

# 驰宏锌锗 (600497.SH)

资产减值拖累业绩，现金流强劲

买入

## 核心观点

公司2022年归母净利润同比增长15%。2022年公司实现营收219亿元(+0.8%)，归母净利润6.7亿元(+14.6%)，扣非归母净利润6.04亿元(-36.2%)，经营活动产生的现金流量净额34.3亿元(+5.8%)。2023Q1公司营业收入57.9亿元(+6.2%)，归母净利润5.8亿元(+5.9%)，扣非归母净利润5.8亿元(+15.2%)。公司计提资产减值14.6亿元。

2022年公司毛利润34.79亿元，同比下降1.36亿元。其中锌产品毛利润同比增加2.95亿元，铅产品同比下降2.76亿元。2022年国内锌现货均价25220元/吨，比2021年增加2800元/吨，公司拥有24万吨锌精矿受益于锌的价格弹性。

公司经营性净现金流维持强劲，资产负债率持续下降。近几年公司经营性净现金流一直维持在30亿元以上，截至2023年一季度末公司资产负债率降至33.6%，公司的财务费用从2015年的9.14亿元下降到2022年的2.03亿元。公司借助近几年行业高景气周期，夯实资产质量，降低财务费用，达到上市以来最优水平。

公司在年报中披露了2023年生产经营计划，预计2023年预计实现营业收入220亿元以上，经营活动现金流量净额预计30亿元以上。公司力争到2025年实现保有资源量5000万吨，矿山金属产量80万吨，冶炼产量100万吨，年营业收入300亿元，利润总额40亿元目标。

**风险提示：**新增项目推进不及预期；疫情影响下游需求。

**投资建议：**维持“买入”评级。

参照今年年初至今各个商品的均价，假设2023/2024/2025年锌锭现货均价23000元/吨，锌精矿加工费均为5400元/吨，铅锭现货价格均价15265元/吨，铅精矿加工费为1200元/吨，银价5200元/千克，且假设公司不计提大额资产减值，预计公司2023-2025年归母净利润分别为21.78/22.69/23.44亿元，同比增速225.3%/4.2%/3.3%，摊薄EPS分别为0.43/0.45/0.46元，当前股价对应PE为12.8/12.3/11.9X。考虑到公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，在锌精矿供应紧张和锌价高位格局中充分受益，未来2-3年依托股东加速扩张且路径明确，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,717	21,900	20,661	20,661	20,661
(+/-%)	13.3%	0.8%	-5.7%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	584	670	2178	2269	2344
(+/-%)	23.9%	14.6%	225.3%	4.2%	3.3%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.43	0.45	0.46
EBIT Margin	8.5%	9.8%	12.5%	12.7%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	4.5%	13.2%	12.6%	11.9%
市盈率 (PE)	47.6	41.5	12.8	12.3	11.9
EV/EBITDA	12.2	10.5	10.1	9.8	9.6
市净率 (PB)	1.88	1.86	1.69	1.54	1.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.46元
总市值/流通市值	27798/27798百万元
52周最高价/最低价	6.27/4.57元
近3个月日均成交额	410.62百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《驰宏锌锗(600497.SH)-设备检修拖累三季度业绩，盈利能力保持稳定》——2022-10-30
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-矿山金属产量稳定，资产质量持续优化》——2022-08-29
- 《驰宏锌锗-600497.SH-深度报告：铅锌龙头，步入加速发展期》——2022-04-25
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-资产质量提升，进入加速发展期》——2022-04-24
- 《驰宏锌锗-600497-2021年三季度点评：量价齐增，业绩稳步提升》——2021-10-25

