



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属  
当前价格(元)：5.83

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

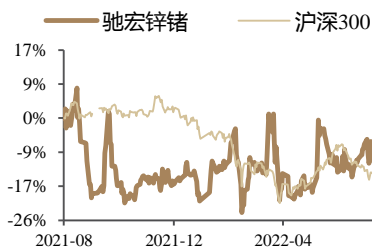
邮箱：lij3@tebon.com.cn

联系人

张崇欣

邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 8.57  | 11.42 | 21.65 |
| 相对涨幅(%) | 11.79 | 20.35 | 19.44 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《驰宏锌锗(600497.SH)：业绩大幅增长，资产减值落地，22年轻装上阵》，2022.4.23
- 《驰宏锌锗(600497.SH)：产能扩张放大资源优势，稳步经营助力业绩提升》，2022.3.2

# 驰宏锌锗(600497.SH)：锌价提高业绩强，重点矿山产能突进

## 投资要点

- **事件：公司发布2022年半年报，归母净利大涨70.25%。**2022H1公司营收108.98亿元，同比+3.73%，归母净利润10.17亿元，同比+70.25%，扣非归母净利润9.81亿元，同比+79.89%。2022Q2营收54.47亿元，环比-0.06%，归母净利润4.68亿元，环比-14.58%。
- **2022Q2锌价冲高回落，公司综合回收能力驱动上半年营收增长，检修影响Q2产量释放。**2022Q2锌价呈现冲高后大幅下跌的走势，从4月中下旬2.9万元/吨的高位一路跌至6月底的2.2万元/吨附近。公司目前形成的四大冶炼基地：会泽、曲靖、呼伦贝尔、永昌，每个冶炼基地均配备1-2座自有在产矿山，冶炼平均原料自给率达到75%，具有较强的抵御市场周期波动风险能力。采选环节，2022H1实现矿山铅锌金属产量15.04万吨与去年基本持平；冶炼环节，**2022H1铅锌精炼产品产量30.33万吨同比增加5.6万吨，增幅22.64%**，公司把伴生稀贵金属综合回收利用作为提升价值链的重要手段；锗产品含锗16.65吨，同比下降30.45%，主要是受公司超高纯四氯化锗生产线建设导致阶段性停产影响。2022Q2公司受到矿山、冶炼企业同步检修的影响，营收及归母净利环比下降。
- **预计下半年锌价走强，公司采矿规模多点提升，利好业绩。**高额能源成本影响下，欧洲精炼锌产能存在进一步扩大减产可能，下半年锌价有望回升。截止2022H1，公司具有年采选矿石300万吨、矿产铅锌金属40万吨，冶炼铅锌产能63万吨生产能力。会泽矿业预计年内完成矿井涌水处理系统5000m<sup>2</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年末将提升20万吨年产能，具备60万吨/年采矿能力**；西藏鑫湖加快5160m中段以上生产系统恢复工程，预计2022年末将具备出矿能力；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。系列工程项目的投产落地，为公司持续高质量发展注入动能。
- **完善上市公司层面对标数据库，采矿回收率全面提升。**在铅锌行业五个主要采选冶指标中，公司占据四个行业第一；对标的95项主要经济技术指标中，公司有7项位列行业第一，30项跻身行业前1/4，58项同比优化。**公司上半年采矿回收率同比提升0.58pct到96.18%，铅选矿回收率同比提升0.42pct到88.73%，电锌冶炼总回收率提升0.18pct到98.35%。**
- **盈利预测。**铅锌价格回升，我们看好公司下半年的利润提升。预计公司2022-2024年营收分别为255/264/297亿元，对应归母净利润分别为25.7/28.8/39.3亿元，EPS分别为0.51/0.56/0.77元，当前股价对应PE分别为11.5/10.3/7.6倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产量不及预期；下游需求不及预期；铅锌价格大幅下降

**股票数据**

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总股本(百万股):     | 5,091.29  |
| 流通 A 股(百万股):  | 5,091.29  |
| 52 周内股价区间(元): | 4.43-6.25 |
| 总市值(百万元):     | 29,682.23 |
| 总资产(百万元):     | 28,538.41 |
| 每股净资产(元):     | 3.01      |

