



上市公司深度调研报告

证券研究报告
有色金属—铅锌

买入 维持

驰宏锌锗（600497）

2011年7月8日

股票价格

20110708 收盘价	24.57 元
6 个月内目标价	28.98 元

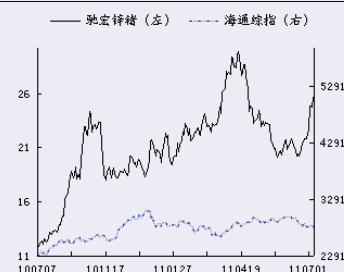
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	69.81	40.27	30.83
市净率	5.63	6.56	6.11
市销率	5.10	5.13	2.73
EV/EBITDA	30.38	18.70	15.67

股本结构

总股本（万股）	131009.57
流通 A 股（万股）	130448.44

市场表现



资料来源：海通证券研究所

驰宏锌锗调研简报：资源扩张有序 冶炼产能快速投产，买入，维持 20110506

海通证券研究所

钢铁行业高级分析师

刘彦奇

SAC 执业证书编号：

S0850207120452

电话：021-23219391

Email: liuyq@htsec.com

联系人

刘博

电话：021-23219401

Email: liub5226@htsec.com

资源扩张迅速 剑指多金属国际龙头

我们看好驰宏锌锗基于以下三个理由：（1）铅、锌、锗基本面逐步转好，价格上涨趋势明显；（2）联手夜视集团打造完整锗产业链，进一步确立竞争优势；（3）矿产资源与冶炼产能拓展迅速。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	26.88	29.30	87.95	9.09
净利润增长率（%）	75.37	73.36	30.61	35.19
综合毛利率（%）	28.83	31.18	23.61	26.93
每股收益（元，摊薄）	0.35	0.61	0.80	1.08

资料来源：海通证券研究所

- **经济形势好转拉动铅锌产品需求。**随着世界经济的好转，铅锌消费需求增长迅速，从 2009 年年初起，LME 现货铅价和锌价逐步上涨。近 5 年，中国铅锌矿及冶炼产能均以两位数的增速增长。
- **锗基本面逐步转好，联手夜视集团打造完整产业链。**世界锗资源比较匮乏，保有储量仅 8600 金属吨，中国储量占比 41%，供应全球 72% 的需求。未来 5 年锗在 PET 催化剂领域消费将保持稳定，在光纤领域稳定增长，在红外和太阳能电池领域的消费则快速增长。我们预测锗的总消费将由 2010 年的 130 吨上升至 2015 年的 236 吨。公司此次与夜视集团联手打造全国最完整的锗产业链将大大降低对外依存度，确立竞争优势。
- **矿产资源拓展迅速，资源储量有望达到 1400 万吨。**公司不断执行资源战略，资源储量实现跨越式发展。根据现有及新矿山探矿开采情况，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 50-60 万吨/年。
- **冶炼产能快速扩张，“十二五”目标 100 万吨。**曲靖现有铅锌冶炼产能 20 万吨，会泽 16 万吨，永昌、澜沧和大兴安岭三家企业 7-8 万吨。我们预计明年上半年呼伦贝尔 20 万吨项目全部投产后，公司共计拥有 64 万吨铅锌冶炼产能。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，那么公司“十二五”末将拥有超过 100 万吨的冶炼产能。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，铅、锌、锗等金属价格在需求的带动下将不断走高，公司资源、冶炼产能不断扩张将最大程度的享受行业高景气度，因此，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.80 元和 1.08 元，对应的营业收入增长率依次是 29.30%、87.95% 以及 9.09%。考虑到公司未来矿山和冶炼产能扩张进度，我们认为公司应该享有一定的溢价，给予公司 2011 年 45-50 倍 PE，对应价值区间为 27.46-30.51 元。
- **风险提示。**资源开拓具有不确定性；铅、锌、锗、银、硫酸等价格具有不确定性；与夜视集团合作时间具有不确定性。

目 录

投资要点	4
1. 多金属国际龙头	5
2. 铅、锌、锗基本面分析	6
2.1 铅锌资源丰富、储量保证程度高	6
2.2 锗基本面逐步转好	10
3. 联手夜视集团打造全产业链，确立锗领域竞争优势	13
4. 资源扩张有序，资源储量有望达到 1400 万吨	13
5. 冶炼产能扩张迅速，目标 100 万吨	14
6. 云冶集团背景雄厚、资源丰富	15
7. 矿山、冶炼产能扩张迅速，维持买入评级	15
8. 主要不确定因素	16

图目录

图 1 公司组织结构图	5
图 2 世界铅储量分布	6
图 3 世界锌储量分布	6
图 4 2009-2011 年上半年 LME 铅（美元/吨）	7
图 5 2009-2011 年上半年 LME 锌（美元/吨）	7
图 6 2010 年中国锌消费结构	10
图 7 全球锗资源主要分布在美国和中国	11
图 8 中国锗资源主要分布在内蒙和云南	11
图 9 中国是最主要的锗生产国家	11
图 10 2001 年至今二氧化锗 99.99% 走势（美元/千克）	12

