

海外矿山枯竭，供应瓶颈迎来锌时代

——锌行业报告

行业投资评级：强大于市|维持

李帅华/王靖涵

中邮证券研究所 有色金属团队

中邮证券

2024年4月9日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **供应显现瓶颈：**2023年全球锌精矿产量1283万吨，同比下降0.6%，减产原因：一是工人罢工造成的劳动力不足，二是极端天气影响，三是能源价格上涨导致矿山成本攀升。同时由于矿山寿命已到、新增项目延期等原因，Glencore和Teck在2026年均下调锌矿的产量，2026年锌精矿下降约31万吨，2027年下降7万吨。
- **需求利好不断：**2023 年全球精锌总消费1399.3 万吨，同比增长1.1%。2024年政府工作报告，从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元，叠加结转2023年发行的1万亿元国债剩余5000亿，基建有望再度发力。同时风光、汽车，印度、东南亚基建需求旺盛等也有望带动锌消费。
- **2025年锌缺口开始打开：**我们预计2024年全球精炼锌小幅过剩6万吨，2025-2027年全球精炼锌短缺4/24/44万吨，缺口逐渐打开。
- **相关公司：**建议关注中金岭南、驰宏锌锗、金徽股份。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期

目录

- 一 供应：全球矿山增量有限
- 二 消费：下游消费多点开花
- 三 复盘：供应瓶颈驱动向上空间
- 四 相关公司&风险提示

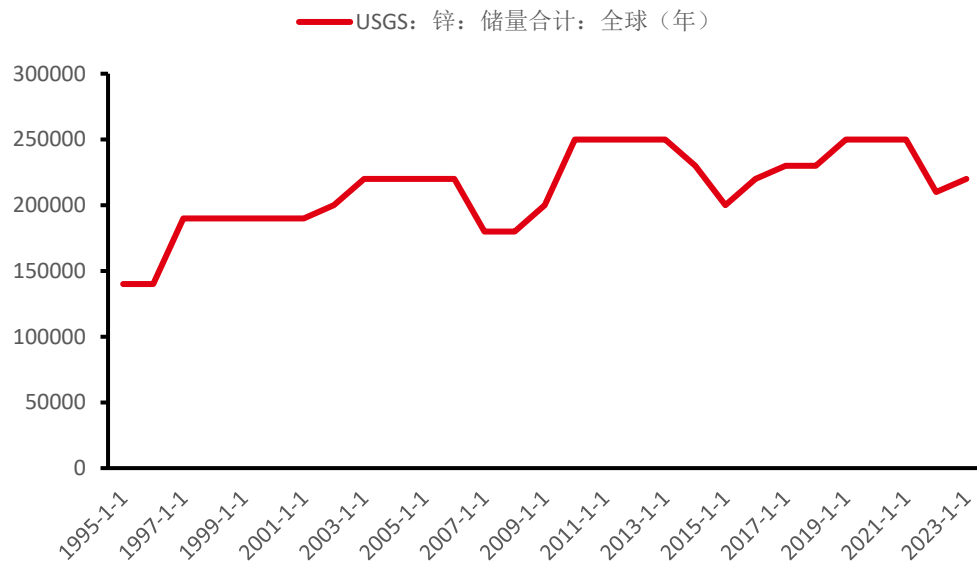


供应：矿山供应有限，TC压制冶炼放量

多种因素，2023年全球锌精矿产量下降

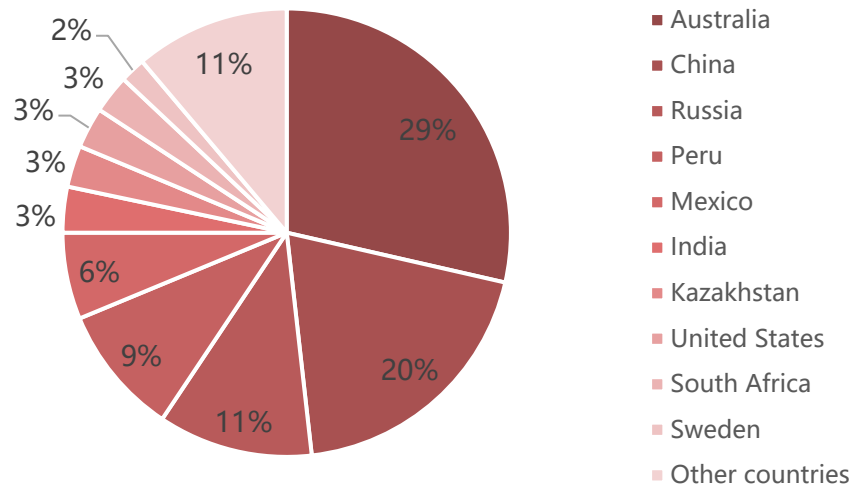
- 据安泰科统计，2023年全球锌精矿产量1283万吨，同比下降8.1万吨或0.6%。其中，海外产量877万吨，同比下降10万吨或1.1%。减产原因：一是工人罢工造成的劳动力不足，二是极端天气影响，三是能源价格上涨导致矿山成本攀升。
- 美国地质调查局（USGS）数据显示，2023 年全球锌储量（经济可采储量）2.2亿吨，主要分布在澳大利亚、中国、墨西哥、俄罗斯等国。

图表1：全球锌资源储量（千吨）



资料来源：USGS，中邮证券研究所

图表2：2023年全球锌资源储量占比

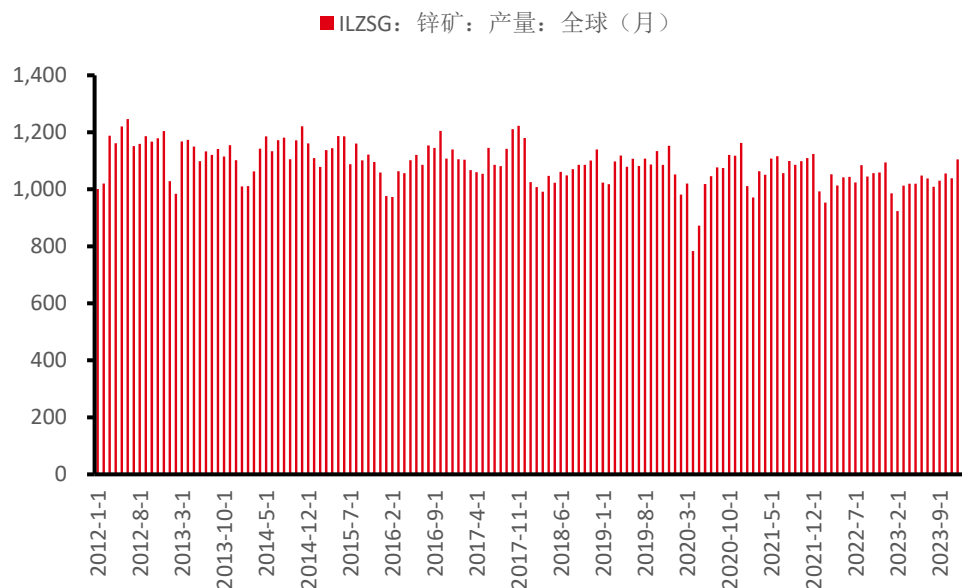


资料来源：USGS，中邮证券研究所

2024年海外锌矿面临新建、复产推迟

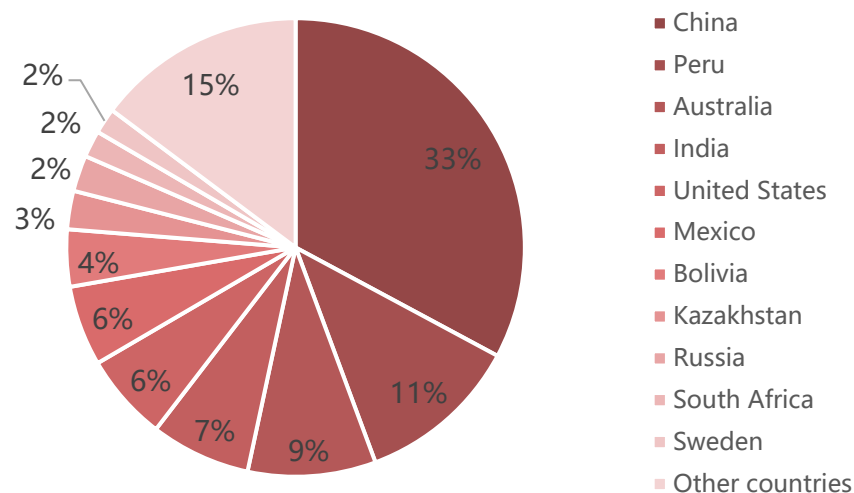
- 产量降幅较大的地区集中在澳大利亚、美国、墨西哥、玻利维亚和加拿大等国家。澳大利亚由于MMG的Rosbery因森林火灾导致暂停运营和劳动力不足，一季度产影响较大。South32在澳大利亚的Cannington矿山由于极端天气，一季度锌精矿产量同比下降23%。Sibanye-Stillwater于2023年3月末完成收购New Century，仍处于停产维护状态。

