

## 株冶集团 (600961.SH)

## 老树开新花 赋能黄金属性

集团注入水口山铅锌矿，资源禀赋较好，伴生金银品位较高。此次注入，给公司带来较大变化。**a、有色冶炼转型采选冶一体化；b、赋予贵金属属性；c、大幅提升公司盈利能力。**

- **背靠中国五矿：**中国五矿是以金属矿产为核心主业的央企，其金属矿产资源储量丰富，在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山 38 座，其中海外矿山 15 座。中国五矿经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的 70% 以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，铜、锌、铅、锑等资源量位列全球第一梯队。国内生产运营稳定的矿山有黄沙坪铅锌矿和锡矿山闪星锑业等。黄沙坪铅锌矿被委托上市公司管理。中国五矿丰富的资源和运营能力，是公司未来资源扩张的重要保障。
- **老树开新花-有色冶炼转型采选冶一体化：**公司是有着 60 余年历史的有色金属冶炼企业。此前，公司主要从事锌冶炼及加工业务，总产能 68 万吨。通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限 100% 股权，公司拥有了水口山铅锌矿 100% 权益。本次交易完成后，公司成为集采选冶一体的综合性公司，业务及资产结构得到改善，综合盈利能力提升。
- **水口山铅锌矿资源禀赋较好，伴生金银品位较高：**水口山铅锌矿采矿权保有的矿石量 1,598 万吨，金金属量 41.9 吨、平均品位 2.62g/t，银金属量 1,333.8 吨、平均品位 83.48g/t，铜金属量 1 万吨、平均品位 0.06%，硫矿物量 2399 万吨、平均品位 15.01%，铅金属量 45.1 万吨、平均品位 2.82%，锌金属量 50.1 万吨、平均品位 3.14%。当前采选能力 65 万吨/年，证载 80 万吨/年，扩建项目预计年底投产，届时实际采选能力达到 80 万吨/年。
- **全国钢龙头生产商之一：**株冶集团为国内最大钢生产商之一，钢产能达 60 吨/年。钢多伴生在锌精矿中，由于品位较低，锌精矿中钢多数不计价，因此冶炼企业往往较为充分受益钢价格上涨。在主要钢生产上市公司中，公司钢产量与市值比为 0.6，超同类可比公司。
- **利润和估值：**2023 年 Q1，株冶有色 20.8333% 股权和水口山有限开始并表，公司利润迎来较大变化。2023 年 Q1 净利润 1.4 亿元，去年同期调整前 0.34 亿元，调整后 1.2 亿元。预计 2023/2024 年公司利润 5.6 亿元/6.6 亿元，对应 PE15/13 倍。公司主产品铅锌金银铜锑等，可比公司 2023/2024 年平均市盈率 18/15 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**锌、铅、金、银、硫酸、钢等价格大幅下跌的风险，安全生产风险，汇率波动风险，二级市场波动风险等。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16472	15677	19351	19628	19813
同比增长	12%	-5%	23%	1%	1%
营业利润(百万元)	323	142	736	865	970
同比增长	10%	-56%	419%	17%	12%
归母净利润(百万元)	164	56	563	662	744
同比增长	3%	-66%	901%	18%	12%
每股收益(元)	0.15	0.05	0.52	0.62	0.69
PE	52.1	151.9	15.2	12.9	11.5
PB	37.1	39.2	3.4	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

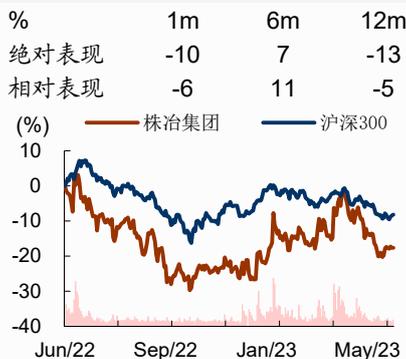
## 强烈推荐 (首次)

周期/金属及材料  
当前股价：7.96 元

## 基础数据

总股本 (万股)	107287
已上市流通股 (万股)	52746
总市值 (亿元)	85
流通市值 (亿元)	42
每股净资产 (MRQ)	1.9
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	76.1%
主要股东	湖南水口山有色金属集团有
主要股东持股比例	29.93%

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 刘文平 S1090517030002  
liuwenping@cmschina.com.cn
- 刘伟洁 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn
- 贾宏坤 S1090522090001  
jiahongkun@cmschina.com.cn
- 赖如川 研究助理  
lairuchuan@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、背靠中国五矿	4
二、老树开新花-有色冶炼转型采选冶一体化	6
三、水口山铅锌矿资源禀赋较好，伴生金银品位较高	8
四、全国钢龙头生产商之一	10
五、利润和估值	11
六、风险提示	14

## 图表目录

图 1 交易完成之后公司股权结构	5
图 2 公司毛利率 (%)	7
图 3 公司净利润 (亿元)	7
图 4 2022 年收入结构 (亿元)	7
图 5 2022 年毛利润结构 (亿元)	7
图 6 2003-2023 年 LME 锌价 (美元/吨)	7
图 7 国产锌精矿 TC (元/金属吨)	7
图 8 公司锌和锌合金产量及同比增长	8
图 9 公司硫酸产量及同比增长	8
图 10 水口山证载生产规模变化 (万吨)	9
图 11 水口山铅锌矿实际产量 (万吨)	9
图 12 水口山有限主要财务指标	10
图 13 全球钢资源储量分布	11
图 14 2019-2022 年全球精钢供给供需情况 (吨)	11
图 15 钢产业应用示意图	11
表 1: 本次交易前后上市公司股权结构对比	4
表 2: 中国五矿 (含下属公司) 与上市公司存在类同业务的主体情况	6
表 3: 交易之前株冶有色贡献公司主要利润 (亿元)	8
表 4: 截至 2021 年 12 月底, 柏坊铜矿的保有资源储量	8
表 5: 水口山铅锌矿资源量	9

表 6: 水口山有限毛利润结构 (万元) .....	10
表 7: 主要钢生产公司钢产量与市值比 .....	11
表 8: 公司本次交易前后财务数据 (亿元) .....	11
表 9: 公司和重组标的盈利对比 (亿元) .....	12
表 10: 价格假设 .....	12
表 11: 公司主产品产销量假设 .....	12
表 12: 公司收入结构拆分 (亿元) .....	13
表 13: 可比公司估值对比 .....	13
附: 财务预测表 .....	15

## 一、背靠中国五矿

株洲冶炼集团股份有限公司成立于 1956 年 6 月，是有着 60 余年历史的有色金属冶炼企业。2000 年开始，企业由工厂制转为公司制、股份制。2007 年 4 月，公司上市。2010 年中国五矿通过增资扩股战略重组株冶的控制人湖南有色金属控股集团有限公司，成为公司最终控制人。公司主要生产锌及锌合金产品，在生产过程中综合回收铅、铜、镉、银和铟等有价金属，生产加工成品或半成品外售，副产品硫酸直接外售。