表目录

表 1 世界铅市场供求平衡表（万吨）	6
表 2 世界锌市场供求平衡表（万吨）	6
表 3 世界铅精矿主要出口国（吨）	7
表 4 世界锌精矿主要出口国（吨）	8
表 5 近 10 年中国铅锌矿山和冶炼产能增长迅猛（万吨/年）	8
表 6 中国精铅、精矿铅，精锌、精矿锌分地区产量（吨）	9
表 7 金属锗及其化合物的应用领域	10
表 8 金属锗及其化合物的应用领域	12
表 9 公司铅锌资源预测简表（万吨）	14
表 10 公司铅锌冶炼产能预测简表（万吨）	14
表 11 主要产品除税价格假设（元/吨）	15
表 12 未来冶炼产能投放进度预测（吨）	15
表 13 可比公司估值	16

投资要点

驰宏锌锗是以铅、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大型国有控股企业。经过十几年的成长，已经发展成了立足云南、发展东北、面向世界的资源战略布局，“十二五”末将形成100万吨铅锌冶炼产能、资源保有量达到1400万吨，盈利能力稳步提升。

估值分析

根据我们的模型测算，预计公司2011-2013年的每股收益分别为0.61元、0.80元和1.08元，对应营业收入增长率依次是29.30%、87.95%以及9.09%。公司目前PE仅为40.27倍，处于历史低谷，考虑到未来产能投放以及资源扩张，我们维持公司“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **经济形势好转拉动铅锌产品需求。**随着世界经济的好转，铅锌消费需求增长迅速，从2009年年初起，LME现货铅价和锌价逐步上涨。近5年来，中国铅锌矿及冶炼产能均以两位数的增速增长。
- **锗基本面逐步转好，联手夜视集团打造完整产业链。**世界锗资源比较匮乏，保有储量仅8600金属吨，中国储量占比41%，供应全球72%的需求。近年来，锗主要应用于光纤系统、红外光学和PET催化剂领域。未来5年锗在PET催化剂领域消费将保持稳定，在光纤领域稳定增长，在红外和太阳能电池领域的消费量则快速增长。我们预测锗的总消费量将由2010年的130吨上升至2015年的236吨。公司此次与夜视集团联手打造全国最完整的锗产业链将大大降低对外依存度，进一步确立竞争优势。
- **矿产资源拓展迅速，资源储量有望达到1400万吨。**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情况，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50-60万吨/年。
- **冶炼产能快速扩张，“十二五”目标100万吨。**曲靖现有铅锌冶炼产能20万吨，会泽16万吨，永昌、澜沧和大兴安岭三家企业7-8万吨。我们预计明年上半年呼伦贝尔20万吨项目全部投产后，公司共计拥有64万吨铅锌冶炼产能。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，那么公司“十二五”末将拥有超过100万吨的冶炼产能。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，铅、锌、锗等金属价格在需求的带动下将不断走高，公司资源、冶炼产能不断扩张将最大程度的享受行业的高景气度，因此，我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.61元、0.80元和1.08元，对应的营业收入增长率依次是29.30%、87.95%以及9.09%。考虑到公司未来矿山和冶炼产能扩张进度，我们认为公司应该享有一定的溢价，给予公司2011年45-50倍PE，对应价值区间为27.46-30.51元。