图表3：全球锌矿月度产量（千吨）



资料来源：ILZSG，中邮证券研究所

图表4：2023年全球锌矿产量占比



资料来源：USGS，中邮证券研究所

2024年海外锌矿面临新建、复产推迟

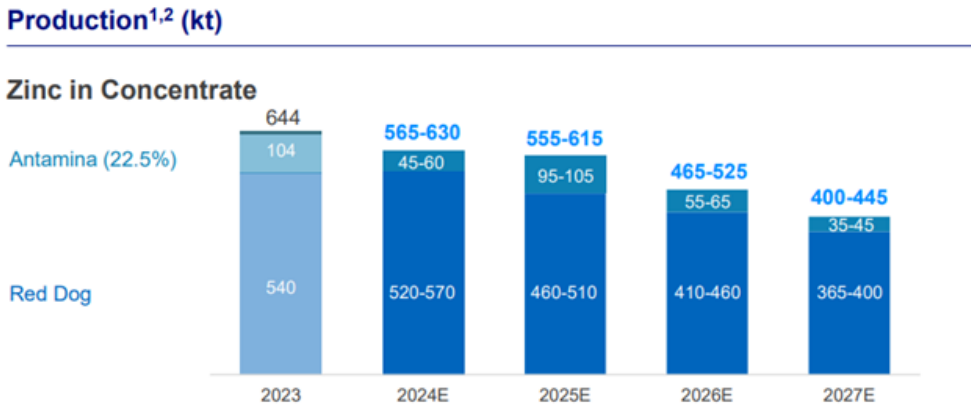
- 2024年海外锌矿的生产面临诸多不确定性。Tara矿计划2024年二季度复产，如果届时锌价处于低位，复产进度或将推后；对于其他高成本锌矿而言，2023年低锌价造成的风险将延续至2024年。Ozernoye矿山和Southern Copper旗下的Buenavista Zinc项目今年投产的计划被推迟至2024年，Aripuanã矿山爬产进度缓慢，因此投产爬产项目的进度存在不及预期的可能性。

图表5：海外锌矿停复产情况（万吨）

公司	矿山	国家	年产量	2023年同比	2024年同比	备注
Adriatic Metals	Vares	波斯尼亚			4.5	新投产
Aeris Resources	Jaquar	澳大利亚	2.25	-0.94	-1.31	停产
Almina	Aljustrel	葡萄牙	9.9	-2.48	-7.42	停产
Boliden	Tara	爱尔兰	10.3	-5.15		停产
Glencore	Kidd	加拿大	3.92		-1.5	停产
	Matagmsi	加拿大	4.74	-1.73		停产
BHP/Glencore/Teck/Mitsubishi	Antamina	秘鲁	43.3	3.38	-14	减产
Hudbay	777	加拿大	4	-2		停产
Lundia	Neves-Corvo	葡萄牙	8.24	2.41	2.5	增产
	Zinkgruvan	瑞典	7.65	0.35	0.75	增产
Ozernoye LLC	Ozernoye	俄罗斯			15	新投产
Polymetals	Endeavor	澳大利亚			6	复产
Newmont	Peñasquito	墨西哥	17.1	-7	7	增产
Nexa	Aripuanã	巴西	0.03	2.15	3.1	增产
Nyrstar	Cumberland/Tennessee	美国	5	-0.42	-4.58	停产
Silver Mines	Bowdens Silver	澳大利亚				新投产
Southern Copper	Buenavista	墨西哥	6		7	新投产
Teck	Red dog	美国	55.3	0.7	-3.5	减产
Volean	Islay	秘鲁	0.8	-0.4	-0.4	停产
合计			178.53	-11.13	13.14	

资料来源：钢联，中邮证券研究所

图表6：Teck公司预计2024年之后锌精矿产量不断下滑

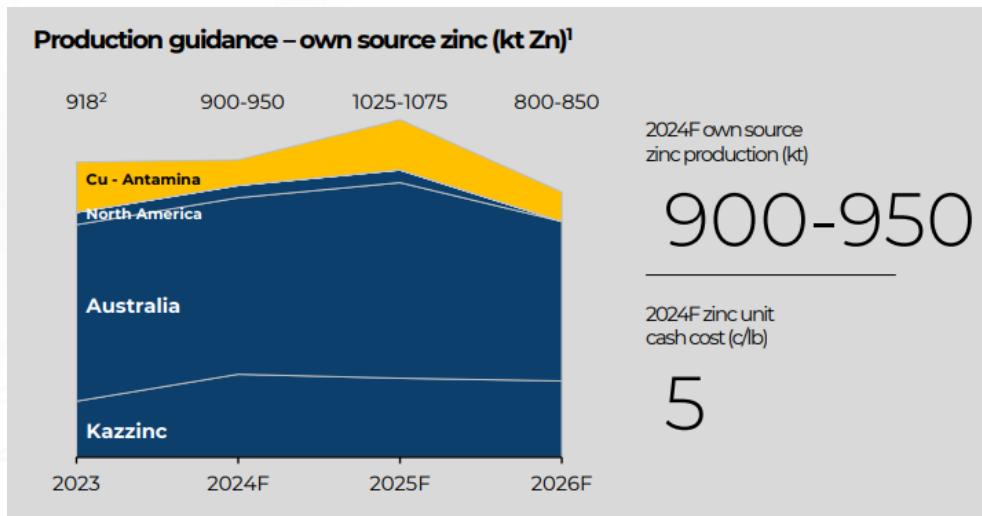


资料来源：Teck公告，中邮证券研究所

多家海外龙头2026年锌精矿生产下降

- 远期有部分矿山面临品位下降的困境甚至开采寿命达到尽头。因品位下降，预计Antamina矿山产量在今年超预期增长后将在明年大幅减少，减量可能达到14万吨，Red dog矿山也因品位下降而小幅减产；Glencore旗下Kidd矿山和Kazzinc矿山的部分矿区计划于2024年末因寿命而结束开采计划。Glencore和Teck在2026年均下调锌矿的产量，2026年锌精矿下降约31万吨，2027年下降7万吨。

图表7：嘉能可未来锌矿产量指引



资料来源：嘉能可公告，中邮证券研究所

图表8：2023-2027年海外锌精矿产能指引（千吨）

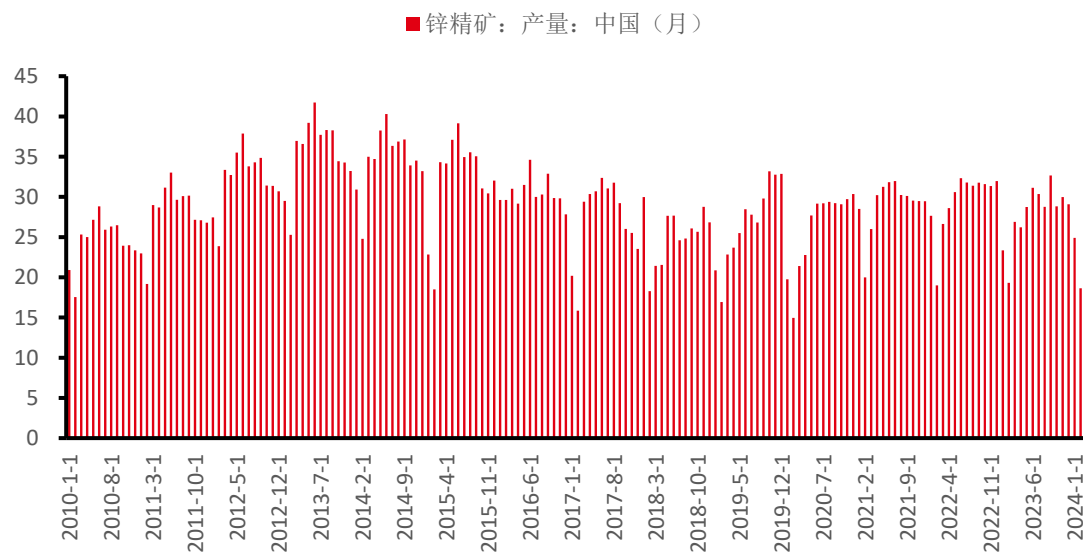
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Teck	644	597.5	585	495	422.5
Vedanta	273	290	290	290	290
Glencore	918	925	1047.5	825	825
Nexa	333	352	353.5	354	354
合计	2168	2164.5	2276	1964	1891.5
增减		-3.5	111.5	-312	-72.5

