



资源产能同步扩张

买入首次

投资要点:

- 资源跨越式增长的同时实现产能台阶式上升
- 借力大股东背景, 资源收购预期强烈
- 锗、钼项目有望成为盈利新增长点

报告摘要:

- 资源跨越式增长。**公司目前已探明铅锌金属资源储量约为 456.5 万吨, 未来随着呼伦贝尔驰宏、昭通周边、澜沧铅矿、驰宏加拿大潜在资源的开发, 以及可能注入的集团资产荣达矿业, 公司未来资源储量可望达到 1000 万吨以上。
- 产能台阶式上升。**公司现有铅锌冶炼产能 20 万吨, 2012 年在会泽及呼伦贝尔项目全部投产后可达到 70 万吨/年, “十二五”规划目标为 100 万吨/年。铅锌精矿采选产能集中释放在 2013 年之后, 在不考虑海外资源增长情况下, 铅锌自给率将达到 55%以上。
- 借力大股东, 资源收购预期强烈。**作为云冶集团唯一的铅锌业务上市平台, 公司依靠大股东优势地位, 在彝良、大关等省内地区资源收购整合趋势明显。此外, 在合适时机, 公司对以荣达矿业为代表的集团资产也存在强烈的收购预期。
- 锗、钼项目有望成为盈利新增长点。**公司锗产品设计产能 30 万吨/年, 预计 2013 年产量可由现有的 10 万吨提升至 20 万吨, 目前公司正在积极向锗深加工方向扩展。另外澜沧铅矿及拟收购的金欣矿业预计存在大量的钼资源, 储量丰富、经济价值巨大。
- 预计 2011 年 EPS 0.58 元 (转增摊薄后), 首次给予“买入”评级。**我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54 元、0.62 元和 0.88 元 (转增摊薄后), 对应动态市盈率分别为 39 倍、34 倍和 24 倍, 估值较为合理, 安全边际明显。考虑到公司资源储量进一步增长潜力巨大, 估值水平较行业平均可给予一定溢价空间, 首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3823.65	4851.54	6220.85	9890.91	12381.16
同比增长率	-17.66%	26.88%	28.22%	59.00%	25.18%
净利润	262.93	461.09	707.02	808.41	1154.91
同比增长率	72.24%	75.37%	53.34%	14.34%	42.86%
每股收益(元)	0.261	0.458	0.540	0.617	0.882

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

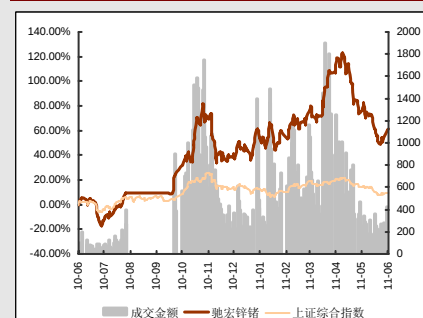
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	10.07
流通股本: 亿	9.39
第一大股东	云南冶金集团股份有限公司
第一大股东持股比例	51.64

数据来源: 宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*政策+技术, 关注小金属与深加工 03.31

宏源证券*行业报告*五年规划促稀土行业健康发展 02.14

目录

一、	公司基本情况.....	4
(一)	公司简介.....	4
(二)	大股东实力雄厚，区域优势明显.....	4
二、	铅锌行业：短期供需缺口尚存，未来价格波动不大.....	5
(一)	锌：供需基本平衡，价格波动不大.....	5
(二)	铅：再生铅产量不断增长.....	7
三、	资源储备与生产能力同步扩张.....	8
(一)	长期看资源储量大幅增长.....	9
1、	大股东支持，云南省内优势明显.....	9
2、	内蒙和东北定为重点发展区域.....	10
3、	全球化资源布局已然启动.....	11
4、	大股东铅锌资产存在继续注入可能.....	12
(二)	中期看采选冶炼产能翻番.....	13
(三)	短期看精矿生产成本优势突出.....	15
四、	小金属添加未来业绩增长点.....	15
(一)	锗：产量增长伴生毛利率上升.....	15
(二)	钼：厚积薄发，远期利润贡献可期.....	16
五、	高速增长期资金压力增大.....	16
六、	投资建议.....	18
(一)	盈利预测.....	18
(二)	风险提示.....	18

插图

市场表现	1
图 1: 2010 年收入构成.....	4
图 2: 铅锌产品历史毛利率	4
图 3: 公司主要股权结构.....	5
图 4: 全球锌储量.....	6
图 5: 锌消费结构.....	6
图 6: 全球锌锭产量及同比增速（单位：万吨）	6
图 7: 中国锌锭产量及同比增速（单位：万吨）	6
图 8: 全球锌锭消费量及同比增速（单位：万吨）	6
图 9: 中国锌锭消费量及同比增速（单位：万吨）	6
图 10: 全球铅储量分布	7
图 11: 铅消费结构.....	7
图 12: 全球精炼铅产量及同比增速（单位：万吨）	8
图 13: 中国精炼铅产量及同比增速（单位：万吨）	8
图 14: 全球精炼铅消费量及同比增速（单位：万吨）	8
图 15: 中国精炼铅消费量及同比增速（单位：万吨）	8
图 16: LME 铅锌价格走势（单位：美元/吨）	8
图 17: 长江现货市场铅锌价格走势（单位：元/吨）	8

表格

基本情况	1
表 1: 公司矿产资源分布情况.....	12
表 2: 公司采选产能基本情况.....	13
表 3: 公司冶炼产能基本情况.....	14
表 4: 全球主要钼矿山基本情况.....	16
表 5: 盈利预测主要假设条件.....	18
附表: 公司盈利预测.....	19

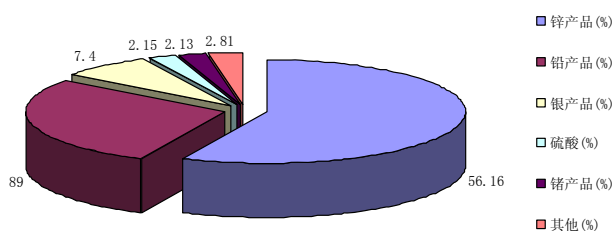
一、公司基本情况

（一）公司简介

云南驰宏锌锗股份有限公司成立于2000年7月18日，是以铅、锌、锗等产品为主，集地质勘探、采矿、选矿、冶金、化工、深加工和科研为一体的国有控股上市公司。公司是云南省百家重点骨干企业之一，国家首批循环经济试点企业，被云南省列入“高新技术改造传统产业，重点支持八大产业”中的5个重点企业之一。

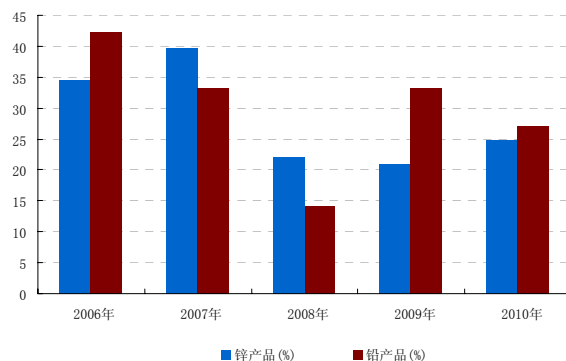
公司2010年锌产品产量18.8万吨，国内占比约为5.6%；电铅产量10.3万吨，国内占比约为3.6%；锗产品8798千克，银产品12.47吨，硫酸35.49吨。从主营业务经营状况看，公司全年实现营业收入48.52亿元，净利润5.54亿元，归属于母公司所有者的净利润4.61亿元，其中铅锌业务收入占主营业务收入的83%，贡献毛利润占主营业务毛利润的79%。铅锌产品是公司利润的主要构成部分。

