

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

驰宏锌锗(600497)

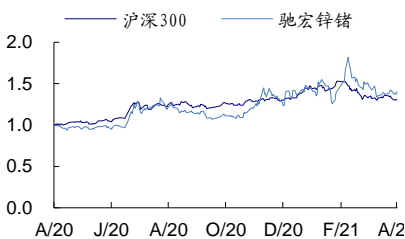
买入

2020 年年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	5,091/5,091
总市值/流通(百万元)	24,846/24,846
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	6.38/3.33

相关研究报告:

《国信证券-驰宏锌锗-600497-深度报告: 锌行业龙头对锌价有高业绩弹性》——2021-01-08

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

联系人: 焦方冉

电话: 18560060679

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

坐拥优质矿山, 对锌价有高业绩弹性

● 大额资产减值拖累公司 2020 年业绩

2020 年公司营业收入 191.65 亿元, 同比增长 16.83%, 公司实现归母净利润 4.72 亿元, 同比下降 39.31%, 经营活动产生的现金流量净额 26.72 亿元。公司拟向全体股东派发现金红利 2.55 亿元, 占公司 2020 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 53.97%。公司对部分海外控股子公司计提长期资产减值准备 6.51 亿元, 减少 2020 年度归母净利润 3.71 亿元。

● 公司 2021 年一季度业绩同比增长显著

受益于铅、锌价格较去年同期涨幅明显, 2021 年一季度公司实现营业收入 52.58 亿元, 同比增长 54.65%, 实现归母净利润 3.70 亿元, 同比增长 109.12%, 扣非归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 99.55%。核心主力矿山会泽和彝良矿石品位分别达 28% 和 22%, 是全球品位最高的铅锌矿山, 公司整体铅锌出矿品位 16.1%, 远高于行业平均值 7.72% 的水平。同时公司未来有望整合同一控股股东旗下的铅锌资源。

● 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 2021/2022/2023 年锌锭现货年均价 21000 元/吨, 锌精矿加工费均为 4500 元/吨, 铅锭现货价格年均价 15000 元/吨, 铅精矿加工费为 2000 元/吨, 银价 5350 元/千克, 预计公司 2021-2023 年营业收入为 197.1/197.4/197.8 亿元, 归母净利润分别为 16.76/18.54/21.23 亿元, 同比增速 255.4/10.6/14.5%, 摊薄 EPS 分别为 0.33/0.36/0.42 元, 当前股价对应 PE 为 14.8/13.4/11.7X。公司是国内铅锌龙头, 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, 维持“买入”评级。

● 风险提示

公司主要产品价格超预期下跌; 公司矿产锌、铅增量不及预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,403	19,165	19,705	19,743	19,781
(+/-%)	-13.4%	16.8%	2.8%	0.2%	0.2%
净利润(百万元)	777	472	1676	1854	2123
(+/-%)	24.8%	-39.3%	255.4%	10.6%	14.5%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.09	0.33	0.36	0.42
EBIT Margin	10.6%	7.1%	11.3%	12.2%	13.5%
净资产收益率(ROE)	5.2%	3.2%	11.2%	12.0%	13.4%
市盈率(PE)	32.0	52.7	14.8	13.4	11.7
EV/EBITDA	13.1	14.3	10.7	9.7	9.0
市净率(PB)	1.67	1.70	1.66	1.61	1.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

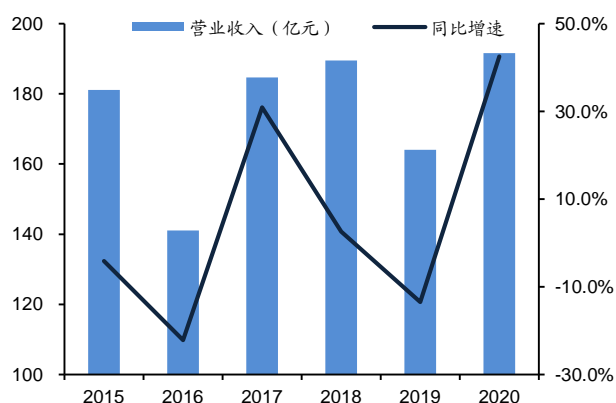
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

大额资产减值拖累公司 2020 年业绩

2020 年公司营业收入 191.65 亿元，同比增长 16.83%，公司实现归母净利润 4.72 亿元，同比下降 39.31%，经营活动产生的现金流量净额 26.72 亿元。同时 2020 年度拟向全体股东派发现金红利 2.55 亿元，占公司 2020 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 53.97%。公司归母净利润同比下降主因铅锌主产品价格同比下降及计提长期资产减值准备减利所致。根据上海有色网数据，2020 年国内铅、锌年均价较 2019 年分别下滑 11.52% 和 9.7%。公司对部分海外控股子公司计提长期资产减值准备 6.51 亿元，减少 2020 年度归母净利润 3.71 亿元。

