

中金岭南(000060)深度研究报告

夯实铅锌主业，发力铜产业打造第二成长曲线

- ❖ **铅锌行业的领军企业。**中金岭南是集铅锌铜等多金属国际化全产业链公司。2022年公司财务状况整体稳健，实现营业收入554亿元，同比+24.6%，归母净利润12亿元，同比+3.5%，提质增效成果显著，2018-2022年公司期间费用逐年降低。
- ❖ **公司铅、锌、铜等矿产资源丰富。**截至2022年底，公司直接掌控的已探明的铜铅锌等有色金属资源总量超千万吨，形成立足国内（凡口铅锌矿、广西矿业盘龙铅锌矿），走向世界（澳大利亚布罗肯山矿、多米尼加迈蒙矿）的矿产资源格局。同时依托国内外两大矿业平台，不断加大资源开发、并购与整合力度。截止2022年，公司所属矿山保有金属资源量锌693万吨，铅326万吨，银6012吨，铜126万吨，钴2万吨，金66吨，镍9万吨。
- ❖ **集团旗下唯一铜板块上市平台，着力布局上游铜资源。**公司铜资源主要来自多米尼加矿区（铜资源占比82%）和澳大利亚蒙特奥赛德项目（铜资源占比18%），当前多米尼加迈蒙矿200万吨/年地下矿山项目建设中，矿山服务年限19年，年均生产锌精矿约3.2万吨，铜精矿约2.6万吨，预计2024年12月达到可使用状态。
集团持股100%的泛澳公司铜、金资源储量丰富。泛澳公司主要从事铜金探矿、采矿业务，业务分布老挝、巴布亚新几内亚、缅甸、智利等地，其中老挝的Phu Kham铜金矿和Ban Houayxai金银是公司最主要两大在产矿山，2021年泛澳公司铜精矿产量3.24万吨，黄金、白银产量分别为12.67万盎司和87.86万盎司；泛澳公司旗下Frieda River铜金矿也是正在开发的世界十大铜资源项目，预计含有1200万吨铜和1900万盎司黄金。
- ❖ **收购方圆系开启铜冶炼加工元年。**2022年底，公司重整接管方圆系企业，现金收购方圆铜业等公司全部股权，开始全面进军铜冶炼加工业务，获得70万吨阴极铜产能指标，伴随方圆系企业并购完成，公司实现了铜全产业链布局。伴随铜行业需求持续强劲，库存低位有望支撑铜价上涨，铜业务有望成为公司第二成长曲线。
- ❖ **夯实铅锌主业，扩容扩产持续推进。**凡口矿、盘龙矿、布罗肯矿区作为公司最主要铅锌资源来源，扩容扩产持续推进，2022年，公司实现精矿含铅锌金属产量27.4万吨，同比-4.50%，铅锌冶炼制品产量35.39万吨，同比+23.62%，凡口矿新增铅锌矿石量144.7万吨，同比+193.7%，新增铅锌金属量29万吨，同比+208.6%。2023年，预计铅行业供需基本平衡，锌行业供不应求有望加剧，公司铅锌业务收入有望持续增长。
- ❖ **投资建议：**公司作为铅锌行业领军企业之一，扩产增储持续推进，背靠广晟集团有望享受国企平台优势，收购方圆系企业开启铜冶炼元年，铜业务有望成为公司第二成长曲线，我们预计公司2023-2025年归母净利润15.79/17.20/19.24亿元。选取驰宏锌锗、西部矿业、盛达资源为公司铅锌、铜业务可比公司，根据可比公司PE估值均值，给予公司2023年15倍市盈率，目标价6.34元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**金属价格大幅波动；项目扩产不及预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	55,437	84,203	91,163	105,384
同比增速(%)	24.6%	51.9%	8.3%	15.6%
归母净利润(百万)	1,212	1,579	1,720	1,924
同比增速(%)	3.5%	30.2%	8.9%	11.9%
每股盈利(元)	0.32	0.42	0.46	0.51
市盈率(倍)	16	12	11	10
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月10日收盘价

强推（首次）

目标价：6.34元

当前价：5.08元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

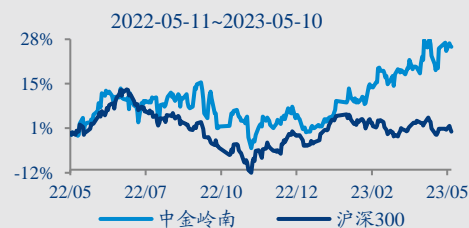
邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

公司基本数据

总股本(万股)	373,754.37
已上市流通股(万股)	373,726.25
总市值(亿元)	189.87
流通市值(亿元)	189.85
资产负债率(%)	54.86
每股净资产(元)	3.85
12个月内最高/最低价	5.17/3.86

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

重点梳理了公司优势、铜板块和铅锌主业的内容，结合铜、铅锌市场分析公司未来发展前景。

投资逻辑

一、铅锌龙头，多金属国际化全产业链公司。1.公司横纵布局，打造多金属国际化全产业链公司，核心产品为铅锌产品。2.财务状况整体表现稳健，管理能力尤为亮眼。3.资源优势显著，海外矿石资源品位较高。

二、集团唯一铜板块上市公司，开启铜冶炼加工元年。公司在铜业务方面不断布局，铜业扩产增储明显，多米尼加矿区成为公司主要铜矿最大来源。背靠广晟集团，公司享受国企平台优势，拓展海内外相关业务。通过并购方圆系企业，公司开启铜冶炼加工元年，中金东营引入财务投资人进一步推动铜冶炼进程。当前铜业务需求持续强劲，有望促进公司铜业务发展。

三、铅锌行业龙头，扩容扩产持续推进。公司铅锌矿端勘探持续推进，铅锌资源维持较高规模，冶炼端升级改造如火如荼，冶炼产品产销量不断增长。铅行业供需基本平衡，全球供给端趋于稳定，需求端铅酸蓄电池支撑增长，锌行业整体供给增长有限，需求有望恢复。

四、多金属布局，产品多样化。公司在新材料加工和小金属冶炼方面呈现多样化。铝型材和电池材料是公司新材料加工的重点产品，未来蓝海依旧。丹霞冶炼厂升级改造等有望助力小金属冶炼的蓬勃发展。

关键假设、估值与盈利预测

假设（1）有色金属贸易：假设业务规模维持在2022年水平，毛利率为0.08%；

（2）冶炼产品业务：公司2023年计划生产42.4万吨，铅锌改造回收相关项目陆续投入运行，假设公司2023-2025年冶炼产品铅、锌及锌制品产量为42.4万吨、43万吨、45万吨，冶炼产品铅、锌及锌制品综合单价均为2.0万元/吨，毛利率为20%；

（3）精矿产品业务：公司2023年计划生产铅锌精矿27.67万吨，铜精矿9657吨，公司矿产勘探持续推进，假设2023按计划实现，2024-2025年小幅提高，2023-2025年精矿产品产量分别为28.64万吨、29万吨、31.1万吨，精矿产品综合单价为1.04万元/吨，毛利率为32.29%；

（4）铝型材业务：假设业务与2022年保持一致，2023-2025年铝型材产量均为2.06万吨，单价均为3.5万元/吨，毛利率为16%；

（5）电池材料业务：假设公司2023-2025年电池锌粉产量均为1.2万吨，单位价格保持为2022年单位均价5万元/吨，毛利率为10.78%；

（6）新增阴极铜业务：公司2022年收购山东方圆铜冶炼厂，公司23年计划增加40万吨铜冶炼，2024年有望进一步提升70万吨铜冶炼的产能利用率，假设公司2023-2025年阴极铜产量为40万吨/50万吨/70万吨，单位均价为6.8万元/吨，毛利率为7%。

盈利预测与投资建议。公司作为铅锌行业领军企业之一，扩产增储持续推进，收购方圆系企业开启铜冶炼元年，铜业务有望开启公司第二成长曲线，我们预计公司2023-2025年归母净利润15.79/17.20/19.24亿元。选取驰宏锌锗、西部矿业、盛达资源为公司铅锌、铜业务可比公司，根据可比公司PE估值均值，给予公司2023年15倍市盈率，目标价6.34元，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、 铅锌龙头，多金属国际化全产业链公司	7
（一） 纵横布局，打造多金属国际化全产业链公司	7
（二） 财务状况整体稳健，管理能力表现亮眼	9
（三） 扩矿增储持续推进，公司资源优势明显	10
二、 集团旗下唯一铜板块上市平台，着力布局上游铜资源	13
（一） 铜资源主要依托海外，扩产增储持续推进	13
（二） 背靠广晟集团，有望享受国企平台优势	14
（三） 并购方圆系开启铜冶炼加工元年	16
（四） 铜行业需求持续强劲，库存低位有望支撑铜价上涨	18
三、 夯实铅锌主业，扩容扩产持续推进	22
（一） 铅锌业务扩容扩产进行时	22
1. 资源端：矿产勘探持续推进，铅锌资源量维持较高规模	22
2. 冶炼端：升级改造正当其时，冶炼产品产销双增	25
（二） 铅行业供需基本平衡，锌行业供不应求有望加剧	27
1. 铅行业：供需基本平衡	27
2. 锌行业：供给增量有限，需求有望恢复	29
四、 多金属布局，产品多样化	35
（一） 新材料加工未来可期	35
（二） 小金属发展蓬勃	36
五、 盈利预测	37
六、 风险提示	37

图表目录

图表 1	公司发展历程	7
图表 2	公司股权结构图	8
图表 3	公司主要产品及用途情况	8
图表 4	2018-2023Q1 公司营业收入情况	9
图表 5	2018-2023Q1 公司归母净利润情况	9
图表 6	2018-2022 产品营业收入结构	9
图表 7	2018-2022 产品毛利结构	9
图表 8	2018-2023Q1 期间费用情况	10
图表 9	2018-2023Q1 公司销售净利率、ROE 情况	10
图表 10	公司资产负债率情况	10
图表 11	公司期末现金余额情况	10
图表 12	公司所属矿山保有金属资源量分布图	11
图表 13	截至 2022 年末公司矿区资源量及储量情况	11
图表 14	截至 2022 年末公司矿产资源品位情况	12
图表 15	2018-2022 年精矿含铜金属量产销	13
图表 16	多米尼加迈蒙矿	13
图表 17	多米尼加、澳大利亚蒙特奥赛德保有资源储量情况表	13
图表 18	截至 2022 年公司铜板块扩容项目	14
图表 19	阳春尧垌铜多金属矿和韶关万侯铜银铅锌多金属矿探矿权情况	14
图表 20	广晟集团业务板块	15
图表 21	广晟集团收购泛澳公司进程	15
图表 22	泛澳公司产品产销量	15
图表 23	泛澳公司旗下矿山项目情况	16
图表 24	公司并购方圆系企业历程	16
图表 25	公司年产阴极铜 70 万吨相关建设项目汇总表	17
图表 26	“存续式-吸收合并重整”模式	18
图表 27	公司并购出资情况	18
图表 28	中金东营股权结构	18
图表 29	铜价与全球铜矿产能增长的关系	19
图表 30	全球矿山铜产量（千吨）	19
图表 31	新能源对铜需求的拉动测算	19
图表 32	房地产开发投资、新开工、施工、竣工销售面积同比增速（%）	20
图表 33	电网、电源基本建设投资完成额同比（%）	20

图表 34	全球显性库存总计（万吨）	20
图表 35	SHFE 铜库存（万吨）	20
图表 36	铜板带开工率	21
图表 37	铜棒开工率	21
图表 38	中国电解铜产能(万吨)及产能利用率(%)	21
图表 39	全球电解铜产能(万吨)及产能利用率(%)	21
图表 40	中国铜冶炼加工费（美元/干吨）	21
图表 41	铜冶炼厂毛利（元/吨）	21
图表 42	凡口铅锌矿保有资源量情况表（截止 2022 年 12 月 31 日）	22
图表 43	钨口尾矿资源综合回收及环境治理开发鸟瞰	23
图表 44	2018-2022 年凡口矿新增铅锌资源量	23
图表 45	盘龙矿区所属公司股权结构图	23
图表 46	盘龙矿区图	23
图表 47	盘龙铅锌矿保有资源量情况表（截止 2022 年 11 月 30 日）	23
图表 48	海外矿区股权结构图	24
图表 49	多米尼加保有资源储量情况表（截止 2022 年 10 月 31 日）	24
图表 50	截至 2022 年澳大利亚保有资源储量情况表	25
图表 51	2018-2022 年精矿含铅锌金属量产销	25
图表 52	2018-2022 年铅锌精矿产品收入及增速	25
图表 53	公司冶炼厂情况	26
图表 54	2018-2022 年冶炼产品铅、锌及锌制品产销	26
图表 55	2018-2022 年冶炼产品收入及增速情况	26
图表 56	公司铅锌重大项目情况	26
图表 57	全球和中国铅矿产量情况	27
图表 58	中国原生、再生精炼铅产量情况	27
图表 59	LME 和 SHFE 铅库存	27
图表 60	中国精炼铅进出口量情况	27
图表 61	济源、个旧、郴州铅精矿加工费（元/吨）	28
图表 62	铅锭价格走势图	28
图表 63	2021 年铅下游需求结构占比情况	28
图表 64	2017-2021 年铅酸蓄电池产量及同比情况	28
图表 65	2020 年中国铅酸蓄电池下游应用结构情况	29
图表 66	中国汽车销量及同比情况	29
图表 67	2017-2021 年中国电动自行车产量及增速	29
图表 68	2018-2022 年中国电动自行车销量及增速	29

图表 69	2018-2023 年世界铅精矿、精炼铅供需情况及测算（万吨）	29
图表 70	2018-2023 年 1-2 月全球锌精矿产量情况	30
图表 71	2018-2023 年 1-2 月中国锌精矿产量情况	30
图表 72	欧洲天然气价格	30
图表 73	NYMEX 天然气价格	30
图表 74	2018-2023 年 1-2 月全球精炼锌产量情况	31
图表 75	2018-2023 年 1-2 月中国精炼锌产量情况	31
图表 76	2022 年欧洲冶炼厂产能情况	31
图表 77	LME 和 SHFE 精炼锌库存	32
图表 78	中国精炼锌净出口数量情况	32
图表 79	进口锌精矿加工费	32
图表 80	国产锌精矿加工费	32
图表 81	2021 年全球锌消费国家占比分布情况	33
图表 82	中国锌产业终端消费领域占比情况	33
图表 83	中国锌产业直接消费领域占比情况	33
图表 84	中国锌合金、氧化锌企业开工率	33
图表 85	基础设施建设投资完成额累计同比	34
图表 86	中国建筑业 PMI 指数和建筑业新订单指数	34
图表 87	2018-2023 年世界锌精矿、精炼锌供需情况及测算（万吨）	34
图表 88	深圳华加日铝业有限公司产品线图	35
图表 89	中金岭南科技公司	35
图表 90	2018-2022 年中金岭南铝型材收入情况	36
图表 91	2020 年-2023 年中国新能源汽车产量（万辆）	36
图表 92	2019-2022 全球新能源汽车销量走势	36
图表 93	2018-2022 年中金岭南电池材料收入情况	36
图表 94	可比公司估值分析	37

一、铅锌龙头，多金属国际化全产业链公司

（一）纵横布局，打造多金属国际化全产业链公司

中金岭南作为有色金属铅锌行业领军企业之一，是一家集铅锌铜等有色金属的采矿、选矿、冶炼和深加工一体的多金属国际化全产业链公司，生产有铅锌精矿、铜精矿、铅锭、锌锭及锌合金、白银、黄金、粗铜、电铜、铜锭、工业硫酸、硫磺等多种产品。