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

国内锌精矿生产稳定，火烧云贡献未来增量

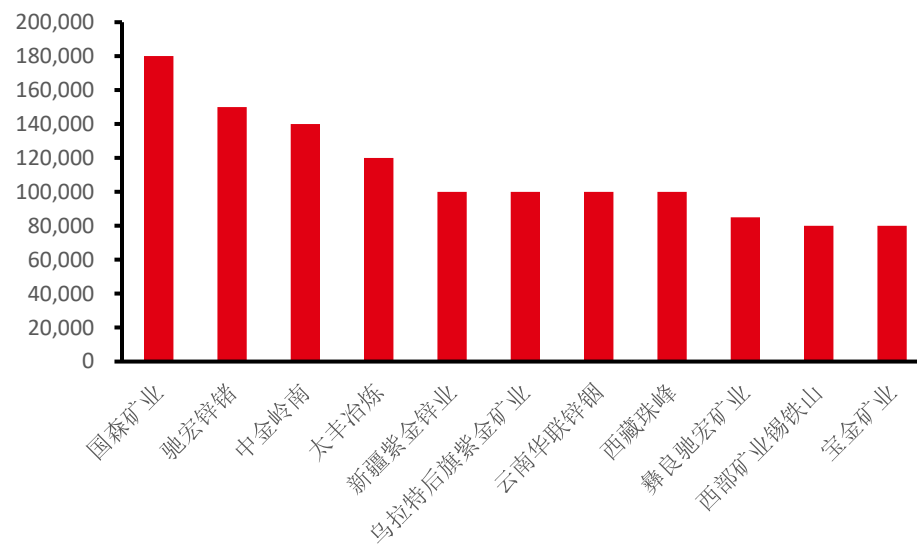
- 根据安泰科统计，2023年全国锌精矿产量为406.0万吨，同比增加1.9万吨或0.5%。
- 2024年，国内锌矿供应弹性相对较小，预计增量7万吨，可预见的主要增量来自于新疆的火烧云项目。新疆火烧云铅锌矿床锌和铅金属量1881万吨，矿床平均品位铅4.60%、锌23.37%、铅+锌27.97%，为世界级铅锌矿床中罕见的高品位矿床。新疆地矿投资集团规划在新疆和田形成一座产锌锭56万吨/年、铅锭11万吨/年的铅锌冶炼生产基地。

图表9：中国锌精矿月产量情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

图表10：国内前十名锌矿企业产能情况（金属吨）

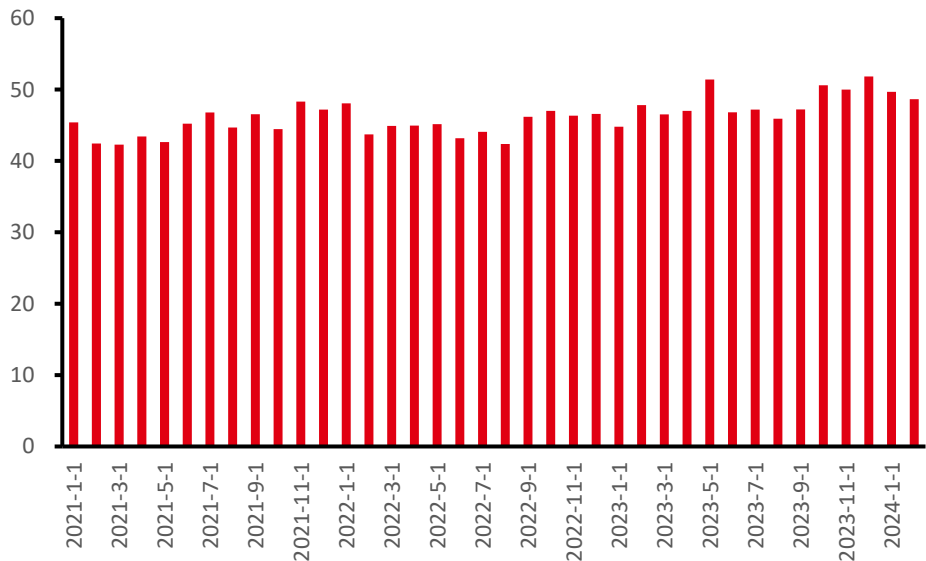


资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

冶炼新增项目较多，精锌供应恢复

- 根据安泰科数据，2023 年估计全球精锌产量 1407 万吨，同比增加 48 万吨或 3.5%。其中海外精锌产量为 722 万吨，同比减少 1.2 万吨或 0.2%。
- 2023-2024年，全球新增冶炼项目增量主要在亚洲地区，随着冶炼厂复产产能增加，全球精锌供应显著恢复。

图表11：中国精炼锌月产量情况（万吨）



资料来源：钢联，中邮证券研究所

图表12：国内电解锌新建项目情况（万吨）

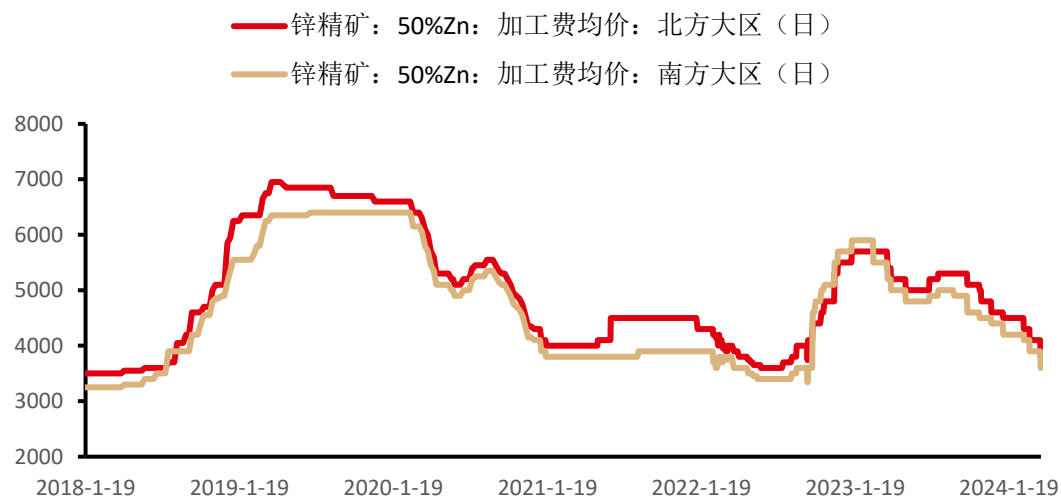
企业	原料	现有产能	新建产能	投产时间
四川鑫美	矿产锌	0	7	2023年5月
南丹吉朗	矿产锌	8	3	2023年10月
河池南方	矿产锌	35	40	2023年12月
河南万洋	矿产锌	0	15	2024年12月
广西誉升	矿产锌	5	5	2024年
云铜锌业	矿产锌	10	5	2025年
桂阳皓钰	再生锌	0	8	2023年1月
江西思远	再生锌	0	3	2023年5月
广西永鑫	再生锌	5	5.8	二期2024年
泸溪盛德	再生锌	0	2	2023年6月
广东原点	再生锌	0	0.8	2023年8月
河南金利	再生锌	15	3	2023年12月
阮凌山能	再生锌	5	0	2023年12月
广西桂盛	再生锌	0	5	二期2024年
林西恒富	再生锌	0	3	二期2024年5月
潍坊龙达	再生锌	0	2	2024年初
桂阳银龙	再生锌	0	2	2024年
荆州正峰	再生锌	0	7	2024年
金成锌业	再生锌	0	10	2024年
泸溪蓝天	再生锌	5	5	2024年
合计		88	131.6	

资料来源：SMM，各公司财报，中邮证券研究所

锌矿供应收紧，TC持续下滑，冶炼利润亏损

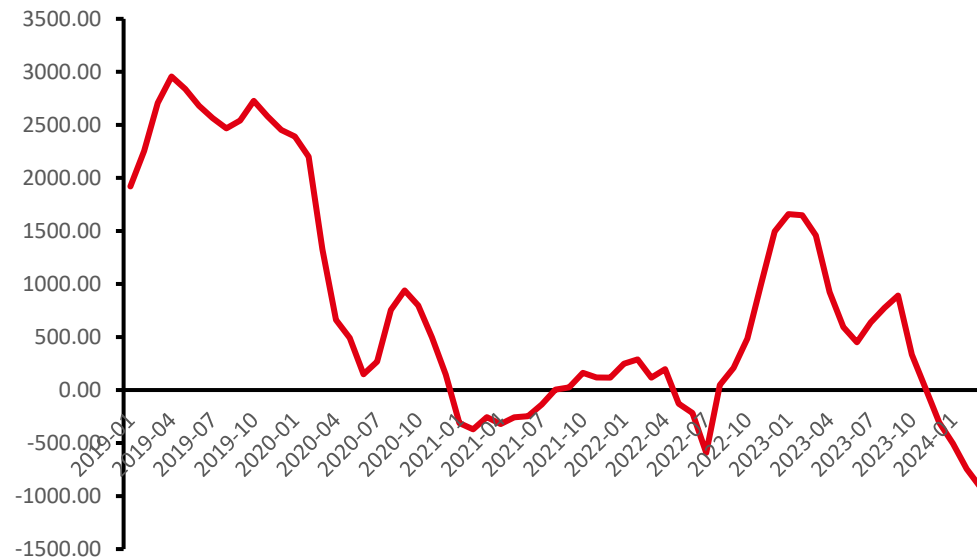
- 海外锌矿的减产以及一季度锌矿停产的消息加剧了市场对矿端供应收紧的预期，TC延续下滑趋势。当前进口矿加工费平均报价为80美元/干吨，但多有价无市，现货市场实际仅有少量成交且低于报价，听闻国内现货最新已有低于50美元/干吨的报价，但买方并不接受。从实际供需情况看加工费并不应低至于此。国产矿加工费为3850元/吨，分地区来看，各地均有不同程度的降幅，但也多数有价无市。冶炼端，部分地区冶炼厂调整生产计划，精锌产量或将环比下降。

