

有色金属冶炼II

2009 年 7 月 15 日

驰宏锌锗 (600497)

当前股价: 20.48

目标价: 25.20

资源保障下进行产能扩张

投资要点:

- 公司在内蒙古呼伦贝尔地区计划修建 14 万吨电锌和 6 万吨电铅冶炼项目, 项目原料来源主要有三部分: 从大股东在当地控制的矿业公司手中购买; 从当地一些中小矿山购买; 在 1000 平方公里探矿权范围内探出资源区域建设采选冶炼厂供给。公司在建厂初期对冶炼厂资源自给率的要求底线是 30%, 年底公司有可能公布呼伦贝尔地区探矿权区域详勘报告, 我们认为结果值得期待, 未来内蒙冶炼厂自给率有望超出预期。
- 公司配股募集资金将在会泽地区新建 10 万吨电锌, 6 万吨粗铅冶炼项目, 项目建成后会泽地区精矿将供应给当地冶炼厂, 粗铅将运至曲靖冶炼厂冶炼电铅。曲靖冶炼厂所需精矿将通过海外购买获得。会泽地区深部及周边探矿工作一直在进行, 未来有较大可能公告新增储量。
- 昭通地区新建 2000 吨/天选矿厂将大大超出公司在当地的采矿能力, 我们预计今年难以达产, 当地分散的中小矿山有望为该选矿厂提供原料。对当地矿产资源的整合也一直在进行。未来昭通采选有出现突破的可能。
- 近期一些先行指标如 PMI 指数, 领先指数等相继走稳反映实体经济最差的阶段可能已经过去, 美国房地产市场也有筑底态势, 未来新房开工有望稳定。因此我们乐观看待 2010 年锌价, 认为未来锌价震荡走高的可能较大。
- 在 2010 年 1.8 万锌价假设下预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.30 元, 0.56 元, 1.02 元。考虑呼伦贝尔地区将有新产能投入, 给予公司 45X 估值是合适的, 对应 2010 年股价为 25.2 元, 给予“推荐”评级。

研究员: 高远、刘敏达

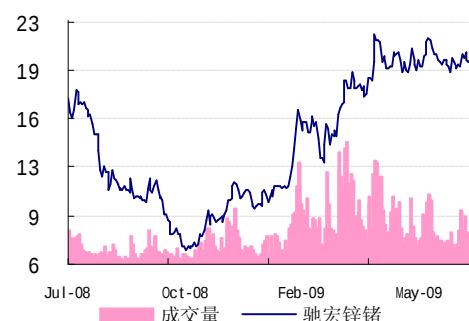
电 话: 84457777-367

E-mail: [gaoyuan.nju@gmail.com](mailto:gaoyuan.nju@gmail.com)

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

2008/5/27 积极扩张资源储备, 看好未来发展

公司基本资料

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本 (万)       | 78000.00   |
| 流通 A 股 (万)    | 50768.36   |
| 52 周内股价区间 (元) | 6.75-22.55 |
| 总市值 (亿)       | 159.74     |
| 总资产 (亿)       | 50.88      |
| 每股净资产 (元)     | 3.01       |

主要经营指标预测

|            | 2008A  | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (亿) | 46.44  | 48.92 | 58.16 | 66.30 |
| +/- %      | -24.00 | 5.33  | 18.90 | 14.00 |
| 净利润 (亿)    | 1.53   | 2.35  | 4.38  | 7.97  |
| +/- %      | -88.41 | 53.96 | 86.27 | 82.02 |
| EPS (元)    | 0.20   | 0.30  | 0.56  | 1.02  |
| P/E        | 50.64  | 67.97 | 36.49 | 20.05 |

