



何卫江

执业证书编号:

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

业绩稳定，估值偏高

——驰宏锌锗（600497）中报点评

## 研究报告-公司点评

观望（首次）

发布日期：2010年8月6日

### 报告关键要素：

收购加拿大塞尔温铅锌矿权益使得公司跻身资源大型企业行列，未来业绩增长的推动力包括产能大幅扩张和资源自给率的提高，并且大股东资产注入也是股价的一个催化剂。

### 事件：

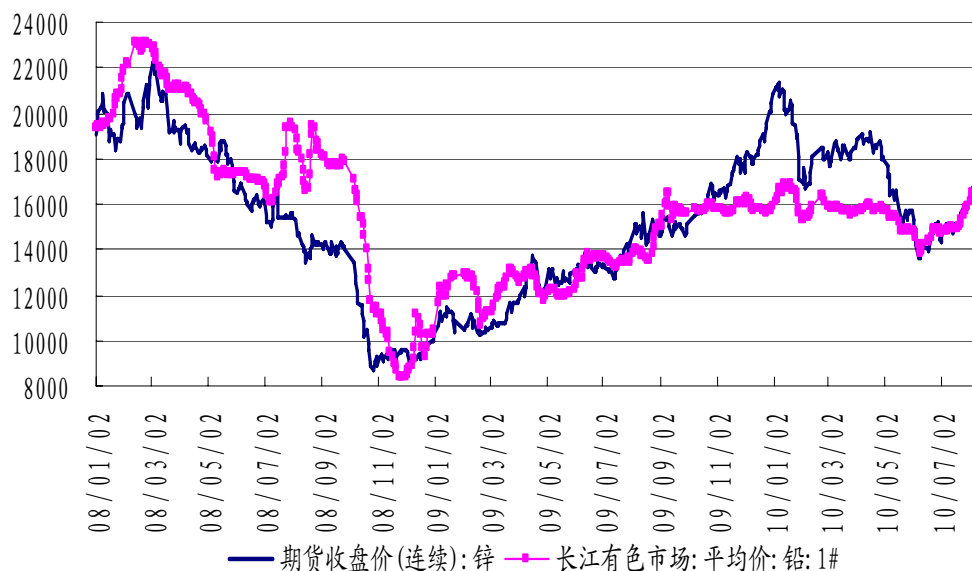
- 驰宏锌锗公布半年报，报告期内，公司实现销售收入22.98亿元，同比增长38.48%，归属母公司净利润1.80亿元，同比增长153.30%，基本每股收益0.18元。

### 点评：

- 二季度公司主要产品铅锌价格下降幅度较大。4月中旬以来，受房地产调控影响，公司主要产品铅、锌价格出现较大跌幅。上海期货三月锌价二季度均价16902元/吨，环比下降12%，期间最大跌幅为27.66%；长江有色铅价二季度15206元/吨，环比下降5%，期间最大跌幅为13.55%。此外，公司的锗产品价格自08年创新低之后一直疲软。

图1：铅锌价格

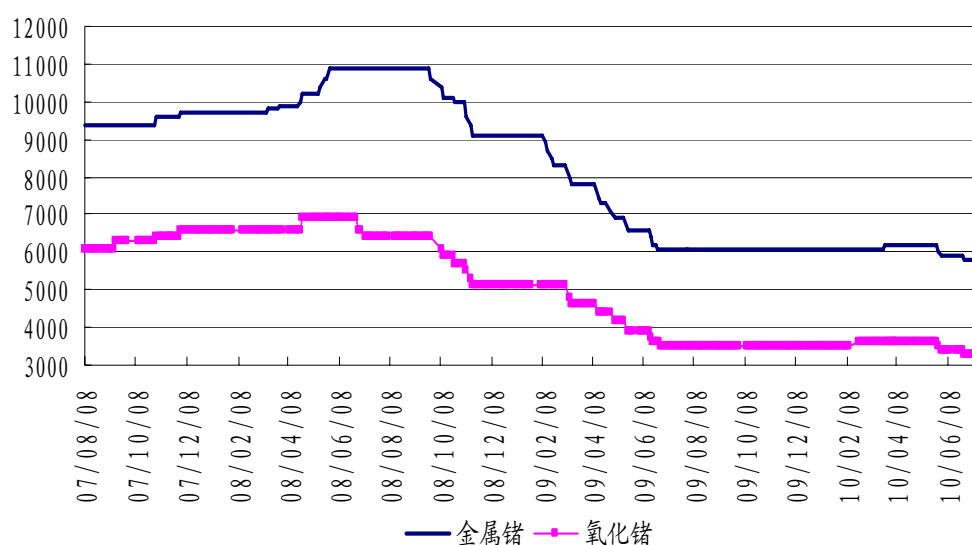
单位：元/吨



资料来源：wind资讯

图2: 锗产品价格

单位: 元/千克



资料来源: wind资讯

- **上半年产销稳定, 克服了春季西南大旱负面影响。**公司克服了春季西南大旱负面影响, 上半年产量基本保持平稳。上半年完成销量, 锌锭6.77万吨、锌合金2.03万吨、电铅4.71万吨, 铅锌产品产销率分别为96%和94%。

