

2009 年 9 月 23 日

驰宏锌锗

稳步前进

A
持有

600497.SS – 人民币 27.22

目标价格: 人民币 30.00

乐宇坤

+8621 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	175	(1)	39	131
相对新华富时	114	5	42	101
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	780
流通股 (%)	65
流通股市值 (人民币 百万)	13,820
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	591
净负债比率 (%)	55
主要股东(%)	
云南冶金集团股份有限公司	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

云南驰宏锌锗股份有限公司 (驰宏锌锗) 是中国最大的铅锌生产商之一，公司拥有的会泽铅锌矿是中国罕见的富矿，品位高达 25% 以上。驰宏锌锗所在的云南省是中国铅锌储量最大的省，作为省国资委下属的最大的铅锌生产商，我们相信公司在整合省内资源方面具有优势。此外，公司的母公司云冶集团在内蒙古呼伦贝尔地区收购了一个大型铅锌矿山，这也增加了未来公司在内蒙古地区开拓资源的机会。目前公司 2009 年的市净率为 8.6 倍，较同业平均水平有 51% 的溢价，我们认为估值处于合理的区间范围，反映了市场对公司未来乐观的预期。我们给予驰宏锌锗的目标价格为 30.00 元人民币，首次评级为**持有**。

支撑评级的要点

- 全球经济复苏推动铅锌价格上升。
- 呼伦贝尔项目可能成为驰宏锌锗 2010 年后的一個主要亮点。
- 公司未来 5 年内的铅锌总产能可能较目前翻一番。

评级面临的主要风险

- 铅锌矿的供应过快增长。
- 债务负担加重。
- 资源整合进展低于预期。

估值

- 我们以 9.5 倍的 2009 年市净率给公司估值，这相当于 2006-07 年间证券市场处于上升阶段时公司的平均市净率水平，由此得出公司的目标价格为 30.0 元。我们对公司的首次评级为**持有**。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	5,897	4,492	3,914	4,446	5,296
变动 (%)	33	(24)	(13)	14	19
净利润 (人民币 百万)	1,317	153	230	354	436
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.689	0.196	0.295	0.454	0.559
变动 (%)	26.9	(88.4)	50.5	54.1	23.1
市盈率 (倍)	16.1	139.1	92.4	60.0	48.7
每股现金流量 (人民币)	1.38	1.62	0.99	0.87	1.19
价格/每股现金流量 (倍)	19.8	16.9	27.6	31.2	23.0
净资产收益率 (%)	6.5	41.4	40.0	31.4	24.0
每股股息 (人民币)	2.353	0.176	0.208	0.320	0.447
股息率 (%)	8.6	0.6	0.8	1.2	1.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

估值.....	3
公司背景.....	5
拥有高品位的铅锌矿	6
未来冶炼产能快速增加	7
呼仑贝尔项目可能成为明年的亮点	8
资源整合机会	10
盈利展望.....	11
债务负担加重	14
附录一、财务数据	15
研究报告中所提及的有关上市公司	16

估值

驰宏锌锗所在的云南省是中国铅锌储量最大的省份，作为省国资委下属最大的铅锌生产企业，我们相信公司在整合省内资源方面具有优势。此外，公司的母公司云冶集团在内蒙古呼伦贝尔地区收购了一个大型铅锌矿山，这也增加了未来公司在内蒙古地区开拓资源的机会。因此，我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。

我们使用了市净率方法对驰宏锌锗进行估值，这主要是 09 年公司的盈利水平仍处于恢复阶段。

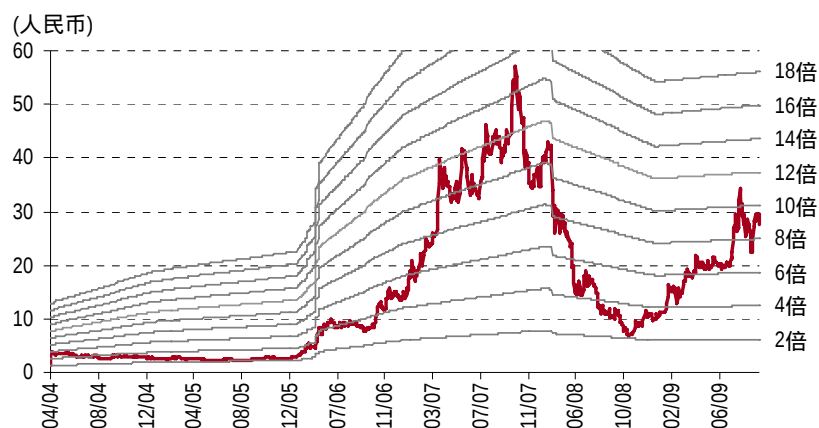
目前 A 股铅锌类上市公司 2009 年的平均市净率为 5.7 倍，而目前驰宏锌锗 2009 年的市净率为 8.6 倍，较平均水平有 51% 的溢价。考虑到公司即将进行配股，而且目前已经获得证监会有条件通过，假设公司 09 年底配股完成，根据每 10 股配 3 股，全部融资金额不超过 18 亿元的条件，我们预计完成配股后公司的 2009 年底的每股净资产将由目前的 3.15 元增加 33% 至 4.2 元，相应的公司 2009 年的市净率将降至 6.5 倍，较同业平均水平有 14% 的溢价。因此我们认为目前公司的估值处于合理水平，基本反映了市场对公司未来更乐观的预期。

我们以 9.5 倍的 2009 年市净率给公司估值，这相当于 2006-07 年间证券市场处于上升阶段时公司的平均市净率水平，由此得出公司的目标价格为 30.0 元。该目标价格也相当于 7.1 倍的假设配股完成后的 2009 年市净率，较同业平均水平有 25% 的溢价。在我们的盈利预测中，未考虑公司未来可能的资产收购因素。由于目前公司的估值基本处于合理的区间，我们对公司的首次评级为**持有**。

图表 2. 估值比较

公司	代码	货币	收盘价	市盈率 (倍)			市净率 (倍)		股息率 (%)		净资产收益率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
A 股铅锌公司													
中金岭南	000060.SZ	人民币	24.80	63.6	72.3	37.7	6.6	5.8	0.3	0.7	9.5	16.3	
西部矿业	601168.SS	人民币	13.56	56.5	96.7	39.8	3.2	3.0	0.4	1.0	3.3	7.8	
宏达股份	600331.SS	人民币	17.50	n/a	146.7	34.8	7.7	6.4	0.1	0.6	5.4	20.1	
中色股份	000758.SZ	人民币	14.94	87.0	87.6	42.9	5.2	4.7	0.2	0.4	6.1	11.5	
平均				69.0	100.8	38.8	5.7	5.0	0.3	0.6	6.1	13.9	
驰宏锌锗	600497.SS	人民币	27.22	136.1	92.4	60.0	8.6	7.9	0.6	1.0	9.6	13.8	
国际同类公司													
斯特拉塔	XTA.LN	便士	940.5	7.3	18.0	11.8	1.1	1.0	0.6	0.9	6.1	8.8	
Kagara zinc	KZL AU	澳元	1.085	n.a.	n.a.	32.9	3.0	2.7	0.0	0.3	n/a	8.7	
Hindustan Zinc	HZ.IN	印度卢比	819.65	12.7	13.2	12.0	2.1	1.8	0.4	0.4	16.9	15.9	
Nyrstar	NYR BB	欧元	8.49	n.a.	40.8	23.1	1.2	1.1	0.7	1.3	2.9	4.9	
Boliden	BOL SS	瑞典克朗	79.6	23.3	13.2	8.2	1.2	1.1	2.3	3.7	9.8	14.3	
高丽亚铅	010130 KS	韩元	182,000	11.4	9.8	9.0	1.5	1.3	1.1	1.1	17.0	15.9	
Umicore	UMI BB	欧元	19.755	18.8	41.9	22.6	1.7	1.7	3.3	3.3	4.1	7.7	
Oz Mineral	OZL AU	澳元	1.17	n.a.	66.1	13.1	1.2	1.1	0.5	2.3	1.8	8.8	
平均				14.7	29.0	16.6	1.6	1.5	1.1	1.7	8.4	10.6	

资料来源：万德、彭博，中银国际研究预测

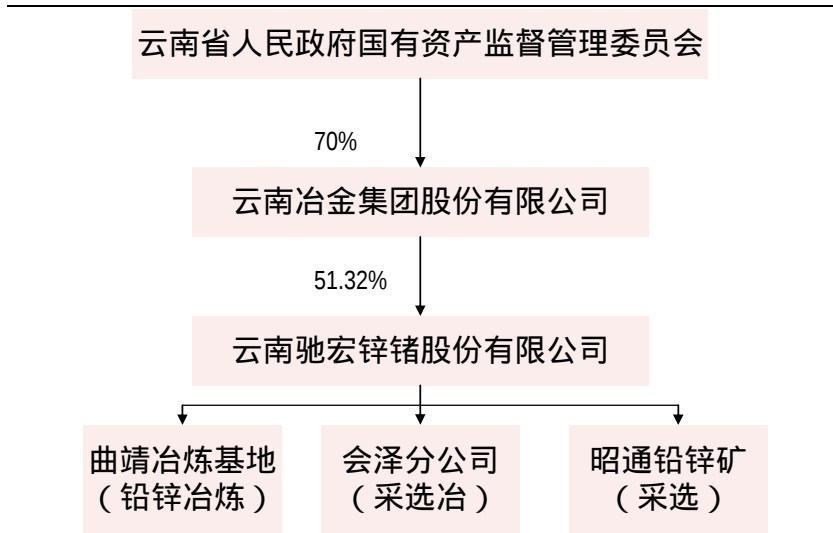
图表 3. 驰宏锌锗历史市净率图


资料来源：中银国际研究

公司背景

驰宏锌锗主要从事铅锌锗的探矿、选矿、开采、冶炼和深加工业务。09年上半年，公司约有59%的收入来自于锌产品，26%的收入来自于铅产品；毛利润中，54%来自于锌产品，34%来自于铅产品。驰宏锌锗的控股股东是云南省国资委直属的云南冶金集团股份有限公司（云冶集团），持有上市公司51.32%的股权。

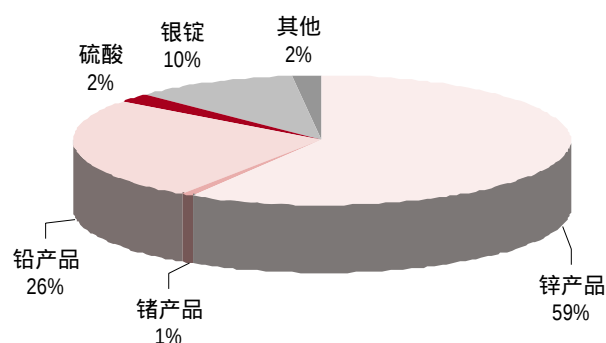
图表 4. 股权结构图



资料来源：公司数据

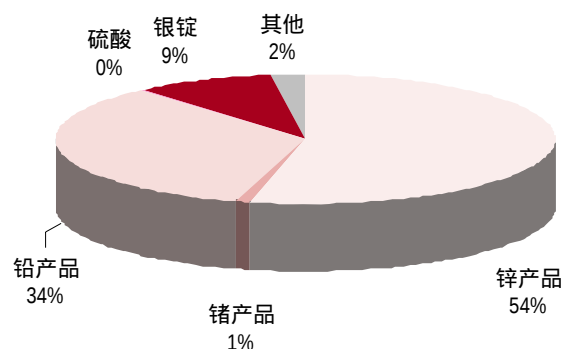
2008年公司锌产量约18万吨，占全国总产量的约4.5%，在全国排名第四，08年铅产量约9万吨，占全国总产量的约3%，排名全国第六。

图表 5. 09年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 6. 09年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

拥有高品位的铅锌矿

罕见的富矿 —— 会泽铅锌矿

目前公司自产的锌矿和铅矿主要来自于全资拥有的会泽铅锌矿，根据 2004 年公司的招股说明书，会泽铅锌矿的铅+锌资源储量 (金属量) 约 315 万吨，引人注目的是，会泽铅锌矿的铅+锌平均品位达到 25% 以上，远高于国内铅锌矿山 6.8% 的平均品位水平，是罕见的富矿。除了铅锌外，该矿还富含稀贵金属锗和银。

此外，公司还全资拥有昭通铅锌矿，根据国土资源部 2006 年 4 月的评审意见，该矿已探明的铅+锌的储量 (金属量) 为 30.5 万吨。昭通铅锌矿地处我国铅锌矿主产区，铅锌平均品位达 18.58%，尽管低于会泽铅锌矿的品位，但仍远远高于国内平均水平，也属于国内不多的富矿。

除了这两个矿山外，公司还控制了多处矿山的探矿权，主要包括呼伦贝尔驰宏矿业有限公司、宁南三鑫矿业、昆明弗拉瑞矿业有限公司、红河驰宏矿业有限公司，这些矿山目前还处于探矿阶段，其中，呼伦贝尔公司拥有近 700 平方公里的探矿权，我们预计会有不错的探矿前景。

图表 7. 驰宏锌锗铅锌矿资源

矿区	权益	采矿权面积	矿石储量	铅锌品位	铅锌金属资源储量	锗金属资源储量	银资源储量	日处理矿能力	年铅锌精矿产量 (金属量)
	(%)	(平方公里)	(万吨)	(%)	(万吨)	(吨)	(吨)	(吨)	(万吨)
会泽铅锌矿	100	2.7311	1,196.67	26.3	314.77	400	679.98	2,000	15
昭通铅锌矿*	100	5.7457	164.4	18.58	30.5	27.8179	163.249	500	1
合计			1,361.07		345.27	427.8179	843.229	2,300	16

*: 为已探明储量

资料来源：公司数据，中银国际研究

矿石自给率近 50%

会泽铅锌矿年产铅锌矿 (金属量) 约 15 万吨，昭通铅锌矿年产铅锌矿 (金属量) 约 1-2 万吨，因此，公司年铅锌矿的产量 (金属量) 约 16 万吨，锌矿的自给率约为 55%，铅矿的自给率为 40-45%。

昭通铅锌矿目前的选矿能力为 300 吨/日，公司在该地区新建了一个 2,000 吨/日的选厂，目前正在进行试车。我们估计该选厂投产后，每年需要消耗的铅锌矿石量可能近 65 万吨，而目前公司的昭通铅锌矿的矿石储量仅 164 万吨，显然不能满足该选矿厂的需求。因此我们预计该选矿厂投产初期主要依靠外购铅锌矿石，但我们相信随着公司在昭通地区矿产资源整合的推进，该选矿厂的外购矿会逐步减少。

未来冶炼产能快速增加

会泽 16 万吨扩建项目

公司目前正在对会泽生产区现有冶炼生产系统实施易地技术改造工程，建设规模为年产 6 万吨粗铅、10 万吨电锌和 24 万吨硫酸的冶炼厂，这也是公司即将配股的投资项目，技改期间不影响现有老厂生产，新厂建成后取代老厂。我们估计该项目如果顺利可能在 2010 年底开始试生产，大规模产出可能要到 2011 年。

会泽生产区目前有 6 万吨的锌产能，另外还有 2 万吨的粗铅产能（已停产），新项目投产后，公司每年的铅锌总产能可由目前的 26 万吨增加至 32 万吨，增长 23%。

呼伦贝尔 20 万吨新建项目

此外，公司在内蒙古呼伦贝尔的子公司在 2008 年中开始启动了 14 万吨锌冶炼和 6 万吨铅冶炼项目，目前项目审批等前期工作已基本完成，正在等待国家环保部的环评结果。由于呼伦贝尔地区冬季寒冷，每年的建设期仅 8 个月左右，所以该冶炼厂的建设期要相对较长，可能需要 2-3 年，我们估计如果明年初该项目能开工，可能要到 2012 年底才开始试生产，大规模产出可能要到 2013 年。

我们预计内蒙古项目投产后，公司每年的铅锌冶炼总产能可进一步增加至 52 万吨，是目前的两倍。

图表 8. 驰宏锌锗冶炼产能

矿区	权益 (%)	电锌 (万吨)	粗铅* (万吨)	电铅 (万吨)	硫酸 (万吨)	铅锌金属合计 (万吨)
曲径冶炼基地	100	10	6	10	26	20
会泽分公司 (技改前)	100	6	2	0	5.6	8
会泽改造前合计		16	8	10	31.6	26
会泽分公司技改后新增	100	4	4	0	18.4	6
会泽改造后合计		20	12	10	50	32
呼伦贝尔驰宏分公司(未建)	53	14	6	6	5	20
合计		34	18	16	55	52
合计(按权益)		27.4	15.2	13.2	52.7	42.6

*: 会泽铅锌矿的粗铅主要用于曲径基地精练

资料来源：公司数据，中银国际研究

呼伦贝尔项目可能成为明年的亮点

在呼伦贝尔拥有大量探矿权

驰宏锌锗于 2007 年 4 月与内蒙古呼伦贝尔市政府签署了《呼伦贝尔市有色金属资源合作开发协议书》，呼伦贝尔人民政府为公司配置不低于 1,000 平方公里有色金属资源探矿权(目前实际可能是约 700 平方公里)，由公司进行风险勘探；通过收购、参股、兼并等重组方式整合采矿权、探矿权。公司于 2007 年 6 月组建了呼伦贝尔驰宏矿业有限公司，公司占 40% 的股权，2008 年 12 月公司将股权比例提高至 53%。

截至目前，公司对该区域的探矿工作还未结束，因此详勘报告也还未能出具，但由于内蒙古地区铅锌矿储量丰富，我们对该区域的探矿前景持乐观态度。

母公司年初控制了一座大型矿山

但令我们惊喜的是，驰宏锌锗的母公司云冶集团在呼伦贝尔的矿权收购方面取得了重大突破。根据呼伦贝尔市政府网站报道，云冶集团在今年估计 2 月份出资 19.8 亿元完成了对新右旗荣达矿业有限责任公司(荣达矿业)的股权置换，持有荣达矿业 51% 的股权。

根据公司网站的资料，荣达矿业成立于 2001 年 12 月，位于内蒙古新巴尔虎右旗北面 48 公里处，地外中、俄、蒙三国交界。新巴尔虎左旗位于呼伦贝尔草原西南腹地，处于得尔布干多金属成矿带的西南延伸部分，是有色及贵金属矿产的主要赋存矿带，源潜力巨大，但目前该地区的矿产资源尚未被有规模的开发，属于待开发的处女地。根据内蒙古政府的矿产资源开发计划，政府准备未来重点开发该区域的矿产资源，建设高起点的贵金属和有色金属开采区。

另外根据当地政府网站介绍，荣达矿业是集探、采、选于一身的矿山企业，公司拥有新巴尔虎右旗甲乌拉矿区 32 平方公里的独家采矿权和经营权。矿山已探明的矿石储量 3,000 万吨，矿石综合品位 8%，其中：含锌品位 5%，含铅 2.5%，含铜品位 0.7%，含银 100 克左右。由此我们估计该矿区的铅锌金属储量可达到 200 万吨以上，而且采矿范围内的深部还有很好的找矿前景，极有可能还会有找矿新突破，由此，一座超大型规模的矿山逐渐崭露头角。

荣达公司目前有两个选矿厂，现在日采矿能力为 3,000 吨，选矿 4,300 吨，产品为铅锌精矿和银，我们估计目前公司铅锌 (金属量)的年产量可达到 3 万吨以上。

资产收购预期

母公司成功控股荣达公司，我们相信这不仅可以为驰宏锌锗准备在呼伦贝尔建设的 20 万吨铅锌冶炼厂提供原料保障 ;同时，由于与母公司之间存在了同业竞争，这增强了公司未来从母公司收购资产的预期，使得未来公司控制的铅锌储量存在翻番的可能。由此，我们认为呼伦贝尔项目可能成为驰宏锌锗 2010 年后的一个主要亮点。

资源整合机会

整合昭通地区铅锌矿

云南冶金集团于 2006 年 4 月出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺冶金集团与彝良县政府签订的《合作协议》中其享有的整体开发权及相关义务由驰宏锌锗履行。根据该协议，驰宏锌锗除拥有昭通铅锌矿现有的 5.7457 平方公里范围内的采矿权外，还将获得整个彝良矿冶加工基地规划区 193 平方公里区域内铅锌资源的勘探、开采、精选和冶炼的整体开发权 (含昭通铅锌矿已拥有的 5.74 平方公里)。经地质专家对属于以上矿界范围之内的整个矿区进行初步调查后，推测可探获矿石 600 万吨以上，铅锌金属储量在 100 万吨以上。

公司这几年一直在努力推进昭通地区的资源整合工作，但由于当地矿权较为分散，私营矿主较多，目前还未取得突破性进展。但我们认为，在政府的支持下，矿区的资源整合是大势所趋，我们对公司未来整合成功持乐观态度。

金鼎锌业股权

驰宏锌锗在 2008 年 4 月决定通过向云南冶金集团总公司、云南省兰坪白族普米族自治县国有资产管理局、怒江州国有资产经营有限责任公司、云南铜业(集团)有限公司发行总数量不超过 1.3 亿股人民币普通股，用以收购上述特定对象持有的合计 40% 的云南金鼎锌业有限公司 (金鼎锌业) 的股权。但由于有色金属价格大幅下滑，拟收购股权的估值存在较大的变化，且证券市场也发生了较大变化，因此公司在 2008 年 12 月决定放弃实施非公开发行股票方案。但我们认为这并不意味着公司就放弃了收购金鼎锌业股权的计划。

其他资源整合计划

为整合昆明市东川区铅锌矿产资源，公司在 2009 年 6 月收购了昆明弗拉瑞矿业有限公司 65% 股权，弗拉瑞在该地区有两个探矿权，目前公司正在该地区进行探矿工作。我们估计公司会有一定收获。

此外，公司在 07 年初收购了宁南三鑫矿业开发有限公司 90% 的股份，公司这两年一直在当地进行勘探，目前还未取得较大进展。

盈利展望

我们预计驰宏锌锗未来 3 年的净利润复合增长率可达到近 40%，这主要是受益于铅锌价格的上升。

铅锌价格回升

从全球范围看，全球近 50%的锌是直接用于生产镀锌钢材，再通过镀锌钢材用于汽车、建筑和基础设施建设，其中，建筑和基础设施建设占了锌最终用途的近 62%，汽车行业占了 23%。从铅的用途看，全球近 80%的铅是直接用于生产电池，再通过电池用于汽车等行业，其中汽车行业占了铅最终用途的 40%以上。

我们对未来铅的价格持乐观态度，因为中国居民消费升级以及在政府的刺激计划下，中国的汽车消费呈现强劲上升的态势；另外 OECD 国家的汽车消费也随着经济的逐步复苏以及政府的刺激政策而逐步恢复。但从供应方面看，由于政府对污染执行严格的控制（例如中国政府可能推出《重金属污染综合整治实施方案》），这使得未来铅的供应存在下降风险。我们相信这些因素将推动铅价格在未来两年保持上升态势。

从锌的最终用途看，锌的消费和一个国家的经济发展状况相关性较强，我们相信随着中国房地产行业投资的增长以及全球经济的复苏，锌的需求也会逐步上升，并推动锌价上涨。

而从更长期的时间看，中国有色金属工业协会预计中国目前的铅锌储量分别只够开采 7.7 年和 6.4 年，这使得国内铅锌原料供应前景堪忧。我们相信这对长期的铅锌价格走势有利。

图表 9. 铅锌价格假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
LME 锌价(美元/吨)	3,275	3,242	1,874	1,550	1,938	2,325
同比增长%	137.1	(1.0)	(42.2)	(17.3)	25.0	20.0
国内现货市场锌价(人民币/吨)	28,556	28,043	15,646	13,368	15,718	18,216
同比增长%	101.0	(1.8)	(44.2)	(14.6)	17.6	15.9
LME 铅价(美元/吨)	1,283	2,550	2,092	1,650	1,980	2,178
同比增长%	36.3	98.8	(18.0)	(21.1)	20.0	10.0
国内现货市场铅价(人民币/吨)	12,145	19,775	16,977	13,447	15,290	16,564
同比增长%	29.1	62.8	(14.2)	(20.8)	13.7	8.3

资料来源：彭博，中银国际研究预测

销量上升

2009年上半年公司累计完成产品产量：铅+锌总量 14.36 万吨，比上年同期增加 14.12%，其中：锌锭 7.78 万吨、锌合金 1.98 万吨；铅锭 4.33 万吨；高纯锗 1,996 公斤、二氧化锗 8,402 公斤；银锭 85.18 吨；硫酸 17.90 万吨。公司 2009 年生产计划为：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。根据上半年生产情况，我们认为公司完成全年计划问题不大。

我们估计公司正在建设的会泽 16 万吨铅锌项目要到 2011 年才会有大量的产出，因此，预计公司 2010 年的铅锌销量保持平稳，2011 年后会逐步上升。

图表 10. 销量假设

(千吨)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
锌产品	159	168	188	185	185	200
同比增长%	93.3	5.9	11.7	(1.5)	0.0	8.1
铅产品	54	92	94	100	100	110
同比增长%	230.8	68.6	3.0	6.0	0.0	10.0
锗产品含锗(吨)	11	11	11	13	15	15
同比增长%	26.2	0.2	(3.5)	19.6	17.6	0.0
硫酸	184	259	260	320	337	447
同比增长%	84.0	40.9	0.3	22.9	5.6	32.4

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

敏感性分析

铅锌价格变动

弛宏锌锗的盈利对于金属价格的走势十分敏感，其中最为敏感的是锌价。我们的敏感性分析显示，2010 年锌的平均售价较我们的盈利预测每上升 1%，公司盈利将增加 3.7%；铅的平均售价每上升 1%，公司 2010 年盈利将增加 1.4%。

图表 11. 盈利敏感性分析

锌价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	36.9	30.5
5	18.4	15.3
1	3.7	3.1
(1)	(3.7)	(3.1)
(5)	(18.4)	(15.3)
(10)	(36.9)	(30.5)

资料来源：中银国际研究预测

图表 12. 盈利敏感性分析

铅价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	13.8	10.7
5	6.9	5.3
1	1.4	1.1
(1)	(1.4)	(1.1)
(5)	(6.9)	(5.3)
(10)	(13.8)	(10.7)

资料来源：中银国际研究预测

自产铅锌矿销量变动

我们的敏感性分析显示，2010 年来自于自有矿山的锌产品销量每上升 1%，盈利将提高 0.5%；2010 年来自于自有矿山的铅产品销量每上升 1%，盈利将提高 0.3%。

图表 13. 盈利敏感性分析

自产锌销量变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	5.1	6.7
5	2.6	3.3
1	0.5	0.7
(1)	(0.5)	(0.7)
(5)	(2.6)	(3.3)
(10)	(5.1)	(6.7)

资料来源：中银国际研究预测

图表 14. 盈利敏感性分析

自产铅销量变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	2.9	2.4
5	1.5	1.2
1	0.3	0.2
(1)	(0.3)	(0.2)
(5)	(1.5)	(1.2)
(10)	(2.9)	(2.4)

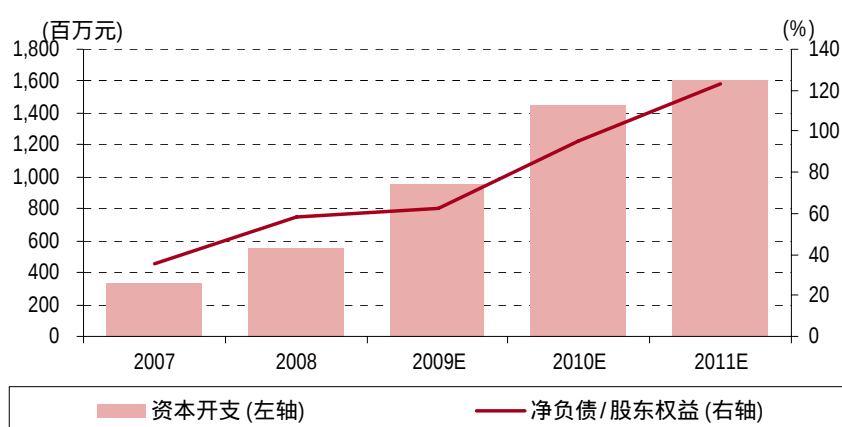
资料来源：中银国际研究预测

债务负担加重

我们预计随着会泽 16 万吨以及呼伦贝尔 20 万吨项目的进行，驰宏锌锗未来三年的资本开支将高达近 50 亿人民币，因此，我们预计公司的净负债/股东权益比率由 2008 年底的 58.5% 增加至 2011 年底的 123%，这使得公司的债务负担加重。

因此公司在 2009 年 4 月初决定进行配股，以公司 2008 年底的总股本为基数，向全体股东按每 10 股不超过 3 股的比例配售，共计配售数量不超过 2.34 亿股。配股拟募集资金不超过 18 亿元，将全部用于会泽 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用工程，预计项目投资总额 26.972 亿元，配股募集资金不足部分由公司自筹解决。2009 年 8 月 19 日，中国证监会有条件通过了驰宏锌锗的配股申请。公司目前正在等待中国证监会作出的予以核准或者不予核准的决定文件。

图表 15. 资本开支与净负债/股东权益比率



资料来源：公司数据，中银国际研究

我们假设在 2009 年年底公司可完成配股，配股价 7.7 元，公司将增加约 2.34 亿股新股，总股本将增加 30%，但 2011 年底净负债/股东权益可降至 65%，从而使公司的债务负担大大减轻。

附录一、财务数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	5,897	4,492	3,914	4,446	5,296
销售成本	(3,851)	(3,520)	(3,168)	(3,479)	(4,064)
经营费用	(232)	(424)	(170)	(199)	(184)
息税折旧前利润	1,815	548	576	768	1,048
折旧及摊销	(209)	(214)	(223)	(246)	(349)
经营利润 (息税前利润)	1,605	334	353	522	699
净利息收入/(费用)	(80)	(119)	(88)	(111)	(123)
其他收益/(损失)	(16)	(28)	5	5	5
税前利润	1,509	187	270	417	581
所得税	(193)	(41)	(41)	(62)	(145)
少数股东权益	2	6	0	0	0
净利润	1,317	153	230	354	436
核心净利润	1,317	153	230	354	436
每股收益(人民币)	1.689	0.196	0.295	0.454	0.559
核心每股收益(人民币)	1.689	0.196	0.295	0.454	0.559
每股股息(人民币)	2.353	0.176	0.208	0.320	0.447
收入增长(%)	33	(24)	(13)	14	19
息税前利润增长(%)	37	(79)	6	48	34
息税折旧前利润增长(%)	31	(70)	5	33	36
每股收益增长(%)	27	(88)	50	54	23
核心每股收益增长(%)	27	(88)	50	54	23

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	290	505	262	240	325
应收帐款	176	104	90	103	122
库存	1,848	990	863	980	1,168
其他流动资产	173	225	201	222	260
流动资产总计	2,487	1,824	1,417	1,545	1,875
固定资产	2,617	2,941	3,674	4,879	6,132
无形资产	149	232	231	230	229
其他长期资产	105	135	68	68	68
长期资产总计	2,825	3,264	3,929	5,134	6,385
总资产	5,311	5,088	5,346	6,678	8,260
应付帐款	262	182	264	290	339
短期债务	1,009	1,212	900	900	900
其他流动负债	563	559	491	581	790
流动负债总计	1,834	1,954	1,655	1,771	2,029
长期借款	365	666	900	1,900	3,000
其他长期负债	2	33	1	1	1
股本	390	780	780	780	780
储备	2,669	1,568	1,681	1,897	2,120
股东权益	3,059	2,348	2,461	2,677	2,900
少数股东权益	51	88	330	330	330
总负债及权益	5,311	5,088	5,346	6,678	8,260
每股帐面价值(人民币)	7.84	3.01	3.15	3.43	3.72
每股有形资产(人民币)	7.46	2.71	2.86	3.14	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	2.78	1.76	1.97	3.28	4.58

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,509	187	270	417	581
折旧与摊销	209	214	223	246	349
净利息费用	80	119	88	111	123
运营资本变动	(523)	779	181	(65)	(102)
税金	(202)	(47)	1	(32)	(30)
其他经营现金流	209	214	223	246	349
经营活动产生的现金流	1,073	1,260	768	680	925
购买固定资产净值	(471)	(632)	(955)	(1,450)	(1,600)
投资减少/增加	(12)	4	8	0	0
其他投资现金流	(14)	(3)	17	0	0
投资活动产生的现金流	(497)	(631)	(930)	(1,450)	(1,600)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	273	504	(78)	1,000	1,100
支付股息	(658)	(780)	(117)	(138)	(212)
其他融资现金流	(30)	(137)	114	(115)	(127)
融资活动产生的现金流	(414)	(413)	(81)	747	761
现金变动	162	215	(243)	(23)	86
期初现金	128	290	505	262	240
公司自由现金流	580	633	(158)	(766)	(671)
权益自由现金流	769	1,006	(336)	115	298

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	30.8	12.2	14.7	17.3	19.8
息税前利润率	27.2	7.4	9.0	11.7	13.2
税前利润率	25.6	4.2	6.9	9.4	11.0
净利率	22.3	3.4	5.9	8.0	8.2
流动性(倍)					
流动比率	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率	19.1	2.7	3.8	4.6	5.5
净权益负债率(%)	34.9	56.4	55.1	85.1	110.7
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	16.1	139.1	92.4	60.0	48.7
核心业务市盈率	16.1	139.1	92.4	60.0	48.7
目标价对应核心业务市盈率	17.8	153.3	101.9	66.1	53.7
市净率	3.5	9.0	8.6	7.9	7.3
价格/现金流	19.8	16.9	27.6	31.2	23.0
企业价值/息税折旧前利润	6.5	41.4	40.0	31.4	24.0
周转率					
存货周转天数	165.6	147.2	106.8	96.7	96.4
应收帐款周转天数	7.0	11.4	9.0	7.9	7.7
应付帐款周转天数	27.3	18.1	20.8	22.7	21.7
回报率(%)					
股息支付率	69.7	90.2	70.6	70.6	80.0
净资产收益率	48.9	5.6	9.6	13.8	15.6
资产收益率	28.4	5.0	5.8	7.4	7.0
已运用资本收益率	40.7	7.7	8.0	10.1	10.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中金岭南 (000060.SZ/人民币 24.80, 未有评级)

驰宏锌锗 (600497.SS/人民币 27.22 持有)

西部矿业 (601168.SS/人民币 13.56, 未有评级)

宏达股份 (600331.SS/人民币 17.50, 未有评级)

中色股份 (000758.SZ/人民币 14.94, 未有评级)

Hindustan Zinc (HZ.IN /印度卢比 819.65, 未有评级)

斯特拉塔(XTA.LN /便士 940.5, 未有评级)

Kagara zinc (KZL AU /澳元 1.085, 未有评级)

Nyrstar (NYR BB /欧元 8.49, 未有评级)

Boliden (BOL SS /瑞典克朗 79.6, 未有评级)

高丽亚铅(010130 KS /韩元 182000, 未有评级)

Umicore (UMI BB /欧元 19.755, 未有评级)

Oz Mineral (OZL AU /澳元 1.17, 未有评级)

以 2009 年 9 月 22 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371