

铅锌产量大幅增长助推业绩，期待资产整合

2023 年 10 月 29 日

► **事件：近期公司发布 2023 年三季报。**2023 年前三季度，公司实现营业收入 164.04 亿元，同比增长 0.8%；归母净利润 16.33 亿元，同比增长 14.7%；扣非归母净利 15.74 亿元，同比增长 18.5%。其中 2023 年第三季度，公司实现营业收入 53.9 亿元，同比增长 0.3%、环比增长 3.2%；归母净利润 5.63 亿元，同比增长 38.9%、环比增长 15.1%；扣非归母净利 5.47 亿元，同比增长 59.1%、环比增长 21%，业绩超此前我们的预期。

► **业绩分析：公司抢抓冶炼生产，实施降本增效并加大销售力度，使得在锌价同比下滑的情况下，实现利润同环比增长。**上半年公司实现所属冶炼企业全部盈利，特别呼伦贝尔驰宏实现成立以来首次盈利，预计三季度延续这种趋势。量：Q1-3 公司矿山产量同比小幅增加，冶炼产量增幅较大。Q1-3 公司铅锌金属产量分别为 6.68、19.11 万吨，同比分别增长 6.0%、11.2%；生产铅产品、锌产品、锗产品含锗、银产品、黄金数量分别为 13.21 万吨、38.64 万吨、44.31 吨、116.09 吨、96.59 千克，同比分别变化 28.1%、18.7%、39.3%、22.4%、77.4%。Q3 单季度，公司生产铅锌金属量分别为 2.52、6.92 万吨，同比分别增长 4.1%、14.8%，生产铅锌产品分别 4.94、12.24 万吨，同比分别增长 36.5%、37.5%，锗产品含锗产量 12.21 吨，同比下滑 19.4%。价：Q3 铅锌价格分别同比变化 6.8%，-14.2%，环比分别变化 5.3%、0.6%。

► **财务分析：毛利率提升，期间费用下降。**公司 Q1-Q3 毛利率为 16.75%，同比+1.37pct，Q3 单季度毛利率为 17.96%，同比+3.84pct，环比+1.80pct。Q1-3 公司销售/管理/财务/研发费用分别 0.26/5.40/0.74/0.34 亿元，同比变化 +35.1%/+0.1%/-53.4%/-3.6%，其中销售费用增加主要系公司销售人员薪酬增加所致，财务费用减少主要系债务规模压降，利息支出减少所致。减值影响减弱，公司 2023 年 Q1-3 计提资产减值损失 1567 万元，同比减少 63%，此外公司 Q1-3 还转回信用减值损失 2146 万元。

► **未来看点：国内最大的铅锌采选冶一体化企业，期待集团资源注入。**公司拥有铅锌矿山 6 座，保有铅锌资源储量 3200 万吨，平均地质品位 15.98%；锗产品含锗产能 60 吨/年，约占全球的三分之一，资源禀赋高；金鼎锌业、青海鸿鑫及云铜锌业等集团铅锌资源有望注入上市公司，成长可期。

► **投资建议：**公司铅锌资源丰富，内部继续挖潜+集团资源注入可期，业绩有望保持增长，我们预计 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 20.45/21.72/25.05 亿元，同比分别增加 205.3%/6.2%/15.3%，EPS 分别为 0.40/0.43/0.49 元/股。以 2023 年 10 月 27 日收盘价计算，公司 2022/2023/2024 的 PE 为 13/12/10 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铅锌价格下跌风险，项目增产不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,900	22,024	22,995	23,818
增长率 (%)	0.8	0.6	4.4	3.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	670	2,045	2,172	2,505
增长率 (%)	14.6	205.3	6.2	15.3
每股收益 (元)	0.13	0.40	0.43	0.49
PE	39	13	12	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.09 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