表1: 主要产品产量

|          | 2010H1 | 2009H2 | 2009H1 |
|----------|--------|--------|--------|
| 锌锭(万吨)   | 7.04   | 6.49   | 7.78   |
| 锌合金(万吨)  | 2.10   | 2.12   | 1.98   |
| 铅锭(万吨)   | 5.00   | 4.55   | 4.33   |
| 锗金属量(千克) | 8210   | 8238   | 7812   |
| 高纯锗      | 2076   | —      | 1996   |
| 二氧化锗     | 8860   | —      | 8402   |
| 银锭(吨)    | 75.94  | 82.87  | 85.18  |
| 委托加工     | 15.22  | —      | 7.93   |
| 自耗       | 1.56   | —      | 2.80   |
| 硫酸(万吨)   | 17.23  | 16.24  | 17.90  |
| 自耗       | 2.56   |        | 2.16   |

资料来源: 公司公告

- **二季度经营业绩未下滑。**二季度经营最大不利因素是主要产品价格下跌幅度较大, 但是公司二季度经营业绩未下滑, 表现在收入和利润环比增速两个方面。二季度营业收入环比增长8.99%, 原因可能是二季度产量增加弥补春季大旱负面影响。

综合毛利率提高和净利润环比增长。二季度三项费用率为12.36%, 较一季度提高0.74个百分点, 费用率基本平稳。二季度综合毛利率为23.24%, 较一季度提高1.4个百分点, 二季度归属母公司利润环比增长11.35%。原因可能包括, 加大锌铅精矿自给率, 降低外购矿比例, 公司目前冶炼产能为18万吨锌和10万吨铅, 其中矿产锌铅产量约为9万吨和5万吨, 自给率为50%; 白银价格强势, 二季度白银价格环比上涨3.94%。



- **公司基本面亮点有三。**1. 产能翻番。对会泽生产系统改造后，公司铅锌产能增加26万吨至32万吨，此外，内蒙古呼伦贝尔子公司14万吨锌冶炼和6万吨铅冶炼正在等待环评，预计2013年试产，所有项目全部达产后，公司铅锌总产能从26万吨提高到52万吨。30吨/年锗综合利用项目工程预计今年完成，锗产能增加15吨至30吨。
- 2. 资产注入预期。大股东云冶集团主要资源包括澜沧矿、永昌矿和内蒙古荣达矿，合计铅锌资源储量约为200万吨，资产注入预期强烈。3. 未来随着资源自给率提高，公司盈利能力得到提高，目前公司本部铅锌资源储量约为300万吨，塞尔维亚铅锌矿权益资源量为1200万吨，预计2013年投产。
- **给予“观望”的评级。**公司基本面不乏亮点，但是目前全球经济环境和行业供需关系并不理想。下半年宏观经济增速可能继续放缓，而铅锌供应过剩，并不利于价格向好运行。我们下调公司全年业绩预测，预计2010-2011年EPS0.42元，0.70元，以8月3日收盘价，对应PE为45倍，27倍，当前估值相对市场明显偏高，给予“观望”评级。公司短期股价催化剂是大股东资产注入预期。
- **风险提示：全球主要经济体二次探底。**

### 盈利预测

|          | 2008    | 2009    | 2010E | 2011E |
|----------|---------|---------|-------|-------|
| 营业收入（亿元） | 46.44   | 38.24   | 49.00 | 63.00 |
| 增长比率（%）  | (24.01) | (17.66) | 28.14 | 31.25 |
| 净利润（亿元）  | 1.54    | 2.63    | 4.24  | 7.07  |
| 增长比率（%）  | (88.31) | 70.78   | 61.29 | 66.75 |
| 每股收益（元）  | 0.15    | 0.26    | 0.42  | 0.70  |
| 市盈率（倍）   | 125.00  | 72.80   | 45.24 | 27.12 |

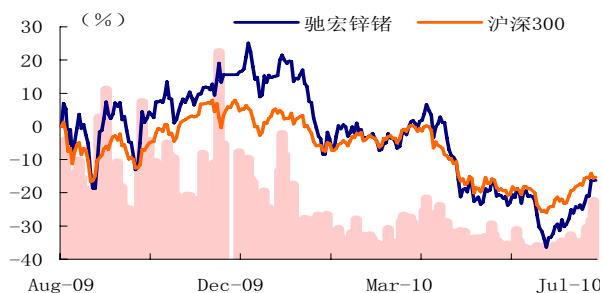
### 市场数据（2010年08月05日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 19.00       |
| 一年内最高/最低（元） | 34.49/14.31 |
| 沪深300指数     | 2850.83     |
| 市净率（倍）      | 4.43        |
| 流通市值（亿元）    | 178.49      |

### 基础数据（2010年06月30日）

|             |                |
|-------------|----------------|
| 每股净资产（元）    | 4.29           |
| 每股经营现金流（元）  | (.15)          |
| 毛利率（%）      | 21.83          |
| 净资产收益率（%）   | 1.97           |
| 资产负债率（%）    | 35.77          |
| 总股本/流通股（万股） | 100,777/87,545 |
| B股/H股（万股）   | /              |

### 个股相对沪深300指数走势



## 相关研究

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。