

兴证期货·研发中心

2020年10月21日 星期三

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: Z0012934

俞尘泯

从业资格编号: F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yuem@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 我们的观点

1. **Vedanta** 是世界第二大锌矿生产商, 2020 财年(2019.4-2020.3) 生产锌矿 96.01 万吨。子公司 Hindustan Zinc 和 Zinc International 分别运营印度境内外的锌业务。

2. **Hindustan Zinc (HZL)** 2020 财年向印度国内销售精炼锌 48.6 万吨, 占印度当年锌初级消费的 77%。**HZL** 同时也是世界第六大白银生产商, 2020 财年生产白银 610 吨。

3. **HZL** 锌矿生产成本低, 处于成本曲线的前 10%。结合公司在印度国内市场的占有率和银矿副产品收益, 我们预计 **HZL** 将维持较高的锌矿产能利用率。

4. **HZL** 从 2013 年开始矿山扩建项目, 计划将金属产量提升至 120 万吨/年, 至 2020 年已完成建设, 预计产能全部释放后, **HZL** 的铅锌产量将进一步增加。

5. 新近投产的 **Gamsberg** 矿山大幅降低了 **Zinc International** 锌矿生产的平均现金成本, 使子公司出现扭亏为盈的趋势。预计 **VZI** 出于盈利考虑, 将保持 **Gamsberg** 锌矿的年产量在 13 万吨以上。

6. 尽管受新冠疫情影响, 二季度产量有所下滑, 但 **HZL** 仍对 2021 财年的铅锌产量做出了乐观预测。考虑到 **Vedanta** 对印度 GDP 的重要性, 以及拉贾斯坦邦的现存病例出现边际递减, 我们认为 **Vedanta** 今年的锌矿产量将有小幅增加。

## 报告目录

1. 公司简介.....	1
2. 子公司 Hindustan Zinc .....	2
2.1 公司简介.....	2
2.2 产能明细.....	3
2.3 财务状况与现金成本.....	4
2.4 资本开支与项目扩建.....	6
3. 子公司 Zinc International .....	6
3.1 公司简介.....	6
3.2 盈利与产量.....	7
4. 新冠疫情影响.....	8

## 图目录

图 1: Vedanta 公司及股权架构.....	1
图 2: Vedanta 各部门 FY2020 营业收入及利润 (单位: 亿卢比) .....	1
图 3: Vedanta 锌矿产量 (单位: 万吨) .....	2
图 4: HZL 精炼锌国内外销售量及印度国内市占率 (单位: 万吨) .....	2
图 5: HZL 金属冶炼产量 .....	3
图 6: HZL 锌产能分布图 .....	3
图 7: HZL 财务比率 .....	5
图 8: HZL 财务费用 (单位: 亿卢比) .....	5
图 9: HZL 营业成本构成 .....	5
图 10: HZL 锌矿现金成本 (单位: 美元/吨) .....	5
图 11: HZL 处于全球锌成本曲线前 10% .....	6
图 12: 资本支出与矿山资产增量 (单位: 亿卢比) .....	6
图 13: VZI 锌产能分布 .....	7
图 14: VZI 单位成本与收入 (单位: 美元/吨) .....	7
图 15: VZI 锌矿产量预测 (单位: 万吨) .....	8
图 16: 印度拉贾斯坦邦新冠疫情 (单位: 例) .....	9
图 17: HZL 铅锌产量 (单位: 万吨) .....	9

