

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

联系人： 熊文静 (8621) 65799505 xiongwj@cjsc.com.cn

自产精矿业绩增长尚需时日

事件描述

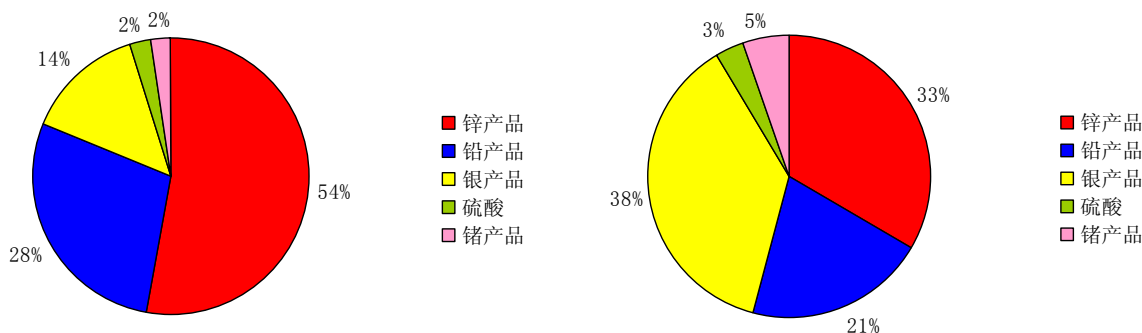
驰宏锌锗公布 2011 半年报。

事件评论

● 公司 2011 年上半年营业收入同比增长 2.4%，净利润同比增长 18.1%，每股收益 0.14 元

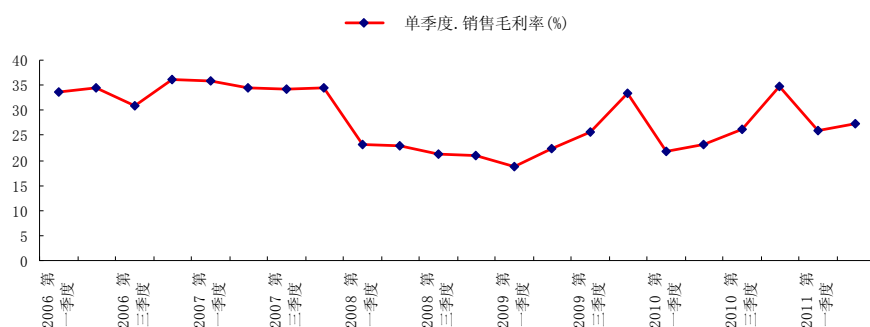
公司 2011 年上半年实现营业收入 28.47 亿元，同比增长 2.4%，实现归属母公司净利润 1.86 亿元，同比增长 18.1%；每股收益 0.14 元（一季度 0.07 元（摊），二季度 0.07 元）。受益于副产品银、锗、硫酸等价格上涨，报告期内公司销售毛利率同比上升 4.2 个百分点，至 26.8%，其中第二单季毛利率 27.4%，环比上升 1.5 个百分点。以上业绩符合我们的预期。

图 1：公司主营业务收入（左）和利润（右）结构（2011 年中期）



资料来源：公司公告

图 2：公司单季度毛利率小幅回升



资料来源：公司公告

● 副产品价格大幅上涨为公司业绩增长主要原因

报告期内, 公司铅锌产品总产量 14.59 万吨, 同比减少 7.1%, 其他副产品, 除高纯锗产量大幅增长 101.4% 之外, 产量均小幅下滑。

我们认为, 副产品价格大幅上涨是公司业绩增长主要原因, 上半年副产品银、锗、硫酸价格分别同比上涨了 89.4%、37.9% 和 26%, 受益于此, 三类产品毛利率同比分别上升了 27.7、45.6 和 20.9 个百分点, 盈利能力大幅提高, 三类产品营业利润均同比大幅增长了 210%、183% 和 231%, 特别地, 银产品营业利润首次超过了锌产品, 成为公司最重要的利润来源。报告期内, 公司主营产品铅锌价格同比分别上涨了 9% 和 1.5%, 基本持平。