图1：2010年收入构成



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图2：铅锌产品历史毛利率



资料来源：Wind，宏源证券研究所

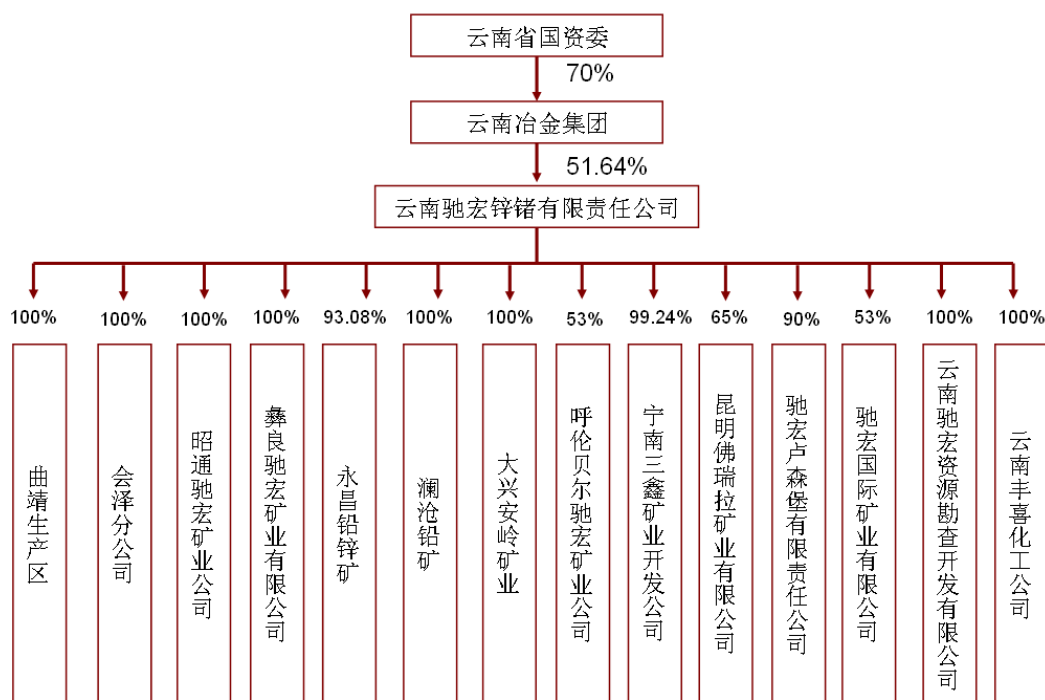
（二）大股东实力雄厚，区域优势明显

2006年9月，国家发改委发布《关于规范铅锌行业投资行为加快结构调整指导意见的通知》，明确了铅锌行业未来产业结构的调整目标——在控制冶炼能力盲目增长的前提下，扶优汰劣，调整结构，推动优势骨干冶炼企业、矿山企业的联合重组，使骨干冶炼企业的产量达到总产量的70%以上。2009年5月，国务院发布《有色金属产业振兴规划》，对于铅锌行业未来的发展方向时明确指出，在鼓励企业在国内外进行资源扩张，提高资源保证的同时，鼓励有实力的大型企业以多种方式重组。

公司控股股东云南冶金集团是云南省有色金属工业重点骨干特大型企业集团，作为省内第一批重点培养的大型工业企业，云冶集团是省内铅锌行业整合骨干牵头单位，而驰宏锌锗正是云冶集团铅锌资源的唯一上市平台。可以预见的是，在地方政府及国资委秉承区域内优势资源向重点企业汇集的发展战略下，公司未来在资源增储、提高精深加工能力和资源综合回收力度等方面都将得到政府的强力支持，特别是在对云南省内的铅锌资源

的整合方面具有无法匹敌的优势。

图 3：公司主要股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

二、铅锌行业：短期供需缺口尚存，未来价格波动不大

（一）锌：供需基本平衡，价格波动不大

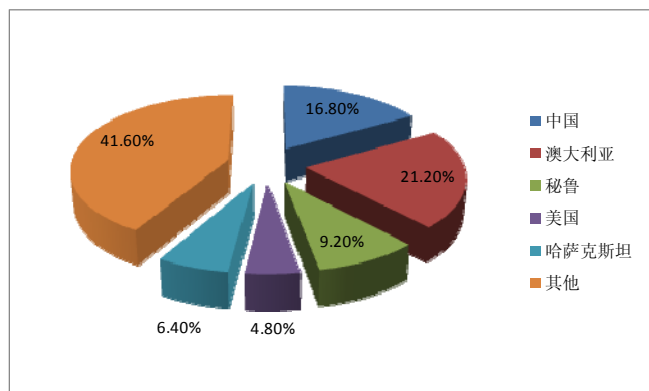
截止至 2009 年，全球锌资源储量共 2.5 亿吨，其中中国约拥有 4200 万吨，占比 16.8%。2010 年全球锌产量和锌精矿产量分别为 1287 万吨和 1200 万吨，其中中国这两种产量最多，分别为 428.63 万吨和 350 万吨，占比为 37.51%和 29.17%。2010 年受经济复苏的影响，全球锌产量同比增加了 9.54%，中国锌产量增长 6.04%。同期，全球及中国的锌消费量分别为 1260 万吨和 435 万吨，全球锌略有过剩约 27 万吨。

按照中国“十二五”规划，到 2015 年，锌冶炼控制在 670 万吨以内，2010-2015 年复合增长率不超过 7.3%。从数字看，未来中国的铅锌产能扩张将受到限制。由于国内对于产能增长的限制，而国外也没有迹象表明要大规模扩张或缩减产能，所以可以预计全球锌的供给将保持稳定的小幅增长。

从锌的需求情况来看，2010 年国内锌消费量占全球锌消费量的 40.65%，位居第一，远远超过美国的 9%。从锌的下游应用来看，主要用于汽车等交通运输业和建筑业，这两项占比近 80%。建筑业是锌的最大消费领域，主要产品是镀锌钢板、装饰和五金材料。最近国家出台一系列房地产市场调控政策，使得国内房地产市场增速放缓，这不利于建筑行业的增长。但是，随着中国工业化进程和城市化水平不断提高，未来一段时间内，建筑行业仍处在上升阶段，使得该领域对锌的需求量在持续增加。汽车行业是锌的第二大消费领

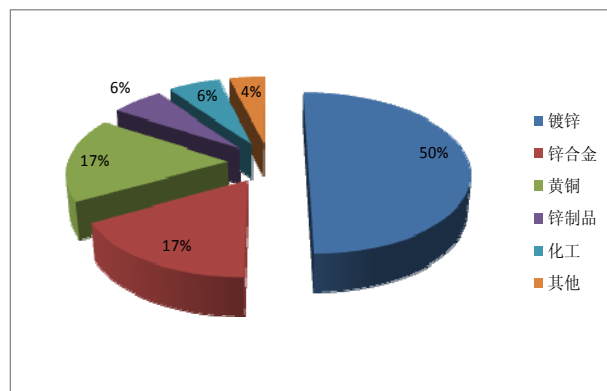
域，主要用在车身的镀锌钢板和相关压铸件。据 Global Insight 预计，中国乘用车到 2012 年为止，仍能维持 12% 以上的增长。之后增长率会慢慢下滑，预计 2020 年增长率降至 4%，销量达到 3 千万辆。汽车销量的持续增长，保证了锌需求的稳定增长。

图 4：全球锌储量



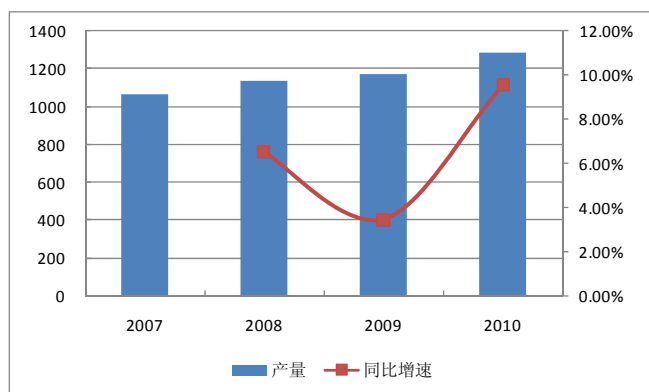
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：锌消费结构