1. 驰宏锌锗 (600497.SH) 2022 年三季报点评：Q3 费用及减值影响利润释放，期待资产注入带来产量增长-2022/10/29
2. 驰宏锌锗 (600497.SH) 2022 年半年报点评：Q2 检修影响产量释放，期待内部挖潜+资产注入增厚业绩-2022/08/27
3. 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,900	22,024	22,995	23,818
营业成本	18,421	18,401	19,181	19,594
营业税金及附加	289	270	282	292
销售费用	33	34	36	37
管理费用	966	1,134	1,184	1,227
研发费用	49	60	62	65
EBIT	2,164	2,182	2,308	2,665
财务费用	203	74	69	69
资产减值损失	-1,303	-34	-43	-50
投资收益	115	59	62	64
营业利润	887	2,181	2,309	2,663
营业外收支	-211	-8	0	0
利润总额	676	2,174	2,309	2,663
所得税	81	315	335	386
净利润	595	1,859	1,974	2,277
归属于母公司净利润	670	2,045	2,172	2,505
EBITDA	3,594	3,715	3,908	4,320

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,113	1,543	1,637	3,084
应收账款及票据	7	60	0	0
预付款项	20	49	51	52
存货	1,464	1,519	1,583	1,617
其他流动资产	400	385	390	393
流动资产合计	3,004	3,556	3,661	5,147
长期股权投资	99	138	173	202
固定资产	8,961	9,609	9,559	9,520
无形资产	11,311	11,621	11,608	11,600
非流动资产合计	23,595	24,593	24,557	24,532
资产合计	26,600	28,149	28,218	29,679
短期借款	867	1,377	1,477	1,477
应付账款及票据	1,434	1,390	1,449	1,480
其他流动负债	2,246	2,175	930	953
流动负债合计	4,547	4,942	3,856	3,909
长期借款	3,533	2,948	2,948	2,948
其他长期负债	1,299	1,805	1,804	1,803
非流动负债合计	4,832	4,753	4,752	4,751
负债合计	9,379	9,695	8,608	8,660
股本	5,091	5,091	5,091	5,091
少数股东权益	2,304	2,118	1,920	1,693
股东权益合计	17,221	18,454	19,610	21,019
负债和股东权益合计	26,600	28,149	28,218	29,679

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.85	0.57	4.41	3.58
EBIT 增长率	16.86	0.80	5.80	15.46
净利润增长率	14.58	205.34	6.21	15.34
盈利能力 (%)				
毛利率	15.89	16.45	16.58	17.73
净利润率	3.06	9.28	9.44	10.52
总资产收益率 ROA	2.52	7.26	7.70	8.44
净资产收益率 ROE	4.49	12.52	12.28	12.96
偿债能力				
流动比率	0.66	0.72	0.95	1.32
速动比率	0.27	0.35	0.45	0.82
现金比率	0.24	0.31	0.42	0.79
资产负债率 (%)	35.26	34.44	30.50	29.18
经营效率				
应收账款周转天数	0.11	1.00	0.00	0.00
存货周转天数	29.01	30.13	30.13	30.13
总资产周转率	0.79	0.80	0.82	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.40	0.43	0.49
每股净资产	2.93	3.21	3.47	3.80
每股经营现金流	0.67	0.72	0.68	0.78
每股股利	0.12	0.16	0.17	0.20
估值分析				
PE	39	13	12	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.13	7.86	7.48	6.76
股息收益率 (%)	2.36	3.16	3.35	3.87

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	595	1,859	1,974	2,277
折旧和摊销	1,430	1,534	1,600	1,655
营运资金变动	-151	244	-111	15
经营活动现金流	3,428	3,645	3,481	3,968
资本开支	-611	-2,445	-1,482	-1,550
投资	25	17	0	0
投资活动现金流	-586	-2,428	-1,482	-1,550
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,160	-110	-986	0
筹资活动现金流	-2,970	-787	-1,904	-971
现金净流量	-128	430	95	1,447

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