

➤ **公司公布 2022 年三季报。**2022 年前三季度实现营收 162.7 亿元, 同比增长 0.67%; 归母净利 14.21 亿元, 同比增 28.16%; 扣非归母净利 13.25 亿元, 同比增 24.66%。2022Q3 公司实现营收 53.72 亿元, 同比下降 5.00%, 环比降低 1.38%; 归母净利 4.04 亿元, 同比降低 20.97%, 环比下降 13.67%; 扣非归母净利 3.44 亿元, 同比下降 33.57%, 环比下降 28.63%。业绩低于我们预期。

➤ **点评: 2022Q3 公司归母净利润环比降低 0.64 亿, 资产减值损失及管理费用增长影响利润释放。**1) **量:** 2022Q3 矿山品位略有下降, 影响矿山金属产量, 同时冶炼端银锭销量同比下滑。2) **价:** 据百川盈孚数据, 2022Q3 公司锌锭价格环比提升 3.51%至 2.5 万元/吨, 但硫酸市场价格环比下跌 50.27%至 463.74 元/吨, 影响了副产品利润贡献。3) **费用及减值:** 2022Q3 公司期间费用环比增加 4215 万元, 主要来自公司管理费用环比增加 5340 万元。公司资产减值损失环比增加 2456 万元, 主要来自对矿山, 巷道等计提减值, 信用减值损失环比增加 276 万元, 影响了公司利润释放。

➤ **未来看点: 公司资源丰富, 禀赋优异, 具备“矿冶一体化”优势, 不断推进现有矿山挖潜建设, 未来随着优质铅锌矿山注入, 公司资源端将得到极大增强。同时公司也在不断提高选冶技术, 向下游深加工延伸。**

1、挖掘现有矿山潜力: 1) 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, 预计预计 2022 年末将具备 60 万吨/年采矿能力。2) 西藏鑫湖采矿完善工程正在进行, 未来将形成 10 万吨/年采矿产能、1.4 万吨/年铅锌金属产能。3) 驰宏荣达矿业铅锌银矿深部资源接替技改工程预计将于 2022 年 12 月份投产。

2、资产注入: 中铝旗下优质铅锌资源将陆续并入公司, 其中, 截至 2020 年 3 月末, 金鼎锌业兰坪矿山保有资源储量 970 万吨, 青海鸿鑫保有铅锌资源量 96.87 万吨, 注入后公司资源量将得到极大加强。

3、下游延伸: 公司高纯金属材料已开启产业化发展道路, 20 吨 5N 高纯锌、10 吨 5N 高纯镉和 1 吨 6N 高纯锌的高纯金属项目的关键技术得到突破, 工艺得到优化, 能产出合格的高纯产品, 且产品品级率和装备水平均已达到行业先进水平。30 吨光纤级超高四氯化锗生产线 2022 年 6 月提前建成投产, 公司成为全球少数掌握光纤级超高纯四氯化锗制备技术的企业之一, 公司产品附加值得到提升。

➤ **投资建议:** 未来公司锌铅产能或将快速释放, 在全产业链优势下, 随着下游需求量增长, 公司业绩将增厚; 同时公司资产减值接近尾声, 轻装上阵, 盈利有望快速增长。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现归母净利润 18.69/25.72/28.47 亿元, 同比分别增加 219.9%/37.6%/10.7%, EPS 分别为 0.37/0.51/0.56 元/股, 以 2022 年 10 月 28 日收盘价为基准, 公司的 PE 为 13/10/9 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期, 资产注入不及预期, 项目进展不达预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,717	23,313	26,281	27,493
增长率 (%)	13.3	7.4	12.7	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	584	1,869	2,572	2,847
增长率 (%)	23.9	219.9	37.6	10.7
每股收益 (元)	0.11	0.37	0.51	0.56
PE	43	13	10	9
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

4.91 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

电话: 021-80508866

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书: S0100522080002

邮箱: zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书: S0100522080006

电话: 010-85127604

邮箱: zhangjianye@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书: S0100121120055

