

驰宏锌锗 (600497)

资源增长前景看好，下半年受益于行业景气度的回升

维持评级

原材料/贵金属及采矿

2009 年 7 月 30 日

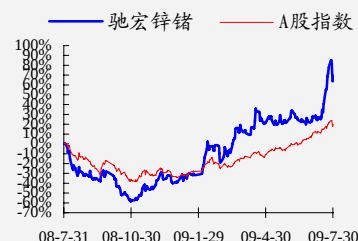
投资要点:

- 公司是中国百家最大的有色金属冶炼企业之一，集探矿、采矿、选矿、冶炼、化工和科研为一体的国家大型企业，是我国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。
- 公司公告的铅锌储量在 300 万吨左右，远景储量预计超过 600 万吨。公司未来资源扩张前景看好，云南省有色资源丰富，随着地质勘探的进行，我们对公司在会泽和昭通地区找矿前景仍然比较看好。公司控股的呼伦贝尔驰宏矿业有限公司取得了 1000 平方公里有色金属资源探矿权。内蒙古铅锌矿产丰富，找矿前景较好，预计公司未来铅锌矿产储量将会有较大增长，呼伦贝尔驰宏矿业矿产的自给率可能超预期。
- 随着各国采取的经济刺激政策逐渐生效，下游需求逐步恢复，基本金属的价格也出现了强劲反弹。目前国内的铅锌价格已经在公司成本线之上，随着下半年基本价格的进一步回升，公司盈利状况将进一步改善。产能方面，公司未来较为明确的增长主要来自于会泽厂区的 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌的扩建，呼伦贝尔冶炼厂项目的建设以及昭通市铅锌矿日处理 2000 吨选厂项目。
- 行业方面我们认为下半年铅锌需求仍然是一个逐步回升的过程，美元将逐步走弱，通胀预期仍将持续，因此铅锌价格在下半年还将持续回升。
- 预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.26 元、0.51 元和 0.81 元。考虑到下半年铅锌价格有可能进一步上涨以及公司未来的成长性，给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	464,398	(24.00)	15,265	(88.41)	0.20	6.5	135	
2009E	413,202	(11)	20,149	31.99	0.26	7.95	105	
2010E	516,149	(24.9)	39,617	96.62	0.51	13.9	53	
2011E	707,695	(37.1)	63,245	59.64	0.81	18.8	33.4	

走势图



市场数据

2009-7-30

收盘价:	27.11 元
52 周最高价:	30.60 元
52 周最低价:	6.60 元
平均持仓成本:	19.52 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	78,000
流通 A 股 (万股):	78,000
每股收益 (元):	0.00
每股净资产 (元):	3.02
每股经营现金流 (元):	0.10
市净率:	8.71

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 公司资源状况

公司是中国百家最大的有色金属冶炼企业之一，集探矿、采矿、选矿、冶炼、化工和科研为一体的国家大型企业，是我国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。公司主要产品有铅、锌、锗三大系列 20 余个品种，拥有矿山厂、麒麟厂两座自备矿山，曲靖和会泽两个生产基地，其中麒麟厂矿山资源储量大、品位高（平均品位在 27% 左右，远远高于国内平均 6.8% 的铅锌品位），并且富含金属锗，如此高品位大储量的铅锌矿，在亚洲乃至世界范围内都不多见。

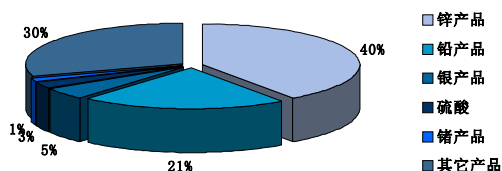
资源方面，公司公告的铅锌储量在 300 万吨左右，远景储量预计超过 600 万吨。根据公司上市时的公告，公司保有 B+C+D 级的工业储量为：矿石量 878.73 万吨，铅锌金属量为 244.34 万吨，银 679.98 吨，锗 315.39 吨，外推的 E 级地质储量为：矿石量 317.94 万吨，铅锌金属量为 70.44 万吨，银 212 吨，锗 85 吨，工业储量和外推储量总计为：矿石量 1196.67 万吨，铅锌金属量 314.77 万吨，银 892 吨，锗 400 吨。

