

**有色金属冶炼 II**
**驰宏锌锗 (600497. SH) / 23.70 元**
**中短期看产能扩张和资源整合**
**事 项**

2010年12月28日，我们对驰宏锌锗公司进行了调研。

**主要观点**

1. 公司拥有矿山-精矿-电解铅锌为一体的全产业链，资源自给率约 60%。公司目前拥有会泽和昭通两个矿山，铅锌资源储量约 220 万吨，储采比仅为 12 年；铅锌冶炼产能 28 万吨，2010 年产量约 27 万吨，产能利用率已连续三年接近饱和。**未来公司将在产能与资源两个方向齐头并进：即在保证资源自给率不低于 50%的前提下，扩大冶炼产能。**
2. **产能扩张：**预计 2011 下半年会泽老厂技改项目投产，新增产能 4 万吨；新建的内蒙古呼伦贝尔冶炼厂也将在 2012 年底达产，新增产能 20 万吨。其他冶炼项目也将根据未来资源扩张的步伐逐步上马。
3. **资源整合扩张：**公司是云南省铅锌整合的唯一平台，中短期资源储量的增加主要来自昭通矿周边的资源整合，预计贡献储量不低于 200 万吨；公司大股东云冶集团旗下的荣达、澜沧、永昌三个矿区超过 100 万吨的铅锌资源也存在注入的预期。另外，公司在内蒙古呼伦贝尔和加拿大赛尔温两个地区拥有探矿权，初步探明储量合计不低于 600 万吨，是公司远期的储量增长点。
4. **公司 30 吨锗项目 2011 年投产：**2010 年公司锗产品产量约 10 金属吨，包括初级产品二氧化锗 4 吨（毛利率 7%），中级产品区熔锗锭 6 吨（毛利率 50%）。30 吨锗项目 2011 年投产后，区熔锗锭产能将由原来的 6 吨提高至 30 吨。一方面公司锗产品业务盈利水平将因此大幅提高；另一方面也为产业链向锗单晶深加工业务继续延伸做好铺垫。
5. 公司在生产工艺和节能环保方面属国际标杆型企业。2011 年 6 月底会泽老厂停产，历史遗留问题也将彻底解决。在国家节能减排正常的大背景下，公司行业竞争力再上一个台阶。这无疑将在未来资源整合和产能扩张进程中起到积极作用。
6. 预计 10-12 年 EPS 0.42 元，0.48 元，0.70 元，对应 PE 为 57，50，34 倍。暂不评级。

