

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

买入

核心观点

公司2022Q3业绩同比下降21%。2022Q3公司实现营收53.72亿元（同比-5%，环比-1.4%），归母净利润4.04亿元（同比-21%，环比-13.7%），扣非归母净利润3.44亿元（同比-33.6%，环比-28.6%）。

公司Q3业绩下滑主因锌价环比下跌。2021Q3-2022Q3，国内锌锭季度现货含税均价分别为22607/23765/25286/26472/24485元/吨。2022Q3锌现货均价比去年同期增加1878元/吨或8.3%，环比Q2下降1987元/吨或7.5%。另外Q3公司铅系统检修，银锭产销量较上年同期减少且矿山品位小幅下降导致业绩同比下滑。

盈利能力稳定，资产负债率持续下降。虽然Q3锌价环比Q2下降7.5%，但公司通过持续降本增效，Q3毛利率达到14.1%，较二季度15.2%的水平仅略有下降；Q3净利率为7.5%，也仅略低于二季度8.6%的水平。公司借助近几年大宗商品高景气周期，降低了资产负债率，截至三季度末，公司资产负债率35.6%，有息债务规模67亿元，前三季度财务费用比去年同期下降31%，显著降低了财务负担。

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。

受锌价下跌以及公司银锭产量下降影响，下调盈利预测。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25000元/吨，锌精矿加工费均为3750元/吨，铅锭现货价格年均价15100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224.8/225.9/227.6亿元，归母净利润分别为19.73/23.55/25.17亿元（原预测值23.93/28.06/28.90），同比增速237.5/19.4/6.9%，摊薄EPS分别为0.39/0.46/0.49元，当前股价对应PE为12.7/10.6/9.9X。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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,165	21,717	22,476	22,587	22,759
(+/-%)	16.8%	13.3%	3.5%	0.5%	0.8%
净利润(百万元)	472	584	1973	2355	2517
(+/-%)	-39.3%	23.9%	237.5%	19.4%	6.9%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.39	0.46	0.49
EBIT Margin	7.1%	8.8%	10.6%	12.2%	12.7%
净资产收益率(ROE)	3.2%	3.9%	13.2%	15.7%	16.6%
市盈率(PE)	53.0	42.8	12.7	10.6	9.9
EV/EBITDA	14.4	11.1	10.2	9.0	8.6
市净率(PB)	1.71	1.69	1.68	1.66	1.65

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

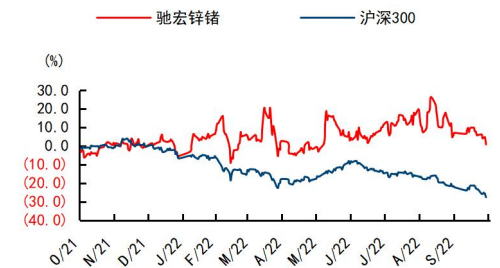
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		4.91元
总市值/流通市值		24997/24997百万元
52周最高价/最低价		6.27/4.38元
近3个月日均成交额		558.48百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

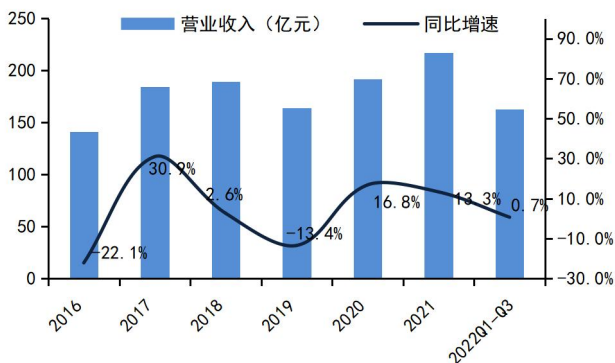
相关研究报告

- 《驰宏锌锗(600497.SH)-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
- 《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

公司 2022Q3 业绩同比下降 21%。2022Q3 公司实现营收 53.72 亿元（同比-5%，环比-1.4%），归母净利润 4.04 亿元（同比-21%，环比-13.7%），扣非归母净利润 3.44 亿元（同比-33.6%，环比-28.6%）。