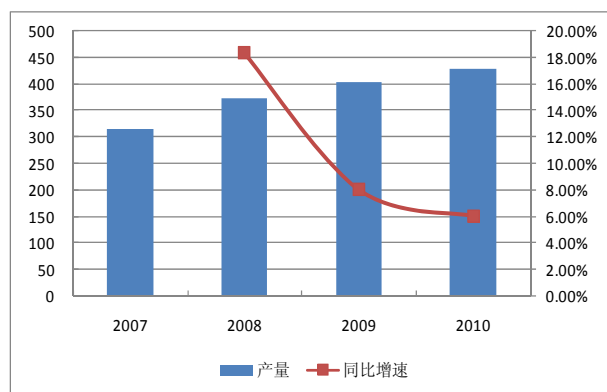
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：全球锌锭产量及同比增速（单位：万吨）



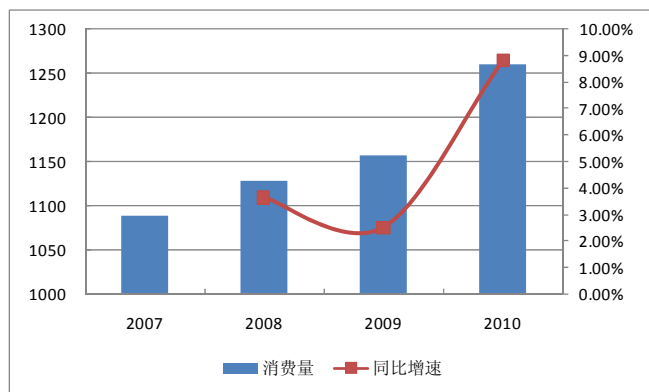
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 7：中国锌锭产量及同比增速（单位：万吨）



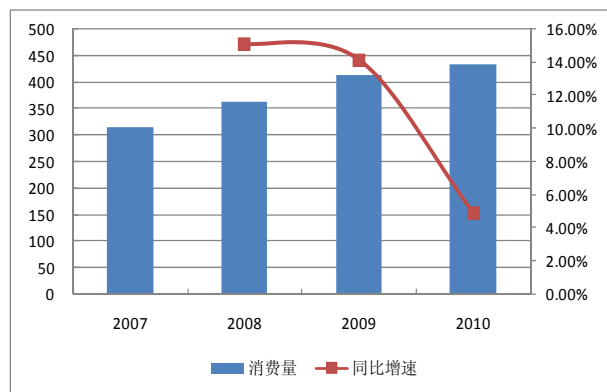
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 8：全球锌锭消费量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 9：中国锌锭消费量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

据国际铅锌研究组织（ILZSG）最新资料，预计 2011 年全球精炼锌产量增加 5.6% 至

1359 万吨；而同期锌需求量增加 6.3%至 1340 万吨；全球锌市场过剩约 19 万吨，供需缺口正在逐步缩小，因此我们预计未来锌价走势波动不大，预计在 1.6 万元/吨-1.9 万元/吨之间。

（二）铅：再生铅产量不断增长

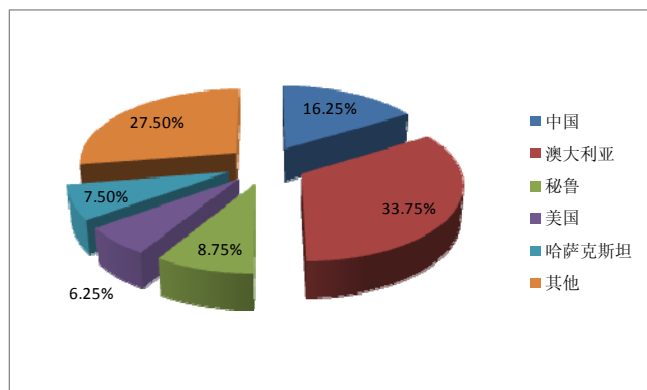
截止至 2010 年，全球铅资源储量共 8000 万吨，其中中国为 1300 万吨，占比 16.25%。2010 年全球精炼铅产量 957.6 万吨，同比增长 7.3%；其中我国精炼铅产量为 377.29 万吨，同比增长 9.3%，增速较 2009 年下降了 14.5 个百分点。同期全球精炼铅消费量约为 951.6 万吨，同比增长了 6.68%；我国精炼铅消费量约为 365 万吨，同比增长 5.6%。由此可见全球铅供给过剩约 6 万吨。

随着铅矿资源短缺现象日益严重，再生铅产业成为今后的一个方向。再生铅可以从铅废料中直接回收，不需要像生产原生铅那样经过采矿、选矿等工序，这使得再生铅的生产成本比原生铅低 38%，除了成本的优势外，再生铅比原生铅更加节能环保，所以在资源和环保的双重压力下，打造铅的循环产业具有很重要的意义。我国目前再生铅比率约为 26%，相比于世界其他主要国家还很低，对此，国务院出台的《有色金属产业振兴规划》中强调要大力发展循环经济，要求再生铅产量要占当年精炼铅产量的 30%以上。另外，按照中国“十二五”规划，到 2015 年，铅冶炼控制在 550 万吨以内，2010-2015 年复合增长率不超过 6.5%，从数字上看未来铅产能扩张将受到限制。综合供给面来看，发达国家由于再生铅占比很大，所以其精炼铅的产量保持稳定；而我国由于资源和环保等压力对铅产能扩张进行了限制，以及今后再生铅所占比例增大，使得未来国内精炼铅产量增长有限，全球铅的供应基本稳定。

从铅的消费来看，2010 年中国铅消费占全球的 42.1%，是全球最大的铅消费国。铅的终端消费主要用于铅酸电池，占比高达 80%。铅酸电池主要用于汽车和电动自行车，两者占到铅酸电池总需求量的近 60%。铅酸电池用在汽车和电动自行车的初次生产安装以及后来的维修替换，按照目前汽车和电动自行车较快增长的销量以及巨大的保有量，将有助于铅需求量的稳定增长。

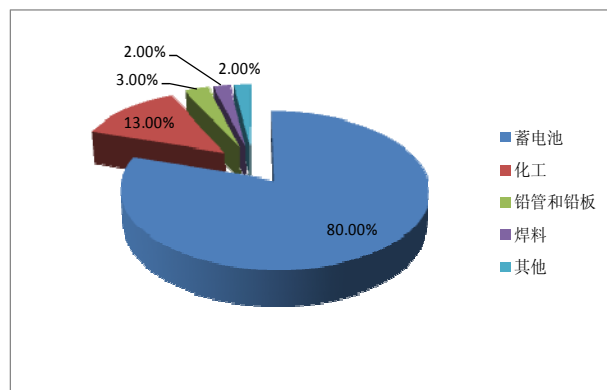
据国际铅锌研究组织（ILZSG）最新资料，预计 2011 年全球精炼铅产量增加 6.1%至 1016 万吨；而同期铅需求量增加 5.5%至 1004 万吨，全球铅市场供应均过剩还将持续。

图 10：全球铅储量分布



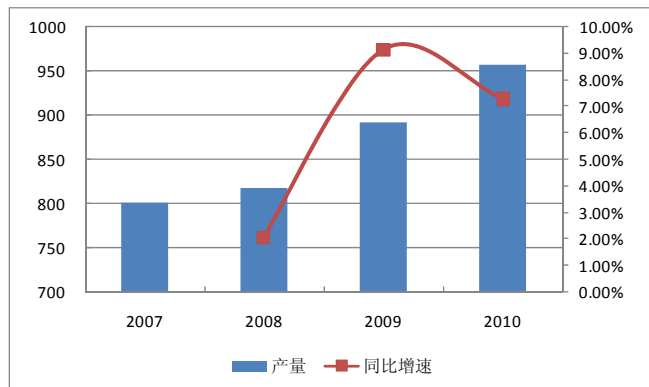
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 11：铅消费结构