## 一、呼伦贝尔驰宏冶炼厂自给率有望超预期

公司在 2007 年 6 月 9 日联合其控股股东云南冶金集团总公司及其它 3 家企业在呼伦贝尔市登记注册成立了内蒙古呼伦贝尔驰宏矿业有限公司。公司拥有的股权为 51%，在内蒙古地区设立分公司的主要目的是依托该地区丰富的铅锌矿产资源来扩大公司的资源储量。呼伦贝尔驰宏分公司在 2008 年 6 月启动了 14 万吨锌冶炼，6 万吨铅冶炼项目，项目审批等建设前期工作已基本完成，现阶段在进行环评工作，我们乐观预计在项目在年底开始建设，2012 年建成并有产出。

公司在投资初期与当地政府就精矿供应达成协议，当地政府曾承诺周边矿山产出优先供应冶炼厂以保证其精矿供应，公司自给率应在 30%以上。

未来公司精矿供应主要来自于 3 个途径，我们乐观认为其自给率有望达到 60%，超出预期。

1、呼伦贝尔地区相关部门在公司投资之初划拨了 1000 平方公里探矿权给公司，经过近 1 年时间的地质勘探，在 2009 年年底有望出具该探矿权区域内的详勘报告，公司对该地区铅锌资源储量和品位持乐观态度。

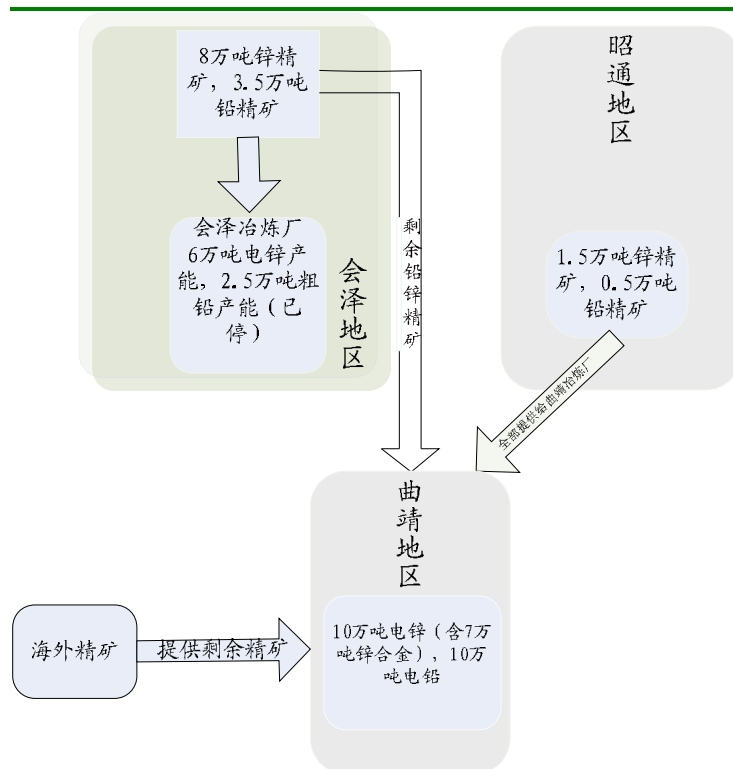
2、公司控股股东云南冶金集团总公司对内蒙古新巴尔虎右旗荣达矿业有控制权。该公司旗下拥有甲乌拉矿山，甲乌拉矿山属得尔布干成矿带，该成矿带位于蒙古-鄂霍次克断裂带与得尔布干断裂带之间，是中国东北部地区重要的铅锌银铜成矿带，在该成矿带上已发现有乌奴格吐山、甲乌拉、查干布拉根、额仁陶勒盖等 4 处大型矿床。甲乌拉矿山是 1985 年首次被发现，当时详查或详勘的探矿深度大多只达地表以下 300-500 米，在剖面上绝大部分矿体下部并未尖灭，另一方面，许多含矿带在早先被认为价值不大而放弃了详查工作，因此，未来矿山资源量仍有很大潜力。现阶段甲乌拉矿山探明铅锌矿储量在 80 万吨左右，铜储量在 4.5 万吨，银 1000 吨左右，07 年锌精矿产量为 1.15 万吨，铅精矿产量为 0.2 万吨，铜精矿产量在 400 吨。未来集团控制矿山将为冶炼厂提供原料。

