

锌冶炼缺口犹在，加工费高景气持续性超预期

锌业股份(000751)

事件

前三季度营收 57.5 亿元，归母净利润 1.35 亿元

2019 年公司前实现三季度营业收入 57.5 亿元，同比降低 3.12%；归母净利润 1.35 亿元，同比大增 148%。第三季度营业收入 20.08 亿元，同比增长 1.38%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 544%。

简评

冶炼缺口仍在 TC 维持高位，高景气可持续

公司主营锌冶炼业务，2019 年前三季度锌精矿 TC 加工费平均 7931 元/吨，同比上升 44%。受益锌冶炼 TC 费用上升并维持高位，公司 2019 年前三季度毛利润 4.47 亿元，同比增长 27.3%。第三季度毛利润 1.55 亿元，同比增长 26.5%，环比小幅 0.7%。受到精炼锌价格下跌影响，锌精矿加工费分成降低，导致三季度实际加工费环比二季度小幅下滑 7%，公司毛利润仍保持平稳。第三季度，公司期间费用 8481 万元，环比降低 1256 万元。加上营业外收入增加，导致净利润环比上升 2298 万元，增幅 51.8%。

2018 年开始全球锌精矿进入复产周期，预计 2019 年锌精矿产量增速 5%，远高于精炼锌产量 2% 的增速。根据 ILZSG 数据，全球前三季度精炼锌产能缺口 30.5 万吨。进入四季度，由于锌精矿短缺韦丹塔的 Skorpion 精炼锌厂自 11 月关停至 2020 年 3 月，提振了市场信心，LME 锌价反弹明显。未来在没有成规模的新建产能投产的情况下，锌冶炼缺口仍在，锌冶炼业务将继续保持高景气至 2020 年末。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	8,357.6	8,393.1	7,972.7	7,754.7
营业收入增长率	24.7%	0.4%	-5.0%	-2.7%
EBITDA(百万)	190.3	401.5	422.4	348.6
EBITDA 增长率	-27.1%	111.0%	5.2%	-17.5%
净利润(百万)	53.1	214.5	242.8	152.6
净利润增长率	-75.5%	304.2%	13.2%	-37.1%
ROE	2.2%	8.1%	8.4%	5.0%
EPS(元)	0.04	0.15	0.17	0.11
P/E	84.2	20.8	18.4	29.3
P/B	1.8	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	33.0	11.6	10.6	12.2

维持

增持

秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

010-68821600

执业证书编号：S1440519060001

研究助理：李木森

limusen@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019 年 10 月 31 日

当前股价：3.07 元

目标价格 6 个月：3.75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.36/-6.5	20.65/-3.4	-15.77/-20.12
12 月最高/最低价(元)		4.51/2.68
总股本(万股)		140,986.93
流通 A 股(万股)		140,986.64
总市值(亿元)		52.73
流通市值(亿元)		52.73
近 3 月日均成交量(万)		3,375.72
主要股东		
中冶葫芦岛有色金属集团有限公司		23.59%

股价表现



相关研究报告

- 19.04.25 【中信建投工业金属】锌业股份(000751):冬储锌矿拖累利润释放,冶炼行业高景气业绩可期
- 19.01.31 【中信建投工业金属】锌业股份(000751):重组混改后轻装上阵,锌冶炼上行进入获利周期

锌冶炼缺口难以弥补，TC 维持高位时间将不断超预期。截止 2019 年 10 月，国内锌精矿加工费（不含分成）6550 元/吨，进口锌精矿 TC275 美元/吨，相比年初上涨 97%，锌冶炼行业进入十年未有的高景气周期。更值得关注的是，本次 TC 加工费在 3 月上升至高位后，一直维持在最高价格，没有出现历次周期中触顶快速回落的走势。主要原因在于，2019 年国内除了株冶搬迁以外没有新建产能，仅有 15-20 万吨复产产能现阶段均已复产，6 月份以后边际上新增产量大幅减少，海外也缺少大规模新建产能。这给了锌冶炼行业良好的盈利机会，从基本面数据上也可以得到印证。根据 ILZSG 数据 2019 年 1-8 月，全球锌精矿产量 849.72 万吨，同比增加 2.33%，而 1-8 月全球精炼锌累计产量 880 万吨，同比仅增加 0.86%。全球前三季度精炼锌产能缺口 30.5 万吨。预计 2019 年锌精矿产量增速 5%，远高于精炼锌产量 2% 的增速。这样的供需基本面决定了锌精矿 TC 加工费将维持高位。

