

驰宏锌锗 (600497.SH)

锌价下跌拖累二季度业绩，现金流强劲

买入

核心观点

公司 2023H1 归母净利润同比增长 5.2%。2023H1 公司实现营收 110.13 亿元 (+1.1%)，归母净利润 10.69 亿元 (+5.2%)，扣非归母净利润 10.27 亿元 (4.7%)，经营活动产生的现金流量净额 19.2 亿元 (+7.3%)。2023Q2 公司营业收入 52.3 亿元 (-4.1%)，归母净利润 4.89 亿元 (同比+4.4%，环比-15.8%)，扣非归母净利润 4.52 亿元 (同比-6.2%，环比-21.5%)。

上半年矿山产量小幅增加。2023H1 公司矿山铅锌金属产量同比小幅增长 1.31 万吨，铅、锌金属产量分别为 4.16 万吨、12.19 万吨。今年随着彝良治水项目、西藏鑫湖项目完工，公司的产销量有望进一步提升。

公司经营性净现金流维持强劲，资产负债率持续下降。近几年公司经营性净现金流一直维持在 30 亿元以上，今年上半年经营性净现金流 19.2 亿元。截至 2023 年二季度末公司资产负债率降至 33.4%，公司的财务费用从 2015 年的 9.14 亿元下降到 2023H1 的 0.52 亿元。公司借助近几年行业高景气周期，夯实资产质量，降低财务费用，达到上市以来最优水平。

风险提示：铅锌价格下跌风险，矿山增产进度不及预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2023/2024/2025 年锌锭现货年均价 22000 元/吨（前值 23000 元/吨），锌精矿加工费均为 5000 元/吨（前值 5400 元/吨），铅锭现货价格年均价 15265 元/吨，铅精矿加工费为 1200 元/吨，银价 5500 元/千克，且假设公司不计提大额资产减值，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.50/20.38/21.09 亿元（前值 21.78/22.69/23.44 亿元），同比增速 191.2%/4.5%/3.5%，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.40/0.41 元，当前股价对应 PE 为 13.9/13.3/12.9X。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，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,717	21,900	20,308	20,308	20,308
(+/-%)	13.3%	0.8%	-7.3%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	584	670	1950	2038	2109
(+/-%)	23.9%	14.6%	191.2%	4.5%	3.5%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.38	0.40	0.41
EBIT Margin	8.5%	9.8%	11.4%	11.6%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	3.9%	4.5%	12.0%	11.5%	11.0%
市盈率 (PE)	46.5	40.6	13.9	13.3	12.9
EV/EBITDA	12.0	10.3	10.7	10.3	10.1
市净率 (PB)	1.83	1.82	1.67	1.54	1.42

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

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

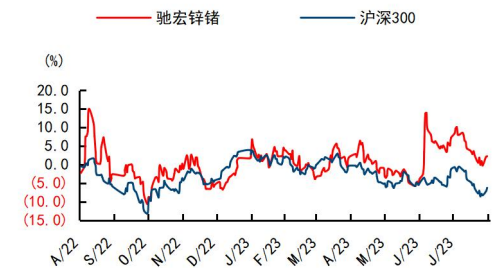
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.34 元
总市值/流通市值	27187/27187 百万元
52 周最高价/最低价	6.27/4.70 元
近 3 个月日均成交额	667.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《驰宏锌锗(600497.SH)-资产减值拖累业绩，现金流强劲》——2023-04-25
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-设备检修拖累三季度业绩，盈利能力保持稳定》——2022-10-30
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-矿山金属产量稳定，资产质量持续优化》——2022-08-29
- 《驰宏锌锗-600497.SH-深度报告：铅锌龙头，步入加速发展期》——2022-04-25
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-资产质量提升，进入加速发展期》——2022-04-24