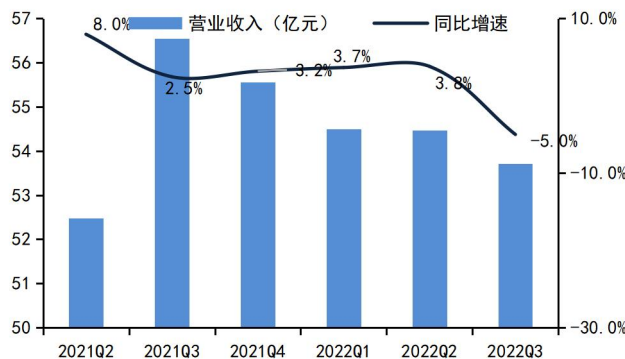
公司 Q3 业绩下滑主因锌价环比下跌。2021Q3-2022Q3, 国内锌锭季度现货含税均价分别为 22607/23765/25286/26472/24485 元/吨。2022Q3 锌现货均价比去年同期增加 1878 元/吨或 8.3%，环比 Q2 下降 1987 元/吨或 7.5%。另外 Q3 公司铅系统检修，银锭产销量较上年同期减少，且矿山品位小幅下降导致业绩同比下滑。

图1：驰宏锌锗业收入及增速（单位：亿元、%）



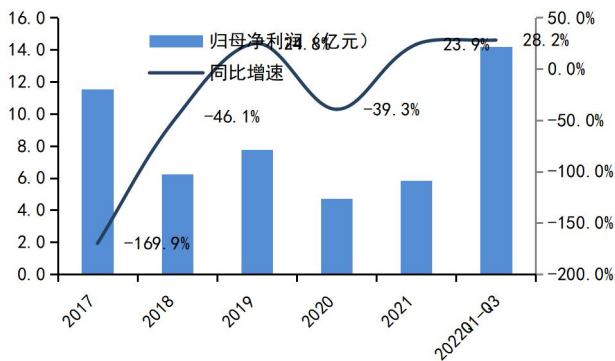
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：驰宏锌锗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



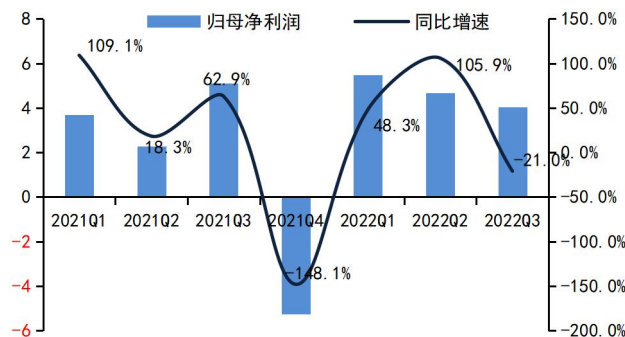
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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、%）