3、内蒙古地区铅锌精矿众多，有大量储量在 100-200 万吨储量，品位在 6%-10%的中小矿山，这些矿山也将在未来为公司提供精矿。一些中小私人矿山在开采矿石过程中存在弃贫选富，滥采滥挖的问题，对当地环境破坏也较大，当地政府有意愿将这些中小矿山整合至大型矿山采选公司，而自 2007 年 4 季度开始，锌价便一路下跌，持续低迷，经营困难也使得一些中小矿主有卖矿的意愿。

## 二、会泽冶炼厂项目原料有保证

09 年 4 月下旬，公司股东大会通过了配股项目，拟以现有股本每 10 股配送 3 股，配售 2.34 亿股，融资 18 亿元用于会泽 6 万吨粗铅，10 万吨电锌及渣综合利用工程，该项目总投资在 27 亿元左右，不足部分由公司自筹解决。

图：公司现在精矿与电锌产出示意



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

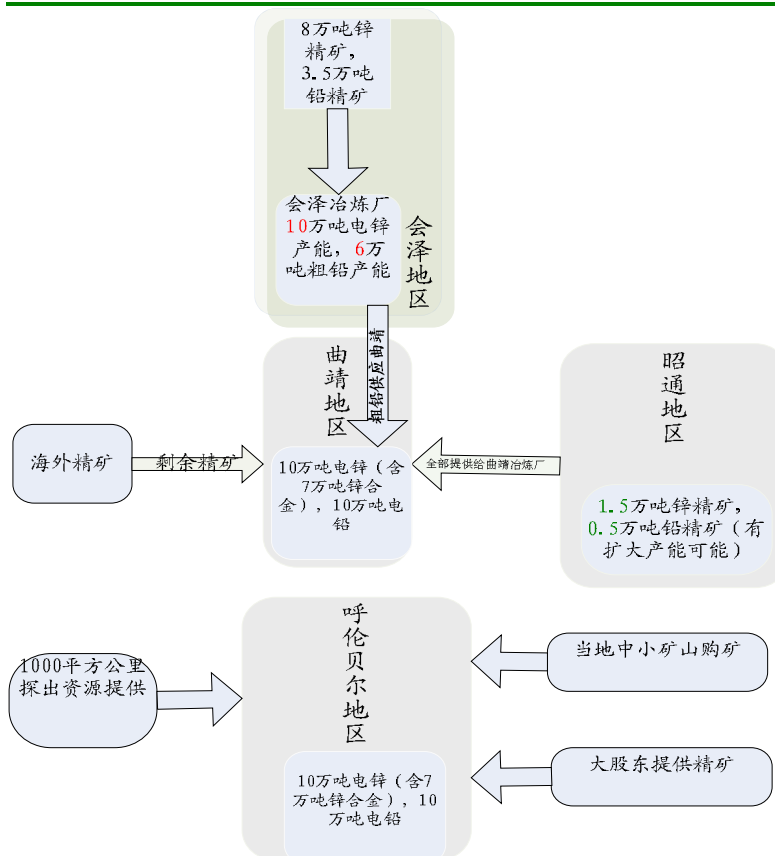
由图可以看到，公司在会泽地区原有 6 万吨电锌和 2.5 万吨粗铅产量，粗铅产能现已关闭。会泽地区锌精矿和铅精矿供应量约为 8 万吨和 3.5 万吨，因此现阶段会泽铅锌冶炼厂原料可以做到 100% 自给，多余锌精矿则供给曲靖冶炼厂。若新冶炼厂投产，则相当于新增 2.5 万吨粗铅产能和 4 万吨电锌产能，会泽地区所产精矿将全部用于新冶炼厂，铅锌冶炼所存在缺口，预计将会通过购买周边中小铅锌矿山原料来补足。曲靖 10 万吨电锌和电铅冶炼系统使用原料主要是会泽矿富余锌精矿和产出的粗铅，在会泽铅锌冶炼扩产后，曲靖冶炼厂粗铅原料仍将来自于会泽，但电锌的原料锌精矿则可能通过海外购买来获得，我们不认为公司会减少曲靖冶炼厂产量。

