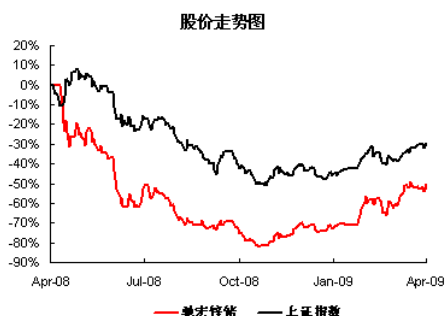


有色金属行业

驰宏锌锗（600497）：形相近而意相远

2009 年 4 月 14 日

增持
相对指数表现

市场数据

总市值(亿元)	146.72
流通市值(亿元)	83.457
总股本(亿股)	7.800
流通股本(亿股)	4.437
52 周最高价/最低价	37.85/6.80

前期研究

2008/11/03 驰宏锌锗（600497）：营收减少成本增加挤压利润

2008/09/10 驰宏锌锗（600497）：逆势扩张，志在长远

2008/07/23 驰宏锌锗（600497）：扩产计划显信心

2008/03/06 驰宏锌锗（600497）：业绩符合预期，还看拥有资源量

研究员
兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn
简要观点：

近期，我们对驰宏锌锗（600497）进行了拜访，发现市场对公司的认知存在一定程度的偏差。

- 受铅锌价格持续下跌影响，公司 2008 年业绩不尽人意，归属于母公司所有者的净利润 1.53 亿元，同比减少 88.4%，每股收益仅为 0.20 元。从营业利润构成看，08 年锌业务贡献达 52.8%，铅业务贡献萎缩至 17.8%，包括锗在内其他产品贡献大幅增长至 29.4%，我们预计未来几年这种利润结构还将继续保持。
- 2009 年公司在冶炼产量方面没有太大变化，但昭通市铅锌矿 2000t/d 选矿技术改造工程将给公司铅锌精矿带来一定贡献，我们预计 2009 年锌自给率将提高至 82%，铅自给率将提高至 47.6%。
- 麦哲伦铅精矿已经开始起运，价格优势较为明显，若能获得稳定供应，将给铅业务带来正面影响。两个冶炼项目建设将使公司铅锌冶炼规模提升至 50 万吨，在行业低谷时建设降低成本，在行业反转时充分享受量升价升带来的业绩增长。我们对呼伦贝尔项目特别看好，呼伦贝尔境内已知的大型铅锌矿有白音乌拉铅锌矿、查干布拉根银铅锌矿等。
- 我们预计公司 2009-2010 年净利润将分别增加 19.2%和 64.2%，实现每股收益（EPS）分别为 0.23 元和 0.38 元，相当于动态 PE 分别为 80.44 倍和 48.69 倍，我们提升公司评级至“增持”。

财务概要

单位：百万元

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入	4,502.12	6,110.67	4,643.98	3,694.82	4,561.74
(+/-)%	285.62%	35.73%	-24.00%	-20.44%	23.46%
净利润	1,037.74	1,317.12	152.65	181.93	298.70
(+/-)%	693.38%	26.92%	-88.41%	19.18%	64.18%
EPS	1.33	1.69	0.20	0.23	0.38

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

驰宏锌锗（600497）：形相近而意相远

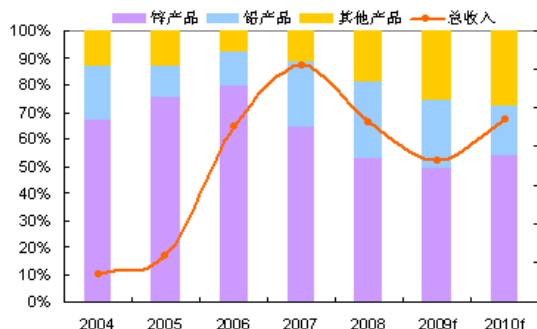
近期，我们对驰宏锌锗（600497）进行了拜访，与公司董秘进行了交流，发现市场对公司的认知存在一定程度的偏差，尽管09年冶炼产量方面没有什么增长，但是公司基本面已经发生了一些改变。

