

驰宏锌锗 (600497.SH) 有色金属行业

评级：增持首次评级

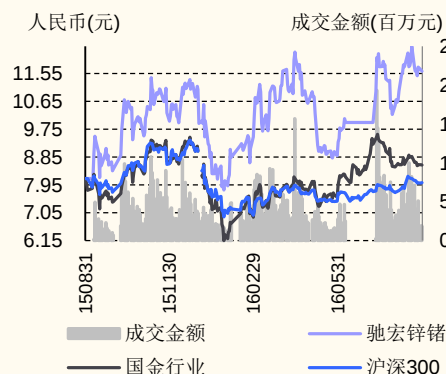
公司研究

市场价格(人民币): 11.63 元
 目标价格(人民币): 13.00-15.00 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,667.56
 总市值(百万元) 25,062.06
 年内股价最高最低(元) 12.43/7.79
 沪深 300 指数 3311.99
 上证指数 3074.68



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.097	0.030	0.183	0.187	0.221
每股净资产(元)	4.31	4.13	4.36	4.59	4.86
每股经营性现金流(元)	0.53	1.10	1.43	1.65	1.63
市盈率(倍)	120.13	371.72	62.13	60.91	51.47
行业优化市盈率(倍)	22.11	26.06	27.68	27.68	27.68
净利润增长率(%)	-72.66%	-69.27%	697.01%	2.00%	18.35%
净资产收益率(%)	2.24%	0.72%	11.36%	11.94%	12.21%
总股本(百万股)	1,667.56	1,667.56	2,154.95	2,154.95	2,154.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益锌价反弹, 公司收入有望增加 6.3 亿元:** 基于锌行业不断向好的基本面, 我们预测 2016 年均价 16500 元/吨, 较 2015 年高 2280 元/吨。公司作为中国最大的锌矿及锌锭生产企业(锌矿产量 27.8 万金属吨和锌锭产能 60 万吨), 收入有望增加 6.3 亿元。
- **加码主业, 构建“北方的驰宏”:** 公司通过投建呼伦贝尔铅锌冶炼项目(14 万吨/年锌、6 万吨/年铅)、收购荣达矿业(6.5 万吨铅锌精矿金属量); 最终构建一个采、选、冶一体化的“北方的驰宏”。
- **增发缓解财务压力, 员工持股计划提升激发企业活力:** 公司本次 3 年期增发合计 47 亿, 其中 37 亿用于偿还银行贷款, 预计之后每年减少财务成本 1.9 亿元; 此外, 定增中包含员工持股计划, 成本在 8.45 元/股, 将有效激发企业活力。

投资建议

- 我们认为锌行业景气度上升, 锌价上涨将使得整个行业盈利能力恢复, 给予行业龙头驰宏锌锗“增持评级”。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 14.70 元目标价位, 相当于 2016 年 PE 为 80 倍。

风险

- 美元加息节奏加快, 消费大幅低于预期, 嘉能可提前大规模复产。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人
 (86755)83831051
 songxiaolang@gjzq.com.cn

廖淦 联系人
 (86755)83830558
 liaogan@gjzq.com.cn

内容目录

一、行业：短缺将持续两年，锌价强势反弹	4
1.1 供应：全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%	4
1.2 消费：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%	5
1.3 平衡：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨	6
1.4 价格：锌价大概率会突破 20000 元/吨	7
二、驰宏锌锗：锌、铅为主业的龙头企业	8
2.1 股权结构：云南国资委是公司实际控制人	8
2.2 主营业务：锌、铅为主业的老白马	8
2.3 储量及产量：公司铅锌储量合计 3210 万吨（含国外）	9
2.4 盈利：2015 年公司净利下滑至 0.7 亿元（同比降 46%）	10
三、公司看点：锌价上涨增厚利润，加码主业构建“北方的驰宏”	11
3.1 锌价上涨，公司收入有望增加 6.3 亿元	11
3.2 加强主业，构建“北方的驰宏”	12
3.3 增发缓解财务压力，员工持股计划激发企业活力	12
四、估值：估值评级——目标价 14.7 元/股	13
五、风险提示	13

