



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：5.51

证券分析师

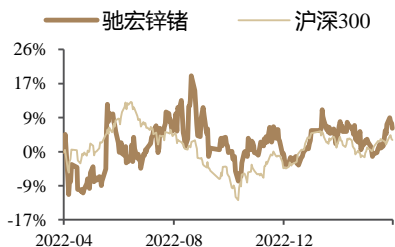
张崇欣

资格编号：S0120522100003

邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.77	-0.54	1.29
相对涨幅(%)	-0.65	-0.05	2.93

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《驰宏锌锗(600497.SH)：锌价走弱带动Q3业绩环比下降，高纯材料新进展》，2022.10.29
- 《驰宏锌锗(600497.SH)：锌价提高业绩强，重点矿山产能突进》，2022.8.29
- 《驰宏锌锗(600497.SH)：业绩大幅增长，资产减值落地，22年轻装上阵》，2022.4.23

驰宏锌锗(600497.SH)：经营稳定，资产减值损失拖累业绩

投资要点

- 事件：公司发布2022年年报及2023Q1季报。**公司2022年全年实现营收219.0亿元，同比+0.85%，归母净利润6.70亿元，同比+14.58%，扣非归母净利润6.04亿元，同比-36.13%。其中，2022Q4单季度实现营收56.3亿元，环比+4.8%，归母净利润-7.5亿元，主要受资产减值拖累。公司2023Q1单季度实现营收57.9亿元，同比+6.19%，实现归母净利润5.80亿元，同比+5.86%，扣非归母净利润5.75亿元，同比+15.17%。
- 坐拥世界级高品位矿山，铅锌锗业务产销稳定。**截至2022年末，公司拥有超过3200万吨铅锌资源量，旗下会泽铅锌矿和彝良铅锌矿均为世界级高品位矿山。锗业务是伴生为主的新兴增量项目，拥有已探明锗资源量超600吨(均为铅锌伴生)，具备年产锗金属60吨的生产能力，公司是全国最大的原生锗生产企业。2022年产铅金属量8.56万吨；锌金属量23.17万吨；铅产品14.29万吨，同比+33.9%；锌产品43.83万吨，同比+13.1%；锗产品含锗55.86吨，同比+19.9%；银产品143.26吨，同比-13.2%；黄金104.33千克，同比+12.5%。
- 锌锗价格上涨，带动营收上行。**2022年全年锌锭产品销售平均单价为22040元/吨，较2021年同比增加12.66%；锌合金产品销售平均单价为22441元/吨，较2021年同比增加12.49%。锌产品量价齐升，驱动自产锌业务营收增长。2022年全年锗产品含锗销售平均单价为6873元/吨，较2021年同比增加5.11%。2023年年初至今长江有色市场锌0#均价为23152元/吨，较2022年全年均价25282元/吨下降8.43%，我们将持续关注锌价波动对公司业绩的影响。
- 大额资产减值损失拖累业绩，公司2023年轻装上阵。**2022年资产减值损失达13.03亿元(2021年2.52亿元)，主要系对呼伦贝尔驰宏铅锌冶炼资产、云南澜沧铅矿矿山资产、玻利维亚亚马逊矿业矿山资产和彝良驰宏矿业权资产计提资产减值准备12.52亿元，导致2022年计提资产减值准备金额较上年同期大幅增加。
- 盈利预测。**结合锌价预期以及产销量假设，我们预计公司2023-2025年营收分别为214/225/236亿元，此外，2023年资产轻装上阵，我们预计发生大规模资产减值的概率较小，预计归母净利润分别为19.1/21.6/22.1亿元，对应EPS为0.37/0.42/0.43元，2023年4月20日收盘价对应PE分别为14.7x/13.0x/12.7x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司产量不及预期；下游需求不及预期；铅锌价格大幅下降

股票数据

总股本(百万股)：	5,091.29
流通A股(百万股)：	5,091.29
52周内股价区间(元)：	4.64-6.20
总市值(百万元)：	28,053.02
总资产(百万元)：	26,791.01
每股净资产(元)：	3.04

