

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)

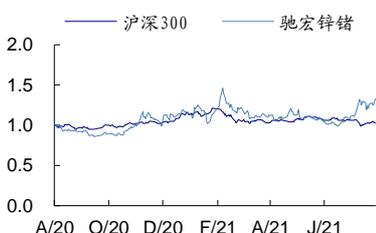
买入

2021年半年报点评

(维持评级)

2021年08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)	28,919/28,919
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12个月最高/最低(元)	6.38/3.69

相关研究报告:

《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

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: yangyao hong@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

锌矿龙头,迎来加速扩张期

● 公司业绩增长受益于锌价上涨

2021年上半年公司营业收入105.06亿元,同比增长27.17%,公司实现归母净利润5.97亿元,同比增长61.81%,归母扣非净利润5.45亿元,同比增长57.07%,经营活动产生的现金流量净额9.27亿元,同比下降19.01%。公司归母净利润同比增长主因上半年铅锌价格同比上涨。上半年公司支付辞退福利1.69亿元,减少上半年归母净利润1.42亿元。

● 铅锌矿山品位高成本低,3年内矿山金属产量翻番

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549万吨。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。根据公司发展规划,计划到2023年矿山金属产量在现有产能基础上实现翻番,达到约70万吨;到十四五末,矿山和冶炼产量均达到100万吨规模,成为全球一流铅锌企业。

● 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22141元/吨,锌精矿加工费均为4011元/吨,铅锭现货价格年均价15216元/吨,铅精矿加工费为1488元/吨,银价5200元/千克,预计公司2021-2023年营业收入为195.8/206.2/207.5亿元,归母净利润分别为14.96/17.50/20.62亿元,同比增速217.2/16.9/17.8%,摊薄EPS分别为0.29/0.34/0.40元,当前股价对应PE为17.6/15.1/12.8X。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3-5年依托股东积极扩张且路径明确,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	19,577	20,622	20,748
(+/-%)	-13.4%	16.8%	2.2%	5.3%	0.6%
净利润(百万元)	777	472	1496	1750	2062
(+/-%)	24.8%	-39.3%	217.2%	16.9%	17.8%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.09	0.29	0.34	0.40
EBIT Margin	10.6%	7.1%	10.5%	11.3%	12.8%
净资产收益率(ROE)	5.2%	3.2%	10.0%	11.4%	13.0%
市盈率(PE)	33.9	55.9	17.6	15.1	12.8
EV/EBITDA	13.6	14.9	11.6	10.4	9.5
市净率(PB)	1.77	1.80	1.76	1.72	1.67

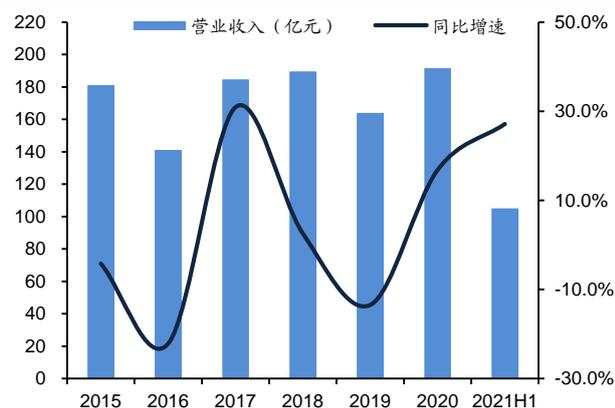
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司业绩增长受益于锌价上涨