图表目录

图表 1：2016 年全球锌精矿预计短缺 60 万吨（单位：万吨）	4
图表 2：2016 年预计减产 91.7 万金属吨（单位：万吨）	4
图表 3：2016 年预计增产 15.4 万吨（单位：金属吨）	5
图表 4：中国 2016 年预计增产 17 万吨（单位：金属吨）	5
图表 5：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%（单位：万吨）	6
图表 6：2016Q3 全球锌消费增速回升至 2%	6
图表 7：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨（单位：万吨） ..	7
图表 8：云南冶金集团持股 49.7%	8
图表 9：2015 年铜贸易在主营业务收入中占 57%	8
图表 10：2015 年铅锌精矿及产品贡献毛利 16 亿元	8
图表 11：会泽矿、彝良矿的铅锌品味超过 25%（全球最高）	9
图表 12：塞尔维亚铅锌矿资源储备金属量高达 2688 万吨	9
图表 13：公司三个冶炼厂合计铅锌产能 60 万吨	10
图表 14：2015 年铅+锌精矿金属量 39 万吨	10
图表 15：2015 年铅+锌冶炼产量 29 万吨	10
图表 16：2015 年公司净利润 0.7 亿元（同比降 46%）	11
图表 17：锌价年初至今上涨 40%	11
图表 18：锌价上涨将贡献 6.3 亿元收入	12

图表 19: 荣达矿业+呼伦贝尔项目, 构建“北方的驰宏”	12
图表 20: 募集资金 47 亿元中, 37 亿元用于偿还银行贷款	12
图表 21: 员工持股计划股票价格 8.45 元/股	13
图表 22: 给予驰宏锌锗 2016 年 80 倍 PE	13

一、行业：短缺将持续两年，锌价强势反弹

1.1 供应：全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%

国外：精矿产量大幅减少 91 万吨，2 年内无大型矿山投产。我们梳理了 2016 年国外锌矿供应的情况，并根据每个公司年报进行调整，其中 century 矿、lisheen 矿资源枯竭闭坑，以及嘉能可主动减产 33 万吨，我们预计 2016 年国外锌精矿将减产 91.7 万金属吨，约占全球锌矿供应量的 6.5%。我们认为锌价上涨后，嘉能可已经启动复产，根据其半年报产量指引，2016 年减产 33 万吨，低于预期 50 万吨。此外，新建产能集中释放在 2018 年后，2016 年投放产能仅 15.4 万吨。

中国：新增产量 17 万吨，预计下半年开始上量。我们梳理了 2016 年中国锌矿供应的情况，其中郭家沟、大梁矿业、国森矿业等矿山投产带来 17 万吨增量，产出主要在下半年；减产在 2015 年基本出清，复产由于环保、采矿证换证等原因遥遥无期。2016 年 1-6 月中国产量 218 万吨或-1.6%，这也印证了我们对于国内供应的判断。

综合国外和中国锌矿供应的情况来看，2016 年全球锌精矿供应将减少 60 万金属吨或 4.3%。目前 LME 锌价站稳 2300 美元/吨，假设减产产能 38.7 均复产，加上新增海外 17 万吨和中国 15 万吨产能，我们判断 2017 年锌精矿供应将增加 47 万金属吨。

图表 1：2016 年全球锌精矿预计短缺 60 万吨（单位：万吨）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
海外主动减产产能			-38.7	0	0
海外闭坑产量			-53	0	-5
海外新增矿产能			15.4	17	116
海外复产产能			0	38.7	0
中国锌精矿产能增加			17	15	30
锌矿供应合计	1370.8	1337.2	1275.4	1322.4	1384.4
增减	5.3	-33.6	-60.7	46.9	62
增减%	0.4%	-2.5%	-4.3%	3.7%	5.2%

来源：ILZSG、国金证券研究所

图表 2：2016 年预计减产 91.7 万金属吨（单位：万吨）

闭坑的矿山				
企业名称	下属矿山	国家	2015	2016E
MMG	Century	澳洲	39.3	1.6
Vedanta	Lisheen	爱尔兰	8.1	0
nyrstar	middle tennessee	美国	4.7	0
	Myra Falls	美国	0.9	0
Eldorado Gold	Kassandra	哈萨克斯坦	0.9	0
Teck	Duck Pond	美国	0.7	0
削减产能的矿山				
Vedanta	skorpion	纳米比亚	10.4	10
Teck	Red Dog	美国	56.7	55.7
Boliden	Garpenberg		10.6	9.9

