

驰宏锌锗 (600497.SH)

矿山金属产量稳定，资产质量持续优化

买入

核心观点

公司 2022H1 业绩同比增长 70%。2022H1 公司实现营收 108.98 亿元 (+3.7%)，归母净利润 10.17 亿元 (+70.3%)，扣非归母净利润 9.81 亿元 (+79.9%)，经营活动产生的现金流量净额 17.89 亿元 (+92.88%)。2022Q2 公司营业收入 54.47 亿元 (+3.8%)，归母净利润 4.68 亿元 (+105.9%)，扣非归母净利润 4.66 亿元 (+116.2%)。

公司业绩同比增长主要受益于金属价格上涨。2021Q1-2022Q2，国内锌锭季度现货含税均价分别为 21099/22159/22607/23765/25286/26432 元/吨。2022 上半年锌现货均价比去年同期增加 4200 元/吨或 19.4%，而公司 2021 年自产锌锭销售成本不含税为 14147 元/吨，因此公司业绩随锌价波动有较大弹性。

重点项目加速推进。报告期内公司新增铅锌资源金属量 22 万吨，实现增储量大于消耗量。2022H1 公司矿山铅锌金属产量维持稳定，铅、锌金属产量分别为 6.69 万吨、11.16 万吨，与去年同期基本持平。下半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。

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 2022/2023/2024 年锌锭现货年均价 26000 元/吨，锌精矿加工费均为 3750 元/吨，铅锭现货价格年均价 15268 元/吨，铅精矿加工费为 1200 元/吨，银价 5000 元/千克，预计公司 2022-2024 年营业收入为 229.6/230.3/231.6 亿元，归母净利润分别为 23.93/28.06/28.90 亿元，同比增速 309.4/17.3/3.0%，摊薄 EPS 分别为 0.47/0.55/0.57 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.3/10.0X。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欧洲锌冶炼产能缩减中充分受益，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

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 19,165 | 21,717 | 22,961 | 23,030 | 23,155 |
| (+/-%) | 16.8% | 13.3% | 5.7% | 0.3% | 0.5% |
| 净利润(百万元) | 472 | 584 | 2393 | 2806 | 2890 |
| (+/-%) | -39.3% | 23.9% | 309.4% | 17.3% | 3.0% |
| 每股收益(元) | 0.09 | 0.11 | 0.47 | 0.55 | 0.57 |
| EBIT Margin | 7.1% | 8.8% | 12.4% | 14.1% | 14.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 3.2% | 3.9% | 16.0% | 18.6% | 19.0% |
| 市盈率 (PE) | 61.4 | 49.6 | 12.1 | 10.3 | 10.0 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 12.3 | 10.1 | 8.9 | 8.7 |
| 市净率 (PB) | 1.98 | 1.95 | 1.94 | 1.92 | 1.90 |

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 | 合理估值 | 5.69 元 |
| 合理估值 | 28968/28968 百万元 | 6.44/4.38 元 |
| 收盘价 | 近 3 个月日均成交额 | 643.95 百万元 |
| 总市值/流通市值 | | |
| 52 周最高价/最低价 | | |

买入(维持)

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

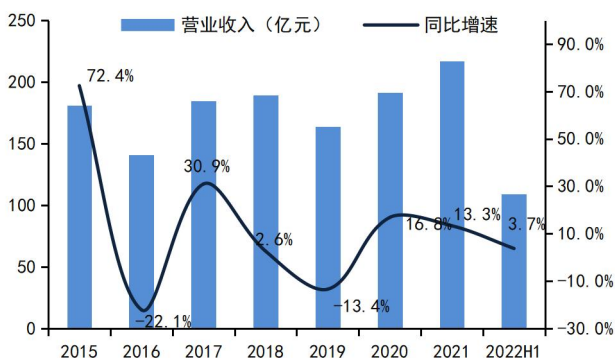
相关研究报告

- 《驰宏锌锗-600497.SH-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 年三季报点评：量价齐增，业绩稳步提升》——2021-10-25
- 《驰宏锌锗-600497-2021 年半年报点评：锌矿龙头，迎来加速扩张期》——2021-08-16
- 《驰宏锌锗-600497-2020 年年报暨 2021 年一季报点评：坐拥优质矿山，对锌价有高业绩弹性》——2021-04-16