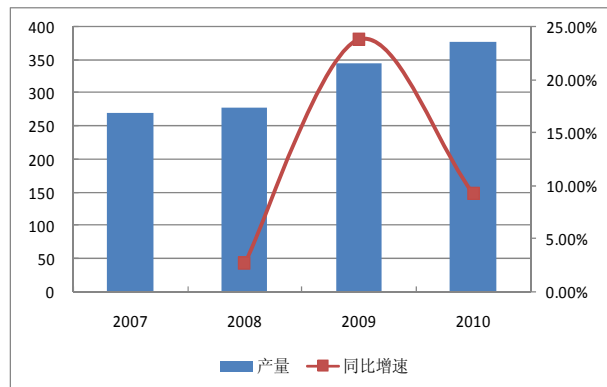
资料来源：安泰科，宏源证券研究所

图 12：全球精炼铅产量及同比增速（单位：万吨）



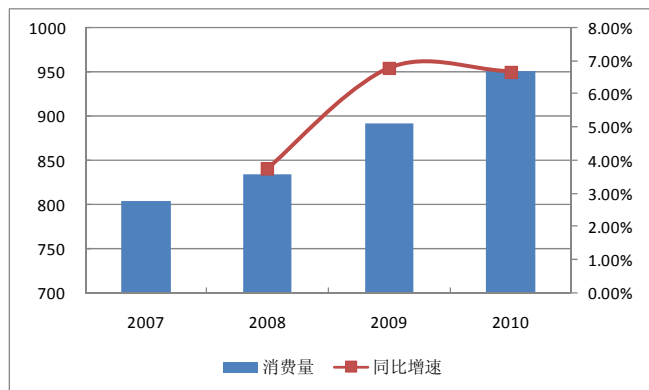
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 13：中国精炼铅产量及同比增速（单位：万吨）



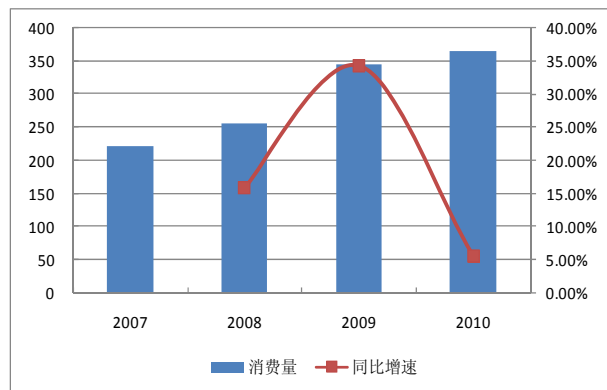
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 14：全球精炼铅消费量及同比增速（单位：万吨）



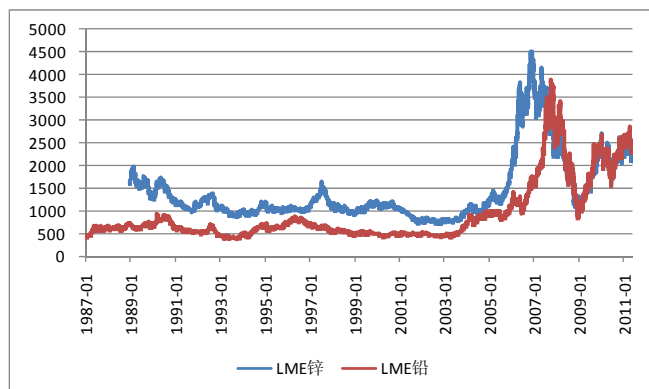
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 15：中国精炼铅消费量及同比增速（单位：万吨）



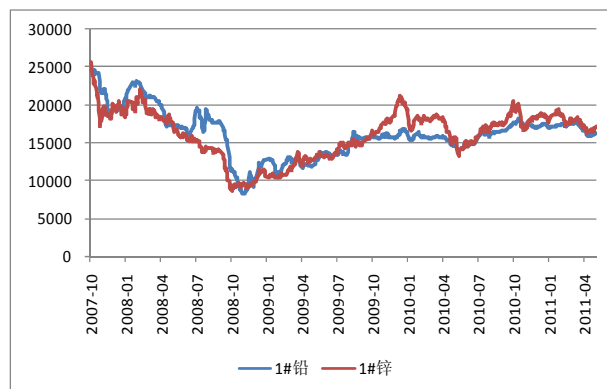
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 16：LME 铅锌价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 17：长江现货市场铅锌价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

三、资源储备与生产能力同步扩张

铅锌行业产业链比较简单，上游是铅锌矿采选，中游是铅锌冶炼。由于近年来冶炼产能的扩张速度远远要快于铅锌矿山的勘探和开采，使得位于中游的冶炼行业竞争逐渐加剧，冶炼加工费呈现下降趋势，而上游铅锌精矿的价格由于矿山资源的减少而呈现上升趋势。因此，矿山资源对于整个有色行业来说是相当重要的，具有上下游全产业链优势的企业，其相关原材料和中间产物的成本较低，这样在竞争中更具有优势。

公司近年来以资源战略为重心，充分发挥自身优势，将长期资源储量增长与中期产能增长同步推进，使得公司在整体价值提升的同时，能够凭借原矿品位、采选成本优势与采选冶炼产能的快速扩张实现公司业绩的高成长。

（一）长期看资源储量大幅增长

2011年4月1日，公司发布公告，拟以现金支付方式收购控股股东云南冶金集团股份有限公司持有永昌铅锌93.08%的股权、澜沧铅矿100%的股权、大兴安岭矿业100%的股权。本次收购完成后，公司新增权益铅锌金属储量约132万吨，较之前储量增加42%；同时新增银金属权益储量1237吨，铜13.22万吨，硫元素338万吨以及钼413吨。

公司近年来以资源作为第一战略发展重心，借助控股股东云冶集团在省内的地位优势，不断向外扩张。“十二五”规划目标明确提出，未来五年内矿产资源保有储备达到1000万吨以上。本次购入大股东资产的迹象仅仅是迈开资源储量增长的第一步，后期随着勘探力度的加强与资源控制布局的展开，公司各项金属资源储量将实现惊人的增长。

对于公司未来资源增长的主要来源和方式，我们认为将主要来自于以下三个方面：一是大股东云冶集团下铅锌资产陆续注入；二是加大探矿力度，新发现资源或增加现有资源储量；三是延续以云南省为基础，着重国内铅锌重点资源省市投资，加大国外合作开发力度的全球性布局。

1、大股东支持，云南省内优势明显

根据已知资料，我国铅锌矿床主要集中在湘、桂、粤、滇、川、黔、辽吉、塔里木西北及西南边缘；其中超大型、大中型矿床和铅锌成矿区带，主要集中分布在滇川地区、秦岭-祁连山地区、内蒙古狼山-渣尔泰地区和大兴安岭区带以及南岭地区。

云南省铅锌资源储量丰富，兰坪、会泽、澜沧等均为大型铅锌矿，此外红河哈尼族彝族自治州、文山壮族苗族自治州、昭通地区、保山地区、大理地区也都是重要的铅锌资源分布区域。公司在收购大股东永昌铅锌93.08%的股权、澜沧铅矿100%的股权后，已形成对省内主要铅锌资源的网状初步控制。

（1）会泽铅锌矿

会泽铅锌矿是公司目前的主要矿山，目前主要有两个矿山，一个以开发氧化铅锌矿石为主，另一个以开发硫化铅锌矿石为主。目前采矿深度已至1200m标高以下，属深井采矿。现有铅锌矿资源储量金属量约为314万吨。由于具有十分有利的成矿地质背景，加之矿床具有独特的地质特征，铅锌品位水平极高，多在25%~35%，部分矿石含量超过60%；除了铅锌之外，还含有银约680吨和锗约400吨，属于少有的大型富铅锌（银锗）典型矿床之一。