KAZ minerals	Orlovsky		4.5	4
Talvivaara	Talvivaara		2.5	2
Glencore	Mt Isa, McArthur River, George Fisher & Lady Loretta	澳大利亚	75	46.3
	Isayacruz	秘鲁	6.9	0
合计产量			221.2	129.5
变化				-91.7

来源：各公司年报中实际产量、国金证券研究所

图表 3：2016 年预计增产 15.4 万吨（单位：金属吨）

国家	2015	2016	2017
北美	24.1	29.5	24
中美&南美洲	27.1	20.4	30.3
大洋洲	19.1	29.8	31.5
亚洲	3.5	3.5	11.5
非洲	0	1.5	3
欧洲	10	11.5	9.9
中东	0	3	6
累计新增	83.8	99.2	116.2
年新增产能	29.45	15.4	17

来源：bloomberg、各公司年报中预估量、国金证券研究所

图表 4：中国 2016 年预计增产 17 万吨（单位：金属吨）

	新增产能	2016 年新增产量
河北蔡家营	5	2
内蒙古国森矿业	6	3
四川会东大梁矿业	7	3
甘肃郭家沟铅锌矿	10	4
其他	8	5
合计	36	17

来源：安泰科、国金证券研究所

1.2 消费：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%

电解锌下游需求分为镀锌（59%），压铸锌合金（14%），黄铜（12%），氧化锌（7%），电池（7%），其他（2%）。

中国：汽车镀锌板提振消费，预计 2016 年消费增速 3.4%。 我们梳理 2016 年国内锌下游消费的情况，其中增量部分几乎全部来自镀锌行业，消费金属量 390 万吨或 8.3%；建筑领域放缓对锌消费影响最大。汽车镀锌板是需求亮点，由于汽车镀锌使用比例在提升和汽车产量增加，钢厂持续扩大镀锌板产能以满足需求，今年 1-7 月汽车产量同比增加 7.1%。此外，结合锌合金及氧化锌的消费量，我们判断 2016 年中国锌消费 632 万吨或 3.4%。

全球：预计 2016 年锌总消费增加 41 万吨或 3%。 全球除中国外地区锌消费量合计 740 万吨，增速 2.8%，其中北美和欧洲消费小幅增长，但增速有所回落。

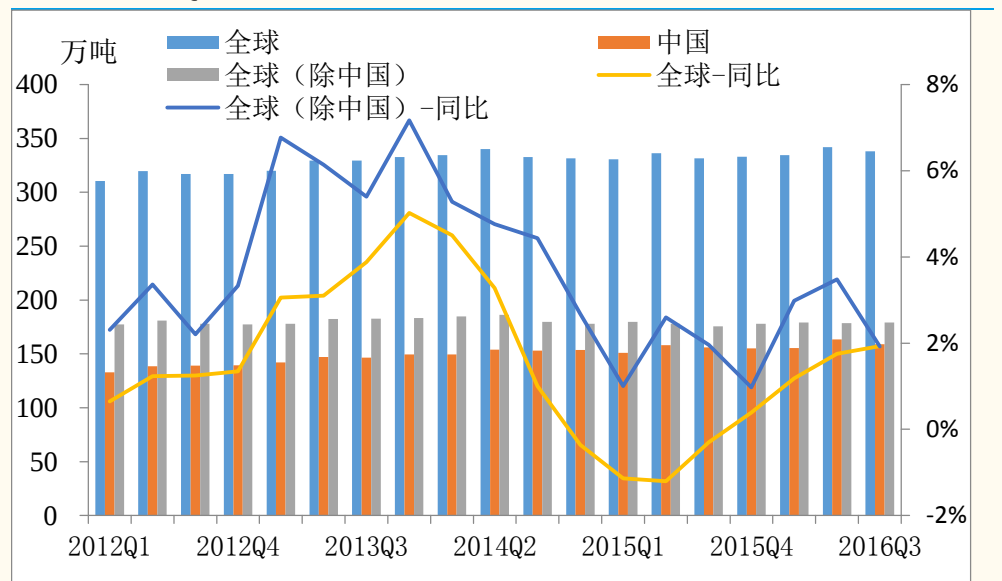
加之中国消费量 632 万吨或 3.4%，全球锌消费总量便在 1372 万吨，增速 3%。