目前，公司已形成 30 万吨/年锌冶炼产能、38 万吨/年锌基合金深加工产能，锌产品总产能 68 万吨/年，位居全国首位。生产的火炬牌锌合金市场占有率处于行业首位，产品结构铸造锌市场占比约 20%，热镀锌合金市场占比约 30%。公司与宝武、首钢等核心客户建立了战略合作伙伴关系。公司在行业内率先通过汽车行业的 IATF16949 体系认证，进一步巩固了公司产品在高端汽车板行业的领先地位。公司深入市场，布点驻外销售，巩固和深化主要产品的营销布局，研发助力深化产品结构调整，2022 年锌铝镁合金的市场占有率从 5%提升到 25%。公司参与行业大部分标准制定，参与数在行业处于 95 分位，极大提升了企业的影响力与话语权。公司的战略愿景是成为“中国第一、世界一流”的铅锌行业标杆企业。

去年，公司启动通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限 100% 股权，交易作价为 33.2 亿元，其中交易作价的 85% 即 28.2 亿元以发行股份的方式支付，交易作价的 15% 即 5 亿元以现金的方式支付；同时，通过发行股份方式购买湘投金冶持有的株冶有色 20.8333% 股权，交易作价为 5.8 亿元。今年 3 月，标的资产过户完成，公司已直接持有水口山有限 100% 股权和株冶有色 100% 股权。

本次交易完成后，上市公司的控股股东变更为水口山集团，实际控制人仍为中国五矿集团有限公司（简称中国五矿）。

水口山有限的核心资产是水口山铅锌矿采矿权，水口山铅锌矿资源禀赋较好，伴生金银品位较高。本次交易后，公司也从锌冶炼公司华丽转身成为一家集铅锌黄金等有色金属的采选冶一体化的公司，市场地位、盈利能力将大幅提升。

表 1：本次交易前后上市公司股权结构对比

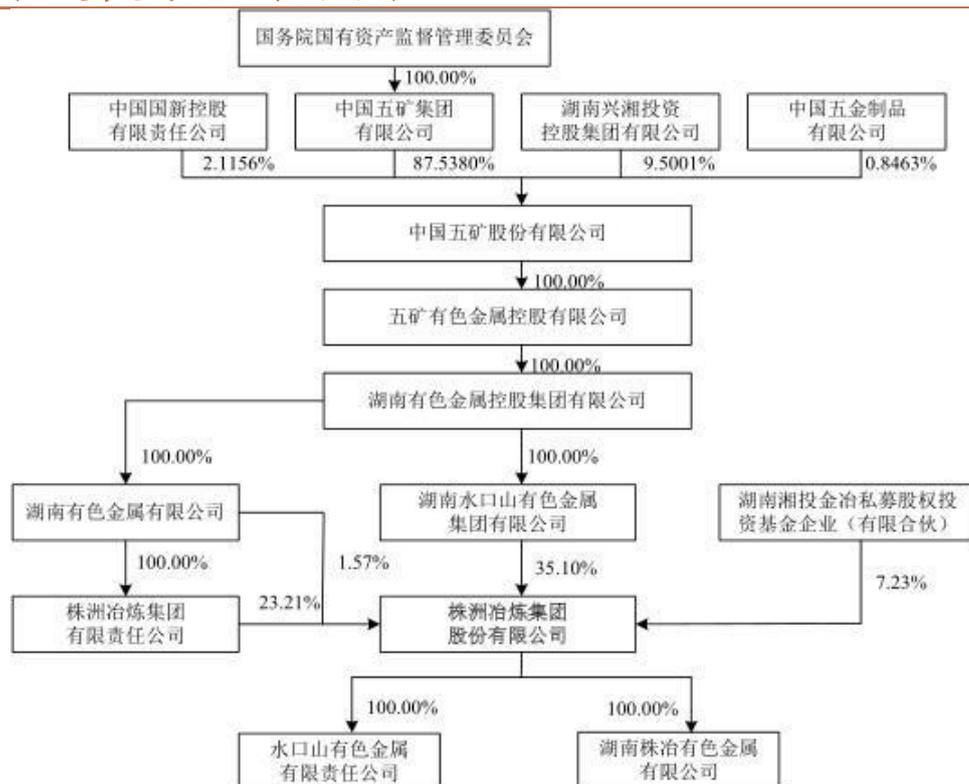
股东	本次重组前		本次重组后	
	持股数量（亿股）	持股比例	持股数量（亿股）	持股比例
株冶有限	2.1	40.24%	2.1	23.21%
湖南有色有限	0.1	2.72%	0.1	1.57%
水口山集团	-	-	3.2	35.10%
水口山集团及其关联方小计	2.3	42.96%	5.5	59.88%
湘投金冶	-	-	0.7	7.23%
其他股东	3.0	57.04%	3.0	32.89%
总股本	5.3	100.00%	9.1	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

备注：本次重组后数据不考虑 2023 年定向增发，也即重组之后定向增发之前数据

公司实际控制人简称中国五矿成立于 1950 年，是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业，国有资本投资公司试点企业。在金属矿产领域，公司金属矿产资源储量丰富，在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山 38 座，其中海外矿山 15 座。中国五矿所属秘鲁拉斯邦巴斯铜矿、澳大利亚杜加尔河锌矿、巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿及柿竹园等世界级在产矿山运营稳定。公司经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的 70% 以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，铜、锌、铅、锑等资源量位列全球第一梯队。

图 1 交易完成之后公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

截至 2022 年底，中国五矿资产总额超 1 万亿元，拥有 8 家上市公司，包括中国中冶 A+H 两地上市公司，五矿资本、五矿发展、中钨高新、株冶集团、长远锂科五家内地上市公司，以及五矿资源、五矿地产两家香港上市公司。

**中国中冶 (601618.SH、1618.HK)** 是全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商；是国家确定的重点资源类企业之一；是国内产能最大的钢结构生产企业之一；是国务院国资委首批确定的以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一；也是中国基本建设的主力军，在改革开放初期，创造了著名的“深圳速度”，在 2022 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”排名中位居第 6 位。公司主营业务包括工程承包、房地产开发、装备制造、资源开发等，其中工程承包营业收入和毛利润分别占 93%、80%。

**五矿资源 (1208.HK)** 主要从事有色金属的探采选。公司的矿产资源主要外海外，目前已在澳大利亚、秘鲁、刚果(金)等地拥有多个矿山，以铜、锌、金、银、铅等为主。目前公司旗下矿山主要有位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿、位于刚果金的 Kinsevere 铜矿和 Rosebery 铅锌矿、位于澳大利亚的 Dugald River 锌矿等。2022 年公司生产铜 30.5 万吨、锌 22.5 万吨。