图表13：国内锌矿TC（元/吨）



资料来源：钢联，中邮证券研究所

图表14：国内冶炼厂利润情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

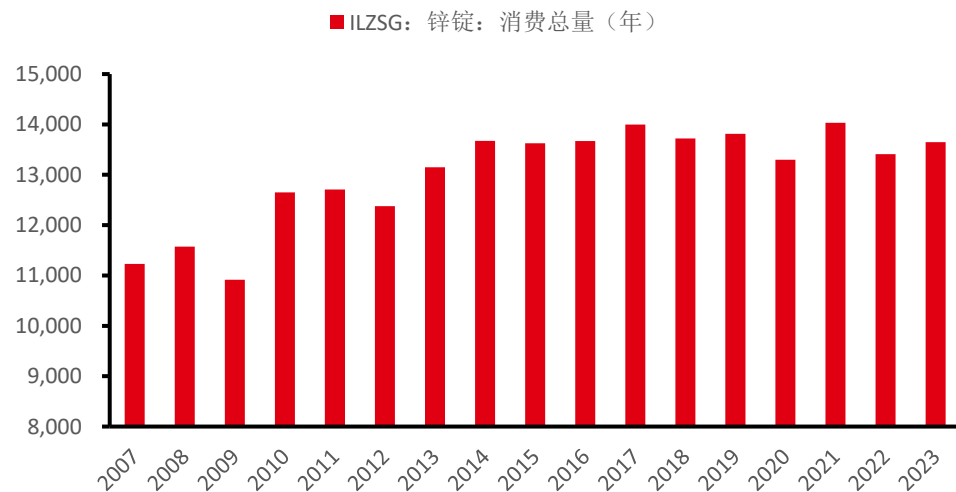


消费：基建、汽车、风光利好不断

2023年国内精锌消费逆势增长

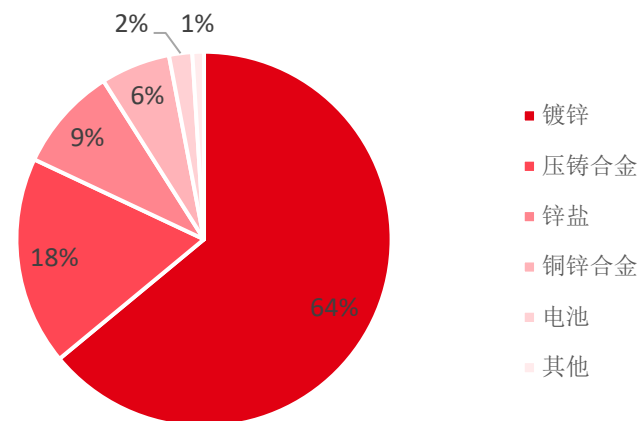
- 安泰科数据，2023 年全球精锌总消费1399.3 万吨，同比增加 16.5 万吨或 1.1%。其中海外地区消费 701.3 万吨，减少30 万吨或 4.1%。国内精锌表观消费为698.0万吨，同比增加46.5万吨，增长7.1%。
- 从锌锭各初端消费来看，各个领域同比都有一定回升，其中镀锌领域增量显著。2023 年，全国累计生产镀锌板约 7454 万吨，同比增长 10.8%；镀锌板（带）累计净出口 977.56 万吨，同比增 39.2%；镀锌板表观消费 6751 万吨，同比增长15.2%。虽然房地产领域表现偏弱，但基建、机械制造、汽车在 2023 年快速增长，带动镀锌板的国内需求。

图表15：全球电解锌消费情况（千吨）



资料来源：ILZSG，中邮证券研究所

图表16：中国电解锌初端消费占比

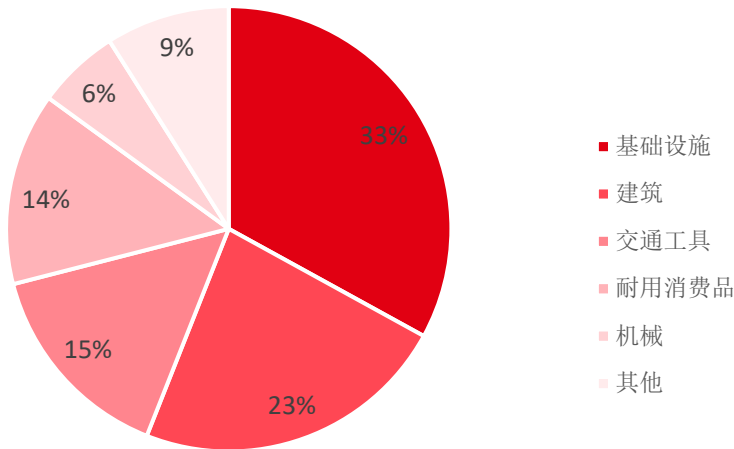


资料来源：共研产业咨询，中邮证券研究所

锌消费中基建、房地产、交运等占比较大

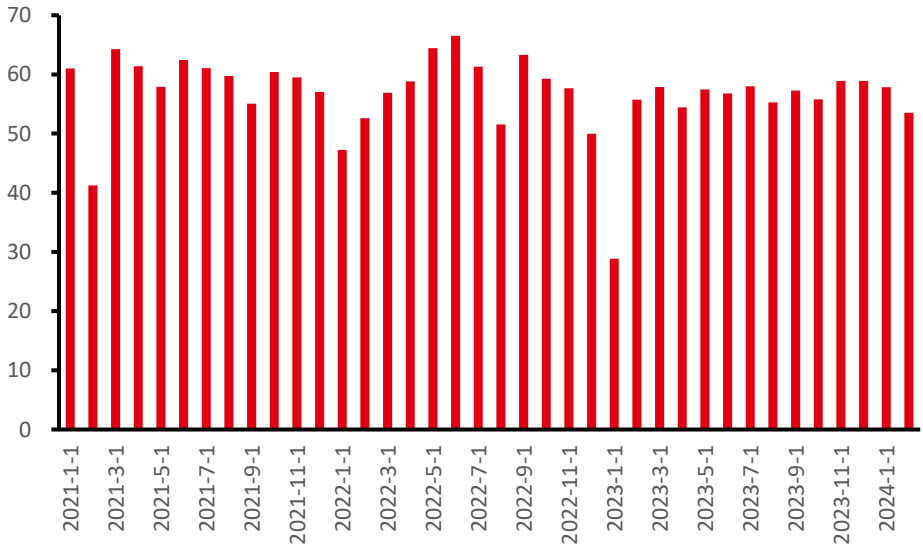
- 锌用途较为分散，主要用于基础设施建设、建筑、汽车、日用消费品等领域。其中基础设施建设领域占国内锌消费1/3，铁塔、电器设备、板房、钢结构、公路护栏、桥梁等需要大量镀锌管、板、线材和结构件。此外建筑领域占比23%，交通领域占比15%，耐用消费品占比14%。

