

兴证期货·研发中心

2020年11月27日 星期五

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

联系人

孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

## 内容提要

### ● 驰宏锌锗

1. 驰宏锌锗是我国最大的有色金属冶炼企业之一，2019年生产锌矿24.5万吨，位列世界第八，生产精炼锌40.7万吨，在国内仅次于陕西有色集团。

2. 驰宏锌锗的四大冶炼基地均配备自有的在产铅锌矿山，平均原料自给率达75%。位于会泽和曲靖的冶炼厂生产的锌锭品牌被LME和SHFE指定为交割注册品牌。

3. 驰宏锌锗目前没有锌矿产能的在建项目和计划，预计未来几年产量较为平稳。

### ● 中金岭南

1. 中金岭南2019年生产锌矿近20万吨，位列全球上市锌矿企业第九，生产精炼锌23.9万吨，位列国内第八。

2. 中金岭南在国内拥有两座锌矿山。其中凡口铅锌矿是我国主要的铅锌产地之一，而盘龙铅锌矿的矿石品位偏低，盈利能力较差。

3. 中金岭南通过收购佩里亚在海外拥有多座矿山，其中两座在产。多米尼加的迈蒙锌铜矿露天储量枯竭，已启动地下采选项目，预计2023年建成5万吨/年的锌矿产能。

4. 澳大利亚的布罗肯山铅锌矿南区进行地下开采，北区处于勘探及开采方案制定阶段。

## 报告目录

1. 驰宏锌锗.....	1
1.1 公司概况.....	1
1.2 产能明细.....	2
1.3 财务状况.....	3
2. 中金岭南.....	4
2.1 公司概况.....	4
2.2 产能明细.....	4
2.3 财务状况.....	5
2.4 产能变动.....	6

## 图目录

图 1: 驰宏锌锗营收构成（按产品） .....	1
图 2: 驰宏锌锗营收构成（按地区） .....	1
图 3: 世界十大锌矿上市企业（单位：万吨） .....	1
图 4: 中国十大锌冶炼企业（单位：万吨） .....	1
图 5: 驰宏锌锗锌矿及锌产品产量（单位：万吨） .....	2
图 6: 驰宏锌锗主要财务指标.....	3
图 7: 驰宏锌锗偿债能力.....	3
图 8: 驰宏锌锗流动负债构成.....	3
图 9: 驰宏锌锗主要非流动资产科目（亿元） .....	3
图 10: 中金岭南营收构成（按业务） .....	4
图 11: 中金岭南采选冶炼营收构成（按地区） .....	4
图 12: 中金岭南矿山铅锌金属品位（单位：%） .....	5
图 13: 中金岭南主要财务指标.....	6
图 14: 中金岭南偿债能力.....	6
图 15: 迈蒙露天矿石产储量（单位：万吨） .....	7
图 16: 中金岭南锌矿产量（单位：万吨） .....	7

## 表目录

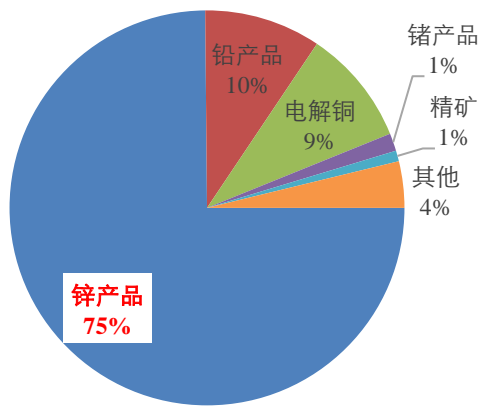
表 1: 驰宏锌锗产能明细.....	2
表 2: 中金岭南锌矿山产量（单位：万吨） .....	5
表 3: 中金岭南锌冶炼厂明细.....	5
表 4: 中金岭南可转债募集资金使用情况.....	6
表 5: 中金岭南主要锌矿产能变动.....	7