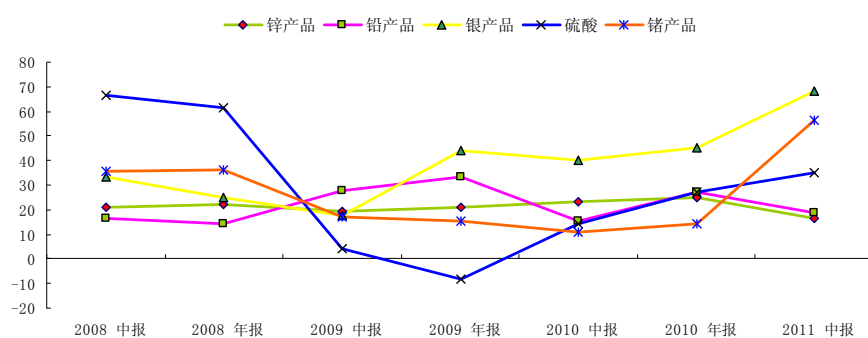
此外, 报告期内公司财务费用和资产减值损失分别同比大幅增加 7534.9 万元和 4880.3 万元, 费用的大幅增长对公司业绩带来了一定负面影响。

表：报告期公司产品产量情况

	11 年上半年	10 年上半年	变化	11 年计划	完成计划
电锌 (万吨)	6.48	7.04	-8.0%	30	48.6%
锌合金 (万吨)	2.78	2.1	32.4%		
电铅 (万吨)	5.33	5	6.6%		
高纯锗 (吨)	4.19	2.08	101.4%	20	61.5%
二氧化锗 (吨)	8.1	8.86	-8.6%		
银产品 (吨)	71.59	75.94	-5.7%	130	55.1%
硫酸 (万吨)	14.76	17.23	-14.3%	39.5	37.4%

资料来源：公司公告

图 3：公司副产品毛利率大幅增加



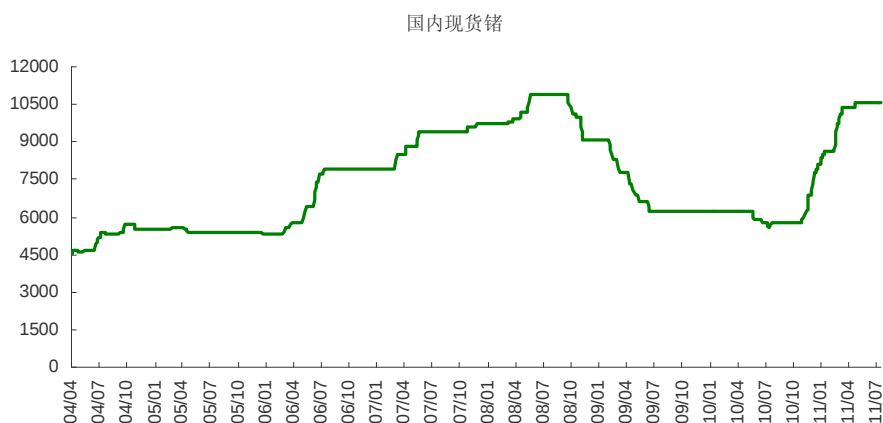
资料来源：公司公告

图 5: 国内现货银价大幅上涨



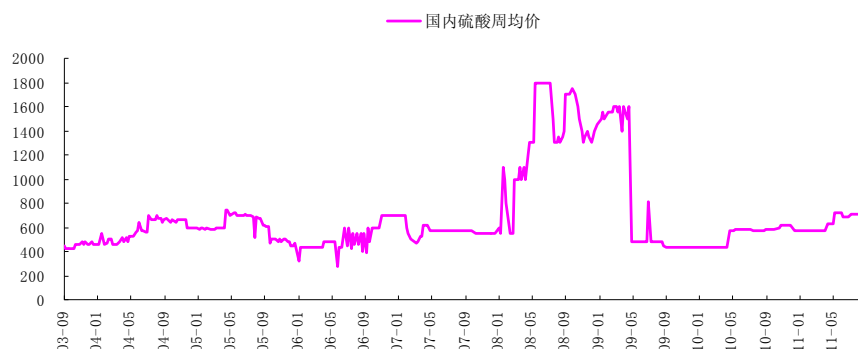
资料来源：亚洲金属网

图 5: 国内现货镉价大幅上涨



资料来源：亚洲金属网

图 5: 国内现货硫酸价格同比上涨



资料来源：亚洲金属网

● 对于公司未来发展，我们认为有以下看点：

（1）公司未来资源储量有望继续增长

公司目前拥有权益铅锌资源储量 933.04 万吨（锌 665.66 万吨、铅 235.76 万吨，拆分数据未包含澜沧和永昌资源），银 843.15 吨，锗 427.82 吨；铅锌金属权益产能 16.84 万吨（锌 12.34 万吨、铅 4.51 万吨）。与同业上市公司相比，公司资源储量优势明显，我们认为，充足的资源储量为公司未来持续健康发展提供了有力的保障，而考虑到公司在云南昭通矿区整合工作的持续推进、呼伦贝尔的探矿权以及集团资源对公司的支持，我们预计公司资源储量仍有继续增长的预期。

