

## Q2 检修影响产量释放, 期待内部挖潜+资产注入增厚业绩

2022 年 08 月 27 日

► **公司公布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营收 108.98 亿元, 同比增长 3.73%; 归母净利 10.17 亿元, 同比增 70.25%; 扣非归母净利 9.81 亿元, 同比增 79.9%。2022Q2 公司实现营收 54.47 亿元, 同比增长 3.80%, 环比降低 0.06%; 归母净利 4.68 亿元, 同比增长 105.87%, 环比下降 14.58%; 扣非归母净利 4.81 亿元, 同比增长 123%, 环比下降 3.60%。业绩符合我们的预期。

► **点评: 2022Q2 矿山及冶炼厂检修影响产量释放, 净利润环比下滑, 但受益于锌价上涨, 公司强化费用管理, 净利润同比大幅提升。**1) 量: 2022Q2 会泽矿业、会泽冶炼、永昌铅锌检修近 1 月, 矿山产量减少约 1 万吨, 冶炼产量减少约 0.8 万吨。2022H1 冶炼产品产量 30.33 万吨, 同比增长 22.64%, 其中锌产品 23.64 万吨, 占国内该产品产量的 7.96%, 矿山铅锌金属产量 15.04 万吨, 同比持平。2) 价: 2022 年 Q2 国内锌期货均价约为 2.63 万元/吨, 同比上涨 18.99%, 环比上涨 4.02%, 铅期货均价 1.52 万元/吨, 同比下降 0.4%, 环比降低 1.0%。3) 期间费用: 2022Q2 期间费用环比增加 1493 万元, 同比降低 2.3 亿元, 主要因公司强化费用管控, 特别是管理费用同比降低 1.93 亿元。

### ► 公司核心看点:

1、**全产业链优势:** 公司具有矿冶一体、铅锌联合、火法湿法冶炼优势互补、综合回收及渣处理相配套的全球最全、最完善铅锌工艺流程, 产业协同优势显著。同时具备恶劣环境采选冶炼, 处理氧硫混合矿及难选的低品位氧化矿的能力。

2、**挖掘现有矿山潜力:** ①2022H1 公司深部资源找探和外部铅锌成矿区资源调查, 新增铅锌资源金属量 22 万吨, 增储量大于消耗量。②会泽矿业预计年内完成矿井涌水处理系统 5000m<sup>3</sup>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。③西藏鑫湖采矿完善工程计划于 2022 年 12 月完成, 将形成 10 万吨/年采矿产能、1.4 万吨/年铅锌金属产能。④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。

3、**资产注入:** 中铝旗下优质铅锌资源将陆续并入公司, 其中, 金鼎锌业的兰坪矿山保有资源储量 860 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。

4、**下游延伸:** 驰宏国际锗业 2021 年入选工信部专精特新“小巨人”企业名单。公司将充分发挥锗资源优势, 向下游深加工业务延伸, 已成功产出 270mm 性能优良的大尺寸红外锗单晶, 超高纯四氯化锗生产线也已经于 2022 年 6 月投产。

5、**“51134”奋斗目标:** 到 2025 年, 公司有望实现保有铅锌资源储量超 5000 万金属吨, 矿山金属产量 80-100 万吨/年, 铅锌冶炼产能 100-136 万吨/年; 年营业收入 300 亿; 年利润总额 40 亿目标。

► **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 23.47/33.80/37.77 亿元, 同比分别增加 301.6%/44.0%/11.7%, EPS 分别为 0.46/0.66/0.74 元/股, 以 2022 年 8 月 26 日收盘价为基准, 公司的 PE 为 12/9/8 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 | 24,170 | 27,535 | 28,584 |
| 增长率 (%)          | 13.3   | 11.3   | 13.9   | 3.8    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 584    | 2,347  | 3,380  | 3,777  |
| 增长率 (%)          | 23.9   | 301.6  | 44.0   | 11.7   |
| 每股收益 (元)         | 0.11   | 0.46   | 0.66   | 0.74   |
| PE               | 50     | 12     | 9      | 8      |
| PB               | 2.0    | 1.7    | 1.5    | 1.2    |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