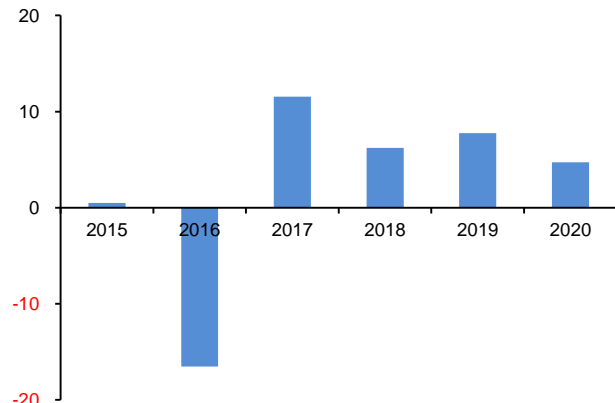
受益于铅锌价格上涨，2021 年一季度公司实现营业收入 52.58 亿元，同比增长 54.65%，实现归母净利润 3.70 亿元，同比增长 109.12%，扣非归母净利润 3.30 亿元，同比增长 99.55%，经营活动产生的现金流量净额 5.29 亿元。

图 1: 驰宏锌锗营业收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

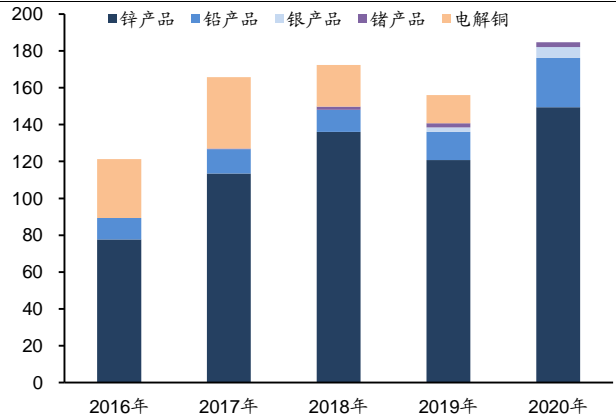
图 2: 驰宏锌锗归母净利润变化 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

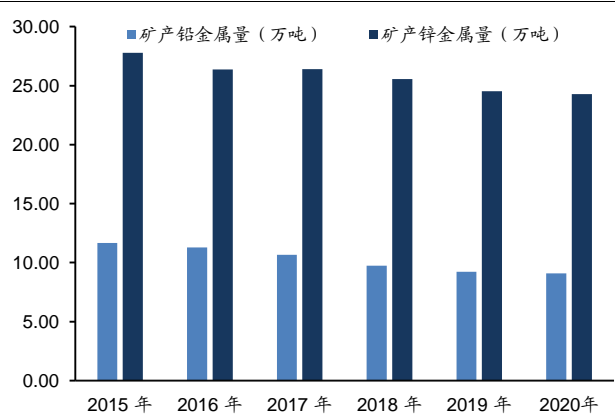
2020 年公司营收增长主要依靠锌产品和铅锭。2020 年公司锌锭及锌合金销量 44.15 万吨，同比增长 7.85%，公司铅锭销量 11.53 万吨，同比增长 23.62%，公司银产品销量 143.69 吨，同比增长 199.14%。与往年不同的是，2020 年公司没有电解铜贸易业务。报告期内，公司矿山金属产量保持稳定，其中矿产铅金属量 9.08 万吨，矿产锌金属量 24.28 万吨，锗产品含锗 50.78 吨。

图 3: 驰宏锌锗营收分产品构成 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司矿山金属产量 (万吨)

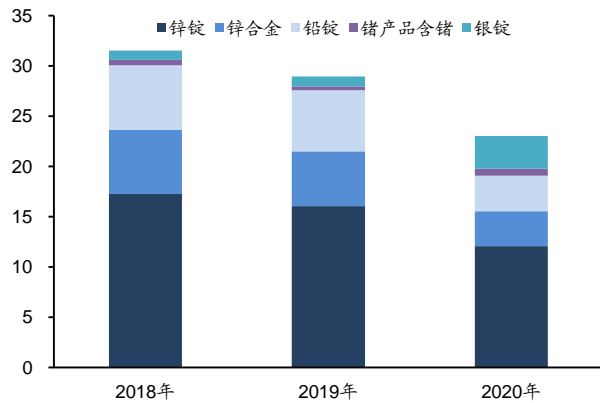


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司铅锌产品毛利润下滑。2020 年公司毛利润 25.53 亿元，比 2019