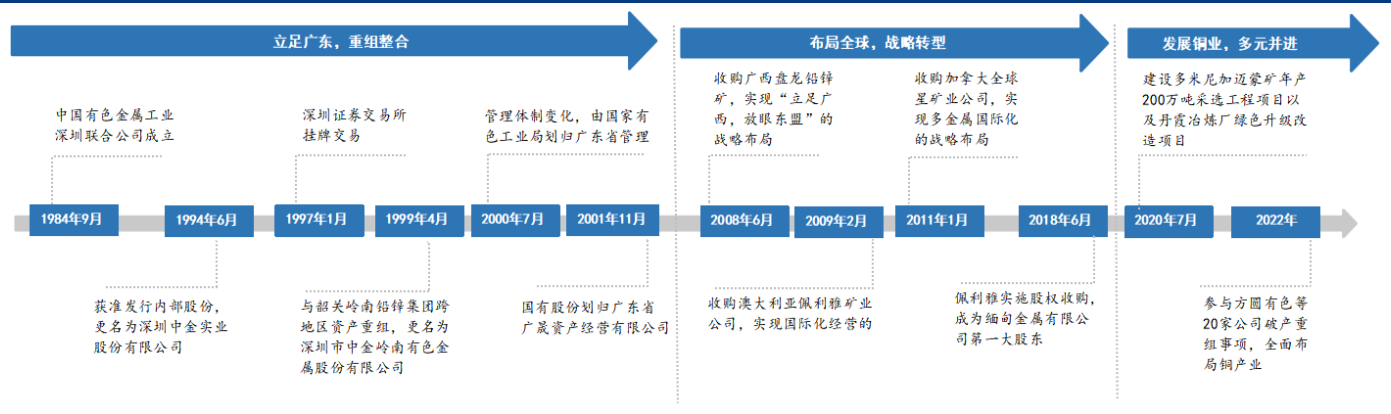
中金岭南发展历程可分为三个阶段，区域从广东布局至全球，业务从单一拓展至多元。

1) **立足广东，重组整合。**中金岭南前身系中国有色金属工业深圳联合公司于1984年9月成立。1994年6月，公司获准发行内部股份，更名为深圳中金实业股份有限公司。1997年1月，公司在深圳证券交易所挂牌交易。1999年4月，公司与韶关岭南铅锌集团跨地区资产重组，更名为深圳市中金岭南有色金属股份有限公司。2000年7月，公司管理体制变化，由国家有色工业局划归广东省管理。2001年11月，公司国有股份划归广东省广晟资产经营有限公司。

2) **布局全球，战略转型。**2008年6月，公司收购广西盘龙铅锌矿，实现“立足广西，放眼东盟”的战略布局。2009年2月，公司收购澳大利亚佩利雅矿业公司，实现国际化经营的战略转型。2011年1月，公司收购加拿大全球星矿业公司，实现多金属国际化的战略布局。2018年6月，海外子公司佩利雅实施股权收购，成为缅甸金属有限公司第一大股东。

3) **发展铜业，多元并进。**2020年7月，建设多米尼加迈蒙矿年产200万吨采选工程项目以及丹霞冶炼厂绿色升级改造项目。2022年，公司参与方圆有色等20家公司破产重组事项，全面布局铜产业。

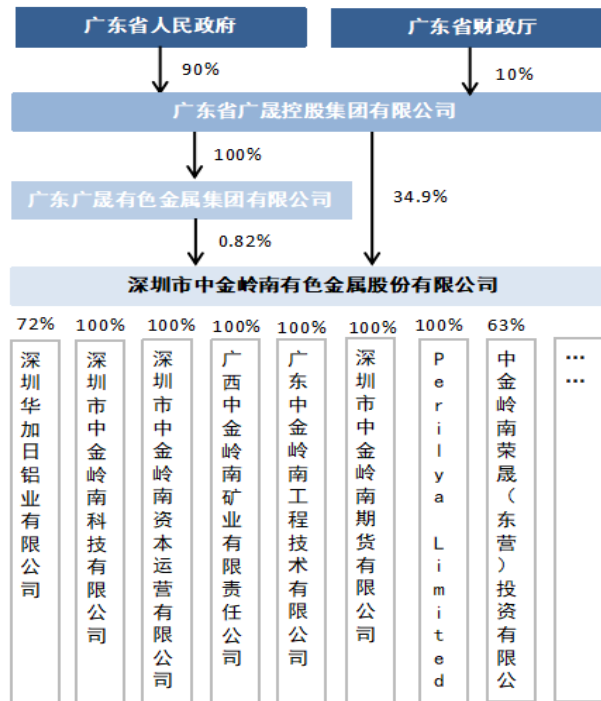
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

广东省国资委是公司实际控制人。广东省广晟控股集团有限公司是公司控股股东，持有公司股权比例34.9%，其实际控制人是广东省国资委。根据中商产业研究院数据，目前公司参股或控股公司139家，业务涉及矿石开采、冶炼和产品生产经营等多方面。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：iFinD，华创证券

公司业务涉及矿山、冶炼和新材料加工板块，主营产品为铅锌铜相关产品。矿山板块拥有丰富铅、锌、铜、金、银资源，主要产品有铅精矿、锌精矿、混合铅锌精矿及其他金属矿。冶炼板块主要产品有铅锭、锌锭、锌系列、金、硫磺、硫酸以及综合回收其他贵金属等。公司“南华”牌铅锭和锌锭凭借过硬的产品质量和良好的品牌信誉，被认定为“广东省名牌产品”。新材料加工板块主要产品有铝型材、电池锌粉、片锌等材料。公司产品广泛应用于电池、合金、建筑、汽车等多个领域。

图表 3 公司主要产品及用途情况

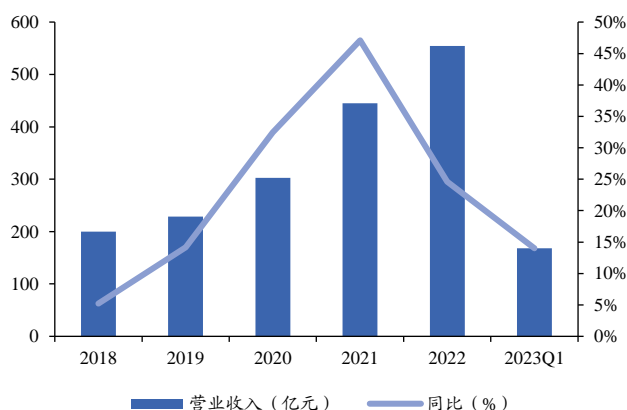
业务板块	产品名称	产品用途	2022 年产量
矿山板块	铅锌精矿	铅金属主要用于铅酸蓄电池、铅材和铅合金，其他用途还包括氧化铅、铅盐、电缆等其他铅产品，锌金属用于镀锌、压铸合金、氧化锌、黄铜、电池等领域	27.40 万吨
	黄金		153 公斤
	白银		4.53 吨
	铜精矿		5360 吨
冶炼板块	铅锌产品	广泛运用于建筑工程、汽车部件、轨道交通及电池材料	35.51 万吨
	硫酸		25.07 万吨
	硫磺		3.21 万吨
	阴极铜		-
	铜锭等		-
新材料加工板块	铝型材	广泛运用于建筑工程、汽车部件、轨道交通及电池材料	2.06 万吨
	电池锌粉		1.19 万吨
	冲孔镀镍钢带		1000 吨
	铝门窗及幕墙工程、片状		-

锌粉等		
资料来源: 公司公告, 华创证券		

(二) 财务状况整体稳健, 管理能力表现亮眼

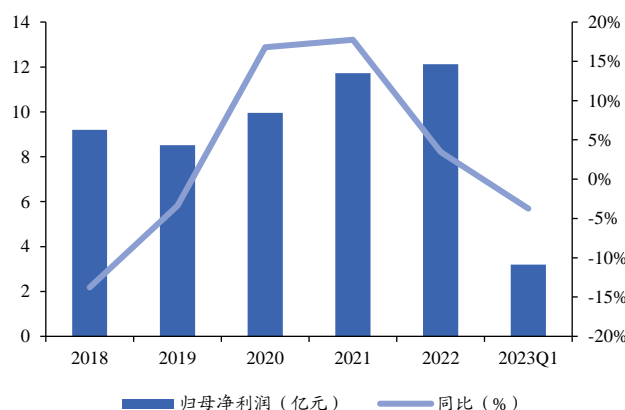
2022 年公司营业收入整体向好, 2023Q1 公司归母净利润略有承压。2022 年在经济下行的外部压力下, 高位震荡的有色金属价格、低位运行的加工费、不断上涨的燃料和能源价格以及大幅下跌的副产品价格使得公司营收和归母净利润增速放缓, 但仍呈现向好趋势。进入 2023 年一季度, 公司营业总收入 167.91 亿元, 同比增长 13.99%, 受并购铜冶炼企业影响, 归母净利润为 3.20 亿元, 同比下降 3.73%。

图表 4 2018-2023Q1 公司营业收入情况



资料来源: iFinD, 华创证券

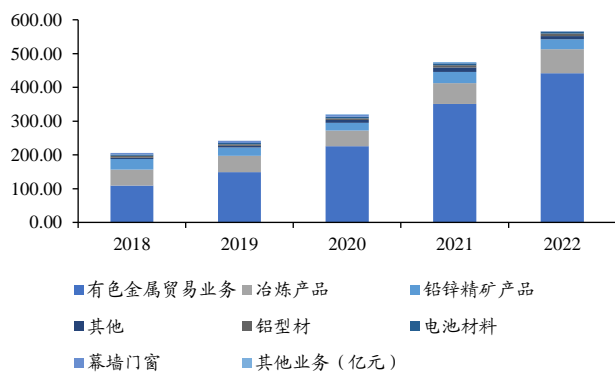
图表 5 2018-2023Q1 公司归母净利润情况



资料来源: iFinD, 华创证券

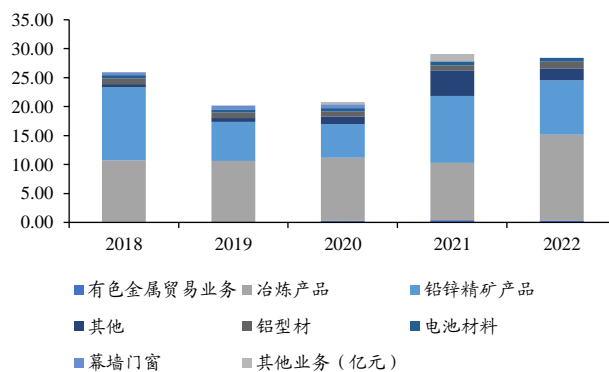
冶炼产品、铅锌精矿产品和有色金属贸易是公司主要收入来源。从产品结构看, 有色金属贸易营收占比最高, 2022 年有色金属贸易收入为 441.73 亿元, 其次是冶炼产品, 2022 年营业收入为 71.35 亿元, 贸易和冶炼产品两项业务营收之和占公司总营收的 92.55%。在毛利占比中, 冶炼产品和铅锌精矿产品毛利占比最高, 2022 年冶炼产品和铅锌精矿毛利分别为 14.79 亿元、9.41 亿元, 两项毛利之和占总毛利的 82.68%。

图表 6 2018-2022 公司产品营业收入结构



资料来源: iFinD, 华创证券

图表 7 2018-2022 公司产品毛利结构



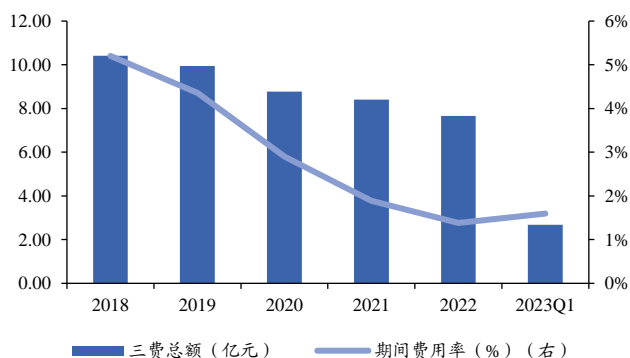
资料来源: iFinD, 华创证券

提质增效促进发展, 期间费用逐年降低。2018-2023 年 Q1, 公司销售、管理、财务费用三费总额整体下滑, 公司通过推行精准化管理和“五创”活动, 深入推进降本增效, 坚持

科技创新赋能，实现全面提质增效，截止 2023 年 Q1，公司销售费用、管理费用和财务费用三费总额为 2.68 亿元，期间费用率为 1.60%。

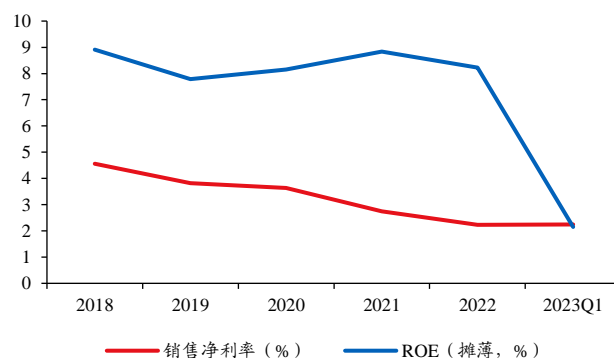
公司销售净利率整体平稳，净资产收益率有所承压。随着公司版图不断更新扩张，公司盈利能力有所影响，但销售端表现较为稳定。2022 年，公司销售净利率为 2.23%，较上年略有波动，ROE 为 8.22%，同比下降 0.55%，截止 2023 年一季度，公司销售净利率和 ROE 分别为 2.24%、2.15%，同比去年同期略有下滑但基本稳定。

图表 8 2018-2023Q1 公司期间费用情况



资料来源: iFinD, 华创证券

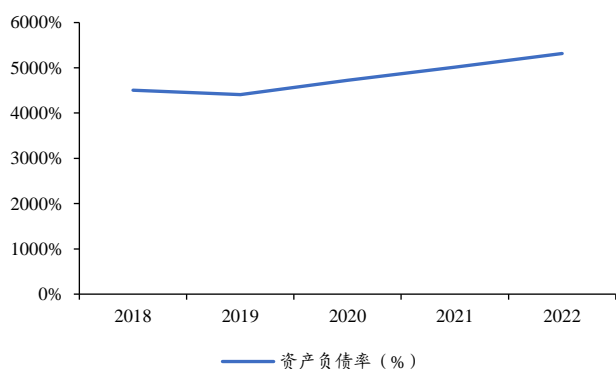
图表 9 2018-2023Q1 公司销售净利率、ROE 情况



资料来源: iFinD, 华创证券

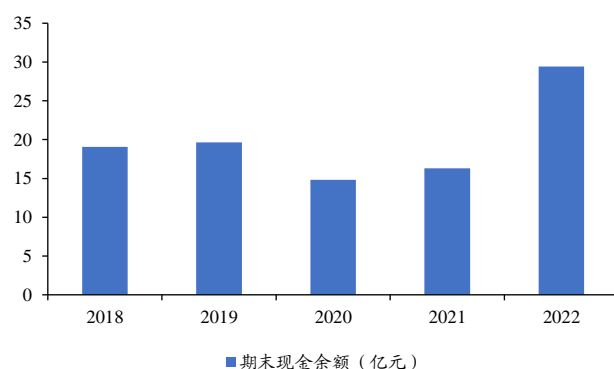
资产负债率整体稳定，期末现金余额持续增加。2022 年公司加大对矿山和冶炼厂的勘探改造项目投入，资产负债率为 53.16%，同比增长 3.02%，杠杆水平略有提升，但整体保持平稳。2022 年公司期末现金余额达 29.44 亿元，同比增加 13.14 亿元，公司现金流较为充裕。

图表 10 公司资产负债率情况



资料来源: iFinD, 华创证券

图表 11 公司期末现金余额情况



资料来源: iFinD, 华创证券

(三) 扩矿增储持续推进，公司资源优势明显

公司直接掌控的已探明的铜铅锌等有色金属资源总量超千万吨，形成立足国内（凡口铅锌矿、广西矿业盘龙铅锌矿），走向世界（澳大利亚布罗肯山矿、多米尼加迈蒙矿）的矿产资源格局，现已具备铅锌采选年产金属量约 30 万吨的生产能力。

截至 2022 年底，公司拥有 5 处大矿区，所属矿山保有金属资源量锌 693 万吨，铅 326 万吨，银 6012 吨，铜 126 万吨，钴 20807 吨，金 66 吨。大矿区包括凡口铅锌矿区、广西

盘龙矿区、韶关万侯矿区、多米尼加迈蒙矿区和澳洲布罗肯山矿区。

图表 12 公司所属矿山保有金属资源量分布图（截止 2022 年末）



资料来源：公司公告

公司依托国内外两大矿业平台，加大资源开发、并购与整合力度，加强现有矿权勘查力度，大幅提升公司国内外铜铅锌等有色金属资源掌控水平。2022 年公司在凡口矿完成了 20 个地质岩芯探矿钻孔，样品基本分析 128 件。其中 14 个孔见及工业矿体，见矿率达 70.00%，新增铅锌矿石量 144.73 万吨，铅金属量 118902 吨，锌金属量 171831 吨。盘龙矿在标高-440m 以上部分中段探边扫盲，累计升级地质储量约 153.1 万吨。新获得阳春尧垌铜多金属矿和韶关万侯铜银铅锌多金属矿探矿权，具有寻找中大型多金属矿床的潜力。同期，国外矿山布罗肯山矿完成了南运营点的深孔钻探，增加矿石量 60 万吨，并集中推进北矿到波托西的资源建模。迈蒙矿通过钻探确定矿床可能延伸 500 米，继续小鹿矿权的钻探验证。