电话: 021-80508866

邮箱: liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1. 驰宏锌锗 (600497.SH) 2022 年半年报点评: Q2 检修影响产量释放, 期待内部挖潜+资产注入增厚业绩-2022/08/27

2. 驰宏锌锗 (600497.SH) 2022 年半年度业绩预告点评: Q2 业绩同比增长, 资产注入+内部挖潜未来可期-2022/07/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,717	23,313	26,281	27,493
营业成本	18,101	19,783	21,887	22,800
营业税金及附加	268	303	342	357
销售费用	33	30	34	36
管理费用	1,399	769	867	907
研发费用	74	58	66	69
EBIT	1,852	2,497	3,202	3,420
财务费用	299	293	233	167
资产减值损失	-252	-104	-93	-72
投资收益	-10	2	3	3
营业利润	1,317	2,107	2,886	3,190
营业外收支	-478	-36	-36	-36
利润总额	839	2,071	2,850	3,154
所得税	300	207	285	315
净利润	539	1,864	2,565	2,839
归属于母公司净利润	584	1,869	2,572	2,847
EBITDA	3,283	4,059	5,066	5,556

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,238	1,674	1,878	1,979
应收账款及票据	19	12	12	13
预付款项	99	119	111	124
存货	1,469	1,630	1,766	1,739
其他流动资产	164	187	218	272
流动资产合计	2,989	3,621	3,986	4,127
长期股权投资	107	107	107	107
固定资产	10,443	11,742	12,915	13,190
无形资产	11,285	11,356	11,320	11,286
非流动资产合计	25,601	25,913	26,113	26,439
资产合计	28,590	29,535	30,098	30,567
短期借款	2,722	2,422	1,422	542
应付账款及票据	1,423	1,626	1,819	1,871
其他流动负债	1,862	2,004	2,096	2,159
流动负债合计	6,007	6,052	5,337	4,572
长期借款	4,504	4,004	3,504	3,004
其他长期负债	882	1,029	1,029	1,029
非流动负债合计	5,385	5,033	4,533	4,033
负债合计	11,393	11,085	9,869	8,605
股本	5,091	5,091	5,091	5,091
少数股东权益	2,375	2,369	2,361	2,353
股东权益合计	17,197	18,450	20,229	21,962
负债和股东权益合计	28,590	29,535	30,098	30,567

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.31	7.35	12.73	4.61
EBIT 增长率	41.11	34.83	28.26	6.78
净利润增长率	23.90	219.87	37.60	10.69
盈利能力 (%)				
毛利率	16.65	15.14	16.72	17.07
净利润率	2.69	8.02	9.79	10.36
总资产收益率 ROA	2.04	6.33	8.55	9.32
净资产收益率 ROE	3.94	11.63	14.40	14.52
偿债能力				
流动比率	0.50	0.60	0.75	0.90
速动比率	0.21	0.30	0.38	0.48
现金比率	0.21	0.28	0.35	0.43
资产负债率 (%)	39.85	37.53	32.79	28.15
经营效率				
应收账款周转天数	0.31	0.36	0.34	0.34
存货周转天数	29.61	32.00	31.00	29.00
总资产周转率	0.75	0.80	0.88	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.37	0.51	0.56
每股净资产	2.91	3.16	3.51	3.85
每股经营现金流	0.64	0.77	0.95	1.04
每股股利	0.12	0.15	0.22	0.24
估值分析				
PE	43	13	10	9
PB	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.71	7.56	5.72	4.95
股息收益率 (%)	2.44	3.14	4.42	4.90

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	539	1,864	2,565	2,839
折旧和摊销	1,431	1,563	1,863	2,137
营运资金变动	311	52	58	39
经营活动现金流	3,240	3,895	4,860	5,305
资本开支	-633	-2,010	-2,067	-2,466
投资	-269	-66	-40	-50
投资活动现金流	-888	-1,924	-2,104	-2,514
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,386	-710	-1,500	-1,380
筹资活动现金流	-1,948	-1,536	-2,552	-2,690
现金净流量	403	435	204	101

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026