**黄沙坪矿业有限公司** 主要从事矿山采选业务，于 1958 年建矿，1967 年投产，迄今有 65 年的发展历史，是中国重要的有色金属原料供应基地之一，主营产品为铅、锌、钨、钼、萤石精矿，综合回收银、硫、铁等金属和非金属产品。公司铅锌设计采选生产能力为 49.5 万吨/年。钨钼多金属设计采选生产能力为 40 万吨/年，年产铅锌精矿含量 3.2 万吨。水口山有限与黄沙坪矿业均位于湖南省，地理位置相近，为避免双方可能存在的潜在同业竞争问题，黄沙坪矿业的控股股东湖南有色集团已与上市公司签署《黄沙坪矿业之股权托管协议》，将黄沙坪矿业 100% 股权委托上市公司管理。这利于避免黄沙坪矿业与水口山有限可能存在的潜在业务竞争问题。

**金信铝业** 目前从事精铅冶炼业务，主要产品为铅锭，产能 6 万吨/年。

**锡矿山闪星铋业** 位于湖南省冷水江市，是集铋金采、选、炼、科研为一体的大型国有铋金联合企业。根据公司官网介绍 (<http://www.hksts.com/gsgk/gsjj/>)，目前公司已形成 60 万吨铋采选、3 万吨精铋、4 万吨铋品、5 吨黄金的年生产能力。公司铋品市场占有率占全国的 30%，占全球的 25%。一直以来，凭借铋资源储量之多、产能规模之大、市场占有率之高、产品质量之优和技术研发能力之强而被誉“世界铋都”。铋储量及产量居世界首位，是中国最大的铋业基地。铋是一种不可再生的战略小金属，地球上的储量非常稀少，铋矿比稀土更加稀缺，在地壳中的含量约为

0.0001%，目前全球已经探明的锑矿储量仅有 200 万吨。锡矿山位于湖南省冷水江市东北约 15km 处，为我国超大型锑矿。目前从事锑精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锑精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金。

**五矿有色**是中国五矿的有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务，将成为中国基本金属的核心资源供应商作为战略定位，致力于提高国家紧缺金属资源供应保障能力。

中国五矿集团业务范围广泛，涵盖金属矿产、冶金建设、贸易物流、金融地产，在采选、冶炼、贸易业务方面与株冶集团存在同业情况。为进一步保障株冶集团及其中小股东的合法权益，中国五矿积极采取措施解决同业情况，目前，黄沙坪矿业委托株冶集团管理。

**表 2: 中国五矿（含下属公司）与上市公司存在类同业务的主体情况**

序号	业务类型	类同产品/业务	公司名称	类同业务情况介绍
1 2 3	采选业务	铅精矿、锌精矿	中国中冶	从事境外铅锌矿的采选业务
		铅精矿、锌精矿、铜精矿	五矿资源	从事境外铅锌矿、铜矿的采选业务
		铅精矿、锌精矿	黄沙坪矿业	从事境内铅锌矿的采选业务
4 5 6	冶炼业务	铅锭	金信铝业	从事精铅冶炼业务，主要产品为铅锭
		黄金	锡矿山闪星锑业	从事锑精矿的采选冶业务，其冶炼环节原材料锑精矿中含金，在冶炼过程中对中间产品实施综合回收，产出副产品黄金
		黄金、白银	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
7 8	贸易业务	有色金属贸易	五矿有色	作为中国五矿有色金属贸易业务平台，开展有色金属贸易业务
			湖南有色国贸	贸易业务中包含少量有色金属

资料来源：公司公告、招商证券

## 二、老树开新花-有色冶炼转型采选冶一体化

**2004-2006 年，公司快速增长。**2004-2006 年，公司净利润逐年攀升，分别达到 0.72 亿元、0.74 亿元和 4.2 亿元，毛利率分别为 9.57%、7.75%、10.54%。

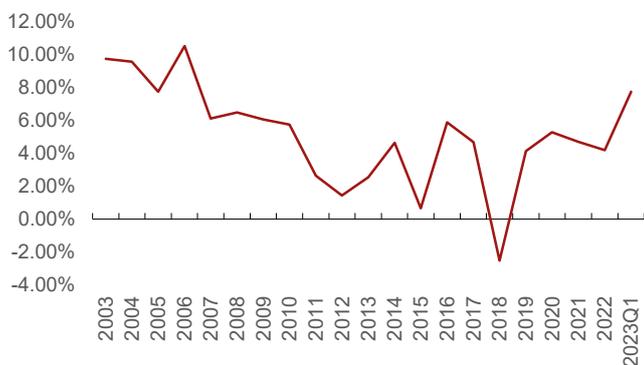
**2007-2015 年，经营情况不佳。**2007 年，锌锭价格见顶，此后连续十余年熊市。由于锌价下跌，锌冶炼利润被逐步压缩，利润主要锁定在上游矿端。受此影响，公司净利率、毛利率自 2007 年起一路下滑。2007-2015 年期间，公司多次出现亏损。2007 年，公司净利润为 0.8 亿元，毛利率为 6.11%。2015 年，公司净利润亏损 6.05 亿元，同比下降 1612.5%，毛利率仅为 0.64%。

**2016 年-至今，搬迁整顿逐步回春。**自 2016 年开始，公司积极响应国家老工业基地搬迁改造号召，制定了“省内绿色转移、市内转型升级”的发展规划，开始进行搬迁转移工作。2017 年 11 月，公司发布公告，打造铜铅锌产业基地锌项目，项目选址于常宁市水口山镇经济开发区，总投资 50.68 亿元。项目规模 30 万吨锌，并副产硫酸 60 万吨（100% $H_2SO_4$  计），以及综合回收 Pb、In、Cu、Cd、Ag 等其它有价金属。2018 年底，项目顺利实现点火投料，清水塘老生产基地关停。项目投产后，单位产品综合能耗较搬迁前下降 22%。2018 年，公司计提资产减值损失近 14 亿元。搬迁改造的同时，公司持续“瘦身健体”，人员大幅减少，在职人员总数由 2016 年 5358 名减少至 2022 年 1397 名。搬迁整顿完成后，公司盈利能力逐步回升，2019-2022 年，公司净利润分别为 0.95 亿元、2.09 亿元、2.41 亿元、1.04 亿元。近几年，公司财务指标不断优化，利润总额持续增长，企业内在发展动能持续提升，公司步入高质量发展阶段。

此前，株冶集团主要从事锌冶炼及加工业务，无原料矿产资源，冶炼业务所需的精矿原料均需外购，部分冶炼所需精矿从本次重组标的的水口山有限购入，因此，经营盈利能力受锌价制约较大，抗风险能力弱。本次交易完成后，公司