公司未来资源扩张前景看好，云南省有色资源丰富，随着地质勘探的进行，我们对公司在会泽和昭通地区找矿前景仍然比较看好。公司控股的呼伦贝尔驰宏矿业有限公司取得了 1000 平方公里有色金属资源探矿权。目前公司多个项目正在抓紧进行，内蒙古铅锌矿产丰富，找矿前景较好，预计公司未来铅锌矿产储量将会有较大增长，呼伦贝尔驰宏矿业矿产的自给率可能超预期。

2. 主营业务情况

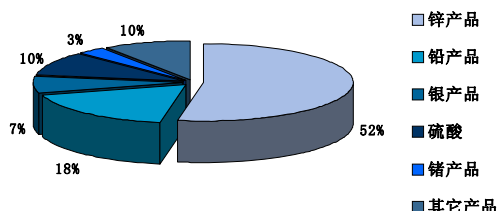
公司 2008 年完成产品产量：铅锌总量 27.73 万吨，比上年同期增加 2.23%，其中：电锌 139,685.53 吨、锌合金 41,841.36 吨；电铅 90,759.14 吨（含自耗）；锗产品含锗 15,319.76 千克；银产品 130,310.28 千克（含委托加工和自耗）；硫酸 313,270.42 吨（含自耗）。累计完成销售量：锌锭 143,270.17 吨、热镀锌合金 34,713.92 吨、压铸锌合金 9,903.29 吨；电铅 94,333.40 吨；高纯锗 2,589.28 千克、二氧化锗 11,520.20 千克；硫酸 260,055.20 吨；银锭 88,166.90 千克。

图 1. 公司主营业务收入占比情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 2. 公司利润占比情况

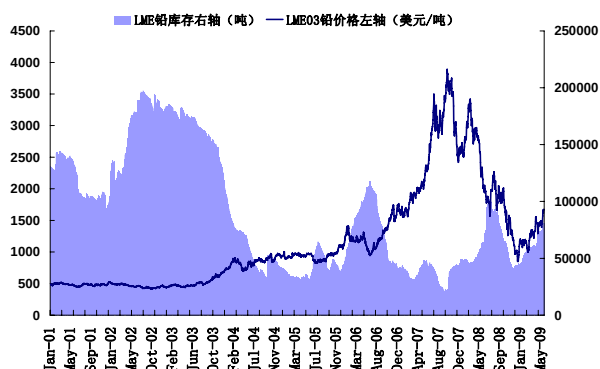


数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

公司主要产品为铅锌, 分别占营业收入的 40%和 21%, 占营业利润的 52%和 18%。
2009 年上半年以来, 随着各国采取的经济刺激政策逐渐生效, 下游需求逐步恢复, 基本金属的价格也出现了强劲反弹。目前国内的铅锌价格已经在公司成本线之上, 随着下半年基本价格的进一步回升, 公司盈利状况将进一步改善。

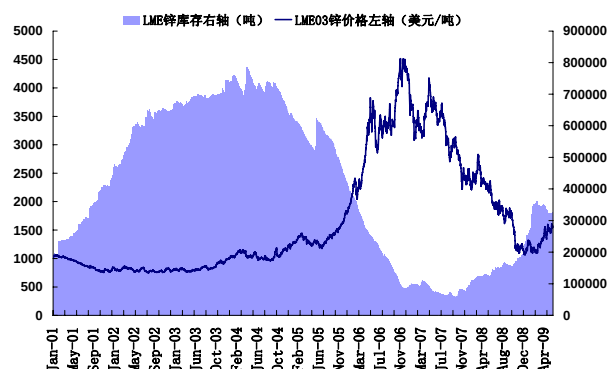
库存方面, LME 铅锌库存仍然处于较低的位置, 对铅锌价格构成较强的支撑, 随着经济的复苏, 下游需求也在逐步恢复, 预计库存仍将维持在低位, 2009 年过剩情况较 2008 年将有所好转。

图 3.LME3 月期铅价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

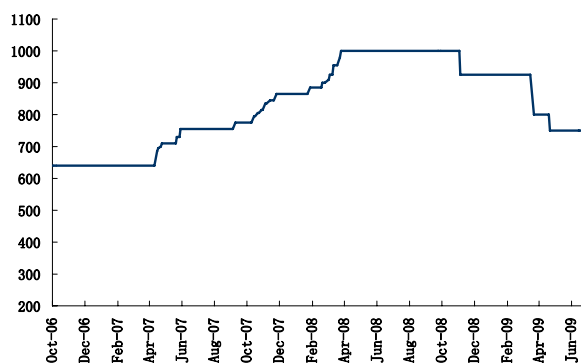
图 4.LME3 月期锌价格和库存变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