公司 2023H1 归母净利润同比增长 5.2%。2023H1 公司实现营收 110.13 亿元 (+1.1%)，归母净利润 10.69 亿元 (+5.2%)，扣非归母净利润 10.27 亿元 (4.7%)，经营活动产生的现金流量净额 19.2 亿元 (+7.3%)。2023Q2 公司营业收入 52.3 亿元 (-4.1%)，归母净利润 4.89 亿元 (同比+4.4%，环比-15.8%)，扣非归母净利润 4.52 亿元 (同比-6.2%，环比-21.5%)。

2023Q2 盈利环比下滑主因锌价下跌。2023Q1 锌价 23345 元/吨 (同比-7.7%)，2023Q2 锌价 20942 元/吨 (同比-20.8%)；2023Q1 铅价 15270 元/吨 (同比+0.2%)，2023Q2 铅价 15198 元/吨 (同比+0.1%)。造成公司二季度业绩环比下滑主要原因是锌价下跌，我们简单计算锌价下跌对公司盈利的影响如下表所示：

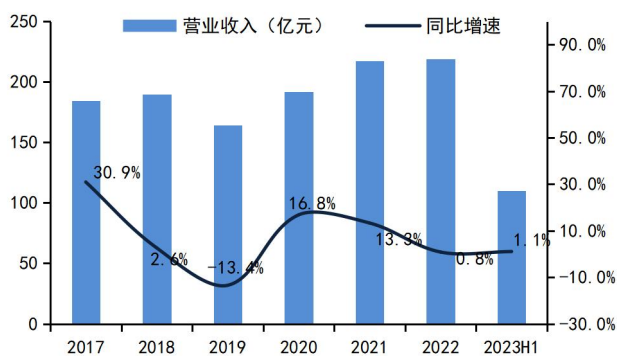
表1：二季度锌价环比下跌对利润的影响测算

	2023Q1	2023Q2
锌价 (元/吨)	23345	20942
锌精矿加工费 (元/吨)	5500	4900
二八分成 (元/吨)	1669	1188
锌精矿售价 (元/吨)	16176	14854
锌精矿售价环比 (元/吨)		-1322
冶炼综合加工费环比 (元/吨)		-1081
单季度锌精矿产量 (万吨)		6
单季度冶炼锌产量 (万吨)		13
Q2-Q1 锌精矿减利 (万元)		-7022
Q2-Q1 锌冶炼减利 (万元)		-12432
Q2-Q1 共减利 (万元)		-19453

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

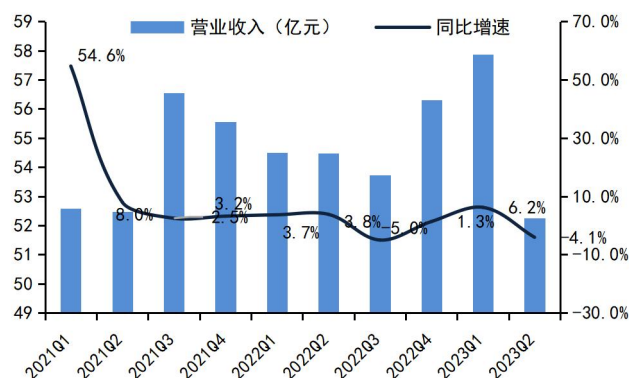
公司通过增加产量，以及呼伦贝尔冶炼厂二季度成本下降等因素，使得实际利润减少量小于上述测算值。

图1：驰宏锌锗业收入及增速 (单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

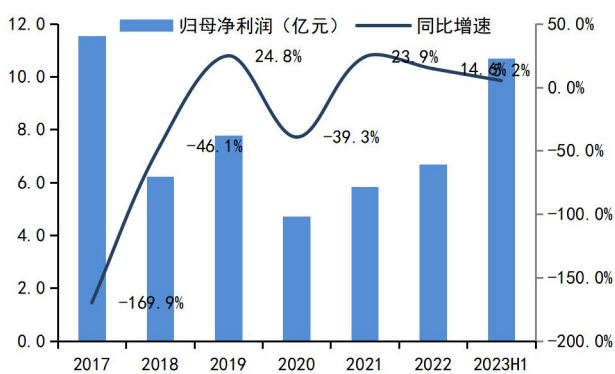
图2：驰宏锌锗单季营业收入及增速 (单位：亿元、%)