不确定因素

- 金属铅、锌、锗、银、硫酸等的价格波动风险；
- 公司资源开拓进度具有不确定性。
- 与夜视集团合作时间具有不确定性。

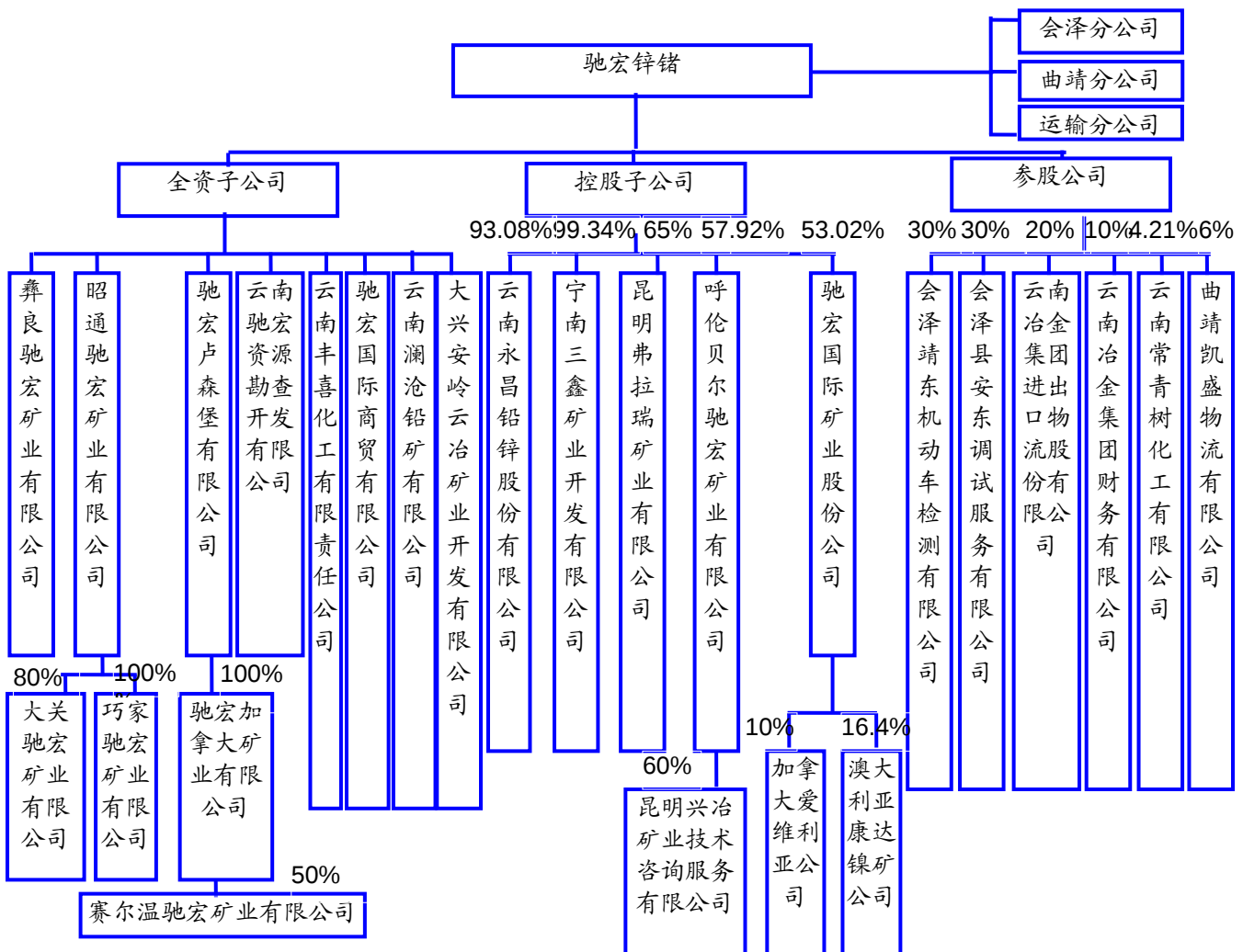
1. 多金属国际龙头

驰宏锌锗是以铅、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大型国有控股企业。其母公司为云南冶金集团股份有限公司，是云南省人民政府国有资产监督管理委员会下属国有控股股份有限公司。

公司已经发展成了立足云南、发展东北、面向世界的资源战略布局，目前拥有 3 家分公司、13 家子公司，具有年采选矿石 90 万吨、锌产品 18 万吨、电铅 10 万吨、锗产品 30 吨、硫酸 32 万吨、白银 180 吨、黄金 120 千克的综合产能。

近期，公司制定了“十二五”发展规划，确定“百亿驰宏 国际标杆”的战略目标：“十二五”期间保有铅锌金属储量 1000 万吨以上，形成 100 万吨以上的铅锌冶炼生产规模，自有资源供给率达到 50-60%的水平，综合回收销售达 50 亿元。

图 1 公司组织结构图



资料来源：公司资料，海通证券研究所

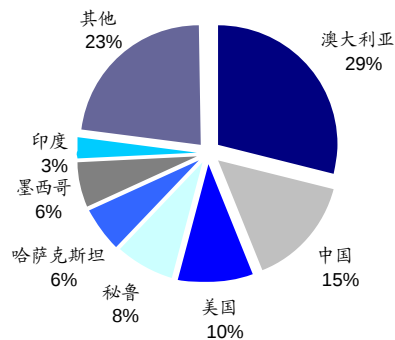
2. 铅、锌、锗基本面分析

2.1 铅锌资源丰富、储量保证程度高

世界已查明的铅资源量为 15 亿多吨，铅储量 8000 万吨。世界铅资源主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥，该六国储量占世界储量的 74%。

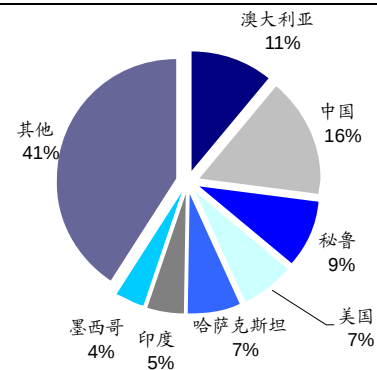
世界已查明的锌资源量 19 亿多吨，锌储量 2.5 亿吨。世界锌资源主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥、美国和印度，该七国储量占世界储量的 59%。

图 2 世界铅储量分布



资料来源：世界有色金属，海通证券研究所

图 3 世界锌储量分布



资料来源：世界有色金属，海通证券研究所

2010 年世界精炼铅产量 930 万吨，世界精炼铅消费量 932 万吨，市场供应缺口 1.88 万吨。同期，世界精炼锌产量 1269 万吨，世界精炼锌消费量 1235 万吨，市场供应过剩 34.1 万吨。