公司在呼伦贝尔拥有 26 个矿区，面积 778.72 平方公里，目前探矿工作正在进行中，资源前景看好；我们认为当地的铅锌资源将为公司在建的 20 万吨铅锌冶炼项目提供可靠的原料保障。

公司已完成收购冶金集团所持有的云南永昌铅锌股份有限公司、云南澜沧铅矿有限公司以及大兴安岭云冶矿业开发有限公司各 51% 的股权，增加铅锌资源储量约 50 万吨；虽然此次增储规模较小（相对公司目前 901.42 万吨的资源储量来说），但收购显示了冶金集团正逐步解决与上市公司间同业竞争的问题；此外，公司近期拟受让金欣矿业 51% 股权，以共同开发大兴安岭松岭区岔路口铅锌钼多金属资源，矿区资源储量情况为：钼金属量 112.48 万吨、伴生银金属量 2773.28 吨、锌金属量 25.33 万吨、铅金属量 1.03 万吨。我们认为，未来集团仍有可能为公司资源储量增长提供进一步的支持。

此外，公司与加拿大塞尔温资源有限公司合作的 Selwyn 项目已正式启动。Selwyn 矿区已探明铅锌金属储量 1112.86 万吨，推断铅锌资源储量 1393.19 万吨，公司权益占比 50%。此次成功收购使得公司所拥有的铅锌资源实现了大幅增长。

表：公司资源储量丰富

	权益	矿石量 (万吨)	品位		金属量 (万吨)		采矿能力	产能 (万吨)	
会泽	100%	1196	锌	19.29%	锌	230.71	66 万吨/年	锌	11.01
			铅	7.00%	铅	83.72		铅	3.99
			银	56.8g/t	银	679.9 吨			
			锗	0.0033%	锗	400 吨			

			铅锌合计	26.29%	铅锌合计	314.43		铅锌合计	15.00
昭通	100%	164.4	锌	13.42%	锌	22.07	18 万吨/年 (在建一期 33 万吨/年, 后期总采选达 66 万吨/年)	锌	0.72
			铅	5.16%	铅	8.49		铅	0.28
			银	99.26g/t	银	163.25 吨			
			锗	0.0017%	锗	27.82 吨			
			铅锌合计	18.58%	铅锌合计	30.56 (远景 300 多万吨)		铅锌合计	1.00
澜沧	51%				铅锌合计	10.00			
永昌	51%		铅锌合计	8.00%	铅锌合计	52.00	3 万吨/年	铅锌合计	0.20
大兴安岭云冶矿业	51%						1000 吨/日		
呼伦贝尔									
Selwyn 项目	50%	Indicated 15435	锌	5.35%	锌	825.77			
			铅	1.86%	铅	287.09			
			铅锌合计	7.21%	铅锌合计	1112.86			
		Inferred 23415	锌	4.54%	锌	1063.04			
			铅	1.41%	铅	330.15			
公司权益合计		9077.9			锌	665.66		锌	11.73
					铅	235.76		铅	4.27
					银	843.15 吨			
					锗	427.82 吨			
					铅锌合计	933.04		铅锌合计	16.10

资料来源：公司公告、长江证券研究部

(2) 精矿产能增长尚需时日

公司现有铅锌金属权益产能 16.84 万吨（锌 12.34 万吨、铅 4.51 万吨），其中会泽矿区 15 万吨产能，昭通地区 1 万吨左右。

目前，昭通矿区一期 1000 吨/日采选扩产项目正在积极推进，二期规划建成总采选产能 2000 吨/日，可供铅锌精矿含金属量 13-15 万吨，预计 2013-2014 年投产；此外，我们预计 Selwyn 项目也将于 2011 年开工建设 8000 吨/日金属量产能，2014 年建成投产，达产后实现年产铅锌金属量 30 万吨/年（权益 15 万吨）；我们认为，随着各项目的逐步建设，至 2014 年，公司自产精矿产能有望从当前的 16 万吨大幅增长至 60 万吨，精矿自给率也将回升至 60% 左右。