会泽铅锌矿是大型富铅锌锗矿床的典型代表，成矿原理复杂，历史上曾多次探出新矿体，其储量也从 1980 年的 20 多万吨提升到 2000 年的 200 多万吨。从成矿原理方面分析，会泽铅锌矿储量仍有大幅提升的可能，随着地勘技术的不断发展，以前无法勘探的深部地区现在已可以进行。公司近年来致力于会泽铅锌矿山的深部及周边找矿工作，也取得了较大成果，一些深部地区和周边地区的详勘报告有望逐渐批露。对会泽矿，公司不打算大幅提升其精矿产量，补堪储量主要用于延长矿山稳产年限。

### 三、昭通新建选矿厂 2010 年有望达产

公司昭通矿山原有锌精矿产能 1.5 万吨，铅精矿产能 5000 吨，现在的年采矿能力为 10 万吨/年，公司计划在昭通地区新建 2000 吨/天的选厂，该项目现在已基本完成，折合年化选矿能力达到了 64 万吨，现有采矿能力难以维持选矿需要。今年可能无法达产。对新建选厂的建设主要是受省政府鼓励，公司在昭通地区采矿地点周边还存在很多采矿点，这些采矿点每年矿石处理量在 5-7 万吨左右，多数属当地私人控制，私人开采不利于矿山资源开发的可持续发展，对当地环境也造成了较大压力，省里相关部门希望由驰宏这样的大企业对采出的矿石统一处理，我们预计明年新建的 2000 吨/天的选厂有望达产，其矿石将主要来自于周边中小矿山，对这些矿山的整合也在进行中。

图：未来公司锌精矿和精锌产出示意



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

#### 四、锌价有望震荡上行

锌价自 2007 年四季度开始下跌，至今已经在低点震荡近 2 年，锌价的持续低迷造成全球范围内锌冶炼和矿山减产不断，尤其在 2008 年下半年，全球锌矿山减产在 120 万吨以上，铅矿山减产在 22 万吨。我国锌铅精矿也大范围减产停产。精矿供应紧张使得精矿加工费一路走低。

消费方面，受经济危机影响，全球各主要锌消费国消费量除中国外均出现了大幅下滑，但年初以来，反映实体经济趋势的一些先行指标如领先指数，PMI 指数等不断走好传递出世界经济出现了企稳迹象。本轮经济危机的根源美国房地产市场也出现了企稳态势，FHFA 统计的季度房价环比最近两季出现了跌幅趋小或环比上升的走势。房地产价格的走稳有利于美国新建房屋的稳定，有望拉动锌消费。

宽松的货币政策也是支持未来金属价格走高的推力，在多次降息后，美国联邦利率达到了历史低点，从最近的议息会议传递的信息来看，今年美联储加息的可能性都不大。美元 M2 月度同比增速也再次达到了 10% 以上。从以往经验来看，美联储宽松的货币政策总是会推高商品价格，仅有一次例外。

综上所述，我们认为 09 年仍是锌价筑底的一年，而在 2010 年和 2011 年，受世界经济恢复带来的消费量增加和货币充裕双重刺激影响，锌价有望出现上涨走势。

表：中国和世界锌矿产出、精锌产出和锌消费同比变化

|        | 锌矿山产出 |      | 锌锭产出 |      | 锌消费 |      |
|--------|-------|------|------|------|-----|------|
|        | 中国    | 世界   | 中国   | 世界   | 中国  | 世界   |
| 2008Q1 | 615   | 2734 | 883  | 2848 | 850 | 2783 |
| 2009Q1 | 436   | 2501 | 851  | 2605 | 892 | 2374 |

|            |         |        |        |        |        |         |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 同比变化       | -29.10% | -8.50% | -3.70% | -8.50% | 5%     | -14.70% |
| Mar-09     | 181.9   | 866.8  | 340    | 919    | 350    | 855     |
| 同比变化       | -17.70% | -7.60% | -3.70% | -8.50% | 17.20% | -11.10% |
| 09-1--09-3 | 436     | 2501   | 851    | 2605   | 892    | 2374    |
| 同比变化       | -29.10% | -8.50% | -3.70% | -8.50% | 5%     | -14.70% |

