

# 驰宏锌锗 (600497.SH)

优于大市

加工费下滑影响冶炼利润，加强综合回收增产增效

## 核心观点

公司2024H1归母净利润同比下降16%。2024H1实现营收98.3亿元(-10.8%)，归母净利润9.0亿元(-15.6%)，扣非归母净利润8.2亿元(-20.1%)，经营活动产生的现金流量净额16.0亿元(-16.6%)。

**矿山板块**，2024H1矿产铅锌产量14.9万吨，同比下降8.9%，同时增储14万吨，做到每年矿石增储量大于消耗量，铅锌精矿成本保持在行业前25%分位。2024年1月收购青海鸿鑫，成为全资子公司，2024H1青海鸿鑫净利润3750万元。矿产铅锌产量下降主因：①主力矿山会泽矿智能化改造影响生产；②内蒙古荣达矿配合主管部门停产整改。

**上半年主要增利因素**：①铅价17000元/吨比去年同期高1800元/吨，粗略测算同比增利8000万元；②并表青海鸿鑫增利3700万；③驰宏综合利用冶炼厂增利6000万；④进项税加计抵减增利6800万元。**上半年主要减利因素**：①子公司荣达矿上半年亏损7300万元，去年同期盈利1000万元；②矿紧缺导致冶炼加工费暴跌，2024H1铅加工费同比下降500元/吨，锌加工费同比下降1800元/吨，粗略测算矿山环节同比增利1.8亿元，冶炼环节同比减利4.4亿元，互相抵扣后同比减利2.6亿元。

**铅锌冶炼利润将继续承压，锗价暴涨有望成为盈利增长点**：上半年铅锌精矿加工费暴跌是造成公司业绩同比下滑的主要原因。截至8月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费2000元/吨，锌价24000元/吨，考虑二八分成后的综合加工费3800元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂的冶炼成本。年中以来锗价暴涨，公司锗产能占全球1/4，有望受益。

**风险提示**：铅锌价格下跌风险，精矿加工费下跌风险。

**投资建议**：维持“优于大市”评级

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，锌精矿加工费均为3000元/吨（前值4000元/吨），铅锭现货价格年均价17000元/吨，铅精矿加工费为700元/吨（前值900元/吨），预计公司2024-2026年归母净利润分别为21.66/25.02/26.29亿元（前值23.03/25.1/25.88亿元），同比增速51.2/15.5/4.7%，摊薄EPS分别为0.43/0.49/0.51元，当前股价对应PE为12.0/10.4/9.9X。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“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,900	21,954	22,962	22,970	22,978
(+/-%)	0.8%	0.2%	4.6%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	670	1433	2166	2502	2619
(+/-%)	14.6%	114.0%	51.2%	15.5%	4.7%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.43	0.49	0.51
EBIT Margin	9.8%	9.3%	11.8%	13.3%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	9.1%	12.7%	13.5%	13.0%
市盈率 (PE)	38.9	18.2	12.0	10.4	9.9
EV/EBITDA	10.0	10.4	8.4	7.6	7.5
市净率 (PB)	1.74	1.65	1.52	1.40	1.29

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.11元
总市值/流通市值	26017/26017百万元
52周最高价/最低价	6.35/4.26元
近3个月日均成交额	438.25百万元

### 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)-受益于铅锌价格上涨，矿山板块利润有望提升》——2024-05-13
- 《驰宏锌锗(600497.SH)-锌价下跌拖累二季度业绩，现金流强劲》——2023-08-29
- 《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

公司 2024H1 归母净利润同比下降 16%。2024H1 实现营收 98.3 亿元（-10.8%），归母净利润 9.0 亿元（-15.6%），扣非归母净利润 8.2 亿元（-20.1%），经营活动产生的现金流量净额 16.0 亿元（-16.6%）。