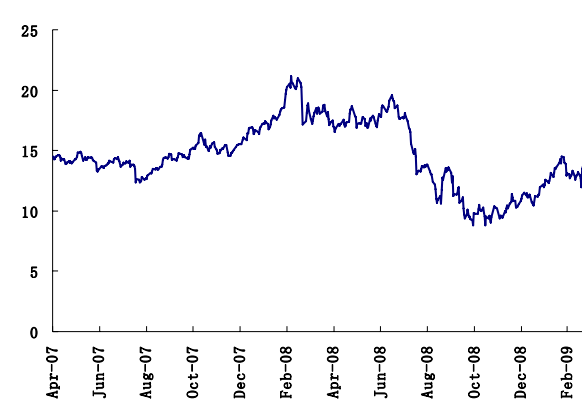
另外公司银产品价格也出现了明显回升, 由于宽松货币政策以及美元贬值和工业需求的上升, 白银价格预计下半年仍将上升, 锗产品方面, 国际锗价格开始企稳, 由于锗主要用于半导体产业, 受下游需求下降的影响, 预计锗价仍将保持稳定。

图 5.国际锗价格变化趋势（美元/千克）



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 6. COMEX 白银活跃期货月合约（美元/盎司）



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

产能方面, 公司未来较为明确的增长主要来自于会泽厂区的 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌的扩建, 呼伦贝尔冶炼厂项目的建设以及昭通市铅锌矿日处理 2000 吨选厂项目。

2.1 会泽厂改建扩产优化布局

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。目前老厂产能约为 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 10 万吨电铅项目并不会带来新增产量。

会泽厂改建扩产项目预计在 2010 年底建成，届时会泽矿区 8 万吨锌精矿和 3.5 万吨铅精矿将全部供应给会泽厂的冶炼产能，会泽 6 万吨的粗铅则给曲靖 10 万吨精铅项目配套。项目投产后将提升公司铅锌冶炼产能，减少公司粗铅采购量，同时节省公司的运输费用。

2.2 呼伦贝尔冶炼厂项目逆势扩张

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%，呼伦贝尔驰宏公司在 2008 年 6 月启动了 14 万吨锌冶炼，6 万吨铅冶炼项目，目前前期工作已基本完成，预计项目在年底到明年初便可开工建设。由于 2008 年下半年金融危机爆发，中国有色金属行业也受到了很大的冲击，公司在行业低点的时候启动呼伦贝尔冶炼项目，逆势扩张冶炼产能，其建设成本较低。预计该项目到 2012 年便可建成投产。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，此外公司控股股东云南冶金集团总公司在云南有部分矿山，未来将供应给冶炼厂，此外当地的一些中小矿山也将提供部分铅锌矿。

与冶炼厂投资项目相配套，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，内蒙古地区铅锌矿资源丰富，公司探矿的前景较好，未来将成为公司铅锌储量重要的增长来源。此外内蒙古地区铅锌精矿众多，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，由于经济危机的冲击，一些经营困难的中小矿主也有出售矿山的意愿。因此不排除公司未来收购一些当地的矿山来增加公司矿产的自给率，预计公司呼伦贝尔冶炼项目未来矿产自己率有可能超出市场之前的预期。

2.3 昭通市铅锌矿日处理 2000 吨选厂项目

云南省昭通市铅锌矿日处理 2000 吨选厂主体工程基本完成，已进入试生产阶段。公司昭通矿山原有锌精矿产能 1.5 万吨，铅精矿产能 5000 吨。公司计划在昭通地区新建 2000 吨/天的选厂，该项目目前已基本完成，年化选矿能力达到了 64 万吨，折合金属量在 12 万吨左右。目前公司在昭通地区的采矿能力难以维持选矿需要，今年可能无法完全达产。昭通地区公司采矿地点附近还存在一些私人的采矿点，预计未来公司选矿厂可能向当地的私人矿山购买矿石，同时根据一矿一采以及国家有色行业振兴规划关于资源整合的原则，公司除了增加昭通市自有矿山的出矿量外，有可能推

