

有色金属

报告原因：调研简报

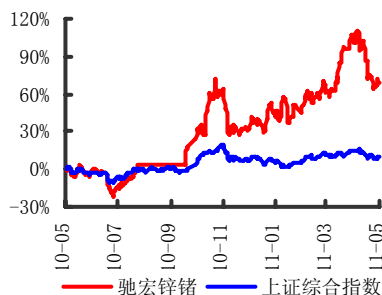
2011年05月10日

市场数据：2011年05月10日

收盘价（元）	31.68
一年内最高/最低（元）	34.50/14.31
市净率	7.08
市盈率	68
流通A股市值（亿元）	298

基础数据：2011年03月31日

每股净资产（元）	4.47
资产负债率%	50
总股本/流通A股（亿）	10.08/9.39
流通B股/H股（亿）	-/-



分析师

熊晓云

执业证书编号：S0760511010021

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@i618.com.cn

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料。sxzqyfz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

驰宏锌锗 (600497)

买入

资源量和冶炼规模将翻两番

上调评级

公司研究/调研简报

● “十二五”：国际矿业公司之路

驰宏锌锗现有铅锌矿资源储量约 314 多万吨，具有年产铅锌精矿 17 万吨（金属量），锌产品 16 万吨、铅产品 10 万吨、锗产品 20 吨、金 120 公斤，银 150 吨，硫酸 35 万吨的综合生产能力。

公司“十二五”定位为以铅锌为主的国际矿业公司。“十二五”期间，铅锌冶炼产能将扩至 100 万吨，资源量净增加 1000 万吨，原料自给率不低于 50%，但短期会有冶炼能力与资源能力不匹配的情况。装备和环保水平将达到世界最先进水平，国内目前的环保标准相当一部分是按照公司曲靖冶炼厂的标准来设的，如果标准被严格执行，行业内将有半数企业不达标。

● 矿山：控制资源量将最高

“十二五”期间，会泽地区储量保持在 300 万吨，昭通地区储量 350 万吨，其他矿山 400 万吨，加起来国内共有 1000 万吨。届时驰宏将成为国内铅锌行业控制资源量将最高的公司。2014 年左右，公司在国内的矿山可产金属量 30-35 万吨。

➤ 云南会泽地区

目前会泽地区储量 314 万吨，25%的品位，选矿能力 2000 吨/日，年产矿石量 66-68 万吨，精矿 15 万吨（金属量）。

➤ 云南昭通地区

云南铅锌资源主要分布在滇西和滇东北，其中滇东北的资源 90% 分配在驰宏旗下，如彝良驰宏在当地整合了 20 多家矿山。

昭通驰宏 2000 吨/日选厂已建成，但原料不足，年产矿石 18 万吨，矿石品位 13%，年产锌精矿 3 万吨。继续整合资源，扩大精矿产量。

彝良驰宏深部探矿取得重大进展，品味和会泽一样，远景储量不低于会泽，2000 吨选场将于 13-14 年投产，年产金属 13-15 万吨。

大关驰宏探矿已有重大突破，矿体多，矿带长，可能有铜等其他资源，品质没有彝良好，力争下半年申报大关 1000 吨采选项目，年产金属 1.5-2 万吨。

➤ 澜沧铅矿

澜沧铅矿属于老矿，地处云南“三江成矿带”。锌金属储量 55.18 万吨，上表资源量并不大，是危机矿山找矿中取得的成果，实现了三江成矿带上找矿的重大突破。位置偏远，运输成本高，盈利能力不强。目前对公司盈利没什么增厚，但未来资源对公司有很大帮助。现已探明自有原料基地老厂雄狮山富银铅锌矿床地质储量 650 万吨，公司还拥有对周边及境外铅锌地质储量为 410 万吨的 17 座矿山的独立或联合探采生产权。现在收购评估价会比较低，因地质工作并未完成，最终储量还没确定。目前澜沧铅矿拥有 2 万吨电铅、2 万吨锌锭、7 万吨褐煤的生产能力。

