

内外兼修，扩张有序

--驰宏锌锗投资分析报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

- I 公司资源储量丰富，未来增储潜力巨大。**公司现权益资源储量铅235.88万吨，锌666万吨，银843吨，锗427.8吨。公司目前有两个矿山为公司冶炼产能提供原材料：会泽矿和昭通矿--会泽矿年产铅锌折合金属量15万吨，昭通矿1万吨，原料自给率在50%左右。公司控股50%的加拿大塞尔温矿铅锌资源储量达到1100多万吨（公司权益储量550万吨），不过该矿目前还处在项目可研阶段，要产生效益预计要到2013年（参见表1）。尽管公司目前资源储量丰富，但未来进一步增储的潜力依然巨大：
- I 首先，昭通矿铅锌资源储量只有30万吨左右，但随着2006年以来，不断加大勘探力度和深部找矿力度，实现了找矿的重大突破，已经在深部找到大型矿床；另外，在当地政府的大力支持下，完成了河西三个矿权的整合，资源整合取得重大突破。我们认为，未来昭通矿增储潜力巨大，储量或不亚于会泽矿。**
- I 其次，公司与呼伦贝尔政府签署了资源开发战略协议，获得26个矿权，面积778.72平方公里，未来前景看好。有望为公司呼伦贝尔20万吨铅锌冶炼项目提供稳定的资源供给。**
- I 第三，外延式扩张是公司资源储量增加的另一个主要途径。公司2011年1月28日公告，冶金集团将所持有的云南永昌铅锌股份有限公司、云南澜沧铅矿有限公司、大兴安岭云冶矿业开发有限公司股权各转让51%给本公司。驰宏公司有意受让三家标的公司各51%的股权。尽管三家公司已探明的可采铅锌储量不大，不及上市公司目前储量的十分之一（50万吨左右）。但可预计的亮点是澜沧公司新发现的钼矿，资源量有望达到50万吨，属超大型规模。另外，公司控股股东云南冶金集团股份有限公司旗下的内蒙古荣达矿业有限公司（铅锌资源储量200万吨）以及控股股东持有20%股权的金鼎锌业未来也有进一步有向公司注入的可能。**

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3823.65	5447.20	7335.05	7959.50
增长率(%)	-17.66%	42.46%	34.66%	8.51%
归属母公司股东净利润	262.93	459.50	838.42	1059.18
增长率(%)	72.24%	74.76%	82.46%	26.33%
每股收益(EPS)	0.261	0.456	0.832	1.051
每股经营现金流	0.525	0.276	1.137	1.652
销售毛利率	25.67%	21.03%	24.41%	26.92%
净资产收益率(ROE)	6.21%	12.18%	28.58%	56.51%
市盈率(P/E)	111.08	63.56	34.83	27.57

驰宏锌锗 600497

2011-2-28

评级 推荐

目标价格

当前价格

28.98

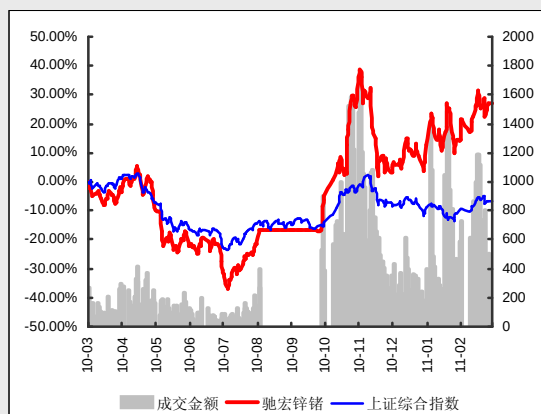
基础数据

总市值(百万)	29,205.06
总股本/流通股本(百万)	1007.77/939.45
流通市值(百万)	27,225.25
每股净资产	4.15
净资产收益率	10.55

交易数据

52 周内股价区间	31.54/14.43
10 年市盈率	63.56
市净率	7.74

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com

相关报告

- 1 **冶炼产能有序扩张。**公司目前有16万吨的电锌产能（包括锌合金6万吨），12万吨的电铅产能，合计铅锌产能28万吨。公司目前在建的两个项目：一个是云南会泽铅锌项目，产能是16万吨，另外一个内蒙古呼伦贝尔铅锌项目，产能达20万吨，会泽16万吨铅锌项目预计2011年6月底开始试生产（10万吨电锌、6万吨粗铅），会泽技改项目投产后，会泽现有的6万吨产能将全部被置换掉；呼伦贝尔20万吨/年铅锌项目才开始建设，预计建成至少需要2年时间。两项目投产后，公司每年铅锌冶炼总产能可进一步增加至46万吨。另外，昭通10万吨冶炼项目正在做环评，公司规划在十二五末，在保证原料自给率的基础上，冶炼产能达到100万吨。
- 1 **环保问题已初步解决。**2010年9月28日，公司因会泽和曲靖冶炼公司的环保问题未能通过环保部的环保审核，被迫取消重大资产重组计划。公司涉及到的环保问题主要是“该公司中和渣、铅渣等危险废物随意露天堆放，无防扬散、防流失、防渗漏措施，渣场不符合危险废物贮存设施相关规定”。2011年1月28日，国家环保部门网站发文称“驰宏锌锗股份有限公司会泽分公司等4家企业环境违法问题的整治基本达到督办要求……，解除挂牌督办”，公司环保问题已初步解决，为未来可能的资产重组计划打下基础。
- 1 **盈利预测及推荐逻辑：**基于至上而下的逻辑，因高通胀而导致的对流动性进一步收紧的担忧是当前市场的主要情绪，不过随着11月份股市的大幅下挫，系统性风险已经得到极大释放，市场担忧情绪已经有效缓解，尽管今年上半年CPI仍有可能创出新高，但下半年CPI将趋于下降已经成为市场的一致预期，通胀仍然在可控范围之内。市场另一个潜在担忧是因结构调整、房地产调控而导致的经济增长下降。不过我们认为在政府积极财政政策刺激下（包括年内新开工1000万套保障房建设，而十二五期间保障房建设将达到3600万套，以及对高铁等大力投资），经济增速大幅下降的可能性很小。就公司本身而言，公司资源储量丰富、业绩弹性大、未来外延式增长目标明确。不考虑公司未来可能的资产注入情况，我们预计公司2010年-2012年每股收益分别达到0.456、0.832、1.051元，对应市盈率63.56、34.83、27.57给予公司“推荐”评级。
- 1 **风险：**通胀水平超出预期，政府加大流动性收紧力度，铅锌价格大幅下跌；经济增长不及预期，经济发展陷入滞涨。

表1 公司资源储量

	矿石储量（万吨）	铅品位	铅储量	锌品位	锌储量	银储量	锗储量	权益
会泽矿	1196	7.00%	83.72	19.29%	230.7084	679.90	400	100%
昭通矿	167	5.16%	8.6172	13.42%	22.4114	163.30	27.8	100%
赛尔温矿	15435	1.86%	287.091	5.35%	825.7725			50%
合计	16798		379.4282		1078.892	843.2	427.8	
权益储量合计			235.8827		666.0061	843.20	427.80	

表2 盈利预测假设

	2009 年报	2010 年	2011 年	2012 年
产量				
铅（万吨）	8.9	9.5	11	12
其中自产		4.5	5	5
锌（万吨）	18.73	20	24	24
其中自产		9.7	11	12

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

银(吨)	120	180	200	220
硫酸(万吨)	29.14	30	35	35
锗(吨)	8	12	15	15
价格(不含税)				
铅精矿	7682.13	11100.00	12030.00	12500.00
锌精矿	7511.16	10300.00	12500.00	13100.00
铅	11682.13	13800	14530	15000
锌	11511.16	14800	16200	16800
银(元/公斤)	2817.42	4500	7000	7500
硫酸	218.87	350	400	450
锗(元/公斤)	4012.50	5100	7250	8000
加工费				
铅		2700	2500	2500
锌		4500	3700	3700

表3 报表预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6110.67	4643.98	3823.65	5447.20	7335.05	7959.50
减: 营业成本	3991.70	3611.93	2842.21	4301.50	5544.80	5816.50
营业税金及附加	48.56	41.45	36.05	47.75	64.30	69.78
营业费用	115.57	123.54	115.95	137.70	185.43	201.21
管理费用	266.81	330.03	332.77	366.33	493.30	535.29
财务费用	81.03	127.91	88.07	55.41	64.66	95.45
资产减值损失	88.94	202.98	57.84	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.17	0.36	-25.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1518.23	206.51	325.26	538.50	982.56	1241.27
加: 其他非经营损益	-15.85	-19.20	-23.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	1502.38	187.31	301.43	538.50	982.56	1241.27
减: 所得税	193.12	40.79	39.52	80.78	147.38	186.19
净利润	1309.26	146.52	261.91	457.73	835.18	1055.08
减: 少数股东损益	-1.74	-6.14	-1.02	-1.78	-3.24	-4.10
归属母公司股东净利润	1310.99	152.65	262.93	459.50	838.42	1059.18
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-57.28	162.80	1711.63	54.47	73.35	79.59
应收和预付款项	348.34	328.34	718.13	157.76	991.85	231.47
存货	1848.32	990.36	1260.13	2248.84	2274.35	2470.48
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23.53	23.87	82.03	82.03	82.03	82.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2617.00	2940.98	3353.21	2907.72	2462.23	2016.73

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

无形资产和开发支出	149.28	232.37	358.99	323.96	288.92	253.89
其他非流动资产	13.94	24.45	98.06	71.68	45.29	45.29
资产总计	4943.13	4703.15	7582.19	5846.45	6218.03	5179.48
短期借款	699.30	745.00	1063.66	102.94	717.95	1273.02
应付和预收款项	459.62	356.92	800.72	487.12	1085.59	555.56
长期借款	364.60	666.00	769.20	769.20	769.20	769.20
其他负债	317.28	499.87	283.97	283.97	283.97	283.97
负债合计	1840.80	2267.79	2917.54	1643.22	2856.70	2881.75
股本	390.00	780.00	1007.77	1007.77	1007.77	1007.77
资本公积	1006.46	759.94	2263.31	2263.31	2263.31	2263.31
留存收益	1655.90	807.88	961.07	501.44	-337.23	-1396.72
归属母公司股东权益	3052.36	2347.81	4232.15	3772.52	2933.85	1874.36
少数股东权益	49.97	87.55	432.49	430.72	427.47	423.37
股东权益合计	3102.33	2435.36	4664.65	4203.23	3361.32	2297.74
负债和股东权益合计	4943.13	4703.15	7582.19	5846.45	6218.03	5179.48
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	932.13	1292.44	529.46	278.11	1145.62	1665.28
投资性现金净流量	-361.75	-764.82	-1087.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-408.22	-264.42	1996.26	-1935.27	-1126.74	-1659.04
现金流量净额	162.15	226.94	1440.98	-1657.16	18.88	6.24

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反

请务必阅读正文之后的重要声明

映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。