资料来源: ILZSG, Barclay

图: 美国 FHFA 统计季度房价同比

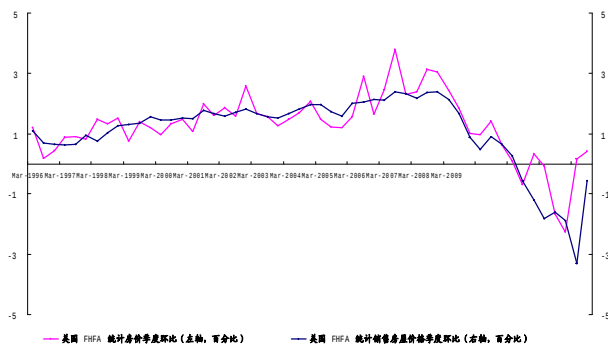
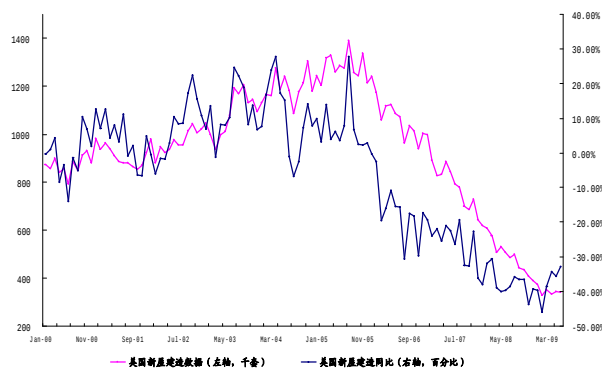


图: 美国新房开工数及同比变化



资料来源: Bloomberg

图: 主要发达体 PMI 指标走势

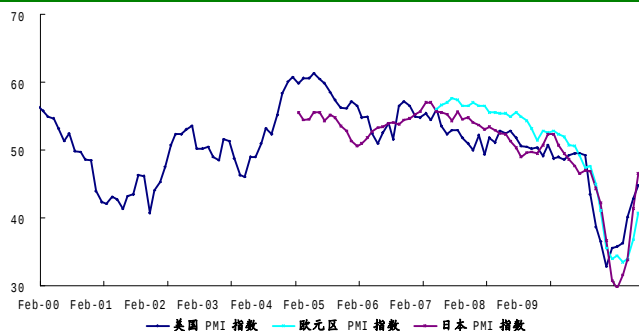
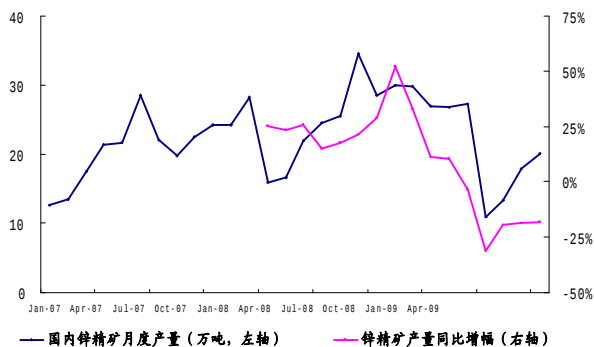
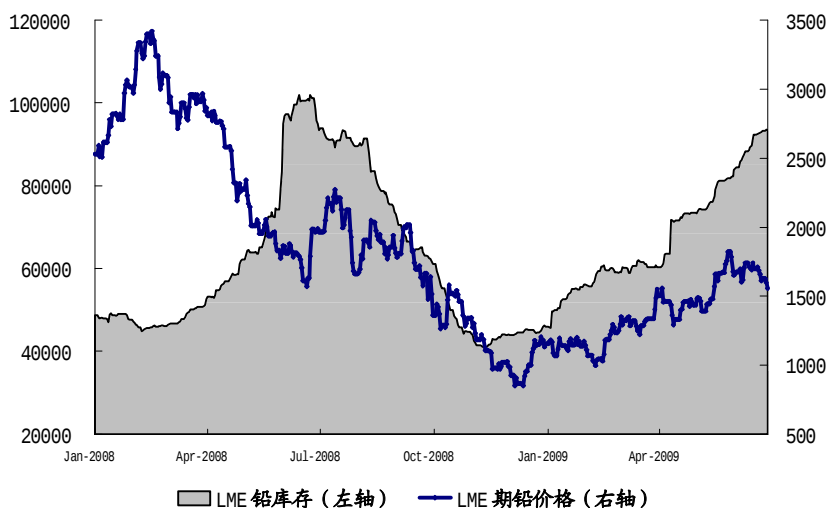