图表17：中国电解锌终端消费占比



资料来源：共研产业咨询，中邮证券研究所

图表18：中国电解锌表观消费情况（万吨）

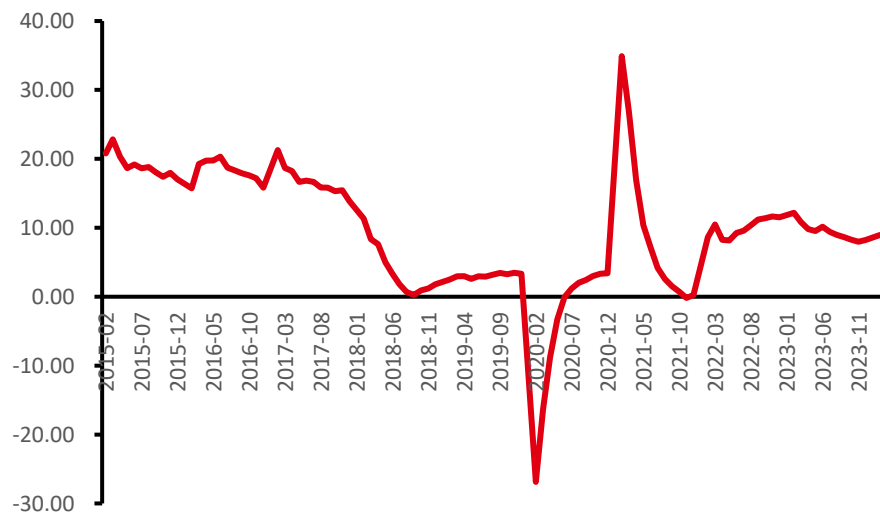


资料来源：钢联，中邮证券研究所

2024年基建再度发力，有望带动需求

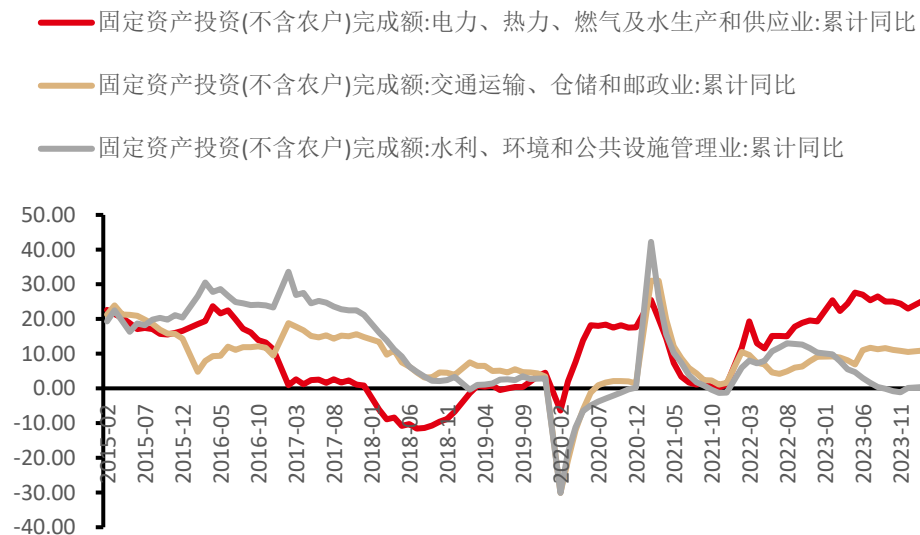
- 2024年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2个百分点。其中，制造业投资增长9.4%，增速加快2.9个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.3%，增速加快0.4个百分点。
- 2024年政府工作报告，从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元，叠加结转2023年发行的1万亿元国债剩余5000亿，基础建设投资资金相对充足。

图表19：基础设施建设投资完成额累计同比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

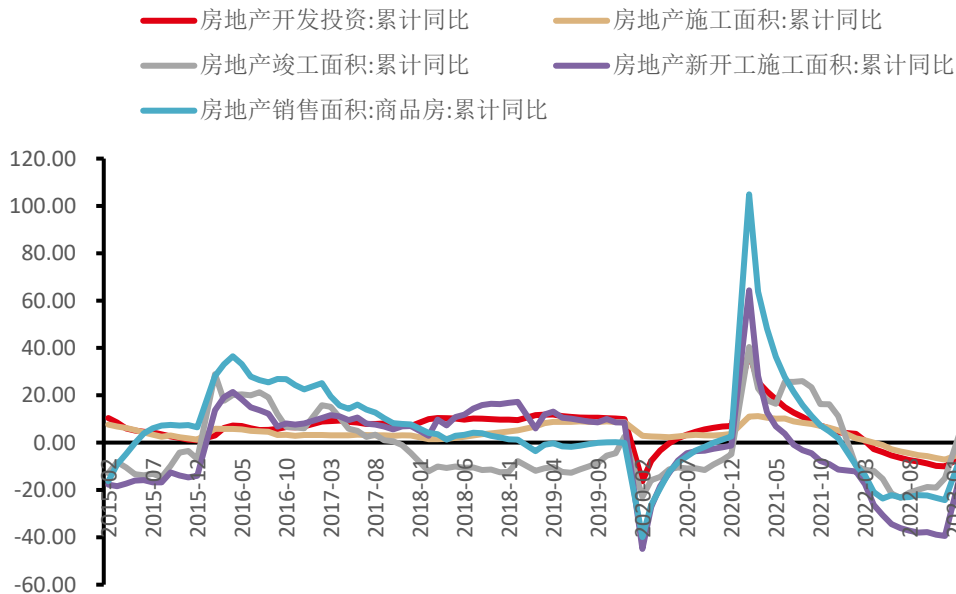
图表20：各行业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

- 2023年，全国房地产开发投资110913亿元，比上年下降9.6%；其中，住宅投资83820亿元，下降9.3%。2023年，房地产开发企业房屋施工面积838364万平方米，比上年下降7.2%。其中，住宅施工面积589884万平方米，下降7.7%。房屋新开工面积95376万平方米，下降20.4%。其中，住宅新开工面积69286万平方米，下降20.9%。房屋竣工面积99831万平方米，增长17.0%。其中，住宅竣工面积72433万平方米，增长17.2%。

图表21：中国房地产施工、竣工、新开工等累计同比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：基建、房地产和精炼锌消费增速对比

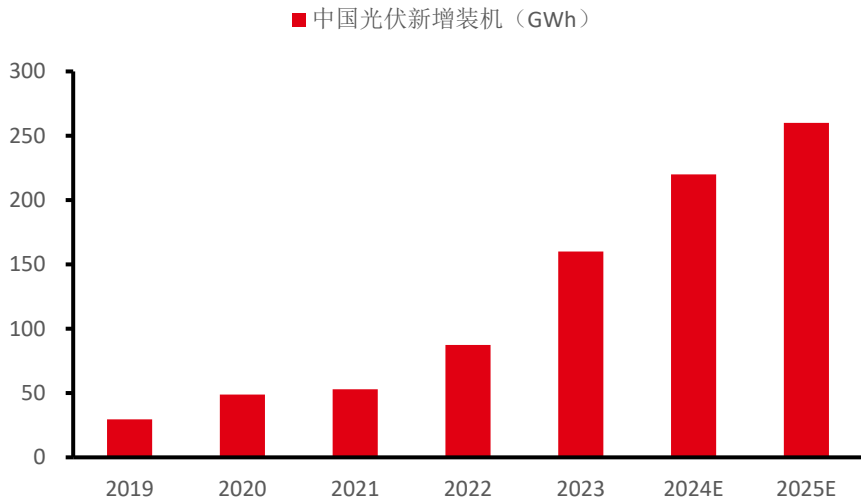
同比增长（%）	2022	2023
基础设施建设投资	11.52	8.24
固定资产投资-制造业:通用设备制造业	14.80	4.80
固定资产投资-电力、热力、燃气及水生产和供应业	19.30	25.30
固定资产投资-交通运输、仓储和邮政业	9.10	10.50
固定资产投资-水利、环境和公共设施管理业	10.30	0.10
房地产开发投资	-10.00	-9.60
房地产施工面积	-7.20	-7.20
房地产竣工面积:	-15.00	17.00
房地产新开工施工面积	-39.40	-20.40
房地产销售面积	-24.30	-8.50
精炼锌消费	-4.89	7.14

资料来源：iFind，CNIA、中国海关，安泰科，中邮证券研究所

风电、光伏装机持续增长，带动锌消费增量可观

- 锌在风电和光伏行业中主要功能在于以镀锌或富锌底漆的形式附着在钢材外表面以防腐蚀，在光伏行业中主要运用于碳钢光伏支架上的防腐，而在风电行业中耗锌主要在风电塔筒及螺栓两大部分。根据中国有色金属报，一个1GW的太阳能电站大约需要2400吨锌。
- 未来五年全球风电装机CAGR将达15%，24年开始陆风装机规模将超100GW。根据全球风能理事会（GWEC）发布的Global Report 2023，预计到2027年全球装机将达到157GW，CAGR 15%，其中陆风装机将在23-24年迎来显著修复，预计24年装机达到106GW，首次突破100GW。