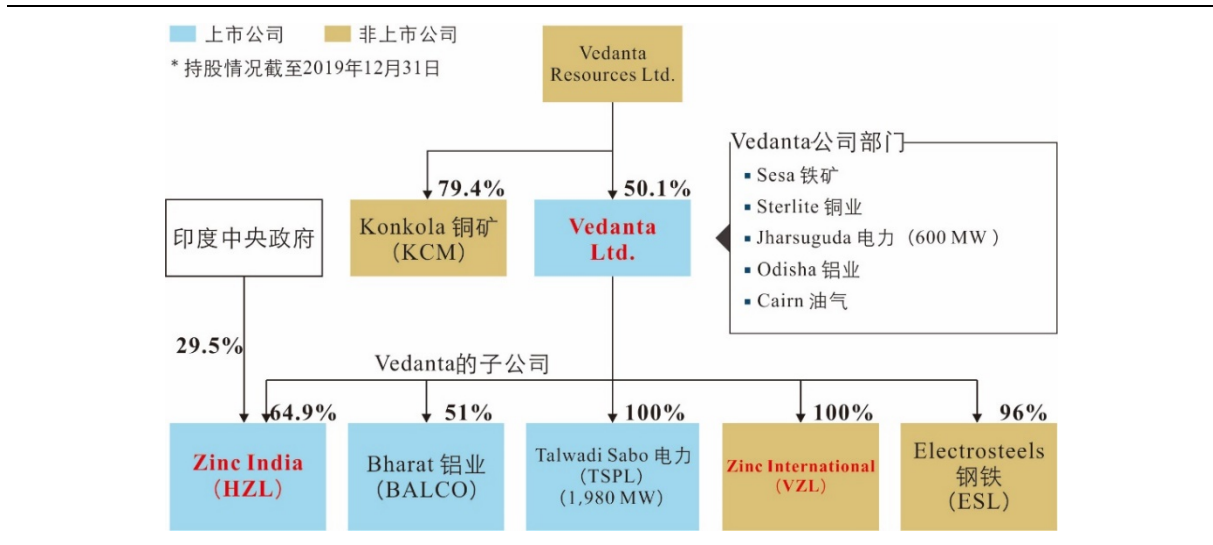
## 表目录

表 1: HZL 矿山 2020 年财年产量及品位 (单位: 万吨) .....	4
表 2: HZL 冶炼厂 2020 财年产量 (单位: 万吨) .....	4
表 3: HZL 生产 LME 锌锭交割品牌.....	4
表 4: VZI 锌矿产量明细 (单位: 万吨) .....	7
表 5: HZL 铅锌产量 (单位: 万吨) .....	8

## 1. 公司简介

韦丹塔有限公司 (Vedanta Ltd.) 是世界领先的自然资源公司之一，在石油和天然气、锌-铅-银、铜、铁矿石、钢铁、铝和电力等领域拥有重要业务。公司运营的业务对印度 GDP 的直接贡献达 0.4%，间接贡献超过 1%。Vedanta 公司在印度孟买上市 (NSE: VEDL.NS)，由 Vedanta Resources Ltd. 控股 50.1%。

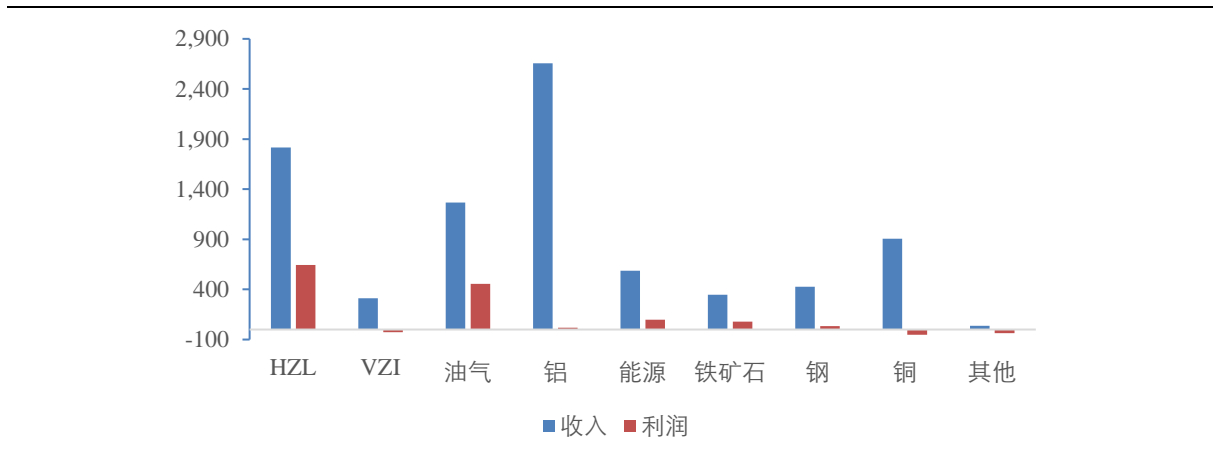
图1: Vedanta 公司及股权架构



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

Vedanta 包含若干业务部门和 5 个主要的子公司。从营业收入来看锌是公司第二大业务，仅次于铝；锌是 Vedanta 目前盈利能力最强的业务，贡献了 2020 财年近一半的利润。