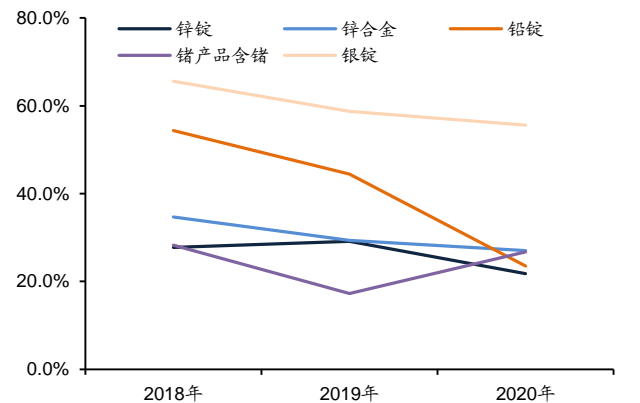
年下降 3.87 亿元。其中销售锌锭毛利占比 47.3%，锌合金毛利占比 13.6%，铅锭占比 13.8%，银占比 12.7%。铅锌产品毛利润下降主因 2020 年铅锌价格比 2019 年低。同样因为铅锌价格同比下降，铅锌产品毛利率较 2019 年下滑。

图 5: 驰宏锌锗主要产品毛利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 驰宏锌锗分产品毛利率

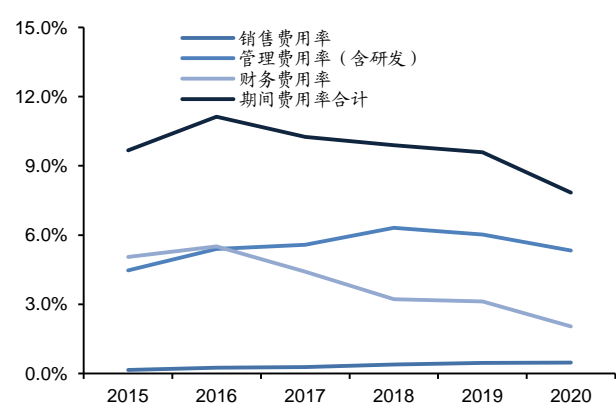


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司期间费用率明显下降。2020 年管理费用同比下降 5.35%，财务费用同比下降 23.31%。财务费用减少主要是公司带息负债减少所致，2020 年末公司带息负债 93.42 亿元，比年初减少 12.6 亿元。

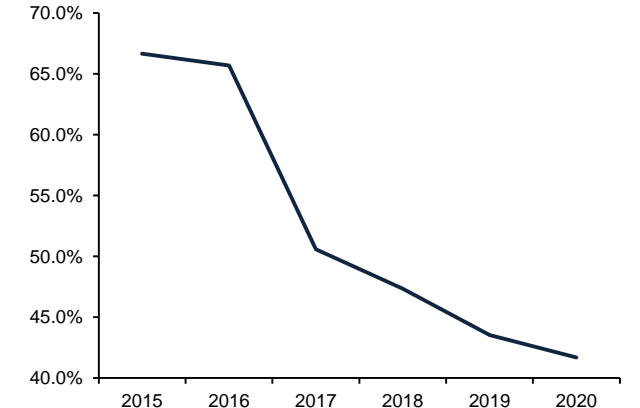
公司资产负债率持续下降。截至 2020 年末公司资产负债率为 41.69%，比年初下降 1.49 个百分点，资产负债率实现五年连降。

图 7: 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 8: 驰宏锌锗资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

拥有全球顶级铅锌矿山，成本优势突出

公司是国内锌行业龙头企业，保有铅锌资源量超 3200 万吨，其中国内铅锌资源量 539 万吨，国外拥有加拿大塞尔温项目控制级加推断级铅锌金属量合计 2690 万吨。公司核心主力矿山云南会泽和彝良矿石品位分别达 28%和 22%，是全球品位最高的铅锌矿山，两座矿山铅锌金属产量占公司铅锌金属产量的 80%以上，公司铅锌出矿品位 16.1%，远高于行业平均值 7.72%的水平。截至 2020 年末，公司矿石采选能力 300 万吨/年，矿产铅锌金属产能 40 余万吨。公司矿山产品锌多铅少，铅锌金属产出比例约 1:2.7。2020 年公司锌金属产量 24.28 万吨，铅金属产量 9.08 万吨。

