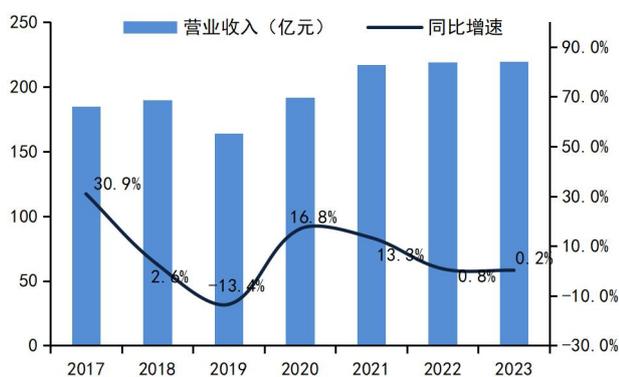


公司2023年归母净利润同比增长114%。2023年公司实现营收219.7亿元(+0.2%)，归母净利润14.3亿元(+114%)，扣非归母净利润14.7亿元(+144%)，经营活动产生的现金流量净额34.1亿元(-0.52%)。2024Q1公司营业收入46.7亿元(同比-19.3%)，归母净利润4.89亿元(同比-16.0%)，扣非归母净利润4.6亿元(同比-20%)。2023年国内锌现货均价21635元/吨，同比降幅达14.2%，公司锌产品毛利润同比减少2.2亿元，但冶炼综合回收盈利增加，冶炼板块增利显著，呼伦贝尔宏扭亏，2023年净利润达到5059万元。

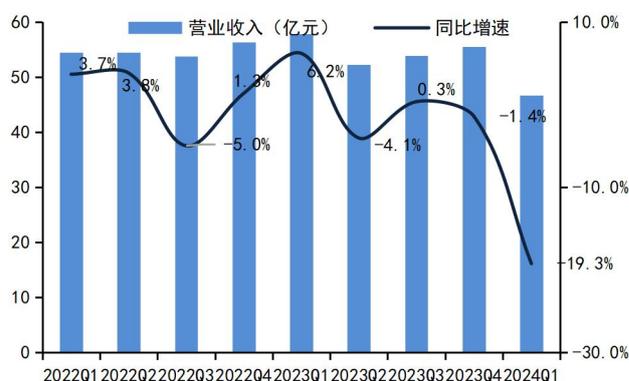
分红方面，拟向全体股东每10股派发现金红利1.40元(含税)，合计拟派发现金红利7.1亿元，分红比例49.75%。公司2021-2023年分红比例分别是104.54%/91.24%/49.75%。

图1: 驰宏锌锗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



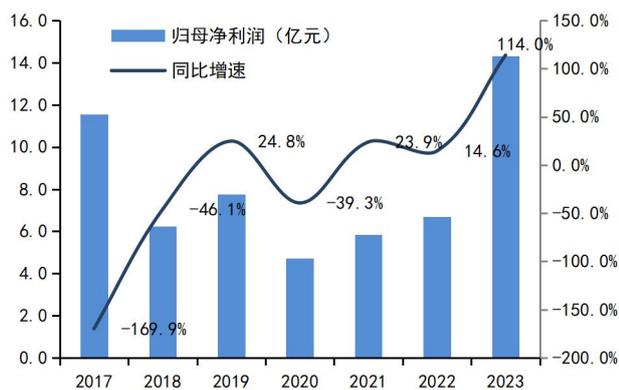
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 驰宏锌锗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



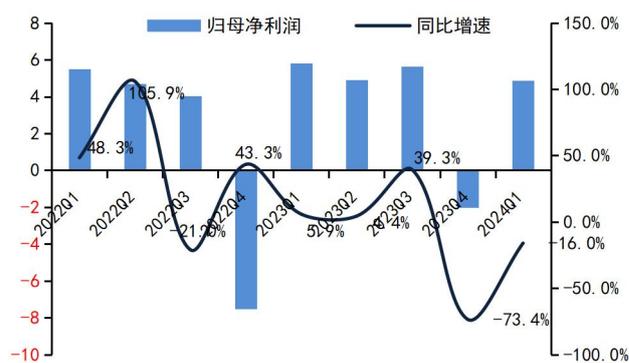
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 驰宏锌锗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