图: 国内锌精矿产出及同比变化



资料来源: Bloomberg, 安泰科

图: LME 锌价与库存



资料来源: Bloomberg

## 五、盈利预测与估值

我们对公司盈利预测主要基于以下假设

锌均价 2009-2011 年预测价格为 1.4 万, 1.7 万和 1.9 万元。铅均价 2009-2011 年预测价格为 1.6 万, 1.8 万和 2 万元。公司销售的二氧化锗价格 2009-2011 年均价为 8000 元、1 万元和 1.2 万元。

考虑到呼伦贝尔地区有精矿产出的可能, 我们预测公司自产锌精矿产量 2009-2011 年为 10 万吨, 10 万吨, 11 万吨; 预测自产铅精矿产量 2009-2011 年为 3.9 万吨, 3.9 万吨和 4 万吨, 昭通地区和会泽地区扩产并未考虑, 2010 年呼伦贝尔地区精矿略有产出, 11 年后精矿产量将大幅增加。

考虑到公司未来在会泽地区和呼伦贝尔地区有新建冶炼产能, 我们预测公司 2009-2011 年电锌产量为 17 万吨, 19 万吨, 19 万吨, 电铅产量变化不大, 分别为 10 万吨, 10 万吨和 10 万吨。呼伦贝尔地区冶炼厂 2011 年难以投产, 12 年有望建成投产。

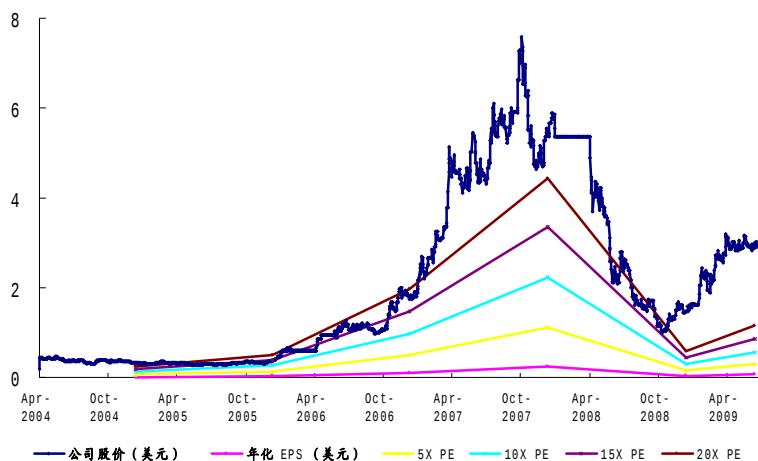
公司新建四氯化锗生产线在 2010 年有望有产出, 不过公司锗产量难有大幅提高。对公司利润贡献有限。

