

产量波动拖累 Q3 业绩，项目密集投产或推动盈利改善

——驰宏锌锗三季度点评

核心观点

- **公司发布 2022 年三季报。2022 年前三季度公司实现营收 162.70 亿元，同比 +0.67%；归母净利润 14.21 亿元，同比 28.16%。分季度来看，2022Q3 公司实现营收 53.72 亿元，同比-5.00%，环比-1.38%；归母净利润 4.04 亿元，同比-20.97%，环比-13.67%。**
- **矿石品位波动拖累 Q3 业绩，公司资产负债率持续改善。**公司 Q3 净利润同比下滑主要系副产品银锭销量减少及矿山品位小幅下降所致。截至三季报公司的资产负债率为 35.64%，环比中报下降 2.29 pct。Q3 财务费用为 0.44 亿元，同比-37.11%，环比-15.54%。
- **重点矿山项目将于年底密集投产，公司原料自给能力将进一步提升。**驰宏会泽矿业矿井扩容工程预计年内完成；彝良驰宏毛坪矿资源接替主体工程预计 12 月底完成，将形成 60 万吨/年采矿能力；驰宏荣达矿业深部资源接替技改工程预计 12 月份投产；西藏鑫湖预计 12 月底具备出矿能力，形成 10 万吨/年采矿能力。上述矿山产能的提升将进一步增强公司的原料自给能力。
- **子公司呼伦贝尔驰宏有望在 2022 年度实现扭亏为盈。**子公司呼伦贝尔驰宏 2021 年受安全事故影响、能耗双控影响及固定资产报废影响净利润为-5.77 亿元。呼伦贝尔驰宏通过提升产能利用率、强化降本等举措，2022H1 同比减亏 1.54 亿元，有望在 2022 年度实现扭亏为盈。
- **继续向高纯金属材料产业延伸，推动资源优势向产业优势转化。**今年以来，公司高纯锌、高纯镉产业化项目和光纤级超高纯四氯化锗项目均产出合格产品，公司计划加速开展 6N 高纯镉和 13N 高纯锗的研发，提升产业优势，实现高质量发展。

盈利预测与投资建议

- 我们下调公司精炼铅和银锭的销量，以及根据市场行情小幅下调锌、铅、锗金属的年均价，调整公司 2022-2024 年 EPS 为 0.37 元、0.49 元、0.56 元（原 2022-2024 年为 0.44、0.52、0.60 元）。估值切换至 2023 年，根据可比公司 11 倍 PE 的估值，维持买入评级，对应目标价 5.39 元。

风险提示

全球精炼锌需求大幅缩减。全球精炼铅的需求增速不及预期。全球 5G 光纤、红外夜视等行业的增长不及预期。资产减值风险。货币政策超预期收紧。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,165	21,717	22,276	24,000	24,672
同比增长(%)	16.8%	13.3%	2.6%	7.7%	2.8%
营业利润(百万元)	317	1,317	2,370	3,136	3,507
同比增长(%)	-72.6%	315.5%	80.0%	32.3%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	472	584	1,878	2,490	2,863
同比增长(%)	-39.3%	23.9%	221.3%	32.6%	15.0%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.37	0.49	0.56
毛利率(%)	13.0%	16.6%	18.0%	20.1%	21.0%
净利率(%)	2.5%	2.7%	8.4%	10.4%	11.6%
净资产收益率(%)	3.2%	3.9%	12.1%	14.8%	15.7%
市盈率	51.6	41.6	13.0	9.8	8.5
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年10月31日）	4.78 元
目标价格	5.39 元
52 周最高价/最低价	6.27/4.28 元
总股本/流通 A 股（万股）	509,129/509,129
A 股市值（百万元）	24,336
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2022 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-7.54	-8.25	-11.97	-0.87
相对表现	-4.11	-0.47	3.89	27.65
沪深 300	-3.43	-7.78	-15.86	-28.52



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

李一冉 liyiran@orientsec.com.cn
孟宪博 mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军 tengzhujun@orientsec.com.cn

相关报告

内生外延，铅锌龙头成长可期：——驰宏 2022-09-30 锗首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2022/10/31	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中金岭南	000060	3.99	0.32	0.35	0.51	0.74	12.47	11.40	7.82	5.39
银泰黄金	000975	14.28	0.46	0.55	0.83	0.94	31.14	25.81	17.16	15.18
西藏珠峰	600338	20.95	0.79	1.01	1.29	2.47	26.58	20.74	16.24	8.48
紫金矿业	601899	7.92	0.60	0.85	0.96	1.07	13.30	9.30	8.23	7.43
西部矿业	601168	9.47	1.23	1.38	1.50	1.57	7.70	6.86	6.31	6.04
调整后平均							17.45	13.81	10.76	7.32