图表 5：2016 年全球锌消费预计增加 41 万吨或 3%（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 E
镀锌	282	324	348	360	390
YOY		14.9%	7.4%	3.4%	8.3%
压铸锌合金	93	86	87	85	78
YOY		-7.5%	1.2%	-2.3%	-2.4%
黄铜	63	70	74	72	72
YOY		11.1%	5.7%	-2.7%	-2.8%
氧化锌	42	47	42	40	38
YOY		11.9%	-10.6%	-4.8%	-10.0%
电池	44	43	42	41	41
YOY		-2.3%	-2.3%	-2.4%	-7.3%
其他	10	13	13	13	13
YOY		30.0%	0.0%	0.0%	7.7%
总消耗量	534	583	606	611	632
合计 YOY		9.2%	3.9%	0.8%	3.4%

来源：SMM、国金证券研究所

图表 6：2016Q3 全球锌消费增速回升至 2%



来源：CRU、国金证券研究所

1.3 平衡：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨

我们判断 2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨。值得注意的是，短缺的影响将从矿端逐步传导到锌锭端，并伴随原料和成品的去库存进程：2016 年全球锌精矿受集中减产制约短缺 60 万金属吨，锌锭短缺仅 35 万吨；我们考虑嘉能可全部复产后，2017 年锌精矿仍然有 10 万吨缺口，同时，在冶炼厂原料库存和锌矿港口库存消化殆尽后，2017 年全球锌锭将短缺 65 万吨。

图表 7：2016-2017 年全球精炼锌将短缺 35 万吨、65 万吨（单位：万吨）

	2014 年	2015 年	2016 年 E	2017 年 E
精矿产量	1370.8	1337.2	1277.2	1316
YoY	0.4%	-2.5%	-4.5%	1.8%
精炼锌产量	1324.2	1368.8	1337	1326
YoY	2.7%	3.4%	-2.3%	-0.8%
精炼锌需求	1338.8	1331.2	1372	1391
YoY	2.1%	-0.6%	3.1%	1.4%
供需平衡（+过剩 /-短缺）	-14.6	37.6	-35	-65
供需平衡/精炼 锌需求	-1.1%	2.8%	-2.6%	-4.7%

来源：ILZSG、CRU、国金证券研究所

1.4 价格：锌价大概率会突破 20000 元/吨

我们判断锌价大概率会突破 20000 元/吨。一方面，供给收缩从锌矿传递到锌锭将会持续到 2017 年，并伴随原料和产成品的被动去库存，现货流转将趋于紧张，有利于涨价。另一方面汽车镀锌板使用率上升，及汽车产量有所增加，弥补了建筑用锌的下滑，锌锭消费仍保持绝对量上的小幅增长。

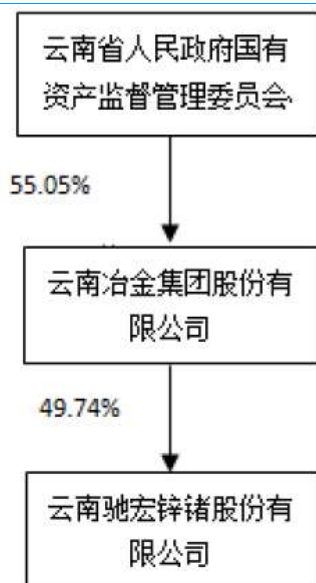
锌价同时还受到金融属性的影响：首先，美联储处于加息周期中，不利于整个大宗商品价格走强；其次，全球经济增长缺乏动力，增速不断下滑，不利于金属的消费。所以锌供需结构虽然很好，但金融属性制约，我们仅持有“强势反弹”的观点。