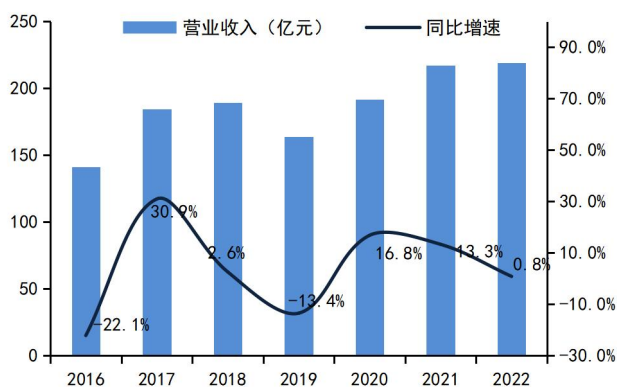
公司 2022 年归母净利润同比增长 15%。2022 年公司实现营收 219 亿元 (+0.8%)，归母净利润 6.7 亿元 (+14.6%)，扣非归母净利润 6.04 亿元 (-36.2%)，经营活动产生的现金流量净额 34.3 亿元 (+5.8%)。2023Q1 公司营业收入 57.9 亿元 (+6.2%)，归母净利润 5.8 亿元 (+5.9%)，扣非归母净利润 5.8 亿元 (+15.2%)。

2022 年公司毛利润 34.79 亿元，同比下降 1.36 亿元。其中锌产品毛利润同比增加 2.95 亿元，铅产品同比下降 2.76 亿元，银产品同比下降 1.58 亿元。2022 年国内锌现货均价 25220 元/吨，比 2021 年增加 2800 元/吨，公司拥有 24 万吨锌精矿受益于锌的价格弹性；2022 年国内铅现货均价 15170 元/吨，与 2021 年基本持平。

计提资产减值 14.6 亿元。拟对部分资产计提减值准备 12.5 亿元、报废处置固定资产 2 亿元。上述资产减值准备计提及固定资产报废共计 14.6 亿元，扣除少数股东权益后，将减少公司 2022 年度归属于上市公司股东的净利润 13.6 亿元。其中呼伦贝尔冶炼厂计提 5.2 亿元，澜沧铅矿计提 5.1 亿元，玻利维亚矿业项目计提 1.2 亿元。

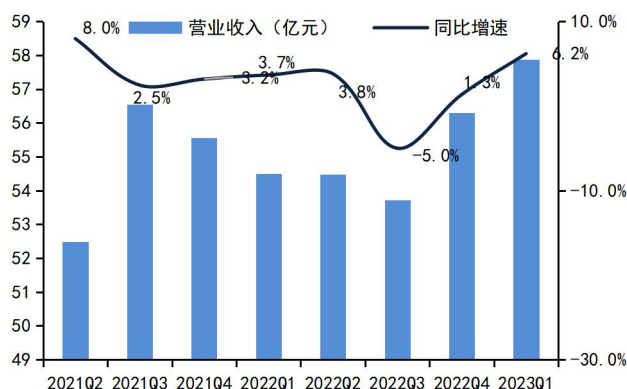
高分红比例回报股东，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元 (含税)，以此计算合计拟派发现金红利 6.1 元，占公司 2022 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 91.2%。

图1：驰宏锌锗业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：驰宏锌锗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：驰宏锌锗归母净利润及增速（单位：亿元、%）