5.69 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

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 | 24,170 | 27,535 | 28,584 |
| 营业成本      | 18,101 | 20,038 | 22,149 | 22,813 |
| 营业税金及附加   | 268    | 314    | 358    | 372    |
| 销售费用      | 33     | 31     | 36     | 37     |
| 管理费用      | 1,399  | 725    | 826    | 858    |
| 研发费用      | 74     | 60     | 69     | 71     |
| EBIT      | 1,852  | 3,034  | 4,136  | 4,473  |
| 财务费用      | 299    | 283    | 192    | 76     |
| 资产减值损失    | -252   | -70    | -75    | -72    |
| 投资收益      | -10    | 2      | 3      | 3      |
| 营业利润      | 1,317  | 2,732  | 3,926  | 4,385  |
| 营业外收支     | -478   | -15    | -14    | -13    |
| 利润总额      | 839    | 2,717  | 3,912  | 4,372  |
| 所得税       | 300    | 543    | 782    | 874    |
| 净利润       | 539    | 2,173  | 3,130  | 3,497  |
| 归属于母公司净利润 | 584    | 2,347  | 3,380  | 3,777  |
| EBITDA    | 3,283  | 3,907  | 5,033  | 5,388  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,238  | 1,637  | 2,685  | 4,512  |
| 应收账款及票据     | 19     | 30     | 23     | 32     |
| 预付款项        | 99     | 120    | 113    | 125    |
| 存货          | 1,469  | 1,871  | 1,897  | 1,937  |
| 其他流动资产      | 164    | 337    | 273    | 342    |
| 流动资产合计      | 2,989  | 3,995  | 4,990  | 6,947  |
| 长期股权投资      | 107    | 91     | 80     | 58     |
| 固定资产        | 10,443 | 10,410 | 10,331 | 10,194 |
| 无形资产        | 11,285 | 11,575 | 11,815 | 12,104 |
| 非流动资产合计     | 25,601 | 25,573 | 25,485 | 25,405 |
| 资产合计        | 28,590 | 29,568 | 30,475 | 32,352 |
| 短期借款        | 2,722  | 2,421  | 2,203  | 1,200  |
| 应付账款及票据     | 1,423  | 1,917  | 1,815  | 1,980  |
| 其他流动负债      | 1,862  | 1,984  | 2,080  | 2,132  |
| 流动负债合计      | 6,007  | 6,322  | 6,099  | 5,313  |
| 长期借款        | 4,504  | 3,604  | 1,604  | 804    |
| 其他长期负债      | 882    | 883    | 883    | 849    |
| 非流动负债合计     | 5,385  | 4,487  | 2,487  | 1,653  |
| 负债合计        | 11,393 | 10,809 | 8,586  | 6,966  |
| 股本          | 5,091  | 5,091  | 5,091  | 5,091  |
| 少数股东权益      | 2,375  | 2,201  | 1,950  | 1,671  |
| 股东权益合计      | 17,197 | 18,759 | 21,889 | 25,387 |
| 负债和股东权益合计   | 28,590 | 29,568 | 30,475 | 32,352 |

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 | 11.30  | 13.92 | 3.81  |
| EBIT 增长率   | 41.11 | 63.83  | 36.31 | 8.15  |
| 净利润增长率     | 23.90 | 301.61 | 44.01 | 11.75 |
| 盈利能力 (%)   |       |        |       |       |
| 毛利率        | 16.65 | 17.09  | 19.56 | 20.19 |
| 净利率        | 2.69  | 9.71   | 12.28 | 13.21 |
| 总资产收益率 ROA | 2.04  | 7.94   | 11.09 | 11.68 |
| 净资产收益率 ROE | 3.94  | 14.17  | 16.95 | 15.93 |
| 偿债能力       |       |        |       |       |
| 流动比率       | 0.50  | 0.63   | 0.82  | 1.31  |
| 速动比率       | 0.21  | 0.27   | 0.44  | 0.87  |
| 现金比率       | 0.21  | 0.26   | 0.44  | 0.85  |
| 资产负债率 (%)  | 39.85 | 36.56  | 28.17 | 21.53 |
| 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     | 30.27 | 30.00  | 30.62 | 30.25 |
| 总资产周转率     | 0.75  | 0.83   | 0.92  | 0.91  |
| 每股指标 (元)   |       |        |       |       |
| 每股收益       | 0.11  | 0.46   | 0.66  | 0.74  |
| 每股净资产      | 2.91  | 3.25   | 3.92  | 4.66  |
| 每股经营现金流    | 0.64  | 0.67   | 0.85  | 0.91  |
| 每股股利       | 0.12  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 估值分析       |       |        |       |       |
| PE         | 50    | 12     | 9     | 8     |
| PB         | 2.0   | 1.7    | 1.5   | 1.2   |
| EV/EBITDA  | 10.92 | 8.77   | 6.16  | 5.07  |
| 股息收益率 (%)  | 2.11  | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 539    | 2,173  | 3,130  | 3,497  |
| 折旧和摊销       | 1,431  | 873    | 898    | 915    |
| 营运资金变动      | 311    | -1     | 48     | 87     |
| 经营活动现金流     | 3,240  | 3,387  | 4,332  | 4,654  |
| 资本开支        | -633   | -904   | -861   | -891   |
| 投资          | -269   | 16     | 11     | 22     |
| 投资活动现金流     | -888   | -879   | -841   | -861   |
| 股权募资        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | -1,386 | -1,191 | -2,218 | -1,837 |
| 筹资活动现金流     | -1,948 | -2,110 | -2,443 | -1,967 |
| 现金净流量       | 403    | 398    | 1,048  | 1,827  |

## 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。 | 公司评级 | 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