动当地铅锌矿产资源的整合。

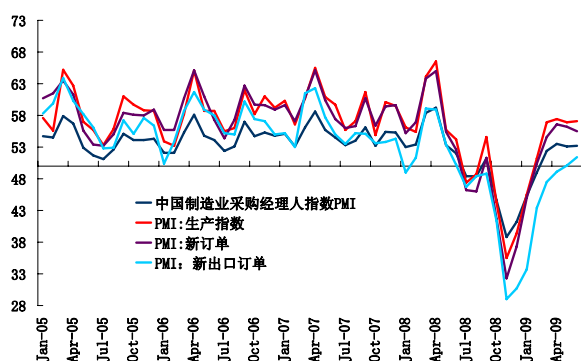
2.4 麦哲伦矿起运提高公司矿产保障力度

公司的控股股东云南冶金集团总公司 2007 年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，后来由于环保问题，麦哲伦矿停产。目前爱维尼亚公司已经重新获准外运精矿。麦哲伦矿为全球十大铅矿之一，年产能约 10 万吨，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，可以进一步保障公司外购原料供给的持续和稳定。由于国内铅锌矿供应紧张，麦哲伦矿稳定的供应有助于公司经营稳定。

3. 铅锌行业：需求回暖，景气度继续回升

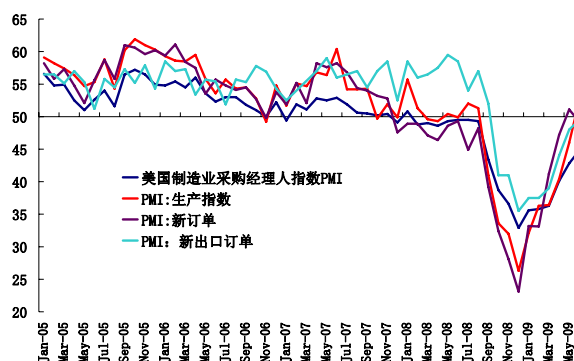
行业方面，中国 6 月份宏观数据好于预期，中国 PMI 指数继续保持在 50 以上，美国 6 月份 PMI 继续回升，其中 PMI 生产指数已经处于 50 以上，经济见底现象更加明确。由于有色金属行业和经济周期的相关性比较大，随着下半年全球经济见底回升，铅锌行业的景气度也将继续回升。

图 7. 中国 PMI 指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 8. 美国 PMI 指数变化情况

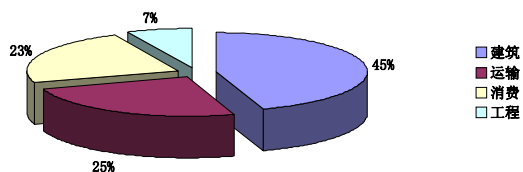


数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

锌行业主要的终端需求来自于建筑行业和汽车行业，而铅的终端需求主要来自于电池行业，而电池又主要用于汽车行业。因此汽车和建筑行业（特别是房地产行业）对铅锌需求具有很大的影响。

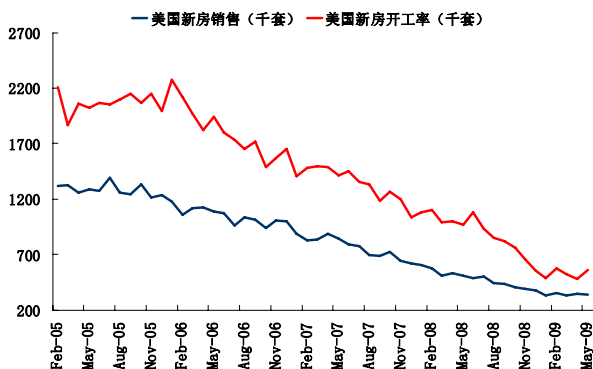
从 2009 年上半年以来，中国房地产销售价格指数率先企稳回升，土地开发指数和房地产开发投资指数也随后企稳回升，美国过房地产销售和开工率下滑趋势也有所趋缓，新房开工率出现了反弹，有企稳回升的迹象。汽车行业方面，欧美和美国汽车销量仍然维持在低位，而中国汽车销量却出现了大幅度增长，预计下半年中国汽车销量仍将保持稳步回升。