公司 2022H1 业绩同比增长 70%。2022H1 公司实现营收 108.98 亿元 (+3.7%)，归母净利润 10.17 亿元 (+70.3%)，扣非归母净利润 9.81 亿元 (+79.9%)，经营活动产生的现金流量净额 17.89 亿元 (+92.88%)。2022Q2 公司营业收入 54.47 亿元 (+3.8%)，归母净利润 4.68 亿元 (+105.9%)，扣非归母净利润 4.66 亿元 (+116.2%)。

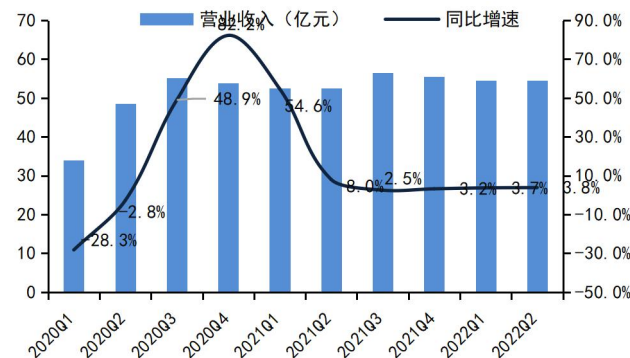
公司业绩同比增长主要受益于金属价格上涨。2021Q1-2022Q2，国内锌锭季度现货含税均价分别为 21099/22159/22607/23765/25286/26432 元/吨。2022 上半年锌现货均价比去年同期增加 4200 元/吨或 19.4%，而公司 2021 年自产锌锭销售成本不含税为 14147 元/吨，因此公司业绩随锌价波动有较大弹性。

图1：驰宏锌锗业收入及增速（单位：亿元、%）



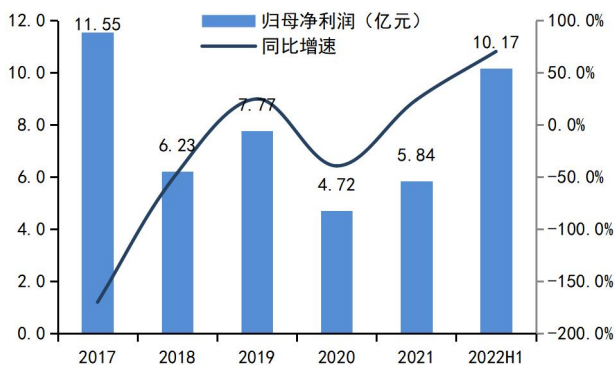
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：驰宏锌锗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



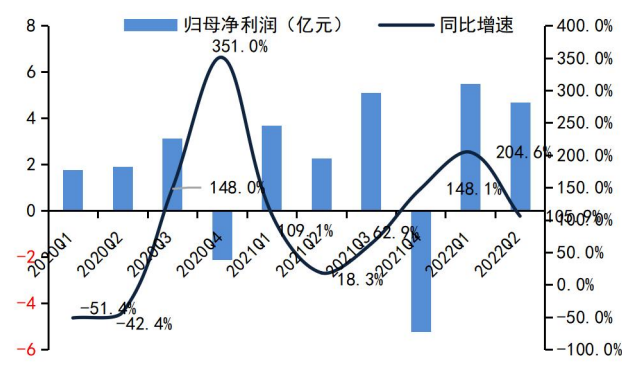
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：驰宏锌锗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



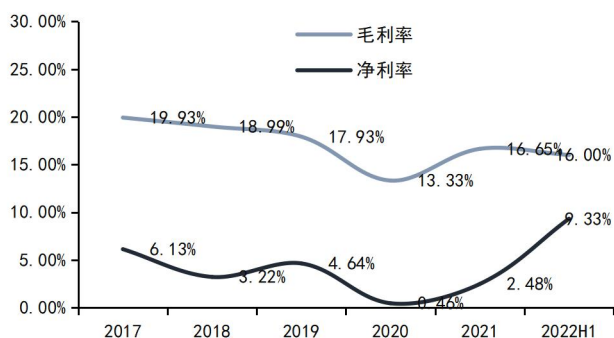
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：驰宏锌锗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