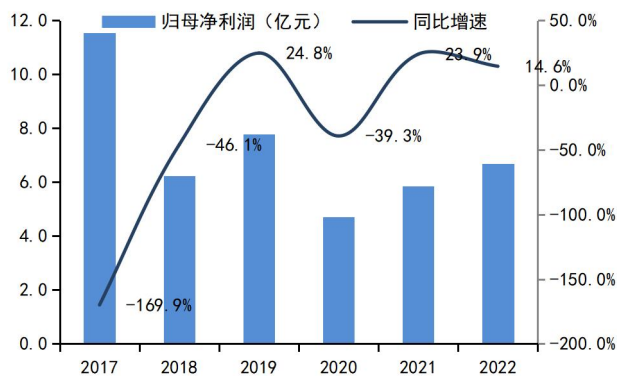
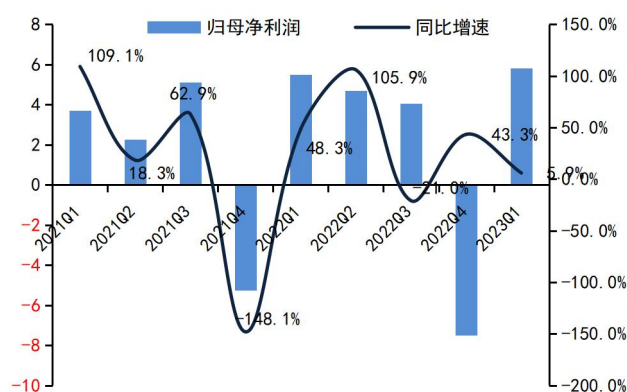
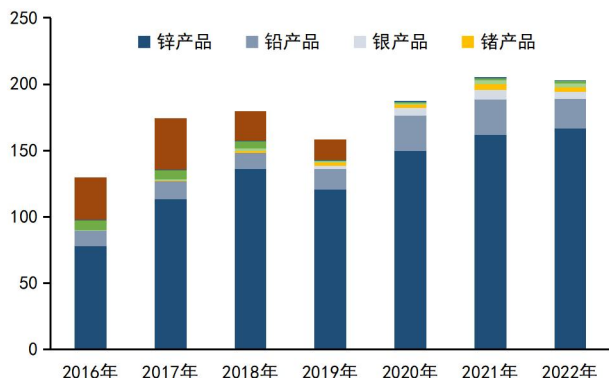


图4：驰宏锌锗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

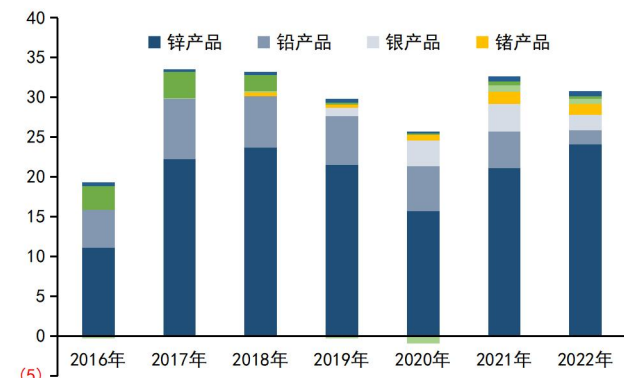
图5：驰宏锌锗营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：驰宏锌锗毛利构成（亿元）



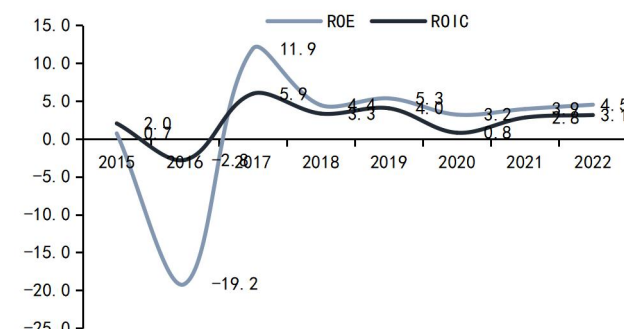
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：驰宏锌锗毛利率与净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

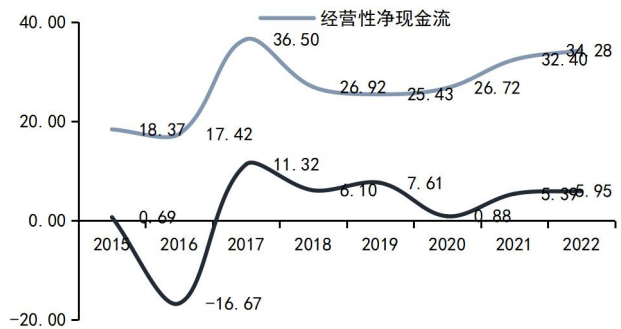
图8：驰宏锌锗 ROE 和 ROIC（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