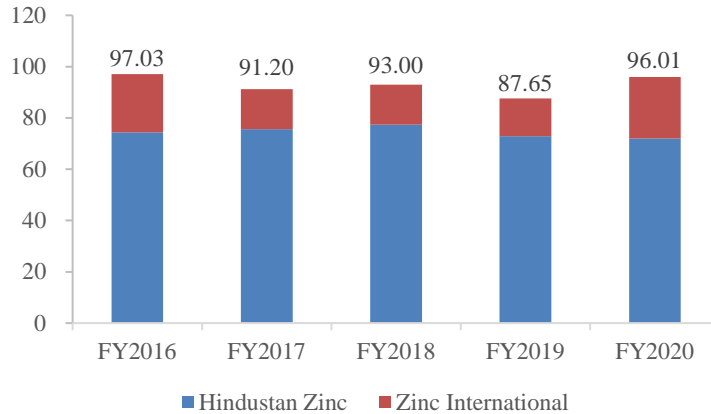
图2: Vedanta 各部门 FY2020 营业收入及利润 (单位: 亿卢比)



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

Vedanta 是世界第二大锌矿生产商，2020 财年（2019.4-2020.3）生产锌矿 96.01 万吨。其中子公司 Hindustan Zinc 运营印度境内的锌业务，当年生产锌矿 72.01 万吨；子公司 Zinc International 运营海外的锌业务，当年生产锌矿 24 万吨。

图3: Vedanta 锌矿产量 (单位: 万吨)



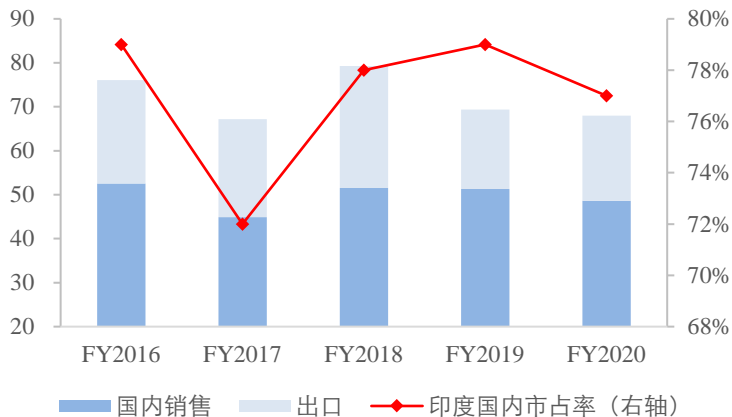
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 2. 子公司 Hindustan Zinc

### 2.1 公司简介

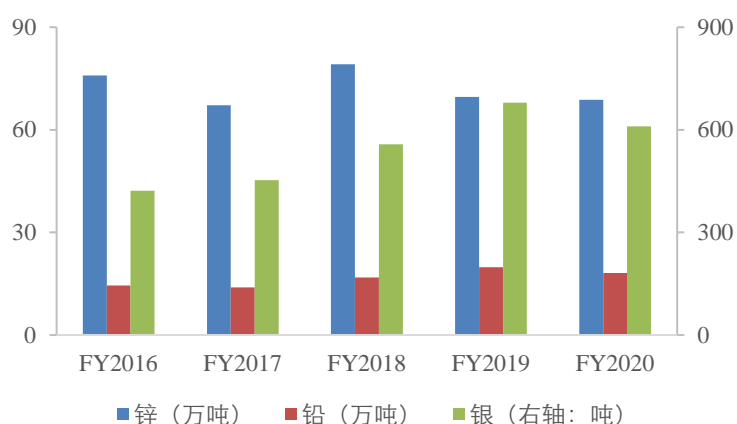
子公司 Hindustan Zinc (HZL) 在印度的 NSE (HINDZINC) 和 BSE (500188) 上市，其中 Vedanta 拥有 64.9% 的股份，印度政府保留 29.54% 的股份。HZL 在 2020 财年 HZL 向印度国内销售精炼锌 48.6 万吨，占印度当年锌初级消费的 77%，此外 HZL 出口精炼锌 19.4 万吨。同时也是世界第六大白银生产商，2019 财年生产金属银 610 吨。