图表23：中国光伏新增装机量（GWh）



资料来源：CPIA，中邮证券研究所

图表24：全球光伏、风电带动锌需求

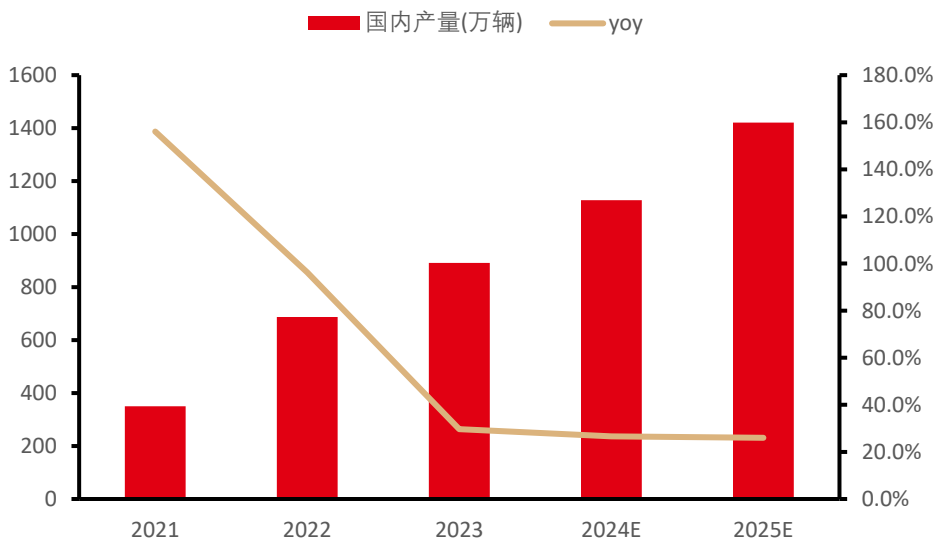
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏新增装机（GWh）	115	135	170	230	350	440	520
中国光伏新增装机（GWh）	30	49	53	87	160	220	260
耗锌增量（万吨）		5	1	8	17	14	10
海外光伏新增装机（GWh）	86	86	117	143	190	220	260
耗锌增量（万吨）		0	7	6	11	7	10
全球海风装机（GWh）	7	7	21	9	18	18	26
全球陆风装机（GWh）	54	88	72	69	97	106	109
耗锌增量（万吨）		8.4	1.4	-5.3	10.4	2.2	3.8
全球耗锌增量（万吨）		13.0	9.8	9.1	39.2	23.8	23.0

资料来源：GWEC，iFind，CPIA，中邮证券研究所

新能源汽车轻量化，镀锌板需求持续提升

- 新能源汽车轻量化发展是新能源汽车发展的主要方向。目前，适用于未来汽车发展的超高强度镀锌汽车板。新能源汽车的单车用锌量20公斤，传统汽车单车锌镀层用量约为8公斤。近年来，为适应轻量化需求，镀锌行业内积极推广镀锌薄板，钢板的镀锌化率持续提高。综合来看，新能源整车锌用量只多不少。

图表25：中国新能源汽车产量情况（万吨）



资料来源：中汽协，中邮证券研究所

图表26：全球汽车耗锌量计算（万辆，万吨）

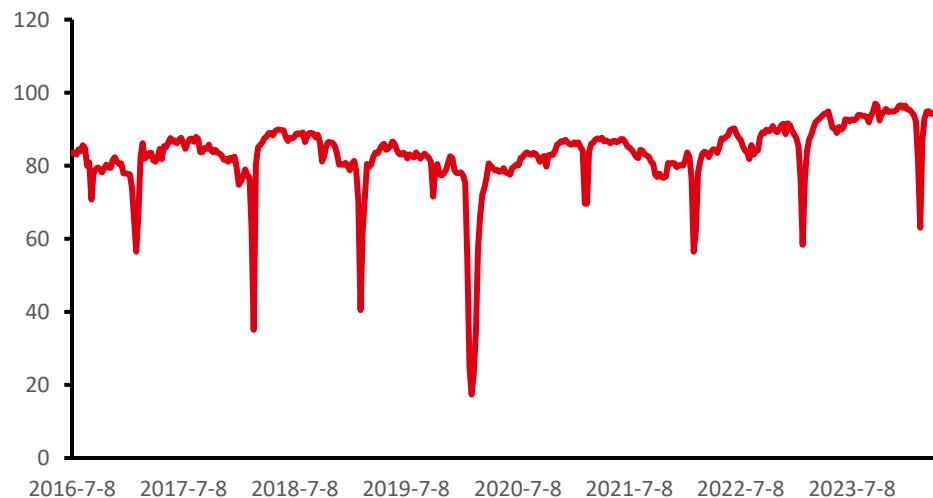
	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球乘用车销量(万辆)	5644	5749	6309	6562	6815
国内乘用车销量(万辆)	2152	2356	2700	2850	3000
海外乘用车销量(万辆)	3492	3392	3609	3712	3815
全球燃油车销量(万辆)	5021	4684	5009	4912	4615
国内燃油车销量(万辆)	1802	1669	1809	1612	1515
海外燃油车销量(万辆)	3219	3005	3200	3300	3100
全球新能源汽车销量(万辆)	623	1065	1300	1650	2200
国内产量(万辆)	350	687	891	1128	1421
yoy	156.0%	96.3%	29.7%	26.6%	26.0%
海外产量(万辆)	273	387	532	730	1071
yoy	46.5%	41.8%	37.5%	37.2%	46.7%
燃油车耗锌量(kg/辆)	8	8	8	8	8
新能源汽车耗锌量(kg/辆)	20	20	20	20	20
国内汽车耗锌量(万吨)	21	27	32	35	41
国内汽车耗锌增量(万吨)	4	6	5	3	5
海外汽车耗锌量(万吨)	31	32	36	41	46
海外汽车耗锌增量(万吨)	2	1	4	5	5
全球汽车耗锌增量(万吨)	6	6	10	8	10

资料来源：中汽协，Marklines，IAI，钢联，中邮证券研究所

镀锌板产量保持高位，“三大工程”促进下游需求回暖

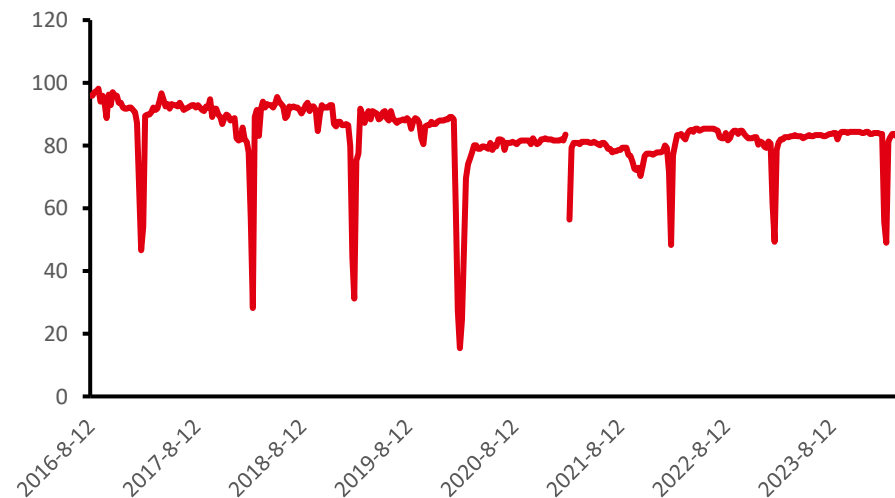
- **镀锌板供过于求，但实际开工仍保持高位。**当前镀锌板卷库存保持高位，下游订单不足。随着房地产需求的减少，对有花镀锌板卷的影响较大，短期建筑行业想要有明显好转似乎还比较困难，那么可能还需依靠制造业的向好带动开工率保持高位运行。
- **“三大工程”有望提振需求侧。**另外，中央经济工作会议提出，要加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，这将一定程度上促进下游需求回暖；2024 年房地产调控政策将继续优化，推动化解房地产行业风险，释放合理住房需求，需求侧有望进一步实现回升。