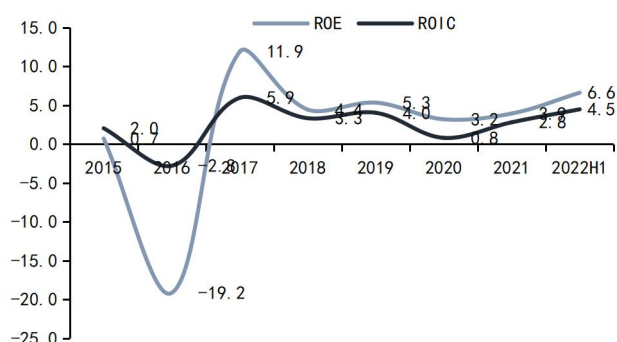
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 驰宏锌锗毛利率与净利率 (%)



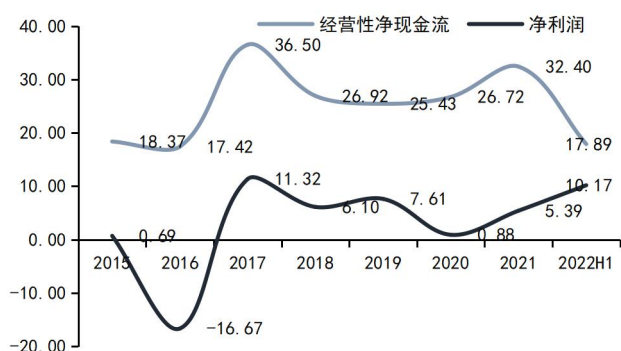
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 驰宏锌锗 ROE 和 ROIC (%)



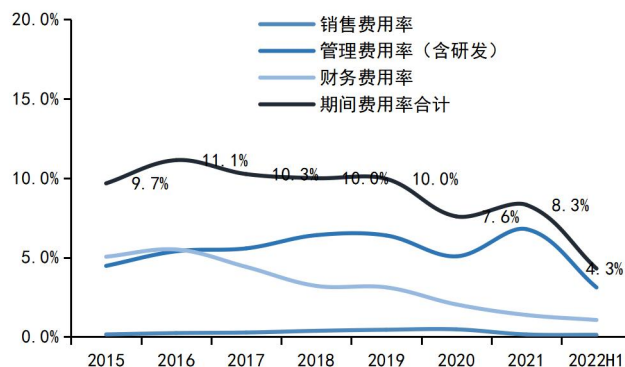
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 驰宏锌锗经营性净现金流情况 (亿元)



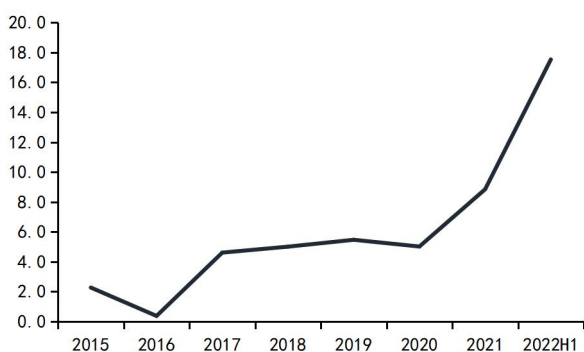
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 驰宏锌锗期间费用率



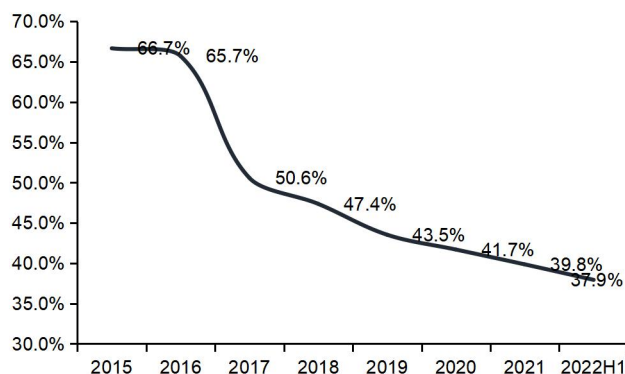
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: EBITDA/利息费用