## 1. 驰宏锌锗

### 1.1 公司概况

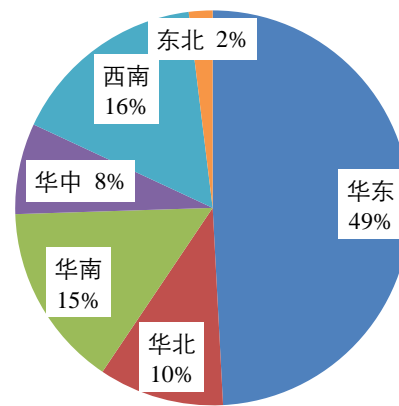
驰宏锌锗是我国最大的有色金属冶炼企业之一，是集探矿、采矿、选矿和冶炼为一体的国有大型企业，目前在 A 股上市（代码：600497.SH）。公司 75% 的营收来自锌产品；近半数的营收来自华东地区，其余分散在华南、西南等地区。

图1：驰宏锌锗营收构成（按产品）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

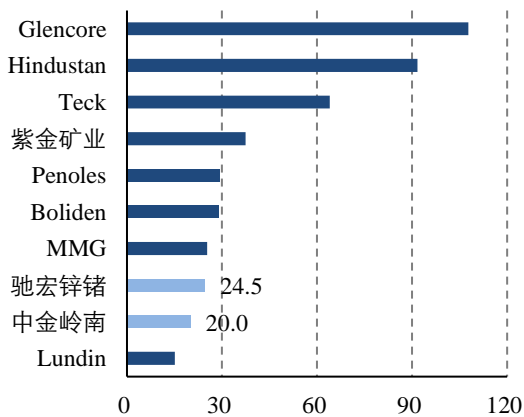
图2：驰宏锌锗营收构成（按地区）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

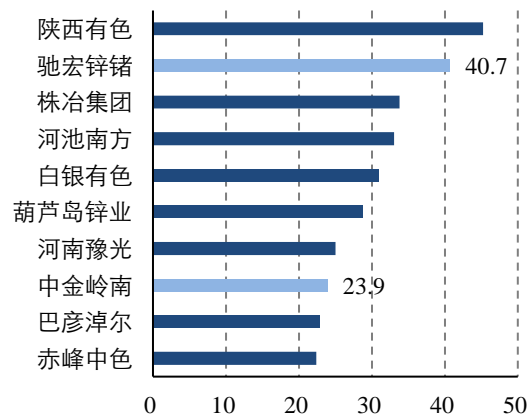
驰宏锌锗 2019 年生产锌矿 24.5 万吨，在全球上市锌矿企业中排名第八；生产精炼锌 40.7 万吨，在国内仅次于陕西有色集团。

图3：世界十大锌矿上市企业（单位：万吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图4：中国十大锌冶炼企业（单位：万吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

## 1.2 产能明细

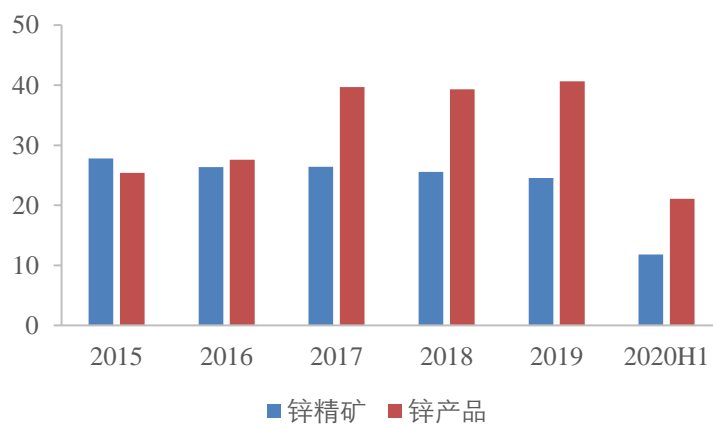
公司的铅锌矿山和冶炼厂主要分布在云南和内蒙古，四大冶炼基地均配备自有的在产矿山，平均原料自给率达 75%。驰宏会泽冶炼和驰宏综合利用两座冶炼厂生产的锌锭被 LME 和 SHFE 指定为交割注册品牌。公司目前没有锌矿产能的在建项目和计划，预计未来几年产量保持平稳。