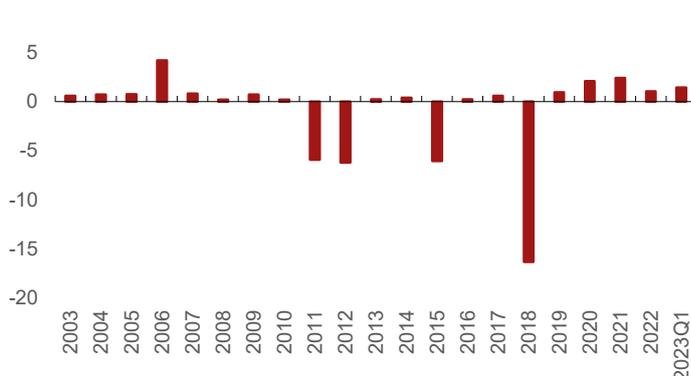
将获得上游矿山资源，集铅锌采选、成为集冶炼及销售为一体的综合性公司，业务及资产结构得到改善，综合盈利能力提升。

图 2 公司毛利率 (%)



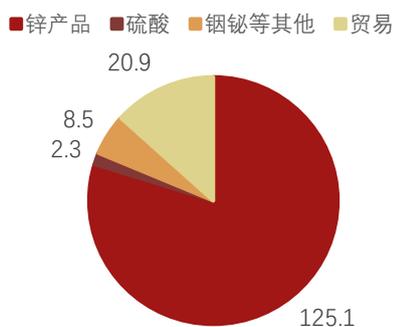
资料来源：公司公告、招商证券

图 3 公司净利润 (亿元)



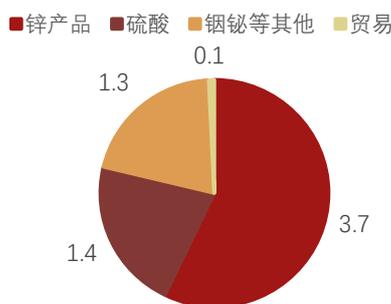
资料来源：公司公告、招商证券

图 4 2022 年收入结构 (亿元)



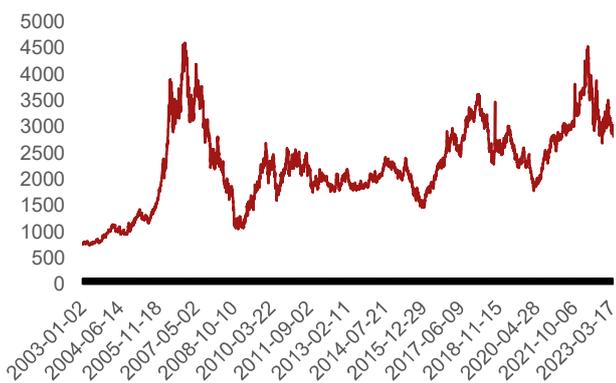
资料来源：公司公告、招商证券

图 5 2022 年毛利润结构 (亿元)



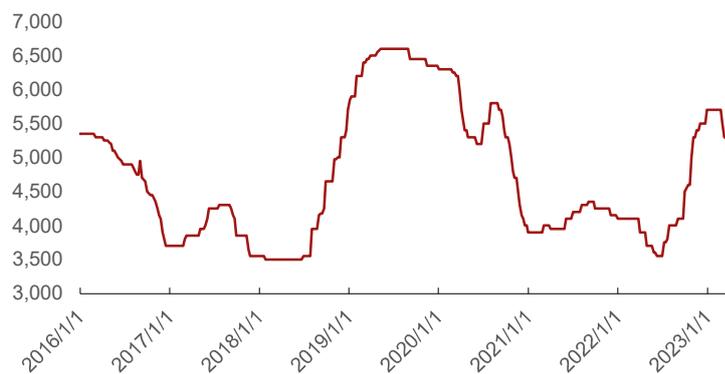
资料来源：公司公告、招商证券

图 6 2003-2023 年 LME 锌价 (美元/吨)



资料来源：同花顺、招商证券

图 7 国产锌精矿 TC (元/金属吨)



资料来源：SMM、招商证券

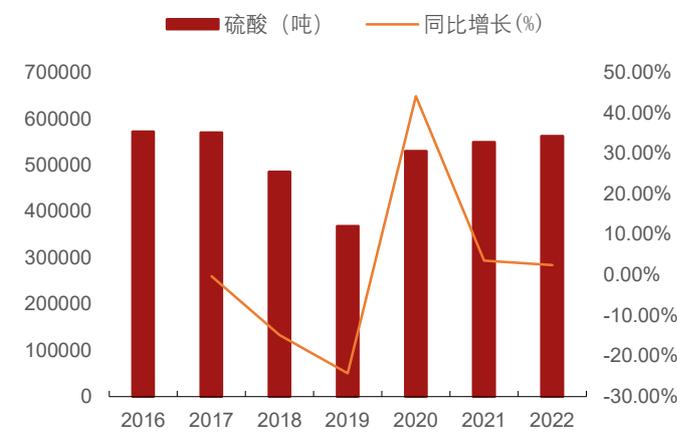
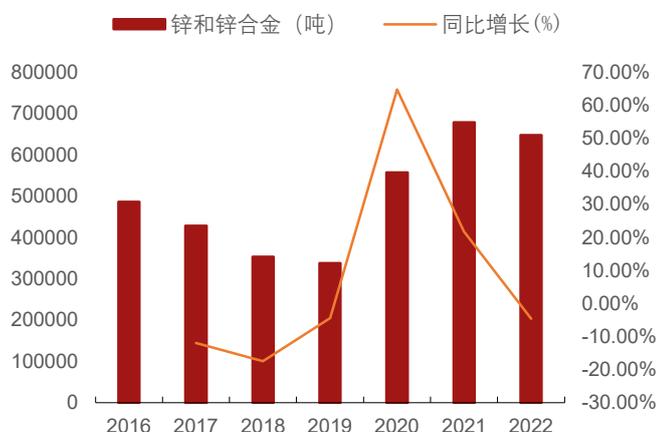
**公司锌产品结构齐全，综合回收能力强大。**株冶集团锌合金产品结构齐全，拥有锌合金相关的有效发明专利 20 多项，支撑公司锌合金产品的更新与开发，多年来锌合金产品的比例稳定在 80% 以上，同时持续推出锌合金新产品，进一步巩固了锌合金产品优势地位。公司具有完备的综合回收能力，能有效利用原料中的杂质和综合回收原料中的银、铜、铟、铅和镉等金属元素，为下游客户直接提供铟锭、镉锭等产品，强大的综合回收能力让株冶集团具备更高的原料适应能力和价值创造能力。

**锌产品产能逐步释放。**2018 年底水口山工业园铜铅锌产业基地锌项目建成投产和清水塘基地冶炼产能全面关停，公

司产线搬迁落地顺利落地，锌产品产量自 2019 年起逐年恢复。2020 年，公司锌产品产量 55.7 万吨，同比增长 65%。2021 年，公司产能充分释放，全年锌产品产量达 67.9 万吨，同比增长 21.82%。2022 年，公司生产锌产品 64.8 万吨，锌产品产量逐渐趋于稳定。

