

驰宏锌锗(600497)

公司研究/

谨慎推荐 首次推荐

合理估值: 23—26 元

资源冶炼扩张有序 期待宏图大展

民生精品---调研报告/有色金属行业

2011 年 8 月 9 日

一、事件概述

近期,我们对驰宏锌锗(600497)进行了实地调研,就市场关心的公司以及公司未来经营战略等问题与公司高层管理人员进行了交流。我们认为,公司铅锌储量有望实现跨越式发展,冶炼产能扩张迅速,副产品银持续成为贡献业绩一大亮点,发展锗深加工业务提升毛利,给予“谨慎推荐”评级。

二、分析与判断

● 公司铅锌储量有望实现跨越式增长

公司主要矿山会泽铅锌矿目前储量稳定在 300 万吨左右,昭通地区整合已基本结束,预计该地区大部分矿权已经整合到公司手中,我们预计昭通矿金属储量超过 100 万吨,拥有年产 8 万吨金属的产能。塞尔温找矿前景好,储量估计在千万吨级,且品位好。且公司在呼伦贝尔地 20 多个探矿权正在做勘探工作(870 多平方公里的探矿权)。集团还拥有荣达矿,预计铅锌储量超过 100 万吨,未来注入预期强烈。

● 冶炼产能快速扩张,两年内翻倍增长。

公司曲靖冶炼厂拥有铅锌产能 20 万吨(电锌和电铅各 10 万吨);会泽老厂已于今年 6 月关停,技改后 15 万吨电锌,6 万吨粗铅项目预计 2011 年底可以实现试投产。近期收购的永昌等三家子公司合计拥有 8 万吨的产能,公司 2011 年底铅锌冶炼产能共计 28 万吨,2012 年底预计达到 64 万吨。

● 副产品银持续成为公司业绩贡献的一大亮点

2011 年银价较 2010 年大幅上涨,均价涨幅已达到 70%。2010 年银产品收入占比 8%却贡献了 13%的毛利,预计 2011 年银产品销量较 2010 年稳步上升,结合银价的大幅上涨,我们认为副产品银仍将是 2011 年公司业绩的一大亮点。

● 联手夜视集团,锗深加工业务提高毛利水平

公司联手夜视集团成立合资公司,公司持股 49%,公司 30 万吨锗冶炼产能预计将转给合资公司,公司只生产精矿后,成本随之降低,毛利得到提升。

● 给予“谨慎推荐”投资评级。

公司铅锌储量有望实现跨越式发展,冶炼产能扩张迅速,副产品银持续成为贡献业绩一大亮点,发展锗深加工业务提升毛利。预计 2011-2013 年 EPS 分别为:0.6、0.88 和 1.12 元,给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,852	7,052	11,648	14,533
增长率(%)	26.9%	45.4%	65.2%	24.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	461	792	1149	1473
增长率(%)	75.4%	71.8%	45.1%	28.2%
每股收益(元)	0.46	0.60	0.88	1.12
PE	44.5	33.7	23.2	18.1
PB	5.2	6.0	3.6	2.5

资料来源:民生证券研究所

民生证券研究所

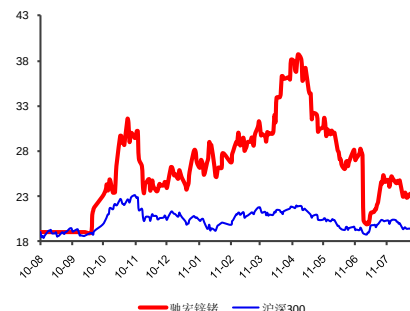
分析师: 巨国贤
执业证号: S1080209110062
电话: (86755)2266 2085
邮箱: juguoxian@mszq.com