图4: HZL 精炼锌国内外销售量及印度国内市占率 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图5: HZL 金属冶炼产量



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 2.2 产能明细

HZL 运营的矿山和冶炼厂集中在印度西北部的拉贾斯坦邦, 出产的锌矿就近进行冶炼加工。HZL 的 5 座矿山目前全部为地下开采, 其中 Rampura Agucha 矿山 2020 财年生产锌矿 38.1 万吨, 占比过半; 锌矿石品位达 11.1%, 为全球第二高, 仅次于北美的 Red Dog 铅锌矿。3 座冶炼厂采用湿法、火法冶炼, 2020 财年共计生产精炼锌 68.83 万吨、精炼铅 18.14 万吨和 124.05 万吨硫酸, 四个精炼锌品牌被 LME 指定为交割品牌。

图6: HZL 锌产能分布图



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

表1: HZL 矿山 2020 年财年产量及品位 (单位: 万吨)

矿山	锌矿		铅矿	
	产量	品位	产量	品位
Rampura Agucha	38.1	11.1%	3.3	1.6%
Sindesar Khurd	16.0	3.4%	9.5	2.1%
Rajpura Dariba	3.7	4.9%	0.7	1.2%
Zawar	7.2	2.5%	5.4	1.9%
Kayad	7.0	6.9%	0.7	0.9%
合计	72.0	5.6%	19.7	1.8%

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

表2: HZL 冶炼厂 2020 财年产量 (单位: 万吨)

冶炼厂	冶炼方法	精炼锌	精炼铅	硫酸
Chanderiya 铅锌冶炼厂	火法、湿法炼锌	42.58	9.49	54.60
Debari 锌冶炼厂	湿法炼锌	6.18	-	26.78
Dariba 综合冶炼厂	湿法炼锌	20.07	8.65	42.66
合计	-	68.83	18.14	124.05

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

表3: HZL 生产 LME 锌锭交割品牌

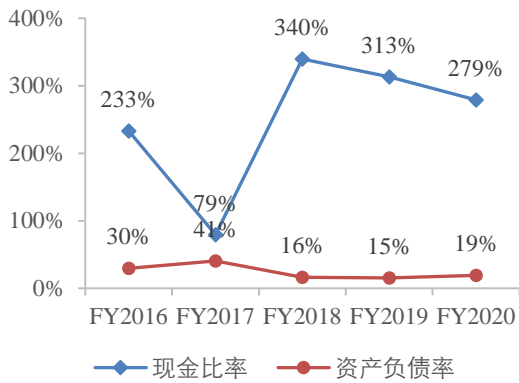
产地	品牌	LME 代码	生产商
印度	HZL SHG 99.995	HZL	Hindustan Zinc Limited
	HZL Zn SHG 99.995	HZLZN	
	VEDANTA SHG 99.995	VEDSHG	
	VEDANTA Zn SHG 99.995	VEDZN	