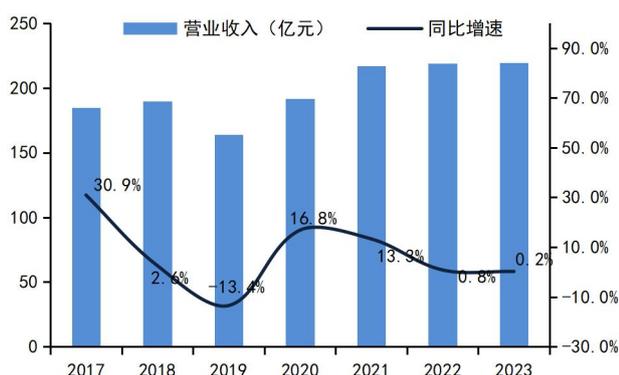
图4: 驰宏锌锗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



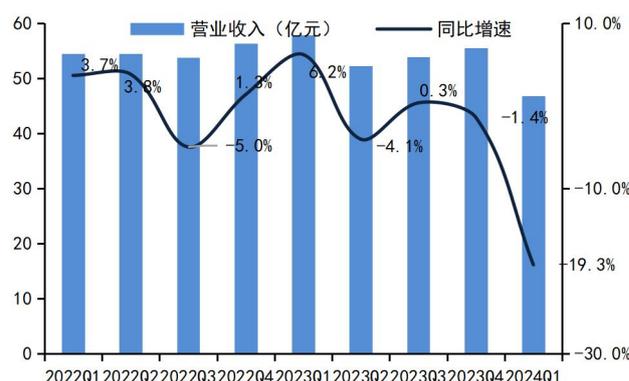
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 驰宏锌锗营业收入构成

图6: 驰宏锌锗毛利润构成

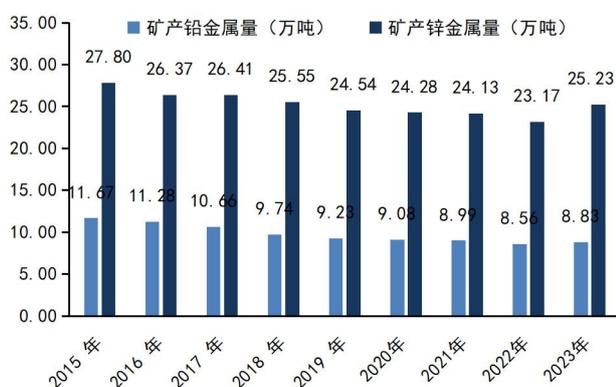


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 驰宏锌锗矿山金属产量（万吨）



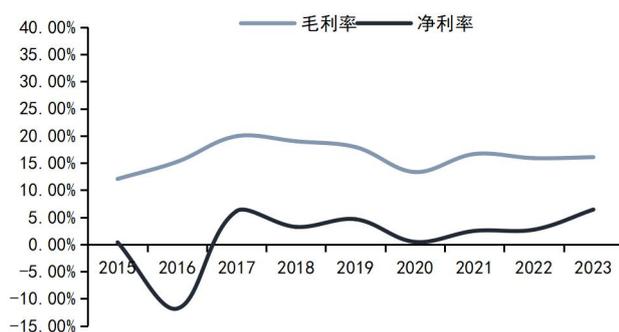
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 驰宏锌锗冶炼产量（万吨）



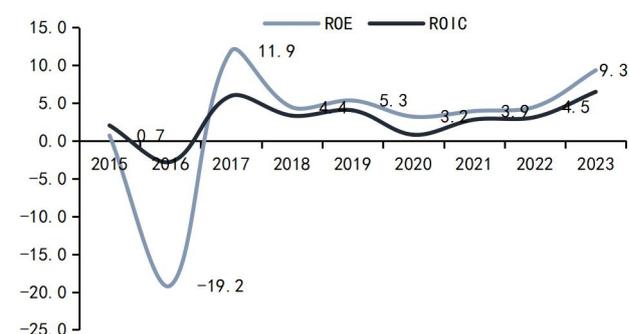
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 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10: 驰宏锌锗 ROE 和 ROIC（%）



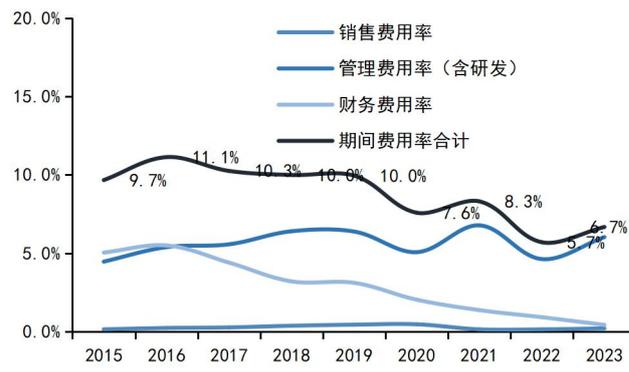
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 驰宏锌锗经营性净现金流强劲（亿元）