图 8 公司锌和锌合金产量及同比增长

图 9 公司硫酸产量及同比增长



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

去年公司启动重大资产重组，今年 3 月，通过发行股份及支付现金方式购买水口山集团持有的水口山有限 100% 的股权，其中现金支付比例为交易作价的 15%、股份支付比例为交易作价的 85%；同时，上市公司通过发行股份方式购买湘投金冶持有的株冶有色 20.8333% 的股权。本次交易完成后，上市公司直接持有水口山有限 100% 股权和株冶有色 100% 股权。水口山有限 100% 股权的交易作价为 33.2 亿元。株冶有色 20.8333% 股权的交易作价为 5.8 亿元。

株冶有色是公司利润来源的核心。2020/2021/2022 年，株冶有色净利润年分别 2.4/3.4/1.6 亿元，20.8333% 股权对应 0.5/0.7/0.3 亿元。

表 3: 交易之前株冶有色贡献公司主要利润 (亿元)

	2020	2021	2022
株冶集团 (上市公司)	1.6	1.6	0.6
株冶有色合计	2.4	3.4	1.6
株冶有色 79.17% 权益	1.9	2.7	1.3

资料来源：公司公告、招商证券

### 三、水口山铅锌矿资源禀赋较好，伴生金银品位较高

水口山有色金属有限责任公司前身为水口山矿务局，2001 年水口山矿务局整体改制为水口山有限。主要从事铅锌等矿石的采选、铅冶炼、铅加工及销售，主要生产铅合金、铅锭、黄金、白银和锌精矿等产品。水口山有限目前拥有 2 项采矿权和 3 项探矿权。2 个采矿权，分别是水口山铅锌矿采矿权和柏坊铜矿采矿权。其中柏坊铜矿采矿权本次评估值为 0 元。

截至 2022 年 11 月 30 日，柏坊铜矿保有资源量矿石量 30.12 万吨，铜金属量 4,679 吨，银金属量 4.77 吨。目前矿山在产，暂无关停计划。因资源储量变低，柏坊铜矿在生产的同时加大了外围探矿，并计划实施钻孔工作，初步判断存在见矿的可能。

表 4: 截至 2021 年 12 月底，柏坊铜矿的保有资源储量

项目	保有资源量					
	矿石量 (万吨)	铅品位 (%)	锌品位 (%)	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜品位 (%)
柏坊铜矿	32.80	-	-	-	15.24	1.52

资料来源：公司公告、招商证券

水口山铅锌矿位于湖南省常宁市，北距衡阳市 40km，是我国开采历史悠久的大型铅锌矿山。根据湖南省自然资源厅备案的《水口山铅锌矿资源储量核实报告》，截至 2021 年 8 月底，水口山铅锌矿采矿权保有的矿石量 1,598 万吨，金金属量 41.9 吨、平均品位 2.62g/t，银金属量 1,333.8 吨、平均品位 83.48g/t，铜金属量 1 万吨、平均品位 0.06%，硫矿物量 2399 万吨、平均品位 15.01%，铅金属量 45.1 万吨、平均品位 2.82%，锌金属量 50.1 万吨、平均品位 3.14%，矿山整体价值排名跻身湖南省前列。

- **康家湾矿段：**矿石量小计 1,280.8 万吨，金金属量 39.8 吨、平均品位 3.10g/t，银金属量 1,321.40 吨、平均品位 103.17g/t，硫矿物量 171.7 万吨、平均品位 13.41%，铅金属量 43.9 万吨、平均品位 3.43%，锌金属量 44.4 万吨、平均品位 3.47%。
- **老鸦巢矿段：**矿石量小计 69.2 万吨，金金属量 2.1 吨、平均品位 3.05g/t，银金属量 12.43 吨、平均品位 17.96g/t，铜金属量 349 吨、平均品位 0.05%，硫矿物量 11 万吨、平均品位 15.83%，铅金属量 929 吨、平均品位 0.13%，锌金属量 2,699 吨、平均品位 0.39%。
- **鸭公塘矿段：**矿石量小计 247.80 万吨，铜金属量 0.9 万吨、平均品位 0.38%，硫矿物量 57.2 万吨、平均品位 23.09%，铅金属量 1.1 万吨、平均品位 0.43%，锌金属量 5.4 万吨、平均品位 2.17%。

《水口山铅锌矿开发利用方案》的设计规模为 80 万吨/年，其中，康家湾矿段 70 万吨/年、老鸦巢矿段 10 万吨/年，目前康家湾矿段正在进行 70 万吨/年技改工作，预计 2023 年底完成。

表 5: 水口山铅锌矿资源量

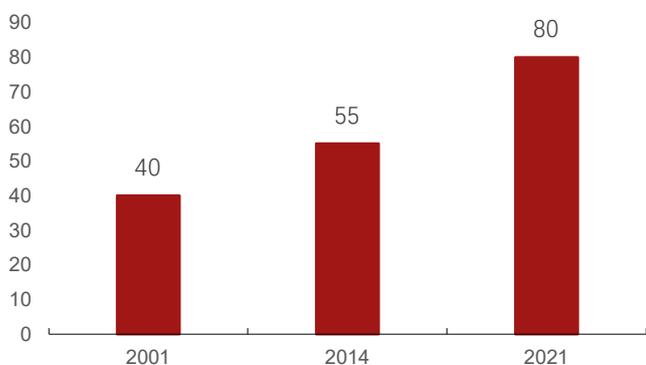
项目	保有资源量					
	矿石量 (万吨)	铅品位	锌品位	金品位 (g/t)	银品位 (g/t)	铜品位
康家湾矿	1,280.80	3.43%	3.47%	3.10	103.17	-
老鸦巢	69.20	0.13%	0.39%	3.05	17.96	0.05%
鸭公塘	247.80	0.43%	2.17%	-	-	0.38%

资料来源：公司公告、招商证券

水口山最初采矿权人为水口山矿务局水口山铅锌矿，开采矿种为铅、锌、金、硫矿，开采方式为地下开采，初始生产规模为铅锌矿 50 万吨/年、金矿 5 万吨/年、硫铁矿 10 万吨/年，矿区面积为 32.75 平方公里，有效期限三十年。2001 年水口山铅锌矿采矿许可证变更登记，采矿权名称变更为水口山有限，证载生产规模变更为 40 万吨/年。2014 年，证载生产规模变更为 55 万吨/年。2021 年，证载生产规模变更为 80 万吨/年。