数据来源：朝阳永续，Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	831	1,238	2,413	2,608	3,477	营业收入	19,165	21,717	22,276	24,000	24,672
应收票据、账款及款项融资	18	19	19	21	21	营业成本	16,668	18,101	18,260	19,185	19,488
预付账款	26	99	72	73	89	营业税金及附加	181	268	286	277	302
存货	1,576	1,469	1,904	1,790	1,810	销售费用	34	33	26	29	29
其他	233	164	162	181	171	管理费用及研发费用	972	1,473	786	816	838
流动资产合计	2,683	2,989	4,570	4,673	5,569	财务费用	391	299	370	406	395
长期股权投资	178	107	107	131	115	资产、信用减值损失	648	283	192	167	128
固定资产	10,611	10,443	11,790	13,086	14,076	公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0
在建工程	3,962	2,839	3,335	3,426	3,072	投资净收益	25	(10)	0	0	0
无形资产	11,161	11,285	11,063	10,842	10,621	其他	20	68	15	16	16
其他	999	927	829	735	635	营业利润	317	1,317	2,370	3,136	3,507
非流动资产合计	26,912	25,601	27,125	28,219	28,519	营业外收入	14	6	0	0	0
资产总计	29,595	28,590	31,695	32,893	34,088	营业外支出	72	483	0	0	0
短期借款	3,621	2,722	1,054	843	675	利润总额	259	839	2,370	3,136	3,507
应付票据及应付账款	1,580	1,423	1,758	1,725	1,720	所得税	170	300	568	763	801
其他	1,281	1,862	4,478	4,172	3,873	净利润	88	539	1,802	2,373	2,706
流动负债合计	6,481	6,007	7,290	6,740	6,268	少数股东损益	(383)	(45)	(75)	(116)	(157)
长期借款	5,309	4,504	5,046	5,518	5,854	归属于母公司净利润	472	584	1,878	2,490	2,863
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.09	0.11	0.37	0.49	0.56
其他	434	882	888	928	1,066						
非流动负债合计	5,743	5,385	5,934	6,446	6,921	主要财务比率					
负债合计	12,224	11,393	13,224	13,186	13,189		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2,422	2,375	2,299	2,183	2,026	成长能力					
实收资本(或股本)	5,091	5,091	5,091	5,091	5,091	营业收入	16.8%	13.3%	2.6%	7.7%	2.8%
资本公积	8,512	8,183	8,183	8,183	8,183	营业利润	-72.6%	315.5%	80.0%	32.3%	11.8%
留存收益	1,445	1,776	3,043	4,406	5,776	归属于母公司净利润	-39.3%	23.9%	221.3%	32.6%	15.0%
其他	(98)	(229)	(145)	(157)	(177)	获利能力					
股东权益合计	17,371	17,197	18,472	19,706	20,899	毛利率	13.0%	16.6%	18.0%	20.1%	21.0%
负债和股东权益总计	29,595	28,590	31,695	32,893	34,088	净利率	2.5%	2.7%	8.4%	10.4%	11.6%
						ROE	3.2%	3.9%	12.1%	14.8%	15.7%
						ROIC	0.9%	4.0%	7.8%	9.3%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.3%	39.8%	41.7%	40.1%	38.7%
净利润	88	539	1,802	2,373	2,706	净负债率	49.5%	39.8%	39.7%	35.7%	28.8%
折旧摊销	848	715	979	1,102	1,220	流动比率	0.41	0.50	0.63	0.69	0.89
财务费用	391	299	370	406	395	速动比率	0.16	0.25	0.36	0.42	0.59
投资损失	(25)	10	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	400	189	(262)	122	(1)	应收账款周转率	907.1	1,180.2	1,182.0	1,210.7	1,183.3
其它	969	1,488	437	249	224	存货周转率	9.3	11.4	10.5	10.1	10.5
经营活动现金流	2,672	3,240	3,327	4,252	4,545	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	34	786	(2,720)	(2,374)	(1,695)	每股指标(元)					
长期投资	14	71	(0)	(24)	16	每股收益	0.09	0.11	0.37	0.49	0.56
其他	(569)	(1,745)	0	0	0	每股经营现金流	0.52	0.64	0.65	0.84	0.89
投资活动现金流	(521)	(888)	(2,720)	(2,398)	(1,679)	每股净资产	2.94	2.91	3.18	3.44	3.71
债权融资	(328)	(142)	3,217	84	61	估值比率					
股权融资	336	(329)	0	0	0	市盈率	51.6	41.6	13.0	9.8	8.5
其他	(2,178)	(1,477)	(2,649)	(1,744)	(2,058)	市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流	(2,170)	(1,948)	568	(1,659)	(1,996)	EV/EBITDA	19.1	12.8	8.0	6.4	5.8
汇率变动影响	(3)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.0	18.4	10.8	8.4	7.6
现金净增加额	(24)	403	1,175	195	870						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn