我国精铅产量为417.6万吨，同比增长4.7%。

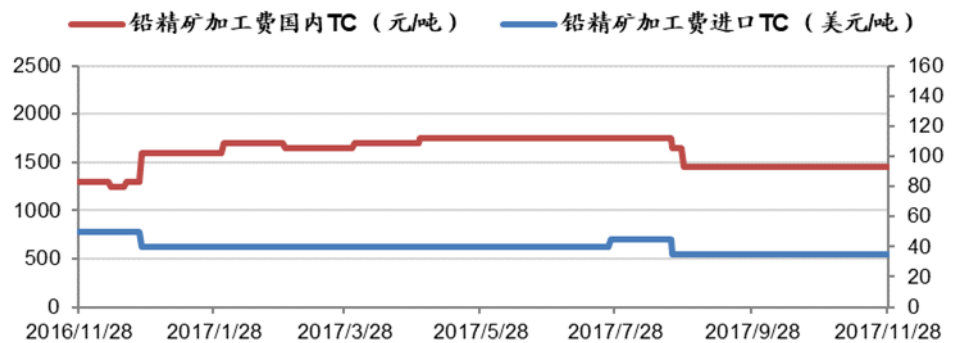
图19: 中国精炼铅月度产量(万吨)



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

目前冶炼厂仍处于原料冬储阶段，且矿山惜售使铅精矿紧张程度继续升级，加工费已经降至2017年以来低位。

图20: 国内和进口铅精矿的加工费

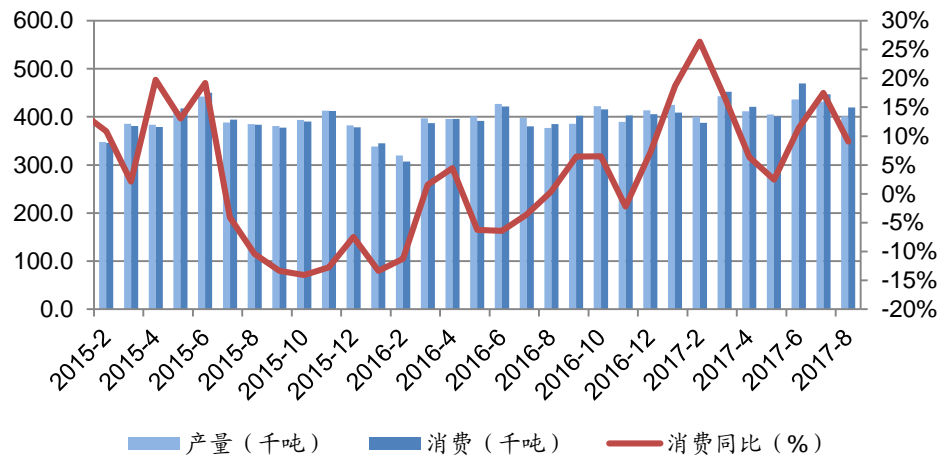


数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

5.5 铅消费：趋于平缓，终端消费继续增长

2017年国内铅消费趋于平缓，终端消费继续保持增长态势。铅主要用于制造铅蓄电池，铅管铅板、电缆护套、铅合金、铅弹等。其中，铅蓄电池的铅用量占到了总量的80%，是铅的主要消费端。

图21: 中国精炼铅月度消费量 (单位: 千吨)



数据来源: ILZSG、广发证券发展研究中心

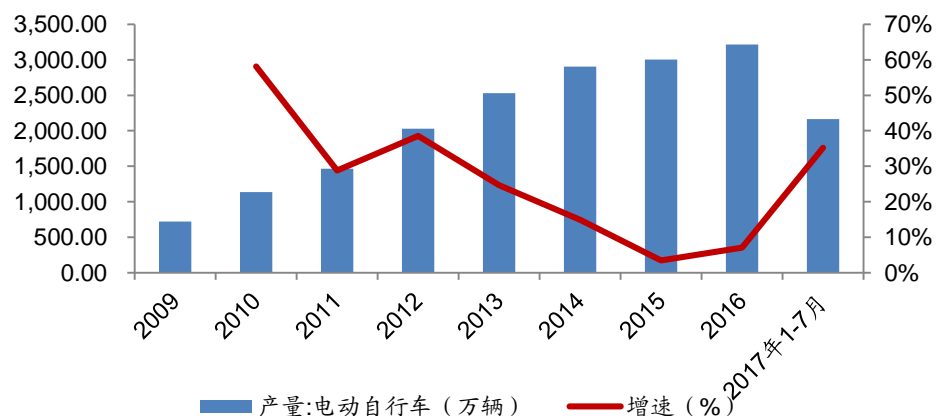
从最终的消费领域来看, 铅蓄电池可以分成动力型电池、启动型电池、固定型电池和储能型电池。动力电池占铅蓄电池消费的39.8%, 是我国最主要的铅蓄电池消费形式; 其次是启动型电池, 主要应用于汽车和摩托车, 占消费的比例为24.5%; 紧接着是固定型电池, 主要应用于通讯行业和UPS, 消费占比为10.1%; 储能电池主要应用于太阳能及风力发电设备以及可再生能源储能用蓄电池, 消费占比为2.4%。