图 9.世界锌消费结构



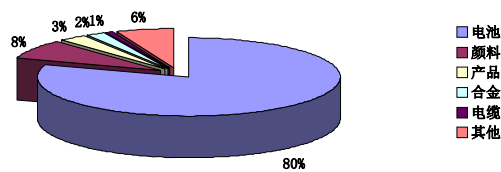
数据来源: UBS 东北证券金融与产业研究所

图 11.美国房地产开工建设情况



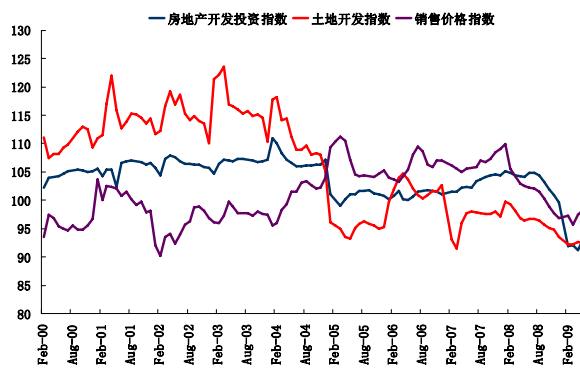
数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 10.世界铅消费结构



数据来源: UBS 东北证券金融与产业研究所

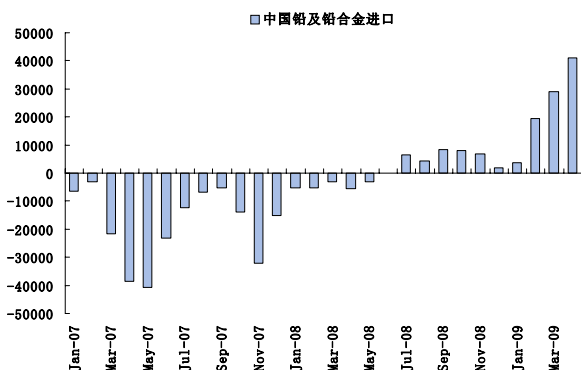
图 12.中国房地产行业指数



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

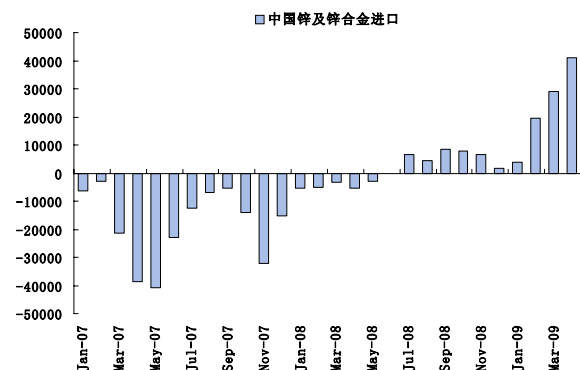
我们认为世界的经济结构并没有发生大的变化,汽车行业和房地产行业在一段时间内仍将引领全球经济的发展。因此随着全球经济的复苏,来自于房地产和汽车行业的需求将逐步复苏,我们预计铅锌价格在下半年仍将继续回升。