（2）彝良驰宏矿业有限公司

主体矿山昭通铅锌矿为公司 2006 年收购大股东资产，亦是我国铅锌矿主产区，铅锌平均品位 18.58%，合计金属储量 30.5 万吨。同时公司还具有昭通铅锌矿所在的整个彝良矿冶加工基地规划区 193 平方公里区域内铅锌资源的勘探、开采、精选和冶炼的具有排他性的整体开发权。

近年来公司在该地区找矿和探矿力度不断加大。一方面，公司通过深部挖潜，增加资源储量。2010 年公司通过对昭通毛坪铅锌矿床 2 个定位靶区的坑探和钻探工程验证，在此区域内发现多个隐伏矿体。其中 6 号富厚矿体规模最大，厚度为 15.6-54.2 米，铅锌品位为 25%-35%，新增（333）及其以上级别的铅锌金属资源量 106 万吨，从而使该矿床成为大型富铅锌矿床，有望成为滇东北矿集区第二个超大型富锗铅锌矿床。另一方面，公司也充分利用大股东区域龙头的背景优势，与政府签订整合矿产资源战略合作协议，利用当地矿产资源开采整合的有力契机，提高铅锌资源控制力度。由于历史原因，昭通地区此前长期存在矿权分散、开采布局不合理等多项问题，“小”“散”特征明显。在省内矿权整顿工作展开之后，昭通县洛泽河矿冶加工基地区域内的 32 个铅锌矿权被整合为 5 个，彝良驰宏矿业收购了其中 7 个矿权。此后，在当地政府的促进下，公司先后陆续收购了云龙、龙祥、八合光大等多家铅锌开采企业。2010 年公司年报披露，彝良驰宏矿业在 2010 年年内整合矿权取得了 3.64 亿元的采矿权。2010 年 4 月和 5 月，彝良驰宏矿业又分别设立了巧家驰宏矿业有限公司（持股比例 100%）和大关驰宏矿业有限公司（持股比例 80%）两家子公司，以进一步加强对昭通区域内矿产资源整合的力度。昭通地区有望成为继会泽后公司另一个主要铅锌精矿开采基地。

（3）永昌铅锌矿

永昌铅锌股份有限公司地处云南省保山市龙陵县勐糯镇。矿区占地面积 30 平方公里，矿区公路与 320 国道相接，距龙陵县城 128 公里。公司参股控股共 4 家公司，直接或间接控制了杨梅田铜矿、小送归铅锌矿、勐糯铅锌矿、放羊山铅锌矿以及大荒田银铅矿的采矿权，合计铅金属储量 17.3 万吨，锌金属储量 39.7 万吨，铜金属储量 1011.8 吨，银金属储量 33.01 吨。其中勐糯铅锌矿是最主要资源，分别由铅厂、后寨以及白沙水矿段组成。矿体平均厚度 2.28 米，铅锌平均地质品位约为 12.4%，主要构成为硫化矿，也是典型的富铅锌矿床。

（4）澜沧铅矿

澜沧铅矿位于云南思茅地区澜沧县，主要由老厂、萝卜山和勐滨煤矿三个矿区构成，已具有 600 多年的采矿历史，由于多年开采，此前老厂矿区曾一度被认定资源储量接近“枯竭”。随着危机矿山找矿项目取得的突破性进展，现已探明铅金属储量 4.0 万吨，锌金属储量 28 万吨，铜金属储量 12.8 万吨，银金属储量 325.5 吨。目前进一步探矿工作仍在进行中，存在进一步发现大中型铅锌矿和铜钼钨锡多金属矿的远景预期。

（5）昆明佛拉瑞矿业有限公司

佛拉瑞矿业主要资产为东川区雪岭铅锌矿探矿权，雪岭是拱王山三大主峰中的最高峰，位于昆明市东川区，海拔高度为 3200-4000 米，当地资源品种众多，储量丰富。公司公告显示，目前雪岭铅锌矿区仍处于勘探阶段中。

2、内蒙和东北定为重点发展区域

（1）呼伦贝尔驰宏矿业有限公司

2007年6月，公司组建呼伦贝尔驰宏矿业有限公司（持股比例58%）。目前呼伦贝尔人民政府为公司配置了800平方公里左右的探矿区域，共26个探矿权，铅锌平均品位在8%-16%，预计金属储量在200万吨以上。同时，根据《呼伦贝尔市进一步推进矿产资源开发整合工作方案》，未来区域内矿产资源的整合工作将以呼伦贝尔市驰宏矿业有限公司为主体，进行整装勘查、整体开发，通过整合有利于矿产资源的更加合理开发利用，这对于公司在内蒙古地区资源扩张的长远发展方向具有重要意义。

（2）大兴安岭矿业

大兴安岭矿业目前正处于建设期，主要负责当地的资源整合与探矿工作。旗下子公司大兴安岭新林区云岭矿业开发有限公司（持股比例75%）所有的铅锌铜矿采矿权已探明锌金属储量14.9万吨，铅5.2万吨。虽然已探明储量有限，但由于该矿位于大兴安岭成重要矿带之上，资源潜力巨大，且公司借此为平台加大对东北地区的资源战略部署意义明显。

（3）大兴安岭金欣矿业（拟收购）

4月1日，公司与大兴安岭金欣矿业有限公司的部分股东就股权转让事宜签署了《大兴安岭金欣矿业有限公司股权转让框架协议》，拟收购该部分股东持有的金欣矿业51%的股权。金欣矿业主要矿产资源为大兴安岭松岭区岔路口特大型铅锌钼多金属矿，详查勘探报告已提交到省国土资源厅评估，正在按照有关规定申办采矿权证。初步勘探结果显示，钼矿体平均品位0.08%，其中工业矿体平均品位0.12%，低品位矿体平均品位0.04%；主矿体呈现矿体厚、品位高、埋藏深的特点，一般在200-300米左右。钼金属资源储量预计为116万吨（消息来源于黑龙江卫视新闻夜航栏目报道），属特大型钼多金属矿床，未来通过继续勘查全矿区钼资源量有望继续增加。

（4）宁南三鑫矿业开发有限公司

公司位于四川省宁南县，现拥有两座矿山和一个选厂，其中银厂沟矿山采矿权面积1.587平方公里，骑骡沟矿山探矿勘查权面积0.76平方公里。根据此前勘探结果，银厂沟矿区为中型氧化铅锌矿床，品位普遍较低，多在4%-8%，含量大于8%的富矿比例较小。

3、全球化资源布局已然启动

（1）驰宏加拿大矿业有限公司

2009年，公司与塞尔温资源有限公司以塞尔温铅锌矿项目为基础，成立一个各占50%权益的合资公司，共同开发加拿大育空省塞尔温铅锌矿。整个项目始于1968年，至今主要以Howard Pass矿区的钻孔地质勘探为主，下步重点进行矿区高品位铅锌矿的开发。根据相关资料，Howard Pass矿区是一个世界级的铅锌大矿，铅锌储量达到3600万吨，矿石品位为12%，资源前景非常乐观。塞尔温资源有限公司主要拥有加拿大育空省的XY和Anniv矿区是铅锌储量超千万吨级的大矿，且大部分可以露天开采，开采成本很低；其控制资源储量1200万吨，外推储量1400万吨，平均品位15%左右，其中高品位矿资源量为541万吨。预计项目首先开采高品位地下矿，再扩建露天矿，建成日采选能力8000吨/日，年产金属30万吨的产能。目前当地正在继续环保、与当地原住民谈判的工作，预计8月份可研完成。随着当地电力、交通等配套措施完善后，项目将进入实际开采阶段，2014年投产。

4、大股东铅锌资产存在继续注入可能

（1）新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司

大股东云冶集团持有新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司 51%股份，公司位于满洲里得尔布干多金属成矿带的西南延伸部分，是有色及贵金属矿产的主要赋存矿带，资源潜力巨大，但目前该地区的矿产资源尚未被有规模的开发，属于待开发的处女地。根据内蒙古政府的矿产资源开发计划，政府准备未来重点开发该区域的矿产资源，建设高起点的贵金属和有色金属开采区。

