



上市公司半年报点评

研究报告
有色金属—铅锌

增持 维持

驰宏锌锗 (600497)

2010 年 8 月 6 日

资源开拓将继续促使公司加快发展步伐

6 个月目标价: 25.00 元

有色金属行业分析师: 杨红杰
SAC 执业证书编号: S0850209010593
yanghj@htsec.com
021-23219406

驰宏锌锗 8 月 6 日公布 2010 年半年报。2010 年上半年共计实现营业收入 22.98 亿元, 营业利润 2.20 亿元, 归属于母公司股东的净利润 1.80 亿元, 实现每股收益 0.18 元。

报告期内, 公司累计完成产品产量: 铅+锌总量 14.14 万吨, 比上年同期增加 0.35%, 其中: 锌锭 7.04 万吨、锌合金 2.10 万吨; 铅锭 5 万吨; 高纯锗 2076kg, 二氧化锗 8,860kg; 银产品 75.94 吨 (其中委托加工 15.22 吨、自耗 1.56 吨); 硫酸 17.23 万吨 (含自耗 2.56 万吨)。公司累计完成销售量: 锌锭 6.77 万吨、锌合金 2.03 万吨; 电铅 4.71 万吨; 高纯锗 508.16kg、二氧化锗 4880kg; 硫酸 15.35 万吨; 银锭 59.42 吨。

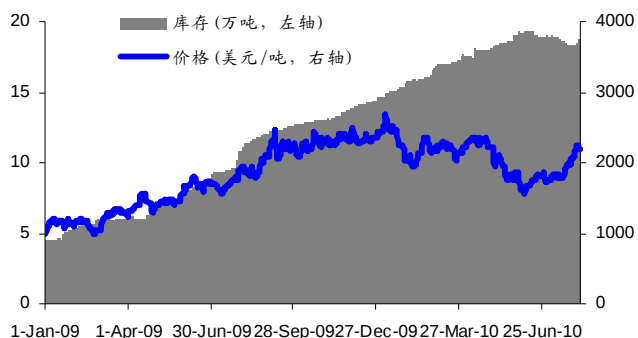
半年报点评及投资建议: 公司 2010 年上半年运行比较正常, 二季度盈利状况比一季度稍好。我们认为, 公司未来的增长主要来自于以下几个方面:

- (1) 公司目前会泽 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用工程正在建设中, 预计 2010 年底有望实现投产, 2011 年有望实现达产, 从而使公司 2011 年铅锌产量有望达到 32 万吨。公司呼伦贝尔 14 万吨/年、6 万吨/年铅冶炼项目也在建设中, 我们预计 2012 年有望实现投产, 至此公司铅锌总冶炼产能将达到 50 万吨。公司冶炼产能不断的扩张是公司未来营业收入增长的保证, 考虑到目前公司铅锌产能合计为 28 万吨, 公司到 2012 年实际铅锌产能有望翻一番。
- (2) 公司不断提高矿产资源的采选能力。公司目前正在进行宁南三鑫 1000T/D 选厂建设和昭通 2000T/D 选矿技术改造工程, 从而使得公司采选能力不断提升, 以保证公司在冶炼产能不断增长的同时, 资源自给率保持在 50% 左右。
- (3) 公司不断扩大资源储量, 力争在 2012 年使公司铅锌资源储量达到 1000 万吨。我们认为, 铅锌行业未来盈利最强的环节仍然是矿山开采, 公司地处云南, 具有天然的资源优势; 公司在内蒙呼伦贝尔正在进行探矿和冶炼产能建设, 一旦资源储量丰富, 公司的资源保障能力将得到较大的提升; 公司在昭通进行矿产资源整合已经基本结束, 预计昭通地区矿产资源在 300 万吨左右; 云冶集团资源主要包括内蒙荣达矿业 (甲乌拉地区矿产资源)、永昌和澜沧矿产资源以及国外相关资源等, 这些资源为公司未来的发展提供了保障。
- (4) 公司未来资源注入有望支持公司最大做强。我们认为, 公司将继续依靠控股股东资源优势, 不断实施资源注入的措施, 最终实现铅锌资源的整体上市, 而如果考虑到云南省铅锌资源的整合, 并且考虑到云冶集团在“十二五”期间实现营业收入到达 1000 亿元的目标, 公司作为云冶旗下的两家主要公司之一, 在“十二五”期间有望实现营业收入和利润的快速增长, 并且在 2015 年实现铅锌冶炼产能 100 万吨的目标。