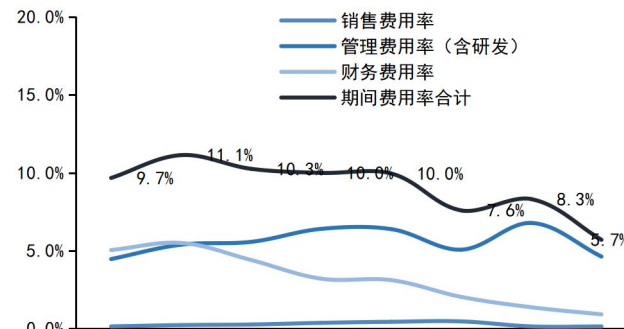
**公司经营性净现金流维持强劲，资产负债率持续下降。**近几年公司经营性净现金流一直维持在 30 亿元以上，截至 2023 年一季度末公司资产负债率降至 33.6%，公司的财务费用从 2015 年的 9.14 亿元下降到 2022 年的 2.03 亿元。公司借助近几年行业高景气周期，夯实资产质量，降低财务费用，达到上市以来最优水平。

图9：驰宏锌锗经营性净现金流强劲（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

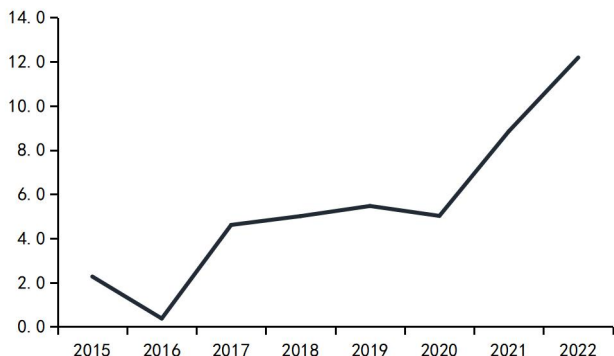
图10：驰宏锌锗期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

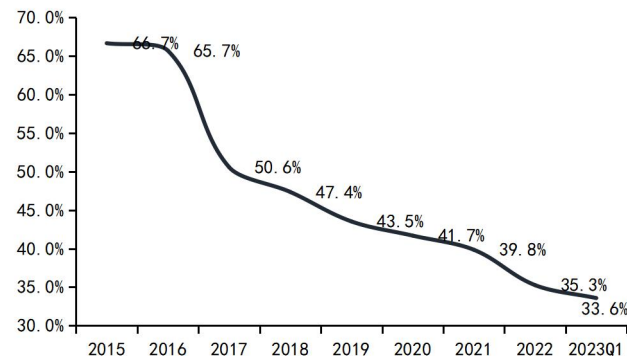
图11: EBITDA/利息费用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

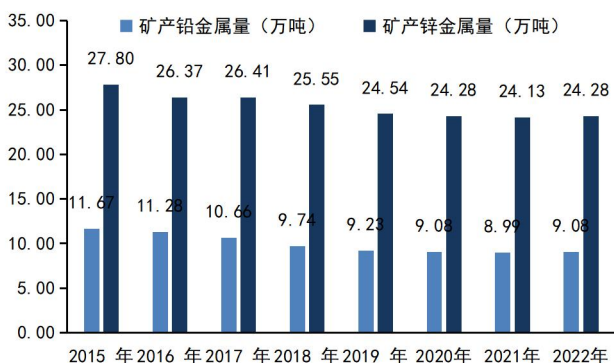
图12: 公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