图12: 驰宏锌锗期间费用率



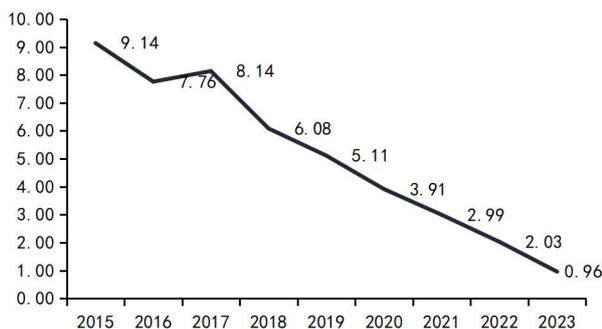
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

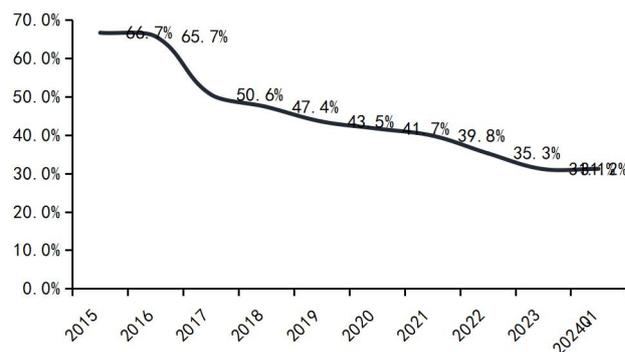
财务费用进一步下降。公司借助近几年行业高景气周期，降低资产负债率，利息费用显著下降，2023年公司财务费用仅0.96亿元，比2022年下降超过50%。截至2024Q1末，公司带息债务仅44亿元，其中短期借款6.3亿元，长期借款22.8亿元。

图13: 公司财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 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

表1: 公司主要品种储量

主要品种	资源量		储量	
	金属量(吨)	品位(%,克/吨)	金属量(吨)	品位(%,克/吨)
铅	1,857,031	3.67	522,943	3.99
锌	3,452,884	6.91	1,177,056	8.99
银	3,697	79.42	914	70.47
锗	382	30.54	142	26.46

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	19	26%-28%
云南昭通	彝良铅锌矿	12	22%-24%
内蒙古呼伦贝尔	荣达矿业	5	6%-7%
云南保山	永昌铅锌矿	3	7.5%-8.5%

西藏墨竹	鑫湖铅锌矿	2.5	8.3%-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 12 万吨/年, 铅 11 万吨/年	65%	2005. 12
云南	会泽冶炼厂	锌 16 万吨/年, 粗铅 9 万吨/年	100%	2014. 12
内蒙古	呼伦贝尔冶炼厂	锌 16 万吨/年, 铅 7 万吨/年	16%	2016. 11
云南	永昌冶炼厂	锌 3 万吨/年	61%	2004. 12
	总计	锌 47 万吨/年, 铅 27 万吨/年		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

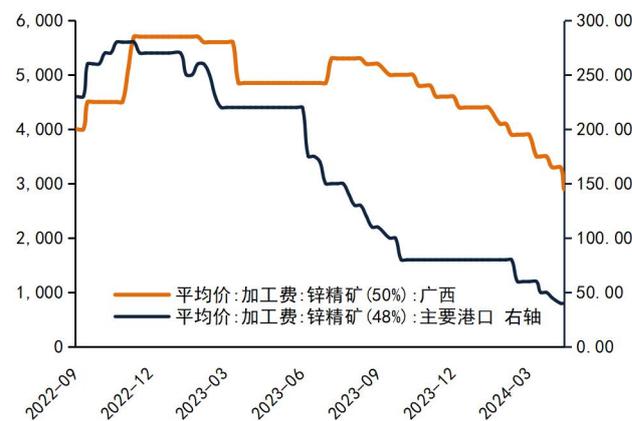
公司公告了 2024 年生产经营计划：力争实现矿山金属产量 33 万吨，铅锌精炼产品产量 70 万吨，充分释放产能效益；矿山 C3 成本稳定保持行业前 1/4 分位，冶炼 C3 成本努力向行业前 1/3 分位进位争先；净利润、ROE、经营性净现金流等全面提升。截至目前来看，公司矿山版块有望充分受益于 3 月份以来的铅锌价格大幅上涨，但铅精矿和锌精矿的加工费也在明显回落，尤其锌精矿加工费跌至 3000 元/吨附近，公司冶炼版块可能承压。