**矿山板块**，2024H1 矿产铅锌产量 14.9 万吨，同比下降 8.9%，同时增储 14 万吨，做到每年矿石增储量大于消耗量，铅锌精矿成本保持在行业前 25%分位。2024 年 1 月收购青海鸿鑫，成为全资子公司，2024H1 青海鸿鑫净利润 3750 万元。矿产铅锌产量下降主因：①主力矿山会泽铅锌矿智能化改造影响生产；②内蒙古荣达矿配合主管部门停产整改。

**冶炼板块**，2024H1 冶炼铅锌产量 35.4 万吨，同比增加 2.2%；锗产量 34.3 吨，同比增长 6.8%。上半年铅锌精矿加工费暴跌，冶炼利润承压。公司加大冶炼综合回收利用，报告期内实现银产品产量 74.99 吨，同比增长 13.9%；黄金产量 155.28 千克，同比增长 158.6%。

**上半年主要增利因素**：①铅价 17000 元/吨比去年同期高 1800 元/吨，粗略测算同比增利 8000 万元；②并表青海鸿鑫增利 3700 万；③驰宏综合利用冶炼厂增利 6000 万；④进项税加计抵减增利 6800 万元。

**上半年主要减利因素**：①子公司荣达矿上半年亏损 7300 万元，去年同期盈利 1000 万元；②矿紧缺导致冶炼加工费暴跌，2024H1 铅加工费同比下降 500 元/吨，锌加工费同比下降 1800 元/吨，粗略测算矿山环节同比增利 1.8 亿元，冶炼环节同比减利 4.4 亿元，互相抵扣后同比减利 2.6 亿元。

**铅锌冶炼利润将继续承压，锗价暴涨有望成为盈利增长点**：上半年铅锌精矿加工费暴跌是造成公司业绩同比下滑的主要原因。截至 8 月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费 2000 元/吨，锌价 24000 元/吨，考虑二八分成后的综合加工费 3800 元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂的冶炼成本。

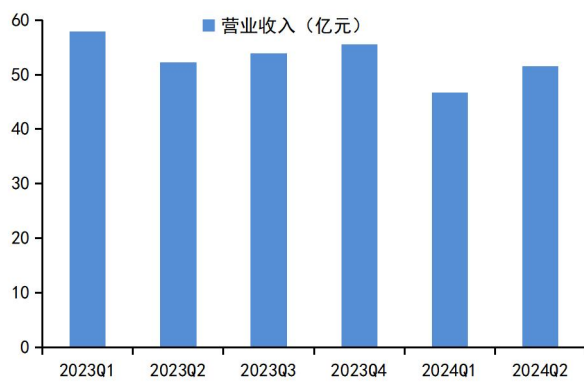
今年 6 月份以来锗价暴涨，截至 8 月底锗锭价格涨至 17250 元/千克。驰宏锗锗是全球最大锗生产商，会泽矿、彝良矿伴生锗，年产能 60 吨，占全球 1/4，占国内 1/3，如果锗价能维持在高位，公司将明显受益。

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、%）



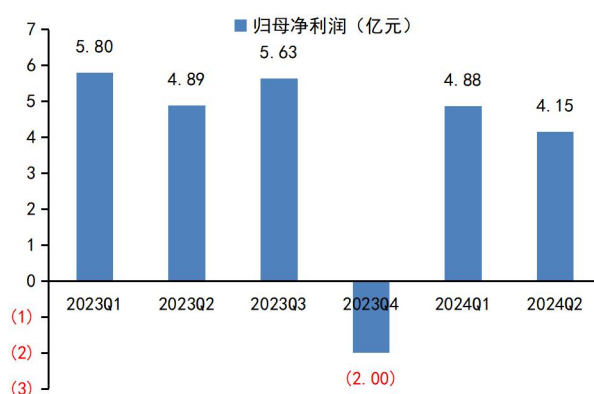
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：驰宏锌锗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