➤ 永昌铅锌

永昌铅锌前身龙陵县勐糯铅锌矿始建于 1958 年，地处偏远。拥有铅锌金属量 56.64 万吨，每年都在增储，有进一步增加的预期，但品位较低。永昌盈利能力比澜沧强一些，能为公司贡献业绩。永昌铅锌生产规模为：采（选）矿 14 万吨/年，生产电锌 2 万吨/年，硫酸 1.8 万吨/年。

➤ 内蒙地区

集团的荣达矿业金属储量在 100 万吨以上，品味为 8%，选矿能力 5200 吨/日，年产金属量 3 万吨，今年可产 4-5 万吨。生产的精矿将供给呼伦贝尔驰宏。

呼伦贝尔驰宏公司拥有 876 平方公里探矿权，去年开始进行探矿。自然条件恶劣，每年只有 2 个月的找探矿时间。在深部还发现了银钼资源，同时还在对周边资源进行调研，希望能整合一些资源。

➤ 东北地区

兴安云冶公司于 07 年 12 月在大兴安岭地区注册成立，拥有铅锌金属量 20.11 万吨。目前掌握资源量不大，且品味低，但发现资源和找到资源的前景好，大兴安岭地区是全国十六个重点成矿带之一，并已被列为国家重点推进勘查开发的三大成矿带之一。

公司拟收购金欣矿业 51% 的股权，合作开发大兴安岭松岭区岔路口铅锌钼多金属矿项目资源，岔路口多金属项目已提交了《黑龙江省大兴安岭松岭区岔路口铅锌钼多金属详查报告》，该项目详查报告正处于评审备案过程中，并正按有关规定申办采矿权证。金欣矿业资源潜力巨大，未来生产的精矿将供给兴安云冶的冶炼项目。

➤ 加拿大

成立合资公司之时，加拿大塞尔温铅锌矿控制资源量 1200 万吨，外推 1400 万吨。今年在外围探矿又增加 300 多万吨，品位在 15% 左右。目前有 2000 多万吨的控制和外推资源量，富矿体还在不断增加。正在继续环保、取水、与当地原居民谈判的工作，8 月份可研完成。将建设 8000 吨/日的选场，于 2014 年投产，年产金属 30 万吨，50% 的产品将归公司所有。



- **冶炼：规模将达国内前五**

目前公司铅锌冶炼产能 26 万吨，今年 6 月份，将只有 20 万吨（因会泽旧生产线今年 6 月份关停）。出于获取资源的要求和顺应行业集约化的趋势（不符合环保要求的小厂会逐步退出）。公司不断扩张冶炼产能，在建项目 50 万吨，新收购的澜沧、永昌、大兴安岭云冶合计 7-8 万吨，2012 年上半年进入生产的产能将达 68 万吨。“十二五”最终形成产能 100 万吨，届时冶炼产能将翻两番，以达到规模和装备水平在国内前五的目标。

- **云南曲靖地区**

曲靖计划在目前 20 万吨冶炼产能的基础上再翻一番，目前此项目正在做规划，还没有上报。

- **云南昭通地区**

昭通计划建设 10 万吨锌冶炼项目，等待环评批复。

- **云南会泽地区**

会泽新生产线今年 6 月份开始试生产，3 季度末投产，年底全面投产，新生产线装备和环保比曲靖还上一个台阶。

- **内蒙地区**

呼伦贝尔驰宏 20 万吨铅锌冶炼项目，争取 3 季度末或 4 季度铅系统投产，明年上半年锌系统投产。2012 年 6 月 30 号以后，生产线进入全面投产。

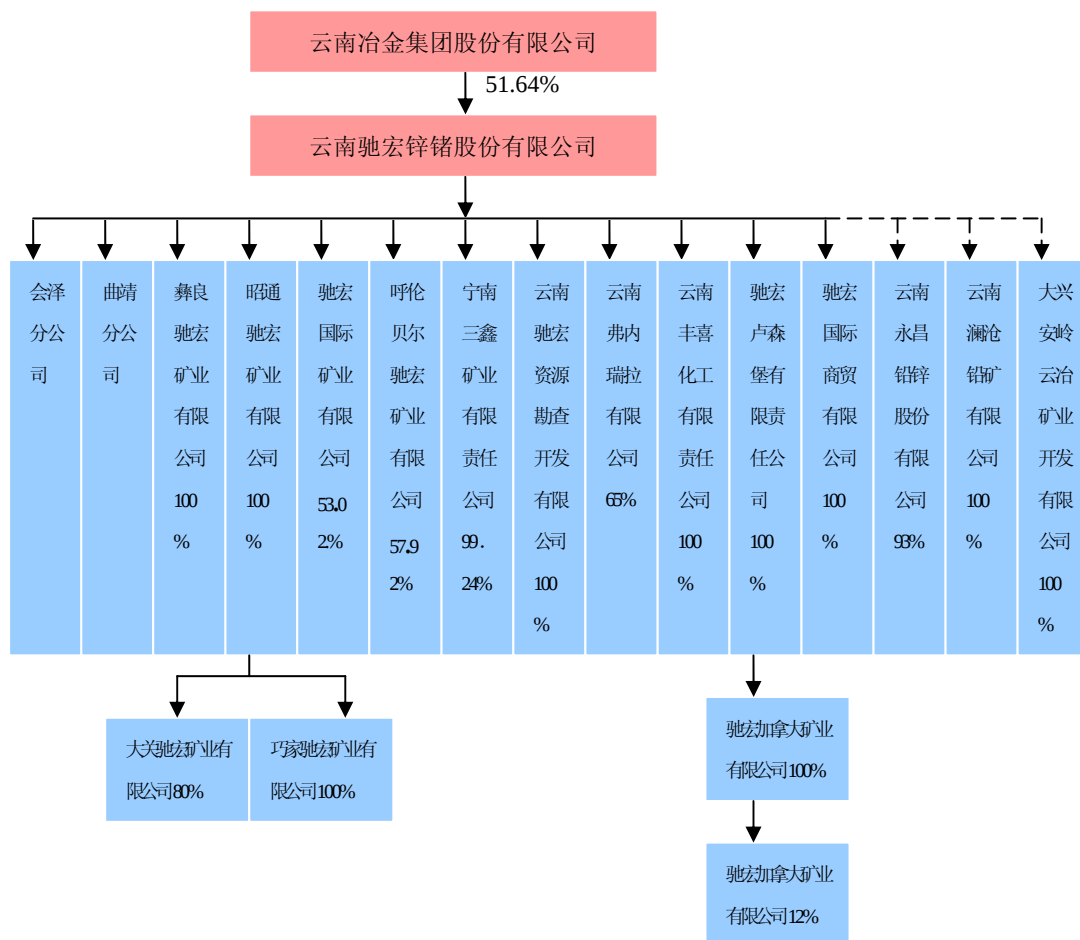
- **东北地区**

大兴安岭 15 万吨铅锌冶炼基地首期工程主要由年产 2 万吨电锌生产线及相配套的采选系统构成。大兴安岭云冶矿业开发有限公司于 2008 年 5 月开工建设 1000 吨/日采选项目和一期 2 万吨/年锌冶炼项目，目前一期 2 万吨锌冶炼工程已全部投产。

- **投资评级为买入。**预计公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.66 元和 1.16 元，动态市盈率分别为 47 倍和 27 倍，鉴于公司巨大的发展潜力，上调公司评级至“买入”。

- **风险提示。**环评进展，矿山开发和冶炼产能进度低于预期。

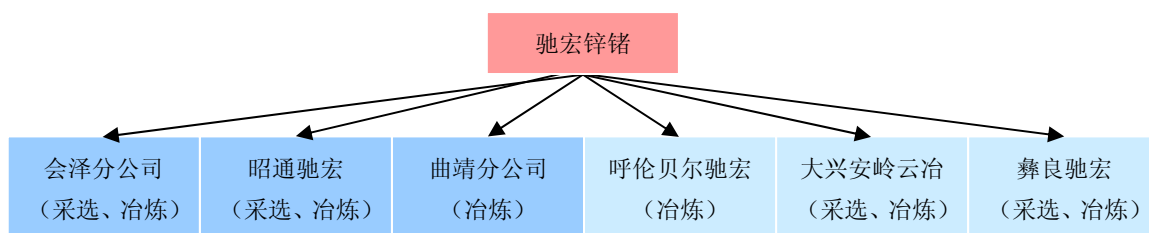
图 1：公司股权关系及组织结构图



注：彝良驰宏矿业有限公司为原全资子公司“云南省昭通市铅锌矿”

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：公司未来主要生产单位构成



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 1：公司矿资源分布情况(万吨)

矿区	权益(%)	铅锌金属资源储量(万吨)	铅锌品位(%)	日处理矿能力(吨)	年铅锌精矿产量(万吨)	备注
云南						
会泽铅锌矿	100	314	25	2000	15	
昭通驰宏	100	30.5	8	2000	3	继续整合资源, 扩大产量
彝良驰宏	100	> 300	25	2000	13-15	13-14年投产
大关	100			1000	1.5-2	探矿已有重大突破
澜沧铅矿	100%	55.18				拟收购
永昌铅锌	93.08%	55.92				拟收购
内蒙古						
呼伦贝尔	53%					探矿阶段
荣达矿业(集团)	51%	100	13	5200	4-5	有望收购
东北						
大兴安岭	100%	20.11	8	1000		拟收购
金欣矿业	51%					储量需国土资源部备案确认, 资源潜力巨大, 拟收购
加拿大						
塞尔温铅锌矿	50%	2000	15	8000	30	2014年投产

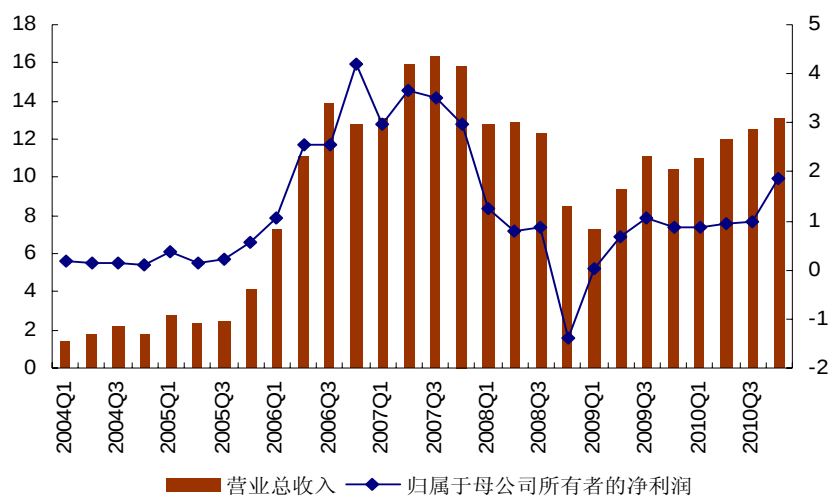
资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 2：公司冶炼产能分布情况(万吨)

	权益(%)	电锌(万吨)	粗铅*(万吨)	电铅(万吨)	硫酸(万吨)	铅锌合计(万吨)
已有产能						
曲靖分公司	100	10	8	10	26	20
会泽分公司(技改后)	100	10	6	-	24	10
澜沧	100%	2		2		4
永昌	93.08%	2				2
大兴安岭云冶(一期)	100%	2				2
在建产能						
呼伦贝尔驰宏	53	14	6	6	5	20
大兴安岭云冶(二期)	100%	8		5		13
拟建产能						
曲靖分公司	100	10		10		20
昭通驰宏矿业	100	10	-	-	-	10
合计		68		33	55	101

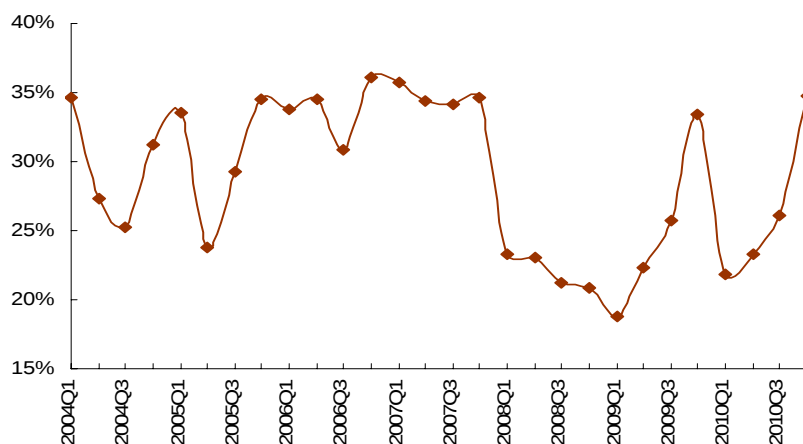
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：公司单季度营业收入及净利润变化（亿元）



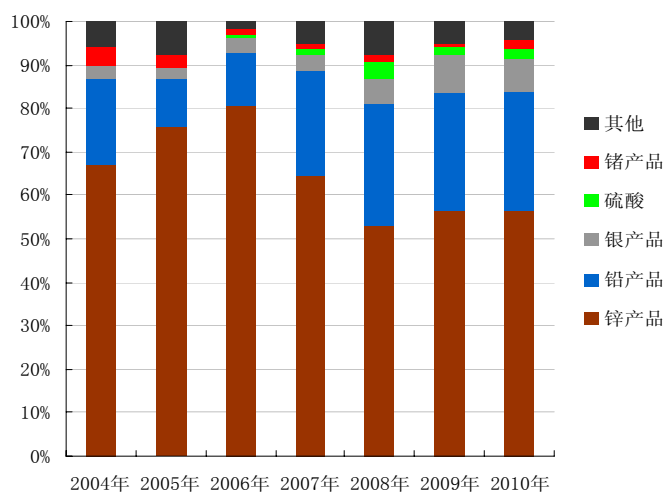
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：公司营业利润率显著回升



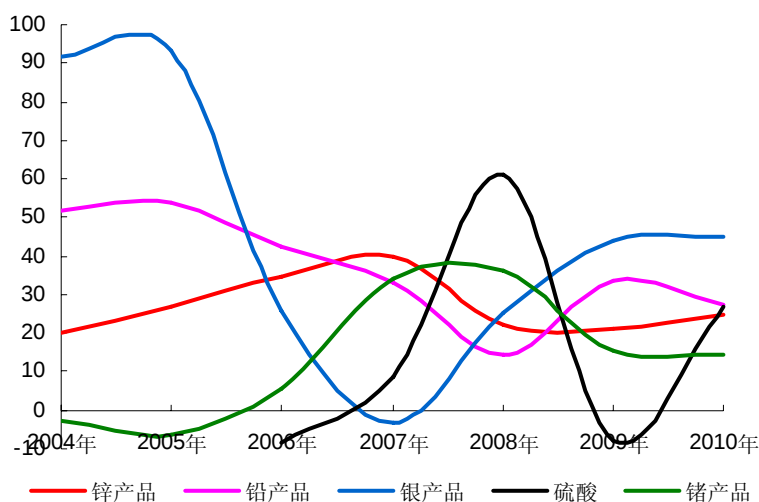
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：公司主营业务收入构成



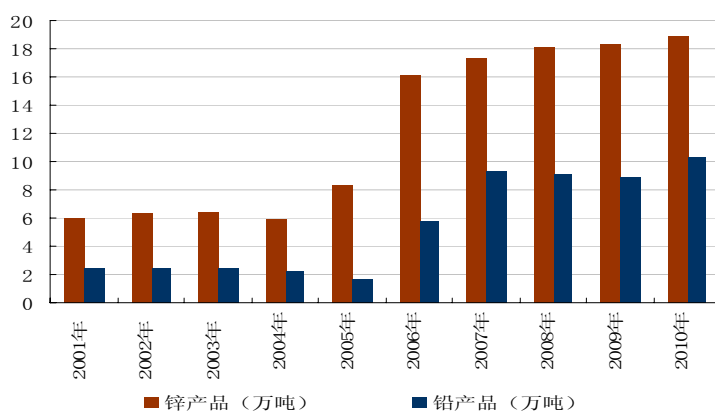
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：公司各产品毛利率变化



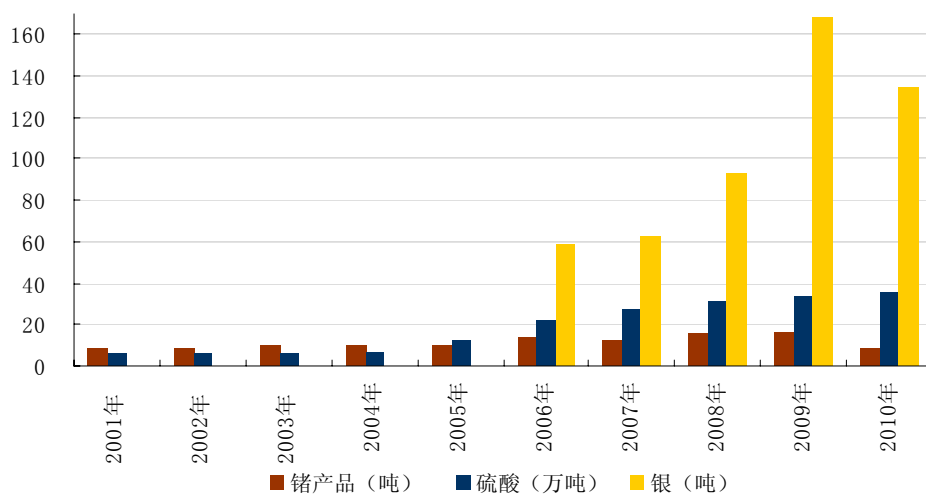
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 7：公司历年各产品产量变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：公司历年各产品产量变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所



表：驰宏锌锗利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业总收入	4,643.98	3,823.65	4,851.54	6,307.00	8,829.81
营业成本	3,611.93	2,842.21	3,554.37	4,604.11	6,180.86
营业税金及附加	41.45	36.05	42.04	50.46	72.40
销售费用	123.54	115.95	127.80	157.68	211.92
管理费用	330.03	332.77	401.22	517.17	724.04
财务费用	127.91	88.07	110.48	189.21	264.89
资产减值损失	202.98	57.84	2.93	0.00	0.00
投资净收益	0.36	-25.51	-4.93	0.00	0.00
营业外收支	-19.20	-23.83	-53.60	0.00	0.00
利润总额	187.31	301.43	554.16	788.38	1,375.68
所得税	40.79	39.52	91.97	118.26	206.35
净利润	146.52	261.91	462.19	670.12	1,169.33
少数股东损益	-6.14	-1.02	1.09	2.00	2.00
归属于母公司所有者的净利润	152.65	262.93	461.09	668.12	1,167.33
每股收益	0.20	0.28	0.46	0.66	1.16

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。