基于以上假设, 我们得到公司 2009 年-2011 年盈利预测:

| 盈利预测表(单位: 万元) | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入       | 450212 | 611067 | 464398 | 489150 | 581600 | 663024 |
| 二、营业总成本       | 338717 | 459261 | 443783 | 458148 | 524176 | 559723 |
| 营业成本          | 298472 | 399170 | 361193 | 398168 | 442016 | 470747 |
| 营业税金及附加       | 3103   | 4856   | 4145   | 2446   | 3490   | 3978   |
| 销售费用          | 9331   | 11557  | 12354  | 9783   | 13958  | 16576  |
| 管理费用          | 21826  | 26681  | 33003  | 33751  | 40712  | 44423  |
| 财务费用          | 5651   | 8103   | 12791  | 15000  | 25000  | 25000  |
| 资产减值损失        | 334    | 8894   | 20298  | (1000) | (1000) | (1000) |
| 三、其他经营收益      | (2)    | 17     | 36     | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动净收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益         | (2)    | 17     | 36     | 0      | 0      | 0      |
| 四、营业利润        | 111493 | 151823 | 20651  | 31002  | 57424  | 103301 |
| 加: 营业外收入      | 126    | 667    | 996    | 800    | 800    | 800    |
| 减: 营业外支出      | 724    | 2252   | 2916   | 3000   | 3200   | 3300   |
| 五、利润总额        | 110895 | 150238 | 18731  | 28802  | 55024  | 100801 |
| 减: 所得税        | 7119   | 19312  | 4079   | 5760   | 12105  | 22680  |
| 六、净利润         | 103776 | 130926 | 14652  | 23041  | 42919  | 78120  |
| 减: 少数股东损益     | 2      | (174)  | (614)  | (461)  | (858)  | (1562) |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 103774 | 131099 | 15265  | 23502  | 43777  | 79683  |
| 七、每股收益(元)     | 5.32   | 3.36   | 0.20   | 0.30   | 0.56   | 1.02   |

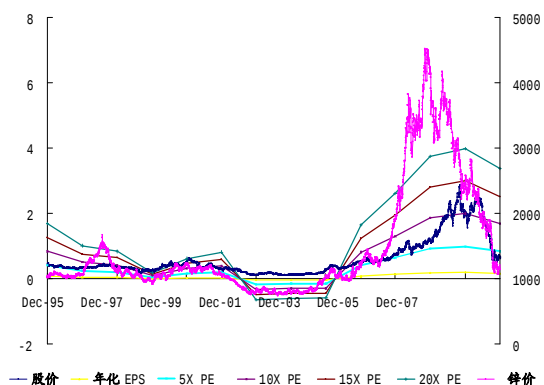
从公司历史 PE-Band 走势来看, 与国际其它铅锌企业相比, 公司估值水平一直偏高。以 2010 年锌均价 1.8 万元预测公司 EPS 为 0.56 元, 对应现在股价 PE 为 36.8 倍, 考虑公司未来在呼伦贝尔地区将有新产能投入, 未来精矿产出也有增加空间, 给予一定估值溢价是合理的, 我们认为给予公司 2010 年 45X 市盈率对应 25.2 元是合适的, 给予“推荐”评级。

图：公司 PE-Band 走势图

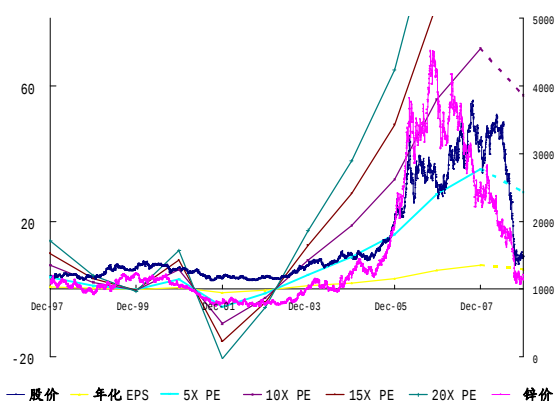


资料来源：Bloomberg

图：GMEX(墨西哥矿业) PE-Band 走势



图：KGHM PE-Band 走势



资料来源：Bloomberg

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。