图表 13 截至 2022 年末公司矿区资源量及储量情况

地区	矿区	类型	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	钨
			万吨			吨						
国内	凡口铅锌矿	资源量	165	104	-	-	1792	-	-	760	128	-
	广西盘龙矿	资源量	190	47	-	-	43	-	-	-	-	-
	韶关万侯矿	资源量	-	-	-	-	400	-	-	-	-	6311
多米尼加	迈蒙矿矿区	资源量	93.57	-	77.61	-	1447.12	-	45.16	-	-	-
		储量	26.35	-	19.05	-	6.18	-	11.25	-	-	-
	其他	资源量	3.22	-	25.69	9.24	127.79	-	20.87	-	-	-
澳大利亚	布罗肯山	资源量	217.33	174.47	-	-	2070.92	-	-	-	-	-
		储量	65.57	45.32	-	-	512.4	-	-	-	-	-
	其他	资源量	23.4	1	22.56	-	131.52	20807	-	-	-	-
合计		资源量	692.52	326.47	125.86	9.24	6012.35	20807	66.03	760	128	6311
		储量	91.92	45.32	19.05	0	518.58	0	11.25	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券

公司矿山资源品位丰富，其中澳大利亚弗林德斯运营点锌矿品位达到 33.70%。目前，公司海外迈蒙矿总体矿石品位较高，其中南矿床品位高于北矿床。迈蒙矿南矿床锌资源量品位为 2.70%，锌储量品位为 3.50%；铜资源量品位为 2.20%，储量品位为 2.51%；银资源量品位为 41g/t，储量品位为 46g/t；金资源量品位为 1.3g/t，金储量品位为 1.48g/t。在海外矿石品位中，弗林德斯运营点铅锌品位最高，迈蒙矿南矿床铜、银品位最高，坎背山项目镍品位最高，Cerro kiosko 金品位最高。

图表 14 截至 2022 年末公司矿产资源品位情况

地区	矿区	类型品位	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	钨
国内	凡口铅锌矿	资源量品位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	广西盘龙矿	资源量品位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	韶关万侯矿	资源量品位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
多米尼加	迈蒙矿北矿床	资源量品位	2.00%	-	1.80%	-	34g/t	-	1.10g/t	-	-	-
		储量品位	2.10%	-	1.79%	-	46g/t	-	1.15g/t	-	-	-
	迈蒙矿南矿床	资源量品位	2.70%	-	2.20%	-	41g/t	-	1.3g/t	-	-	-
		储量品位	3.50%	-	2.51%	-	46g/t	-	1.48g/t	-	-	-
	Loma Pesada	资源量品位	0.56%	-	1.84%	-	5.59g/t	-	0.10g/t	-	-	-
	Loma Barbuito	资源量品位	1.30%	-	0.60%	-	16.30g/t	-	1.10g/t	-	-	-
	Cerro kiosko	资源量品位	-	-	0.60%	-	4.7g/t	-	2.20g/t	-	-	-
	Dona Amanda	资源量品位	-	-	0.37%	-	1.40g/t	-	0.23g/t	-	-	-
	坎背山项目	资源量品位	-	-	-	1.49%	-	-	-	-	-	-
澳大利亚	布罗肯山	资源量品位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		储量品位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	弗林德斯运营点	资源量品位	33.70%	1.40%	-	-	-	-	-	-	-	-
	蒙特奥赛德项目	资源量品位	-	-	1.40%	-	8.30g/t	0.23%	-	-	-	-

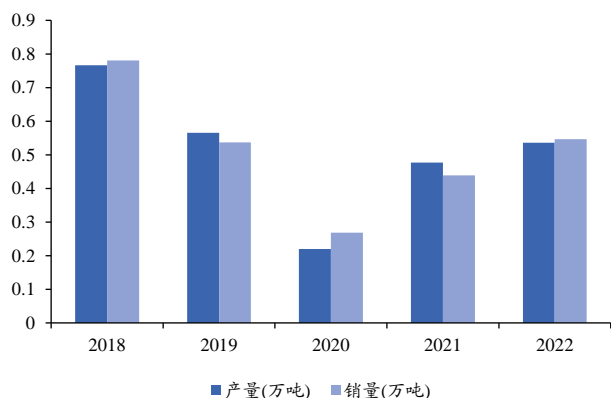
资料来源：公司公告，华创证券

二、集团旗下唯一铜板块上市平台，着力布局上游铜资源

(一) 铜资源主要依托海外，扩产增储持续推进

公司资源板块铜精矿产销量逐步回暖。打造铜全产业链是中金岭南既定的核心战略，矿端作为铜产业发展的基础，近三年铜精矿产销量逐步增长。经过公司在铜产业的不断布局，2022年精矿含铜金属量产量为0.54万吨，同比增长12.27%，销量为0.55万吨，同比增长24.58%。

图表 15 2018-2022 年精矿含铜金属量产销量



资料来源: iFinD, 华创证券

图表 16 多米尼加迈蒙矿



资料来源: Mysteel

截止 2022 年底，公司保有铜金属资源总量 126 万吨，铜矿资源主要来自于多米尼加矿区和澳大利亚蒙特奥赛德项目。其中多米尼加矿区保有铜金属资源总量 103 万吨，占比 82%，是公司铜矿最大来源。多米尼加迈蒙矿区由中金岭南在澳大利亚的全资子公司佩利雅公司 (Perilya Ltd) 管控运营，迈蒙矿是公司在多米尼加的主要矿区，拥有南北两大矿床和 5 项加探矿项目，其中迈蒙矿南矿床资源量和储量远高于北矿床。澳大利亚蒙特奥赛德项目保有铜金属资源总量 23 万吨，是公司铜金属量重要补充。

图表 17 多米尼加、澳大利亚蒙特奥赛德保有资源储量情况表

地区	矿区	类型	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	钨
			万吨			吨						
多米尼加	迈蒙矿北矿床	资源量	3.66	-	3.22	-	61.80	-	2.00	-	-	-
		储量	0.17	-	0.14	-	3.67	-	0.09	-	-	-
	迈蒙矿南矿床	资源量	89.91	-	74.39	-	1385.32	-	43.16	-	-	-
		储量	26.18	-	18.91	-	2.51	-	11.16	-	-	-
	Loma Pesada	资源量	0.83	-	2.72	-	8.25	-	0.15	-	-	-
		资源量	2.39	-	1.10	-	29.99	-	2.02	-	-	-
	Cerro kiosko	资源量	-	-	1.67	-	13.11	-	6.14	-	-	-
		资源量	-	-	20.20	-	76.44	-	12.56	-	-	-

	坎背山项目	资源量	-	-	-	9.24	-	-	-	-	-	-
多米尼加资源量合计			96.79	-	103.3	9.24	1574.91	-	66.03	-	-	-
澳大利亚	蒙特奥赛德项目	资源量	-		22.56	-	131.52	20807	-	-	-	-
以上合计			96.79	-	125.86	9.24	1706.43	20807	66.03	-	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

扩产增储持续推进，助力铜业务增长。采矿项目上，公司基于多米尼加迈蒙矿铜矿，建设年产 200 万吨采选工程项目，总投资 20.91 亿元，生产锌精矿、铜精矿和伴生的金、银，年均生产精矿合计含锌金属量约 3.2 万吨，铜金属量约 2.6 万吨，金约 890 千克，银约 24 吨，2022 年已完成井下开拓掘进约 5800m，并推进了井下通风系统、井下破碎及皮带运输系统的建设。

图表 18 截至 2022 年公司铜板块扩容项目

项目名称	项目内容及进度	总投资（亿元）	建设期（年）
多米尼加矿业公司迈蒙矿年产 200 万吨采选工程项目	拟开发建设多米尼加矿业公司迈蒙矿地下矿山，设计生产规模 200 万吨/年，矿山服务年限 19 年，2022 年完成井下开拓掘进约 5800m，并推进了井下通风系统、井下破碎及皮带运输系统的建设	20.91	3

资料来源：公司公告，华创证券

探矿项目上，公司 2022 年新获得阳春尧垌铜多金属矿和韶关万侯铜银铅锌多金属矿探矿权，具有寻找中大型多金属矿床的潜力，有望新增铜、铅、锌、白银、铌钽、锂、镓、钨等资源储量。其中韶关万侯矿区已探明三氧化钨 6311 吨，银 400 吨，2023 年公司 will 加大勘探投入，力争年内实现找矿突破。

图表 19 阳春尧垌铜多金属矿和韶关万侯铜银铅锌多金属矿探矿权情况

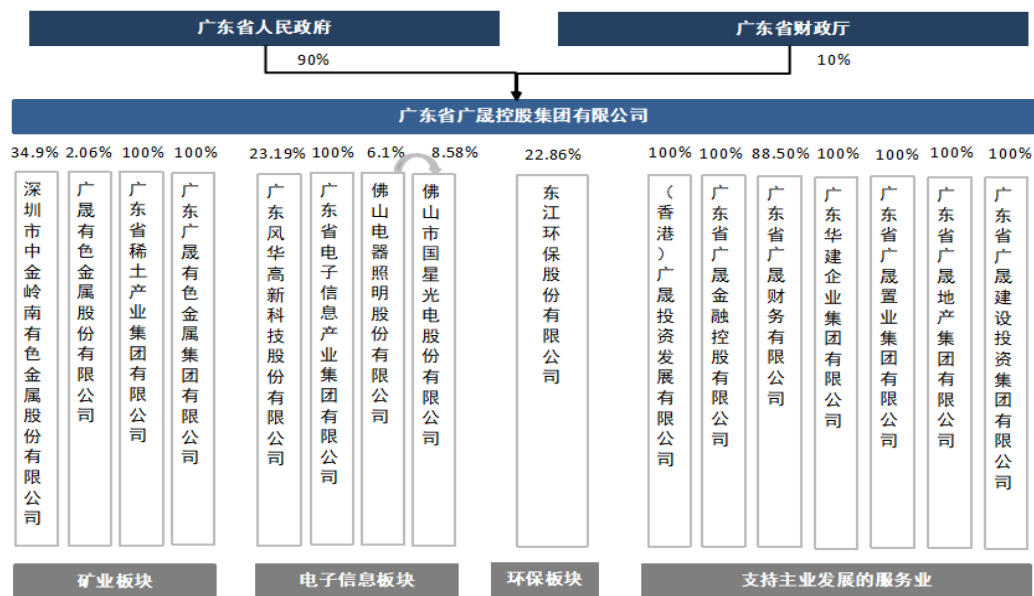
项目名称	勘查矿种	勘探面积（平方千米）	成交价（万元）
广东省韶关市武江区万侯铜银铅锌多金属矿普查（含资产包）	铜银铅锌多金属	30.63	1294
广东省阳春市尧垌铜多金属矿普查	铜多金属	6.45	40

资料来源：公司公告，广东省自然资源厅，华创证券

（二）背靠广晟集团，有望享受国企平台优势

广晟集团成立于 1999 年，是广东省属国有独资重点企业。经过二十多年的改革发展，广晟集团已成长为以矿产资源、电子信息为主业，环保、工程地产、金融协同发展的大型跨国企业集团，是国务院国有企业改革领导小组“双百行动”企业，其中矿业板块已成为广东省促进资源优化升级的重要平台，控制的矿产资源分布在 4 大洲 9 个国家，铅锌采、选、冶综合能力稳居全国前列。目前广晟集团控股 6 家 A 股上市公司（中金岭南、广晟有色、风华高科、国星光电、佛山照明、东江环保），其中仅中金岭南布局铅锌、铜业务。

图表 20 广晟集团业务板块

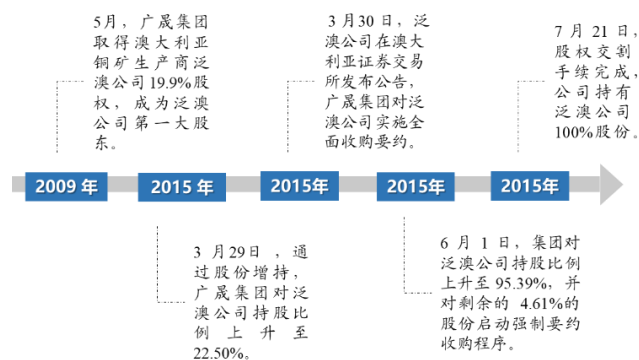


资料来源: 广晟集团官网, Wind, 华创证券

广晟集团积极布局海内外铜资源。泛澳公司主要从事铜金基本金属探矿和采矿业务，业务分布老挝、巴布亚新几内亚、缅甸、智利等地。2009年5月26日，集团与泛澳公司签署入股协议，获得澳大利亚铜矿生产商泛澳公司(PANAUSTLIMITED)增资后股本的19.9%股权，成为泛澳公司第一大股东。2015年3月30日，泛澳公司在澳大利亚证券交易所发布公告，集团对泛澳公司实施全面收购要约。同年7月，股权交割手续完成，集团持有泛澳公司100%股份。

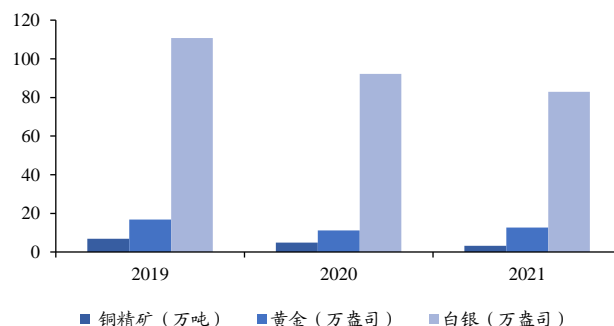
泛澳公司铜金矿资源丰富。2021年，泛澳公司精矿中铜产量为3.24万吨，黄金和白银产量分别为12.67万盎司和87.86万盎司。其中位于老挝的Phu Kham铜金矿和Ban Houayxai金银是泛澳公司最主要两大在产矿山：1) Phu Kham铜金矿矿山精矿中铜含量约为23%，2021年项目产铜精矿32385吨，铜品位0.51%，黄金品位0.23克/吨，白银品位1.41克/吨，矿山寿命预计到2025年；2) Ban Houayxai金银矿山2021年生产97329盎司黄金和693526盎司白银，黄金品位0.79克/吨，白银品位8.0克/吨，矿山寿命预计到2025年。

图表 21 广晟集团收购泛澳公司进程



资料来源: 2016年第二期广东省广晟资产经营有限公司公司债券募集说明书, 华创证券

图表 22 泛澳公司产品产销量



资料来源: PanAust公司公告, 华创证券

图表 23 泛澳公司旗下矿山项目情况

地区	旗下矿业	持股比例	矿业资产	项目介绍
老挝	Phu Bia 矿业	90%	Phu Kham 铜金	矿山精矿中铜含量约为 23%，黄金含量高达 8 克/吨，白银含量高达 53 克/吨。2021，项目产铜精矿 32385 吨，黄金 29,342 盎司，白银 135,867 盎司，铜品位 0.51%，黄金品位 0.23 克/吨，白银品位 1.41 克/吨。矿山寿命预计到 2025 年。
		90%	Ban Houayxai 金银	2020 年，生产 68715 盎司黄金和 635715 盎司白银；2021 年生产 97329 盎司黄金和 693526 盎司白银，黄金品位 0.79 克/吨，白银品位 8.0 克/吨。矿山寿命预计到 2025 年。
	Saisana	100%	--	新成立老挝实体公司，目的是在获得必要许可证的前提下，在 MEPA 合同区外寻求机会。（Phu Bia 矿业公司在老挝的运营仅限于其与老挝政府签订的《矿产勘探生产协议》（MEPA）中规定的合同区域。）
巴布亚新几内亚	Frieda River 铜金矿	100%	河铜金项目（FRCPG）	基于 Horse Ivaal Trukai-Ekwai Koki（HITEK）斑岩铜金矿开采，HITEK 矿床是世界上最大的未开发铜资源之一，预计含有 1200 万吨铜和 1900 万盎司黄金。项目初始运营寿命预计为 33 年，加上其他已知矿床，包括高品位的 Nena 矿床，可能会使矿山寿命延长 45 年以上。
缅甸	Wuntho Resources Company Limited（WRCL）	90%	勘探许可证	PanAust 持有 Wuntho Resources Company Limited（WRCL）90% 的股份，并与缅甸能源集团国际有限公司（持有 WRCL 剩余 10% 的股份）成立了一家合资企业。合资企业持有七个勘探许可证，暂未完成任何勘探钻井工作。
智利	Inca de Oro S.a.	66%	Inca de Oro 铜金项目	PanAust 于 2014 年完成了印加德奥罗铜金矿项目的可行性研究。Inca de Oro 及 Carmen 矿床暂无开采计划，处于维护保养中。
	Carmen 矿床	100%		