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

|             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 19,165 | 21,717 | 25,536 | 26,377 | 29,690 |
| (+/-)YOY(%) | 16.8%  | 13.3%  | 17.6%  | 3.3%   | 12.6%  |
| 净利润(百万元)    | 472    | 584    | 2,574  | 2,876  | 3,927  |
| (+/-)YOY(%) | -39.3% | 23.9%  | 340.4% | 11.7%  | 36.5%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.09   | 0.11   | 0.51   | 0.56   | 0.77   |
| 毛利率(%)      | 13.0%  | 16.6%  | 20.1%  | 20.6%  | 22.9%  |
| 净资产收益率(%)   | 3.2%   | 3.9%   | 15.0%  | 14.6%  | 16.8%  |

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2021  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |       |        |       |       |
| 每股收益      | 0.11  | 0.51   | 0.56  | 0.77  |
| 每股净资产     | 2.91  | 3.37   | 3.88  | 4.60  |
| 每股经营现金流   | 0.64  | 0.81   | 0.83  | 1.05  |
| 每股股利      | 0.05  | 0.05   | 0.05  | 0.05  |
| 价值评估(倍)   |       |        |       |       |
| P/E       | 43.47 | 11.53  | 10.32 | 7.56  |
| P/B       | 1.71  | 1.73   | 1.50  | 1.27  |
| P/S       | 1.37  | 1.16   | 1.13  | 1.00  |
| EV/EBITDA | 9.83  | 7.60   | 6.35  | 4.24  |
| 股息率%      | 1.0%  | 0.9%   | 0.9%  | 0.9%  |
| 盈利能力指标(%) |       |        |       |       |
| 毛利率       | 16.6% | 20.1%  | 20.6% | 22.9% |
| 净利润率      | 2.7%  | 10.1%  | 10.9% | 13.2% |
| 净资产收益率    | 3.9%  | 15.0%  | 14.6% | 16.8% |
| 资产回报率     | 2.0%  | 8.3%   | 8.6%  | 10.5% |
| 投资回报率     | 4.7%  | 11.1%  | 10.9% | 12.7% |
| 盈利增长(%)   |       |        |       |       |
| 营业收入增长率   | 13.3% | 17.6%  | 3.3%  | 12.6% |
| EBIT 增长率  | 41.1% | 88.5%  | 7.4%  | 30.7% |
| 净利润增长率    | 23.9% | 340.4% | 11.7% | 36.5% |
| 偿债能力指标    |       |        |       |       |
| 资产负债率     | 39.8% | 36.9%  | 34.0% | 31.2% |
| 流动比率      | 0.5   | 1.1    | 1.6   | 2.3   |
| 速动比率      | 0.2   | 0.6    | 1.2   | 1.9   |
| 现金比率      | 0.2   | 0.6    | 1.2   | 1.8   |
| 经营效率指标    |       |        |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 0.3   | 0.9    | 0.9   | 0.9   |
| 存货周转天数    | 29.6  | 44.0   | 44.0  | 44.0  |
| 总资产周转率    | 0.8   | 0.8    | 0.8   | 0.8   |
| 固定资产周转率   | 2.1   | 2.6    | 2.8   | 3.3   |

