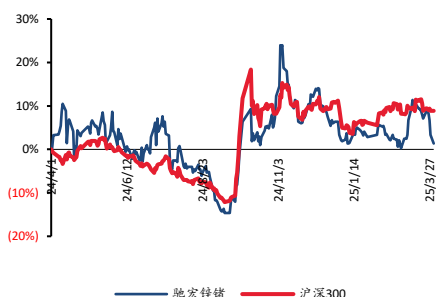


项目改造影响产量，维持高股息分配率

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 50.91/50.91
总市值/流通(亿元) 277.98/277.98
12 个月内最高/最低价 6.92/4.5 (元)

相关研究报告

<<【太平洋有色】驰宏锌锗深度报告：锌光熠熠驰宏志，铅程似锦锗业兴>>—2024-12-19

<<铅锌短缺或延续，龙头将持续受益>>—2018-01-16

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

事件：2025 年 3 月 28 日，公司发布 2024 年年报，报告期内公司实现收入 188.0 亿元，同比-14.8%；归母净利润 12.9 亿元，同比-14.2%；扣非净利润 14.0 亿元，同比-9.6%。其中第四季度实现收入 41.5 亿元，同比-25.5%，环比-14.0%；归母净利润-1.8 亿元，扣非净利润 0.3 亿元。

受项目改造等影响，铅锌产量有所下滑。2024 年公司铅精矿/锌精矿产量分别为 7.5/21.5 万金属吨，同比分别为-15.1%/-14.9%；铅产品/锌产品产量分别为 16.6/48.5 万吨，同比分别为-7.4%/-6.4%；锗产品产量 65.1 吨，同比-1.2%。公司铅锌精矿产量下滑主要因为：（1）会泽矿业实施选矿厂提质增效项目及深部安全系统优化工程项目，影响了 2024 年产量；（2）荣达矿业因安全生产许可证办理问题，2024 年 1-8 月部分生产系统停产改造至 9 月份才恢复生产。

盈利能力同比提升，期间费用率有所增加。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率合计为 7.66%，同比+2.13pct；其中第四季度销售/管理/研发/财务费用率合计为 12.64%，同比+2.91pct。2024 年公司毛利率/净利率为 17.71%/6.87%，同比分别为+1.64/+0.35pct，同比有所增加。根据上海有色网等数据统计，2024 年铅/锌全年均价分别为 1.72/2.34 万元/吨，同比分别为+10.1%/+8.2%；国产铅/锌精矿加工费全年均价分别为 675/2642 元/金属吨，同比-35.7%/-46.4%；2024 年国内铅锌矿供应偏紧，铅锌精矿加工费持续下滑，冶炼企业开工积极性受挫。2024 年锗锭/二氧化锗全年均价分别为 1.34/0.93 万元/千克，同比分别为+45.0%/+51.1%，地缘动荡加剧推动锗价格显著走强。

资产负债率继续降低，维持高股息分配率。至 2024 年年末，公司长短期借款分别为 12.1/6.1 亿元，同比分别为-11.6/-1.0 亿元；资产负债率为 28.8%，同比-2.4pct，持续下降；公司拟派发现金红利 6.6 亿元，占 2024 年归母净利润的 51.2%，维持高股息分配率。

投资建议：我们下调公司 2025、2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.5/20.0/22.6 亿元（2025、2026 年前值分别为 21.2/23.6 亿元），我们看好公司铅锌锗业务长期发展趋势，维持“买入”评级。

风险提示：价格大幅波动风险，供应端超预期释放，下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,803	20,839	22,163	23,388
营业收入增长率(%)	-14.80%	10.83%	6.36%	5.53%
归母净利（百万元）	1,293	1,752	1,997	2,264
净利润增长率(%)	-14.24%	35.51%	14.03%	13.34%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.34	0.39	0.44
市盈率（PE）	21.94	15.90	13.94	12.30

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,486	961	3,218	5,236	7,488
应收和预付款项	182	170	128	172	178
存货	1,625	2,031	1,646	1,855	2,049
其他流动资产	633	339	483	534	471
流动资产合计	3,926	3,502	5,475	7,796	10,186
长期股权投资	100	249	249	249	249
投资性房地产	85	88	88	88	88
固定资产	9,230	8,259	7,154	6,063	4,977
在建工程	2,067	2,105	2,105	2,105	2,105
无形资产开发支出	11,781	11,354	11,354	11,354	11,354
长期待摊费用	284	254	254	254	254
其他非流动资产	4,307	4,059	6,032	8,354	10,743
资产总计	27,855	26,368	27,236	28,466	29,770
短期借款	710	612	612	612	612
应付和预收款项	1,521	1,475	1,408	1,530	1,630
长期借款	2,369	1,211	1,211	1,211	1,211
其他负债	3,865	4,287	4,343	4,398	4,420
负债合计	8,465	7,585	7,574	7,751	7,873
股本	5,091	5,091	5,091	5,091	5,091
资本公积	9,014	7,907	7,907	7,907	7,907
留存收益	2,915	3,495	4,350	5,325	6,429
归母公司股东权益	16,893	16,303	17,118	18,092	19,197
少数股东权益	2,497	2,481	2,544	2,623	2,700
股东权益合计	19,390	18,783	19,662	20,715	21,897
负债和股东权益	27,855	26,368	27,236	28,466	29,770

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	3,606	2,366	3,273	3,129	3,442
投资性现金流	-769	-1,703	-79	-89	-30
融资性现金流	-2,486	-1,191	-937	-1,023	-1,159
现金增加额	352	-528	2,257	2,017	2,253

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,069	18,803	20,839	22,163	23,388
营业成本	18,294	15,473	16,482	17,396	18,201
营业税金及附加	409	371	396	428	453
销售费用	50	49	44	52	55
管理费用	1,148	1,156	1,229	1,274	1,387
财务费用	92	105	0	0	0
资产减值损失	-125	-176	0	0	0
投资收益	-121	46	41	22	46
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,860	1,565	2,514	2,826	3,153
其他非经营损益	-73	-231	0	0	0
利润总额	1,788	1,333	2,514	2,826	3,153
所得税	303	57	699	749	812
净利润	1,485	1,277	1,815	2,076	2,341
少数股东损益	-23	-16	64	79	77
归母股东净利润	1,507	1,293	1,752	1,997	2,264

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	17.10%	17.71%	20.91%	21.51%	22.18%
销售净利率	6.83%	6.87%	8.41%	9.01%	9.68%
销售收入增长率	0.77%	-14.80%	10.83%	6.36%	5.53%
EBIT 增长率	-2.77%	-21.63%	52.47%	12.39%	11.58%
净利润增长率	124.65%	-14.24%	35.51%	14.03%	13.34%
ROE	8.92%	7.93%	10.23%	11.04%	11.79%
ROA	5.45%	4.71%	6.77%	7.45%	8.04%
ROIC	7.35%	6.94%	7.68%	8.41%	9.05%
EPS (X)	0.30	0.25	0.34	0.39	0.44
PE (X)	17.06	21.94	15.90	13.94	12.30
PB (X)	1.52	1.74	1.63	1.54	1.45
PS (X)	1.17	1.51	1.34	1.26	1.19
EV/EBITDA (X)	8.11	9.69	7.90	6.79	5.74

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。