未来铅锌价格将保持稳定上升态势, 但上升的幅度较小。我们认为, 未来随着全球汽车业逐步进入平稳发展阶段以及相关行业随着经济的平稳运行回归到正常的发展轨道上来, 铅锌的需求将保持稳定增长。我们考虑到未来两年仍然是全球积极的刺激经济政策逐渐退出的时期, 全球铅锌价格仍然面临供应充足和需求平稳的压制, 并且经济刺激政策的退出也降低了商品投机的预期, 所以我们预期铅锌价格在未来三年基本处于平稳上升态势。

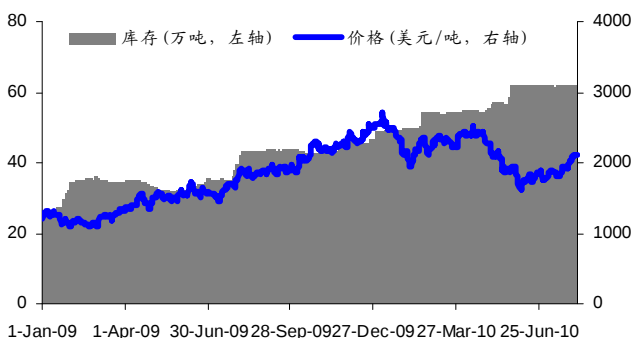
我们预测未来三年锌销售平均价格 (不含税) 分别为 14950 元/吨、15500 元/吨和 16000 元/吨; 铅平均销售价格为 13600 元/吨、14800 元/吨和 15600 元/吨。

图 1 LME 铅价及库存走势 (美元/吨)



资料来源: BLOOMBERG, 海通证券研究所

图 2 LME 锌价及库存走势 (美元/吨)



资料来源: BLOOMBERG, 海通证券研究所

我们根据公司冶炼产能的建设进度以及市场需求情况, 对公司未来各产品产销量作如下假设:

表 1 公司未来三年产品销售情况假设

产品销量	1H10	2010E	2011E	2012E
锌锭 (万吨)	6.77	13.80	15.00	20.00
锌合金 (万吨)	2.03	4.20	5.00	8.00
电铅 (万吨)	4.71	9.50	10.00	13.00
高纯锗 (kg)	508.16	1116.00	1200.00	1200.00
二氧化锗 (kg)	4880.00	9800.00	9800.00	9800.00
硫酸 (万吨)	15.35	32.00	40.00	40.00
银锭 (吨)	59.42	118.60	135.00	135.00

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

维持“增持”评级。基于以上调研分析, 我们预测公司 2010-12 年每股收益 (摊薄) 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.98 元, 短期维持公司“增持”评级。值得提醒的是, 如果未来公司资源注入超出预期, 并且铅锌产能建设规模和进度超出预期, 公司的投资价值将得到较大的提升, 我们认为, 这种可能性较大。