| 现金流量表(百万元) | 2021   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润        | 584    | 2,574  | 2,876 | 3,927 |
| 少数股东损益     | -45    | -13    | -14   | -20   |
| 非现金支出      | 1,714  | 1,038  | 1,045 | 1,061 |
| 非经营收益      | 676    | 323    | 283   | 272   |
| 营运资金变动     | 311    | 188    | 26    | 99    |
| 经营活动现金流    | 3,240  | 4,109  | 4,215 | 5,340 |
| 资产         | -633   | 53     | 63    | -35   |
| 投资         | -269   | 28     | 20    | 20    |
| 其他         | 13     | 20     | 21    | 24    |
| 投资活动现金流    | -888   | 101    | 104   | 9     |
| 债权募资       | -1,386 | -1,272 | -100  | -100  |
| 股权募资       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 其他         | -562   | -610   | -581  | -575  |
| 融资活动现金流    | -1,948 | -1,882 | -681  | -675  |
| 现金净流量      | 403    | 2,328  | 3,638 | 4,673 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 29 日  
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 21,717 | 25,536 | 26,377 | 29,690 |
| 营业成本        | 18,101 | 20,411 | 20,941 | 22,893 |
| 毛利率%        | 16.6%  | 20.1%  | 20.6%  | 22.9%  |
| 营业税金及附加     | 268    | 281    | 290    | 327    |
| 营业税金率%      | 1.2%   | 1.1%   | 1.1%   | 1.1%   |
| 营业费用        | 33     | 77     | 79     | 89     |
| 营业费用率%      | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%   |
| 管理费用        | 1,399  | 1,226  | 1,266  | 1,425  |
| 管理费用率%      | 6.4%   | 4.8%   | 4.8%   | 4.8%   |
| 研发费用        | 74     | 51     | 53     | 59     |
| 研发费用率%      | 0.3%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| EBIT        | 1,852  | 3,491  | 3,748  | 4,897  |
| 财务费用        | 299    | 308    | 219    | 130    |
| 财务费用率%      | 1.4%   | 1.2%   | 0.8%   | 0.4%   |
| 资产减值损失      | -252   | -190   | -190   | -190   |
| 投资收益        | -10    | 20     | 21     | 24     |
| 营业利润        | 1,317  | 3,039  | 3,397  | 4,642  |
| 营业外收支       | -478   | 10     | 10     | 10     |
| 利润总额        | 839    | 3,049  | 3,407  | 4,652  |
| EBITDA      | 3,283  | 4,339  | 4,603  | 5,768  |
| 所得税         | 300    | 488    | 545    | 744    |
| 有效所得税率%     | 35.8%  | 16.0%  | 16.0%  | 16.0%  |
| 少数股东损益      | -45    | -13    | -14    | -20    |
| 归属母公司所有者净利润 | 584    | 2,574  | 2,876  | 3,927  |

| 资产负债表(百万元) | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 1,238  | 3,567  | 7,205  | 11,878 |
| 应收账款及应收票据  | 19     | 77     | 79     | 89     |
| 存货         | 1,469  | 2,460  | 2,524  | 2,760  |
| 其它流动资产     | 263    | 297    | 303    | 326    |
| 流动资产合计     | 2,989  | 6,401  | 10,112 | 15,054 |
| 长期股权投资     | 107    | 87     | 67     | 47     |
| 固定资产       | 10,443 | 9,980  | 9,511  | 9,125  |
| 在建工程       | 2,852  | 2,552  | 2,252  | 1,952  |
| 无形资产       | 11,285 | 10,970 | 10,655 | 10,340 |
| 非流动资产合计    | 25,601 | 24,503 | 23,398 | 22,377 |
| 资产总计       | 28,590 | 30,904 | 33,510 | 37,431 |
| 短期借款       | 2,722  | 1,500  | 1,500  | 1,500  |
| 应付票据及应付账款  | 1,423  | 2,293  | 2,352  | 2,572  |
| 预收账款       | 0      | 179    | 185    | 208    |
| 其它流动负债     | 1,862  | 2,094  | 2,127  | 2,253  |
| 流动负债合计     | 6,007  | 6,065  | 6,164  | 6,532  |
| 长期借款       | 4,504  | 4,454  | 4,354  | 4,254  |
| 其它长期负债     | 882    | 882    | 882    | 882    |
| 非流动负债合计    | 5,385  | 5,335  | 5,235  | 5,135  |
| 负债总计       | 11,393 | 11,400 | 11,399 | 11,667 |
| 实收资本       | 5,091  | 5,091  | 5,091  | 5,091  |
| 普通股股东权益    | 14,822 | 17,142 | 19,763 | 23,436 |
| 少数股东权益     | 2,375  | 2,362  | 2,348  | 2,328  |
| 负债和所有者权益合计 | 28,590 | 30,904 | 33,510 | 37,431 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|  | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。