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、%）



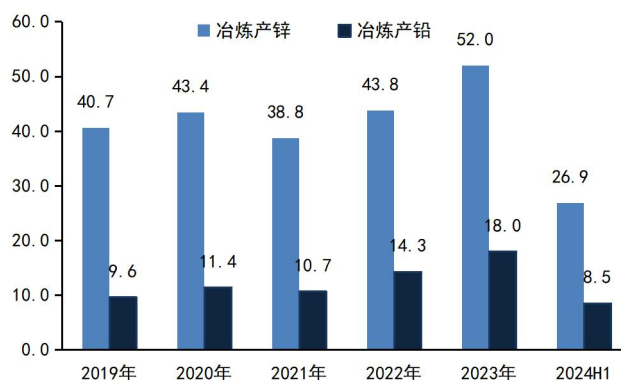
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：驰宏锌锗矿山金属产量（万吨）



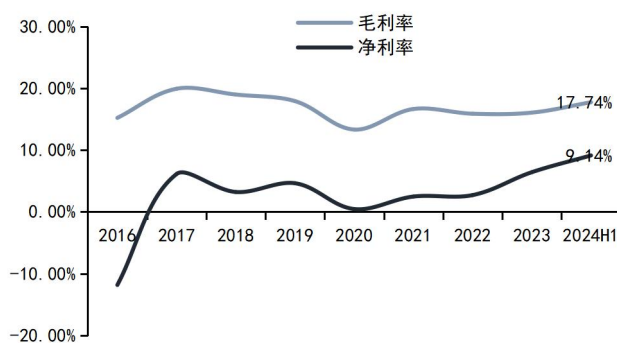
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：驰宏锌锗冶炼产量（万吨）



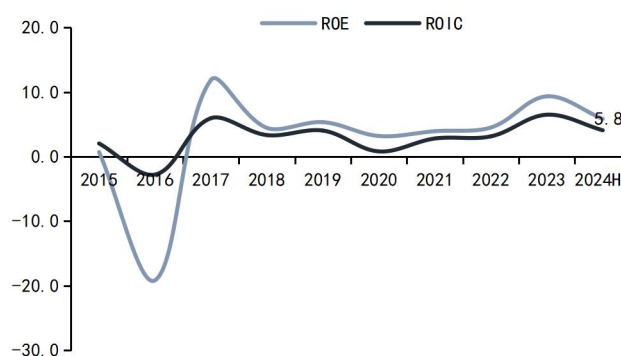
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：驰宏锌锗毛利率与净利率（%）



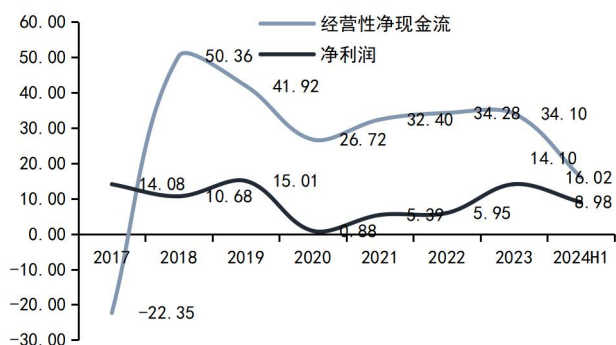
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：驰宏锌锗ROE和ROIC（%）



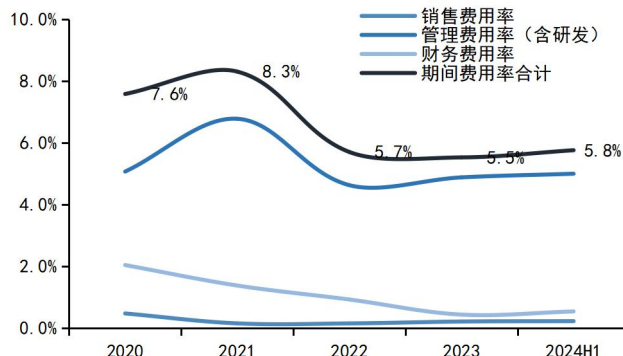
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 驰宏锌锗经营性净现金流强劲 (亿元)