图 13.中国铅及铅合金月度进口



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 14.中国锌及锌合金月度进口

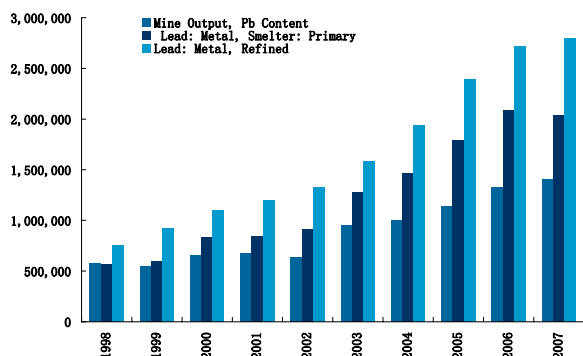


数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

上半年中国对铅锌的需求保持强劲,2009 年以来对铅锌的进口大幅度增加。从

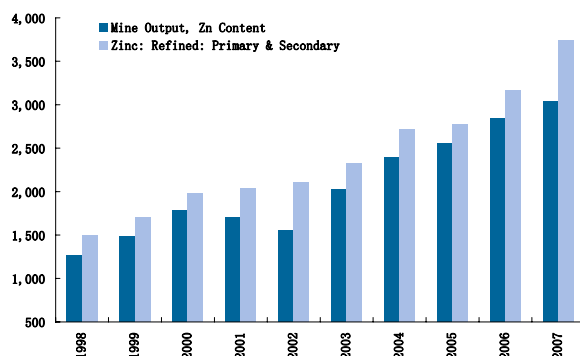
二季度开始，中国房地产和汽车的销量快速回升，销量的回升必将带动投资的回升，因此中国对铅锌的需求也将逐步回升。从产量来看，中国铅锌行业的产量从 1998 年以来一直保持较快增长，矿山的产量也稳步增加，从矿产的自给率上来看，铅锌行业（特别是锌）的矿产自给率要远远高于铜行业。中国铅锌行业的需求在全球中的占比在 30% 左右，随着中国需求的增加，中国因素对全球铅锌行业的影响正在逐步加大。由于中国房地产和汽车销量强劲反弹，必然带动着两个行业的投资，从而拉动铅锌的消费。

图 15. 中国历年铅行业产量（吨）



数据来源：CEIC 东北证券金融与产业研究所

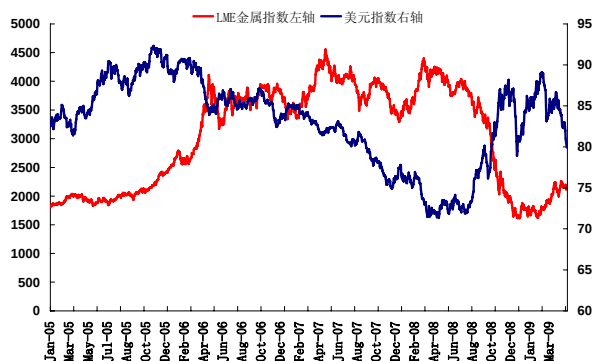
图 16. 中国历年锌行业产量（吨）



数据来源：CEIC，东北证券金融与产业研究所

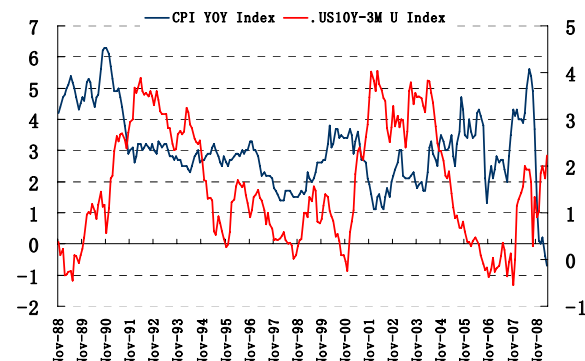
我们认为目前美国经济缺乏新的引领全球产业，巨额的贸易差额将导致美元长期走弱，我们认为下半年美元仍将是一个逐步走弱的趋势。另一方面由于各国政府前期向市场投入的大量流动性，随着经济见底企稳，人们开始担忧大量基础货币的投入又可能带来严重的通胀，而基本金属作为重要的大宗商品有良好的抵御通胀的能力，在最近的一段时间内重新获得了投资者的青睐。从美国长短期国债收益率和 CPI 走势来看，虽然 CPI 目前仍处于负值，但美国 10 年期和 3 个月国债的利差正在逐步扩大，说明人们对未来通胀的担忧正在逐步升温，对未来购买力下降风险的要求收益也在逐步增加。

图 17. LME 金属指数和美元指数



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 18. 美国长短期息差和 CPI 指数情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

从以上几方面考虑，我们认为铅锌价格下半年仍将是一个震荡回升的态势。铅锌行业的景气度在下半年也将逐步回升。

4. 盈利预测与评级

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.26 元、0.51 元和 0.81 元。考虑到下半年铅锌价格有可能进一步上涨以及公司未来的成长性，给予谨慎推荐评级。

5. 风险提示

下半年经济复苏情况低于预期。公司资源储量增长情况低于预期。呼伦贝尔和会泽冶炼项目工程进展得于预期。大盘系统性风险。

报表预测:

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	464,397.86	413,202.13	516,148.89	707,695.25	P / E	135.55	104.95	53.38	33.43
营业成本	361,192.84	336,255.07	407,364.17	543,892.49	EV / 收入	4.85	5.38	4.48	3.40
营业费用	12,354.28	10,330.05	10,322.98	14,153.90	EV / EBITDA	18.62	38.95	26.07	18.47
管理费用	33,002.52	28,924.15	30,968.93	42,461.71	EV / EBIT	67.34	61.80	36.25	23.64
财务费用	12,790.59	7,742.28	10,007.39	16,332.55	EV / NOPLAT	86.08	82.41	48.33	31.52
投资收益	36.16	0.00	0.00	0.00	EV / IC	5.96	6.03	4.74	3.78
营业利润	20,650.86	28,231.76	53,756.23	85,593.02	P / B	9.01	8.34	7.42	6.30
利润总额	18,730.51	26,731.76	52,556.23	84,393.02	Dividend Yield (%)	0.00%	0.19%	0.37%	0.60%
所得税	4,078.82	6,682.94	13,139.06	21,098.26					
净利润	14,651.69	20,048.82	39,417.17	63,294.77	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	15,265.23	20,148.82	39,617.17	63,244.77	基本 EPS	0.20	0.26	0.51	0.81
NOPLAT	26,159.13	26,980.53	47,822.71	76,444.18	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	1.64	1.70	0.41	0.69
					每股净现金流	0.32	(0.12)	0.26	0.11
					每股净资产	3.01	3.25	3.66	4.31
资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	50,523.16	41,320.21	61,937.87	70,769.52	净负债 / 权益	0.39	0.27	0.55	0.76
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	52.13%	52.92%	55.93%	58.61%
应收帐款	549.46	7,924.42	8,484.64	11,633.35	流动比率	0.93	0.70	0.63	0.63
预付款项	19,613.84	26,338.94	22,265.30	19,545.84	速动比率	0.43	0.37	0.33	0.27
存货	99,035.89	73,699.74	89,285.30	149,011.64					
流动资产合计	182,392.57	156,352.53	190,803.57	265,006.75	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	326,386.28	400,259.89	475,379.47	566,851.21	盈利能力				
资产总计	508,778.85	556,612.42	666,183.04	831,857.97	毛利率	22.22%	18.62%	21.08%	23.15%
短期借款	74,500.00	43,483.17	151,906.03	259,230.19	营业利润率	4.45%	6.83%	10.41%	12.09%
应付帐款	16,237.71	14,739.95	16,740.99	26,822.10	净利率	3.29%	4.88%	7.68%	8.94%
预收款项	5,636.35	6,462.75	7,495.05	8,910.44	净资产收益率	6.50%	7.95%	13.90%	18.83%
流动负债合计	195,355.61	223,625.69	303,946.53	423,050.86	偿债能力				
非流动负债	69,887.42	70,912.93	68,668.96	64,493.75	流动比率	0.93	0.70	0.63	0.63
少数股东权益	8,754.70	8,654.70	8,454.70	8,504.70	速动比率	0.43	0.37	0.33	0.27
母公司股东权益	234,781.13	253,419.11	285,112.85	335,808.66	资产负债率	52.13%	52.92%	55.93%	58.61%
净营运资本	(12,963.04)	(67,273.15)	(113,142.97)	(158,044.11)	成长能力				
投入资本 IC	377,654.45	368,450.11	487,749.05	636,987.36	营业收入增长率	-24.00%	-11.02%	24.91%	37.11%
					营业利润增长率	-86.40%	36.71%	90.41%	59.22%
					净利润增长率	-88.36%	31.99%	96.62%	59.64%
					净资产增长率	-23.08%	7.94%	12.51%	17.78%
					营运能力				
					应收帐款周转率	93.00	97.52	62.91	70.35
					存货周转率	2.54	3.89	5.00	4.56
					总资产周转率	0.89	0.78	0.84	0.94
现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	14,651.69	20,048.82	39,417.17	63,294.77					
折旧摊销	87,511.47	0.00	24,880.42	28,528.26					
净营运资金增加	(77,417.01)	(54,310.12)	(45,869.81)	(44,901.14)					
经营活动产生现金流	128,080.15	132,989.99	31,969.58	54,164.22					
投资活动产生现金流	(76,482.03)	(95,869.37)	(99,600.00)	(119,600.00)					
融资活动产生现金流	(26,441.98)	(46,323.57)	88,248.07	74,267.44					
现金净增 (减)	25,156.15	(9,202.95)	20,617.65	8,831.66					

数据来源: Wind 公司公告

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209