公司拥有在内蒙古自治区新巴尔虎右旗甲乌拉矿区 32 平方公里的独家采矿权和经营权，是成为内蒙古自治区呼伦贝尔市的重点扶植企业和上规模企业。2009 年，公司以荣达矿业铜铅锌矿为主体，整合新巴尔虎右旗新鑫矿业有限责任公司铅锌矿；2010 年，根据《呼伦贝尔市进一步推进矿产资源开发整合工作方案》，新右旗进一步整合甲乌拉资源区，该矿区列入整合的有荣达公司所属的 2 个采矿权、3 个探矿权，怡盛元公司的 1 个采矿权、4 个探矿权，在当地政府多次组织协调下，怡盛元公司的 1 个采矿权、4 个探矿权转让给了荣达公司，公司近年来整体资源储量增长明显，估计铅锌资源金属储量在 200 万吨以上，平均品位在 10%。

（2）云南金鼎锌业有限公司

云南金鼎锌业有限公司建于 2003 年 7 月，位于云南省兰坪县境内，控股股东为四川宏达股份有限公司。公司主要资产兰坪铅锌矿位于兰坪县城东南、金顶镇东的凤凰山矿脉上，主要由架崖山、北厂、蜂子山、南厂、白草坪、西坡和跑马坪七个矿段组成，矿区面积约 8 平方公里。整个兰坪铅锌矿的平均品位为 8%，铅的平均品位为 1%，累计探明金属储量（Pb+Zn）为 1553 万吨，目前保有储量为 1209 万吨，占云南省储量的 44%，占全国总储量的 12%，是我国已探明的最大铅锌矿床，也是世界上为数不多的储量上千万吨级的特大型铅锌矿床之一。

驰宏锌锗控股股东及关联方云南冶金集团总公司、云南省兰坪白族普米族自治县国有资产管理局、怒江州国有资产经营有限责任公司、云南铜业（集团）有限公司等 4 家公司或单位合计持有金鼎锌业 40%股权。2008 年，驰宏锌锗试图通过定向增发方式收购金鼎锌业 40%的股权，虽然由于金融危机影响导致市场环境恶化，公司不得已暂时搁置了这一方案，但此后亦明确表示，并未放弃对兰坪金鼎锌业 40%股权的收购，将密切关注有色金属行情和证券市场变化情况，待相关条件成熟时再考虑该资产的收购方案。

表 1：公司矿产资源分布情况

子公司	地区	权益比例	铅锌金属资源储量	铅锌品位	备注
已探明储量					
会泽铅锌矿	云南	100%	314 万吨	25%	属深井采矿
彝良驰宏矿业	云南	100%	30.5 万吨	13%-18%	昭通地区原有铅锌矿金属储量 30.5 万吨
永昌铅锌矿	云南	93.08%	57 万吨	12.40%	铅金属储量 17.3 万吨，锌金属储量 39.7 万吨，铜金属储量 1011.8 吨，银金属储量 33.01 吨

澜沧铅矿	云南	100%	32 万吨		表内金属储量较低，实际金属储量为 55.2 万吨
大兴安岭矿业	东北	100%	20.1 万吨	8%	表内资源储量有限，但该矿位于大兴安岭成重要矿带之上，资源潜力巨大，目前公司仍在加强勘探力度
宁南三鑫	四川	99.24%	估算 2-4 万吨	4%-8%	采用边勘边采的模式，资源总储量暂时没有明确数值
合计			456.5 万吨		
潜在储量					
呼伦贝尔驰宏矿业	内蒙古	58%		8%-16%	公司在周边地区共有 26 个探矿权，目前勘探工作仍在进行中
彝良驰宏矿业	云南	100%	预计 300 万吨		公司具有十几个探矿权，在继续加大勘探力度的同时加强周边大关、巧家等地的资源整合
澜沧铅矿	云南	100%			目前进一步探矿工作仍在进行当中，存在进一步发现大中型铅锌矿和铜钼钨锡多金属矿的远景预期
驰宏加拿大矿业	海外	50%	1200 万吨	15%	
集团主要铅锌资产					
荣达矿业	内蒙古		200 万吨	10%	云冶集团持股比例 51%
金鼎锌业	云南		1209 万吨		云冶集团及关联企业持股比例 40%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

（二）中期看采选冶炼产能翻番

公司现有铅锌矿采选产能主要集中在会泽、昭通、永昌、澜沧几个矿山，现有铅锌生产产能约为 25 万金属吨/年（其中昭通铅锌矿由于原矿开采能力不足，目前洗选能力尚未满产），未来主要潜力增长区域集中在昭通及周边地区和内蒙古呼伦贝尔地区，产能集中释放在 2013 年，在不考虑海外资源增长情况下，至“十二五”末期，公司铅锌自给率可达到 55%以上。

表 2：公司采选产能基本情况

分公司	权益比例	日处理原矿能力（吨）	金属量/年（万吨）	备注
原有采选产能				
会泽铅锌矿	100%	2000	16	

昭通铅锌矿	100%	2000	3 (9)	2000T/D 技术改造工程已于 2010 年投产, 但由于原料不足, 洗选产能尚未完全发挥, 待后期周边资源整合后, 精矿产能将陆续扩大至 10 万吨。
永昌铅锌矿	93.08%			
澜沧铅矿	100%		6	
大兴安岭矿业	100%			
合计			25 (31)	
在建产能				
宁南三鑫矿业	99.24%	1000		主要设备已采购完毕
规划产能				
昭通及周边地区	100%		15	彝良驰宏矿业 2000 吨/日洗选厂项目计划于 2013 年-2014 年建成, 此外大关驰宏预计未来亦可形成 1.5-2 万吨产能。
呼伦贝尔驰宏矿业	58%			目前仍在探矿阶段, 计划 3 年后实现开采
驰宏加拿大矿业	50%			2014 年开始运作, 拟建设 8000 吨/日采选规模, 金属量 30 万吨/年产能
大兴安岭金欣矿业 (拟收购)	51%			预计 2014 年-2017 年形成 2-3 万吨/年钼金属产能
集团主要铅锌资产				
荣达矿业		5200	4-5	

资料来源: 公司资料, 宏源证券研究所

公司现有电解铅锌产能约为 32 万吨, 在建产能 50 万吨, 预计 2013 年公司冶炼差能将实现 70-80 万吨。其中曲靖现有铅锌产能 20 万吨, 不排除未来可能通过收购等方式, 继续扩大产能的可能性; 会泽老厂 6 万吨锌冶炼产能将于 2011 年 6 月底关停, 新建 6 万吨铅冶炼和 10 万吨项目计划于 8 月份投产; 永昌、澜沧和大兴安岭三家企业目前实际冶炼能力在 7-8 万吨, 大兴安岭矿业设计产能 15 万吨; 呼伦贝尔 20 万吨铅锌冶炼项目中的铅冶炼项目和锌冶炼项目分别计划于 2011 年 8 月和 2012 年 4 月投产; 彝良驰宏为匹配昭通及周边地区铅锌矿建设未来筹建 10 万吨/年的锌冶炼厂。

表 3: 公司冶炼产能基本情况

	权益	电锌 (万吨/年)	电铅 (万吨/年)	铅锌合计 (万吨/年)	备注
原有产能					
曲靖冶炼厂	100%	10	10	20	未来产能存在增长至 40 万吨/年的可能
会泽分公司	100%	6	0	6	预计 2011 年 6 月关停
永昌铅锌矿	93.08%	0	2	2	
澜沧铅锌矿	100%	2	2	4	
合计		12 (18)	14	26 (32)	
在建产能					
会泽分公司	100%	10	6	16	预计冶炼铅今年 8 月投产; 冶炼锌年底投产
大兴安岭矿业	100%	10	5	15	一期 2 万吨/年锌冶炼已于 2008 年开始建设, 目前仍处于建设期中
呼伦贝尔驰宏矿业	58%	14	6	20	预计冶炼铅今年 8 月投产, 冶炼锌 2012 年 4