资料来源：PanAust 公司公告，华创证券整理

（三）并购方圆系开启铜冶炼加工元年

公司通过铜冶炼企业并购机遇，实现了铜产业链全流程贯通的关键布局。公司积极开拓铜冶炼及加工领域，2022 年参与并购方圆系企业重整投资工作。2022 年 4 月，方圆系企业发布招募和遴选重整投资人公告。2022 年 5 月，公司董事会同意参与方圆系企业重整投资。2022 年 7 月，成为方圆有色等 20 家公司的重整投资人。经过系列会议审批后，2022 年 12 月 27 日正式接管方圆系企业。此次重整方圆系企业，是公司成立以来规模最大的一次并购，标志公司在铜产业布局上取得重大突破，正式进入铜冶炼及精深加工领域，获得了 70 万吨阴极铜产能指标（其中 50 万吨具备生产条件），产业结构持续优化，为未来构建铜全产业链，打造世界一流的多金属国际化全产业链资源公司奠定坚实基础。

图表 24 公司并购方圆系企业历程

时间	历程
2022 年 4 月 1 日	方圆有色、鲁方金属的管理人在全国企业破产重整案件信息网发布招募和遴选重整投资人公告
2022 年 5 月 30 日	中金岭南董事会同意公司及子公司中金岭南荣晟（东营）投资有限公司在董事会授权范围内参与东营方圆有色金属有限公司

2022年7月28日	公司收到方圆等20家公司管理人发来的《中选通知书》，确认公司成为方圆等20家公司重整投资人
2022年8月25日	公司第九届董事会第十次会议审议通过《关于签署〈关于东营方圆有色金属有限公司等20家公司之重整投资协议〉的议案》
2022年9月20日	公司2022年第一次临时股东大会审议通过《关于签署〈关于东营方圆有色金属有限公司等20家公司之重整投资协议〉的议案》
2022年9月	回复深交所关注函相关问题
2022年12月27日	中金岭南接管方圆系企业
资料来源：公司公告，华创证券	

并购完成后，公司将获得70万吨阴极铜产能和65万吨阳极板产能。涉及已建和在建项目共7项，分别为氧气底吹造钼捕金新工艺示范工程、处理100万吨/年多金属矿项目、20万吨/年电解精炼铜（电解液净化）工程、30万吨/年高效电解铜建设项目、20万吨/年再生铜资源综合利用扩建项目、有色金属再生铜资源综合回收利用项目和两步炼铜工艺技术升级改造项目为在建项目，项目助力公司构建海内外铜矿+东营冶炼及精深加工的区域协同发展格局，推动公司铜资源优势转化为产业优势。

图表 25 公司年产阴极铜70万吨相关建设项目汇总表

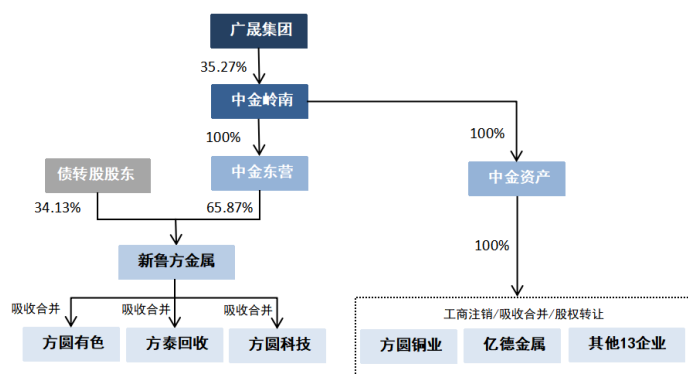
公司	序号	项目名称	产能	项目进度
鲁方金属	1	氧气底吹造钼捕金新工艺示范工程	年产阳极板15万吨	已建，在产
	2	处理100万吨/年多金属矿项目	年产阳极板25万吨	已建，在产
	3	两步炼铜工艺技术升级改造项目	—	在建
	4	20万吨/年电解精炼铜（电解液净化）工程	年产阴极铜20万吨	已建，在产
	5	30万吨/年高效电解铜建设项目	年产阴极铜30万吨	已建，在产
方圆有色	6	20万吨/年再生铜资源综合利用扩建项目	年处理21.76万吨再生铜，年产阴极铜20万吨	已建，停产
	7	有色金属再生铜资源综合回收利用项目	年产阳极板25万吨	已建，在产

资料来源：公司公告，华创证券

公司并购采用“存续式-吸收合并重整”模式。由东营鲁方金属材料有限公司吸收合并方圆有色、东营方泰金属回收利用有限公司和山东方圆有色金属科技有限公司，保留鲁方金属的法人主体资格，成为新鲁方金属。公司通过子公司中金东营现金出资取得65.87%的新鲁方金属股权，剩余股权由转股债权人直接或间接持有。2025年12月31日公司将完成发行股份收购债转股股东持有的新鲁方34.13%股权。另外，在东营设立子公司中金资产，现金出资并购东营方圆铜业有限公司等15家公司的全部股权。

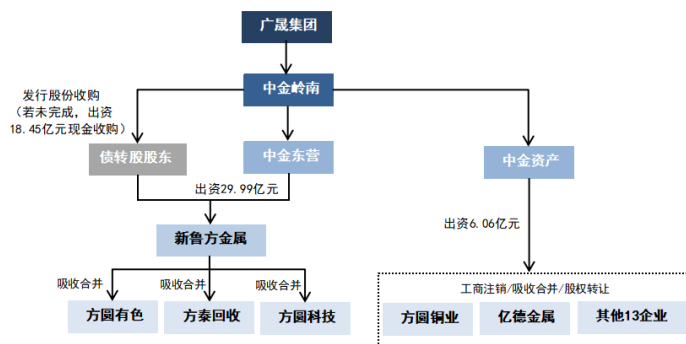
公司并购共计出资36.05亿元。公司通过自有资金、银行并购贷款、发行公司债进行融资，并购过程共计出资36.05亿元。其中中金东营出资29.99亿元取得新鲁方金属65.87%股权，针对债转股股东剩余股权，若股份收购失败，公司计划出资18.45亿元现金收购新鲁方其余股权。中金资产出资6.06亿元并购方圆铜业等15家公司的全部股权。

图表 26 “存续式-吸收合并重整”模式



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 公司并购出资情况



资料来源：公司公告，华创证券

为稳妥推进重整计划执行，公司向中金东营增资 12.9 亿元，同意引入农银金资、中国信达和光曜致新三家财务投资人。公司向中金东营增资后，认缴出资总额总计达到 18.9 亿元，农银金资出资额为 5 亿元，中国信达为 3.1 亿元，光曜致新为 3 亿元。在增资完成后，中金东营注册资本为 30 亿元，其中公司持有 63.00%，农银金资 16.67%，中国信达 10.33%，光曜致新 10.00%。

图表 28 中金东营股权结构

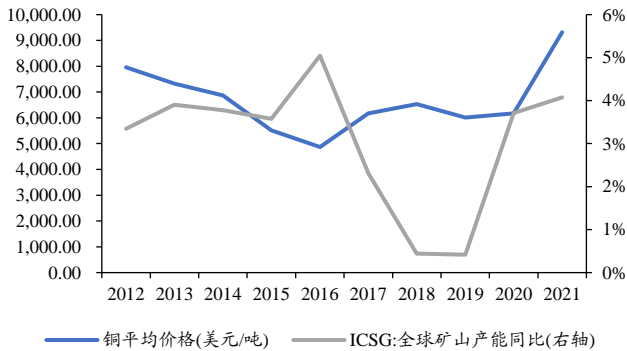
序号	股东名称	认缴出资额 (万元)	持股比例	出资方式
1	中金岭南	189000	63.00%	货币出资
2	农银金资	50000	16.67%	货币出资
3	中国信达	31000	10.33%	货币出资
4	光曜致新	30000	10.00%	货币出资
合计		300000	100%	

资料来源：公司公告，华创证券

(四) 铜行业需求持续强劲，库存低位有望支撑铜价上涨

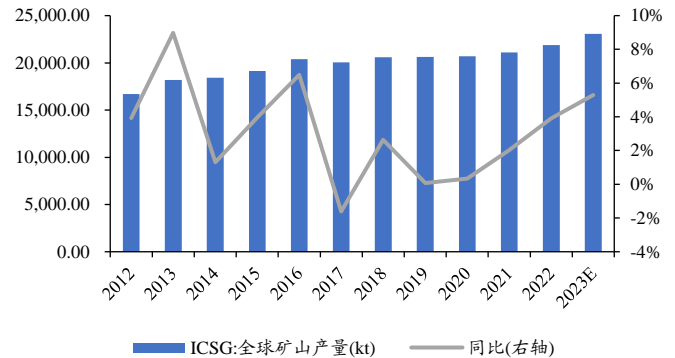
2023 年矿山端建成投产高峰已过，但进入产能释放的大年。回顾历史，铜矿产能扩张周期一般滞后铜价上涨周期大约 5 年，上一轮 2017-2018 年铜价的上涨周期带来了 2022-2023 年铜矿山投产的高峰，并且 2020 年以来价格持续高位，产业内扩建、新建积极性高，推进速度经常快于预期。由于 2022 年矿山增量将会在 2023 年全年释放，并且 2022 年的矿山干扰可能在 2023 年有一定修复，因此 2023 年的矿山铜产量预计将继续快速增长，根据 ICSG 和 Wood Mackenzie 测算，2023 年全球矿山铜产量的增量在 116.5-133.9 万吨，增速在 5.3%-6.1%。

图表 29 铜价与全球铜矿产能增长的关系



资料来源: wind, 华创证券

图表 30 全球矿山铜产量 (千吨)



资料来源: wind, 华创证券

新能源助力铜需求增长。根据 ICSG 预测，2023 年全球精炼铜消费增速在 1.4% 左右。新能源需求将继续贡献主要增量，预计拉动 2023 年全球铜需求量 42.4 万吨。自从 2020 年新能源需求爆发，其已经成为拉动铜需求的重要领域，尤其是在 2022-2023 年全球宏观经济面临下行压力下，新能源需求对铜需求的托底作用更加关键。

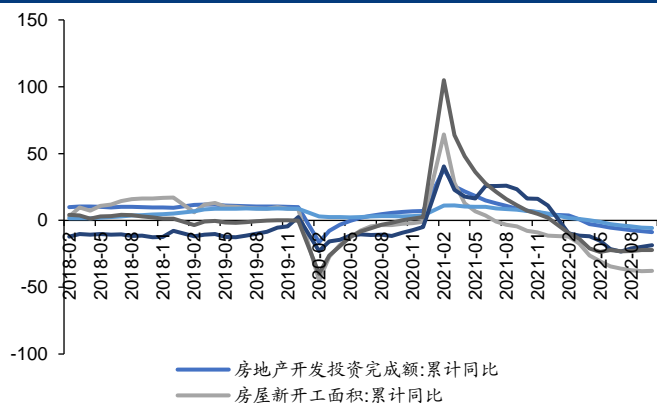
图表 31 新能源对铜需求的拉动测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机 (GW)	93.6	98	115	125	140
风电用铜(万吨)	72.1	75.5	88.6	96.3	107.8
全球光伏新增装机 (GW)	170	240	275	300	330
光伏用铜(万吨)	42.5	60.0	68.8	75.0	82.5
新能源汽车产销 (万辆)	635	1118	1530	2030	2750
新能源车用铜(万吨)	31.8	55.9	76.5	101.5	137.5
新能源用铜需求合计(万吨)	146.3	191.4	233.8	272.8	327.8
新能源行业拉动铜需求增量(万吨)	30	45.0	42.4	39.0	55.1

资料来源: IRENA, SolarPower Europe, GWEC, GGII, SNE Research, 中汽协, 华创证券测算

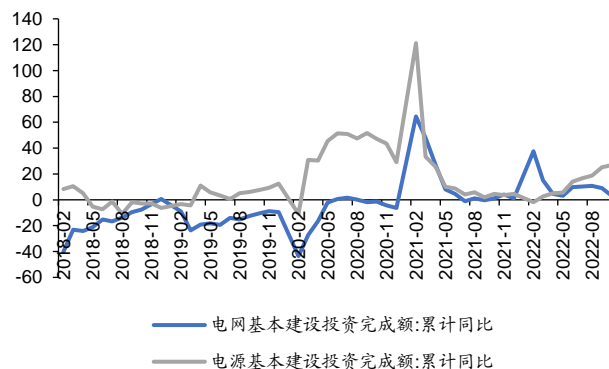
基建、电网仍有望保持较高增速。2023 年国内仍需要基建进行一定程度的托底，基建是一项重要发力点，而拉动铜需求最为明显的是电力行业相关投资。受益于新能源领域爆发，近年来增长最快的是电源建设，尤其是光伏、风电、储能等项目的规模化建设。新能源是整个铜下游领域中最为亮眼的方向。

图表 32 房地产开发投资、新开工、施工、竣工销售面积同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

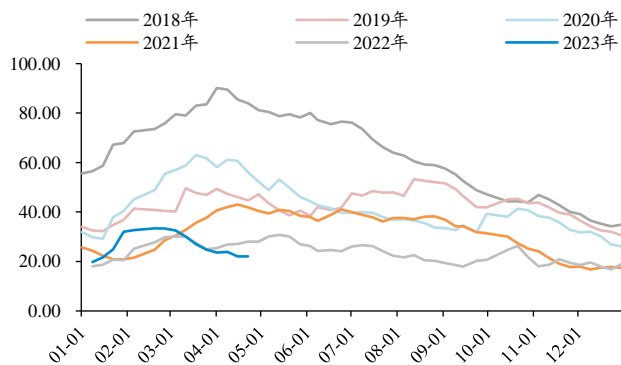
图表 33 电网、电源基本建设投资完成额同比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

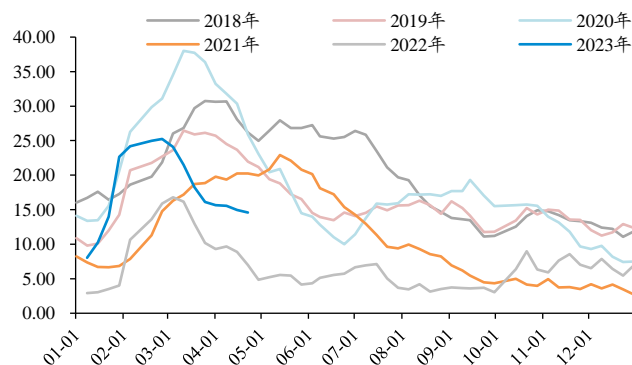
库存低位，铜价有望上涨。在经济复苏、需求旺盛的推动下，全球铜库存出现了明显下降。截至 2023 年 4 月底，上海期货交易所 (SHFE) 铜库存 13.71 万吨，月度环比下降 12.44%。目前全球铜库存水平已经低于历史平均水平，预计未来几个月可能将继续下降。这意味着铜市场的紧张程度或将进一步加剧，为铜价提供更多支撑。

图表 34 全球显性库存总计 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

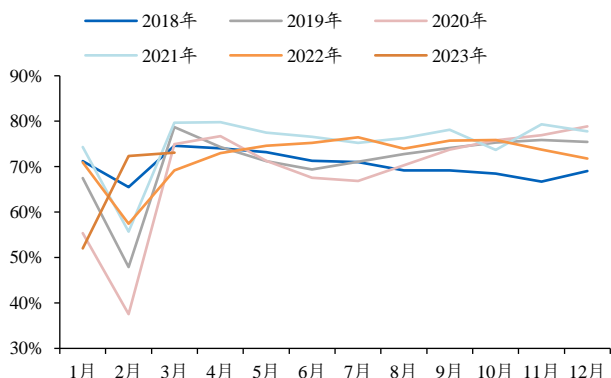
图表 35 SHFE 铜库存 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

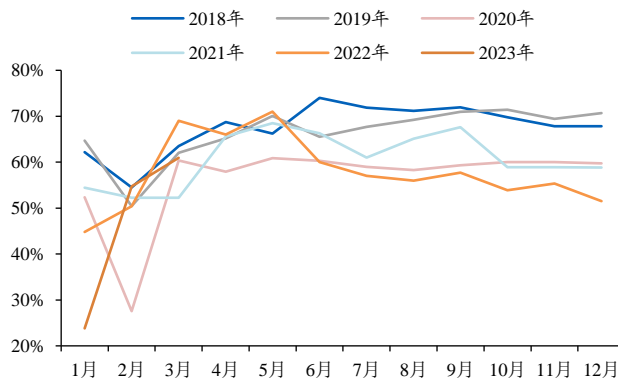
下游冶炼企业开工率持续向好。2023 年，伴随疫情政策优化，铜下游企业经营生产受疫情影响逐渐减弱，复工复产积极推进，国内铜板带、铜棒等下游冶炼端开工率持续提升，截止 2023 年 3 月，国内铜板带、铜棒开工率分别为 73.1%、60.94%，环比增长 0.8%、6.3%，下游开工率持续提升。