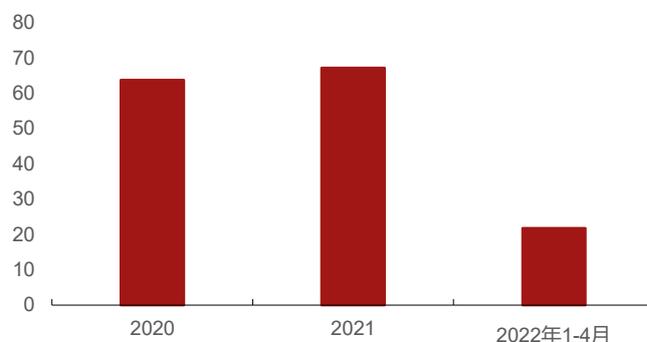
水口山铅锌矿主产品铅精矿（含金银）、锌精矿、硫精矿（含金）。铅精矿（含金银）自用在铅冶炼生产线，锌精矿销售给株冶有色，硫精矿（含金）主要销售给水口山集团旗下五矿铜业。

图 10 水口山证载生产规模变化 (万吨)



资料来源：公司公告、招商证券

图 11 水口山铅锌矿实际产量 (万吨)



资料来源：公司公告、招商证券

根据公司公告，预计带 80 万吨采选量达产之后，折合单位原矿经营成本为 783.51 元/吨。折合单位原矿总成本费用为 902.99 元/吨。由于公司铅锌品位较高，同时富含高品位的金银，因此盈利能力较强。根据公司公告，水口山有限 2020/2021 年分别实现 4.3/4.0 亿净利润。预计随着采选规模的扩大，盈利能力有望随着提升。

图 12 水口山有限主要财务指标

资产负债表项目 (单位: 万元)	2022/8/31	2021/12/31	2020/12/31
资产总计	324,891.49	344,970.46	328,640.16
所有者权益	153,646.13	122,987.60	84,560.84
归属于母公司所有者权益	153,974.38	123,300.70	84,468.24
利润表项目 (单位: 万元)	2022年1-8月	2021年度	2020年度
营业收入	361,285.78	507,332.35	457,653.36
净利润	30,332.07	39,864.73	42,753.20
归属于母公司股东净利润	30,347.22	40,200.89	42,758.90
主要财务指标项目	2022/8/31 2022年1-8月	2021/12/31 2021年度	2020/12/31 2020年度
资产负债率 (%)	52.71%	64.35%	74.27%
应收账款周转率 (次)	40.85	55.68	40.36

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 水口山有限毛利润结构 (万元)

毛利	2022年1-8月			2021年度			2020年度		
	毛利额	毛利率	比例	毛利额	毛利率	比例	毛利额	毛利率	比例
一、采选冶炼业务	59,827	21.65%	99%	82,799.70	20.80%	138%	77,579.34	20.80%	138%
铅产品	2,084	2.02%	3%	2,683.38	1.69%	4%	6,169.93	1.69%	4%
黄金	14,445	37.60%	24%	14,652.56	33.69%	24%	15,848.67	33.69%	24%
白银	9,549	13.27%	16%	22,805.93	20.76%	38%	25,607.32	20.76%	38%
锌精矿含锌	14,972	76.83%	25%	20,385.08	74.18%	34%	12,296.61	74.18%	34%
其他产品	18,777	43.15%	31%	22,272.75	37.89%	37%	17,656.80	37.89%	37%
二、有色金属贸易业务	384	0.47%	1%	883.63	0.83%	1%	202.37	0.83%	1%
合计	60,211	16.79%	100%	83,683.33	16.58%	139%	77,781.71	16.58%	139%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 四、全国钨龙头生产商之一

**钨供给缺少弹性。**钨是一种稀散金属，通常仅微量伴生于锡石和闪锌矿中，在铅锌冶炼过程中作为副产品回收。全球钨资源整体储量较小，主要集中在中国、秘鲁、美国、加拿大和俄罗斯等国家，其中，中国储量最高。根据自然资源部数据显示，2021年我国钨矿储量为1998.7吨，同比增长11.5%。供给端由于海外锌冶炼厂规模扩张难度较大以及原矿中含钨品位较低等因素，导致原生钨供给相对稳定，同时再生钨方面受限于长期较低价格及回收技术水平影响，供给弹性不大。

**ITO靶材是当前主要应用领域，半导体、光伏技术发展利好未来需求。**钨金属具有延展性好、可塑性强、熔点低、沸点高、低电阻、抗腐蚀等优良特性，目前主要应用于ITO靶材、电子半导体、焊料和合金、光伏薄膜等领域。其中，ITO靶材是钨最主要的应用领域，75%以上的钨应用于生产液晶显示器和平板屏幕的ITO靶材。随着数字中国建设整体布局不断实施落地，以磷化钨为代表的钨半导体产量有望迅速发展，伴随未来面部识别、探测等技术的广泛应用也有望持续扩大磷化钨、砷化镓等半导体材料的应用范围，半导体产业稳步发展将不断利好钨等小金属的相关需求。随着近年来光伏行业迅速发展，以HJT技术路线为代表的光伏电池量产规模有望不断扩大，钨金属消费有望实现快速增长。

图 13 全球钢资源储量分布

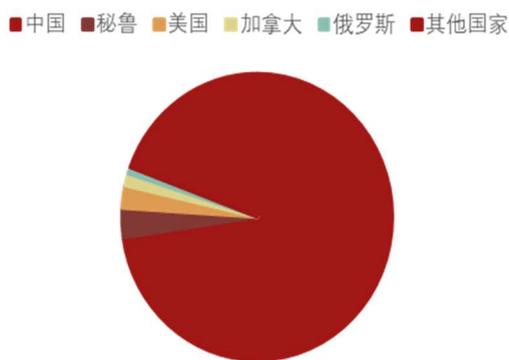
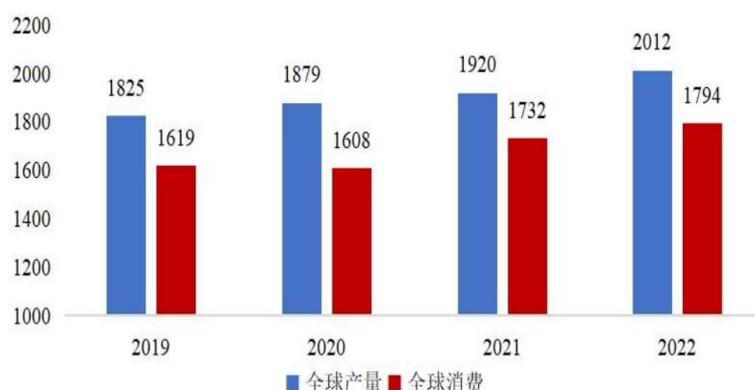