表 1 世界铅市场供求平衡表（万吨）

	2006	2007	2008	2009	2010
矿山铅产量	356.80	367.81	380.45	413.40	410.67
精炼铅产量	802.79	822.07	893.97	881.23	929.68
精炼铅消费	805.64	838.19	897.37	889.12	931.56
市场平衡	-2.85	-16.12	-3.40	-7.89	-1.88
LME 库存量	10.90	8.46	10.01	12.80	19.26
LME 现货价（美元/吨）	1287.49	2594.96	2090.66	1219.27	2148.45

资料来源：World Metal Statistics，世界有色金属，海通证券研究所

表 2 世界锌市场供求平衡表（万吨）

	2006	2007	2008	2009	2010
矿山锌产量	1042.46	1107.13	1180.85	1133.44	1199.18
精炼锌产量	1068.60	1141.95	1172.55	1137.96	1268.65
精炼锌消费	1091.87	1131.59	1151.04	1113.27	1234.56
市场平衡	-23.27	10.36	21.51	24.69	34.09
LME 库存量	9.05	8.85	25.35	48.91	70.14
LME 现货价（美元/吨）	3272.62	3250.30	1874.71	1655.11	2160.74

资料来源：World Metal Statistics，世界有色金属，海通证券研究所

随着世界经济的好转，铅和锌的消费增长迅速，而相应的铅锌生产量也快速增长。国际铅市场供应短缺程度减轻，而国际锌市场供应过剩程度逐渐加剧。我们认为，2011年国际铅锌市场将会保持供应过剩局面。

经济形势好转拉动全球铅锌矿产品需求，消费量增长。从2009年年初起，LME现货铅价和锌价逐步上涨，至2011年6月，铅价与锌价平均分别为2500美元/吨和2224美元/吨，同比上涨46.74%和27.62%。目前铅锌价格处于成本线上下，虽然国内铅锌二季度库存仍然处于历史高位，但是已经出现了下降的迹象。我们认为三季度末、四季度铅锌价格可能会随着去库存的结束出现一波小反弹。

图 4 2009-2011 年上半年 LME 铅（美元/吨）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 5 2009-2011 年上半年 LME 锌（美元/吨）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

国外铅矿的生产大国有澳大利亚、美国、秘鲁、墨西哥等，年产量均在10万吨以上，因为相应的精炼产能较低，因此有较多数量的铅矿可供出口；国外锌矿生产大国主要有澳大利亚、秘鲁、美国和加拿大，年产量60万吨以上，其中澳大利亚和秘鲁精炼锌产能较低，因此有较多锌矿出口。近年来，西方主要国家的矿铅产能逐渐萎缩，锌产能停滞不前，占全球的比重逐渐下降。全球铅锌产能、产量的增加主要来自中国等发展中国家。

表 3 世界铅精矿主要进出口国（吨）

国家	2006	2007	2008	2009	2010
中国	-837,532	-2,153,872	-2,395,440	-3,851,976	-3,242,414
澳大利亚	275,606	234,779	203,586	260,786	319,979
俄罗斯	55,596	74,781	213,419	242,401	352,306
秘鲁	213,420	400,670	444,133	605,443	576,843
美国	297,619	299,750	276,823	286,991	298,879
墨西哥	135,000	137,100	141,200	139,800	160,700

资料来源：世界有色金属，海通证券研究所

表 4 世界锌精矿主要进出口国(吨)

国家	2006	2007	2008	2009	2010
中国	-837,532	-2,153,872	-2,395,440	-3,847,292	-3,242,414
澳大利亚	92,726	11,011	1,169,133	1,052,380	953,726
印度	2,587,616	1,064,460	56,738	56,047	41,565
哈萨克斯坦	165,423	230,804	228,847	219,803	304,648
秘鲁	1,075,541	2,592,401	2,760,109	2,707,231	2,440,450
美国	441,830	662,085	710,977	719,482	700,000
墨西哥	479,400	452,000	453,600	458,000	477,100

资料来源：世界有色金属，海通证券研究所

2.1.1 国内铅锌矿山、冶炼产能增长迅速

近年来，中国铅锌矿山及冶炼产能增长迅速。10 年来几乎达到了两位数的增长，尤其是矿山铅近 5 年更是保持了近 17% 的增速。

表 5 近 10 年中国铅锌矿山和冶炼产能增长迅猛(万吨/年)

	1999	2004	2009	年均增长率(%)	
				10 年	5 年
矿山铅	60.79	79.94	174.32	11.1	16.9
精炼铅	90.74	246.17	489.87	18.4	14.8
矿山锌	125.22	199.91	398.65	12.3	14.8
精炼锌	96.51	234.67	411.63	9.0	11.9