数据来源: LME, 兴证期货研发部

## 2.3 财务状况与现金成本

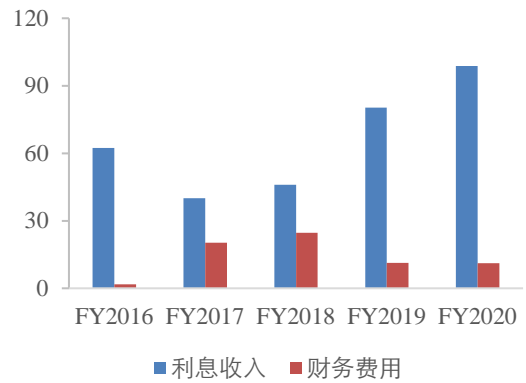
HZL 的财务状况极为良好, 资产负债率为 19%。2018 财年以来, 公司的流动负债大幅下降, 现金比率高达 279%。截止 2020 财年报告日公司拥有现金及等价物 2,160 亿卢比 (1 美元约兑换 73 卢比), 当年的利息收入达 98.9 亿卢比, 当年财务费用 11.2 亿卢比, 利息收入远大于利息费用。因此, HZL 的营业成本中财务费用仅占 1%, 而占比较大的依次是设备维修养护 (23%)、采矿权费用 (19%)、折旧和摊销 (19%)、燃料费 (14%)。

图7: HZL 财务比率



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

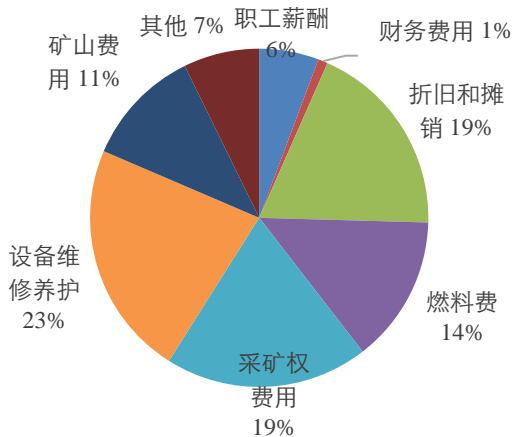
图8: HZL 财务费用 (单位: 亿卢比)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

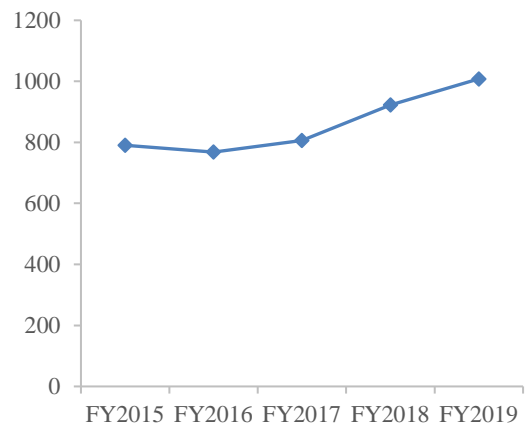
自 2018 年起 HZL 的锌矿山完全转入地下开采, 锌矿生产的现金成本小幅上涨, 但仍处于较低水平。2019 财年的总现金成本为 1,008 美元/吨, 计入副产品银对现金成本的抵扣后则保持在 900 美元/吨以下, 处于全球锌成本曲线前 10%。结合 HZL 在印度国内市场的绝对优势低位, 预计锌价格波动对公司锌矿产量的影响不大。

图9: HZL 营业成本构成



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

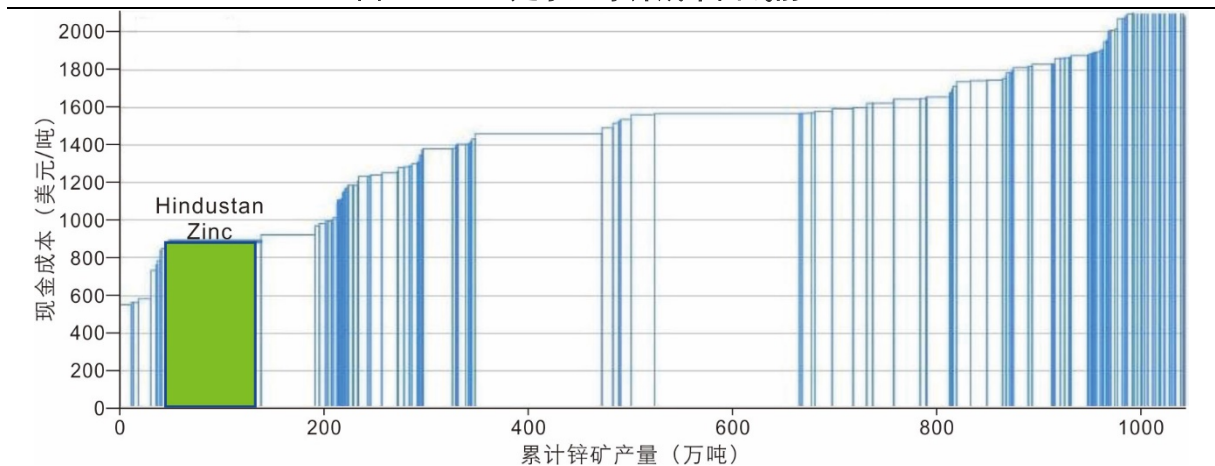
图10: HZL 锌矿现金成本 (单位: 美元/吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