表1：驰宏锌锗产能明细

矿山	地理位置	铅锌矿产能 (万吨/年)	冶炼厂	设计产能 (万吨/年)		原料自 给率	LME 交 割品牌	SHFE 商标
				锌	铅			
驰宏会 泽矿业	云南省会泽县	17-19	驰宏会 泽冶炼	13	7	95%	YH995	驰宏 锌锗
彝良驰 宏	云南省曲靖市	13-15	驰宏综 合利用	10	10	75%	YQ995	驰宏 锌锗
云南永 昌铅锌	云南省保山市	2.5-3	云南永 昌铅锌	3	-	80%	-	-
云南澜 沧铅矿	云南省普洱市	0.8-1					-	-
驰宏荣 达矿业	内蒙古呼伦贝 尔	5.5-6.5	呼伦贝 尔驰宏	14	-	25%	-	-
西藏鑫 湖矿业	西藏墨竹工卡 县	2-2.2	-	-	-	-	-	-
<b>合计</b>		<b>40.8-46.7</b>		<b>40</b>	<b>17</b>	<b>75%</b>		

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图5：驰宏锌锗锌矿及锌产品产量（单位：万吨）

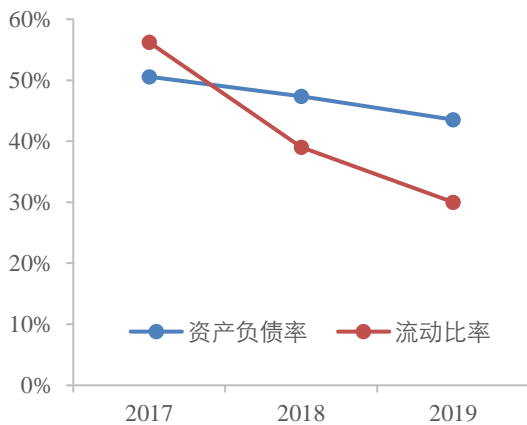


数据来源：公司公告，兴证期货研发部

### 1.3 财务状况

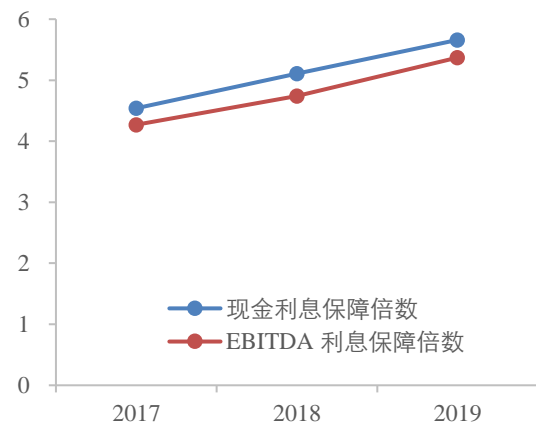
驰宏锌锗的资产负债率处于正常水平，但流动比率偏低。主要由于公司将借款较多用于资本性支出，截至 2019 年报形成了超 110 亿元的固定资产、55 亿的探矿权和 51 亿的采矿权。由于公司的盈利能力强，能够偿还贷款及付息，且公司现金充足，近三年累计分红超过 11 亿元。此外公司还剩余 100 亿元左右的银行授信额度，能够弥补可能出现的短期流动性困难。