图表 36 铜板带开工率



资料来源: Mysteel, 华创证券

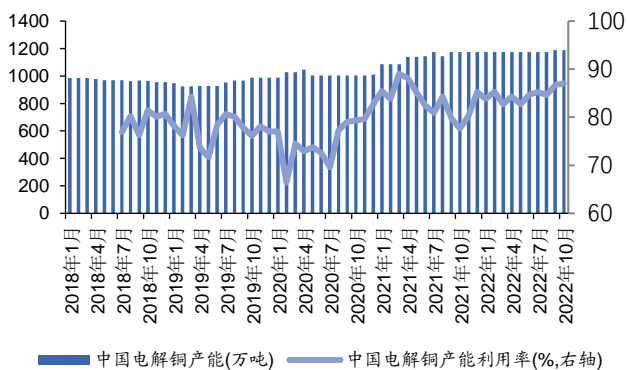
图表 37 铜棒开工率



资料来源: Mysteel, 华创证券

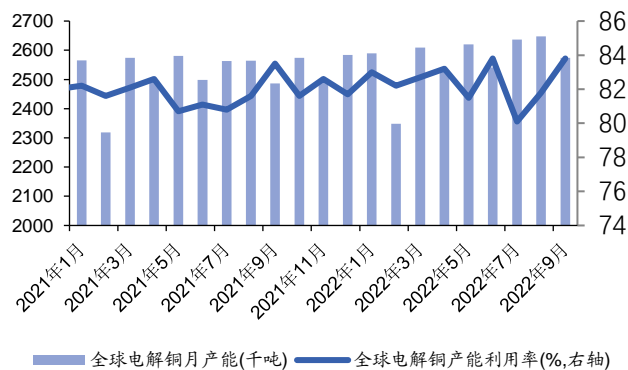
铜精矿加工费上行, 铜冶炼利润有望继续增长。预计 2023 年国内主要贡献增量的项目为 2022 年投产项目的爬产, 实际 2023 年落地项目有限。2023 年爬产高峰期之后, 我们预计 2024 年国内精炼铜产能放缓, 且随着能耗、环保等审批日益收紧, 冶炼、精炼产能放缓将是长期趋势, 根据 ICSG 预测, 2023 年全球精炼铜产量增长约 84.9 万吨, 增量低于矿产铜量, 冶炼利润有望进一步提升。

图表 38 中国电解铜产能及产能利用率



资料来源: Mysteel, 华创证券

图表 39 全球电解铜产能及产能利用率



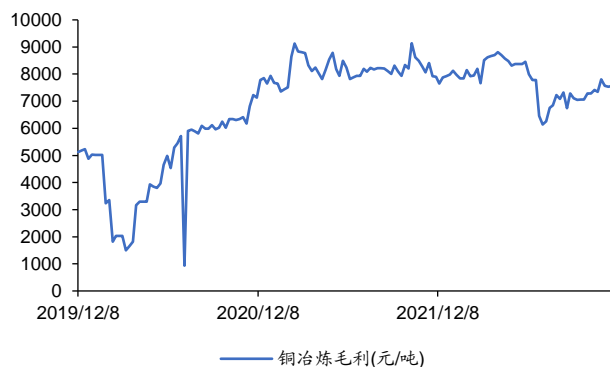
资料来源: Mysteel, 华创证券

图表 40 中国铜冶炼加工费 (美元/干吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 铜冶炼厂毛利 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

三、夯实铅锌主业，扩容扩产持续推进

（一）铅锌业务扩容扩产进行时

1. 资源端：矿产勘探持续推进，铅锌资源量维持较高规模

公司铅锌矿资源丰富。2022年，公司保有锌金属资源量693万吨，保有铅金属资源量326万吨，铅锌资源凡口矿区、广西盘龙矿区、多米尼加矿区和澳大利亚矿区均有分布，其中以国内凡口铅锌矿、盘龙铅锌矿和国外布罗肯矿区铅锌资源量最为丰富。截止2022年，凡口矿、盘龙矿、澳大利亚矿分别保有铅锌资源269万吨、237万吨、416万吨，公司铅锌资源优势明显。

1) 凡口矿区保有铅锌资源269万吨：凡口铅锌矿位于广东省韶关市，是中金岭南下属的铅锌采、选生产基地。目前，凡口铅锌矿是亚洲第二大铅锌生产基地，蕴藏丰富的铅锌矿产资源，同时富含金属银、锗、镓等，具有年产26万吨金属量的生产能力。截至2022年底，凡口矿保有矿石量1817.26万吨，锌金属量164.67万吨，铅金属量103.51万吨，银金属量1792吨。

图表 42 凡口铅锌矿保有资源量情况表（截止 2022 年 12 月 31 日）

矿山	资源量种类	矿石量	锌金属量	铅金属量	银金属量
		万吨	万吨	万吨	吨
凡口铅锌矿	证实	464.56	45.85	25.41	
	探明	622.86	55.13	29.05	
	控制	225.70	19.91	15.74	1301
	小计	1313.12	120.88	70.20	1301
凡口资源整合 I 期 (狮岭东+夹缝)	探明	46.06	4.68	2.44	
	控制	147.58	14.54	10.03	35
	推断	226.28	19.89	14.98	386
	小计	419.92	39.10	27.45	421
凡口铁石岭探矿权	推断	48.60	3.16	2.98	54
	小计	48.60	3.16	2.98	54
凡口外围探矿权	推断	35.63	1.52	2.88	16
	小计	35.63	1.52	2.88	16
合计	证实	464.56	45.85	25.41	
	探明	668.92	59.81	31.49	
	控制	373.28	34.44	25.77	1335
	推断	310.51	24.57	20.84	456
	小计	1817.26	164.67	103.51	1792

资料来源：公司公告，华创证券

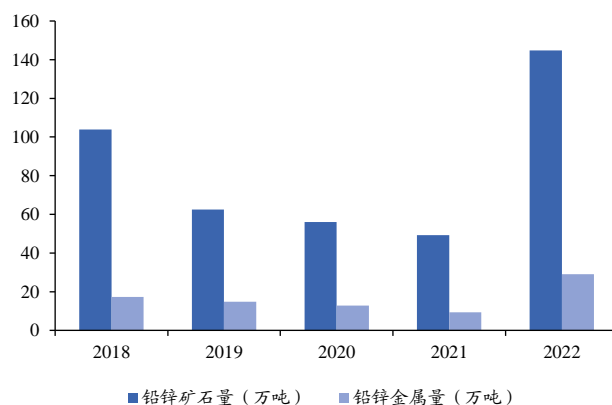
凡口矿开展整合铅锌资源储量工作。2022年凡口矿开展一期整合储量核实工作，采矿证与探矿权间夹缝区新增铅锌矿石量144.73万吨，同比增长193.69%，新增铅锌金属量29.07万吨，同比增长208.60%，2023年上半年可实现转采，为凡口矿高产稳产夯实资源保障。

图表 43 钨口尾矿资源综合回收及环境治理开发鸟瞰



资料来源: 中国有色网

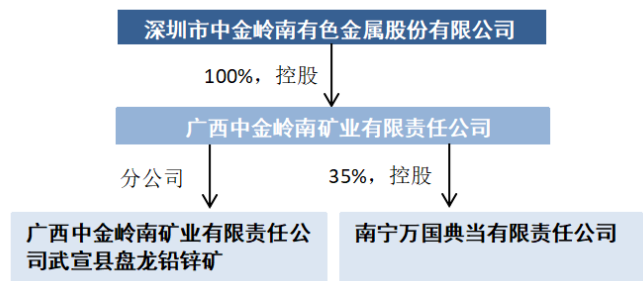
图表 44 2018-2022 年凡口矿新增铅锌资源量



资料来源: iFinD, 华创证券

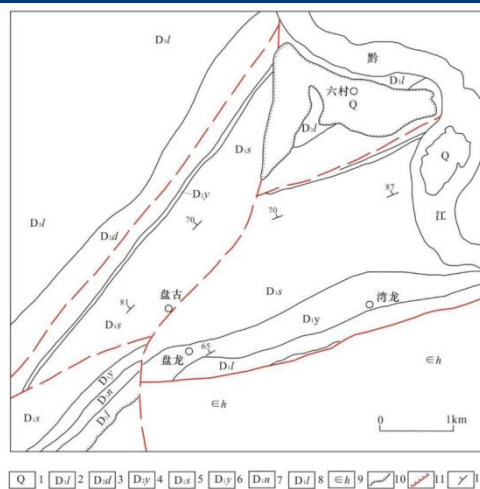
2) **盘龙矿区保有铅锌资源 237 万吨:** 盘龙矿区由中金岭南控股子公司广西中金岭南矿业有限责任公司管控运营。目前, 只有 35% 控股的南宁万国有限责任公司为公司下属控股子公司。盘龙矿矿产主要为硫化铅锌矿、氧化铅新矿和重晶石, 是桂中地区典型的大型铅锌矿床, 截至 2022 年 11 月 30 日, 盘龙矿保有铅锌金属量约 237 万吨, 其中锌金属量 190 万吨, 铅金属量 47 万吨。

图表 45 盘龙矿区所属公司股权结构图



资料来源: iFinD, 华创证券

图表 46 盘龙矿区图



资料来源: 安鹏鑫《广西盘龙铅锌矿床有机质成矿作用研究》

图表 47 盘龙铅锌矿保有资源量情况表 (截止 2022 年 11 月 30 日)

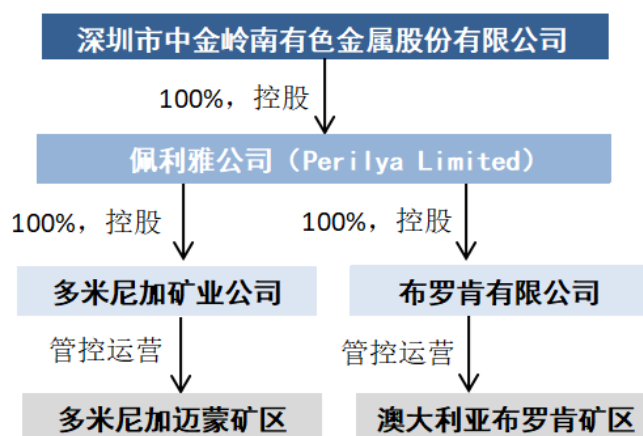
矿区	资源量种类	矿石量	锌金属量	铅金属量	锌+铅金属量
		万吨	万吨	万吨	吨
盘龙铅锌矿区	硫化铅锌矿	探明	364.65	13.23	16.64
		控制	1186.11	40.73	50.04
		推断	3800.46	119.65	148.19
	合计	5351.22	173.61	41.26	214.87
	氧化铅锌	探明			

	矿	控制	24.04	2.65	0.33	2.97
		推断	190.08	13.52	4.95	18.47
		合计	214.12	16.17	5.28	21.44
	重晶石	推断	36.91			
		合计	36.91			
合计			5602	190	47	237

资料来源：公司公告，华创证券

3) 海外，公司通过全资子公司佩利雅布局多米尼加矿区和澳大利亚矿区，保有铅锌金属量 513 万吨。其中多米尼加矿区保有锌金属量 97 万吨，铜金属量 103 万吨，银金属量 1575 吨，金金属量 66 吨；澳大利亚布罗肯矿区保有铅锌金属量 416 万吨，其中铅金属量 175 万吨，锌金属量 241 万吨，银金属量 2202 吨；保有锌金属储量 65.57 万吨，铅金属储量 45.32 万吨，银金属储量 512.40 吨。

图表 48 海外矿区股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 49 公司于多米尼加保有资源储量情况表（截止 2022 年 10 月 31 日）

地区	矿区	类型	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	钨
			万吨			吨						
多米尼加	迈蒙矿北	资源量	3.66	-	3.22	-	61.80	-	2.00	-	-	-
		储量	0.17	-	0.14	-	3.67	-	0.09	-	-	-
	迈蒙矿南	资源量	89.91	-	74.39	-	1385.32	-	43.16	-	-	-
		储量	26.18	-	18.91	-	2.51	-	11.16	-	-	-
	Loma Pesada	资源量	0.83	-	2.72	-	8.25	-	0.15	-	-	-
	Loma Barbuito	资源量	2.39	-	1.10	-	29.99	-	2.02	-	-	-
	Cerro kiosko	资源量	-	-	1.67	-	13.11	-	6.14	-	-	-

	Dona Amanda	资源量	-	-	20.20	-	76.44	-	12.56	-	-	-
	坎背山项目	资源量	-	-	-	9.24	-	-	-	-	-	-
资源量合计			97	-	103	9.24	1575	-	66	-	-	-

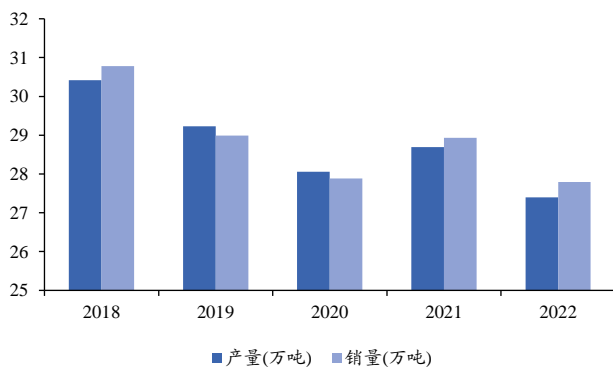
资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 截至 2022 年公司于澳大利亚保有资源储量情况表

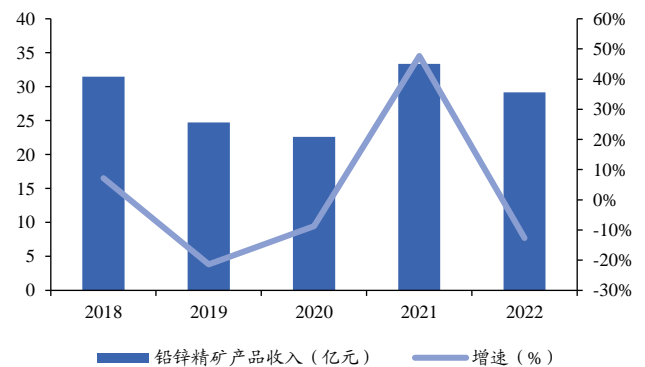
地区	矿区	类型	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	铟
			万吨			吨						
澳大利亚	布罗肯山	资源量	217.33	174.47	-	-	2070.92	-	-	-	-	-
		储量	65.57	45.32	-	-	512.40	-	-	-	-	-
	弗林德斯运营点	资源量	23.40	1.00	-	-	-	-	-	-	-	-
		蒙特奥赛德项目	资源量	-	-	22.56	-	131.52	20807	-	-	-
资源量合计			240.73	175.47	22.56	-	2202.44	20807	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华创证券

铅锌精矿产销量有所承压。2022 年，受海外子公司佩利雅铅锌产能下滑影响，公司精矿含铅锌金属量产销量承压，但随着矿产勘探的推进，精矿含铅锌量预计会提升。2022 年，公司精矿含铅锌金属量产量为 27.40 万吨，销量为 27.79 万吨。2022 年受公司铅锌矿产量下降影响，公司铅锌精矿实现营业收入 29.14 亿元，同比下降 12.65%。

图表 51 2018-2022 年精矿含铅锌金属量产销量


资料来源：iFinD，华创证券

图表 52 2018-2022 年铅锌精矿产品收入及增速


资料来源：iFinD，华创证券

2. 冶炼端：升级改造正当其时，冶炼产品产销双增

公司铅锌冶炼产能主要集中在韶关冶炼厂和丹霞冶炼厂。韶关冶炼厂是我国较早采用 ISP 工艺专利技术的大型铅锌冶炼企业。其主要产品有铅锭、锌锭等，现有铅锌生产线产能约 15 万吨。丹霞冶炼厂是国内大规模采用锌氧压浸出工艺并综合回收镓、锗、铜等稀贵金属的锌冶炼企业。目前，该厂已实现年产锌锭 14.8 万吨，硫磺 5 万吨，硫酸 6.1 万吨。

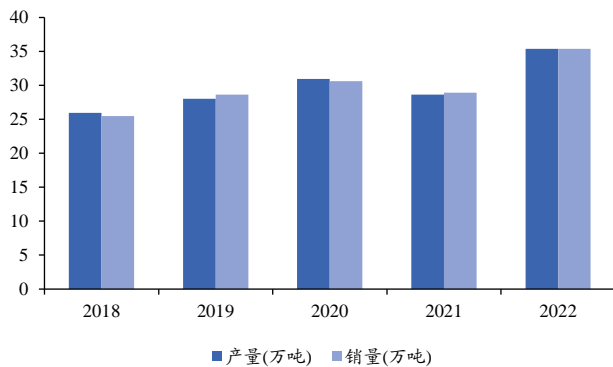
图表 53 公司冶炼厂情况

冶炼厂名称	主要产品	产能
韶关冶炼厂	铅锭、锌锭、锌系列合金，综合回收银锭、粗铜等	铅锌生产线产能 15 万吨
丹霞冶炼厂	锌锭、硫磺、硫酸，综合回收镓、锗、铜等稀贵金属	年产锌锭 14.8 万吨，硫磺 5 万吨，硫酸 6.1 万吨