\*不含金属银副产品抵扣成本

图11: HZL 处于全球锌成本曲线前 10%

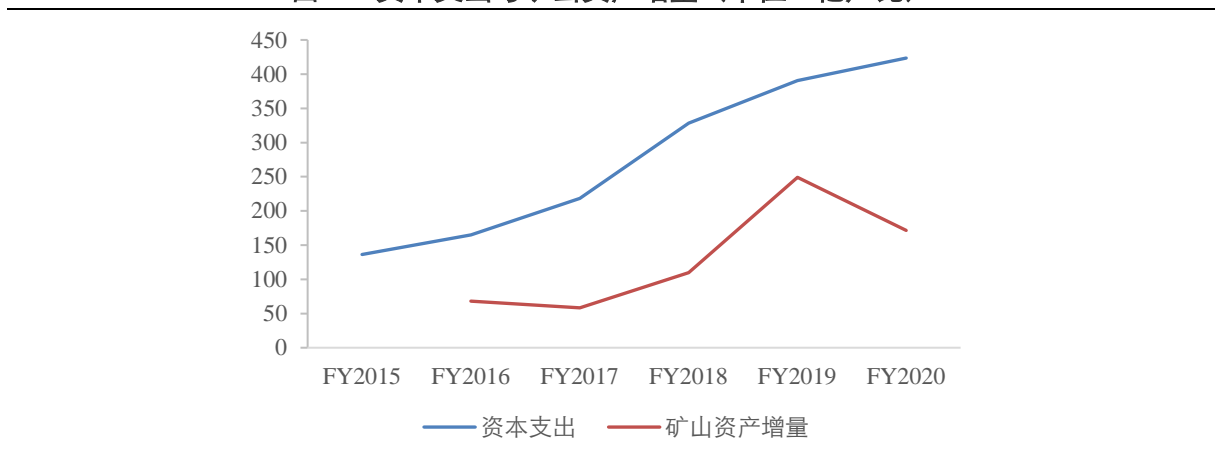


数据来源：公司公告，Wood Mackenzie，兴证期货研发部

## 2.4 资本开支与项目扩建

HZL 从 2013 年起开始地下锌矿扩建项目，为期六年，每年支出约 2.5 亿美元，将公司的金属产量（铅锌合计）提升至 120 万金属吨/年。当扩建项目可以投入工业生产后，将相关固定资产的费用资本化为“矿山资产”，过去几年公司每年的资本支出和矿山资产都明显增加。截至 2020 财年扩建项目已经全部建设完成，待产能全部释放后，HZL 的铅锌产量将进一步提升。

图12: 资本支出与矿山资产增量（单位：亿卢比）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

## 3. 子公司 Zinc International

### 3.1 公司简介



子公司 Zinc International (VZI) 负责运营 Vedanta 在非洲的锌矿业务，3 个锌矿分布在南非和纳米比亚，2020 财年共计生产锌矿 24.1 万吨。

图13: VZI 锌产能分布



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

表4: VZI 锌矿产量明细 (单位: 万吨)