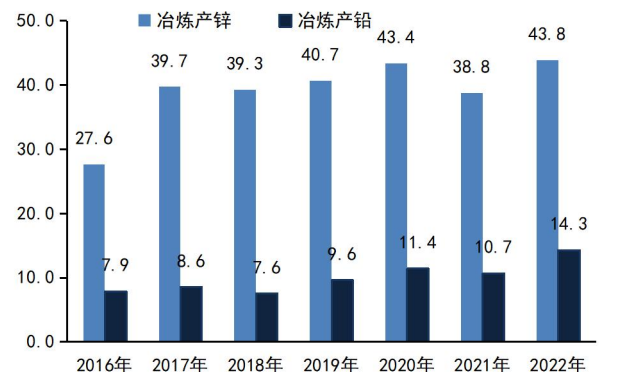
**产销量维持稳定。**2022 年公司矿山铅锌金属产量维持稳定，铅、锌金属产量分别为 9.08 万吨、24.28 万吨，与去年同期基本持平。今年随着彝良治水项目、西藏鑫湖项目完工，公司的产销量有望进一步提升。

图13: 驰宏锌锗矿山金属产量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 驰宏锌锗冶炼金属产量 (万吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要品种储量

主要品种	资源量		储量	
	金属量(吨)	品位(%、克/吨)	金属量(吨)	品位(%、克/吨)
铅	1,821,879	3.69	570,703.13	4.20
锌	3,288,688	6.72	1,237,999.37	8.93
银	4,476	81.35	822.55	64.80
锗	443	28.28	185.59	25.09

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 公司矿山产能

地区	矿山	金属产能 (万吨/年)	铅锌品位
云南曲靖	会泽铅锌矿	17	27%-28%

云南昭通	彝良铅锌矿	13	21%-22%
内蒙古呼伦贝尔	荣达矿业	5	5%-6%
云南保山	永昌铅锌矿	3	9%-11%
云南普洱	澜沧铅锌矿	1	5%-6%
西藏墨竹	鑫湖铅锌矿	2.5	13%-14%
	总计	41.5	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表3：公司冶炼产能

地区	冶炼厂	产能	原料自给率	投产时间
云南	曲靖冶炼厂	锌 10 万吨/年，铅 10 万吨/年	65%	2005. 12
云南	会泽冶炼厂	锌 13 万吨/年，粗铅 7 万吨/年	100%	2014. 12
内蒙古	呼伦贝尔冶炼厂	锌 14 万吨/年，铅 6 万吨/年	16%	2016. 11
云南	永昌冶炼厂	锌 3 万吨/年	61%	2004. 12
	总计	锌 40 万吨/年，铅 23 万吨/年		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在年报中披露了 2023 年生产经营计划，预计 2023 年预计实现营业收入 220 亿元以上，经营活动现金流量净额预计 30 亿元以上。公司力争到 2025 年实现保有资源量 5000 万吨，矿山金属产量 80 万吨，冶炼产量 100 万吨，年营业收入 300 亿元，利润总额 40 亿元目标。