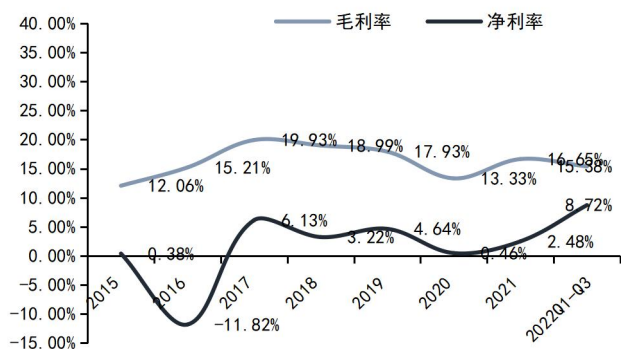


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

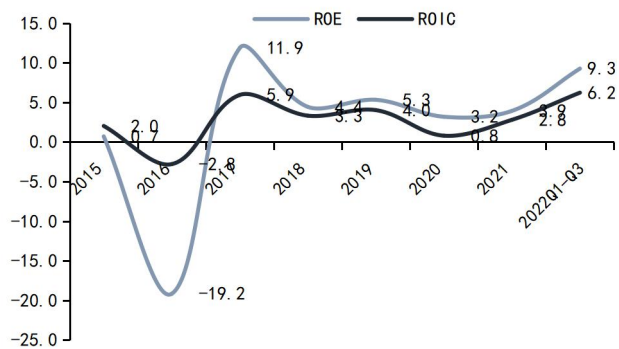
盈利能力稳定，资产负债率持续下降。虽然 Q3 锌价环比 Q2 下降 7.5%，但公司通过持续降本增效，Q3 毛利率达到 14.1%，较二季度 15.2%的水平仅略有下降；Q3 净利率为 7.5%，也仅略低于二季度 8.6%的水平。公司借助过去两年大宗商品高景气周期，降低了资产负债率，截至三季度末，公司资产负债率 35.6%，有息债务规模 67 亿元，前三季度财务费用比去年同期下降 31%，显著降低了财务负担。

图5：驰宏锌锗毛利率与净利率（%）

图6：驰宏锌锗 ROE 和 ROIC（%）

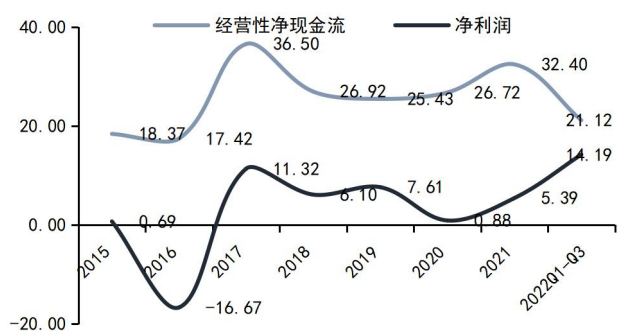


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理



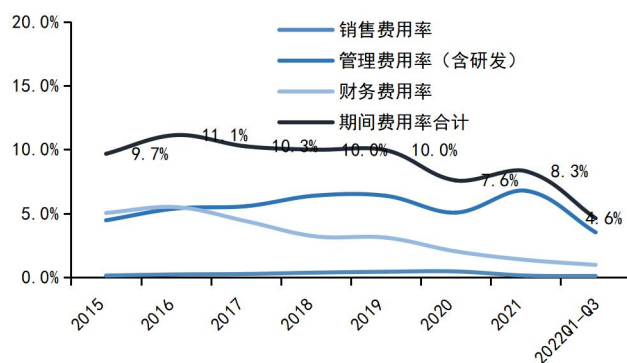
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 驰宏锌锗经营性净现金流情况 (亿元)



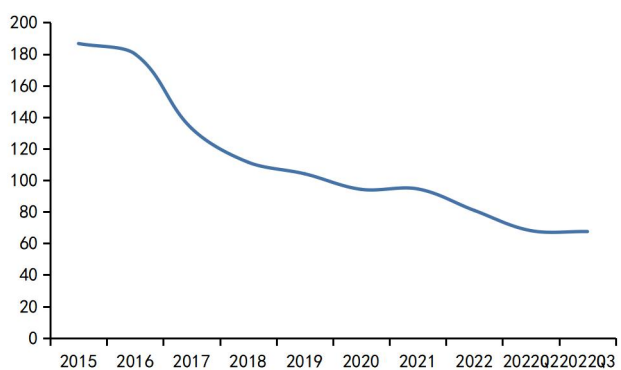
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 驰宏锌锗期间费用率



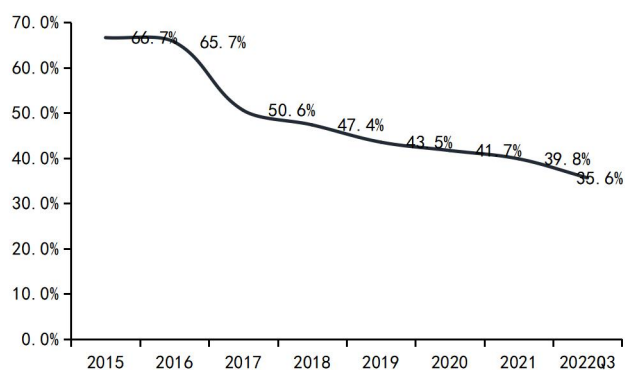
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司带息负债 (亿元)



