



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：5.04

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

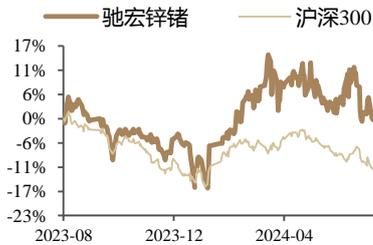
谷瑜

资格编号：S0120524080002

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.67	-4.31	-12.74
相对涨幅(%)	0.67	1.01	-3.45

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《驰宏锌锗(600497.SH)：同业竞争问题进展顺利，减值因素消除后净利获大幅增长》，2024.3.30
- 《驰宏锌锗(600497.SH)：拟并入集团资产，推进同业竞争问题解决》，2023.12.20
- 《驰宏锌锗(600497.SH)：量价齐升，业绩亮眼》，2023.10.27

驰宏锌锗(600497.SH)：铅锌加工费下行致24H1归母承压，资产注入持续贡献量增

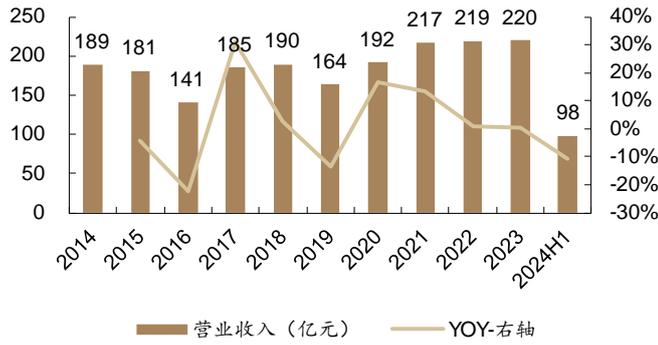
投资要点

- 事件：公司发布2024半年报。**2024H1实现营收98.3亿元，调整后同比-11.05%；实现毛利17.4亿元，同比-2.0%；实现归母净利9.0亿元，同比-22.28%；实现扣非归母净利8.2亿元，同比-26.63%。归母净利同比下滑主要系：①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产量，矿山铅锌精矿金属产量同比下滑；②由于铅锌原料紧缺，铅精矿加工费加速下滑至历史低位，我们预计冶炼部分利润承压。公司2024Q2单季度实现营收51.6亿元，同比-1.4%，环比+10.3%；实现归母净利4.2亿元，同比-15.1%，环比-14.8%。
- 矿山铅锌金属产量同比下滑，其余主要产品同比均增长。**公司坐拥铅锌矿山7座，矿产铅锌金属产能42万吨/年；拥有冶炼厂4个，铅锌精炼产能63万吨/年，锗产品含锗产能60吨/年。产量方面，2024H1公司生产矿山铅锌金属量14.90万吨，同比-8.9%；产铅锌精炼产品35.39万吨，同比+2.1%；锌合金产量9.34万吨，同比+64.7%，公司推进锌合金产业布局，会泽冶炼6万吨/年锌合金二期项目投料试车，公司锌合金产能提升至22万吨/年；产锗产品含锗34.29吨，同比+6.8%。价格方面，2024H1铅锭(中国:市场价:铅锭:1#)均价为16897元/吨，同比+11.4%；锌锭(中国:市场价:锌锭:0#)均价为22220元/吨，同比+0.6%；锗锭(上海华通:平均价:锗锭 50Ω/cm)均价为9753元/千克，同比+8.7%。冶炼端，铅锌精矿加工费大幅下跌。
- 同业竞争问题解决进展推进。**2018年12月，云南省政府国资委完成向中铝集团子公司中国铜业无偿划转云南冶金51%股权，无偿划转完成后，中国铜业通过云南冶金间接持有公司股份，成为公司的间接控股股东；公司与中铝集团、中国铜业控制的云铜锌业、青海鸿鑫以及通过解决诉讼纠纷获得控制权的金鼎锌业存在同业竞争。①青海鸿鑫100%股权已注入公司。公司以现金109236.19万元收购云铜集团和云铜锌业分别持有的青海鸿鑫65%、35%股权，2024年1月12日，青海鸿鑫完成工商变更，成为公司全资子公司，纳入公司合并报表范围。②承诺部分延期五年，公司正式托管云铜锌业81.12%股权、金鼎锌业100%股权。鉴于金鼎锌业、云铜锌业尚不满足注入上市公司的条件，公司将原承诺中云铜锌业、金鼎锌业股权注入上市公司的承诺履行期限延期5年至2029年1月8日，并同意公司分别与中国铜业、云南冶金和云铜集团签署《股权托管协议》，受托管理其分别持有的金鼎锌业78.4%股权、1.2%股权和20.4%股权，合计金鼎锌业100%股权；与云铜集团签署《股权托管协议》，受托管理其持有的云铜锌业81.12%股权，托管期限均为5年，托管费用均为100万元/年。
- 盈利预测。**结合铅锌锗价格变化以及产销量假设，我们预计公司2024-2026年营收分别为227/234/236亿元，归母净利分别为17.3/22.6/23.3亿元，同比增速分别为20.8%、30.4%、3.2%，对应EPS为0.34/0.44/0.46元，截至2024年8月30日收盘价对应PE分别为14.83x/11.37x/11.01x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司产量不及预期；下游需求不及预期；铅锌价格大幅下降