资料来源：公司官网，华创证券

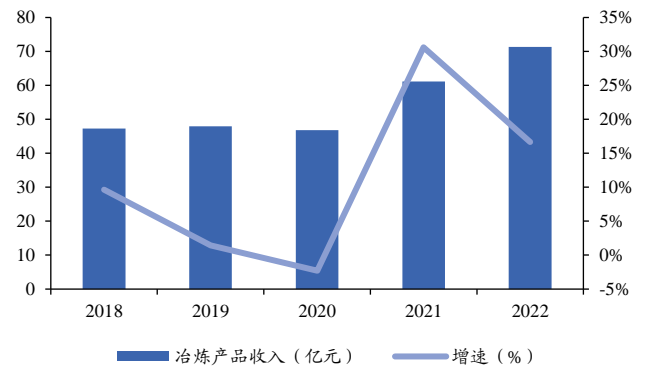
公司 2022 年铅、锌及锌制品产销量上升，冶炼产品收入连续三年增长。2022 年，公司冶炼产品铅、锌及锌制品产销量均为 35.39 万吨，产销量同比增长 23.62%，22.29%，产销保持平衡。公司冶炼产品收入自 2020 年以来稳定增长，2022 年冶炼产品收入 71.35 亿元，同比增长 16.68%。

图表 54 2018-2022 年冶炼产品铅、锌及锌制品产销量



资料来源：iFinD，华创证券

图表 55 2018-2022 年冶炼产品收入及增速情况



资料来源：iFinD，华创证券

2022 年公司铅锌改造回收相关项目陆续投入运行。公司铅锌重大项目包括凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技术改造、尾矿资源综合回收及环境治理开发项目和丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目。项目从矿端至冶炼端均有涉及，主要针对废石、尾矿、废渣等产品的改造回收。

图表 56 公司铅锌重大项目情况

项目名称	建设内容	项目进度	项目总投资	资金来源
凡口铅锌矿采掘废石资源化利用技术改造	将井下采掘废石作为原料加工为建材砂石，建设处理能力为 2800t/d 的破碎洗矿筛分、废石抛矿和制砂系统	2022 年 9 月竣工，现已投入使用	19898.28 万元	自筹、自有资金
尾矿资源综合回收及环境治理开发项目	包括三个子项：规模为 2500t/d 的原矿预先抛废；规模为 1100t/d 的细粒级尾砂全回收利用；规模为 1800t/d 的充填系统升级改造	原矿预先抛废：2020 年 12 月建成并投入使用 细粒级尾砂全回收利用和充填系统升级改造：2022 年 9 月完成主体工程和设备安装，进入生产调试和试生产	38698.25 万元	募集资金
丹霞冶炼厂炼锌渣绿色化升级改造项目	采用富氧闪速熔炼工艺，建设处理能力为 28.7 万吨/年的废渣处理生产线	主体流程及主要附属工程已完工，2022 年 6 月试运行	小于 19 亿元	自筹、自有资金

资料来源：公司公告，华创证券

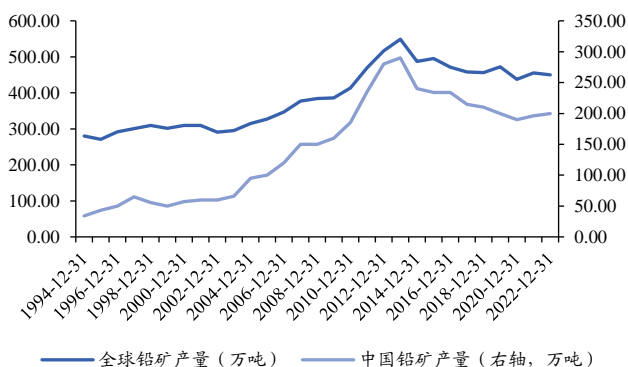
(二) 铅行业供需基本平衡, 锌行业供不应求有望加剧

1. 铅行业: 供需基本平衡

1) 全球供给端逐渐趋于稳定

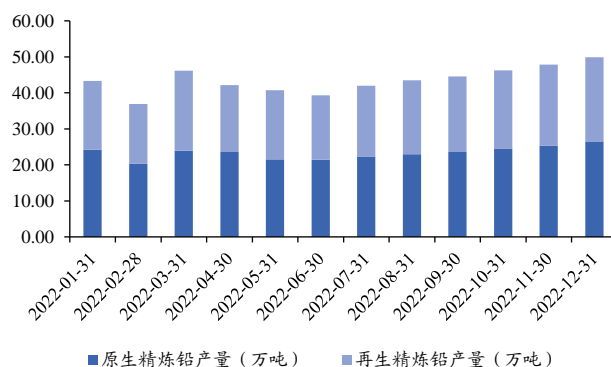
铅矿产量承压, 再生铅展现发展潜力。2022 年海外市场主要受能源价格上涨影响, 铅产能释放受阻, 而国内上半年受新冠影响, 原料运输不畅, 铅矿产量也有所降低。2022 年全球铅矿产量 450 万吨, 中国铅矿产量 200 万吨。2022 年原生铅冶炼厂受影响因素较多, 原生精炼铅表现平稳, 而再生精炼铅略有增长。2022 年 12 月, 再生精炼铅产量为 23.4 万吨, 环比增长 4.09%。

图表 57 全球和中国铅矿产量情况



资料来源: iFinD, 华创证券

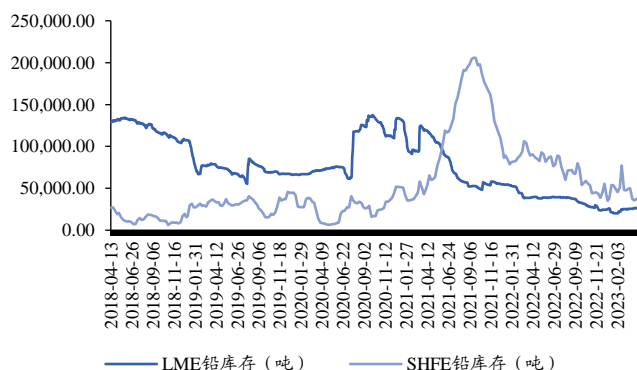
图表 58 中国原生、再生精炼铅产量情况



资料来源: iFinD, 华创证券

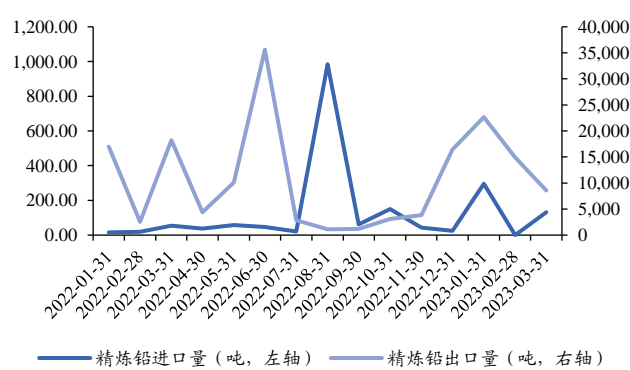
全球铅库存低位, 国内精炼铅持续外输进一步降低铅库存。全球和国内铅库存呈现下降趋势, 国内 2022 年上半年人民币汇率贬值, 精炼铅出口明显增加, 精炼铅出口量远高于进口量, 同时下半年随着疫情防控政策优化, 下游需求上升, 铅库存进一步下降。

图表 59 LME 和 SHFE 铅库存



资料来源: iFinD, 华创证券

图表 60 中国精炼铅进出口量情况

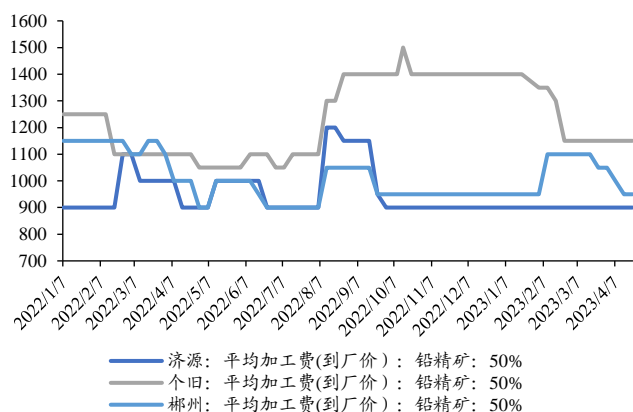


资料来源: iFinD, 华创证券

铅价整体高位宽幅波动, 铅锌精矿加工费震荡下滑。2022 年以来, 在国际政治经济形式复杂多变, 极端天气频发, 新冠疫情反复和欧洲能源危机等因素的影响下, 铅价格整体表现为高位震荡。2022 年, 中国铅锭 1# 市场均价为 1.52 万元/吨, 与 2021 年基本持平。进入 2023 年, 铅价格维持高位震荡。根据驰宏锌锗 2022 年年报, 2022 年, 国产铅精矿加工费 1158 元/金属吨, 同比下降 363 元/金属吨, 降幅达 23.87%。进入 2023 年, 铅精

矿加工费整体震荡下滑。

图表 61 济源、个旧、郴州铅精矿加工费 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 铅锭价格走势

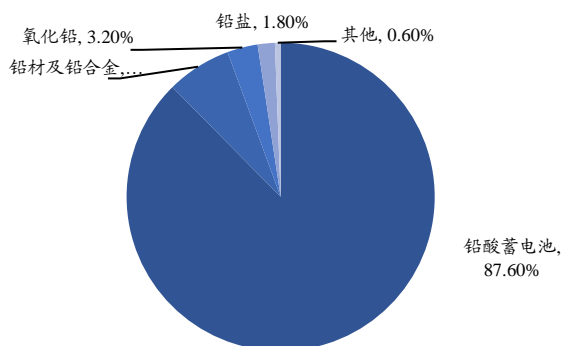


资料来源: Wind, 华创证券

2) 铅酸蓄电池支撑需求增长

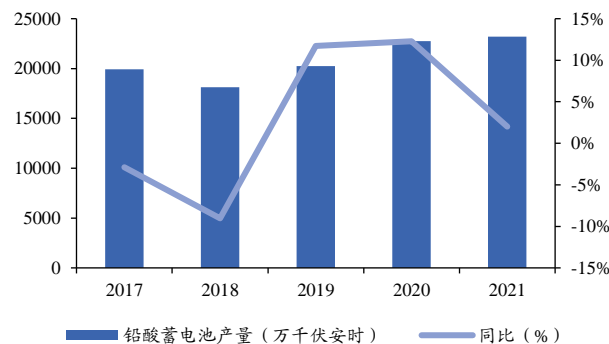
铅酸蓄电池未来仍有发展潜力, 支撑铅需求增长。铅行业的下游消费领域主要集中在生产铅酸蓄电池, 占行业需求 87.60%。随着消费电子和汽车电子产业持续扩张, 铅酸蓄电池产量持续增长, 2021 年铅酸蓄电池产量为 23191 万千伏安时, 同比增长 2.00%。

图表 63 2021 年铅下游需求结构占比情况



资料来源: 华经产业研究院, 华创证券

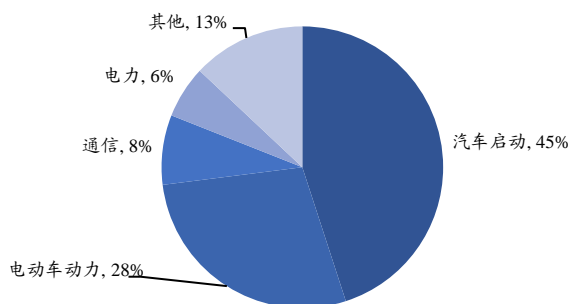
图表 64 2017-2021 年铅酸蓄电池产量及同比情况



资料来源: 国家统计局, 转引自智研咨询, 华创证券

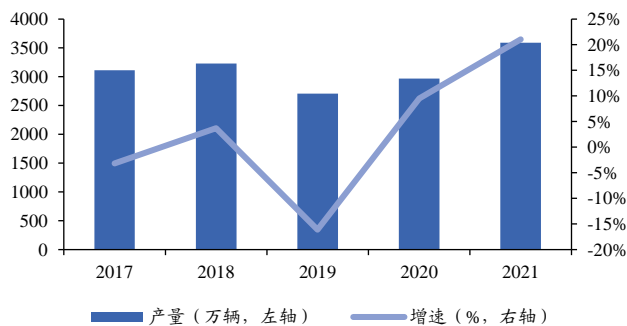
汽车启动和电动车动力是铅酸蓄电池主要下游应用, 占比超过 70%。在铅酸蓄电池下游应用结构中汽车启动占比 45%, 电动车动力占比 28%。虽然新能源汽车对汽车行业有一定冲击, 但传统汽车销量仍保持较大规模, 2022 年汽车累计销量达 2686.4 万辆, 同比增长 2.24%。电动自行车产销量也保持增长态势, 2021 年电动自行车产量 3590.3 万辆, 同比增长 21.04%, 2022 年电动自行车产品累计销量约 5000 万辆, 同比增长 21.07%。整体看, 我们预计 2023 年铅下游需求仍正向增长, 但消费增速可能放缓。

图表 65 2020 年中国铅酸蓄电池下游应用结构情况



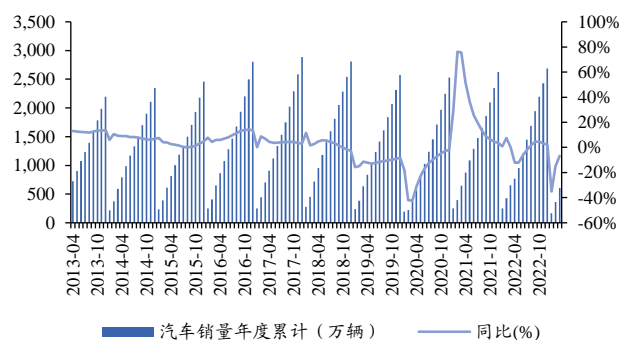
资料来源：华经产业研究院，华创证券

图表 67 2017-2021 年中国电动自行车产量及增速



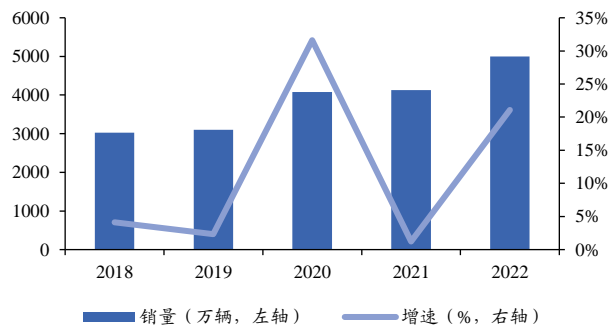
资料来源：国家统计局，转引自华经产业研究院，华创证券

图表 66 中国汽车销量及同比情况



资料来源：iFinD，华创证券

图表 68 2018-2022 年中国电动自行车销量及增速



资料来源：华经产业研究院，中国自行车协会，华创证券

预计 2023 年全球铅精矿、精炼铅供需基本平衡。2022 年，全球铅精矿、精炼铅处于供不应求的状态，根据安泰科和 ILZSG 数据，2022 年铅精矿供应量高于需求量 3 万吨，精炼铅供需缺口 14.1 万吨。进入 2023 年，受益于澳大利亚、德国、印度和阿联酋的新产能和汽车和两轮车发展，安泰科预计全球 2023 年铅精矿产量 458.5 万吨，同比增长 2.0%，铅精矿需求量 458 万吨，同比增长 2.5%，供需基本平衡；全球精炼铅需求 1253 万吨，同比增长 1.7%，ILZSG 预计 2023 年全球精炼铅需求量将较供应量高出 2 万吨。

图表 69 2018-2023 年世界铅精矿、精炼铅供需情况及测算 (万吨)

	2020	2021	2022	2023E
铅精矿产量	447	456	450	458.5
铅精矿需求量	460	455	447	458
精炼铅产量	1196.1	1237.9	1218.6	1251
精炼铅需求量	1177.8	1231.3	1232.7	1253
精炼铅供需缺口	18.3	6.6	-14.1	-2.0