现状：盈利大幅萎缩，锌产品贡献最大

驰宏锌锗（600497）由云南会泽铅锌矿作为主发起人，以其拥有的铅、锌、锗生产与销售相关的生产经营性资产出资设立，并于2004年4月20日在上海证券交易所上市交易。目前控股股东为云南冶金集团股份有限公司，持股占比达51.32%，公司实际控制人为云南省国资委。驰宏锌锗（600497）目前具有年产锌16万吨、铅10万吨、锗10吨、硫酸26万吨的综合生产能力，保有铅锌资源储量超过330万吨，是云南冶金集团股份有限公司旗下铅锌业唯一上市公司。受铅锌价格持续下跌影响，驰宏锌锗（600497）2008年实现营业收入46.44亿元，同比减少23.99%，归属于母公司所有者的净利润1.53亿元，同比减少88.41%，每股收益仅为0.20元，其中影响公司净利润最大的因素是计提资产减值准备，导致资产减值损失达2.03亿元。2008年驰宏锌锗（600497）生产电锌和锌合金18.15万吨、电铅9.08万吨、锗产品含锗15.32吨、银产品130.31吨、硫酸31.33万吨，主要产品产量几乎均实现满产；销售电锌和锌合金18.79万吨、电铅9.43万吨、锗产品含锗10.65吨、银锭88.17吨、硫酸26.01万吨，基本实现产销平衡。

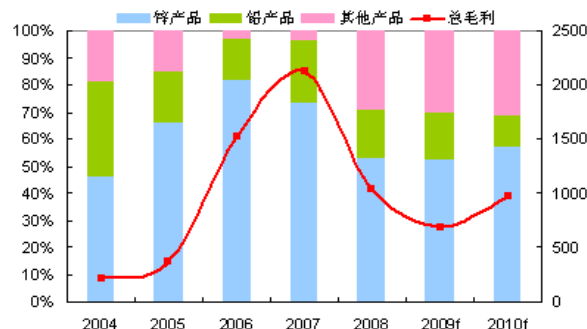
从驰宏锌锗（600497）历年营业收入构成上看，公司锌产品的贡献仍然是最大的，08年贡献比例达52.9%，铅业务为27.9%，包括锗、银、硫酸在内的其他产品的贡献为19.2%左右，是近年来贡献比例最大的一年，主要受益于08年硫酸和银价格的大幅上涨；从营业利润构成看，08年锌业务的贡献也达到52.8%，铅的贡献则萎缩至17.8%，包括锗、银、硫酸在内其他产品的贡献大幅增长至29.4%；我们预计未来几年这种收入和利润结构还将继续保持。

图 1：驰宏锌锗（600497）营业收入构成



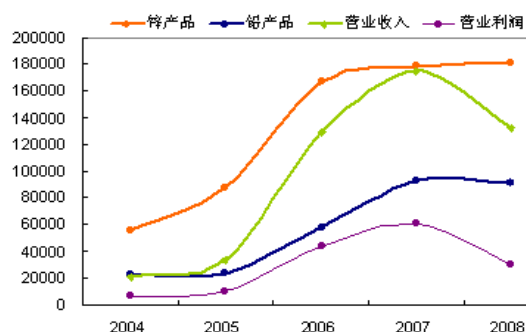
资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 2：驰宏锌锗（600497）营业利润构成



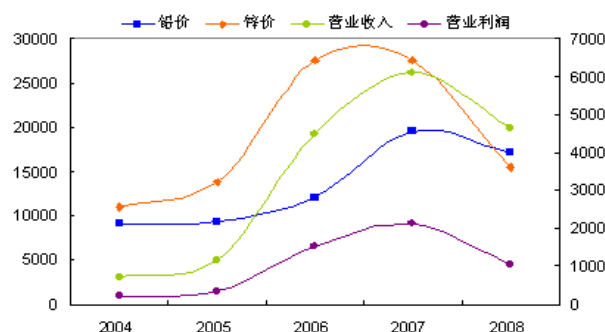
资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 3：营业收入和利润与产品产量的关系