生产瓶颈难以解决，超低库存下，锌价保持缓慢下跌过程。受到精炼锌产量低增速影响，2019 年全球精炼锌显性库存持续低位，截止 10 月仍然保持 20.16 万吨的历史同期最低库存。预计 2019 年全球精炼锌增速 2%，受中国地产和基建投资增速减缓影响，锌消费保持 1.1% 低增速。考虑到需求增速下降，锌市场充分交易悲观情绪，预计锌价将保持弱势四季度均价在 19000 元/吨左右，相比去年年初 21000 元/吨锌价，对 TC 加工费分成影响 300-400 元，占比 4%-5%，由于超低库存和冶炼产能瓶颈，锌出现暴跌概率较低，价格边际缓慢下滑对冶炼加工费和公司整体利润影响有限。本次锌冶炼景气周期是行业自身周期波动和环保升级引导的供给侧去产能共同导致的结果。锌冶炼行业与其他有色金属行业一样，冶炼端长期处于盈亏平衡或轻度亏损状态，毛利率相对矿产端偏低，导致近 20 年来海外资源方只做锌矿开采少涉及冶炼，新建独立冶炼产能集中在中国。经过中国环保去产能的深度治理，锌冶炼产能建设门槛提高，新增参与者大幅减少，必然造成冶炼缺口出现并且短期难以很快弥补，促使本轮冶炼景气周期持续时间不断超出市场预期。预计加工费高位可持续至 2020 年末，届时精炼锌缺口逐步弥补，加工费才能见顶开始回落。

公司作为锌冶炼行业龙头企业，锌年产量稳定在 30 万吨，单季度产量 7.5 万吨左右。公司作为老牌锌冶炼厂，长年致力于发展锌冶炼业务，现阶段没有矿山资产，锌业务利润贡献占比高达 80%。通过 2013 年以来的重组混改，以 3.98% 债务清偿率，解决了前期负债包袱，财务费用从 4.25 亿元下降到 0.19 亿元。近几年没有投资发展大型产线设备，折旧费用稳定，管理费用持续位置低位。TC 仍将保持高位，公司不断改善锌精矿原料采购策略，持续享受行业景气上行带来的高利润窗口。2019 年前三季度公司业绩出现明显反弹，预计全年冶炼产能将为公司带来 7.5 亿元的毛利润及 2.15 亿元净利润。

投资评价和建议

我们预计公司 2019 年到 2021 年的营收分别为 83.9 亿元、79.7 亿元和 77.5 亿元，同比增长 0.42%、-5.01% 和 -2.73%；实现归母净利润 2.15 亿元、2.43 亿元和 1.11 亿元，同比增长 304%、13.2% 和 -37.1%；每股 EPS 分别为 0.15 元、0.17 元和 0.11 元。每股净资产分别为 1.87 元、2.05 元和 2.16 元。2019 年到 2021 年的对应 PE 分别为 20.84 倍、18.41 倍和 29.29 倍，PB 分别为 1.69 倍、1.55 倍和 1.47 倍。考虑到锌加工费维持高景气，公司回收率提升和使用进口矿优势，给予公司增持评级，2019 年 25 倍 PE 估值，6 个月目标价 3.75 元。

风险分析

锌价短时间内大幅下跌，导致库存跌价损失较大影响利润。

公司实际采购价格与行业即期加工费产生差异。

分析师介绍

秦源：上海财经大学产业经济学博士，对大宗商品定价机制和金融化有着深入的研究。博士毕业后先后就职于宝钢集团规划部、安信证券研究所和兴业银行旗下的研究公司从事钢铁有色行业研究，18年4月加入中信建投研究所任钢铁有色分析师。16年元旦发布全市场第一篇供给侧改革深度报告。15年底预测钢铁行业会好转，16年下半年提示银行钢铁有色信用债的机会，17年下半年提示银行既要关注钢铁有色行业资产端业务也要关注负债端业务。18年10月成功提示供给侧改革红利拐点已至，19年5月成功提示黄金上涨机会。擅长将经济周期、产业周期和行业基本面相结合对钢铁有色（黄金）的股债商品进行分析。

研究助理

李木森：香港城市大学信息系统管理硕士，3年有色金属行业研究经历，熟悉有色大宗商品供需格局与价格分析，18年8月加入中信建投研究所。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859