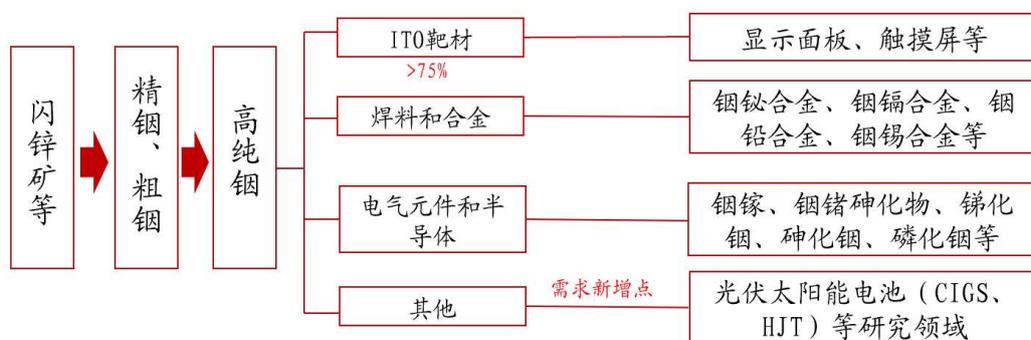
图 14 2019-2022 年全球精钢供给供需情况 (吨)



资料来源: USGS、华经产业研究院、招商证券

资料来源: 安泰科、招商证券

图 15 钢产业应用示意图



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

株冶集团为国内最大钢生产商之一, 钢产能达 60 吨/年, 约为国内全部原生钢产量的五分之一。钢多伴生在锌精矿中, 由于品位较低, 锌精矿中钢多数不计价, 因此冶炼企业往往较为充分受益钢价格上涨。在主要钢生产上市公司中, 株冶集团钢产量与市值比 0.6, 超同类可比公司。

表 7: 主要钢生产公司钢产量与市值比

	株冶集团	锌业股份	锡业股份	中金岭南
2022 年产量 (吨)	50	15	73	10
市值 (亿元)	83	45	229	174
产量/市值	0.60	0.33	0.32	0.06

资料来源: 公司公告、招商证券

备注: 公司未披露 2022 年钢产量, 钢为锌冶炼副产, 锌产线满产, 钢产能 60 吨/年, 保守假设钢产量 50 吨。

## 五、利润和估值

2023 年一季度, 株冶有色 20.8333% 股权和水口山有限开始并表, 公司利润迎来较大变化。公司一季度净利润 1.4 亿元, 去年同期调整前 0.34 亿元, 调整后 1.2 亿元。

表 8: 公司本次交易前后财务数据 (亿元)

项目	2022 年 8 月 31 日			2021 年 12 月 31 日		
	交易前	交易后 (备考)	变动率	交易前	交易后 (备考)	变动率

总资产	60.6	91.5	51.0%	57.8	90.4	56.4%
总负债	52.0	72.5	39.3%	49.1	74.5	51.5%
所有者权益	8.5	19.0	122.7%	8.7	16.0	84.3%
归属于母公司所有者权益	1.9	17.9	820.2%	2.3	15.0	552.0%
	2022年1-8月			2021年度		
项目	交易前	交易后(备考)	变动率	交易前	交易后(备考)	变动率
营业收入	110.1	140.9	28.0%	164.7	208.4	26.5%
利润总额	0.7	4.7	561.1%	3.3	7.3	118.5%
净利润	0.4	3.5	767.6%	2.4	6.2	157.5%
归属于母公司所有者的净利	0.1	3.4	4601.5%	1.6	6.2	277.4%
基本每股收益(元/股)	-0.08	0.32	300.0%	0.17	0.6	252.9%

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：公司和重组标的盈利对比（亿元）

	2020	2021	2022.1-8
株冶集团（上市公司）重组之前	1.6	1.6	0.1
株冶有色总计	2.4	3.4	1.1
株冶有色 79.17%权益	1.9	2.7	0.9
水口山有限	4.3	4.0	3.0

资料来源：公司公告、招商证券

#### 假设条件：

**价格：**出于审慎，不考虑产品价格波动，主要产品未来三年年均价取用 2023 年至报告日的均价，也即假设主产品锌铅金银硫酸 2023 年年均价=2024 年年均价=2025 年年均价=2023 年年初至报告日均价。

表 10：价格假设

金属	单位	2022	2023E	2024E	2025E
锌价	元/吨	25,282	22,344	22,344	22,344
铅价	元/吨	15,336	15,287	15,287	15,287
金价	元/克	392	432	432	432
白银价	元/公斤	4,694	5,245	5,245	5,245
硫酸价	元/吨	534	195	195	195

资料来源：wind、招商证券

#### 产销量：

- 铅锌产品考虑到目前生产稳定，且暂未公告扩建规划，2023/2024/2025 年铅锌产量根据公司 2023 年经营目标持平假设。硫酸是铅锌冶炼副产品，随之稳定。
- 考虑水口山铅锌矿的扩建项目投产，贵金属相关产品 2024/2025 年销量量随之增加。

表 11：公司主产品产销量假设

主产品	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
锌产品（万吨）	58.1	53.6	53.6	53.6	53.6
硫酸（万吨）	53.3	56.1	56.1	56.1	56.1
铅产品（万吨）	10.8	10.5	10.5	10.5	10.5
黄金（吨）	1.2	1.5	1.5	1.7	1.8
白银（吨）	236.9	258.3	258.3	294.0	317.9
硫精矿含金（吨）	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8

资料来源：公司公告、招商证券

#### 其他假设：

不考虑影响生产经营的突发事件，不考虑黄沙坪等可能发生的资产注入。

在以上价格假设条件下，

表 12: 公司收入结构拆分 (亿元)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>156.8</b>	<b>193.7</b>	<b>196.5</b>	<b>198.3</b>
锌产品	125.1	110.8	110.8	110.8
硫酸	2.3	0.8	0.8	0.8
铜铋等其他	8.5	8.5	8.5	8.5
贸易	20.9	20.9	20.9	20.9
铅产品		15.3	15.3	15.3
金银		25.1	27.8	29.7
水口山贸易		12.3	12.3	12.3
<b>营业成本</b>	<b>150.2</b>	<b>177.7</b>	<b>179.0</b>	<b>179.9</b>
锌产品	121.3	104.7	104.7	104.7
硫酸	0.9	0.9	0.9	0.9
铜铋等其他	7.1	7.1	7.1	7.1
贸易	20.8	20.8	20.8	20.8
铅产品		15.0	15.0	15.0
金银		16.8	18.1	19.0
水口山贸易		12.3	12.3	12.3
<b>毛利</b>	<b>6.6</b>	<b>16.0</b>	<b>17.5</b>	<b>18.5</b>
锌产品	3.7	6.1	6.1	6.1
硫酸	1.4	-0.1	-0.1	-0.1
铜铋等其他	1.3	1.3	1.3	1.3
贸易	0.1	0.1	0.1	0.1
铅产品		0.3	0.3	0.3
金银		8.3	9.7	10.7
水口山贸易		0.1	0.1	0.1
<b>收入 YOY</b>	<b>-5%</b>	<b>24%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
<b>成本/收入</b>	<b>96%</b>	<b>92%</b>	<b>91%</b>	<b>91%</b>