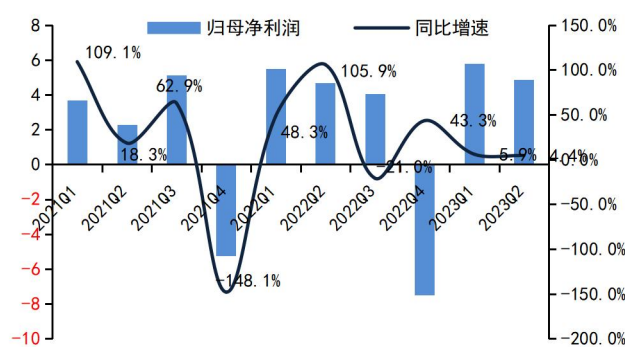
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：驰宏锌锗归母净利润及增速 (单位：亿元、%)

图4：驰宏锌锗单季归母净利润及增速 (单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



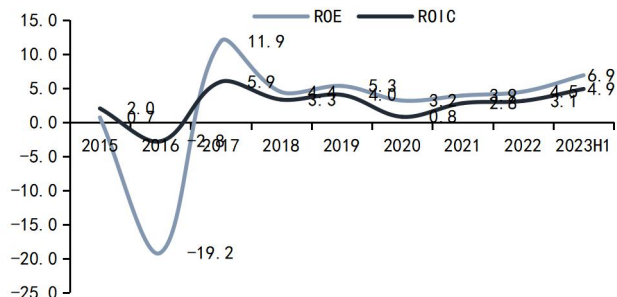
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 驰宏锌锗毛利率与净利率 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

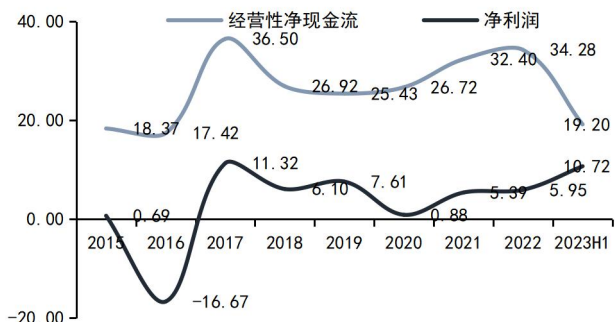
图6: 驰宏锌锗 ROE 和 ROIC (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

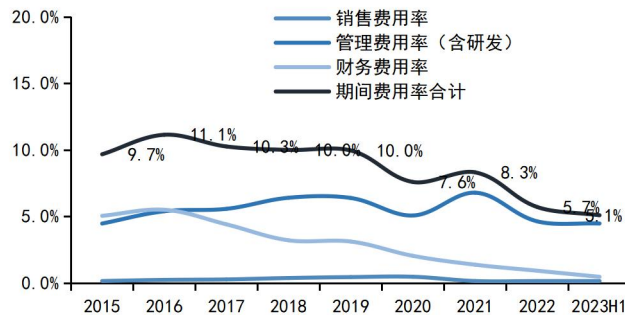
公司经营性净现金流维持强劲，资产负债率持续下降。近几年公司经营性净现金流一直维持在 30 亿元以上，今年上半年经营性净现金流 19.2 亿元。截至 2023 年二季度末公司资产负债率降至 33.4%，公司的财务费用从 2015 年的 9.14 亿元下降到 2023H1 的 0.52 亿元。公司借助近几年行业高景气周期，夯实资产质量，降低财务费用，达到上市以来最优水平。