右的水平。但短期内，自产精矿产能增长有限。

表：公司精矿产能增长尚需时日

	当前产能	规划产能	十二五总规划
会泽	66 万吨采选，金属量 15 万吨	15 万吨	15 万吨
昭通	18 万吨采选，金属量 1 万吨	在建一期达 1000 吨/日采选，二期 2000 吨/日（66 万吨/年）采选，金属量 13-15 万吨，13-14 年建成	15 万吨
大关		1000 吨/日采选规模，1.5-2 万吨金属量产能，预计 2014 年左右建成投产	5 万吨
永昌	3 万吨采选，金属量 0.2 万吨	20 万吨采选，1.6 万吨金属量	
大兴安岭	1000 吨/日采选		
塞尔温		预计 2011 年开工，计划 8000 吨/日金属量产能，2014 年建成投产，达产后实现年产铅锌金属 30 万吨/年。公司与塞尔温是协议分 50% 产品（15 万吨），不是分利润	15 万吨
合计	16 万吨		60 万吨（兼并 10 万吨）

资料来源：公司公告、长江证券研究部

（3）预计 2012 年冶炼产能将实现较大幅度增长

公司目前总冶炼产能 28 万吨，曲靖冶炼厂电锌 10 万吨（含锌合金 6 万吨）、粗铅 2 万吨、电铅 10 万吨，由于扩产项目即将投产，会泽冶炼厂原有的 6 万吨电锌产能已于 6 月底关停，而公司近期收购的三家公司新增冶炼产能合计 7-8 万吨。

09 年公司成功配股，募投资金投资于会泽冶炼厂“6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用工程项目”，项目建设期两年，预计 2011 年底建成投产。目前会泽冶炼厂原有 6 万吨电锌产能已被关闭，待项目建成后，电锌和粗铅产能将分别增长 4 万吨。07 年 6 月公司与云南冶金集团股份有限公司等在呼伦贝尔市共同投资组建“呼伦贝尔驰宏矿业有限公司”，14 万吨锌冶炼及 6 万吨铅冶炼项目已于 08 年 1 月开工建设，我们预计项目有望于 2011 年底或 2012 年初建成投产。此外，考虑到曲靖和昭通冶炼厂后期仍有继续扩产的可能性，我们预计，公司冶炼总产能将于 2012 年增长至 68 万吨，而至十二五末，产能有望进一步增长至 100 万吨的规模。

由于公司新增精矿产能释放尚需时日，而 2012 年冶炼产能即可实现较大增长，我们认为，短期内公司精矿自给率会有所下滑，但待 2014 年将再次回升至 60% 左右的水平。

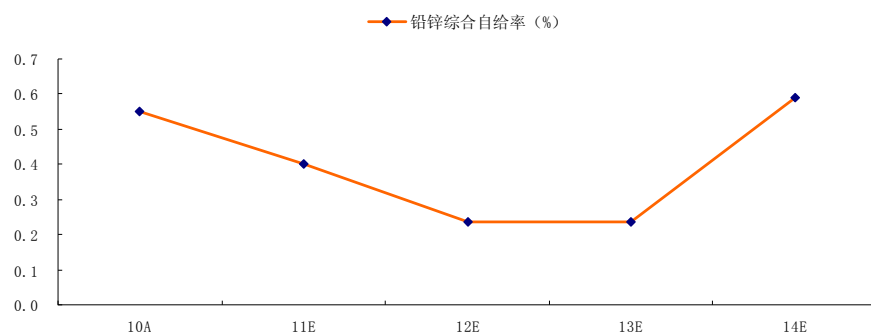
表：预计 2012 年冶炼产能将实现较大幅度增长

	电锌（万吨）	粗铅（万吨）	电铅（万吨）	铅锌合计（万吨）	金（公斤）	银（吨）	硫酸（万吨）
曲靖冶炼厂	10（含锌合金 6 万吨）	6	10	20	72	150	26
会泽冶炼厂（技改前）	6（11 年关）	2		6（11 年关停）			5.6