另外，公司控股股东中国铜业旗下控股子公司金鼎锌业持有云南兰坪铅锌矿

100%权益。兰坪铅锌矿是目前中国已探明的第二大铅锌矿，同时也是世界上为数不多的千万吨级铅锌矿之一。中国铜业公告显示，截至 2020 年 3 月末，金鼎锌业拥有铅锌保有资源储量 969.75 万吨，平均品位 5.38%；铅锌选矿产能 216 万吨/年。驰宏锌锗作为中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市公司，未来有望实现矿山资源的整合。

公司冶炼产能布局合理，实行“矿冶一体化”发展。截至 2020 年末，公司锌冶炼产能 40 万吨、铅冶炼产能 23 万吨、银 150 吨、金 70 千克、锗产品含锗 60 吨。公司三大冶炼基地及一座冶炼厂均配备一座自有在产矿山，提高原料自给率的同时显著降低原料运费。

盈利预测

参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2021/2022/2023 年锌锭现货年均价 21000 元/吨，锌精矿加工费均为 4500 元/吨，铅锭现货价格年均价 15000 元/吨，铅精矿加工费为 2000 元/吨，银价 5350 元/千克，预计公司 2021-2023 年营业收入为 197.1/197.4/197.8 亿元，归母净利润分别为 16.76/18.54/21.23 亿元，同比增速 255.4/10.6/14.5%，摊薄 EPS 分别为 0.33/0.36/0.42 元，当前股价对应 PE 为 14.8/13.4/11.7X。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，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	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	830	2880	4963	7113	营业收入	19165	19705	19743	19781
应收款项	34	35	35	35	营业成本	16611	16294	16145	15917
存货净额	1576	1521	1492	1466	营业税金及附加	181	176	176	177
其他流动资产	229	235	235	236	销售费用	91	93	93	94
流动资产合计	2669	4671	6725	8851	管理费用	919	1353	1353	1353
固定资产	14573	13309	12069	10823	财务费用	391	291	241	191
无形资产及其他	10850	10416	9982	9548	投资收益	25	(2)	0	0
投资性房地产	969	969	969	969	资产减值及公允价值变动	655	15	0	0
长期股权投资	178	178	171	164	其他收入	(1336)	434	434	434
资产总计	29239	29544	29916	30355	营业利润	317	1945	2169	2484
短期借款及交易性金融负债	4113	4113	4113	4113	营业外净收支	(58)	15	0	0
应付款项	1580	1525	1496	1470	利润总额	259	1960	2169	2484
其他流动负债	781	765	752	740	所得税费用	170	291	322	369
流动负债合计	6474	6403	6361	6323	少数股东损益	(383)	(8)	(8)	(8)
长期借款及应付债券	5309	5309	5309	5309	归属于母公司净利润	472	1676	1854	2123
其他长期负债	406	406	406	406					
长期负债合计	5715	5715	5715	5715					
负债合计	12189	12118	12076	12038					
少数股东权益	2422	2420	2418	2416					
股东权益	14629	15006	15423	15901					
负债和股东权益总计	29239	29544	29916	30355					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	472	1676	1854	2123
资产减值准备	529	134	(43)	(68)
折旧摊销	1224	1679	1818	1848
公允价值变动损失	(655)	(15)	0	0
财务费用	391	291	241	191
营运资本变动	710	111	(57)	(80)
其它	(105)	(136)	41	66
经营活动现金流	2174	3449	3613	3889
资本开支	(1497)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	4	0	0	0
投资活动现金流	(1480)	(100)	(93)	(93)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	2674	0	0	0
支付股利、利息	(993)	(1299)	(1437)	(1645)
其它融资现金流	(4083)	0	0	0
融资活动现金流	(721)	(1299)	(1437)	(1645)
现金净变动	(27)	2050	2083	2150
货币资金的期初余额	858	830	2880	4963
货币资金的期末余额	830	2880	4963	7113
企业自由现金流	902	3581	3712	3945
权益自由现金流	(508)	3621	3398	3676

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.09	0.33	0.36	0.42
每股红利	0.20	0.26	0.28	0.32
每股净资产	2.87	2.95	3.03	3.12
ROIC	2%	7%	9%	10%
ROE	3%	11%	12%	13%
毛利率	13%	17%	18%	20%
EBIT Margin	7%	11%	12%	14%
EBITDA Margin	14%	18%	19%	21%
收入增长	17%	3%	0%	0%
净利润增长率	-39%	255%	11%	14%
资产负债率	50%	49%	48%	48%
息率	4.0%	5.2%	5.8%	6.6%
P/E	52.7	14.8	13.4	11.7
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	14.3	10.7	9.7	9.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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