图6：驰宏锌锗主要财务指标



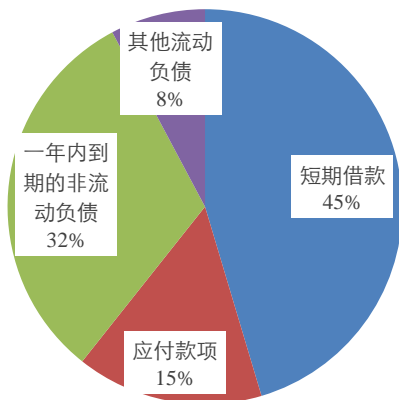
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图7：驰宏锌锗偿债能力



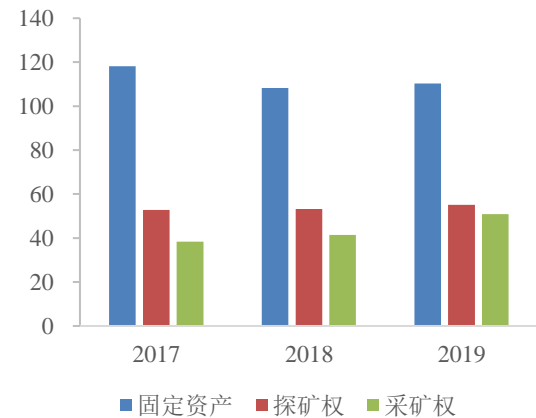
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图8：驰宏锌锗流动负债构成



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图9：驰宏锌锗主要非流动资产科目（亿元）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

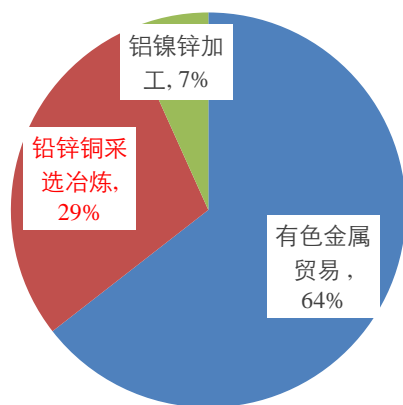
## 2. 中金岭南

### 2.1 公司概况

中金岭南是从事铅锌铜等有色金属采矿、选矿、冶炼和深加工一体化生产的企业，在 A 股上市(000060.SZ)。在公司的主营业务收入中，有色金属贸易业务占比最大，2019 年占比达 64%。2019 年有色金属的采选冶炼业务收入为 66.5 亿元，占总营收的 29%，其中近半数来自华南地区，国外市场占比 25%。

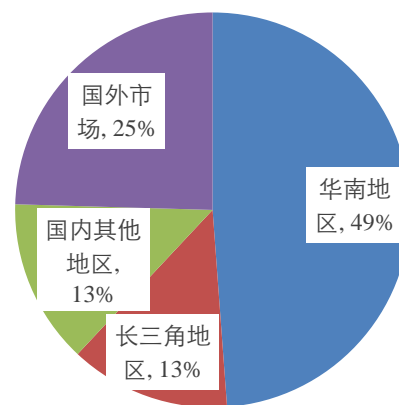
中金岭南 2019 年生产锌矿近 20 万吨，列为全球上市锌矿企业第九；生产精炼锌 23.9 万吨，位列国内第八。

图10：中金岭南营收构成（按业务）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图11：中金岭南采选冶炼营收构成（按地区）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

### 2.2 产能明细

中金岭南在国内拥有两座铅锌矿山，2019 年合计生产锌矿 12.43 万吨，占当年国内总产量的 4.43%。凡口铅锌矿曾是亚洲单一铅锌产能最大的矿山，现在仍是我国主要的铅锌产地之一。盘龙铅锌矿的矿石品位偏低，盈利能力较差，公司曾在盘龙铅锌矿完成“采选 3000 t/d 扩产改造项目”，但项目的整体效益未能达到预期。

中金岭南 2009 年在海外收购的佩利雅公司在澳大利亚、加拿大、多米尼加等地拥有多种金属矿山。其中迈蒙矿露天地面开采已超过 10 年，已进入开采后期，因此矿石品位较低，我们预计 2020 年迈蒙的露天储量将消耗殆尽。佩利雅公司自 2008 年 9 月起在布罗肯山南部区域进行地下开采，目前正对北部区域进行勘探。