资料来源：公司公告，西南证券研发中心

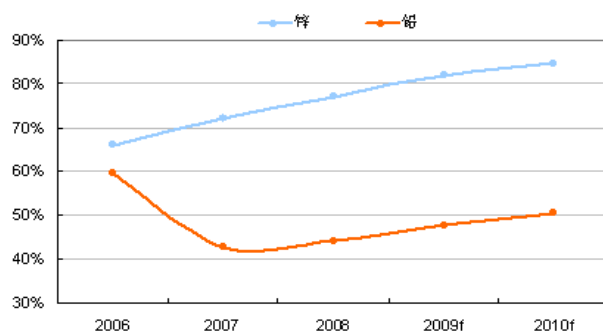
图 4：营业收入和利润与产品价格的关系



资料来源：公司公告，西南证券研发中心

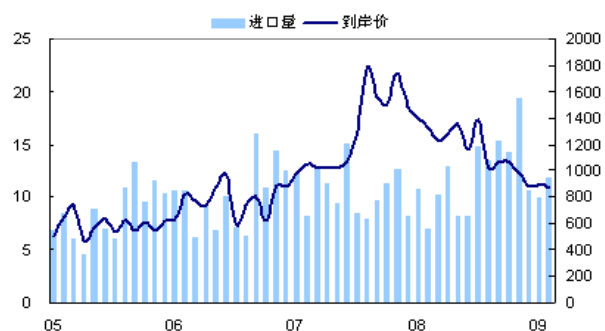
纵观驰宏锌锗（600497）过去几年的业绩变化就可以发现，06、07年公司业绩的暴涨主要受益于公司产品产量提升和产品价格暴涨双重因素的叠加，可以说是量升价升，而08年业绩大幅回落主要是产品价格大幅下跌，而产量并没有实现增长，根据公司披露的09年生产计划，力争实现铅锌产量27.7万吨，其中电铅10万吨，电锌及锌合金17.7万吨，锗产品含锗15吨，银150吨，分别比08年实际产量增长-0.11%，10.18%，-2.49%，2.09%和15.11%，相较于08年，除了电铅和银实现达产外，其余产品基本实现满产，市场无不担心公司在铅锌价格大幅下跌之后的成长性问题，但是通过我们对铅锌行业和公司基本面的了解，我们发现市场对公司认知存在一定程度的偏差，尽管09年冶炼产量方面没有什么增长，但是公司基本面已经发生了一些改变。

图 5：公司铅锌产品自给率变化



资料来源：公司公告，西南证券研发中心

图 6：国内铅精矿进口量和到岸价格变化



资料来源：GAC，西南证券研发中心

近期看点：自给率有所提升，铅精矿供应有保证

的确，单从数据指标上看，我们看不到公司在产量方面的太大变化，但是我们注意到公司昭通市铅锌矿2000t/d选矿技术改造工程已基本完成建设，并且已经试车，该项目是在配合彝良县洛泽河河东地区矿区整合的基础上进行的，此项目投产必将在一定程度上提升公司铅锌精矿的自给率，此外宁南1000t/d采选技术改造工程也将在09年加紧实施，也将给公司铅锌精矿带来一定贡献，特别是目前国内铅锌小矿山减产停产较为普遍，外购矿来源

紧张，提高铅锌精矿产出率可以保证公司的正常生产。我们预计2009年公司锌产品的自给率将提高至82%，较08年提升约5个百分点，铅产品的自给率将提高至47.6%，较08年提升约4个百分点。

同样，我们注意到即使将铅产品的自给率提升至47.6%，公司铅需求的50%仍需外购，资源保障不足的问题仍然突出，但是一个新的可喜变化也在发生，公司海外铅矿供应商爱维尼亚的麦哲伦铅精矿已经开始起运。麦哲伦项目始于2007年，公司的控股股东云南冶金集团总公司与爱维尼亚公司签订《战略合作总协议》，合作内容涉及公司通过驰宏国际拟将按市场价购买爱维尼亚公司所属澳大利亚麦哲伦矿的年预计产量50%的铅精矿，而之后麦哲伦矿因环保问题被责令停止运输，生产也随即停止，目前爱维尼亚公司已经获准外运精矿，待清理完Esperance港约8000吨精矿之后，之后将处理掉将麦哲伦矿的存货并重启生产。麦哲伦矿为全球十大铅矿之一，年产能约10万吨，铅精矿产量占全球前景矿产量的2%。公司与爱维尼亚公司年预计产量50%的铅精矿购买协议约相当于5万吨的铅精矿供应，几乎完全弥补公司自有铅精矿的不足，保障了公司外购原料供给的持续和稳定。我们预期麦哲伦矿正常生产后，公司有望与其达成更为具体的购买协议。近期国内铅精矿供应紧张，铅精矿进口量大幅增加，2月同比上涨69%，海外铅精矿价格优势仍然较为明显，公司如若能获得麦哲伦矿稳定供应，将给其铅业务带来正面影响。

