

矿山产量下滑叠加冶炼拖累，期待资产注入

2024 年 08 月 30 日

► **事件：公司发布 2024 年中报。**2024 年上半年公司主营收入 98.27 亿元，同比-11.05%；归母净利润 9.03 亿元，同比-22.28%；扣非净利润 8.2 亿元，同比-26.63%；其中 2024 年第二季度，公司单季度主营收入 51.55 亿元，同比-1.36%，环比+10.33%；单季度归母净利润 4.15 亿元，同比-15.08%，环比-14.82%；单季度扣非净利润 3.6 亿元，同比-20.32%，环比-21.79%。

► **矿山端：价增量减，荣达矿业停产、会泽矿业检修致产量下滑，矿山端利润增长或有限。**公司 24H1 铅锌精矿金属产量 14.90 万吨，同比减少 1.45 万吨，其中，铅/锌产量同比减少 13.46%/7.3%。产量下滑主要受会泽矿业选矿厂提质增效项目建设致其选矿系统停产、荣达矿业因安全生产许可证办理问题部分生产系统停产影响所致。价格方面，24H1 国内铅价上行至 20,000 元/吨附近，创近 6 年新高，锌价先震荡下行后上涨，价格重心整体上移，国内锗锭及二氧化锗价格上涨，创历史新高。

► **加工费暴跌叠加冶炼产量上升，冶炼端亏损幅度或较大致利润承压。**24H1 铅锌精炼产品产量 35.39 万吨，同比+ 2.17%，其中锌合金产品产量 9.34 万吨，同比+ 64.73%；锗产品含锗产量 34.29 吨，同比+ 6.82%；银产品产量 74.99 吨，同比+13.90%；黄金产量 155.28 千克，同比+ 158.63%。根据 SMM，24H1 国内锌精矿加工费持续下滑至低位，精炼企业利润平均亏损 581.161 元/吨，Q2 平均亏损-877.164 元/吨。铅精矿加工费加速下滑至历史低位，铅冶炼利润平均为-221.143 元/吨，Q2 平均为-134.194 元/吨。

► **费用有所提升。**公司销售/管理/研发费用分别 0.21/4.46/0.44 亿元，同比变化+32.59%/+34.06%/+133.52%，：主要系营销队伍壮大、修理费、无形资产摊销及土地租赁费同比增加、研发投入费用化金额同比增加所致。

► **下半年矿山产量有望恢复，合金产能继续扩充。**会泽矿业整改进度达 93%，有望实现选矿铅锌回收率提升、高效标杆矿山建设项目选矿厂改造提前建成，投入试生产；西藏鑫湖一期项目建设完成，正筹备投产前工作。会泽冶炼年产 6 万吨锌合金项目完成建设，开始投料试车，公司锌合金产能提升至 22 万吨/年。

► **未来看点：**①铅锌行业龙头，资源禀赋优异。铅锌资源量超过 3200 万吨，矿山铅锌精矿完全成本稳定保持在行业前 1/4 分位；②资产注入进行时，青海鸿鑫 100%股权已注入公司、正式托管云铜锌业 81.12%股权、金鼎锌业 100%股权，期待未来注入，资源禀赋和金属产量有望进一步提升

► **投资建议：**公司铅锌资源丰富，业绩有望保持增长，我们预计 2024-2026 年分别实现归母净利润 18.65/25.80/27.28 亿元，EPS 分别为 0.37/0.51/0.54 元/股。以 2024 年 8 月 29 日收盘价计算，公司 2024-2026 的 PE 为 14/10/10 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,954	23,289	24,599	25,787
增长率 (%)	0.2	6.1	5.6	4.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,433	1,865	2,580	2,728
增长率 (%)	113.5	30.2	38.4	5.7
每股收益 (元)	0.28	0.37	0.51	0.54
PE	18	14	10	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.11 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

1.驰宏锌锗 (600497.SH) 2023 年三季度报点评：铅锌产量大幅增长助推业绩，期待资产整合-2023/10/29

2.驰宏锌锗 (600497.SH) 2022 年三季度报点评：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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,954	23,289	24,599	25,787
营业成本	18,427	19,524	19,908	20,875
营业税金及附加	375	349	369	387
销售费用	46	47	49	52
管理费用	1,011	1,048	1,107	1,160
研发费用	61	63	66	70
EBIT	2,041	2,326	3,172	3,319
财务费用	96	145	130	102
资产减值损失	-125	0	0	0
投资收益	-121	47	49	52
营业利润	1,794	2,252	3,115	3,294
营业外收支	-75	0	0	0
利润总额	1,719	2,252	3,115	3,294
所得税	309	405	561	593
净利润	1,410	1,846	2,555	2,701
归属于母公司净利润	1,433	1,865	2,580	2,728
EBITDA	3,348	3,672	4,585	4,784

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,464	3,864	6,506	9,064
应收账款及票据	156	129	137	143
预付款项	26	39	39	41
存货	1,601	1,629	1,661	1,742
其他流动资产	196	318	272	355
流动资产合计	3,442	5,979	8,615	11,346
长期股权投资	100	100	100	100
固定资产	8,893	8,655	8,171	7,484
无形资产	11,470	11,474	11,477	11,481
非流动资产合计	23,125	22,422	21,572	20,574
资产合计	26,567	28,401	30,187	31,920
短期借款	710	610	510	410
应付账款及票据	1,475	1,520	1,550	1,625
其他流动负债	2,013	2,765	2,794	2,834
流动负债合计	4,198	4,895	4,854	4,869
长期借款	2,369	2,469	2,669	2,969
其他长期负债	1,704	1,686	1,686	1,686
非流动负债合计	4,073	4,155	4,355	4,655
负债合计	8,271	9,050	9,209	9,525
股本	5,091	5,091	5,091	5,091
少数股东权益	2,497	2,478	2,453	2,426
股东权益合计	18,296	19,351	20,978	22,396
负债和股东权益合计	26,567	28,401	30,187	31,920

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.24	6.08	5.62	4.83
EBIT 增长率	-5.68	13.97	36.33	4.65
净利润增长率	113.53	30.15	38.36	5.74
盈利能力 (%)				
毛利率	16.06	16.17	19.07	19.05
净利润率	6.53	8.01	10.49	10.58
总资产收益率 ROA	5.39	6.57	8.55	8.55
净资产收益率 ROE	9.07	11.05	13.93	13.66
偿债能力				
流动比率	0.82	1.22	1.77	2.33
速动比率	0.39	0.82	1.37	1.89
现金比率	0.35	0.79	1.34	1.86
资产负债率 (%)	31.13	31.86	30.51	29.84
经营效率				
应收账款周转天数	1.33	2.20	1.95	1.95
存货周转天数	29.94	29.78	29.75	29.34
总资产周转率	0.83	0.85	0.84	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.37	0.51	0.54
每股净资产	3.10	3.31	3.64	3.92
每股经营现金流	0.67	0.62	0.81	0.83
每股股利	0.14	0.18	0.25	0.27
估值分析				
PE	18	14	10	10
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.73	7.96	6.38	6.11
股息收益率 (%)	2.74	3.57	4.93	5.22

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,410	1,846	2,555	2,701
折旧和摊销	1,307	1,346	1,414	1,465
营运资金变动	402	-27	66	-57
经营活动现金流	3,410	3,171	4,137	4,212
资本开支	-719	-529	-529	-431
投资	17	0	0	0
投资活动现金流	-704	-476	-480	-379
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,632	635	100	200
筹资活动现金流	-2,358	-296	-1,015	-1,274
现金净流量	348	2,399	2,642	2,558

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。	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