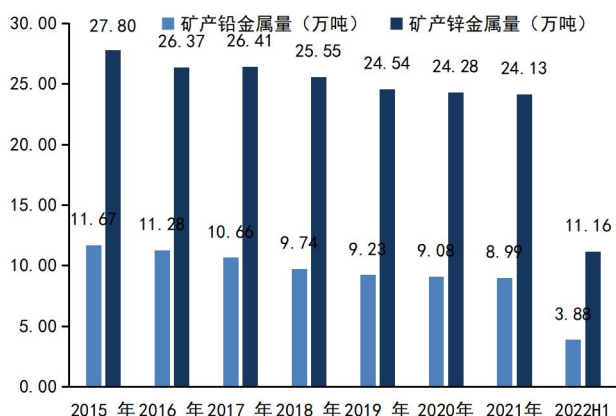
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 公司资产负债率

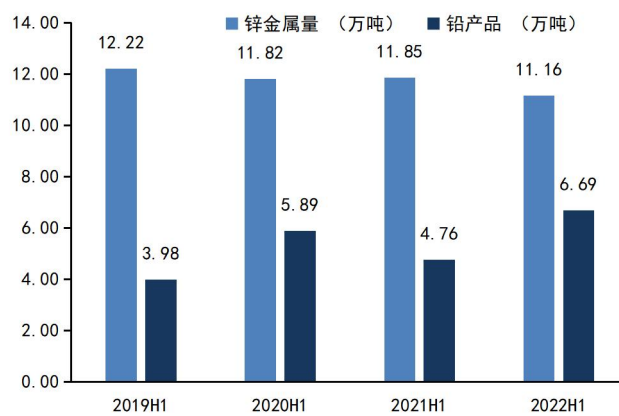


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

产销量维持稳定。2022H1 公司矿山铅锌金属产量维持稳定, 铅、锌金属产量分别为 6.69 万吨、11.16 万吨, 与去年同期基本持平。下半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11: 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12: 驰宏锌锗上半年矿山金属产量


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 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2: 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

加速建设重点项目。报告期内公司新增铅锌资源金属量 22 万吨, 实现增储量大于消耗量。重点项目方面, 公司集中资金和力量破题重点项目, 驰宏会泽矿业预计年内完成矿井涌水处理系统 5000m³扩容工程, 彝良驰宏毛坪矿资源接替工程、帷幕注浆防治水工程稳步推进, 预计 2022 年末将具备 60 万吨/年采矿能力; 西藏鑫湖加快 5160m 中段以上生产系统恢复工程, 预计 2022 年末将具备出矿能力。

公司十四五奋斗目标: 保有铅锌资源储量不低于 5000 万金属吨, 矿山金属产量保底 80 万吨/年 (力争 100 万吨/年), 铅锌冶炼产能 100 万吨/年 (力争 136 万吨/年); 年营业收入 300 亿元; 年利润总额 40 亿元。

投资建议: 参照今年年初至今各个商品的均价, 假设 2022/2023/2024 年锌锭现货年均价 26000 元/吨, 锌精矿加工费均为 3750 元/吨, 铅锭现货价格年均价 15268 元/吨, 铅精矿加工费为 1200 元/吨, 银价 5000 元/千克, 预计公司 2022-2024