资料来源：世界有色金属，海通证券研究所

中国铅精矿和锌精矿集中在内蒙古、湖南、四川、广西、云南等地，而精铅、精锌的生产则聚集在湖南、云南、广西、广东和河南。

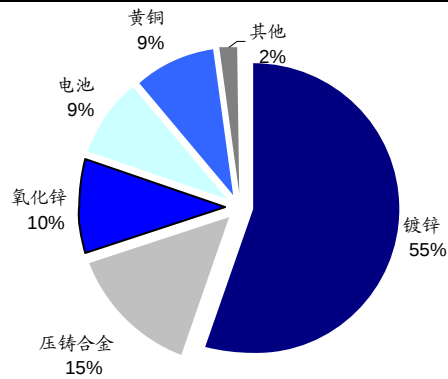
表 6 中国精铅、精矿铅，精锌、精矿锌分地区产量（吨）

地区	精铅产量	精矿铅含量	地区	精锌产量	精矿锌含量
河北	0	11,188	河北	4,325	54,612
内蒙古	55,135	426,142	山西	400	0
辽宁	35,023	12,065	内蒙古	366,202	757,786
吉林	0	35,085	辽宁	383,686	40,574
上海	59,350	0	吉林	0	15,225
江苏	170,759	8,125	江苏	22,111	14,048
浙江	7,678	30,070	浙江	90,902	39,611
安徽	856,607	2,874	安徽	1,794	5,539
福建	6,383	67,952	福建	12,400	140,629
江西	115,121	35,948	江西	32,819	43,627
山东	33,162	0	河南	273,434	53,082
河南	1,054,100	62,701	湖北	6,081	0
湖北	85,898	0	湖南	1,171,704	559,026
湖南	826,628	273,478	广东	269,063	187,147
广东	112,418	128,845	广西	500,116	356,959
广西	148,583	237,780	重庆	3,302	19,963
重庆	84,232	0	四川	257,860	360,301
四川	0	222,973	贵州	22,866	16,290
贵州	5,728	16,636	云南	870,034	547,296
云南	378,905	106,365	西藏	0	19,508
西藏		21,266	陕西	544,937	178,807
陕西	89,584	45,370	甘肃	235,078	193,466
甘肃	26,939	40,206	青海	93,727	76,841
青海	5,167	60,727	新疆	1,357	19,286
宁夏	28,427	0	总计	5,164,198	3,699,623
新疆	13,528	5,660			
总计	4,199,355	1,851,456			

资料来源：有色金属工业协会，海通证券研究所

2010 年在国家扩大消费政策和居民消费释放的作用下，国内市场旺盛，需求稳步增长。镀锌钢板是锌的主要消费市场，镀锌行业受基础设施、汽车、家电行业快速发展带动明显。氧化锌行业虽然在下半年受轮胎行业和陶瓷行业减产的影响，但仍有近 20% 的增长。

图 6 2010 年中国锌消费结构



资料来源：安泰科，海通证券研究所

铅基合金是铅在现代工业中应用的最主要领域。而蓄电池工业使用的铅基合金所消耗的铅最大。当今世界 80%以上的铅应用在蓄电池的生产上。国家统计局统计，2010 年全国铅酸蓄电池产量为 1.44 亿千伏安时，同比增加 20.84%，铅蓄电池用铅 302.75 万吨，同比增长 12.80%。汽车与通讯领域的蓄电池需求主导了铅酸电池的需求。

表 7 金属锗及其化合物的应用领域

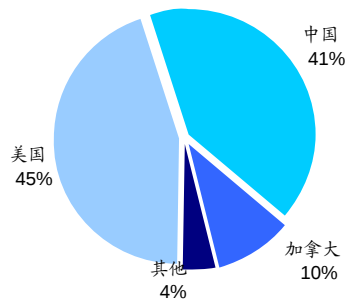
日期	累计产量（万千伏安时）	累计耗铅量（万吨）
2008	9,715.18	218.60
2009	11,930.24	268.40
Jan-10	986.00	20.71
Feb-10	1,849.70	39.84
Mar-10	2,940.90	61.76
Apr-10	4,577.80	96.13
May-10	6,171.40	129.60
Jun-10	6,736.30	141.46
Jul-10	7,846.60	164.78
Aug-10	9,084.20	190.77
Sep-10	10,342.00	217.18
Oct-10	11,632.70	244.29
Nov-10	12,990.40	272.80
Dec-10	14,416.60	302.75

资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.2 锗基本面逐步转好

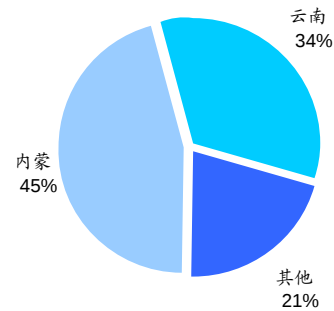
锗是一种稀有分散金属，化学性质稳定，具有良好的半导体性质。锗主要赋存于各种金属矿物和煤矿中。现代工业生产的锗主要来自于铜、铅、锌冶炼的副产品。世界锗的资源比较匮乏，保有储量仅有 8600 金属吨，其中美国（45%）锗资源储量最大，其次是中国（41%）。我国已探明的锗矿产地大约有 35 处，保有储量 3500 金属吨，远景储量约 9600 金属吨。