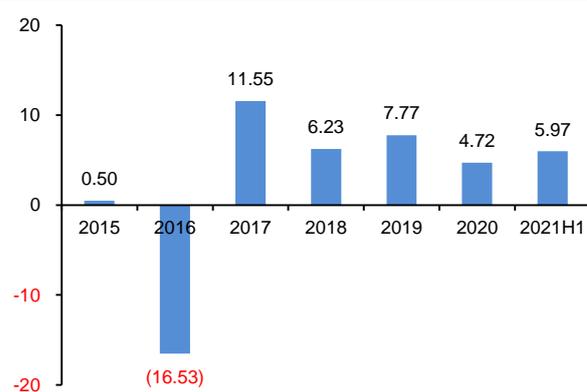
2021年上半年公司营业收入105.06亿元,同比增长27.17%,公司实现归母净利润5.97亿元,同比增长61.81%,归母扣非净利润5.45亿元,同比增长57.07%,经营活动产生的现金流量净额9.27亿元,同比下降19.01%。公司归母净利润同比增长主因上半年铅锌价格同比上涨。2021年上半年国内铅、锌均价较2020年上半年分别上涨5.59%和29.46%。同时公司为优化人力资源结构,上半年将与部分不再参与公司未来经营的人员依法协商解除劳动合同,依法向其一次性支付合计1.69亿元经济补偿金,减少2021年上半年归母净利润1.42亿元。

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

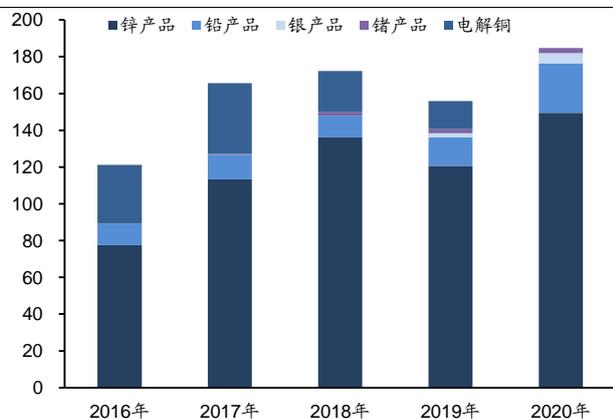
2021年上半年公司主要产品产销稳定。2021年上半年公司铅、锌矿山金属产量分别为4.01万吨和11.85万吨,同比基本持平。锌锭及锌合金产量19.97万吨,同比下降5.18%,公司铅锭销量4.01万吨,同比下降5.65%。

表1: 公司上半年主要产品产量

年份	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铅产品 (万吨)	锌产品 (万吨)	锗产品含锗 (吨)	银产品 (吨)	黄金 (千克)
2019H1	4.37	12.22	3.98	19.56	23.94	10.76	5.60
2020H1	4.25	11.82	5.89	21.06	24.22	58.50	10.35
2021H1	4.01	11.85	4.76	19.97	23.94	80.22	46.08

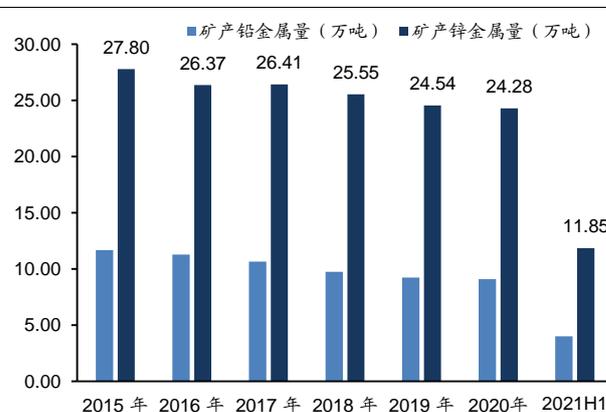
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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