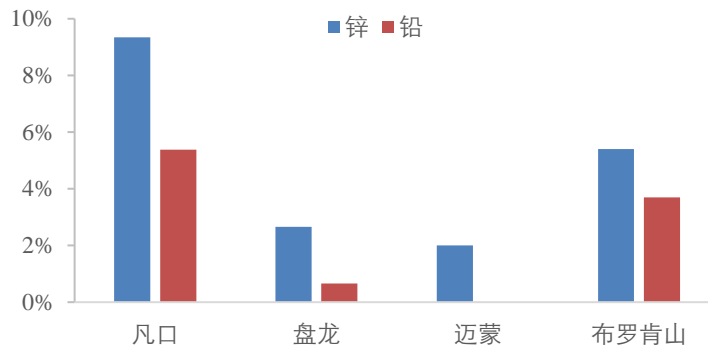
表2：中金岭南锌矿山产量（单位：万吨）

矿山	位置	矿石储量* (万吨)	品位		产量（万吨）	
			锌	铅	2018年	2019年
凡口铅锌矿	中国广东	1,661	9.3%	5.4%	12.61	12.43
盘龙铅锌矿	中国广西	8,837	2.7%	0.7%		
迈蒙锌铜矿	多米尼加	21	2.0%	-	8.91	7.53
布罗肯山铅锌矿	澳大利亚	1,050	5.4%	3.7%		

\*布罗肯山储量统计截止至2019年6月30日，其余矿山储量统计截止至2019年12月31日

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图12：中金岭南矿山铅锌金属品位（单位：%）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

中金岭南在广东韶关运营两家冶炼厂，锌冶炼产能合计为26.1万吨/年，其生产的锌锭品牌NH-SHG被LME和上海期货交易所（商标：南华）指定为交割注册品牌。中金岭南旗下矿山开采的锌矿除供给公司直属的冶炼厂外，也销售给国内外其他铅锌冶炼企业，而公司直属的冶炼厂同时也需要外购锌矿等原材料。

表3：中金岭南锌冶炼厂明细

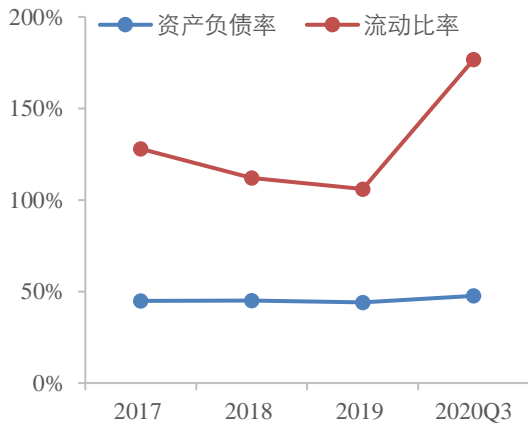
冶炼厂	位置	产量（万吨）			LME 品牌	SHFE 品牌
		2017年	2018年	2019年		
韶关冶炼厂	广东韶关	21.16	21.18	23.5	NH-SHG	南华
丹霞冶炼厂	广东韶关					

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

## 2.3 财务状况

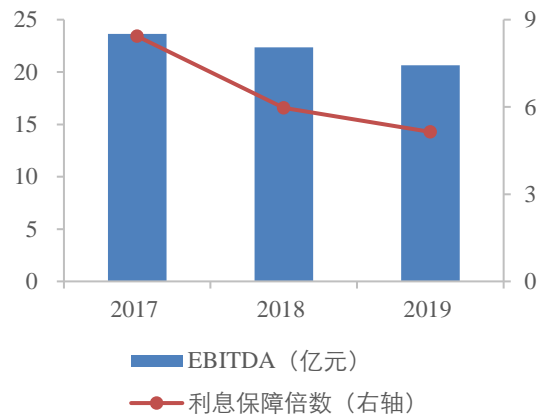
公司财务状况良好，资产负债率保持在 50% 以下，流动比率大于 1。公司的运营能力较强，2019 年的利息保障倍数为 5.14，且现金流充足，最近三年累计分红超过 12 亿元。今年公司发行 38 亿元可转债用于项目建设，截止三季报募集资金全部到位，流动比率大幅升高。可转债为期六年，第一期利率仅为 0.2%，因此对公司的偿债能力影响较小。

