

矿山产量恢复叠加冶炼减量，Q3 业绩改善明显

2024 年 10 月 25 日

► **事件：公司发布 2024 年三季度报告。**2024 年 Q1-3 公司营收 146.52 亿元，同比-10.68%，归母净利 14.74 亿元，同比-9.74%；扣非归母净利 13.65 亿元，同比-13.23%。其中，2024Q3 公司营收 48.25 亿元，同比-10.48%，环比-6.40%；季度归母净利 5.71 亿元，同比+1.34%，环比+37.51%；季度扣非归母净利 5.45 亿元，同比-0.23%，环比 51.56%。

► **矿山端：受会矿改造及荣达停产，产量同比下降，但 Q3 环比提升幅度大。**上半年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导致产量受影响，2024 年 Q1-3 公司铅、锌金属产量分别为 5.86 万吨、17.17 万吨，同比分别下滑 12.3%和 10.2%；2024Q3 公司铅、锌金属产量分别为 2.26 万吨、5.87 万吨，同比分别下滑 10.3%和 15.2%，环比分别增长 41.3%和 27.6%，金属产量 Q3 环比有大幅度的提升。

► **冶炼端：Q3 冶炼端有所减量，冶炼压力减小。**2024Q3，公司铅产品、锌产品产量分别为 4.35 万吨、11.26 万吨，同比分别变化-12%、-8%；环比分别变化 4%、-15%。其中，锌产品方面，锌锭产量环比减少 26%，锌合金产量增长 3%，产品结构同样有所优化。其他产品方面，Q3 锗产品产量 16.89 吨，环比减少 10%，同比增长 38%。

► **环比来看，公司归母净利改善较大，增长 1.56 亿元主要原因是毛利增长 3.08 亿元，而减利项则主要是费用和税金。**①毛利增长的原因主要是矿山精矿产品产量提升，而冶炼端有所减量所致，Q3 铅锌价格环比基本持平，加工费亦无改善；②费用税金方面则主要是管理费用增加较多。

► **同比来看，公司归母净利增长 0.08 亿元，基本持平的主要原因是毛利增长与费用增加基本抵消。**①毛利增长的原因主要是铅锌价格同比上涨对冲了产量下滑，且冶炼端的减量较大；②费用税金方面则主要是管理费用增加较多。

► **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保持行业领先；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 18.58/22.71/23.54 亿元，EPS 分别为 0.36/0.45/0.46 元/股。以 2024 年 10 月 24 日收盘价计算，公司 2024-2026 的 PE 为 16/13/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**资产注入不及预期，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	22,634	23,512	24,692
增长率 (%)	0.2	3.1	3.9	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,433	1,858	2,271	2,354
增长率 (%)	113.5	29.7	22.2	3.7
每股收益 (元)	0.28	0.36	0.45	0.46
PE	20	16	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.68 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) 2024 年半年报点评：矿山产量下滑叠加冶炼拖累，期待资产注入-2024/08/30
- 2.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
- 3.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	22,634	23,512	24,692
营业成本	18,427	18,879	19,239	20,272
营业税金及附加	375	339	352	370
销售费用	46	45	47	49
管理费用	1,011	1,019	1,058	1,111
研发费用	61	61	63	67
EBIT	2,041	2,357	2,821	2,895
财务费用	96	181	150	127
资产减值损失	-125	0	0	0
投资收益	-121	45	47	49
营业利润	1,794	2,243	2,742	2,842
营业外收支	-75	0	0	0
利润总额	1,719	2,243	2,742	2,842
所得税	309	404	493	512
净利润	1,410	1,839	2,248	2,330
归属于母公司净利润	1,433	1,858	2,271	2,354
EBITDA	3,348	3,707	4,249	4,385

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,464	4,059	6,310	8,577
应收账款及票据	156	126	131	137
预付款项	26	37	38	40
存货	1,601	1,575	1,605	1,692
其他流动资产	196	317	269	352
流动资产合计	3,442	6,114	8,353	10,799
长期股权投资	100	100	100	100
固定资产	8,893	8,750	8,351	7,739
无形资产	11,470	11,474	11,477	11,481
非流动资产合计	23,125	22,730	21,965	21,042
资产合计	26,567	28,844	30,318	31,840
短期借款	710	610	510	410
应付账款及票据	1,475	1,469	1,498	1,578
其他流动负债	2,013	3,212	3,234	3,275
流动负债合计	4,198	5,291	5,241	5,263
长期借款	2,369	2,469	2,669	2,969
其他长期负债	1,704	1,678	1,678	1,678
非流动负债合计	4,073	4,147	4,347	4,647
负债合计	8,271	9,438	9,589	9,910
股本	5,091	5,091	5,091	5,091
少数股东权益	2,497	2,478	2,456	2,432
股东权益合计	18,296	19,406	20,729	21,930
负债和股东权益合计	26,567	28,844	30,318	31,840

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	3.10	3.88	5.02
EBIT 增长率	-5.68	15.45	19.69	2.62
净利润增长率	113.53	29.67	22.22	3.66
盈利能力 (%)				
毛利率	16.06	16.59	18.17	17.90
净利润率	6.53	8.21	9.66	9.53
总资产收益率 ROA	5.39	6.44	7.49	7.39
净资产收益率 ROE	9.07	10.98	12.43	12.07
偿债能力				
流动比率	0.82	1.16	1.59	2.05
速动比率	0.39	0.79	1.23	1.66
现金比率	0.35	0.77	1.20	1.63
资产负债率 (%)	31.13	32.72	31.63	31.12
经营效率				
应收账款周转天数	1.33	2.24	1.96	1.95
存货周转天数	29.94	30.28	29.76	29.28
总资产周转率	0.83	0.82	0.79	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.36	0.45	0.46
每股净资产	3.10	3.32	3.59	3.83
每股经营现金流	0.67	0.62	0.76	0.76
每股股利	0.14	0.18	0.22	0.23
估值分析				
PE	20	16	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.39	8.48	7.40	7.17
股息收益率 (%)	2.46	3.20	3.91	4.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,410	1,839	2,248	2,330
折旧和摊销	1,307	1,351	1,429	1,490
营运资金变动	402	-41	62	-56
经营活动现金流	3,410	3,157	3,867	3,893
资本开支	-719	-830	-630	-532
投资	17	0	0	0
投资活动现金流	-704	-780	-583	-483
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,632	1,088	100	200
筹资活动现金流	-2,358	218	-1,033	-1,142
现金净流量	348	2,595	2,250	2,268

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