图 7 全球锗资源主要分布在美国和中国



资料来源：中国金属通报，海通证券研究所

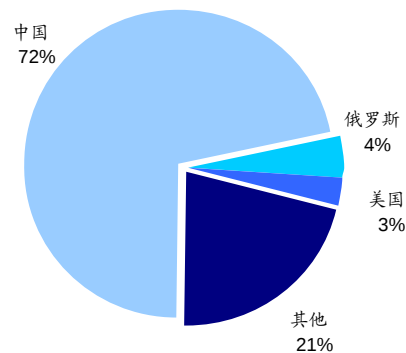
图 8 中国锗资源主要分布在内蒙和云南



资料来源：中国金属通报，海通证券研究所

美国虽然锗储量全球第一，但是因为其以铅锌伴生矿为主，所以产量受限，年产锗稳定在 4.6 吨上下，只占全球产量的 3%。而中国储量次于美国，却是锗产量最大的国家，2008 年锗产量猛增至 100 吨，占全球锗产量的 72%。

图 9 中国是最主要的锗生产国家



资料来源：中国金属通报，海通证券研究所

金属锗最主要的特性是光学特性、半导体特性和化工特性，有机锗还具有生物活性。锗特殊的光学性能（不能透过可见光和紫外线，但能很好的透过红外辐射）应用于红外光学领域和光纤系统；其良好半导体个性主要应用于太阳能电池和一些特殊的电子器件；在石油化工领域，锗是生产聚酯纤维（PET）重要的催化剂；此外，有机锗的生物活性还对人体起到特殊的医疗保健作用。

表 8 金属锗及其化合物的应用领域

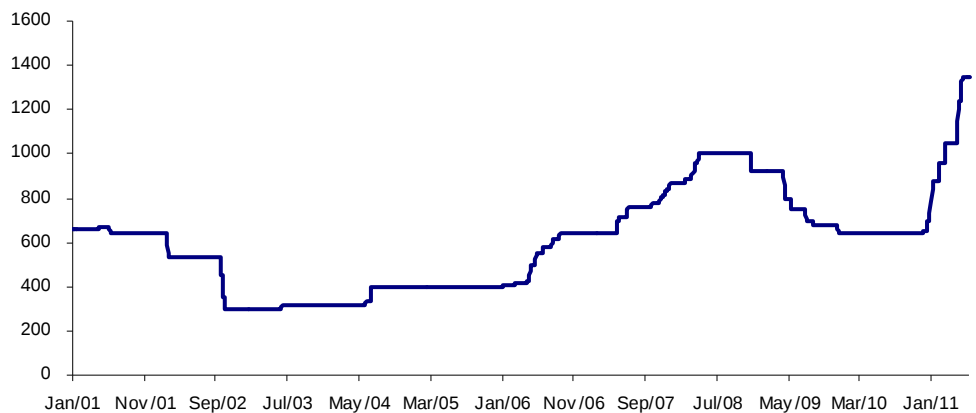
应用领域	应用范围	所用金属锗及其化合物
红外光学	红外光学成像系统	锗单晶、含锗玻璃
	红外光学部件、红外雷达	锗酸铋晶体 (Bi ₄ Ge ₂ O ₁₂)
	红外探测器	锗
	射电探测器	锗
检测、科研	微波管与微波集成	锗
	延迟线	锗酸铋晶体 (Bi ₄ Ge ₂ O ₁₂)
	辐射探测	锗单晶
光纤通讯	光纤	光纤级四氯化锗
	通讯电缆	锗
电子器件	晶体管、镇流器、高速开关电路等	锗
	电线、电缆	锗
	计算机芯片、集成电路	锗及锗合金
能源	太阳能电池	锗单晶
	高效火箭燃料	锗
	催化剂	二氧化锗 (生产 PET)
工业生产辅助	冶金添加剂	锗
	医药、化妆品、农牧业、环境	有机锗

资料来源：中国金属通报，海通证券研究所

近年来，锗主要应用于光纤系统、红外光学和 PET 催化剂领域。未来 5 年，锗在 PET 催化剂领域消费将保持稳定，在光纤领域平稳增长，在红外和太阳能电池领域的消费量则快速增长。我们预计锗的总消费需求将由 2010 年的 130 吨上升至 2015 年的 236 吨。

锗的价格主要受供需影响，金融属性并不明显。2008 年以来，锗需求受金融危机影响大幅萎缩，供给过剩导致价格急速下跌。锗未来供给增长受限，一方面国外铅锌伴生矿产量限制导致锗产量无法大幅提高，另一方面中国稀有金属产业整合将严格控制锗产量。因此，我们认为未来锗的需求增长将超过供给，2012 年锗供给将由过剩转为短缺，价格也将步入上升通道。

图 10 2001 年至今二氧化锗 99.99% 走势 (美元/千克)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3. 联手夜视集团打造全产业链，确立锗领域竞争优势

公司近日发布公告，拟与北方夜视科技集团有限公司（简称“夜视集团”）合资成立云南北方驰宏光电有限公司，持股比例 49%。公司实物资产出资范围为曲靖的 30 吨/年锗项目相关资产，而夜视集团的实物资产出资范围主要为光学制造业务有关资产。

公司拥有红外光学产业的上游优势——锗材料优势，夜视集团拥有红外光学产业的中、下游优势，本次合作实现了双方的优势互补。通过战略合作，将形成一条从锗资源开采、区熔锗生产到锗单晶等材料制备、光学元器件加工、光学组件/镜头生产的完整产业链。借此，公司对外依存度将大大降低，同时共享资源优势、技术优势、品牌优势和市场优势，并进一步确立全产业链的竞争优势。

合资公司成立后，力争用五年的时间打造“四个世界级先进水平的红外光学中心”：红外光学材料中心、红外镀膜中心、红外超精密加工中心和红外镜头中心。

4. 资源扩张有序，资源储量有望达到 1400 万吨

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。

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山企业，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 9 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	1,395.93	44.50-49.50

资料来源：公司资料，海通证券研究所

5. 冶炼产能扩张迅速，目标 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 10 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

整体看，公司在“十二五”期间资源储量将有望达到 1400 万吨以上，而冶炼能力则有望超过 100 万吨。我们认为，短期内冶炼产能增速将高于自有矿山开采进度，但是到“十二五”末自有资源供给率有望达到 50-60%的水平，届时公司盈利能力将大幅提升。

6. 云冶集团背景雄厚、资源丰富

云南冶金集团是以铝、铅、锌、锰、钛、硅五大产业为主，集采选冶、加工、勘探、科研、设计、工程施工等为一体的大型国有企业。集团拥有成员单位 47 个，其中 2 家 A 股上市公司驰宏锌锗、云铝股份。

集团已经形成铅锌采矿 182 万吨、选矿 238 万吨，锰矿采矿 43.5 万吨、选矿 43.5 万吨，有色金属冶炼 124 万吨、深加工 42.12 万吨，铁合金 29 万吨，工业硅 4 万吨的年生产能力。2010 年集团实现营业收入 170.72 亿元人民币，较 2009 年增长 38.54%，实现净利润（含少数股东损益）3.73 亿元人民币。

集团控股 51% 的荣达矿业从事铅锌矿采选，主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿，产品中富含金、银、铋、镉、铟等稀贵金属，目前生产能力已经达到年采选矿石 90 万吨。2010 年，公司购买荣达矿业铅精矿、锌精矿共 1 亿元。为减少关联交易，具有强烈的注入预期，注入后将增加公司铅锌金属量约 55 万吨。

7. 矿山、冶炼产能扩张迅速，维持买入评级

我们预测未来三年铅、锌、锗、银铋的除税平均价格如下：

表 11 主要产品除税价格假设（元/吨）

	2011E	2012E	2013E
铅	14,000	15,600	15,800
锌	14,957	15,385	15,812
锗	12,000,000	13,000,000	13,500,000
银铋	3,390,000	3,390,000	3,400,000

资料来源：海通证券研究所

因为与夜视集团的合作确切时间具有不确定，所以暂不考虑相关影响。根据公司现有产能、募投项目建设进度等情况，我们分别对公司各主要产品的产能投放进度做了如下预测：

表 12 未来冶炼产能预测（吨）

	2011E	2012E	2013E
铅	140,000	240,000	260,000
锌	215,000	420,000	440,000
锗	20	25	30
银铋	124	231	245

资料来源：海通证券研究所

我们认为，短期内冶炼产能增速将高于自有矿山开采进度，但是到“十二五”末自有资源供给率有望达到 50-60% 的水平，届时公司盈利能力将大幅提升。

基于公司未来的产能投放和市场需求情况，我们计算得出公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.61 元、0.80 元和 1.08 元。考虑到公司未来矿山、冶炼产能扩张进度，我们认为公司应该享受一定的溢价，给予公司 2011 年 45-50 倍 PE，对应价值区间为 27.46-30.51 元。

表 13 可比公司估值

代码	股票简称	股价(7月8日)	EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
000060	中金岭南	13.87	0.52	0.60	0.75	26.89	23.01	18.54
601168	西部矿业	15.21	0.64	0.78	0.96	23.93	19.44	15.78
600331	宏达股份	14.68	0.73	0.50	0.97	19.99	29.25	15.17
	平均		0.63	0.63	0.89	23.60	23.90	16.49