主要不确定性。公司新建项目受到多种因素影响, 呼伦贝尔子公司的项目能否按计划进行, 存在一定的风险; 铅锌等产品价格属于周期性产品, 价格波动幅度较大, 对公司的盈利也产生一定的影响; 公司收购矿产资源进度存在一定的不确定性。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	72.82	41.90	31.89	19.48
P/B	4.54	4.09	3.79	3.34
P/S	5.01	4.22	3.67	2.68
EV/EBITDA	28.59	12.44	8.34	5.23
偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.68	0.56	0.88	0.87
借款/股东权益	0.44	0.41	0.72	0.69
已获利息倍数	4.98	12.68	18.20	28.79
流动比率	1.67	1.31	0.66	0.78
速动比率	1.13	0.65	0.28	0.34
现金比率	0.83	0.22	0.13	0.16
盈利能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	25.67	25.49	28.38	30.11
息税摊销折旧利润率	17.62	36.89	51.94	60.68
净利润率	6.88	10.08	11.51	13.75
净资产收益率	6.23	9.77	11.89	17.15
资产回报率	3.35	5.72	5.83	8.53
投资回报率	3.92	6.33	6.35	9.45
经营效率指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	295.70	309.94	281.21	317.46
存货周转率	2.18	2.37	2.14	2.34
总资产周转率	0.48	0.50	0.48	0.62
固定资产周转率	0.94	0.76	0.71	0.99
盈利增长 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	-17.66	18.53	15.10	37.07
营业利润增长率	57.51	70.68	30.06	61.63
EBIT 增长率	31.37	202.97	60.50	66.91
EBITDA 增长率	19.63	148.16	62.05	60.13
净利润增长率	72.24	73.79	31.41	63.73

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	382364.68	453198.52	521615.00	714965.00
营业成本	284220.65	337678.22	373580.66	499689.04
销售费用	11594.56	13595.96	15126.83	20019.02
管理费用	33276.54	36255.88	41729.20	57197.20
财务费用	8807.16	10482.56	11727.36	12370.85
投资收益	-2550.87	-2550.87	-2550.87	-2550.87
营业利润	32526.28	55516.71	72205.53	116703.33
EBIT	43884.31	132956.56	213393.45	356167.10
折旧摊销	23488.95	34233.60	57537.37	77679.37
EBITDA	67373.26	167190.16	270930.82	433846.48
利润总额	30143.39	53133.82	69822.64	114320.44
所得税	3952.08	7438.73	9775.17	16004.86
少数股东损益	-101.76	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	26293.07	45695.09	60047.47	98315.58
每股收益 (元)	0.26	0.45	0.60	0.98

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	194511.84	45319.85	52161.50	71496.50
应收款项	71813.50	86814.71	59547.57	80383.51
存货	126012.78	135071.29	149432.26	199875.61
流动资产	392338.11	267205.85	261141.33	351755.63
固定资产	335321.10	480010.59	717866.05	750429.81
总资产	783937.39	799136.53	1029995.08	1152402.22
应付帐款	35986.89	27014.26	29886.45	39975.12
长期借款	76920.00	76920.00	76920.00	76920.00
总负债	317472.67	286976.06	480634.68	534750.64
少数股东权益	43249.45	43249.45	43249.45	43249.45
股东权益	465299.33	510994.42	548194.35	616486.19
付息负债	206285.64	210686.61	397044.32	424238.09
每股净资产 (元)	4.19	4.64	5.01	5.69

现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	26191.31	45695.09	60047.47	98315.58
折旧摊销	23488.95	34233.60	57537.37	77679.37
营运资金变动	26073.78	66262.33	-13374.43	63683.11
经营活动现金流	52753.29	28267.38	152079.15	146568.57
固定资产投资	74496.67	172492.18	294342.02	109228.86
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	82457.71	172492.18	294342.02	109228.86
投资活动现金流	-108700.43	-171600.08	-297011.31	-112023.09
公司自由现金流	-46911.87	-90178.27	-39911.86	211071.11
股权自由现金流	-36078.69	-94792.30	136360.33	227625.95
债务变化	65185.64	4400.97	186357.72	27193.77
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	199625.99	-5859.95	151773.81	-15209.82
现金净流量	143904.90	-149192.65	6841.65	19335.67
每股经营性现金流 (元)	0.52	0.28	1.51	1.45

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、南山铝业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、西部资源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。