

## 驰宏锌锗(600497)

### 国际化战略卖出第一步

#### --对外投资事件点评

靳海明

86-10-58362778

Jinhaiming58@yahoo.com.cn

#### 报告导读:

- 投资塞尔温铅锌矿项目使公司跻身世界级大矿开发
- 公司配股资金到位将加快会泽老厂区的扩建改造
- 维持公司“买入”评级

#### 投资要点:

##### ● 投资塞尔温铅锌矿项目使公司跻身世界级大矿开发

2009年12月12日驰宏锌锗在昆明市与塞尔温资源有限公司(SELWYN RESOURCES),就合作意向达成了框架协议。塞尔温公司董事会选定公司为唯一合作伙伴,并按如下方式进行合作,其合作方式为:公司与塞尔温公司将以塞尔温铅锌矿项目为基础,成立一个各占50%权益的合资公司。塞尔温公司将塞尔温项目的所有矿业权、矿产租赁权、所有许可证及资产转入该公司名下并占该公司50%的权益,公司将向该公司一次性注资1亿加元(合6.42亿人民币)拟获得50%的权益,以此进行塞尔温铅锌矿项目开发。本次对外投资事项需获得云南省国有资产监督管理委员会、云南省商务厅、云南省外汇管理局及国家发展和改革委员会的核准,以及公司股东大会的批准。

塞尔温资源有限公司资料介绍显示,公司主要拥有加拿大育空省的XY和Anniv矿区,目前该铅锌矿区正在进行可行性研究报告的编制,预计2010年完成。目前的资料显示,公司初步控制的铅锌矿石量为1.5435亿吨,其中含锌5.35%,含铅1.86%;推断的矿石量为2.3415亿吨,其中含锌4.54%,含铅1.41%。是铅锌储量超千万吨级的大矿,而且大部分可以露天开采,开采成本很低,只是由于当地的电力和交通问题,需要完善配套设施后才能进行开采。

渤海证券认为,投资塞尔温资源有限公司展示了驰宏对国外资源投资的高瞻远瞩,也揭开了公司国际化的序幕,此次投资如果成功将使公司在铅锌行业竞争力大幅提高。

##### ● 公司配股资金到位将加快会泽老厂区的扩建改造

12月9日,公司还完成了配股,共配售227765961股,配股价格7.69元,配股资金用于“会泽6万吨/年粗铅、10万吨/年电锌及渣综合利用工程项目”的建设,项目总投资269,720.87万元,投资利润率16.58%,项目投资内部收益率16.07%,投资回收期7.78年,具有良好的经济效益。

##### ● 继续维持公司“买入”评级

预计2009-2011年公司每股收益分别为0.48元、0.97元和1.1元,给予公司2010年30倍市盈率,收购溢价10%,公司股票合理价格为32元,维持公司“买入”评级。

| (百万元,元)      | 2007A  | 2008  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万)     |        |       |        |        |        |
| 元)           | 6111   | 4644  | 4014   | 4858   | 5942   |
| EBITDA(百万元)  | 1906   | 766   | 1095   | 1630   | 1799   |
| 净利润          | 1311   | 153   | 488    | 973    | 1111   |
| 摊薄 EPS(元)    | 3.36   | 0.20  | 0.48   | 0.97   | 1.10   |
| PE(X)        | 8.5    | 146.9 | 59.4   | 29.8   | 26.1   |
| EV/EBITDA(X) | 6.5    | 31.2  | 25.6   | 16.9   | 14.8   |
| PB(X)        | 3.6    | 9.2   | 6.6    | 5.5    | 4.8    |
| ROIC         | 32.86% | 9.74% | 11.23% | 15.82% | 15.91% |
| 总资产周转率       | 1.24   | 0.89  | 0.69   | 0.70   | 0.77   |

评级:

买入

上次评级

: 买入

目标价格: 32

上次预测

:

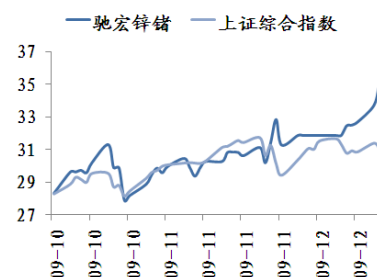
当前价格:

¥ 28.74

2009.12.16

| 单季度业绩   | 元/股   |
|---------|-------|
| 1Q/2009 | 0.002 |
| 2Q/2009 | 0.069 |
| 3Q/2009 | 0.104 |
| 4Q/2009 | 0.305 |

公司股价走势图



#### 公司简介

驰宏锌锗是高成长有色铅锌类上市公司,公司冶炼技术居行业领先地位,矿产自给率高,成长性好,最近几年扩张迅速,后来居上。

#### 相关报告

《驰宏锌锗3季报点评》

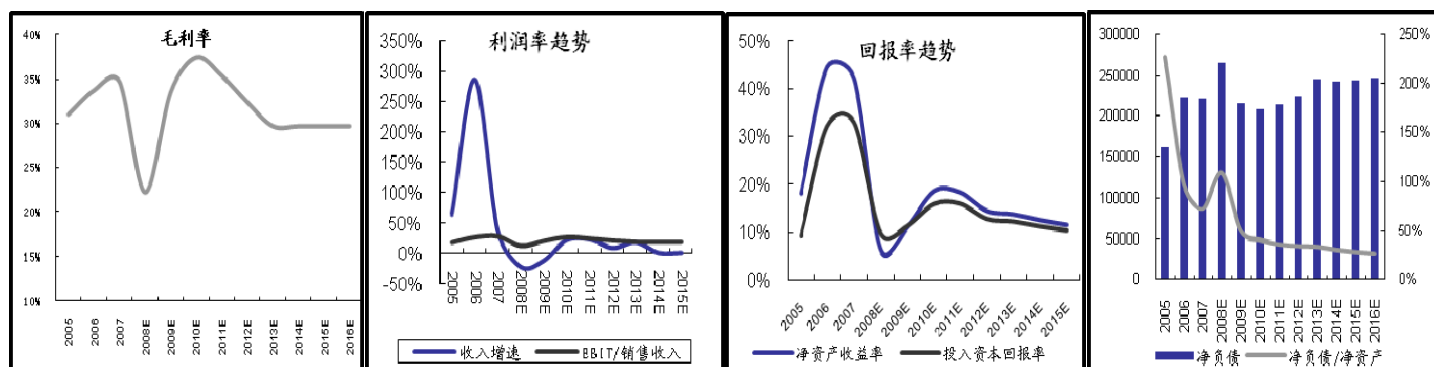
| 资产负债表   | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 利润表 (百万元) | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金    | 289  | 505  | 2105  | 2651  | 3494  | 营业收入      | 6111   | 4644   | 4014   | 4858   | 3534   |
| 应收票据    | 81   | 98   | 85    | 103   | 126   | 营业成本      | 3992   | 3612   | 2669   | 3040   | 2225   |
| 应收账款    | 94   | 5    | 22    | 27    | 33    | 营业税金及附加   | 49     | 41     | 30     | 38     | 25     |
| 预付款项    | 155  | 196  | 227   | 262   | 306   | 销售费用      | 116    | 124    | 120    | 107    | 67     |
| 其他应收款   | 18   | 29   | 25    | 30    | 37    | 管理费用      | 267    | 330    | 401    | 389    | 193    |
| 存货      | 1848 | 990  | 731   | 833   | 1052  | 财务费用      | 81     | 128    | 71     | 43     | 8      |
| 其他流动资产  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失    | 89     | 203    | 100    | 0      | 0      |
| 长期股权投资  | 24   | 24   | 24    | 24    | 24    | 公允价值变动收   |        |        |        |        |        |
| 固定资产    | 2425 | 2349 | 2641  | 2757  | 2675  | 益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 在建工程    | 181  | 572  | 486   | 443   | 272   | 投资收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 工程物资    | 9    | 19   | 19    | 19    | 19    | 汇兑收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产    | 102  | 174  | 157   | 139   | 122   | 营业利润      | 1518   | 207    | 622    | 1242   | 1016   |
| 长期待摊费用  | 14   | 17   | 15    | 13    | 12    | 营业外收支净额   | -16    | -19    | 0      | 0      | 0      |
| 资产总计    | 5310 | 5088 | 6545  | 7309  | 8178  | 税前利润      | 1502   | 187    | 622    | 1242   | 1016   |
| 短期借款    | 699  | 745  | 0     | 0     | 0     | 减: 所得税    | 193    | 41     | 136    | 270    | 152    |
| 应付票据    | 20   | 20   | 15    | 17    | 21    | 净利润       | 1309   | 147    | 487    | 971    | 864    |
| 应付账款    | 242  | 162  | 402   | 321   | 346   | 归属于母公司的   |        |        |        |        |        |
| 预收款项    | 113  | 56   | 68    | 83    | 101   | 净利润       | 1311   | 153    | 488    | 973    | 864    |
| 应付职工薪酬  | 322  | 324  | 324   | 324   | 324   | 少数股东损益    | -2     | -6     | -1     | -1     | 0      |
| 应交税费    | 42   | 57   | 57    | 57    | 57    | 基本每股收益    | 3.36   | 0.20   | 0.48   | 0.97   | 1.11   |
| 其他应付款   | 85   | 118  | 118   | 118   | 118   | 稀释每股收益    | 3.36   | 0.20   | 0.48   | 0.97   | 1.11   |
| 其他流动负债  | 5    | 0    | -2    | 1     | 4     | 财务指标      | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2010E  |
| 长期借款    | 365  | 666  | 666   | 666   | 666   | 成长性       |        |        |        |        |        |
| 预计负债    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 营收增长率     | 35.7%  | -24.0% | -13.6% | 21.0%  | 10.3%  |
| 负债合计    | 2208 | 2652 | 2151  | 2090  | 2141  | EBIT 增长率  | 43.7%  | -68.2% | 47.7%  | 61.9%  | 59.9%  |
| 股东权益合计  | 3102 | 2435 | 4394  | 5219  | 6037  | 净利润增长率    | 26.3%  | -88.4% | 219.4% | 99.5%  | 70.6%  |
| 现金流量表   | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 盈利性       |        |        |        |        |        |
| 净利润     | 1309 | 147  | 487   | 971   | 1110  | 销售毛利率     | 34.7%  | 22.2%  | 33.5%  | 37.4%  | 37.0%  |
| 折旧与摊销   | 218  | 229  | 302   | 346   | 373   | 销售净利率     | 21.5%  | 3.3%   | 12.1%  | 20.0%  | 24.4%  |
| 经营活动现金流 | 931  | 1281 | 1375  | 1135  | 1273  | ROE       | 42.3%  | 6.3%   | 11.1%  | 18.6%  | 18.7%  |
| 投资活动现金流 | -362 | -765 | -400  | -400  | -100  | ROIC      | 32.86% | 9.74%  | 11.23% | 15.82% | 16.46% |
| 融资活动现金流 | -408 | -264 | 625   | -189  | -330  | 估值倍数      |        |        |        |        |        |
| 现金净变动   | 161  | 252  | 1600  | 546   | 843   | PE        | 8.5    | 146.9  | 59.4   | 29.8   | 10.0   |
| 期初现金余额  | 128  | 289  | 505   | 2105  | 2651  | P/S       | 1.8    | 4.8    | 7.2    | 6.0    | 2.4    |
| 期末现金余额  | 289  | 541  | 2105  | 2651  | 3494  | P/B       | 3.6    | 9.2    | 6.6    | 5.5    | 1.9    |
|         |      |      |       |       |       | 股息收益率     | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.5%   | 0.0%   |
|         |      |      |       |       |       | EV/EBITDA | 6.5    | 31.2   | 25.6   | 16.9   | 5.1    |

### 3、DCF—WACC 输出

|         | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBIT    | 53703.3  | 79341.6  | 128450.5 | 142573.3 | 132050.1 | 138108.6 | 137063.9 | 136672.9 | 137254.7 | 137018.4 | 136984.1 |
| 所得税     | 11694.6  | 17277.7  | 27971.8  | 28514.7  | 33012.5  | 34527.2  | 34266.0  | 34168.2  | 34313.7  | 34254.6  | 34246.0  |
| NOPLAT  | 147105.0 | 42008.7  | 62063.9  | 100478.7 | 114058.7 | 99037.6  | 103581.5 | 102798.0 | 102504.7 | 102941.0 | 102763.8 |
| 营运资金净变动 | -58084.4 | 78770.2  | 47295.3  | -22507.4 | -24834.1 | -10171.4 | -16507.8 | -9077.3  | -4446.1  | -2530.8  | 25869.8  |
| 资本支出    | -32513.9 | -40000.0 | -40000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 |
| 自由现金流   | 111175.6 | 99523.8  | 72567.1  | 116536.0 | 118035.3 | 117671.7 | 125533.1 | 130978.4 | 134383.5 | 163633.7 | 163012.3 |

|         |            |         |       |
|---------|------------|---------|-------|
| WACC    | 0.10       | Ke      | 12.0% |
| 永续增长率   | 0.01       | Kd      | 5.8%  |
| 终值      | 70709.69   | t       | 25%   |
| 企业价值    | 1818640.66 | Rf      | 4%    |
| 非核心资产价值 | 263446.76  | E(Rm)   | 0.105 |
| 债务价值    | 116497.00  | Rm - Rf | 7%    |
| 股权价值    | 1702143.66 | D/A     | 3.9%  |
| 股本      | 100776.60  | E/A     | 96.1% |
| 每股价值    | 16.89      | Beta    | 1.22  |

| 估值   |        | g     |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% |
| WACC | 8.17%  | 18.93 | 19.56 | 20.28 | 21.12 | 22.08 |
|      | 8.67%  | 17.85 | 18.39 | 19.00 | 19.69 | 20.49 |
|      | 9.17%  | 16.90 | 17.36 | 17.88 | 18.46 | 19.13 |
|      | 9.67%  | 16.05 | 16.45 | 16.89 | 17.39 | 17.95 |
|      | 10.17% | 15.29 | 15.63 | 16.01 | 16.44 | 16.91 |
|      | 10.67% | 14.61 | 14.90 | 15.23 | 15.60 | 16.00 |
|      | 11.17% | 13.98 | 14.24 | 14.53 | 14.85 | 15.20 |



## 分析师覆盖的股票范围

靳海明：有色金属行业高级分析师

重点覆盖上市公司：紫金矿业、山东黄金、中金黄金、吉恩镍业、江西铜业、云南铝业、驰宏锌锗、中金岭南、包钢稀土、海亮股份、云海金属、金钼股份、ST 珠峰

## 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

## 渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。2、本报告 PDF 统一由郭靖制作。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划  
周华敏  
+86 22 2845 1869

副所长·基金  
谢富华  
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略  
马静如  
+86 22 2845 1665

有色行业研究  
靳海明  
+86 10 5836 2778

商业旅游行业研究  
陈慧  
+86 22 2845 1135

电力行业研究  
崔健  
+86 22 2845 1618

食品饮料行业研究  
闫亚磊  
+86 22 2845 1975

机场/航空/铁路行业研究  
齐艳莉  
+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究  
马哲峰  
+86 10 5836 2779

银行行业研究  
张继袖  
+86 22 2845 1849

非银行金融行业研究  
江艳  
+86 10 5836 2783

化工行业研究  
张延明  
+86 22 2845 1653

煤炭行业研究  
张顺  
+86 10 5836 2782

钢铁行业研究  
刘勇  
+86 10 5836 2789

机械行业研究  
李强  
+86 10 5836 2766

房地产行业研究  
周户  
+86 10 5836 2768

电子信息行业研究  
张晓亮  
+86 10 5836 2790

汽车行业研究  
张立平  
+86 10 5836 2780

电力设备行业研究  
李新渠  
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究  
唐笑  
+86 10 5836 2787

中药/制剂/药商业行业研究  
马霏霏  
+86 22 2845 1945

原料药/生物药/医疗器械行业研究  
吴洋  
+86 10 5836 2785

金融工程与权证研究  
何翔  
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究  
徐莉莉  
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究  
章辉  
+86 22 2845 1977

债券研究  
徐华  
+86 22 2845 1137

宏观策略研究  
黄锋  
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究  
吕玉忠  
+86 22 2845 1857

策略研究  
周喜  
+86 22 2845 1972

宏观产业研究  
张雷  
+86 22 2845 1705

营销主管  
郭靖  
+86 22 2845 1879

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)