资料来源: 公司公告、招商证券

备注: 1、铅产品、金银、水口山贸易三项指水口山有限数据。

2、2022 年营业收入、营业成本、毛利润、毛利率、收入 YOY、成本/收入为重组前数据, 不包含水口山有限数据

2018 年搬迁整改之后, 公司包袱减轻, 利润明显改善。今年一季度, 注入水口山铅锌矿, 给公司带来三大变革:

- 1、公司从纯冶炼转型采选冶一体化;
- 2、增加黄金白银产品, 赋予黄金属性;
- 3、利润较大幅度增厚;
- 4、公司转型且利润稳定之后, 五矿集团旗下的矿产资源注入的可能性打开。

根据以上假设, 预计 2023/2024 年公司利润 5.6 亿元/6.6 亿元, 对应 PE15/13 倍。公司主产品铅锌金银铜锗等, 可比公司 2023/2024 年平均市盈率 18/15 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

表 13: 可比公司估值对比 (截止到 2023 年 6 月 9 日)

公司名称	代码	EPS (元)			盈利增长率			PE	PB	ROE	市值		
		2022	2023	2024	2022	2023E	2024E						
恒邦股份	002237	0.43	0.57	0.71	10%	31%	24%	26	20	16	1.6	6.0	132
盛达资源	000603	0.53	0.68	0.82	-14%	28%	21%	26	20	17	3.2	11.5	95
银泰资源	000975	0.40	0.56	0.73	-12%	39%	30%	31	22	17	3.3	11.0	346
中金黄金	600489	0.44	0.63	0.68	25%	43%	9%	26	18	16	2.1	8.4	543

驰宏锌锗	600497	0.13	0.41	0.45	15%	209%	10%	40	13	12	1.7	4.5	268
中金岭南	000060	0.32	0.40	0.43	3%	23%	7%	15	12	11	1.3	8.0	182
株冶集团	600961	0.05	0.52	0.62	-66%	901%	18%	152	15	13	15.2	7.9	85

资料来源：公司公告、招商证券

备注：1、株冶集团 2022 年经营数据未追溯，为重组前数据

2、除株冶集团，其他公司盈利预测均为 wind 一致预期。

## 六、风险提示

### 1、锌、铅、金、银、硫酸、铟等价格大幅下跌的风险

公司主要从铅锌金银多金属矿的采选，铅锌冶炼及加工业务，并复产硫酸和铟，若产品价格大幅下跌，将拖累公司盈利。

### 2、安全生产风险

采选冶过程中出现安全事故等造成生产中断，将会影响公司利润兑现。

### 3、汇率波动风险

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

### 4、二级市场波动风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2338	2221	4149	4381	4968
现金	232	234	800	1000	1566
交易性投资	0	3	3	3	3
应收票据	231	393	485	492	496
应收款项	189	217	245	248	251
其它应收款	101	101	124	126	127
存货	1160	989	2112	2128	2139
其他	425	286	380	384	387
<b>非流动资产</b>	3443	3275	4937	4739	4556
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3050	2879	4009	3883	3763
无形资产商誉	164	141	677	609	548
其他	229	256	251	248	245
<b>资产总计</b>	<b>5781</b>	<b>5496</b>	<b>9086</b>	<b>9120</b>	<b>9525</b>
<b>流动负债</b>	3473	3471	4742	4268	4113
短期借款	1487	1433	2966	2482	2318
应付账款	859	839	992	999	1004
预收账款	231	169	200	202	203
其他	896	1029	584	586	588
<b>长期负债</b>	1441	1145	1145	1145	1145
长期借款	1329	1046	1046	1046	1046
其他	112	98	98	98	98
<b>负债合计</b>	<b>4914</b>	<b>4616</b>	<b>5886</b>	<b>5413</b>	<b>5257</b>
股本	527	527	1073	1073	1073
资本公积金	2367	2367	3567	3567	3567
留存收益	(2665)	(2677)	(2114)	(1621)	(1076)
少数股东权益	637	663	674	688	703
归属于母公司所有者权益	230	218	2526	3020	3565
<b>负债及权益合计</b>	<b>5781</b>	<b>5496</b>	<b>9086</b>	<b>9120</b>	<b>9525</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	614	636	(165)	1160	1218
净利润	241	104	574	676	759
折旧摊销	157	180	182	298	284
财务费用	132	123	146	155	138
投资收益	33	72	52	52	52
营运资金变动	51	158	(1137)	(21)	(14)
其它	0	(2)	18	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(27)	(224)	(1902)	(152)	(152)
资本支出	(155)	(109)	(1850)	(100)	(100)
其他投资	128	(115)	(52)	(52)	(52)
<b>筹资活动现金流</b>	(546)	(394)	2633	(808)	(500)
借款变动	(430)	(254)	1034	(484)	(164)
普通股增加	0	0	545	0	0
资本公积增加	0	0	1200	0	0
股利分配	0	0	0	(169)	(199)
其他	(116)	(139)	(146)	(155)	(138)
<b>现金净增加额</b>	41	18	566	200	566

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	16472	15677	19351	19628	19813
营业成本	15700	15021	17748	17877	17968
营业税金及附加	29	36	116	118	119
营业费用	19	21	31	31	32
管理费用	210	215	426	432	436
研发费用	73	70	97	98	99
财务费用	134	126	146	155	138
资产减值损失	3	6	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	3	3	3
其他收益	44	17	17	17	17
投资收益	(33)	(72)	(72)	(72)	(72)
<b>营业利润</b>	323	142	736	865	970
营业外收入	11	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	332	151	745	874	978
所得税	91	47	171	198	220
少数股东损益	77	48	11	14	15
<b>归属于母公司净利润</b>	164	56	563	662	744

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	12%	-5%	23%	1%	1%
营业利润	10%	-56%	419%	17%	12%
归母净利润	3%	-66%	901%	18%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	4.7%	4.2%	8.3%	8.9%	9.3%
净利率	1.0%	0.4%	2.9%	3.4%	3.8%
ROE	88.3%	25.1%	41.0%	23.9%	22.6%
ROIC	8.3%	5.4%	12.6%	11.2%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.0%	84.0%	64.8%	59.4%	55.2%
净负债比率	54.8%	54.2%	44.2%	38.7%	35.3%
流动比率	0.7	0.6	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.9	2.8	2.7	2.2	2.1
存货周转率	14.6	14.0	11.4	8.4	8.4
应收账款周转率	53.8	30.5	28.9	26.7	26.7
应付账款周转率	20.4	17.7	19.4	18.0	17.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.15	0.05	0.52	0.62	0.69
每股经营净现金	0.57	0.59	-0.15	1.08	1.14
每股净资产	0.21	0.20	2.35	2.81	3.32
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.19	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	52.1	151.9	15.2	12.9	11.5
PB	37.1	39.2	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	23.5	32.8	13.4	10.9	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**贾宏坤：**招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。