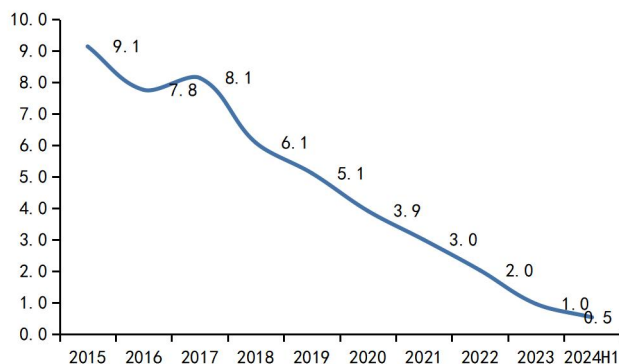
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 驰宏锌锗期间费用率



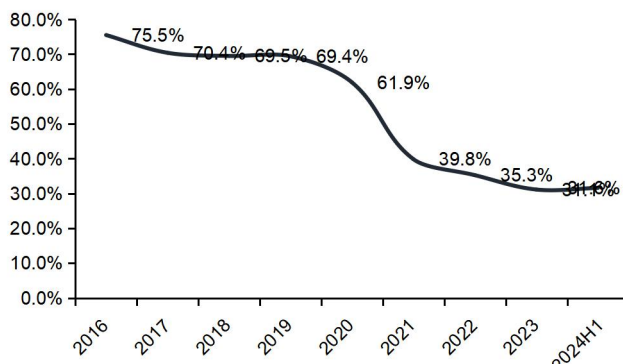
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 公司财务费用 (亿元)



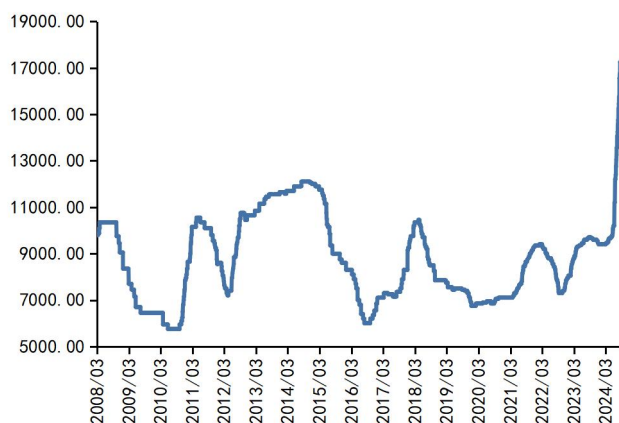
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 公司资产负债率



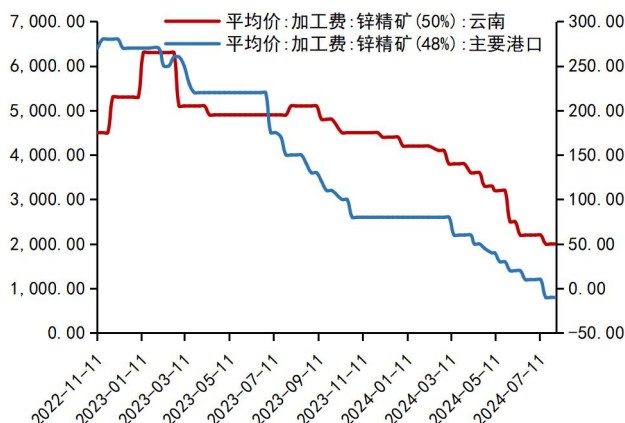
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 锗价暴涨 (元/千克)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图14: 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