资料来源：安泰科，ILZSG，华创证券

2. 锌行业：供给增量有限，需求有望恢复

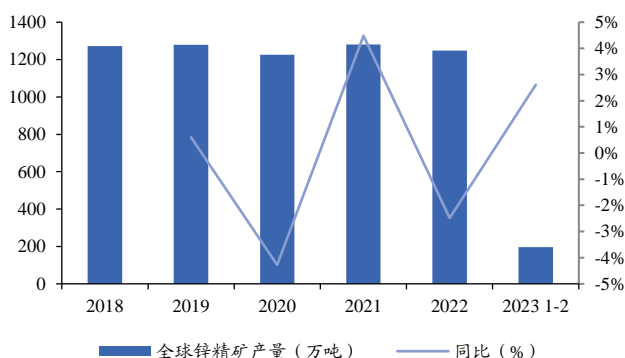
1) 全球锌精矿和精炼锌供给增量有限

矿山端，受锌矿闭坑、品位下滑等影响，2022 年全球锌矿产量整体下滑，其中海外贡献

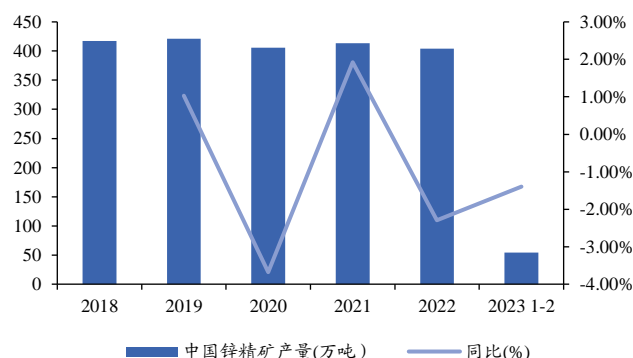
主要减量。根据美国地质调查局(USGS)2021年数据显示,全球锌储量主要分布在澳大利亚(27%)、中国(17%)、俄罗斯(9%)等国家。2022年,受锌矿闭坑、劳动力短缺、极端天气、品位下滑等影响,国内和海外锌矿均呈现负增长态势,其中秘鲁及澳大利亚的矿贡献了海外主要减量,2022年全球锌精矿产量约为1248.3万吨,同比下降2.5%,其中国内锌精矿产量404万吨,同比下滑2.3%。

2023年,矿山端供给有望宽松。进入2023年,伴随欧洲等地区企业复工复产,全球矿山端产量逐渐恢复,截止2023年2月,全球锌精矿产量196.4万吨,同比增长3%,主要来自于海外矿产量增量。伴随海外锌矿逐步恢复,2023年全年全球矿山端供给有望正增长。

图表 70 2018-2023 年 1-2 月全球锌精矿产量情况



图表 71 2018-2023 年 1-2 月中国锌精矿产量情况



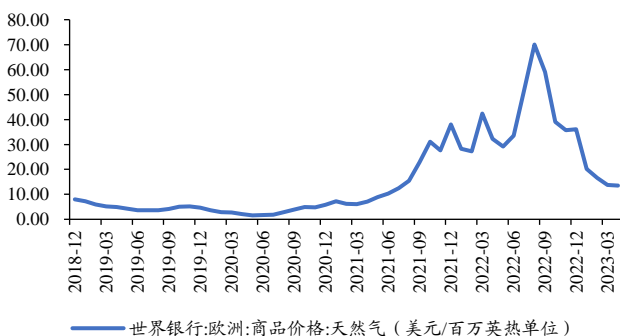
资料来源: ILZSG, 华创证券

资料来源: iFinD, 华创证券

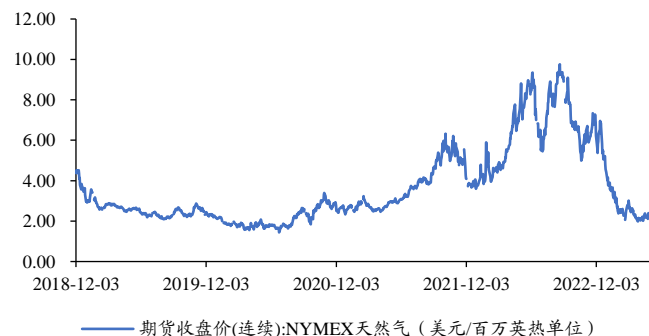
冶炼端,受俄乌冲突、能源价格上涨等影响,2022年全球精炼锌产量有所承压。能源价格变动直接影响了锌冶炼用电等成本,进而对冶炼利润造成影响,2022年受俄罗斯断气和能源结构单一影响,海外冶炼厂主动减产,其中由于欧洲地区能源价格上涨,欧洲冶炼厂冶炼利润受到冲击,部分冶炼厂错峰生产,贡献了2022年全球冶炼锌的主要减量。根据ILZSG和iFinD数据,2022年,全球精炼锌产量1333.1万吨,同比下降3.9%,其中国内产量653.8万吨,同比下降0.87%。

进入2023年,伴随能源价格回落,冶炼端供给逐渐恢复,但增量有限。根据SMM数据,国内冶炼厂盈利水平几乎回到历史新高的水平,高利润刺激供应恢复的预期有望逐步兑现。根据ILZSG预测,2023年全球精炼锌有望达到1375.5万吨,同比增长3%,但由于海外新矿山的产能扩张步伐逐步放缓,预计整体增量有限。

图表 72 欧洲天然气价格

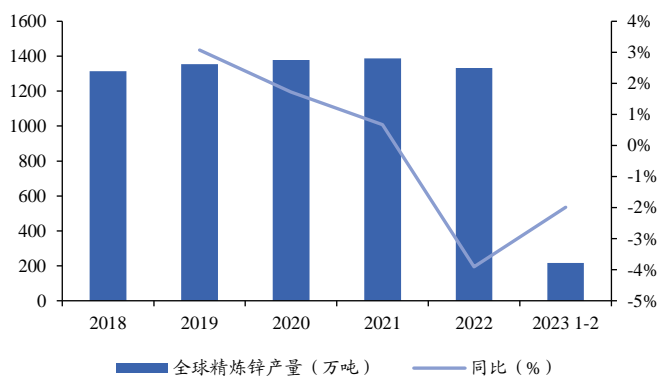


图表 73 NYMEX 天然气价格

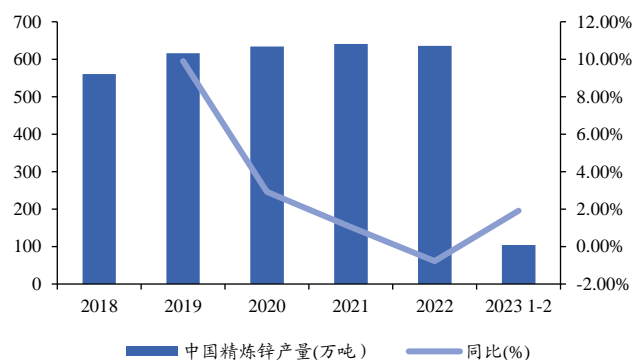


资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

图表 74 2018-2023 年 1-2 月全球精炼锌产量情况


资料来源: ILZSG, 华创证券

图表 75 2018-2023 年 1-2 月中国精炼锌产量情况


资料来源: iFinD, 华创证券

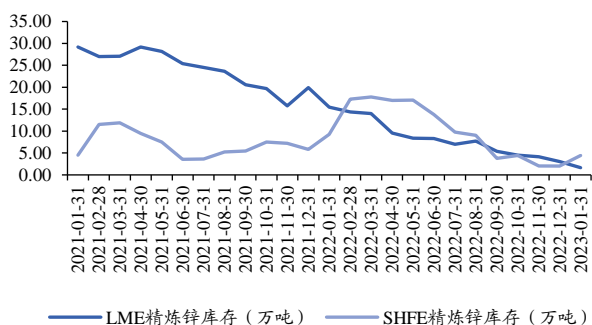
图表 76 2022 年欧洲冶炼厂产能情况

公司	国家	冶炼厂	年产能 (万吨/年)	备注
Teck	英国	Trail	30	
Boliden	芬兰	Kokkola	30	
	挪威	Odda	20	
Glencore	西班牙	San Juan de Nieva	46	10月15日消息, 错峰生产
	意大利	Portovesme	24	10月15日消息, 错峰生产, 最新情况: 对一条年产能为10万吨生产线进行检修, 计划持续至12月底
	德国	Nordenham	5	10月15日消息, 错峰生产
	英国	Northfleet	5	
Nyrstar	荷兰	Budel	30	10月13日消息, 减产50%, 持续时间未知
	比利时	Balen	26	10月13日消息, 减产50%, 持续时间未知
	法国	Auby	15	3月底称在未来几周内将恢复生产, 并不会减产
总计	欧洲		230	

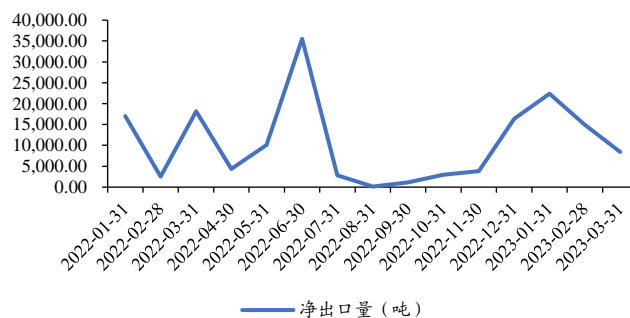
资料来源: SMM, 华创证券 (注: 22年7月新闻)

精炼锌库存整体走低。2023年, 预计海内外整体仍保持去库存的主基调, 锌库存持续走低。随着欧洲冶炼厂生产承压, 海外被动去库, 截至2023年1月底, LME精炼锌库存为1.65万吨, 环比下降45.90%。在进出口上, 2023年前三个月, 国内精炼锌净出口量持续下滑。

图表 77 LME 和 SHFE 精炼锌库存



图表 78 中国精炼锌净出口数量情况

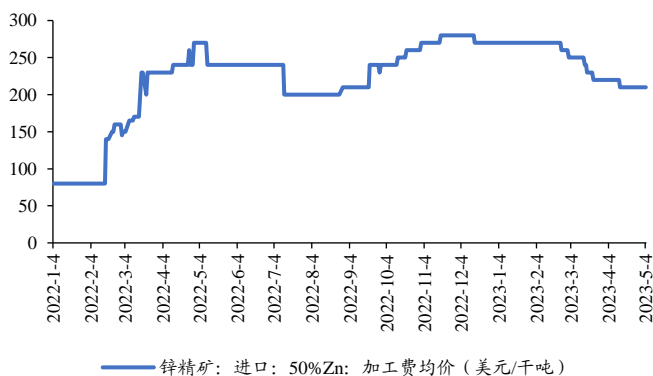


资料来源: iFinD, 华创证券

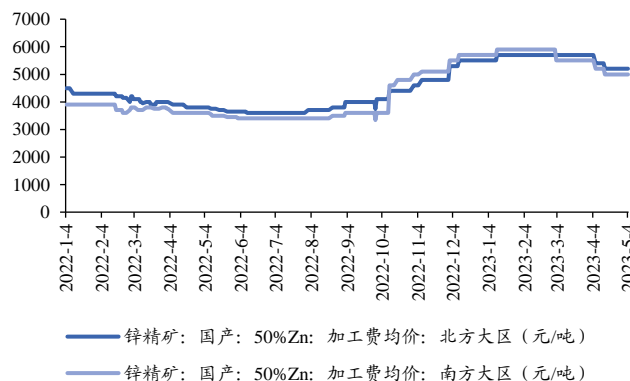
资料来源: iFinD, 华创证券

截止 2023 年 4 月底, 锌精矿加工费仍居高位, 但呈下滑趋势。2022 年, 上半年受矿山产量下滑、精炼锌库存下降, 下半年受国内北方矿山逐渐复苏, 国内冶炼厂在节能减排降耗政策下陆续减产影响, 国产锌精矿加工费整体前低后高; 进口矿受南美疫情干扰, 2022 年年初进口锌精矿加工费延续 2021 年下滑趋势并持续走弱, 之后随着比值得到修复, 加工费逐步上调。进入 2023 年, 进口锌精矿和国产锌精矿加工费虽仍居高位, 但整体呈下滑趋势。

图表 79 进口锌精矿加工费



图表 80 国产锌精矿加工费



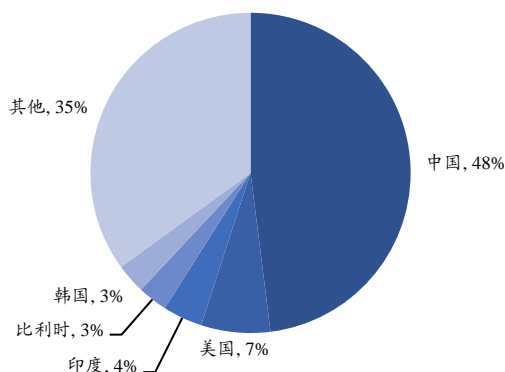
资料来源: Mysteel, 华创证券

资料来源: Mysteel, 华创证券

2) 锌需求有望持续复苏

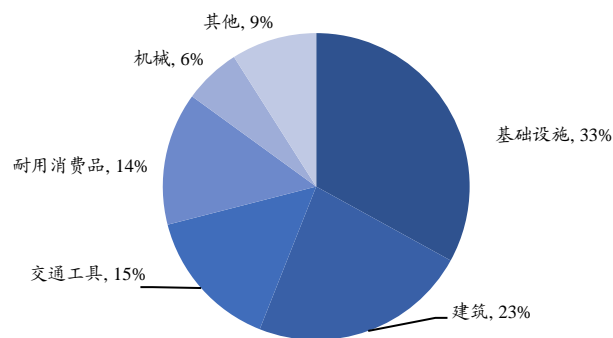
中国是锌消费大国 (占比 48%), 直接消费中镀锌和压铸合金占 82%, 终端消费中基础设施、建筑、交通工具占 71%。锌主要应用形态为镀锌和压铸合金, 其中镀锌钢材广泛应用于基建、建筑和交通工具等方面。2022 年初受疫情影响, 锌合金和氧化锌企业开工率较低, 疫情放开后, 两类企业开工率均保持在 40%, 整体呈上升态势, 需求有望复苏。

图表 81 2021 年全球锌消费国家占比分布情况



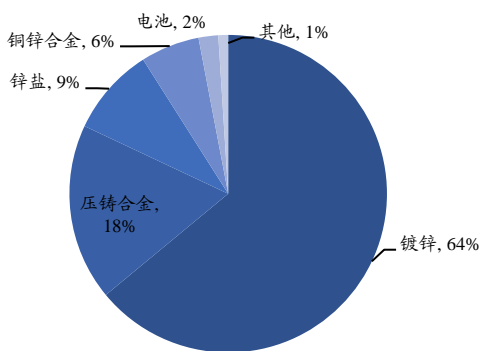
资料来源：华经产业研究院，华创证券

图表 82 中国锌产业终端消费领域占比情况



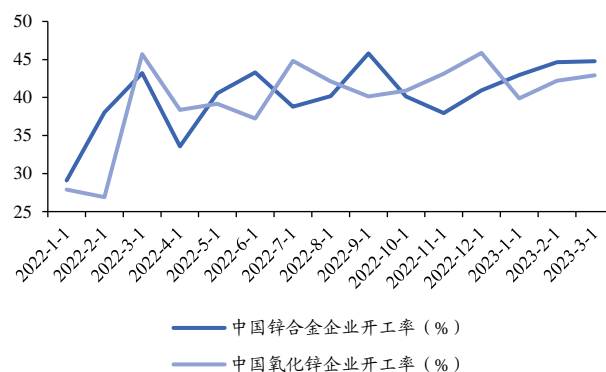
资料来源：华经产业研究院，华创证券

图表 83 中国锌产业直接消费领域占比情况



资料来源：华经产业研究院，华创证券

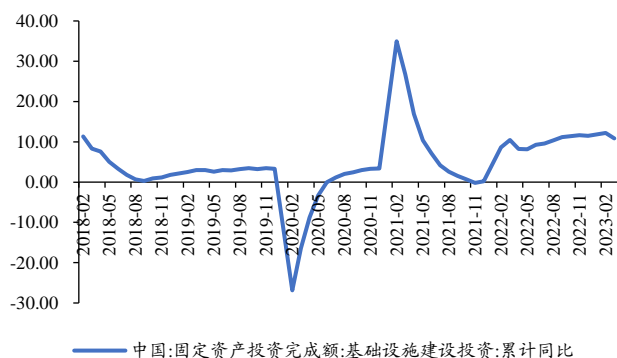
图表 84 中国锌合金、氧化锌企业开工率



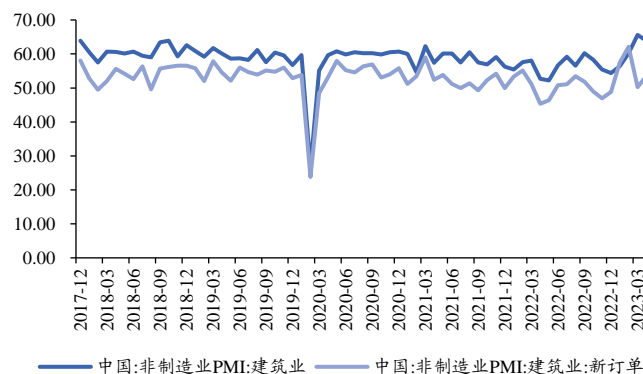
资料来源：Mysteel，华创证券

基础设施建设投资完成额持续提升。2022 年面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，《政府工作报告》明确提出稳增长，适度超前开展基础设施投资。2022 年，基础设施投资完成额比上年增长 11.54%。2023 年 3 月，基础设施投资完成额达到 10.82%，同比增长 0.34%。伴随 4 月底中央政治局提出的稳步推进公共基础设施建设等工作推进，基础设施投资有望持续提升。

