

买入 维持

驰宏锌锗（600497）

2011 年 05 月 06 日

资源扩张有序 冶炼产能快速投产

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

联系人：刘博

Liub5226@htsec.com

021-23219401

5 月 05 日收盘价：30.34 元 目标价：36.00 元

调研概要及投资建议

近年来，公司不断执行资源战略，资源储量实现跨越式发展，根据现有及新矿山勘探开采状况，我们保守预测公司“十二五”期间资源储量将有望达到 1400 万吨，自产金属量在 50-60 万吨/年；同时，冶炼产能也将伴随会泽、呼伦贝尔的新产能相继投产而达到 64 万吨左右，如果大兴安岭、昭通以及曲靖项目进展顺利，则总冶炼产能有望超过 100 万吨；我们认为，虽然短期内冶炼产能投放快于矿山产出，但是在“十二五”末公司资源自给率将在 50%以上，届时公司的盈利能力将大幅提高。因此，我们维持公司的“买入”评级。

1. 资源扩张有序，“十二五”末资源储量有望达到 1400 万吨，自产金属量 50-60 万吨

会泽铅锌矿持续增储。会泽铅锌矿是公司目前的主要矿山。该矿山现有铅锌矿资源储量金属量约为 314 万吨，锌铅比大约为 3:1，品味 22-25%，是国内高品位大型铅锌矿。根据最新的探矿结果，我们预计会泽未来的增储将弥补开采消耗，金属量保持在 300 万吨左右的水平。

昭通资源整合成果明显，勘探取得重大突破。去年，公司在昭通彝良县整合了 20 多家探矿企业，完成了彝良铅锌矿的整合，为下一步勘探和资源增储提供了非常有利的条件。我们认为，该地区的铅锌品质与会泽相似，远景储量至少不会低于会泽，金属储量预测在 350 万吨左右。我们预计，昭通彝良矿山 2013-2014 年投产，采选矿石 2000 吨/天，年产 10-15 万吨铅锌。

加拿大赛尔温探矿顺利。近年来，赛尔温是少数发现的大型矿山。我们判断该矿山目前拥有控制储量 1200 多万吨，储量还有增长的空间，公司拥有 50%的股权。目前矿山开采项目正处于环保以及与原住民谈判阶段。我们预测今年 8 月份将完成可研，进入开发阶段，2014 年投产；项目达产后，每天采选 8000 吨矿石，年产铅锌金属 30 万吨。

收购的三家矿业公司资源储量前景看好。通过收购集团的三家矿业企业，公司完成在云南西部和黑龙江这两个国内重要的铅锌矿产资源地区的战略布局，并以此为契机进一步整合国内其他地区铅锌矿产资源。

其中，永昌铅锌（93.08%）近年来每年都在增储，目前铅锌保有储量达 56.64 万吨，实际控制储量更大。同时，周边有规模不小的铅锌矿山资源，只是品味不高。永昌铅锌目前生产规模为采（选）矿 14 万吨/年，生产电锌 2 万吨/年，硫酸 1.8 万吨/年，今年能为公司增厚一定的利润。

澜沧铅矿（100%）是一个地处偏远的老矿，盈利能力不强，但是近期在危机矿山找矿中取得了重大突破。目前已探明的资源量并不多，铅锌 55 万吨，铜 13 万吨，钼 335 吨。但是实际上地质工作尚未完成，未来资源前景良好。澜沧铅矿对公司的 EPS 几乎没有什么影响，但是对公司未来的资源储量会有很大的帮助。

大兴安岭矿业（100%）正处于建设期，负责当地的资源整合与找探矿，已探明资源量非常有限，铅锌储量金属量仅有 20 万吨左右。但是由于该矿地处大兴安岭重要的成矿区域，所以潜力巨大。目前正拟建 15 万吨/年铅锌冶炼基地，其中锌 10 万吨，铅 5 万吨。一期工程采选项目（采矿能力 30 万吨/年矿石量，选矿厂 1000 吨/日处理量）和 2 万吨锌/年冶炼工程已经在去年投产。

呼伦贝尔是公司未来资源增长点。公司在呼伦贝尔拥有 870 多万平方公里的探矿权，目前探矿进展顺利。今年北方勘察公司继续进行勘察，对周边进行调研、同时抓住整合机会，但是见效周期非常长，不在公司“十二五”规划中。

表 1 公司铅锌资源预测简表（万吨）

项目名称	总计	金属量/年
会泽铅锌矿	314.00	13.00
昭通	350.00	10.00-15.00
加拿大赛尔温（权益）	600.00	15.00
澜沧铅锌矿	55.18	
永昌铅锌矿	56.64	2.00
大兴安岭	20.11	4.50
总计	1395.93	44.50-49.50

资料来源：公司资料，海通证券研究所

2. 冶炼产能扩张迅速，“十二五”目标冶炼产能 100 万吨

曲靖现有铅锌冶炼产能 20 万吨，其中铅、锌各 10 万吨，我们认为，未来曲靖铅锌冶炼产能存在翻番的空间；会泽老厂的 6 万吨锌冶炼将在今年 6 月底关停，而 16 万吨铅锌冶炼项目将在三、四季度相继投产，我们预计完全达产后产量能够达到 20 万吨；呼伦贝尔拥有 20 万吨铅锌冶炼产能，其中锌 14 万吨，6 万吨铅，我们预计今年三、四季度铅冶炼项目投产，明年上半年锌冶炼项目投产；永昌、澜沧和大兴安岭三家企业目前冶炼能力在 7-8 万吨，未来大兴安岭矿业全部投产后将达到 21 万吨；昭通未来有可能为了匹配彝良和其他县的铅锌矿建设 10 万吨/年的锌冶炼厂。

我们预计，明年上半年会泽与呼伦贝尔项目全部投产后，公司共计拥有 64 万吨冶炼产能；从远期来看，如果大兴安岭 15 万吨产能全部投产、曲靖产能实现翻番、昭通 10 万吨锌冶炼进展顺利，公司“十二五”末将拥有超过 100 万吨冶炼产能。

表 2 公司铅锌冶炼产能预测简表（万吨）

项目名称	铅冶炼产能	锌冶炼产能	冶炼产能合计
曲靖冶炼厂	10	10	20
会泽	6	10	16
呼伦贝尔	6	14	20
澜沧	2	2	4
大兴安岭	5	10	15
永昌		2	2
合计	29	48	77

资料来源：公司资料，海通证券研究所

3. 盈利预测

整体看，公司在“十二五”期间资源储量将有望达到 1000 万吨以上，而冶炼能力将有望超过 100 万吨，自产原料高于 50%，公司届时的盈利能力将大幅提高。因此，我们维持公司的“买入”评级。我们调整公司 2011-2013 年每股收益（转增摊薄后）分别为 0.54 元、0.87 元和 1.13 元的盈利预测。

4. 主要不确定性

公司资源开拓进度具有不确定性；金属价格具有不确定性。

表 1 公司利润表预测（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4851.54	6307.00	8725.22	10240.74
营业成本	3554.37	4477.97	6020.40	6963.70
营业税金及附加	42.04	56.80	78.82	91.16
营业税率	0.87	0.90	0.90	0.89
销售费用	127.80	175.06	245.53	280.72
销售费用率	2.63	2.78	2.81	2.74
管理费用	401.22	506.23	727.08	840.75
管理费用率	8.27	8.03	8.33	8.21
财务费用	110.48	184.28	227.43	223.30
财务费用率	2.28	2.92	2.61	2.18
期间费用率	13.18	13.72	13.75	13.13
资产减值损失	2.93	27.60	32.32	39.26
投资收益	-4.93	-10.03	-13.49	-9.48
营业利润	607.77	869.04	1380.15	1792.36
营业外收入	7.07	6.36	5.15	6.19
营业外支出	60.67	38.57	41.70	46.98
利润总额	554.16	836.83	1343.60	1751.57
所得税	91.97	140.59	214.98	280.25
所得税率	16.60	16.80	16.00	16.00
少数股东损益	1.09	-9.53	-5.73	-7.99
归属于母公司股东的净利润	461.09	705.77	1134.36	1479.31
EPS（元）	0.35	0.54	0.87	1.13

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨红杰：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中色股份、安泰科技、云铝股份、南山铝业、江西铜业、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。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。