远期看点：会泽改建扩产，呼伦贝尔新建正当其时

公司近日发布配股公告，拟对会泽生产区现有冶炼生产系统实施易地技术改造，建设规模为6万吨/年粗铅、10万吨/年电锌，24万吨/年硫酸及30万吨/年综合渣处理系统，技改期间不影响现有老厂生产，新厂建成后将取代老厂。我们乐观看待该项目，据相关公告资料，现有老厂产能为约3万吨粗铅、6万吨锌和6万吨硫酸，该项目建成后相当于新增约3万吨粗铅、4万吨/年锌和18万吨的硫酸，6万吨/年粗铅主要是配合公司曲靖6万吨粗铅以及10万吨精铅项目并不会带来新增产量，但是可增加公司铅业务的毛利率，公司不再需要外购粗铅，4万吨/年锌和18万吨的硫酸属新增产量，项目有望在2010年底建成。

此外，公司于2007年与内蒙古自治区呼伦贝尔市人民政府签署了《呼伦贝尔市有色金属资源合作开发协议书》，协议约定呼伦贝尔市为公司配置不低于1000平方公里有色金属资源探矿权，并制定相政策和规定使现有铅锌资源探矿权逐渐合并到公司，同时公司通过收购、参股、兼并等重组方式整合采矿权、探矿权，在铅加锌总量达到200万吨以上时，且在确认一部分相应的供给量的条件下，公司将在呼伦贝尔启动建设年产电锌14万吨，电铅6万吨的冶炼项目。根据公司前期的公告，该项目已经自治区发改委备案，并将呼伦贝尔驰宏注册资本金增至10亿元，满足项目建设所需资金的需要，据我们了解该项目已破土动工，计划于2011年6月投产。

以上两个项目将使公司的铅锌冶炼规模提升至50万吨，跨入国内铅锌行业的第一梯队，增强企业的抗风险能力，同时我们认为在行业低谷时进行项目建设，不仅可以降低建设成本，还有望在行业反转时，充分享受量升价升带来的业绩增长，回顾公司的发展史我们可

以很清楚地看到这一点。此外，我们对呼伦贝尔项目特别看好，内蒙已经成为国内矿业方兴未艾的地方，仅呼伦贝尔境内已知的大型铅锌矿就有白音甲乌拉铅锌矿、查干布拉根银铅锌矿等。