**盈利预测的敏感性分析:** 公司年产锌 25 万吨左右, 铅 9 万吨左右, 今年以来铅锌价格大幅波动, 根据我们的盈利测算模型, 公司 2024 年归母净利润对铅、锌价格

的敏感性分析如下：

表1：公司 2024 年归母净利润对铅锌价格的敏感性分析（百万元）

		锌价（元/吨）				
		21000	22000	23000	24000	25000
铅价 （元/吨）	15000	1,507	1,701	1,894	2,087	2,281
	16000	1,629	1,822	2,015	2,208	2,402
	17000	1,750	1,943	2,136	2,330	2,523
	18000	1,871	2,064	2,257	2,451	2,644
	19000	1,992	2,185	2,379	2,572	2,765

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

**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，锌精矿加工费均为 3000 元/吨（前值 4000 元/吨），铅锭现货价格年均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 700 元/吨（前值 900 元/吨），预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.66/25.02/26.29 亿元（前值 23.03/25.1/25.88 亿元），同比增速 51.2/15.5/4.7%，摊薄 EPS 分别为 0.43/0.49/0.51 元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/9.9X。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“优于大市”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	4818	6346	9301	营业收入	21900	21954	22962	22970	22978
应收款项	23	170	0	315	315	营业成本	18421	18427	18695	18344	18256
存货净额	1464	1601	992	1935	1920	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
<b>流动资产合计</b>	<b>3004</b>	<b>3442</b>	<b>6027</b>	<b>8812</b>	<b>11752</b>	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	64	13	(34)
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
<b>资产总计</b>	<b>26600</b>	<b>26567</b>	<b>28299</b>	<b>30150</b>	<b>32109</b>	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	2641	3051	3194
应付款项	1434	1475	1496	1458	1447	营业外净收支	(211)	(75)	0	0	0
其他流动负债	666	757	764	745	740	<b>利润总额</b>	<b>676</b>	<b>1719</b>	<b>2641</b>	<b>3051</b>	<b>3194</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4547</b>	<b>4198</b>	<b>4226</b>	<b>4170</b>	<b>4153</b>	所得税费用	81	309	475	549	575
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>670</b>	<b>1433</b>	<b>2166</b>	<b>2502</b>	<b>2619</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4832</b>	<b>4073</b>	<b>4478</b>	<b>4883</b>	<b>5288</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9379</b>	<b>8271</b>	<b>8704</b>	<b>9053</b>	<b>9441</b>	净利润	670	1433	2166	2502	2619
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	17099	18600	20171	折旧摊销	1395	1270	1437	1541	1590
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26600</b>	<b>26567</b>	<b>28299</b>	<b>30150</b>	<b>32109</b>	公允价值变动损失	1303	125	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	203	96	64	13	(34)
每股收益	0.13	0.28	0.43	0.49	0.51	营运资本变动	1300	(738)	1220	(912)	396
每股红利	0.16	0.14	0.17	0.20	0.21	其它	(1035)	1167	(18)	4	7
每股净资产	2.93	3.10	3.36	3.65	3.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>4683</b>	<b>2078</b>	<b>4823</b>	<b>3131</b>	<b>4605</b>
ROIC	8%	8%	12%	14%	15%	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%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>9</b>	<b>1000</b>	<b>(603)</b>	<b>(603)</b>	<b>(603)</b>
EBIT Margin	10%	9%	12%	13%	14%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	18%	20%	21%	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)	(866)	(1001)	(1048)
净利润增长率	15%	114%	51%	16%	5%	其它融资现金流	(1256)	1029	0	0	0
资产负债率	44%	41%	40%	38%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4817)</b>	<b>(2727)</b>	<b>(866)</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1048)</b>
息率	3.1%	2.7%	3.3%	3.8%	4.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(125)</b>	<b>351</b>	<b>3354</b>	<b>1528</b>	<b>2955</b>
P/E	38.9	18.2	12.0	10.4	9.9	货币资金的期初余额	1238	1113	1464	4818	6346
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	1113	1464	4818	6346	9301
EV/EBITDA	10.0	10.4	8.4	7.6	7.5	企业自由现金流	0	3202	4274	2541	3976
						权益自由现金流	0	3067	4222	2530	4004

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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