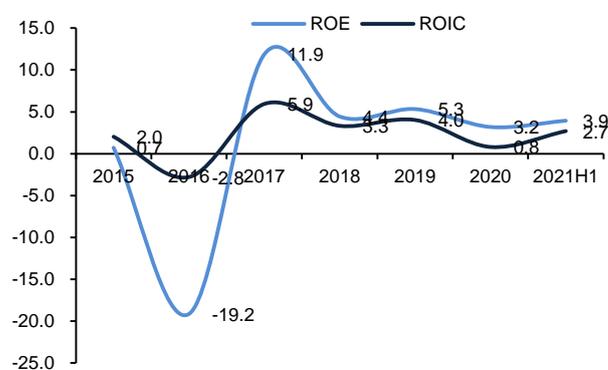
2021 年上半年公司毛利率增长。受益于铅、锌金属价格同比上涨，2021 年上半年公司毛利润 16.02 亿元，比 2020 年上半年增长 4.91 亿元。公司上半年实现销售毛利率 15.25%，销售净利率 5.64%。

图 5: 驰宏锌锗毛利率和净利率



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

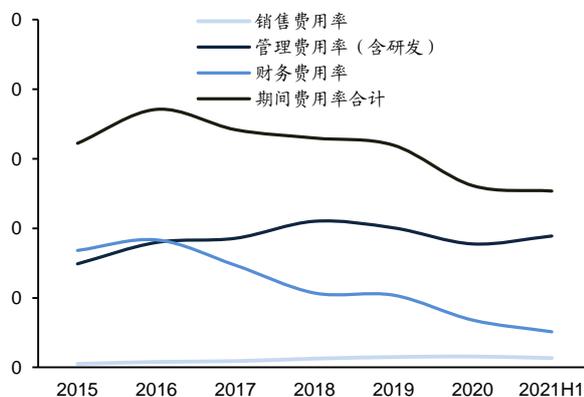


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年上半年公司期间费用率明显下降。2021 年上半年管理费用 5.96 亿元，同比增加 2.57 亿元，主因支付辞退福利 1.69 亿元；财务费用 1.62 亿元，同比下降 0.52 亿元。财务费用减少主要是公司带息负债减少所致，2021 年 6 月末公司带息负债 94.51 亿元，较上年同期减少 13.65 亿元。

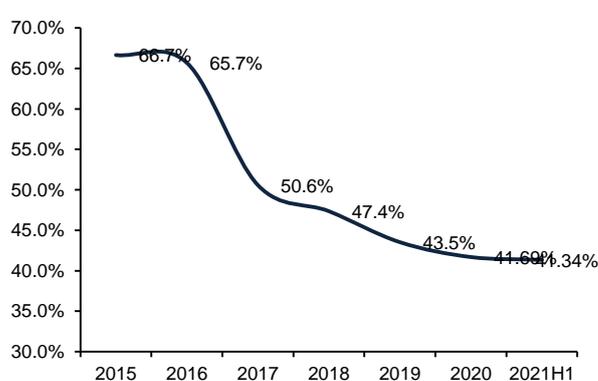
公司资产负债率持续下降。截至 2021 年 6 月末公司资产负债率为 41.3%，与 2020 年末基本持平，近年来呈逐年下降趋势。

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

铅锌矿山品位高成本低，3 年内产能有望翻番

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 549 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 16.95%，远高于行业平均值 7.25%的水平。截至 2021 年 6 月末，公司矿产铅锌金属产能 40 余万吨。矿山产品锌多铅少，铅锌金属产出比例约 1:2.7。

公司依托控股股东，未来 3 年迎来加速扩张期，根据公司发展规划，计划到 2023

年矿山金属产量在现有产能基础上实现翻番，达到约 70 万吨，建设成为国内绝对龙头铅锌锗公司；到十四五末，预计矿山金属产量和冶炼产量均达到 100 万吨规模，成为全球一流铅锌企业。

表 2: 公司铅锌矿山产能

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 (在建)	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

公司冶炼产能布局合理，实行“矿冶一体化”发展。截至 2021 年 6 月末，公司锌冶炼产能 40 万吨、铅冶炼产能 23 万吨。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。