行业：市场悄然转暖

国际铅锌研究小组月度报告显示，09年1月全球矿产锌产量尽管同比增长12%至99.4万吨，环比却继续下滑1.8%，精炼锌同比和环比均出现小幅下滑，分别下降2.4%和0.7%，至93.3万吨，同期世界精炼锌消费达到89.3万吨，同比减少2%，环比却增长1.6%，整体上看1月份锌市场仍然处于过剩的状态，当月过剩量约4万吨，但过剩量较上月减少2.1万吨，全球范围内锌企减产效果似乎已经开始显现，而需求正在得到恢复。之前我们曾一再强调由于锌价跌破大多数锌矿生产商的成本线，锌市场的减产幅度是所有基本金属当中最大的，据我们不完全统计，矿产锌的产量损失09年很可能超过130万吨，约占全球锌市场的15%！此前我们也曾预期未来全球锌产量增长将变得缓慢，ILZSG的报告正在印证我们的判断。支撑我们判断锌市场正在走出颓势的另一个因素是库存。尽管1月份LME库存大幅增加8.2万吨至33.5万吨，但仍然远低于库存的高点（73.29万吨），也低于2000年以来的均值（36.37万吨），2月份LME库存更是出现了减少，总量仅为33.2万吨，为库存高点时的一半，约占全球锌消费量的3%左右，这的确是一个让人惊奇的数字，即使考虑到近期收储导致国内库存增加，全球锌库存量增长放缓已是确定无疑的了，因此我们坚定地认为未来经济特别是需求一旦恢复，锌市场将重新变得紧张。不过需求视乎还需一段时间等待，1月份日本、欧洲和美国汽车销售量同比分别继续大幅下降20%、26%和41%，房地产市场也不乐观，日本新房开工、美国建筑许可则分别下降18.7%和59.5%。当然国内需求状况也是一个不可忽视的因素，从2000年以来，中国在全球锌消费中的占比逐年增加，在2008年已经达到32.7%，我们预计到2010年该份额将超过35%，因此我们更关心国内房地产和汽车市场的状况。令人欣喜的是，受益于汽车产业调整和振兴规划的实施，据中国汽车工业协会的统计，2月份汽车销量突破80万辆，达到82.76万辆，环比增长12.43%，同比增长24.72%，结束了2008年7月以来销量连续低于80万辆的低位徘徊局面，汽车销售开始明显回暖。国家统计局数据也显示，今年前两个月全国商品房销售面积为5131万平方米，同比仅微降0.3%，其中商品住宅销售面积增长1.1%，显示各地楼市也正在呈现回暖迹象。中国的镀锌钢板市场似乎也受益于此，2月镀锌板产量达到115.82万吨，同比仅下滑7.65%，结束了去年10月以来连续4个月2位数下滑的局面，这也符合我们在2月月报中的判断。我们相信，随着汽车业和房地产行业的回暖，钢铁生产企业也许将很快在锌市场进行采购来增加镀锌板的产量了。此外，美国、德国、法国等国政府的财政刺激计划主要投入基础设施领域，也将有利于带动其国内镀锌板产量的增长，因此整体上看锌的基本面正在好转。总的来说，我们预计2009年北美和欧洲市场锌消费量将继续萎缩，中国市场锌消费增长放缓，2009年全球锌消费量增长仅2%达1174万吨。我们预计锌价在年内将会先抑后扬逐渐走高，全年均价在12000元左右。

盈利预测和投资评级

我们在锌价12000元（2009年，含税）和13800元（2010年，含税），铅价11000元（2009年，含税）和9900元（2010年，含税）的条件下，预计公司2009-2010年营业收入将分别减少20.44%和增加23.46%，归属母公司所有者净利润将分别增加19.2%和64.2%，按配股前全部股本计算，实现每股收益（EPS）分别为0.23元和0.38元。近期公司股价在18.5元左右波动，相当于动态PE分别为80.44倍和48.69倍，考虑到铅锌市场的逐渐好转以及公司的资源成本优势，我们提升公司评级至“增持”。根据我们的敏感性分析显示，公司业绩对铅锌价格高度敏感，锌价（年度均价）每变动500元，将导致EPS变动0.07元，铅价每变动500元，对EPS的影响为0.03元，因此未来仍需高度关注铅锌价格走势变动带来的公司业绩变化。

表1 驰宏锌锗（600497）盈利预测表 2009年4月12日更新

科目	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4502.12	6110.67	4643.98	3694.82	4561.74
营业成本	2984.72	3991.7	3611.93	2988.56	3598.08
营业税金及附加	30.8	48.6	41.4	33.25	41.06
销售费用	93.31	115.57	123.54	92.37	114.04
管理费用	218.26	260.81	330.03	274.16	337.57
财务费用	56.51	80.91	127.91	79.07	97.62
资产减值损失	--	88.9	203	0	0
投资净收益	-0.02	0.17	0.36	0	0
营业利润	1114.93	1524.35	206.51	227.42	373.37
加：营业外收入	1.3	6.7	10	0	0
减：营业外支出	7.2	22.5	29.2	0	0
利润总额	1108.95	1508.5	187.31	227.42	373.37
所得税	71.19	193.12	40.79	45.48	74.67
归属母公司净利润	1037.74	1317.12	152.65	181.93	298.70
总股本	780	780	780	780	780
每股收益 EPS	1.33	1.69	0.20	0.23	0.38

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

表2 锌价和铅价对2009年EPS的影响分析

铅价\锌价	11000	11500	12000	12500	13000
10000	0.02	0.10	0.17	0.23	0.29
10500	0.06	0.13	0.20	0.27	0.33
11000	0.10	0.16	0.23	0.30	0.37
11500	0.13	0.20	0.27	0.34	0.41
12000	0.17	0.24	0.31	0.37	0.45

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>