年营业收入为 229.6/230.3/231.6 亿元，归母净利润分别为 23.93/28.06/28.90 亿元，同比增速 309.4/17.3/3.0%，摊薄 EPS 分别为 0.47/0.55/0.57 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.3/10.0X。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) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 830 | 1238 | 2518 | 3890 | 5331 | 营业收入 | 19165 | 21717 | 22961 | 23030 | 23155 |
| 应收款项 | 34 | 35 | 37 | 37 | 37 | 营业成本 | 16611 | 18101 | 18394 | 18075 | 18077 |
| 存货净额 | 1576 | 1469 | 1486 | 1448 | 1444 | 营业税金及附加 | 181 | 268 | 283 | 284 | 286 |
| 其他流动资产 | 229 | 247 | 261 | 262 | 264 | 销售费用 | 91 | 33 | 35 | 35 | 35 |
| 流动资产合计 | 2669 | 2989 | 4302 | 5637 | 7076 | 管理费用 | 919 | 1399 | 1850 | 1834 | 1909 |
| 固定资产 | 14573 | 13295 | 12586 | 11805 | 10982 | 研发费用 | 54 | 74 | 78 | 79 | 79 |
| 无形资产及其他 | 10850 | 11285 | 10833 | 10382 | 9931 | 财务费用 | 391 | 299 | 253 | 207 | 162 |
| 投资性房地产 | 969 | 914 | 914 | 914 | 914 | 投资收益 | 25 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 178 | 107 | 107 | 72 | 36 | 资产减值及公允价值变动 | 655 | 252 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 29239 | 28590 | 28743 | 28809 | 28939 | 其他收入 | (1336) | (541) | 451 | 451 | 451 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 4113 | 3584 | 3584 | 3584 | 3584 | 营业利润 | 317 | 1317 | 2597 | 3046 | 3138 |
| 应付款项 | 1580 | 1423 | 1440 | 1403 | 1400 | 营业外净收支 | (58) | (478) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 781 | 1000 | 1028 | 1003 | 1004 | 利润总额 | 259 | 839 | 2597 | 3046 | 3138 |
| 流动负债合计 | 6474 | 6007 | 6052 | 5990 | 5988 | 所得税费用 | 170 | 300 | 390 | 457 | 471 |
| 长期借款及应付债券 | 5309 | 4504 | 4504 | 4504 | 4504 | 少数股东损益 | (383) | (45) | (185) | (217) | (223) |
| 其他长期负债 | 406 | 882 | 882 | 882 | 882 | 归属于母公司净利润 | 472 | 584 | 2393 | 2806 | 2890 |
| 长期负债合计 | 5715 | 5385 | 5385 | 5385 | 5385 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 12189 | 11393 | 11437 | 11375 | 11374 | 净利润 | 472 | 584 | 2393 | 2806 | 2890 |
| 少数股东权益 | 2422 | 2375 | 2366 | 2355 | 2344 | 资产减值准备 | 529 | (403) | 42 | (11) | (18) |
| 股东权益 | 14629 | 14822 | 14940 | 15079 | 15221 | 折旧摊销 | 1224 | 1367 | 1619 | 1744 | 1791 |
| 负债和股东权益总计 | 29239 | 28590 | 28743 | 28809 | 28939 | 公允价值变动损失 | (655) | (252) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 391 | 299 | 253 | 207 | 162 |
| 每股收益 | 0.09 | 0.11 | 0.47 | 0.55 | 0.57 | 营运资本变动 | 710 | 278 | 53 | (36) | (17) |
| 每股红利 | 0.20 | 0.11 | 0.45 | 0.52 | 0.54 | 其它 | (105) | 401 | (51) | 0 | 7 |
| 每股净资产 | 2.87 | 2.91 | 2.93 | 2.96 | 2.99 | 经营活动现金流 | 2174 | 1974 | 4054 | 4504 | 4653 |
| ROIC | 2% | 6% | 10% | 12% | 13% | 资本开支 | 0 | 367 | (500) | (500) | (500) |
| ROE | 3% | 4% | 16% | 19% | 19% | 其它投资现金流 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 13% | 17% | 20% | 22% | 22% | 投资活动现金流 | 18 | 439 | (500) | (464) | (464) |
| EBIT Margin | 7% | 9% | 12% | 14% | 14% | 权益性融资 | (3) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 14% | 15% | 17% | 20% | 20% | 负债净变化 | 2674 | (805) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 17% | 13% | 6% | 0% | 1% | 支付股利、利息 | (993) | (556) | (2275) | (2668) | (2748) |
| 净利润增长率 | -39% | 24% | 309% | 17% | 3% | 其它融资现金流 | (5577) | 717 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 50% | 48% | 48% | 48% | 47% | 融资活动现金流 | (2219) | (2005) | (2275) | (2668) | (2748) |
| 息率 | 3.4% | 1.9% | 7.9% | 9.2% | 9.5% | 现金净变动 | (27) | 408 | 1280 | 1372 | 1441 |
| P/E | 61.4 | 49.6 | 12.1 | 10.3 | 10.0 | 货币资金的期初余额 | 858 | 830 | 1238 | 2518 | 3890 |
| P/B | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 货币资金的期末余额 | 830 | 1238 | 2518 | 3890 | 5331 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 12.3 | 10.1 | 8.9 | 8.7 | 企业自由现金流 | 0 | 2665 | 3593 | 3974 | 4079 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 2577 | 3633 | 3702 | 3837 |

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