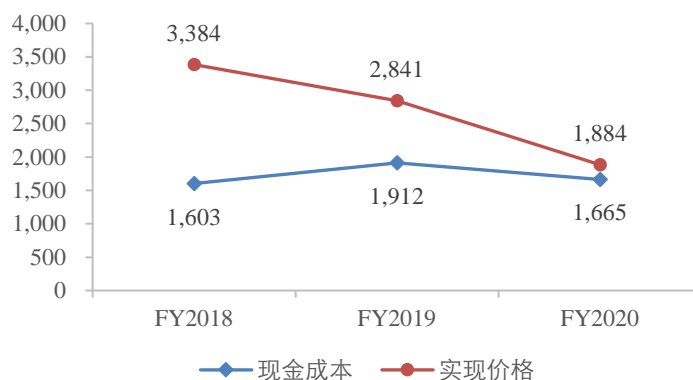
矿山	地理位置	FY2018	FY2019	FY2020
Black Mountain Mine	南非	7.2	6.5	6.6
Gamsberg	南非	-	1.7	10.8
Refined metal Skorpion	纳米比亚	8.4	6.6	6.7
合计		15.6	14.8	24.1

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

### 3.2 盈利与产量

目前 VZI 的经营状况不理想, 2020 财年净亏损 2.53 亿卢比, 主要原因在于锌产品售价较低导致公司营业收入较低。此外, 相对较高的现金成本也是造成亏损的重要原因之一, 公司 2019 财年锌的现金成本达 1,921 美元/吨, 处于成本曲线较为末端的位置。

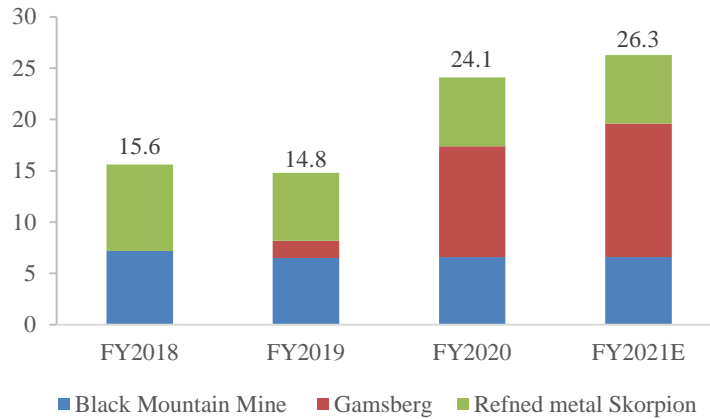
图14: VZI 单位成本与收入 (单位: 美元/吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

Gamsberg 矿山于 2018 年底开始试生产，至 2020 财年完成产能释放，其锌矿生产的现金成本约为 1,400 美元/吨，长期目标为 1,000 美元/吨。Gamsberg 矿山的投产使 VZI 的平均现金成本降低至 1,665 美元/吨，降幅达 13%。我们预计 VZI 出于盈利方面的考虑，将保持 Gamsberg 矿山的年产量在 13 万吨以上，VZI 的总产量将高于 26 万吨/年。