			月投产
合计	28.1	14.5	42.6
规划产能			
昭通及周边地区	100%	10	正在筹建中

资料来源：公司资料，宏源证券研究所

依据公司发展规划目标，“十二五”末期公司冶炼产能将超过 100 万吨（其中锌冶炼产能 70 万吨，铅冶炼产能 30 万吨），矿山采选能力在此前规模上增加近 2 倍。根据我们的判断，2012 年在会泽及呼伦贝尔项目全部投产后，公司铅锌冶炼产能可达到 70 万吨/年。公司目前铅锌精矿自给率分别为 50%和 45%，冶炼产能的迅速扩张将使得短期内资源自给率出现一定程度的下降，外购精矿比例的增加也会在一定程度上降低整体毛利水平。预计近年来采选部分产能的增长将主要来自于昭通周边地区的矿权整合，大幅释放则主要集中于 2013 年，届时随着公司自产精矿规模的上涨，公司业绩可再次实现爆发性增长。

（三）短期看精矿生产成本优势突出

公司现有主要铅锌矿均为铅锌富矿，品位极高，精矿生产成本优势明显。统计数据显示，在国内铅锌矿采选企业中，原矿综合品位小于等于 5%的占 53%，5%-10%的占 39%，大于 10%的仅占 8%，随着原矿品位的降低铅锌精矿的成本也随之上升。公司主要铅锌矿平均品位在 10%-25%，而国内铅锌品位平均仅为 6.8%，因此虽然与大部分矿产相比，公司铅锌精矿金、银等伴生贵金属资源含量较少，但高品位原矿仍使得其自产铅锌精矿成本明显低于行业平均水平。

四、小金属添加未来业绩增长点

（一）锗：产量增长伴生毛利率上升

公司会泽铅锌矿含有锗金属储量 400 吨，此前对外销售产品主要为金属锗和二氧化锗，属于初级锗加工产品。锗作为小品种金属，近年来在太阳能电池镜片、红外锗镜头、光纤电缆等新材料上应用愈加广泛。与铜铝铅锌等品种不同，基本金属主要利润集中在产业链的上游，而锗一类的小金属在下游深加工环节仍可保持较高的毛利水平。

2010 年公司生产锗产品含锗 8798 千克，销售高纯锗 5016 千克，二氧化锗 2700 千克，营业收入占比 2.1%。尽管目前锗相关业务对公司整体业绩贡献有限，但我们认为其未来有望成为继铅锌后公司另一个重要的利润贡献点。其一，锗在原矿中属伴生金属，公司现有铅锌冶炼产能 30 万吨，未来扩张到 100 万吨后，锗产量也将随之扩大到 30 吨/年，生产能力提升；其二，随着锗产品在下游需求的增长，金属锗长期价格呈现上涨趋势，公司凭借其资源优势在原矿采选环节的盈利空间不断扩大；其三，公司在现有发展模式的基础上，正在向深加工方向发展，30 吨锗项目定位于国内设备最先进、自动化水平最高、环保一流的循环经济示范工程，主要设备均为进口。公司技术现可生产锗单晶、光纤四氯化锗、红外锗片等产品，下一步将继续提升技术水平，定位于太阳能锗片、球面及非球面锗片产品，进一步提高产品附加值。综合来看，伴随产量与毛利空间的双重增长，公司锗业

务后劲发展强势，成长性明显。

(二) 钼：厚积薄发，远期利润贡献可期

公司目前并没有涉及钼相关业务的生产，但澜沧铅锌矿老厂矿区与公司拟收购 51% 股权的大兴安岭金欣矿业松岭区岔路口铅锌钼多金属矿勘探结果均显示，以上两个矿区钼储量丰富，公司未来必将逐步展开从开采、选矿到钼加工的各项业务。

➤ 云南澜沧老厂矿区

云南老厂矿区近年来不断在资源勘查上取得突破，发现的深部斑岩型钼（铜）矿具有大型-超大型远景，矿体厚，储量大，有望成为云南省第一个大型钼矿床，潜在经济价值巨大。不足之处在于矿体埋藏深（400-1350 米，见矿平均厚度 600 米），初步勘探工业矿体的钼品位略偏低（0.064%），采选系统开采成本较高。虽然现阶段钼资源实际资源开采利用难度较大，但随着未来金属价格的继续上涨与采选技术的不断进步，长期资源储备意义明显。

➤ 大兴安岭松岭区岔路口特大型铅锌钼多金属矿

岔路口铅锌钼多金属矿是大兴安岭金欣矿业下资产，该矿以细脉为主的块状硫化钼矿石为主，属斑岩型钼矿床。矿体总体特征南东侧矿体厚，品位高、埋藏深、品位高：矿体控制长度 1800 米，控制宽度 200-800 米，控制最大延伸 713 米；平均品位 0.08%，其中工业矿体平均品位 0.12%；主矿体埋深较大，一般在 200-300 米左右。根据黑龙江卫视新闻夜航栏目报道，岔路口铅锌多金属矿经详可供开采钼资源储量为 116 万吨，矿藏规模和拟建矿山规模都将排在亚洲前列。2010 年年底《黑龙江省大兴安岭松岭区岔路口铅锌多金属矿详查报告》初审工作完成，目前该项目正处于评审备案过程中，并按照有关规定申办采矿证。考虑到采矿权申请与矿井配套设备交通建设的时间段，我们预计岔路口多金属矿有望在 2014 年至 2017 年形成 2-3 万吨/年的钼金属产能。

表 4：全球主要钼矿山基本情况

矿山名称	金属量（万吨）	平均品位
大黑山钼矿	79.4	0.070%
金堆城钼矿	78	0.099%
汝阳钼矿	69	0.111%
栾川钼矿	49.8	0.110%
Bingham Canyon	27.5	0.045%
Endako Mine	22.5	0.043%
Thompson Greek Mine	19	0.076%
Thompson Greek Davidson	14	0.169%

资料来源：宏源证券研究所

五、高速增长期资金压力增大

公司近年来正处于发展的高速增长期，无论是在资源的总储量还是采选冶炼产能上都有大幅上升。此前公司“十二五”目标明确提出，在此期间铅锌冶炼产能增加 2 倍至 100

万吨, 矿产规模增加 2 倍至 50 万吨, 销售收入增加 4 倍, 资源自给率不低于 50%。按照这一规划, 未来 2-3 年内仍是公司大量对外投资的阶段, 主要几个投资方面包括:

➤ 探矿与环保工程

为提升资源储量, 公司近年来在资源勘探的力度上明显加大, 一方面以澜沧为代表的原有矿山资源可持续发展工作不断推进; 另一方面包括呼伦贝尔矿业、大兴安岭矿业、彝良驰宏矿业在内持有的多个探矿权, 其勘探工作也在按部展开。同时, 随着国内对矿山环保问题的关注加强, 公司在技改、环保方面的投入也逐年增加。2010 年公司在这两方面的资金投入大约在 7000 万元左右, 可以预计到的是未来对于这两方面的投入仍将维持在较高水平并呈上升趋势。

➤ 产能扩张要求固定资产投资增长

在公司的“十二五”规划目标中, 冶炼与采选产能均将实现翻倍性增长。目前在建及主要未来规划项目包括大兴安岭矿业 15 万吨铅锌冶炼项目、呼伦贝尔驰宏矿业 20 万吨铅锌冶炼项目、彝良驰宏矿业 10 万吨铅锌冶炼项目、宁南三鑫矿业 1000 吨/日选矿项目、彝良驰宏矿业 2000 吨/日选矿项目, 驰宏加拿大矿业 8000 吨/日选矿项目。未来随着资源储量的增加, 公司相关生产建设项目可能进一步增加。