图7: 驰宏锌锗经营性净现金流强劲 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

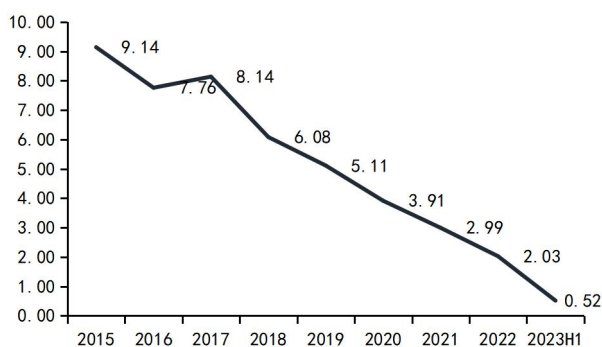
图8: 驰宏锌锗期间费用率



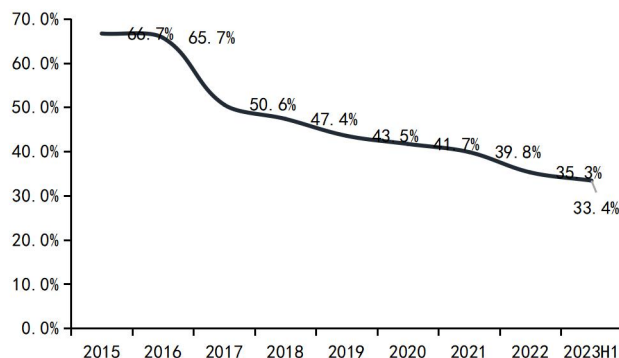
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司财务费用 (亿元)

图10: 公司资产负债率



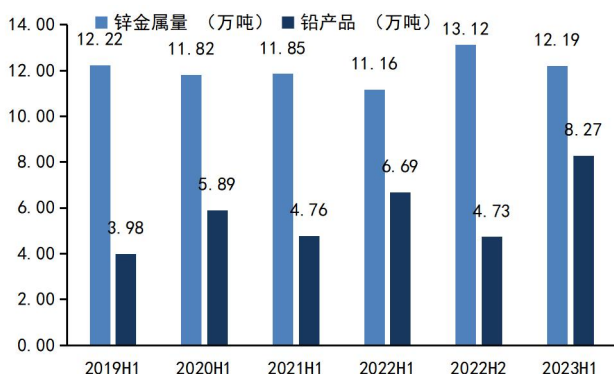
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

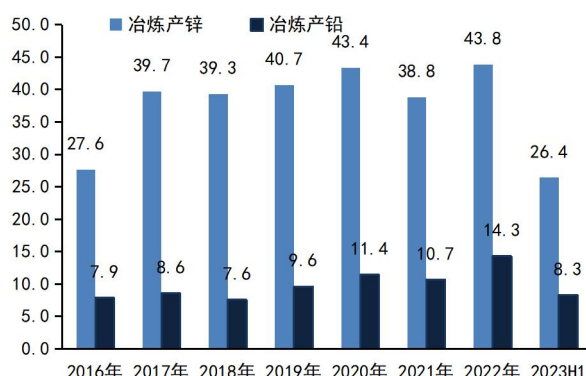
产销量维持稳定。2023H1 公司矿山铅锌金属产量同比小幅增长 1.31 万吨，铅、锌金属产量分别为 4.16 万吨、12.19 万吨。今年随着彝良治水项目、西藏鑫湖项目完工，公司的产销量有望进一步提升。

图11: 驰宏锌锗矿山金属产量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 驰宏锌锗冶炼金属产量 (万吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 公司矿山产能

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	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

表3: 公司冶炼产能

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	65%	2005. 12
云南	会泽冶炼厂	锌 13 万吨/年, 粗铅 7 万吨/年	100%	2014. 12
内蒙古	呼伦贝尔冶炼厂	锌 14 万吨/年, 铅 6 万吨/年	16%	2016. 11
云南	永昌冶炼厂	锌 3 万吨/年	61%	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