动力型铅蓄电池主要应用于电动自行车和电动三轮车上, 两者以电动自行车为主, 占铅蓄电池总消费量的31.5%。2017年1-7月, 电动自行车产量为2163万辆, 同比增速达到了35.19%。

启动型铅蓄电池主要应用于汽车及摩托车的启动电池。其中汽车启动电池的消费比重占铅蓄电池消费的21.2%, 摩托车占3.3%。2017年1-10月, 汽车产量为2349.4万辆, 同比增速12.48%。

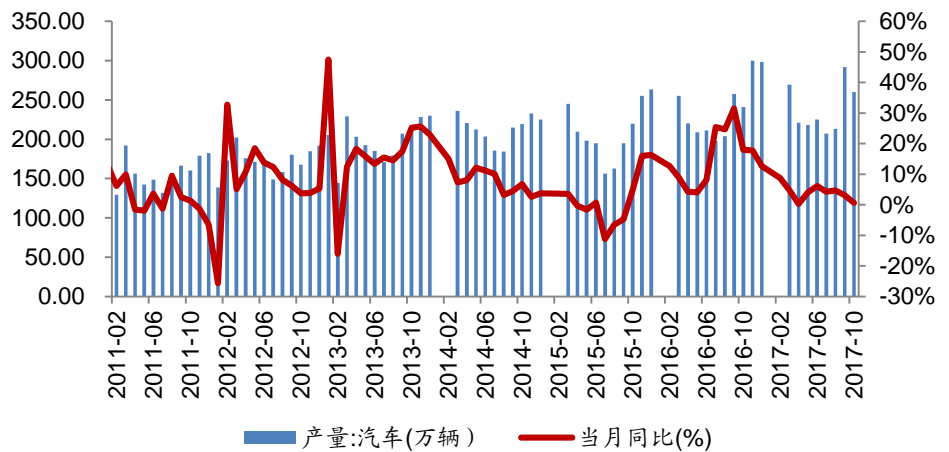
固定型铅蓄电池主要运用于通讯基站, 2017年1-10月基站设备的产量较2016年呈负增长, 累计降幅为16.11%, 或对2017年固定型蓄电池的需求有一定影响。

图22: 电动自行车月度产量 (万辆)



数据来源: 国家统计局、wind、广发证券发展研究中心

图23: 2011年以来我国汽车月度产量(万辆)



数据来源: 国家统计局、wind、广发证券发展研究中心

六、投资建议与投资评级

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26/0.44/0.69 元, 对应 12 月 12 日最新收盘价 PE 分别为 27.0/15.9/10.1 倍。结合公司优势和价格上涨趋势, 叠加员工持股增加信心, 给予公司“买入”评级。

(1) 坐拥区位优势 and 资源优势, 公司采选冶炼产能将在今后两年充分释放。公司在国内外拥有优质铅锌矿山, 拥有成本优势, 属于典型的资源龙头, 充分享受价格上涨弹性。根据年报, 目前控制铅锌资源量约 1723 万吨, 矿山铅锌处理能力将由 280 万吨/年提升到 310 万吨/年。

(2) 公司产业链完整, 金属冶炼的自给率高, 完整的产业链使得公司整体竞争力较强, 综合成本优势明显。根据 2016 年年报, 在 2016 年的成本构成中, 锌产品原材料成本 12.59 亿元, 占总成本比例的 10.53%, 铅产品原材料成本为 2.87 亿元, 占总成本比例 2.40%。根据 2016 年年报, 公司关闭 2 个能耗相对高的冶炼厂, 目前冶炼产能达到 65 万吨/年。云南永昌铅锌股份有限公司拟进行 5 万吨/年锌加压浸出节能环保技术升级改造项目和 160 千吨/年的废旧铅酸电池无害化综合回收项目相继完成, 对企业规模有进一步提升。

(3) 2017 年, 铅锌产品价格回暖, 受国外矿山关停及中国环保加严影响, 供给持续短缺。自 2016 年 7 月我们提出重资产周期以来, 沪锌价格涨 54.6%, 沪铅价格涨 39.7%。随环保督查继续严格执行及资源开采自然生态保护区有序推进, 预计 2018 年基本面依旧向好, 有望支撑价格持续高位运行。

表13: 公司未来采选冶炼产能预测表

		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
铅锌矿矿石处理量 (万吨)		250	279	279	279	310
铅锌精矿产 量(万吨)	锌精矿	27.8	26.4	27	28	30
	铅精矿	11.7	11.3	12	12	14
铅锌冶炼产能(万吨)		39.2	52.2	52.2	55	65
铅锌冶炼产 量(万吨)	锌产品	25.4	27.6	32	32	35
	铅产品	4.1	7.9	11	11	20