图表27：全国镀锌板卷周度产量（万吨）



资料来源：钢联，中邮证券研究所

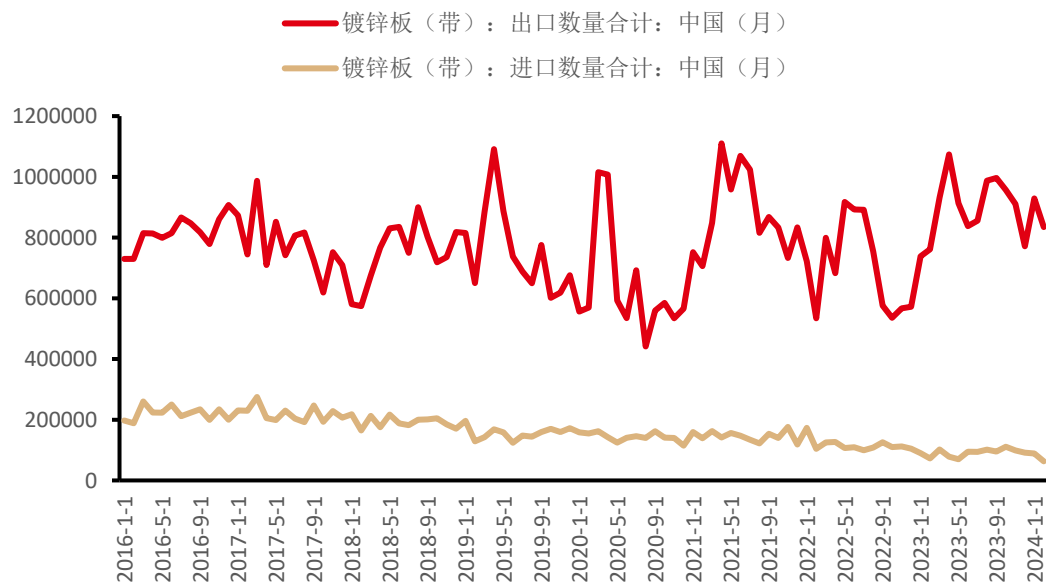
图表28：全国镀锌板卷周度开工率（%）



资料来源：钢联，中邮证券研究所

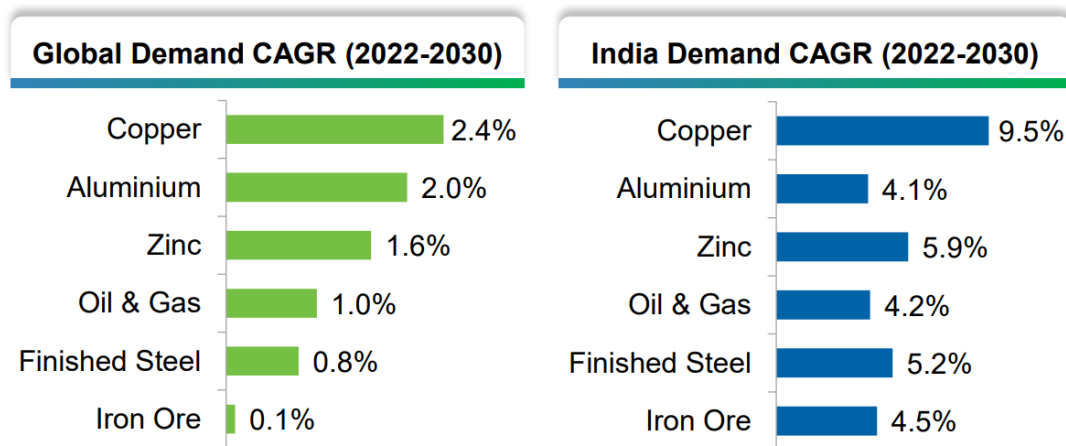
- 近年来，东亚、东南亚、南亚等国家，凭借较低生产成本和较强配套能力，形成了完整的产业链供应链体系、及国际生产网络。东南亚主要国家都将完善交通基础设施，列为未来5-10年重点发展领域，预计未来市场空间仍然充沛。
- 从人口、制造业和基建发展来看，印度正接力中国，成为金属需求增量的主战场。根据Vedanta公司的预测，2022-2030全球对锌金属需求CAGR为1.6%，印度对锌金属需求CAGR为5.9%，仅次于铜的CAGR。

图表29：中国镀锌板进出口情况（吨）



资料来源：钢联，中国海关总署，中邮证券研究所

图表30：印度对金属的需求远高于世界平均水平



资料来源：Vedanta 公司公告，中邮证券研究所

2024年仍处紧平衡，2025年后缺口逐步打开

- Glencore和Teck在2026年均下调锌矿的产量，2026年锌精矿下降约31万吨，2027年下降7万吨。需求方面，国内基建、汽车、风光等需求持续增长，海外印度、东南亚等基建需求也带动锌金属消费。因此我们预计2024年全球精炼锌小幅过剩6万吨，2025-2027年全球精炼锌短缺4/24/44万吨，缺口逐渐打开。

图表31：全球锌精矿及电解锌平衡情况（万吨）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
锌精矿	产量	1315.8	1291.1	1286	1307	1325	1301	1301
	—海外	902.2	887	880	895	906.15	874.95	867.7
	—中国	413.6	404.1	406	412	419	426	433
	需求	1300.5	1258	1298.3	1315.2	1325.2	1335.2	1345.2
	平衡	15.3	33.1	-12.3	-8.2	-0.05	-34.25	-44.5
精锌	产量	1399	1359	1407	1428	1438	1448	1458
	需求	1414.4	1382.8	1399.3	1422	1442	1472	1502
	—海外	729.4	731.3	701.3	710	725	740	755
	—中国	685	651.5	698	712	717	732	747
	平衡	-15.4	-23.8	7.7	6	-4	-24	-44

资料来源：安泰科，钢联，ILZSG，中邮证券研究所

三

复盘：供应驱动价格上涨，海外新矿不多

供应端是锌价波动的主要原因

图表32：LME锌价波动历史回顾（美元/吨）



资料来源：安泰科，ILZSG，iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

更多免费行业报告

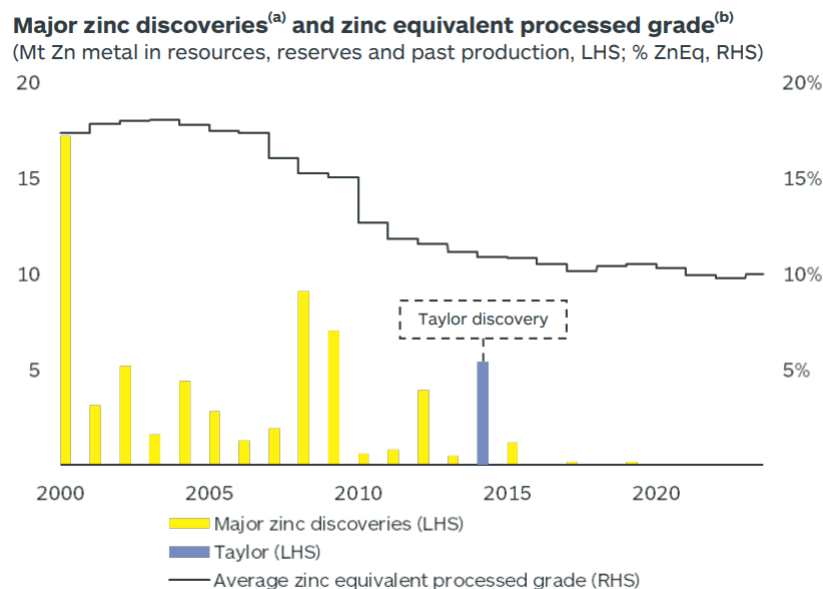
并购家

www.ipoipo.cn

新开发矿山寥寥无几，我国锌储采比很低

- 2000年以来锌精矿的品位一直不断下降，同时近几年来也没有新开发的矿山。目前国内可预见的主要增量来自于新疆的火烧云项目。
- 虽然我国的锌资源储量世界排名第二，但各个铅锌矿生产较为分散，2009年以来，我国的锌资源储采比总体保持在10以内，2019年为9.3，远远低于铝（储采比约100）等其他有色金属。这表明我国锌矿资源形势十分紧缺，可持续开采性很低。

图表33：2000年以来锌矿品位不断下降



资料来源：BHP公告，中邮证券研究所

图表34：2009—2019年中国锌产量、储量及储采比

年份	产量Pn/万t	储量Rn/万t	储采比Cn
2009	310	3300	10.6
2010	370	4200	11.4
2011	431	4300	10
2012	490	4300	8.8
2013	500	4300	8.6
2014	493	4300	8.7
2015	430	3800	8.8
2016	480	4000	8.3
2017	440	4100	9.3
2018	417	4400	10.6
2019	430	4400	10.2

资料来源：《中国锌矿资源开发利用形势分析》（潘志君等），中邮证券研究所

十大矿山寿命将至，2026年缺口开始打开

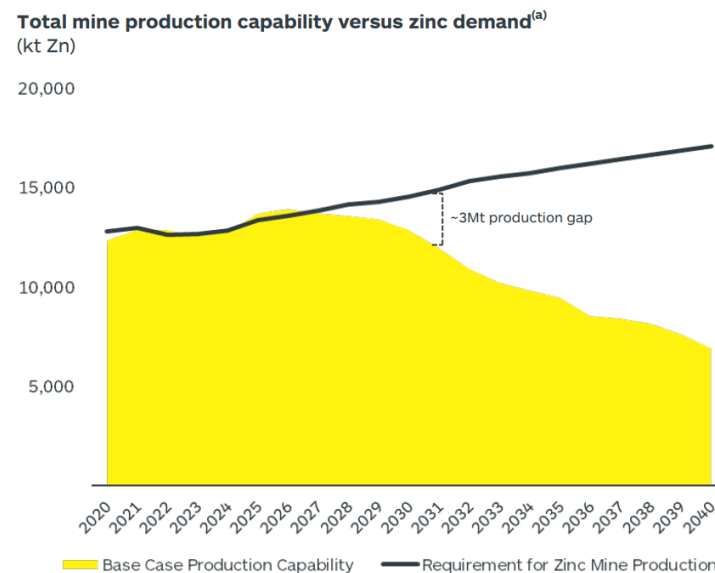
- 从全球十大铅锌矿山中可以看出大部分矿山可能将在未来10年内开采殆尽，寿命最长的矿山澳大利亚McArthur River 也将在23年后资源枯竭。这就要求全球必须不断地发现新铅锌大矿，来弥补未来供应缺口。
- 虽然海外多个在建或者待开发大型铅锌矿。但总体来看在建或待建锌矿的开发条件和资源质量将劣于目前在产或最近关闭的。新增产能对推动全球锌矿产量复苏的力量将十分有限。预计2026年全球锌矿缺口将打开。