建筑行业景气持续复苏。截止 2023 年 4 月底，我国建筑业 PMI 指数为 63.9%，环比下降 1.7%，但已连续 3 月位于 60% 以上高景气度区间，行业景气度持续复苏；建筑业新订单指数为 53.5%，环比增加 3.3%，伴随新订单数量提升，以及今年 4 月底中央政治局会议提出促进房地产市场平稳健康发展的工作推进，建筑行业景气度有望稳中有增。

图表 85 基础设施建设投资完成额累计同比 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 86 中国建筑业 PMI 指数和建筑业新订单指数


资料来源: Wind, 华创证券

预计 2023 年全球锌精矿宽松幅度收敛。根据安泰科数据,2022 年全球锌精矿整体宽松,供给量高于需求量 33.1 万吨,进入 2023 年,安泰科预计锌精矿产量为 1315.3 万吨,同比增长 1.9%,锌精矿需求量为 1301.3 万吨,同比增长 3.4%,全球锌精矿宽松幅度收敛,但依然过剩。

预计 2023 年全球锌精炼锌供不应求仍将持续。根据 ILZSG 数据,2022 年全球精炼锌供不应求,精炼锌需求量为 1351.5 万吨,精炼锌生产量为 1333.1 万吨,存在 18.4 万吨精炼锌缺口。受欧洲冶炼端限制的持续影响,ILZSG 预计全球 2023 年精炼锌需求量为 1380 万吨,同比增长 2.1%,供需缺口将达到 4.5 万吨,供不应求格局仍将持续。

图表 87 2018-2023 年世界锌精矿、精炼锌供需情况及测算 (万吨)

	2020	2021	2022	2023E
锌精矿产量	1260.8	1315.8	1291.1	1315.3
锌精矿需求量	1294.2	1300.5	1258	1301.3
锌精矿供给-需求	-33.4	15.3	33.1	14
精炼锌产量	1378	1387.3	1333.1	1375.5
精炼锌需求量	1328.6	1406	1351.5	1380
精炼锌供给-需求	49.4	-18.7	-18.4	-4.5

资料来源: 安泰科, ILZSG, 华创证券

四、多金属布局，产品多样化

（一）新材料加工未来可期

公司已形成了以矿产资源开发、冶炼、新材料加工为支柱主体，金融贸易、工程技术为两翼的“一体两翼”产业发展格局。公司控股子公司深圳华加日铝业有限公司从事汽车轻量化材料方面的生产和研发。公司全资子公司深圳市中金岭南科技有限责任公司从事电池粉体材料、导电连接材料等研发和生产。公司正在建设新材料工业体系，推广新能源材料、汽车轻量化材料、航空航天用材料，推进矿山、冶炼、新材料应用结合，形成一体化、全流程的布局。

华加日铝业专注高端铝加工制造，公司控股华加日铝业，铝型材收入逐年增长。华加日铝业拥有从铝铸棒熔铸、模具设计制造、挤压生产、表面氧化及电泳处理到高端工业铝制品、高档幕墙门窗和新型轨道交通产品的完整产业链，年产铝型材 25000 吨。2022 年中金岭南铝型材收入 7.21 亿元，同比增长 15.92%。

铝合金或成未来五年轻量化重点，汽车用型材未来蓝海依旧。根据中国汽车工业数据，2019-2022 年新能源汽车产量同比持续上升，2020-2022 年全年产量分别为 136 万辆、354 万辆、705 万辆，分别同比增长 10%、159%、99%，新能源汽车成为大势所趋。但新能源汽车动力电池自身重量大，能量密度比重低，轻量化需求显得尤为迫切。在保证电池安全前提下，托盘轻量化成为电池结构件主要改进目标之一，而铝合金是替代钢结构的首选材料。华加日公司 6XXX 系高强合金汽车用大型复杂断面挤压型材及制品的研发项目，努力攻克铝电池存在的问题，紧跟国际先进水平。

图表 88 深圳华加日铝业有限公司产品线图



资料来源：公司官网

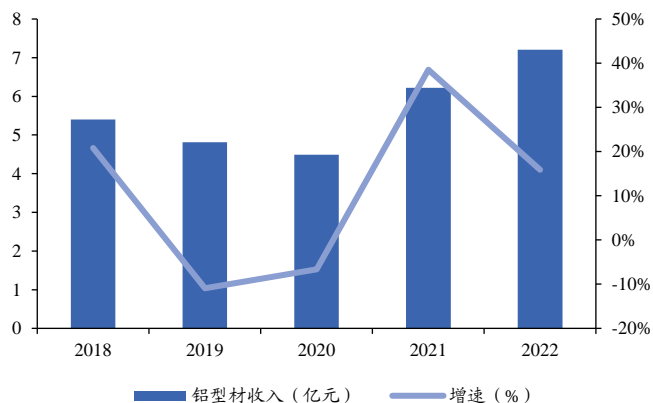
图表 89 中金岭南科技公司



资料来源：公司官网

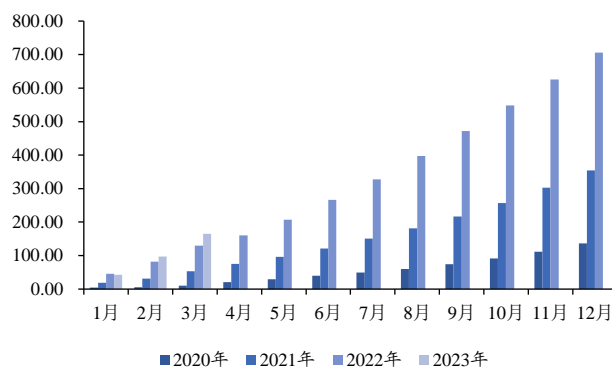
中金科技致力于新材料领域，电池材料收入表现良好。中金科技是公司的全资子公司，专业研发及生产新能源材料、新材料、电子浆材及应用技术产品的国家级高新技术企业。中金科技作为全球重要的碱性电池锌粉供应商之一，公司电池材料收入表现良好，2022 年中金岭南电池材料收入 5.95 亿元，同比增长 3.30%。

图表 90 2018-2022 年中金岭南铝型材收入情况



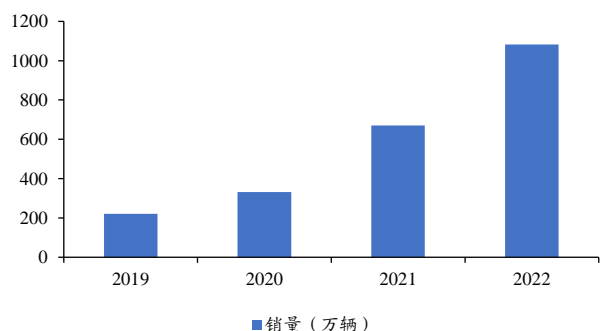
资料来源: iFinD, 华创证券

图表 91 2020 年-2023 年中国新能源汽车产量 (万辆)



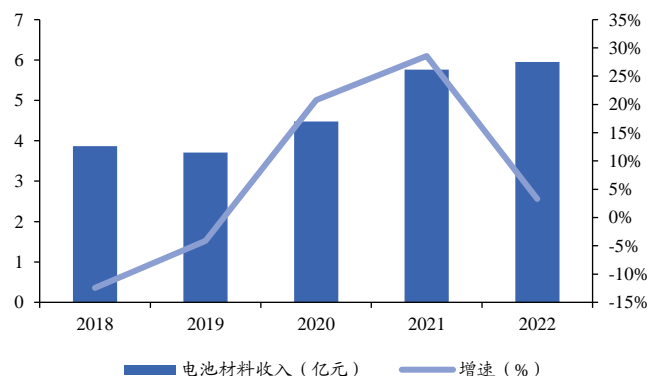
资料来源: Wind, 华创证券

图表 92 2019-2022 全球新能源汽车销量走势



资料来源: EV Tank, 转引自伊维智库, 华创证券

图表 93 2018-2022 年中金岭南电池材料收入情况



资料来源: iFinD, 华创证券

(二) 小金属发展蓬勃

矿端、冶炼端助力小金属增收。经过公司连续的矿产勘探，不仅铅、锌、铜等资源量不断扩大，银、金、钴、镓、锗、镍、钨、硫、镉等小金属资源量也不断提高。截至 2022 年底，公司所属矿山保有金属资源量银 6012 吨，铜 126 万吨，钴 20807 吨，金 66 吨，镍 9.24 万吨。丹霞冶炼厂炼锌渣升级改造项目充分回收利用率废渣中的有价金属，2022 年 6 月进入试运行，可年产铅锭 11.61 万吨、银锭 120.42 吨、镉锭 413.11 吨、次氧化锌 4.16 万吨、铅铋合金 157.99 吨、钴精矿 39.93 吨、粗铜 992.19 吨、硫酸 18.63 万吨、粗汞 61.9 吨。

五、盈利预测

关键假设。公司盈利预测基于以下几点关键假设：

（1）有色金属贸易：假设业务规模维持在 2022 年水平，毛利率为 0.08%；

（2）冶炼产品业务：公司 2023 年计划生产 42.4 万吨，铅锌改造回收相关项目陆续投入运行，假设公司 2023-2025 年冶炼产品铅、锌及锌制品产量为 42.4 万吨、43 万吨、45 万吨，冶炼产品铅、锌及锌制品综合单价均为 2.0 万元/吨，毛利率为 20%；

（3）精矿产品业务：公司 2023 年计划生产铅锌精矿 27.67 万吨，铜精矿 9657 吨，公司矿产勘探持续推进，假设 2023 按计划实现，2024-2025 年小幅提高，2023-2025 年精矿产品产量分别为 28.64 万吨、29 万吨、31.1 万吨，精矿产品综合单价均为 1.04 万元/吨，毛利率为 32.29%；

（4）铝型材业务：假设业务与 2022 年保持一致，2023-2025 年铝型材产量均为 2.06 万吨，单价均为 3.5 万元/吨，毛利率为 16%；

（5）电池材料业务：假设公司 2023-2025 年电池锌粉产量均为 1.2 万吨，单位价格保持为 2022 年单位均价 5 万元/吨，毛利率为 10.78%；

（6）新增阴极铜业务：公司 2022 年收购山东方圆铜冶炼厂，公司 23 年计划增加 40 万吨铜冶炼，2024 年有望进一步提升 70 万吨铜冶炼的产能利用率，假设公司 2023-2025 年阴极铜产量为 40 万吨/50 万吨/70 万吨，单位均价为 6.8 万元/吨，毛利率为 7%。

盈利预测与投资建议。公司作为铅锌行业领军企业之一，扩产增储持续推进，收购方圆系企业开启铜冶炼元年，铜业务有望开启公司第二成长曲线，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 15.79/17.20/19.24 亿元。选取驰宏锌锗、西部矿业、盛达资源为公司铅锌、铜业务可比公司，根据可比公司 PE 估值均值，给予公司 2023 年 15 倍市盈率，目标价 6.34 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 94 可比公司估值分析

代码	公司名称	最新股价 (5月10日)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
驰宏锌锗	600497.SH	5.66	0.1	0.4	0.5	0.5	43.0x	13.9x	12.2x	11.4x
西部矿业	601168.SH	13.24	1.5	1.5	1.6	1.7	9.2x	8.8x	8.2x	7.7x
盛达资源	000603.SZ	15.16	0.5	0.7	0.8	1.0	28.7x	22.4x	18.5x	14.9x
平均值							27.0x	15.1x	12.9x	11.3x

资料来源：Wind，华创证券 注：EPS 预测参考 Wind 一致预期 截止 2023 年 5 月 10 日

六、风险提示

金属价格大幅波动的风险：公司主营业务包括铜、铅锌等金属，如果铜、铅锌等商品价格大幅波动，将会对公司业绩造成影响。

项目扩产不及预期风险。公司铜矿主要基于多米尼加迈蒙矿铜矿，当前年产 200 万吨采选工程项目建设中，若后续项目建设不及预期，将对公司业绩产生影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,103	7,937	8,582	9,894
应收票据	45	84	91	105
应收账款	721	1,106	1,599	2,771
预付账款	158	263	259	285
存货	3,489	4,280	5,326	6,837
合同资产	20	27	29	34
其他流动资产	2,466	5,621	6,278	4,160
流动资产合计	10,002	19,319	22,165	24,085
其他长期投资	40	40	40	40
长期股权投资	716	700	700	700
固定资产	11,277	12,139	13,132	14,078
在建工程	3,811	3,721	3,505	3,276
无形资产	5,037	5,054	5,155	5,274
其他非流动资产	1,770	634	660	1,781
非流动资产合计	22,650	22,288	23,192	25,148
资产合计	32,652	41,607	45,357	49,234
短期借款	5,355	6,955	8,555	10,155
应付票据	15	40	43	49
应付账款	1,352	2,639	2,672	2,847
预收款项	0	0	0	0
合同负债	115	175	190	219
其他应付款	1,008	800	700	600
一年内到期的非流动负债	1,412	1,400	1,200	1,000
其他流动负债	602	3,162	1,897	408
流动负债合计	9,860	15,171	15,257	15,279
长期借款	2,456	4,216	6,063	7,941
应付债券	2,749	2,800	2,800	2,600
其他非流动负债	2,292	2,292	2,292	2,292
非流动负债合计	7,497	9,307	11,154	12,833
负债合计	17,357	24,478	26,411	28,111
归属母公司所有者权益	14,757	16,424	18,056	19,979
少数股东权益	539	704	889	1,144
所有者权益合计	15,295	17,128	18,945	21,122
负债和股东权益	32,652	41,607	45,357	49,234

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,081	627	1,465	2,190
现金收益	2,124	3,206	3,460	3,853
存货影响	-1,082	-792	-1,046	-1,511
经营性应收影响	-197	-449	-426	-1,152
经营性应付影响	75	1,104	-64	81
其他影响	160	-2,442	-460	919
投资活动现金流	-2,372	-2,189	-2,316	-2,360
资本支出	-4,226	-2,126	-2,283	-2,325
股权投资	78	16	0	0
其他长期资产变化	1,775	-80	-32	-35
融资活动现金流	2,515	6,396	1,496	1,481
借款增加	2,929	3,398	3,247	3,078
股利及利息支付	-619	-209	-202	-193
股东融资	4	4	4	4
其他影响	202	3,204	-1,553	-1,407

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	55,437	84,203	91,163	105,384
营业成本	52,581	79,398	85,848	98,968
税金及附加	259	516	558	645
销售费用	152	374	456	737
管理费用	520	1,071	1,184	1,475
研发费用	385	586	635	734
财务费用	94	116	138	168
信用减值损失	7	7	8	9
资产减值损失	-49	-80	-70	-60
公允价值变动收益	-131	-150	-150	-150
投资收益	62	62	62	62
其他收益	55	45	45	45
营业利润	1,389	2,026	2,239	2,563
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	14	14	14	14
利润总额	1,379	2,016	2,229	2,554
所得税	144	262	312	357
净利润	1,235	1,754	1,917	2,196
少数股东损益	23	175	197	272
归属母公司净利润	1,212	1,579	1,720	1,924
NOPLAT	1,320	1,855	2,036	2,341
EPS(摊薄) (元)	0.32	0.42	0.46	0.51

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	24.6%	51.9%	8.3%	15.6%
EBIT 增长率	-10.6%	44.7%	11.0%	15.0%
归母净利润增长率	3.5%	30.2%	8.9%	11.9%
获利能力				
毛利率	5.1%	5.7%	5.8%	6.1%
净利率	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
ROE	8.2%	9.7%	9.5%	9.6%
ROIC	5.8%	6.3%	6.3%	6.6%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	58.8%	58.2%	57.1%
债务权益比	93.3%	103.1%	110.4%	113.6%
流动比率	1.0	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.7	1.0	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.7	2.0	2.0	2.1
应收账款周转天数	4	4	5	7
应付账款周转天数	8	9	11	10
存货周转天数	20	18	20	22
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.42	0.46	0.51
每股经营现金流	0.29	0.17	0.39	0.59
每股净资产	3.95	4.39	4.83	5.35
估值比率				
P/E	16	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	9	8	7

金属行业组团队介绍

组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6年卖方研究经验，2次新财富金属和金属新材料第二名、2021上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021水晶球钢铁行业第三名、2022年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind等最佳分析师奖项，2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

研究员：巩学鹏

南京大学地质工程硕士，曾任职于紫金矿业，参与过多项矿山收并购尽职调查，2年卖方研究经验，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522