表 3: 公司铅锌冶炼产能

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	60%	2005.12
云南	会泽冶炼厂	锌 13 万吨/年, 粗铅 7 万吨/年	92%	2014.12
内蒙古	呼伦贝尔冶炼厂	锌 14 万吨/年, 铅 6 万吨/年	10%	2016.11
云南	永昌冶炼厂	锌 3 万吨/年	51%	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

全球锗金属龙头。公司拥有丰富的高品质锗资源，约占全国保有储量的 17%。近年来公司依托自有锗资源年产锗产品含锗 50 余吨，占国内锗金属产量的 40% 以上，全球锗金属产量的 30% 以上。公司目前拥有高纯四氯化锗、高纯二氧化锗、锗单晶、锗毛坯片及成套红外设备等先进生产线，正通过自身生产线建设和对外战略合作模式，推进锗产业链下游延伸，拓展高附加值的锗精深加工和产品。

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 22141 元/吨，锌精矿加工费均为 4011 元/吨，铅锭现货价格年均价 15216 元/吨，铅精矿加工费为 1488 元/吨，银价 5200 元/千克，预计公司 2021-2023 年营业收入为 195.8/206.2/207.5 亿元，归母净利润分别为 14.96/17.50/20.62 亿元，同比增速 217.2/16.9/17.8%，摊薄 EPS 分别为 0.29/0.34/0.40 元，当前股价对应 PE 为 17.6/15.1/12.8X。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 3-5 年依托股东积极扩张且路径明确，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	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	830	2840	4923	7055	营业收入	19165	19577	20622	20748
应收款项	34	35	37	37	营业成本	16611	16200	17003	16806
存货净额	1576	1514	1580	1557	营业税金及附加	181	200	200	200
其他流动资产	229	234	246	247	销售费用	91	93	98	98
流动资产合计	2669	4622	6786	8896	管理费用	919	1457	1422	1428
固定资产	14573	13307	12067	10821	财务费用	391	324	274	224
无形资产及其他	10850	10416	9982	9548	投资收益	25	(5)	0	0
投资性房地产	969	969	969	969	资产减值及公允价值变动	655	13	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	29493	29975	30399	营业利润	317	1746	2059	2427
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	1518	1584	1561	利润总额	259	1761	2059	2427
其他流动负债	781	767	797	786	所得税费用	170	293	343	404
流动负债合计	6474	6398	6494	6461	少数股东损益	(383)	(29)	(33)	(40)
长期借款及应付债券	5309	5309	5309	5309	归属于母公司净利润	472	1496	1750	2062
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	12113	12209	12176					
少数股东权益	2422	2415	2408	2400					
股东权益	14629	14965	15359	15823					
负债和股东权益总计	29239	29493	29975	30399					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	472	1496	1750	2062
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)	(13)	0	0
财务费用	391	324	274	224
营运资本变动	710	114	(27)	(80)
其它	(105)	(141)	36	60
经营活动现金流	2174	3269	3533	3822
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)	(1160)	(1356)	(1598)
其它融资现金流	(4083)	0	0	0
融资活动现金流	(721)	(1160)	(1356)	(1598)
现金净变动	(27)	2010	2083	2131
货币资金的期初余额	858	830	2840	4923
货币资金的期末余额	830	2840	4923	7055
企业自由现金流	902	3410	3635	3877
权益自由现金流	(508)	3449	3327	3613

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.09	0.29	0.34	0.40
每股红利	0.20	0.23	0.27	0.31
每股净资产	2.87	2.94	3.02	3.11
ROIC	2%	7%	8%	10%
ROE	3%	10%	11%	13%
毛利率	13%	17%	18%	19%
EBIT Margin	7%	11%	11%	13%
EBITDA Margin	14%	17%	18%	20%
收入增长	17%	2%	5%	1%
净利润增长率	-39%	217%	17%	18%
资产负债率	50%	49%	49%	48%
息率	3.8%	4.4%	5.1%	6.1%
P/E	55.9	17.6	15.1	12.8
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	14.9	11.6	10.4	9.5

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。

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