➤ 外延式资源扩张

在资源战略的中心下, 公司在加大勘探的内生式资源扩张的同时, 更是以大步伐展开了外延式收购资源模式。2009 年, 公司取得呼伦贝尔地区土地使用股权及探矿权投资 1.04 亿元; 2010 年, 公司整合昭通地区周边矿权投资 3.5 亿元; 2011 年, 公司拟以 13.6 亿元现金方式收购永昌铅锌 93.08% 的股权、澜沧铅矿 100% 的股权、大兴安岭矿业 100% 的股权。我们判断在今后 1-2 年内公司最主要投资标的主要来自于以下三个方面:

一是 2011 年收购控股股东三家铅锌企业股权的尾款部分。按照相关协议, 5 月 12 日驰宏锌锗向云冶集团支付收购价款的 30%, 剩余价款在此后十二个月内付清, 即 2011 年公司需支付投资款 9.63 亿元, 2012 年支付 3.97 亿元。

二是拟收购大兴安岭金欣矿业 51% 股权。按照相关协定, 待金欣矿业所属详查报告评审、备案手续完备后, 共同确定基准日, 聘请外部审计、评估机构开展对金欣矿业的审计、评估工作, 并根据评估结果协商确定股权转让价格及支付方式, 在此之前公司向金欣矿业预付 1.8 亿元作为定金。目前详查报告已完成, 项目处于备案过程中, 我们估算距评估工作完成大概需要一年左右的时间。有报道在此前称岔路口多金属矿预估经济价值超过 3000 亿元, 未来金欣矿业股权收购的正式启动必将对公司现金流形成巨大压力。

三是集团所持新巴尔虎右旗荣达矿业有限责任公司 51% 股份的注入。荣达矿业与呼伦贝尔驰宏矿业均位于内蒙古呼伦贝尔地区, 主营业务高度重合, 均为铅锌资源开采与冶炼。此前由于呼伦贝尔驰宏矿业矿产资源在勘探过程中, 且冶炼项目尚在建设, 荣达矿业主要向呼伦贝尔驰宏矿业提供业务支持, 但呼伦贝尔驰宏矿业 20 万吨铅锌冶炼今年 8 月后陆续投产, 荣达矿业所产精矿将主要供给呼伦贝尔驰宏矿业生产所用, 两家公司之间关联交易严重; 且在随着呼伦贝尔驰宏探矿过程的结束, 矿产资源进入实际开过程, 同业竞争问题也将突现。此外, 根据《呼伦贝尔市进一步推进矿产资源开发整合工作方案》, 政府明确表示未来区域内矿产资源的整合工作将以呼伦贝尔驰宏矿业有限公司为主体, 荣达矿业此前作为区域资源整合平台的独立作用也将逐渐被呼伦贝尔驰宏矿业所取代。综合多方面因素考虑, 我们判断荣达矿业注入上市公司的进程已进入最后的加速阶段, 在公司各方面

条件满足相应条件要求的情况下，该项目随时存在启动的可能性。

公司 2010 年实现营业利润 6.08 亿元，净利润 4.62 亿元；2011 年一季报显示，公司持有货币资金 10.05 亿元，应收票据 4952 万元。在不考虑大规模收购资产的情况下，通过银行贷款、发行债券等方式增加债务比例公司即可实现小规模扩张，而一旦启动大兴安岭金欣矿业与荣达矿业股权收购的项目，公司通过增发或配股的方式向二级市场募集资金的概率极大。

六、投资建议

（一）盈利预测

在假设会泽 16 万吨技改项目和呼伦贝尔 20 万吨项目如期投产的前提下，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54 元、0.62 元和 0.88 元（转增摊薄后），对应动态市盈率分别为 39（X）、34（X）和 24（X），估值较为合理，安全边际明显。考虑到公司资源储量进一步增长潜力巨大，且收购金欣矿业、荣达矿业等资产的预期较为强烈，估值水平较行业平均可给予一定溢价空间，首次给予“买入”评级。

表 5：盈利预测主要假设条件

	2011E	2012E	2013E
产量假设			
锌（万吨）	19	32	38
铅（万吨）	16	22	24
白银（吨）	120	150	200
锗（吨）	10	14	20
价格假设			
锌（元/吨）	17500	18250	19200
铅（元/吨）	16500	17500	18300
白银（元/公斤）	8500	9000	10000
锗（元/公斤）	12000	14400	16560

数据来源：宏源证券研究所

（二）风险提示

- 1、国际铅锌市场价格出现大幅度下降；
- 2、公司环评不能通过，会泽新厂没有如期投产；
- 3、呼伦贝尔驰宏矿业在建工程因天气等不可抗因素建设周期延长；
- 4、公司在外省及海外投资项目受当地政策因素影响被迫暂停或撤出。

附表：公司盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4851.54	6220.85	9890.91	12381.16
增长率 (%)	26.88%	28.22%	59.00%	25.18%
归属母公司股东净利润	461.09	707.02	808.41	1154.91
增长率 (%)	75.37%	53.34%	14.34%	42.86%
每股收益 (EPS)	0.458	0.540	0.617	0.882
每股经营现金流	0.602	2.423	-0.736	4.685
销售毛利率	26.74%	33.52%	30.69%	32.21%
销售净利率	9.53%	11.39%	8.19%	9.35%
净资产收益率 (ROE)	10.49%	14.67%	15.47%	19.90%
投入资本回报率 (ROIC)	11.69%	12.21%	12.45%	10.35%
市盈率 (P/E)	59.38	38.73	33.87	23.71
市净率 (P/B)	6.23	4.37	4.03	3.63

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4851.54	6220.85	9890.91	12381.16
减：营业成本	3554.37	4135.55	6855.09	8392.70
营业税金及附加	42.04	55.99	89.02	111.43
营业费用	127.80	217.73	346.18	433.34
管理费用	401.22	578.54	890.18	1077.16
财务费用	110.48	237.14	512.31	696.91
资产减值损失	2.93	124.42	196.09	245.46
加：投资收益	-4.93	-12.44	-19.61	-24.55
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	607.77	859.05	982.43	1399.62
加：其他非经营损益	-53.61	-23.04	-25.53	-33.15
利润总额	554.16	836.00	956.90	1366.47
减：所得税	91.97	127.27	146.48	208.65
净利润	462.19	708.74	810.42	1157.81
减：少数股东损益	1.09	1.71	2.01	2.91
归属母公司股东净利润	461.09	707.02	808.41	1154.91

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	661.31	622.09	989.09	1238.12
应收和预付款项	1376.12	-189.44	2129.43	263.17
存货	1108.86	1965.37	3130.46	3108.37
其他流动资产	488.29	488.29	488.29	488.29
长期股权投资	232.24	219.80	200.19	175.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4050.95	6510.92	9279.93	10687.64
无形资产和开发支出	803.51	1534.13	2534.67	2600.46
其他非流动资产	100.37	93.36	86.34	79.32
资产总计	8821.66	11244.50	18838.39	18641.01
短期借款	2130.00	3225.92	6415.34	7689.70
应付和预收款项	646.87	683.91	1272.79	1048.34
长期借款	877.07	1741.02	5150.39	3322.74
其他负债	331.89	331.89	331.89	331.89
负债合计	3985.83	5982.74	13170.41	12392.67
股本	1007.77	1310.10	1310.10	1310.10
资本公积	2266.28	1963.95	1963.95	1963.95
留存收益	1122.74	1546.95	1951.16	2528.61
归属母公司股东权益	4396.79	4821.00	5225.20	5802.66
少数股东权益	439.05	440.76	442.77	445.68
股东权益合计	4835.83	5261.76	5667.98	6248.34
负债和股东权益合计	8821.66	11244.50	18838.39	18641.01

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	606.67	2441.32	-742.05	4721.63
投资性现金净流量	-2316.76	-3920.47	-4573.22	-2644.95
筹资性现金净流量	773.03	1439.92	5682.28	-1827.65
现金流量净额	-932.31	-39.23	367.01	249.03

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业研究员，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。