图15: VZI 锌矿产量预测 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

## 4. 新冠疫情影响

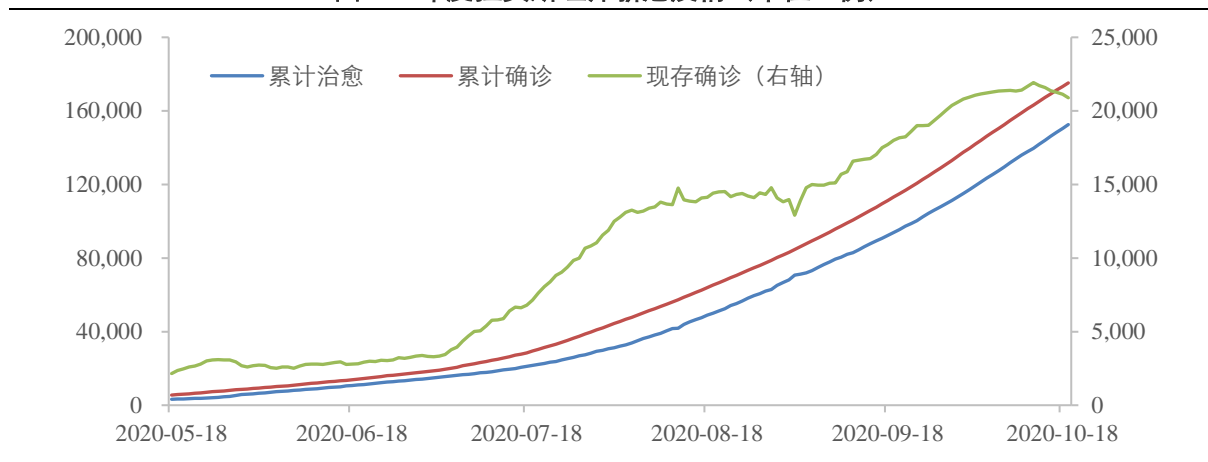
HZL 为响应防疫政策 3 月 22 日起暂停业务，4 月份生产天数减少且在岗员工数量受限，导致二季度精炼铅锌产量出现 10% 左右的下滑。目前印度新冠疫情的确诊病例在不断攀升，有超过美国成为世界成为累计感染病例最多的国家的趋势。

表5: HZL 铅锌产量 (单位: 万吨)

	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
精炼锌	15.7	17.2	-9%	17.2	-9%
精炼铅	4.4	4.8	-8%	4.9	-10%
合计	20.1	22	-	22.1	-

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

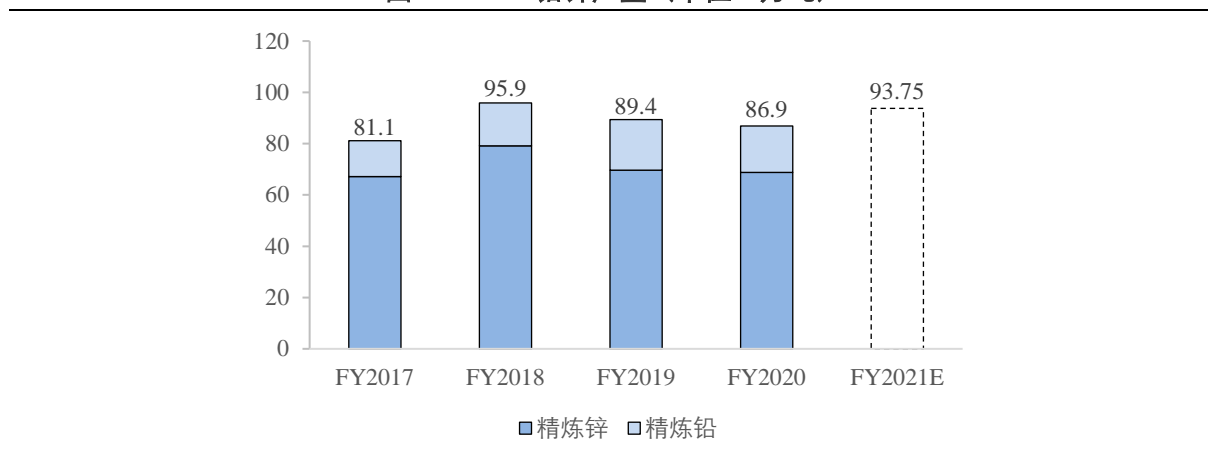
图16: 印度拉贾斯坦邦新冠疫情 (单位: 例)



数据来源: WHO, 新闻整理, 兴证期货研发部

目前情况来看, 印度拉贾斯坦邦的现存新冠确诊数已达到高峰, 正出现边际递减的趋势。公司7月21日发布的半年报中2021财年铅锌的指导产量合计为93.75万吨, 同比增长8%, 表明公司对未来的生产仍持乐观态度。考虑到Vedanta对印度GDP的重要性, 以及公司在今年初已经有应对疫情维持生产的经验, 我们认为Vedanta今年的锌矿产量将有小幅增加。

图17: HZL 铅锌产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。