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	5,091.29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	5,091.29	营业收入(百万元)	21,900	21,954	22,717	23,371	23,591
52 周内股价区间(元):	4.33-5.95	(+/-)YOY(%)	0.8%	0.2%	3.5%	2.9%	0.9%
总市值(百万元):	25,660.11	净利润(百万元)	671	1,433	1,731	2,257	2,330
总资产(百万元):	26,886.80	(+/-)YOY(%)	14.8%	113.5%	20.8%	30.4%	3.2%
每股净资产(元):	3.12	全面摊薄 EPS(元)	0.13	0.28	0.34	0.44	0.46
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.9%	16.1%	18.0%	18.3%	18.6%
		净资产收益率(%)	4.5%	9.1%	10.2%	12.1%	11.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



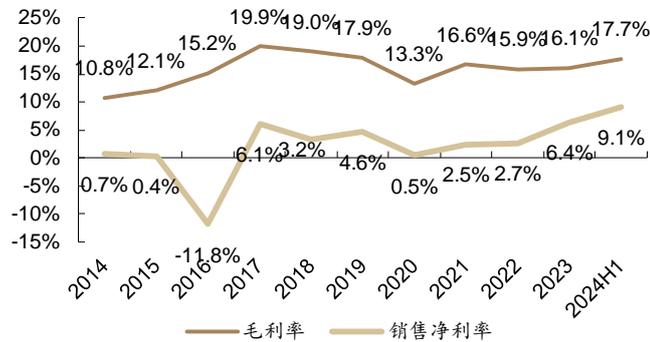
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



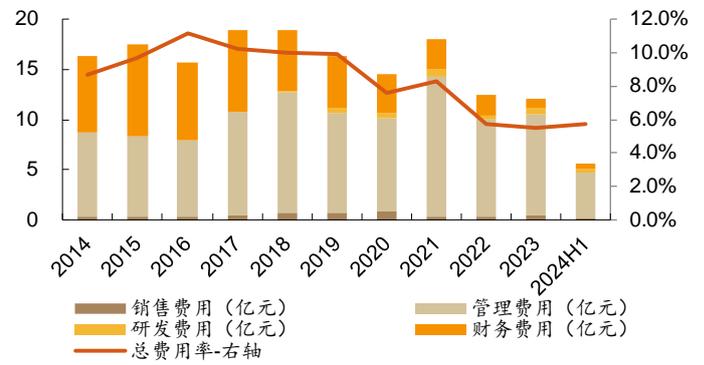
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



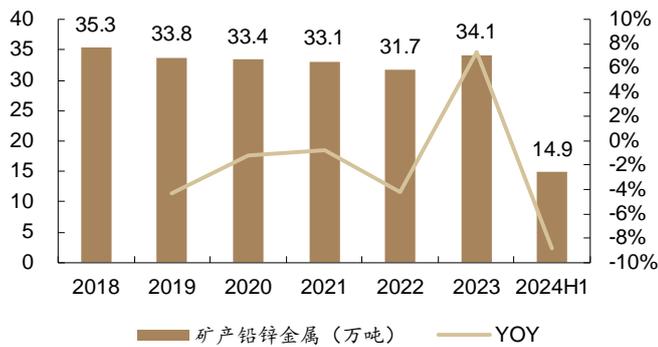
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司期间费用及总费率



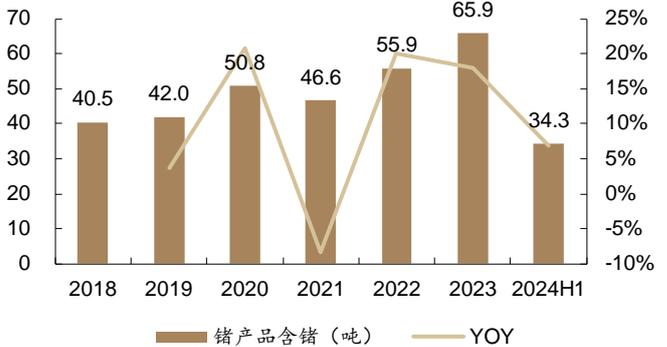
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 2018 年之前研发费用计入管理费用