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,717	21,900	21,448	22,540	23,599
(+/-)YOY(%)	13.3%	0.8%	-2.1%	5.1%	4.7%
净利润(百万元)	584	670	1,906	2,155	2,208
(+/-)YOY(%)	23.9%	14.6%	184.6%	13.1%	2.4%
全面摊薄EPS(元)	0.11	0.13	0.37	0.42	0.43
毛利率(%)	16.6%	15.9%	17.5%	17.2%	17.0%
净资产收益率(%)	3.9%	4.5%	11.7%	12.1%	11.4%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.13	0.37	0.42	0.43
每股净资产	2.93	3.19	3.49	3.79
每股经营现金流	0.67	0.68	0.64	0.65
每股股利	0.00	0.11	0.13	0.13
价值评估(倍)				
P/E	38.48	14.72	13.02	12.71
P/B	1.73	1.73	1.58	1.45
P/S	1.28	1.31	1.24	1.19
EV/EBITDA	8.53	10.02	8.67	8.22
股息率%	0.0%	2.0%	2.3%	2.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.9%	17.5%	17.2%	17.0%
净利润率	2.7%	8.1%	8.7%	8.5%
净资产收益率	4.5%	11.7%	12.1%	11.4%
资产回报率	2.5%	6.9%	7.3%	7.5%
投资回报率	8.2%	8.3%	8.5%	8.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.8%	-2.1%	5.1%	4.7%
EBIT 增长率	16.9%	5.7%	8.1%	-0.1%
净利润增长率	14.6%	184.6%	13.1%	2.4%
偿债能力指标				
资产负债率	35.3%	33.9%	33.2%	28.6%
流动比率	0.7	0.9	1.2	1.5
速动比率	0.3	0.6	0.9	1.2
现金比率	0.2	0.6	0.9	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	28.7	25.0	22.0	20.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.4	2.4	2.6	2.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	670	1,906	2,155	2,208
少数股东损益	-75	-173	-196	-201
非现金支出	2,757	845	935	898
非经营收益	226	341	301	281
营运资金变动	-151	527	78	134
经营活动现金流	3,428	3,446	3,272	3,320
投资	-611	-1,145	-639	-638
其他	25	0	0	0
其他	-0	71	86	74
投资活动现金流	-586	-1,073	-553	-564
债权募资	-2,160	0	0	-1,100
股权募资	0	0	0	0
其他	-810	-820	-894	-879
融资活动现金流	-2,970	-820	-894	-1,979
现金净流量	-128	1,553	1,825	777

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,900	21,448	22,540	23,599
营业成本	18,421	17,685	18,654	19,576
毛利率%	15.9%	17.5%	17.2%	17.0%
营业税金及附加	289	274	292	304
营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	33	32	34	35
营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	966	1,164	1,108	1,220
管理费用率%	4.4%	5.4%	4.9%	5.2%
研发费用	49	60	57	63
研发费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	2,164	2,288	2,474	2,472
财务费用	203	226	195	127
财务费用率%	0.9%	1.1%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-1,303	-0	-0	-0
投资收益	115	51	86	74
营业利润	887	2,169	2,426	2,481
营业外收支	-211	-200	-200	-200
利润总额	676	1,969	2,226	2,281
EBITDA	3,594	3,132	3,408	3,370
所得税	81	236	267	274
有效所得税率%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	-75	-173	-196	-201
归属母公司所有者净利润	670	1,906	2,155	2,208

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,113	2,666	4,491	5,268
应收账款及应收票据	7	17	8	18
存货	1,464	992	1,288	887
其它流动资产	420	409	391	412
流动资产合计	3,004	4,085	6,178	6,586
长期股权投资	99	99	99	99
固定资产	8,961	8,883	8,655	8,400
在建工程	2,606	2,640	2,244	1,907
无形资产	11,311	11,510	11,704	11,901
非流动资产合计	23,595	23,730	23,296	22,898
资产总计	26,600	27,815	29,474	29,484
短期借款	867	867	867	667
应付票据及应付账款	1,434	1,219	1,669	1,314
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,246	2,516	2,411	2,532
流动负债合计	4,547	4,602	4,947	4,513
长期借款	3,533	3,533	3,533	2,633
其它长期负债	1,299	1,299	1,299	1,299
非流动负债合计	4,832	4,832	4,832	3,932
负债总计	9,379	9,434	9,779	8,445
实收资本	5,091	5,091	5,091	5,091
普通股股东权益	14,917	16,251	17,760	19,305
少数股东权益	2,304	2,130	1,935	1,734
负债和所有者权益合计	26,600	27,815	29,474	29,484

信息披露

分析师与研究助理简介

张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。