数据来源: 公司年报、公司公告、wind、广发证券发展研究中心

七、风险提示

经济复苏不及预期; 募投项目进展缓慢; 价格大幅波动。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	3,776	4,898	5,642	4,871	5,456	
货币资金	1,265	1,973	3,036	2,092	2,367	
应收及预付	486	892	646	714	841	
存货	1,935	1,942	1,887	1,978	2,165	
其他流动资产	90	90	72	87	83	
非流动资产	29,715	27,934	29,365	29,841	30,454	
长期股权投资	258	253	0	0	0	
固定资产	9,742	12,360	13,410	14,076	14,814	
在建工程	8,060	3,452	3,897	3,897	3,897	
无形资产	10,358	10,710	10,458	10,345	10,231	
其他长期资产	1,297	1,161	1,601	1,523	1,512	
资产总计	33,490	32,832	35,006	34,712	35,910	
流动负债	13,035	12,639	8,977	8,851	10,603	
短期借款	5,972	5,583	4,645	4,614	4,426	
应付及预收	2,873	2,646	2,785	2,934	3,244	
其他流动负债	4,191	4,410	1,547	1,303	2,933	
非流动负债	9,009	8,688	8,633	8,600	8,641	
长期借款	7,461	5,931	5,931	5,931	5,931	
应付债券	994	1,994	1,994	1,994	1,994	
其他非流动负债	555	763	708	675	715	
负债合计	22,044	21,327	17,610	17,451	19,243	
股本	1,668	4,310	5,091	5,091	5,091	
资本公积	4,039	5,158	8,214	8,214	8,214	
留存收益	1,456	-412	433	493	171	
归属母公司股东权	7,163	9,056	13,738	13,797	13,476	
少数股东权益	4,284	2,448	3,659	3,464	3,190	
负债和股东权益	33,490	32,832	35,006	34,712	35,910	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	18114	14104	16848	18246	21199	
营业成本	15929	11959	13267	13494	14651	
营业税金及附加	98	148	168	172	208	
销售费用	28	34	37	40	47	
管理费用	810	761	842	912	1060	
财务费用	914	776	800	650	650	
资产减值损失	137	1944	20	20	20	
公允价值变动收益	-11	-24	0	0	0	
投资净收益	-92	-28	-33	-51	-37	
营业利润	95	-1569	1680	2906	4527	
营业外收入	71	73	71	72	72	
营业外支出	50	45	46	47	46	
利润总额	116	-1541	1705	2932	4553	
所得税	47	127	305	498	797	
净利润	69	-1667	1400	2433	3756	
少数股东损益	19	-15	89	199	239	
归属母公司净利润	50	-1653	1311	2234	3517	
EBITDA	2255	2255	3737	4987	6728	
EPS (元)	0.03	-0.38	0.26	0.44	0.69	

现金流量表		单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	1,837	1,742	3,114	3,807	5,278	
净利润	69	-1,667	1,400	2,433	3,756	
折旧摊销	1,006	1,052	1,204	1,359	1,494	
营运资金变动	-362	-424	465	-21	-4	
其它	1,124	2,782	45	35	33	
投资活动现金流	-1,669	-1,815	350	615	748	
资本支出	-1,513	-1,137	383	666	785	
投资变动	-52	11	-33	-51	-37	
其他	-104	-689	0	0	0	
筹资活动现金流	-238	750	933	-867	640	
银行借款	9,878	9,990	21	-586	-1,036	
债券融资	0	0	0	0	0	
股权融资	6	2,535	3,837	0	0	
其他	-1,603	-1,055	0	0	0	
现金净增加额	-71	678	4,397	3,555	6,666	
期初现金余额	1,292	1,265	1,973	3,036	2,092	
期末现金余额	1,221	1,943	6,370	6,592	8,758	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.1%	-22.1%	19.5%	8.3%	16.2%
营业利润增长	-53.9%	-	207.1%	73.0%	55.8%
归属母公司净利润增长	-69.3%	-	179.3%	70.4%	57.4%
获利能力(%)					
毛利率	41.9%	37.5%	39.3%	12.1%	15.2%
净利率	0.4%	-11.8%	8.3%	13.3%	17.7%
ROE	0.7%	-18.3%	9.5%	16.2%	26.1%
ROIC	2.6%	4.8%	7.5%	10.6%	14.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	65.8%	65.0%	50.3%	50.3%	53.6%
净负债比率	150.6%	137.8%	63.1%	67.5%	76.9%
流动比率	0.29	0.39	0.63	0.55	0.51
速动比率	0.13	0.22	0.40	0.31	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.43	0.50	0.52	0.60
应收账款周转率	163.00	118.32	141.92	135.82	134.43
存货周转率	7.77	6.17	7.03	6.82	6.77
每股指标(元)					
每股收益	0.03	-0.38	0.26	0.44	0.69
每股经营现金流	1.10	0.40	0.61	0.75	1.04
每股净资产	4.30	2.10	2.70	2.71	2.65
估值比率					
P/E	371.7	-	27.0	15.9	10.1
P/B	2.6	3.3	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA	15.8	20.5	12.4	9.4	7.2

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。