投资建议：参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2023/2024/2025 年锌锭现货年均价 22000 元/吨（前值 23000 元/吨），锌精矿加工费均为 5000 元/吨（前值 5400 元/吨），铅锭现货价格年均价 15265 元/吨，铅精矿加工费为 1200 元/吨，银价 5500 元/千克，且假设公司不计提大额资产减值，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.50/20.38/21.09 亿元（前值 21.78/22.69/23.44 亿元），同比增速 191.2%/4.5%/3.5%，摊薄 EPS 分别为 0.38/0.40/0.41 元，当前股价对应 PE 为 13.9/13.3/12.9X。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，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1238	1113	3666	6157	8720	营业收入	21717	21900	20308	20308	20308
应收款项	35	23	21	21	21	营业成本	18101	18421	16756	16714	16650
存货净额	1469	1464	1320	1306	1297	营业税金及附加	268	289	268	268	268
其他流动资产	247	404	375	375	375	销售费用	33	33	30	30	30
流动资产合计	2989	3004	5382	7859	10413	管理费用	1399	966	895	895	895
固定资产	13295	11567	10834	10237	9620	研发费用	74	49	45	45	45
无形资产及其他	11285	11311	10859	10408	9956	财务费用	299	203	102	41	20
投资性房地产	914	619	619	619	619	投资收益	(10)	115	0	0	0
长期股权投资	107	99	90	82	73	资产减值及公允价值变动	(252)	(1303)	0	0	0
资产总计	28590	26600	27783	29205	30681	其他收入	(37)	85	(45)	(45)	(45)
短期借款及交易性金融负债	3584	2447	2447	2447	2447	营业利润	1317	887	2212	2315	2399
应付款项	1423	1434	1292	1279	1270	营业外净收支	(478)	(211)	0	0	0
其他流动负债	1000	666	612	606	602	利润总额	839	676	2212	2315	2399
流动负债合计	6007	4547	4352	4332	4319	所得税费用	300	81	332	347	360
长期借款及应付债券	4504	3533	3533	3533	3533	少数股东损益	(45)	(75)	70	70	70
其他长期负债	882	1299	1717	2134	2552	归属于母公司净利润	584	670	1950	2038	2109
长期负债合计	5385	4832	5250	5667	6085	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11393	9379	9601	9999	10403	净利润	584	670	1950	2038	2109
少数股东权益	2375	2304	2353	2402	2451	资产减值准备	(403)	1051	214	(46)	(78)
股东权益	14822	14917	16282	17708	19185	折旧摊销	1367	1395	1120	1243	1295
负债和股东权益总计	28590	26600	28236	30109	32039	公允价值变动损失	252	1303	0	0	0
						财务费用	299	203	102	41	20
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	278	1300	611	366	335
每股收益	0.11	0.13	0.38	0.40	0.41	其它	401	(1035)	(165)	95	127
每股红利	0.11	0.16	0.11	0.12	0.12	经营活动现金流	2478	4683	3730	3695	3788
每股净资产	2.91	2.93	3.20	3.48	3.77	资本开支	0	913	(601)	(601)	(601)
ROIC	5%	8%	8%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4%	4%	12%	12%	11%	投资活动现金流	71	922	(593)	(593)	(593)
毛利率	17%	16%	17%	18%	18%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(805)	(971)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(556)	(810)	(585)	(611)	(633)
收入增长	13%	1%	-7%	0%	0%	其它融资现金流	581	(2168)	0	0	0
净利润增长率	24%	15%	191%	5%	3%	融资活动现金流	(2141)	(5730)	(585)	(611)	(633)
资产负债率	48%	44%	42%	41%	40%	现金净变动	408	(125)	2553	2492	2563
息率	2.0%	3.0%	2.2%	2.2%	2.3%	货币资金的期初余额	830	1238	1113	3666	6157
P/E	46.5	40.6	13.9	13.3	12.9	货币资金的期末余额	1238	1113	3666	6157	8720
P/B	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	5494	3096	3010	3085
EV/EBITDA	12.0	10.3	10.7	10.3	10.1	权益自由现金流	0	2355	2886	2845	2965

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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