	停)						
澜沧、永昌、大兴安岭 云冶 (权益 51%)				7-8			
目前合计	10	8	10	28			31.6
曲靖冶炼厂	10 (含锌合金 6 万吨)	6	10	20	72	150	26
会泽冶炼厂 (技改后)	10	6		16 (后期 20)			24
呼伦贝尔 (权益 53%)	14	6	6	20			5
澜沧、永昌、大兴安岭 云冶 (权益 51%)				8			
2012 年规划合计	34	18	26	68			55
2012 年规划权益合计				54.68			52.7
曲靖冶炼厂				40			
会泽冶炼厂 (技改后)	10	6	10	20			
呼伦贝尔 (权益 53%)	14	6	6	20			
澜沧、永昌、大兴安岭 云冶 (权益 51%)				7-8			
昭通				10			
十二五规划合计				100			

资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 6：公司精矿自给率将先降后升



资料来源：长江证券研究部

表 5：主要上市公司铅锌资源及自产金属产能对比

		矿石量 （万 吨）	品位		金属量 （万吨）		选矿回收率		矿石处 理（万 吨/年）	自产金属量 （万吨）		公司权益储量合 计（万吨）		公司权益产能合 计（万吨）	
			锌	铅	锌	铅	锌	铅		锌	铅	锌	铅	锌	铅
中 金 岭 南	凡口矿		9.12%	4.89%	300	150	94%	84%	168	12.3	5.7	492.6	254.2	17.90	9.50
	盘龙口 （55%）		3.3%	1.05%	65.38	20.78				2.28	0.73				
	Broken hill （52%）	2370	9.4%	7.30%	222.78	173.01				8.44	6.56				
	Beltana （52%）	97.2	29.8%		30.00										
	Reliance （52%）		27.6%		10.70										
	Ballinalack （52%）		6.33%	0.95%	49.00	7.00									
驰 宏 锌 锗	会泽	1196	19.3%	7.00%	230.71	83.72	90%	80%	57	11.0	3.99	665.7	235.8	12.34	4.51
	昭通	164.4	13.4%	5.16%	22.07	8.49	85%	75%	10	1.34	0.52				
	Selwyn （50%）	15435	5.35%	1.86%	825.77	287.09									
西 部 矿 业	锡铁山	2299	5.99%	4.34%	137.64	99.77		96.8%	150	7.85	5.84	208.1	161.1	10.30	9.77
	霍各琦	4537	1.55%	1.35%	70.46	61.29									
	呷村多金属 矿（51%）	775.8	8.44%	5.21%	65.5	40.45			50	4.81	7.71				
	呷村铅锌矿 （51%）	552.4	3.90%	2.10%	21.54	11.60									
宏 达 股 份	金鼎锌业 （60%）	14834	7.97%	1.65%	1183	244.67			155	8.5	1.4	878.6		5.1	0.85
	甘洛				22				3						

资料来源：公司公告

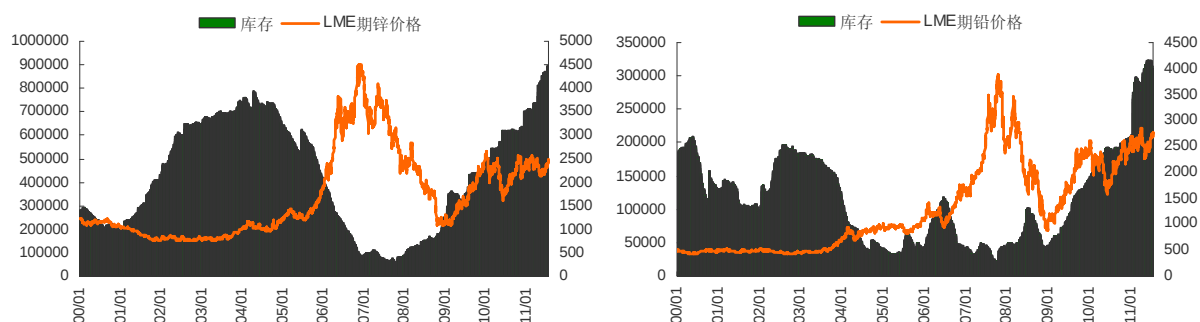
(4) 锗深加工产业建设积极推进

近期，公司与夜视集团合资成立云南北方驰宏光电有限公司，积极推进锗深加工产业的建设。公司拥有锗资源储量 427.82 万吨，深加工方面规划 30 吨/年铅锌矿伴生金属锗资源综合利用项目，设计规模为锗产品 30 吨，其中高纯二氧化锗 10 吨、区熔锗锭 7 吨、光纤四氯化锗 30 吨，锗单晶 5 吨，锗酸铋 5 吨、锗合金 2 吨、有机锗 1 吨、红外锗 10000 片、太阳能锗片 100000 片，目前光纤四氯化锗已经开始准备产业化，锗单晶于去年完成调试，今年开始试生产。我们认为，锗深加工产业的建设将是公司未来业绩增长的另一亮点。