资料来源: Wind, 海通证券研究所

8. 主要不确定因素

- (1) 公司资源开拓进度具有不确定性;
- (2) 金属价格具有不确定性;
- (3) 与夜视集团合作具体时间具有不确定性。

报表分析和预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4851.54	6273.25	11790.49	12862.04
营业成本	3554.37	4316.95	9006.46	9397.74
营业税金及附加	42.04	56.50	106.51	114.50
营业税率 (%)	0.87	0.90	0.90	0.89
销售费用	127.80	174.12	331.79	352.58
销售费用率 (%)	2.63	2.78	2.81	2.74
管理费用	401.22	522.56	748.70	915.78
管理费用率 (%)	8.27	8.33	6.35	7.12
财务费用	110.48	185.50	277.71	313.17
财务费用率 (%)	2.28	2.96	2.36	2.43
期间费用率 (%)	13.18	14.06	11.52	12.30
资产减值损失	2.93	27.60	32.66	46.80
投资收益	-4.93	-10.03	-13.49	-9.48
营业利润	607.77	980.00	1273.17	1711.99
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	947.78	1236.62	1671.20
所得税	91.97	159.23	197.86	267.39
所得税率	16.60	16.80	16.00	16.00
少数股东损益	1.09	-10.79	-5.27	-7.62
归属于母公司股东的净利润	461.09	799.35	1044.04	1411.43
EPS (元)	0.35	0.61	0.80	1.08
盈利能力指标 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	28.83	31.18	23.61	26.93
EBITDA Margin	15.49	25.28	17.33	20.06
EBIT Margin	14.97	19.18	13.55	16.18
营业利润率	12.53	15.62	10.80	13.31
净利率	9.50	12.74	8.85	10.97
ROA	5.41	7.96	7.88	8.98
ROE	10.69	17.18	20.52	24.49
盈利增长 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	26.88	29.30	87.95	9.09
主营利润增长率	32.17	50.81	42.31	24.44
EBITDA 增长率	44.18	110.98	28.81	26.30
EBIT 增长率	46.19	65.69	32.74	30.33
净利润增长率	75.37	73.36	30.61	35.19
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率 (%)	47.43	51.12	63.62	57.92
流动比率	1.17	1.20	1.13	1.24
速动比率	0.85	0.87	0.75	0.84
现金比率	0.30	0.28	0.27	0.32
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	0.21	0.24	0.21	0.25
存货周转天数	119.97	108.01	95.52	124.44
总资产周转率	0.57	0.62	0.89	0.82

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1009.77	1254.65	2358.10	2572.41
存货	1108.86	1481.47	3297.88	3199.34
应收账款	3.13	5.18	8.34	9.35
其他流动资产	1861.27	2641.84	4275.48	4220.63
流动资产	3983.03	5383.14	9939.81	10001.73
流动资产占比	0.43	0.49	0.64	0.63
固定资产	2803.80	4174.32	4547.95	4740.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	709.05	694.87	680.69	666.51
其他非流动资产	1703.46	635.01	433.03	423.21
非流动资产	5216.31	5504.20	5661.66	5830.02
非流动资产占比	0.57	0.51	0.36	0.37
资产总计	9199.34	10887.34	15601.47	15831.76
短期借款	2130.00	3290.61	6742.53	5346.62
应付账款	379.87	455.05	1007.82	1010.94
其他流动负债	891.28	743.06	1071.94	1692.61
流动负债	3401.15	4488.71	8822.29	8050.17
流动负债占比	0.78	0.81	0.89	0.88
长期借款	877.07	977.07	977.07	977.07
其他长期负债	85.29	99.51	126.60	142.81
非流动性负债	962.36	1076.58	1103.67	1119.89
非流动负债占比	0.22	0.19	0.11	0.12
负债合计	4363.51	5565.29	9925.96	9170.05
股本	1007.77	1310.10	1310.10	1310.10
资本公积	2266.28	2266.28	2266.28	2266.28
留存收益	1137.05	1331.73	1690.46	2684.28
少数股东权益	439.05	428.25	422.98	415.36
股东权益合计	4835.83	5336.36	5689.82	6676.02
负债股东权益总计	9199.34	10901.65	15615.78	15846.07
现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	462.19	788.55	1038.76	1403.81
折旧摊销	25.62	382.88	445.86	498.67
营运资金变动	-1028.36	-1001.67	-2571.56	796.17
其他	1144.18	238.96	318.30	338.87
经营活动现金流	603.63	408.74	-768.64	3037.51
资本支出	697.74	700.00	603.33	667.02
投资收益	-1.58	-10.03	-13.49	-9.48
其他	-3012.93	-1400.00	-1206.65	-1334.05
投资活动现金流	-2316.76	-710.03	-616.82	-676.51
债务变化	0.00	1260.61	3451.92	-1395.91
股票发行	2.97	302.33	0.00	0.00
其他	770.06	-1016.76	-963.02	-750.78
筹资活动现金流	773.03	546.17	2488.91	-2146.70
现金净流量	-940.10	244.88	1103.45	214.31
每股经营性现金流 (元)	0.46	0.31	-0.59	2.32

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

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：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、酒钢宏兴（600307）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、安阳钢铁（600569）、凌钢股份（600231）、黄河旋风（600172.SH）、豫金钻石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）。

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经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
姜 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
联系人
徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

联系人
高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业
龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业
董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
联系人
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易国辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵 健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张 浩 (021) 23219383 联系人 牛 品 (021) 23219268 房 青 (021) 23219692	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 白 瑜 (021) 23219430 联系人 汤砚卿 (021) 23219768	lufm@htsec.com baiy@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389	lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 谢 盐 (021) 23219436 联系人 贾亚童 (021) 23219421	tl5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐 琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 刘晶晶 (0755) 83255933 辜丽娟 (0755) 83253022 高艳娟 (0755) 83254133	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 李唯佳 (021) 23219384 胡雪梅 (021) 23219385 黄 毓 (021) 23219410 朱 健 (021) 23219592 肖文宇 (021) 23219442 王丛丛 (021) 23219454	gaoq@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com xiaowu@htsec.com wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 张广宇 (010) 58067931 殷怡琦 (010) 58067944 王秦豫 (010) 58067930	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com yinyq@htsec.com wqy6308@htsec.com
--	---	--	--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com