图13: 中金岭南主要财务指标



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图14: 中金岭南偿债能力



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

表4: 中金岭南可转债募集资金使用情况

项目名称	项目总投资 (亿元)	使用募集资金 (亿元)	设计产能	项目建设期	税后 IRR	投资回收期
多米尼加矿业迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目	20.91	17.30	200 万吨/年	3 年	23.9%	7 年
丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目	16.91	14.10	28.7 万吨/年	1.5 年	11.2%	8.92 年
凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技术改造项目	1.99	1.60	2,800 吨/天	1 年	12.9%	7.23 年
补充流动资金	5.00	5.00		-	-	-
合计	44.81	38.00				

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

## 2.4 产能变动

随着迈蒙锌铜矿露天储量在 2020 年消耗殆尽，公司的锌矿产量在 2020-2021 年将出现小幅下滑。



公司启动了为期三年的“多米尼加矿业迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目”，建设迈蒙锌铜矿的地下开采产能。该项目未来预期盈利能力较强，税后 IRR 为 23.9%。按 2.5% 计算迈蒙地下矿山锌品位，该项目 2023 年将建成超过 5 万金属吨/年的锌矿产能。

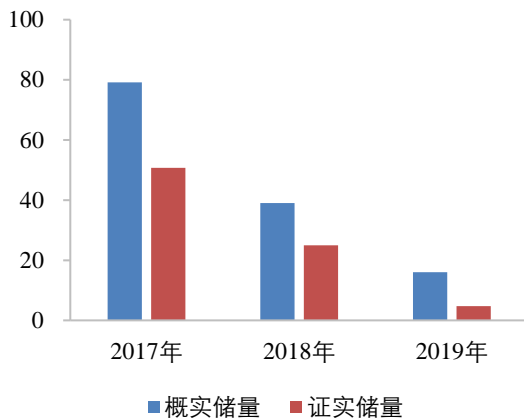
2017 年末获得了开发布罗肯山北区矿床的批文，目前仍处于勘探及开采方案制定的阶段，我们预计 2023 年后才有可能建成投产。

表5：中金岭南主要锌矿产能变动

矿山	内容	影响
迈蒙露天矿山	2020 年储量消耗殆尽	产量小幅下滑
迈蒙地下矿山	启动“多米尼加矿业迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目”	2023 年建成 5 万金属吨/年的锌矿产能
布罗肯山北区	2017 年末获得开发批文，处于勘探及开采方案制定阶段	预计投产在 2023 年以后

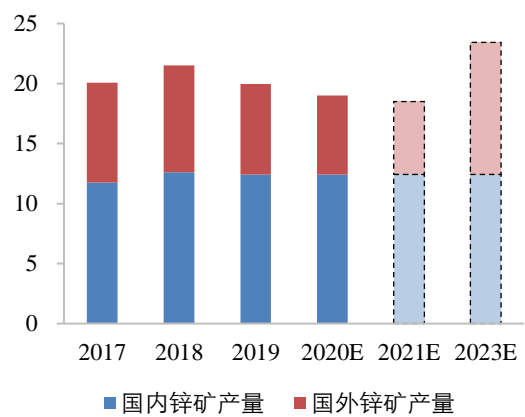
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图15：迈蒙露天矿石产储量（单位：万吨）



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图16：中金岭南锌矿产量（单位：万吨）



注：2021E、2023E 产量为我司推测数据

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。