(5) 预计铅、锌价格短期内难有较好表现

我们认为，美国失业率高居不下，欧债危机存在继续扩散的可能，中国金属进口数据低迷，全球经济复苏缓慢给基本金属需求增长带来压力，加之铅锌品种供给集中度较大，而通胀高企，流动性进一步增长的可能性较小，因此，我们预计铅锌价格短期内难有较好表现。

图 6: LME 铅锌价格走势



资料来源：Brookhant

● 给予“谨慎推荐”评级

综合分析，我们认为公司未来产能产量增长前景较好，但自产精矿业绩增长尚需时日，加之铅锌价格短期难有较好表现，预计公司 11、12 年 eps 分别为 0.39 和 0.46 元，给予“谨慎推荐”评级。

● 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在金属价格未来大幅下滑可能性较小以及公司产量基本维持稳定的基础上的。未来金属价格走势不符合我们判断，以及公司产量出现下滑将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。



财务报表预测
利润表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
营业收入	4852	5540	6499	7994
营业成本	3554	4144	4874	5995
毛利	1297	1396	1625	1998
% 营业收入	26.7%	25.2%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	42	48	56	69
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	128	146	171	211
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	401	470	551	678
% 营业收入	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
财务费用	110	151	147	167
% 营业收入	2.3%	2.7%	2.3%	2.1%
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-5	0	0	0
营业利润	608	581	699	873
% 营业收入	12.5%	10.5%	10.8%	10.9%
营业外收支	-54	0	0	0
利润总额	554	581	699	873
% 营业收入	11.4%	10.5%	10.8%	10.9%
所得税费用	92	76	91	114
净利润	462	506	608	760
归属于母公司所有者的净利润	461.1	504.4	606.6	758.1
少数股东损益	1	1	1	2
EPS (元/股)	0.35	0.39	0.46	0.58

现金流量表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
经营活动现金流	604	255	290	243
取得投资收益收回	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	709	0	0
固定资产投资	-1612	-666	-695	-540
其他	-705	51	0	0
投资活动现金流	-2317	94	-695	-540
债券融资	0	0	0	0
股权融资	10	0	0	0
银行贷款增加 (减)	1189	-629	463	430
筹资成本	426	101	87	92
其他	-852	0	0	0
筹资活动现金流	773	-528	549	521
现金净流量	-940	-179	144	224

资产负债表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
货币资金	1010	831	975	1199
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	61	69	81	100
存货	1109	1293	1521	1871
预付账款	1222	1425	1676	2062
其他流动资产	488	568	667	820
流动资产合计	3983	4294	5045	6206
可供出售金融资产	51	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	232	232	232	232
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	4101	4570	5036	5309
无形资产	709	-9	-9	-8
商誉	45	45	45	45
递延所得税资产	29	0	0	0
其他非流动资产	49	49	49	49
资产总计	9199	9180	10398	11832
短期贷款	2377	1748	2210	2640
应付款项	380	443	521	641
预收账款	86	98	115	141
应付职工薪酬	317	370	435	536
应交税费	55	51	61	75
其他流动负债	186	217	256	314
流动负债合计	3401	2927	3598	4347
长期借款	877	877	877	877
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	85	85	85	85
负债合计	4364	3889	4560	5310
归属于母公司所有者的权益	4397	4851	5397	6079
少数股东权益	439	440	442	443
股东权益	4836	5291	5838	6522
负债及股东权益	9199	9180	10398	11832

基本指标

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.352	0.385	0.463	0.579
BVPS	4.36	4.81	5.36	6.03
PE	57.82	52.85	43.95	35.17
PEG	3.21	2.93	2.44	1.95
PB	4.66	4.23	3.80	3.37
EV/EBITDA	29.03	30.31	26.78	22.17
ROE	10.5%	10.4%	11.2%	12.5%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。