图表35：全球10大铅锌矿山

名称	储量/万t	锌品位/%	矿山寿命	所属国	所属公司
Antamina	59800	1	2029	秘鲁	必和必拓、嘉能可、泰克资源、三菱集团
Penasquito	58668	0.7	2029	墨西哥	加拿大黄金公司
San Cristobal	28530	1.4	2024	玻利维亚	日本住友
McArthur River	10200	10	2043	澳大利亚	嘉能可
Mount Isa	1169	7.5	2029	澳大利亚	嘉能可
Red Dog	5660	14.6	2031	美国	泰克资源
Rampura Agucha	5110	14	2030	印度	万达塔
Cerro Lindo	4612	2.5	2028	秘鲁	Compania MineraMilpo
Tara Mines	1700	6.3	2021	爱尔兰	布立登公司
兰坪铅锌矿	1547	6.9		中国	驰宏锌锗、宏达股份、云冶集团

资料来源：《中国锌矿资源开发利用形势分析》（潘志君等），中邮证券研究所

图表36：2020-2040年锌矿供需情况（千吨）



资料来源：BHP公告，中邮证券研究所

库存正常水平，价格处在75%分位

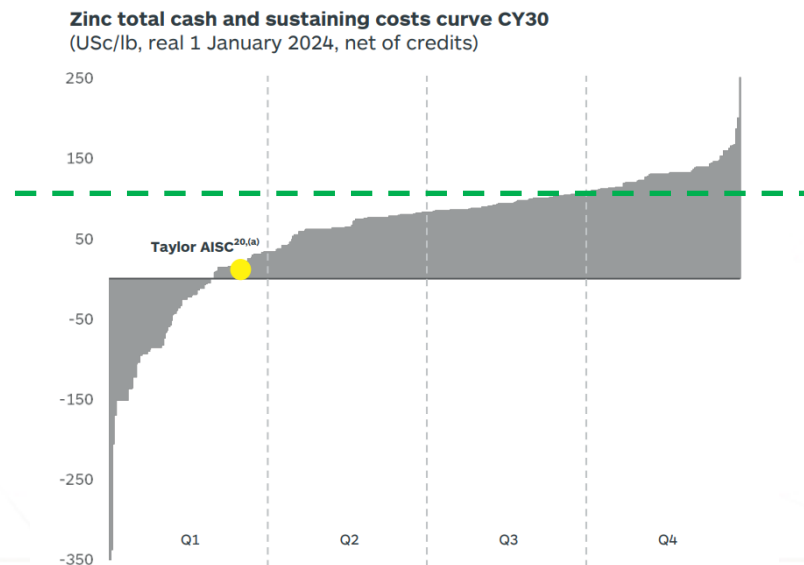
- 据SMM调研，截至4月1日，SMM七地锌锭库存总量为20.78万吨，较3月25日增加0.42万吨，较3月28日增加0.85万吨，国内库存再次录增。截至到4月3日，全球交易所锌锭库存为316871吨，处于历史中等水平。
- 按照4月5日LME锌锭收盘价2622美元/吨，折合约119美分/lb，位于成本曲线75%分位左右。

图表37：全球交易所锌锭库存（吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表38：全球锌矿成本曲线



资料来源：BHP公告，中邮证券研究所

四

相关公司

- 公司以资源战略为引领，加快建设“世界一流的多金属国际化全产业链资源公司”，推动高质量发展，实现新跨越。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。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。
- 2023 年，矿山企业计划完成精矿铅锌金属量 27.67 万吨，其中铅金属量 9.44 万吨、锌金属量 18.23 万吨；铜金属量 9657 吨，银金属量 122 吨，金金属量 217 公斤。冶炼企业完成铅锌产量 42.40 万吨，其中铅锭 13.76 万吨，锌锭及锌制品 28.64 万吨；阴极铜 40 万吨；粗铜 2252 吨、电镓 16.5 吨、银锭 181 吨、黄金 100 公斤；工业硫酸 200 万吨，硫磺 3.6 万吨。

图表39：截止 2022 年底公司保有金属资源量表

地区	矿区	锌	铅	铜	镍	银	钴	金	镓	锗	钨
		万吨			吨						
国内	凡口矿	165	104			1792			760	128	
	盘龙矿	190	47			43					
	万侯矿					400					6311
国外	迈蒙矿	97		103	92400	1575		66			
	布罗肯山矿	241	175	23		2202	20807				
合计		693	326	126	92400	6012	20807	66	760	128	6311

资料来源：中金岭南公告，中邮证券研究所

图表40：公司所属矿山保有金属资源量分布图



资料来源：中金岭南公告，中邮证券研究所

驰宏锌锗：国内铅锌龙头，一体化发展稳步推进

- 驰宏锌锗成立于 2000 年 7 月，是一家以铅锌锗产业为主，集地质勘探、采矿、选矿、冶炼、化工、深加工、贸易和科研为一体的综合性矿业公司。截止2023年底，具有铅锌精矿金属产能 42 万吨/年、铅锌精炼产能 63 万吨/年、锗金属 60 吨/年、银等稀贵金属 1000 余吨/年的综合生产能力。

图表41：驰宏锌锗主体矿山和冶炼基地

❖ 截止本报告披露日，控制铅锌金属资源超 3200 万吨，锗金属资源超 600 吨，铅锌精矿金属产能 42 万吨/年。

矿山							
	会泽铅锌矿区	彝良铅锌矿区	荣达甲乌拉铅锌银矿	云南永昌铅锌	西藏鑫湖	青海鸿鑫牛苦头矿	塞尔温铅锌矿区
地理位置	中国云南	中国云南	中国内蒙古	中国云南	中国西藏	中国青海	加拿大育空省
铅锌采选规模	70 万吨/年	60 万吨/年	100 万吨/年	36 万吨/年	20 万吨/年	75 万吨/年	尚处于开发论证阶段
铅锌品位	26-28%	22-24%	6-7%	7.5-8.5%	8.3-14%	4-6%	—

❖ 截止本报告披露日，铅锌精炼产品产能 63 万吨/年、锗产品含锗产能 60 吨/年。

冶炼基地				
	曲靖冶炼基地	会泽冶炼基地	呼伦贝尔冶炼基地	永昌冶炼基地
地理位置	中国云南	中国云南	中国内蒙古	中国云南
投产时间	2005 年 12 月	2014 年 12 月	2016 年 11 月	2004 年 12 月
冶炼规模	电锌 12 万吨/年 电铅 11 万吨/年	电锌 16 万吨/年 粗铅 9 万吨/年	电锌 16 万吨/年 电铅 7 万吨/年	电锌 3 万吨/年

资料来源：驰宏锌锗公告，中邮证券研究所

图表42：驰宏锌锗股权结构



资料来源：驰宏锌锗公告，中邮证券研究所

金徽股份：铅锌资源优秀，地勘助力持续开发

- 2023年公司共生产锌精矿63900.97金属吨，同比增长18.11%；生产铅精矿（含银）21341.72金属吨，同比增长22.08%。
- 金徽股份主营业务为有色金属的采选及贸易，拥有4宗采矿权，分别为**金徽矿业股份有限公司徽县郭家沟矿区南矿带北矿带东段铅锌矿、金徽矿业股份有限公司徽县郭家沟铅锌矿、徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿及徽县谢家沟铅锌矿业有限责任公司**；3宗探矿权分别为甘肃省徽县郭家沟铅锌矿详查、甘肃省徽县江口一带铅锌矿详查及甘肃省天水市秦州区火麦地铜矿详查；并已形成178万吨/年的矿石采选能力，成为甘肃省内生产规模较大和效益较好的绿色矿山企业。
- 2024年公司及子公司预计完成采选矿石量175万吨，实现营业收入约14亿元，实现净利润约4亿元。

图表43：金徽股份选厂选矿情况

项目	选矿产能（万吨/年）	选矿厂产能利用率（%）
李家沟选矿厂	150.00	98.23
谢家沟选矿厂	6.00	
明昊选矿厂	15.00	55.10
宏泰选矿厂	6.00	41.63
隆江选矿厂	6.00	

资料来源：金徽股份公告，中邮证券研究所

图表44：金徽股份铅锌原矿开采情况

项目	证载开采产能（万吨/年）	开采产量（万吨/年）	开采产能利用率（%）
徽县郭家沟铅锌矿及南矿带北矿带东段	150.00	144.25	96.17
徽县谢家沟铅锌矿有限责任公司	18.00	17.99	99.94
徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿	10.00		

资料来源：金徽股份公告，中邮证券研究所

- 宏观经济大幅波动
- 需求不及预期
- 供应释放超预期
- 项目进度不及预期

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

姓名：李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

姓名：王靖涵（分析师）

SAC编号：S1340524040002

邮箱：wangjinghan@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES