

2010年5月17日

驰宏锌锗

昭通地区整合逐步推进中

A
持有

600497.SS - 人民币 18.88

目标价格: 人民币 20.00 (▼25.00)

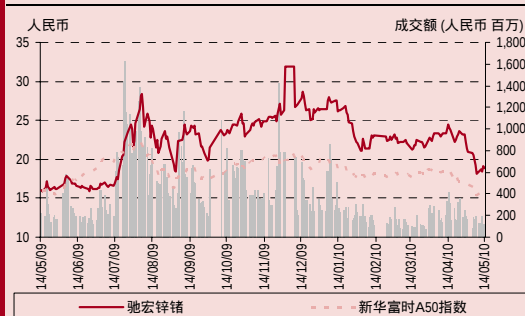
乐宇坤

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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(%)	(29)	(23)	(18)	18
相对新华富时A50指数(%)	(6)	(8)	(5)	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,008
流通股 (%)	87
流通股市值 (人民币 百万)	16,528
3个月日均交易额 (人民币 百万)	169
净负债比率 (%) (2010E)	16
主要股东 (%)	
云南冶金集团股份有限公司	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

驰宏锌锗公司目前正在对会泽生产区现有冶炼生产系统实施改造, 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。为了进一步整合昭通区域内的矿产资源, 公司在 2010 年 4 月初决定出资组建“大关驰宏矿业有限公司”, 我们因此预计昭通地区的整合今年可能会有初步成果。公司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, 公司在内蒙古地区也有较多的开拓资源的机会。但我们估计在今年公司自有矿产量不能实现明显增长, 同时由于 A 股有色金属公司估值下降, 因此我们将公司的目标价格从 25.00 元下调至 20.00 元, 我们对该股维持持有评级。

支撑评级的要点

- 全球经济复苏推动铅锌价格上升。
- 昭通地区资源整合在逐步推进中。
- 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

- 我们将公司的目标价格从 25.00 元下调至 20.00 元, 这是基于约 4.7 倍 10 年市净率 (相当于公司 08 年底以来的平均市净率水平), 我们对该股维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	4,492	3,703	4,661	5,460	5,774
变动 (%)	(24)	(18)	26	17	6
净利润 (人民币百万)	154	263	430	515	518
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.197	0.337	0.426	0.511	0.514
变动 (%)	(88.3)	71.2	26.5	19.8	0.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.295	0.557	0.924	-
核心每股收益 (人民币)	0.197	0.337	0.426	0.511	0.514
变动 (%)	(88.3)	71.2	26.5	19.8	0.7
全面摊薄市盈率 (倍)	95.9	56.0	44.3	37.0	36.7
核心市盈率 (倍)	95.9	56.0	44.3	37.0	36.7
每股现金流量 (人民币)	1.62	0.33	1.28	0.96	1.00
价格/每股现金流量 (倍)	11.7	56.9	14.8	19.6	19.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	29.5	28.9	22.3	18.4	17.6
每股股息 (人民币)	0.176	0.353	0.376	0.511	0.514
股息率 (%)	0.9	1.9	2.0	2.7	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

未来冶炼产能快速增加。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。我们估计该项目可能在 2010 年底开始试生产，大规模产出可能要到 2011 年。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%。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，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，但目前的进度要晚于我们预期。我们估计如果明年初该项目能开工，可能要到 2013 年底才开始试生产，大规模产出可能要到 2014 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。

锗的产能翻番。公司目前正在建设 30 吨/年金属锗综合利用项目工程，估计今年下半年可以完成，届时公司的锗生产能力可由目前的 15 吨增加至 30 吨。锗主要用在半导体行业，由于目前全球锗的供应过剩，因此锗的价格表现不佳，按照目前的锗价（约 6,000 元/公斤），我们估计公司锗产品的利润率十分有限，因此产能翻番后还无法对公司利润产生较多的贡献。

昭通地区资源整合。公司在 2010 年 4 月初决定以全资子公司昭通驰宏矿业有限公司（驰宏矿业）出资组建“大关驰宏矿业有限公司”，驰宏矿业占 80% 股权。该公司的成立主要是为了进一步整合昭通区域内的矿产资源，前期主要从事大关县矿产资源勘探及资源整合工作。公司自 06 年以来，一直在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，进展缓慢。我们认为，在政府的支持下，矿区的资源整合是大势所趋，我们预计该地区的整合今年可能会有初步成果，从而有助于增加公司的铅锌资源储量并提高公司的自产矿量。

投资加拿大铅锌矿。公司在 09 年 12 月公告计划与加拿大上市公司塞尔温资源有限公司(塞尔温公司)成立一个各占 50% 权益的合资公司，以此进行加拿大育空省塞尔温铅锌矿项目开发。弛宏锌锗将向该合资公司一次性注资 1 亿加元拟获得 50% 的权益，并在注入资金每使用 2,000,000 元后获得 1% 的参股权益。该交易在今年 3 月初已获得国家发改委核准，目前公司正在与外方就一些细节问题进行谈判。塞尔温铅锌矿项目前期致力于资源勘查，下步将重点进行矿区高品位铅锌矿体的开发。根据塞尔温公司网站披露信息，塞尔温铅锌矿项目是全球最大的未开发铅锌矿，其中控制和推断的铅锌资源量达到 2,481 万吨，其中高品位矿的资源量达到 541 万吨，而目前弛宏锌锗的铅锌金属资源储量仅约 300 多万吨。因此，我们相信投资塞尔温铅锌矿项目可大大增强弛宏锌锗未来的资源保障能力。当然，由于该矿山规模庞大，后续的资金投入可能高达 6-10 亿加元，而且目前何时投产还不确定。因此随着该矿山的建设，未来公司的资本压力可能会较大。虽然如此，由于公司资源扩张的潜力巨大，我们对公司未来发展仍持乐观态度。

维持持有评级。弛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。虽然公司前景乐观，但我们估计在今年公司自有矿产量不能实现明显增长，同时由于 A 股有色金属公司估值下降，因此我们将公司的目标价格从 25.00 元下调至 20.00 元，这是基于约 4.7 倍 10 年市净率（相当于公司 08 年底以来的平均市净率水平），我们对该股维持**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,492	3,703	4,661	5,460	5,774
销售成本	(3,521)	(2,768)	(3,453)	(4,081)	(4,346)
经营费用	(423)	(260)	(303)	(254)	(195)
息税折旧前利润	549	675	905	1,126	1,234
折旧及摊销	(214)	(236)	(262)	(340)	434
经营利润(息税前利润)	335	439	643	786	800
净利息收入/(费用)	(119)	(88)	(97)	(80)	(86)
其他收益/(损失)	(28)	(50)	(42)	(22)	(22)
税前利润	188	301	504	684	691
所得税	(41)	(40)	(76)	(171)	(173)
少数股东权益	6	1	2	2	0
净利润	154	263	430	515	518
核心净利润	154	263	430	515	518
每股收益(人民币)	0.197	0.337	0.426	0.511	0.514
核心每股收益(人民币)	0.197	0.337	0.426	0.511	0.514
每股股息(人民币)	0.176	0.353	0.376	0.511	0.514
收入增长(%)	(24)	(18)	26	17	6
息税前利润增长(%)	(79)	31	47	22	2
息税折旧前利润增长(%)	(70)	23	34	24	10
每股收益增长(%)	(88)	71	26	20	1
核心每股收益增长(%)	(88)	71	26	20	1

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	188	301	504	684	691
折旧与摊销	214	236	262	340	434
净利息费用	119	88	97	80	86
运营资本变动	779	(255)	340	(94)	(36)
税金	(47)	(110)	86	(38)	(170)
其他经营现金流	8	(2)	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	1,261	259	1,287	971	1,003
购买固定资产净值	(632)	(793)	(1,551)	(1,191)	(1,521)
投资减少/增加	4	(75)	6	6	6
其他投资现金流	(3)	(36)	53	0	0
投资活动产生的现金流	(631)	(904)	(1,493)	(1,185)	(1,515)
净增权益	0	1,711	0	0	0
净增债务	504	185	231	0	500
支付股息	(780)	(117)	(302)	(322)	(386)
其他融资现金流	(138)	306	(154)	(80)	(87)
融资活动产生的现金流	(414)	2,085	(226)	(402)	27
现金变动	216	1,439	(431)	(617)	(485)
期初现金	290	506	1,945	1,514	897
公司自由现金流	635	(641)	(200)	(210)	(507)
权益自由现金流	1,007	(549)	(75)	(295)	(98)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	506	1,945	1,514	897	413
应收帐款	104	57	108	126	133
库存	990	1,260	1,028	1,204	1,274
其他流动资产	225	661	222	262	279
流动资产总计	1,825	3,923	2,872	2,490	2,099
固定资产	2,941	3,353	4,651	5,511	6,608
无形资产	232	359	346	333	320
其他长期资产	91	204	127	127	127
长期资产总计	3,264	3,916	5,124	5,971	7,055
总资产	5,089	7,839	7,997	8,462	9,154
应付帐款	182	609	288	340	362
短期债务	1,212	1,294	1,294	1,294	1,294
其他流动负债	560	449	624	846	884
流动负债总计	1,955	2,352	2,205	2,480	2,539
长期借款	666	769	1,000	1,000	1,500
其他长期负债	33	54	1	1	1
股本	780	1,008	1,008	1,008	1,008
储备	1,568	3,224	3,352	3,544	3,677
股东权益	2,348	4,232	4,360	4,552	4,684
少数股东权益	88	432	431	429	429
总负债及权益	5,089	7,839	7,997	8,462	9,154
每股帐面价值(人民币)	3.01	4.20	4.33	4.52	4.65
每股有形资产(人民币)	2.71	3.84	3.98	4.19	4.33
每股净负债/(现金)(人民币)	1.76	0.12	0.77	1.39	2.36

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.2	18.2	19.4	20.6	21.4
息税前利润率	7.5	11.9	13.8	14.4	13.9
税前利润率	4.2	8.1	10.8	12.5	12.0
净利率	3.4	7.1	9.2	9.4	9.0
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.7	1.3	1.0	0.8
利息覆盖率(倍)	2.7	4.7	6.3	9.3	8.8
净权益负债率(%)	56.3	2.5	16.3	28.0	46.6
速动比率(倍)	0.4	1.1	0.8	0.5	0.3
估值(倍)					
市盈率	95.9	56.0	44.3	37.0	36.7
核心业务市盈率	95.9	56.0	44.3	37.0	36.7
目标价对应核心业务市盈率	101.6	59.3	46.9	39.2	38.9
市净率	6.3	4.5	4.4	4.2	4.1
价格/现金流	11.7	56.9	14.8	19.6	19.0
企业价值/息税折旧前利润	29.5	28.9	22.3	18.4	17.6
周转率					
存货周转天数	147.1	148.4	120.9	99.8	78.3
应收帐款周转天数	11.4	7.9	6.4	7.8	8.2
应付帐款周转天数	18.1	39.0	35.1	21.0	22.2
回报率(%)					
股息支付率	89.6	135.3	88.2	100.0	100.0
净资产收益率	5.7	8.0	10.0	11.6	11.2
资产收益率	5.0	5.9	6.9	7.2	6.8
已运用资本收益率	7.7	8.0	9.4	11.0	10.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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 2010 年 5 月 13 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。除非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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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