**投资建议：**参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2023/2024/2025 年锌锭现货年均价 23000 元/吨，锌精矿加工费均为 5400 元/吨，铅锭现货价格年均价 15265 元/吨，铅精矿加工费为 1200 元/吨，银价 5200 元/千克，且假设公司不计提大额资产减值，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.78/22.69/23.44 亿元，同比增速 225.3%/4.2%/3.3%，摊薄 EPS 分别为 0.43/0.45/0.46 元，当前股价对应 PE 为 12.8/12.3/11.9X。考虑到公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，在锌精矿供应紧张和锌价高位格局中充分受益，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1238	1113	3821	6474	9201	营业收入	21717	21900	20661	20661	20661
应收款项	35	23	22	22	22	营业成本	18101	18421	16818	16773	16705
存货净额	1469	1464	1325	1311	1302	营业税金及附加	268	289	272	272	272
其他流动资产	247	404	381	381	381	销售费用	33	33	31	31	31
<b>流动资产合计</b>	<b>2989</b>	<b>3004</b>	<b>5549</b>	<b>8189</b>	<b>10906</b>	管理费用	1399	966	911	911	911
固定资产	13295	11567	10834	10237	9620	研发费用	74	49	46	46	46
无形资产及其他	11285	11311	10859	10408	9956	财务费用	299	203	103	41	21
投资性房地产	914	619	619	619	619	投资收益	(10)	115	0	0	0
长期股权投资	107	99	90	82	73	资产减值及公允价值变动	(252)	(1303)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>28590</b>	<b>26600</b>	<b>27951</b>	<b>29534</b>	<b>31174</b>	其他收入	(37)	85	(46)	(46)	(46)
短期借款及交易性金融负债	3584	2447	2447	2447	2447	营业利润	1317	887	2480	2587	2675
应付款项	1423	1434	1298	1284	1275	营业外净收支	(478)	(211)	0	0	0
其他流动负债	1000	666	615	609	605	<b>利润总额</b>	<b>839</b>	<b>676</b>	<b>2480</b>	<b>2587</b>	<b>2675</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6007</b>	<b>4547</b>	<b>4360</b>	<b>4340</b>	<b>4326</b>	所得税费用	300	81	372	388	401
长期借款及应付债券	4504	3533	3533	3533	3533	少数股东损益	(45)	(75)	70	70	70
其他长期负债	882	1299	1717	2134	2552	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>584</b>	<b>670</b>	<b>2178</b>	<b>2269</b>	<b>2344</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5385</b>	<b>4832</b>	<b>5250</b>	<b>5667</b>	<b>6085</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>11393</b>	<b>9379</b>	<b>9610</b>	<b>10007</b>	<b>10411</b>	净利润	584	670	2178	2269	2344
少数股东权益	2375	2304	2353	2402	2451	资产减值准备	(403)	1051	214	(46)	(78)
股东权益	14822	14917	16441	18030	19670	折旧摊销	1367	1395	1120	1243	1295
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28590</b>	<b>26600</b>	<b>28404</b>	<b>30439</b>	<b>32532</b>	公允价值变动损失	252	1303	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	299	203	103	41	21
每股收益	0.11	0.13	0.43	0.45	0.46	营运资本变动	278	1300	607	366	335
每股红利	0.11	0.16	0.13	0.13	0.14	其它	401	(1035)	(165)	95	127
每股净资产	2.91	2.93	3.23	3.54	3.86	<b>经营活动现金流</b>	<b>2478</b>	<b>4683</b>	<b>3954</b>	<b>3926</b>	<b>4023</b>
ROIC	5%	8%	9%	11%	12%	资本开支	0	913	(601)	(601)	(601)
ROE	4%	4%	13%	13%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	16%	19%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>71</b>	<b>922</b>	<b>(593)</b>	<b>(593)</b>	<b>(593)</b>
EBIT Margin	8%	10%	13%	13%	13%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	18%	19%	19%	负债净变化	(805)	(971)	0	0	0
收入增长	13%	1%	-6%	0%	0%	支付股利、利息	(556)	(810)	(653)	(681)	(703)
净利润增长率	24%	15%	225%	4%	3%	其它融资现金流	581	(2168)	0	0	0
资产负债率	48%	44%	42%	41%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2141)</b>	<b>(5730)</b>	<b>(653)</b>	<b>(681)</b>	<b>(703)</b>
息率	2.0%	2.9%	2.4%	2.4%	2.5%	<b>现金净变动</b>	<b>408</b>	<b>(125)</b>	<b>2708</b>	<b>2653</b>	<b>2727</b>
P/E	47.6	41.5	12.8	12.3	11.9	货币资金的期初余额	830	1238	1113	3821	6474
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4	货币资金的期末余额	1238	1113	3821	6474	9201
EV/EBITDA	12.2	10.5	10.1	9.8	9.6	企业自由现金流	0	5494	3322	3241	3320
						权益自由现金流	0	2355	3113	3081	3207

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032