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

加速建设重点项目。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：受锌价下跌以及公司银锭产量下降影响，下调盈利预测。参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2022/2023/2024 年锌锭现货均价 25000 元/吨，锌精矿加工费均为 3750 元/吨，铅锭现货价格均价 15100 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 224.8/225.9/227.6 亿元，归母净利润分别为 19.73/23.55/25.17 亿元（原预测值 23.93/28.06/28.90），同比增速 237.5/19.4/6.9%，摊薄 EPS 分别为 0.39/0.46/0.49 元，当前股价对应 PE 为 12.7/10.6/9.9X。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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	830	1238	2504	3859	5280	营业收入	19165	21717	22476	22587	22759
应收款项	34	35	36	36	36	营业成本	16611	18101	18407	18159	18119
存货净额	1576	1469	1486	1455	1447	营业税金及附加	181	268	278	279	281
其他流动资产	229	247	256	257	259	销售费用	91	33	34	34	34
流动资产合计	2669	2989	4282	5607	7023	管理费用	919	1399	1821	1807	1884
固定资产	14573	13295	12586	11805	10982	研发费用	54	74	77	77	78
无形资产及其他	10850	11285	10833	10382	9931	财务费用	391	299	247	203	159
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	28723	28779	28886	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	2141	2556	2733
应付款项	1580	1423	1440	1410	1403	营业外净收支	(58)	(478)	0	0	0
其他流动负债	781	1000	1026	1005	1005	利润总额	259	839	2141	2556	2733
流动负债合计	6474	6007	6051	5999	5992	所得税费用	170	300	321	383	410
长期借款及应付债券	5309	4504	4504	4504	4504	少数股东损益	(383)	(45)	(152)	(182)	(194)
其他长期负债	406	882	882	882	882	归属于母公司净利润	472	584	1973	2355	2517
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	11436	11385	11377	净利润	472	584	1973	2355	2517
少数股东权益	2422	2375	2367	2358	2349	资产减值准备	529	(403)	42	(11)	(18)
股东权益	14629	14822	14920	15036	15160	折旧摊销	1224	1367	1619	1744	1791
负债和股东权益总计	29239	28590	28723	28779	28886	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	247	203	159
每股收益	0.09	0.11	0.39	0.46	0.49	营运资本变动	710	278	57	(32)	(20)
每股红利	0.20	0.11	0.37	0.44	0.47	其它	(105)	401	(49)	2	8
每股净资产	2.87	2.91	2.93	2.95	2.98	经营活动现金流	2174	1974	3641	4057	4279
ROIC	2%	6%	8%	10%	11%	资本开支	0	367	(500)	(500)	(500)
ROE	3%	4%	13%	16%	17%	其它投资现金流	4	0	0	0	0
毛利率	13%	17%	18%	20%	20%	投资活动现金流	18	439	(500)	(464)	(464)
EBIT Margin	7%	9%	11%	12%	13%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	16%	18%	19%	负债净变化	2674	(805)	0	0	0
收入增长	17%	13%	3%	0%	1%	支付股利、利息	(993)	(556)	(1875)	(2238)	(2393)
净利润增长率	-39%	24%	238%	19%	7%	其它融资现金流	(5577)	717	0	0	0
资产负债率	50%	48%	48%	48%	48%	融资活动现金流	(2219)	(2005)	(1875)	(2238)	(2393)
息率	4.0%	2.2%	7.5%	9.0%	9.6%	现金净变动	(27)	408	1266	1355	1422
P/E	53.0	42.8	12.7	10.6	9.9	货币资金的期初余额	858	830	1238	2504	3859
P/B	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	货币资金的期末余额	830	1238	2504	3859	5280
EV/EBITDA	14.4	11.1	10.2	9.0	8.6	企业自由现金流	0	2665	3206	3557	3730
						权益自由现金流	0	2577	3246	3285	3487

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