图 5: 矿产铅锌金属产量及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 锗产品含锗产量及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.34	0.44	0.46
每股净资产	3.10	3.34	3.65	3.97
每股经营现金流	0.67	0.68	0.77	0.77
每股股利	0.14	0.10	0.13	0.14
价值评估(倍)				
P/E	17.97	14.83	11.37	11.01
P/B	1.63	1.51	1.38	1.27
P/S	1.17	1.13	1.10	1.09
EV/EBITDA	8.54	6.98	5.75	5.01
股息率%	2.8%	2.0%	2.6%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.1%	18.0%	18.3%	18.6%
净利润率	6.4%	7.1%	9.3%	9.3%
净资产收益率	9.1%	10.2%	12.1%	11.5%
资产回报率	5.4%	6.8%	8.2%	8.0%
投资回报率	7.4%	9.9%	10.1%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.2%	3.5%	2.9%	0.9%
EBIT 增长率	-5.7%	31.9%	10.1%	3.6%
净利润增长率	113.5%	20.8%	30.4%	3.2%
偿债能力指标				
资产负债率	31.1%	24.3%	24.2%	23.1%
流动比率	0.8	1.0	1.6	2.2
速动比率	0.4	0.5	1.2	1.8
现金比率	0.3	0.5	1.1	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.3	2.0	1.7	1.8
存货周转天数	29.9	15.0	30.0	28.0
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8
固定资产周转率	2.5	2.7	2.9	3.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,433	1,731	2,257	2,330
少数股东损益	-23	-114	-94	-126
非现金支出	1,416	1,595	1,489	1,580
非经营收益	182	288	107	92
营运资金变动	402	-35	165	32
经营活动现金流	3,410	3,465	3,924	3,908
资产	-719	-673	-506	-493
投资	17	3	1	2
其他	-3	17	0	0
投资活动现金流	-704	-653	-505	-491
债权募资	-1,632	-1,952	200	300
股权募资	0	0	0	0
其他	-726	-651	-773	-805
融资活动现金流	-2,358	-2,603	-573	-505
现金净流量	348	209	2,847	2,912

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,954	22,717	23,371	23,591
营业成本	18,427	18,639	19,090	19,196
毛利率%	16.1%	18.0%	18.3%	18.6%
营业税金及附加	375	344	351	355
营业税金率%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	46	41	42	43
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	1,011	1,024	935	944
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.0%	4.0%
研发费用	61	57	62	61
研发费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	2,041	2,692	2,965	3,071
财务费用	96	127	79	60
财务费用率%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-125	-438	-236	-337
投资收益	-121	-3	0	0
营业利润	1,794	2,171	2,688	2,718
营业外收支	-75	-200	-50	-30
利润总额	1,719	1,971	2,638	2,688
EBITDA	3,348	3,850	4,218	4,314
所得税	309	355	475	484
有效所得税率%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	-23	-114	-94	-126
归属母公司所有者净利润	1,433	1,731	2,257	2,330

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,464	1,673	4,520	7,432
应收账款及应收票据	156	97	119	121
存货	1,601	1,553	1,628	1,358
其它流动资产	222	259	241	254
流动资产合计	3,442	3,583	6,509	9,165
长期股权投资	100	97	96	94
固定资产	8,893	8,337	8,046	7,523
在建工程	2,031	1,726	1,467	1,247
无形资产	11,470	11,261	10,820	10,495
非流动资产合计	23,125	22,027	21,031	19,956
资产总计	26,567	25,609	27,540	29,121
短期借款	710	210	410	710
应付票据及应付账款	1,475	1,404	1,606	1,390
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,013	2,025	2,067	2,060
流动负债合计	4,198	3,640	4,084	4,161
长期借款	2,369	1,369	1,369	1,369
其它长期负债	1,704	1,208	1,208	1,208
非流动负债合计	4,073	2,576	2,576	2,576
负债总计	8,271	6,216	6,661	6,737
实收资本	5,091	5,091	5,091	5,091
普通股股东权益	15,799	17,011	18,591	20,221
少数股东权益	2,497	2,382	2,288	2,163
负债和所有者权益合计	26,567	25,609	27,540	29,121

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。