图15: 国内锌现货价（元/吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图16: 锌精矿加工费处于历史极低位置（元/吨、美元/吨）



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 2024/2025/2026 年锌锭现货年均价 23000 元/吨（前值 22000 元/吨），锌精矿加工费均为 4000 元/吨（前值 5000 元/吨），铅锭现货价格年均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 900 元/吨，银价 7000 元/千克，且假设公司不计提大额资产减值，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.03/25.1/25.88 亿元，同比增速 60.7/9.2/3.0%，摊薄 EPS 分别为 0.45/0.49/0.51 元，当前股价对应 PE 为 13.0/11.9/11.6X。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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1113	1464	3645	6022	8498	营业收入	21900	21954	22962	22970	22978
应收款项	23	170	178	178	178	营业成本	18421	18427	18492	18242	18159
存货净额	1464	1601	1605	1573	1561	营业税金及附加	289	375	392	392	392
其他流动资产	404	207	217	217	217	销售费用	33	46	49	49	49
流动资产合计	3004	3442	5644	7990	10454	管理费用	966	1011	1058	1058	1058
固定资产	11567	10924	10527	10049	9524	研发费用	49	61	64	64	64
无形资产及其他	11311	11470	11013	10555	10097	财务费用	203	96	100	100	100
投资性房地产	619	631	631	631	631	投资收益	115	(121)	0	0	0
长期股权投资	99	100	102	104	105	资产减值及公允价值变动	(1303)	(125)	0	0	0
资产总计	26600	26567	27916	29327	30811	其他收入	85	42	(64)	(64)	(64)
短期借款及交易性金融负债	2447	1966	1966	1966	1966	营业利润	887	1794	2808	3066	3157
应付款项	1434	1475	1479	1450	1439	营业外净收支	(211)	(75)	0	0	0
其他流动负债	666	757	774	760	755	利润总额	676	1719	2808	3066	3157
流动负债合计	4547	4198	4220	4176	4160	所得税费用	81	309	505	552	568
长期借款及应付债券	3533	2369	2369	2369	2369	少数股东损益	(75)	(23)	0	0	0
其他长期负债	1299	1704	2109	2514	2920	归属于母公司净利润	670	1433	2303	2514	2588
长期负债合计	4832	4073	4478	4883	5288	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9379	8271	8698	9059	9448	净利润	670	1433	2303	2514	2588
少数股东权益	2304	2497	2497	2497	2497	资产减值准备	1051	(1178)	18	(4)	(7)
股东权益	14917	15799	17181	18689	20242	折旧摊销	1395	1270	979	1082	1131
负债和股东权益总计	26600	26567	27916	29327	30811	公允价值变动损失	1303	125	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	203	96	100	100	100
每股收益	0.13	0.28	0.45	0.49	0.51	营运资本变动	1300	(738)	423	389	394
每股红利	0.16	0.14	0.18	0.20	0.20	其它	(1035)	1167	(18)	4	7
每股净资产	2.93	3.10	3.37	3.67	3.98	经营活动现金流	4683	2078	3704	3985	4113
ROIC	8%	8%	11%	12%	13%	资本开支	0	1002	(601)	(601)	(601)
ROE	4%	9%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	16%	16%	19%	21%	21%	投资活动现金流	9	1000	(603)	(603)	(603)
EBIT Margin	10%	9%	13%	14%	14%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	17%	18%	19%	负债净变化	(971)	(1164)	0	0	0
收入增长	1%	0%	5%	0%	0%	支付股利、利息	(810)	(714)	(921)	(1006)	(1035)
净利润增长率	15%	114%	61%	9%	3%	其它融资现金流	(1256)	1029	0	0	0
资产负债率	44%	41%	39%	38%	37%	融资活动现金流	(4817)	(2727)	(921)	(1006)	(1035)
息率	2.7%	2.4%	3.1%	3.3%	3.4%	现金净变动	(125)	351	2181	2377	2475
P/E	44.9	21.0	13.0	11.9	11.6	货币资金的期初余额	1238	1113	1464	3645	6022
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1113	1464	3645	6022	8498
EV/EBITDA	11.1	11.6	10.0	9.2	9.0	企业自由现金流	0	3202	3185	3466	3594
						权益自由现金流	0	3067	3054	3374	3544

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