分析师: 黄玉
执业证号: S0100208112022
电话: (8610)8512 7646
邮箱: huangyu@mszq.com

联系人: 滕越
电话: (8610)8512 7646
邮箱: tengyue@mszq.com

联系人: 吴怡平
电话: (86755)2266 2087
邮箱: wuyiping@mszq.com

一年该股与沪深 300 走势比较



股票 数据

收盘价(元)	20.38
近 12 个月最高/最低(元)	39.39/19
总股本(百万股)	1310
流通股本(百万股)	1304
流通股比例(%)	99.54
总市值(亿元)	267
流通市值(亿元)	265.8

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	4,852	7,052	11,648	14,533
减：营业成本	3,554	5,165	8,694	10,817
营业税金及附加	42	68	104	129
销售费用	128	194	325	399
管理费用	401	563	961	1,188
财务费用	110	127	210	262
资产减值损失	3	0	0	0
加：投资收益	-5	0	0	0
二、营业利润	608	934	1,355	1,738
加：营业外收支净额	-54	0	0	0
三、利润总额	554	934	1,355	1,738
减：所得税费用	92	140	203	261
四、净利润	462	794	1,152	1,477
归属于母公司的利润	461	792	1,149	1,473
五、基本每股收益 (元)	0.46	0.60	0.88	1.12
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	22.8	17.4	10.1	6.0
成长能力:				
营业收入同比	26.9%	45.4%	65.2%	24.8%
营业利润同比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润同比	75.4%	71.8%	45.1%	28.2%
营运能力:				
应收账款周转率	1548.7	1548.7	1548.7	1548.7
存货周转率	3.2	2.9	2.8	2.9
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	0.9
盈利能力与收益质量:				
毛利率	26.7%	26.8%	25.4%	25.6%
净利率	9.5%	11.3%	9.9%	10.2%
总资产净利率 ROA	5.0%	8.0%	8.6%	8.7%
净资产收益率 ROE	10.5%	16.1%	14.7%	13.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.2	1.5	2.1	2.8
资产负债率	47.4%	45.8%	38.6%	31.7%
长期借款/总负债	20.1%	19.4%	16.9%	16.2%
每股指标:				
每股收益	0.46	0.60	0.88	1.12
每股经营现金流量	0.60	0.82	1.54	2.86
每股净资产	3.91	3.42	5.62	8.23

资料来源：民生证券研究所

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,010	1,489	2,396	4,587
应收票据	93	132	207	266
应收账款	3	5	8	9
预付账款	1,222	1,776	2,989	3,719
其他应收款	58	84	138	173
存货	1,109	1,779	3,072	3,677
其他流动资产	488	125	131	169
流动资产合计	3,983	5,388	8,940	12,600
长期股权投资	232	232	232	232
固定资产	2,804	2,824	2,814	2,819
在建工程	1,247	509	509	509
无形资产	853	843	833	823
其他非流动资产	80	80	80	80
非流动资产合计	5,216	4,488	4,468	4,463
资产总计	9,199	9,877	13,408	17,063
短期借款	2,377	2,377	2,377	2,377
应付票据	0	52	269	199
应付账款	380	552	929	1,156
预收账款	86	88	147	198
其他应付款	181	(28)	134	31
应交税费	55	80	135	168
其他流动负债	323	443	224	316
流动负债合计	3,401	3,565	4,215	4,446
长期借款	877	877	877	877
其他非流动负债	85	85	85	85
非流动负债合计	962	962	962	962
负债合计	4,364	4,527	5,177	5,408
股本	1008	1310	1310	1310
资本公积	2630	2630	2630	2630
留存收益	743	973	3855	7278
少数股东权益	439	436	436	437
所有者权益合计	4,820	5,350	8,231	11,655
负债和股东权益合计	9,199	9,877	13,408	17,063
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	604	1070	2015	3745
投资活动现金流量	(2,317)	(1,098)	(1,619)	(2,068)
筹资活动现金流量	773	500	500	500
现金及等价物净增加	(935)	479	907	2191

分析师与联系人简介

巨国贤，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验。2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究7年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

吴怡平，有色金属行业助理分析师，武汉大学金融学硕士，经济学学士，擅长公司财务分析，盈利预测。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司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。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。