**风险提示**

在建项目进度不及预期；铅锌价格大幅下降。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 何杰

Tel: 0755-82027508

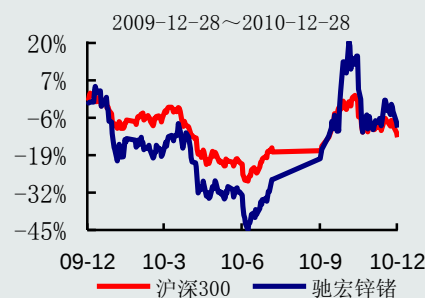
Email: hejie@hczq.com

**投资评级**

|       |     |
|-------|-----|
| 投资评级： | 不评级 |
| 评级变动： | 不评级 |

**公司基本数据**

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本(万股)        | 100777     |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 93945/0    |
| 资产负债率(%)       | 40.50      |
| 每股净资产(元)       | 4.20       |
| 市盈率(倍)         | 90.84      |
| 市净率(倍)         | 5.64       |
| 12 个月内最高/最低价   | 33.5/14.31 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3923 | 4595  | 5752  | 8075  |
| 现金             | 1945 | 2723  | 3812  | 5337  |
| 应收账款           | 2    | 13    | 10    | 14    |
| 其它应收款          | 52   | 44    | 51    | 67    |
| 预付账款           | 609  | 356   | 461   | 692   |
| 存货             | 1260 | 1383  | 1331  | 1865  |
| 其他             | 54   | 76    | 86    | 101   |
| <b>非流动资产</b>   | 3916 | 3829  | 3819  | 3816  |
| 长期投资           | 82   | 43    | 50    | 58    |
| 固定资产           | 2844 | 2733  | 2584  | 2434  |
| 无形资产           | 275  | 355   | 435   | 517   |
| 其他             | 715  | 697   | 750   | 807   |
| <b>资产总计</b>    | 7839 | 8424  | 9572  | 11891 |
| <b>流动负债</b>    | 2352 | 2857  | 3688  | 5592  |
| 短期借款           | 1064 | 1616  | 2380  | 4092  |
| 应付账款           | 360  | 273   | 298   | 439   |
| 其他             | 928  | 969   | 1009  | 1062  |
| <b>非流动负债</b>   | 823  | 797   | 941   | 1021  |
| 长期借款           | 769  | 767   | 902   | 980   |
| 其他             | 54   | 30    | 39    | 41    |
| <b>负债合计</b>    | 3175 | 3655  | 4628  | 6613  |
| 少数股东权益         | 432  | 432   | 432   | 432   |
| 股本             | 1008 | 1008  | 1008  | 1008  |
| 资本公积金          | 2263 | 2263  | 2263  | 2263  |
| 留存收益           | 978  | 1095  | 1269  | 1603  |
| 归属母公司股东权益      | 4220 | 4337  | 4511  | 4845  |
| <b>负债和股东权益</b> | 7839 | 8424  | 9572  | 11891 |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 528   | 528   | 726   | 433   |
| 净利润            | 262   | 419   | 482   | 701   |
| 折旧摊销           | 235   | 156   | 158   | 157   |
| 财务费用           | 88    | 91    | 114   | 164   |
| 投资损失           | 26    | 8     | 11    | 15    |
| 营运资金变动         | -179  | -158  | -33   | -554  |
| 其它             | 96    | 11    | -6    | -50   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1087 | -12   | -122  | -126  |
| 资本支出           | 1045  | 0     | -0    | 0     |
| 长期投资           | -58   | -67   | 12    | 14    |
| 其他             | -100  | -78   | -110  | -113  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1996  | 263   | 485   | 1218  |
| 短期借款           | 319   | 552   | 764   | 1712  |
| 长期借款           | 103   | -2    | 134   | 79    |
| 普通股增加          | 228   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1503  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -157  | -288  | -413  | -572  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1439  | 778   | 1089  | 1525  |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3824 | 4711  | 4996  | 6343  |
| 营业成本            | 2842 | 3525  | 3596  | 4584  |
| 营业税金及附加         | 36   | 41    | 45    | 58    |
| 营业费用            | 116  | 119   | 137   | 175   |
| 管理费用            | 333  | 307   | 323   | 321   |
| 财务费用            | 88   | 91    | 114   | 164   |
| 资产减值损失          | 58   | 117   | 126   | 100   |
| 公允价值变动收益        | 0    | 10    | 20    | 30    |
| 投资净收益           | -26  | -8    | -11   | -15   |
| <b>营业利润</b>     | 325  | 512   | 664   | 956   |
| 营业外收入           | 2    | 6     | 6     | 5     |
| 营业外支出           | 26   | 26    | 27    | 26    |
| <b>利润总额</b>     | 301  | 493   | 643   | 934   |
| 所得税             | 40   | 74    | 161   | 234   |
| <b>净利润</b>      | 262  | 419   | 482   | 701   |
| 少数股东损益          | -1   | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 263  | 419   | 482   | 701   |
| EBITDA          | 648  | 760   | 936   | 1278  |
| EPS（元）          | 0.26 | 0.42  | 0.48  | 0.70  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -17.7% | 23.2%  | 6.0%   | 27.0%  |
| 营业利润           | 57.0%  | 57.5%  | 29.6%  | 43.9%  |
| 归属母公司净利润       | 71.2%  | 59.3%  | 15.2%  | 45.3%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 25.7%  | 25.2%  | 28.0%  | 27.7%  |
| 净利率            | 6.9%   | 8.9%   | 9.7%   | 11.0%  |
| ROE            | 6.2%   | 9.7%   | 10.7%  | 14.5%  |
| ROIC           | 7.7%   | 10.8%  | 12.3%  | 16.0%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 40.5%  | 43.4%  | 48.4%  | 55.6%  |
| 净负债比率          | 64.98% | 74.40% | 78.34% | 81.28% |
| 流动比率           | 1.67   | 1.61   | 1.56   | 1.44   |
| 速动比率           | 1.13   | 1.09   | 1.17   | 1.10   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.59   | 0.58   | 0.56   | 0.59   |
| 应收账款周转率        | 958    | 476    | 350    | 473    |
| 应付账款周转率        | 10.88  | 11.14  | 12.59  | 12.44  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.26   | 0.42   | 0.48   | 0.70   |
| 每股经营现金         | 0.52   | 0.52   | 0.72   | 0.43   |
| 每股净资产          | 4.19   | 4.30   | 4.48   | 4.81   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 90.84  | 57.02  | 49.50  | 34.08  |
| P/B            | 5.66   | 5.51   | 5.29   | 4.93   |
| EV/EBITDA      | 37     | 32     | 26     | 19     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801