二、驰宏锌锗：锌、铅为主业的龙头企业

2.1 股权结构：云南国资委是公司实际控制人

云南国资委是公司实际控制人，通过云南冶金集团间接持有股权 49.7%。

图表 8：云南冶金集团持股 49.7%

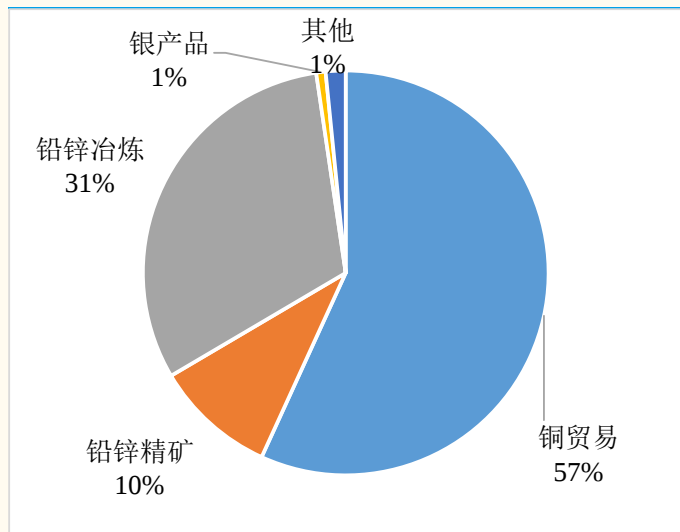


来源：公司公告、国金证券研究所

2.2 主营业务：锌、铅为主业的老白马

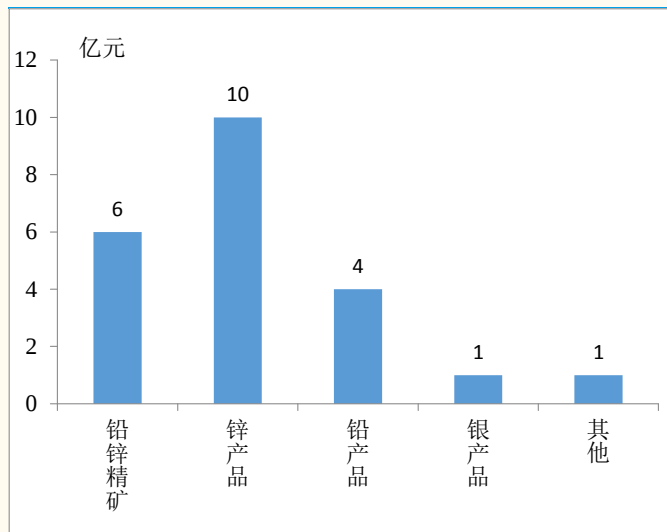
驰宏锌锗是中国百家最大的有色金属冶炼企业之一，集探矿、采矿、选矿、冶炼、化工和科研为一体的国家大型企业，是我国最早从氧化铅锌矿中提取锗用于国防尖端工业建设的企业。公司主要产品有铅、锌、锗三大系列 20 余个品种，拥有矿山厂、麒麟厂两座自备矿山，曲靖和会泽两个生产基地，其中麒麟厂矿山资源储量大、品位高。

图表 9：2015 年铜贸易在主营业务收入中占 57%



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 10：2015 年铅锌精矿及产品贡献毛利 16 亿元



来源：公司年报、国金证券研究所

2.3 储量及产量：公司铅锌储量合计 3210 万吨（含国外）

公司拥有的会泽矿、彝良矿是全球品位最高的两座铅锌矿山。铅锌合计品位超过 25%，远高于国内外铅锌矿山的平均品位，且富含国家战略性资源锗，因此产品的生产成本较低。公司是目前国内铅锌产品平均生产成本最低的几家公司之一，具有明显的成本优势。

图表 11：会泽矿、彝良矿的铅锌品味超过 25%（全球最高）

矿山名称	累计探明资源储量（万吨）	保有资源储量（万吨）	矿产产能（万吨/年）	平均品位%
会泽铅锌矿（麒麟厂、矿山厂）	金属量：铅 120 锌 253 矿石量：1267	金属量：铅 13.35 锌 32.65 矿石量：165	112	铅 8.09 锌 19.77
昭通彝良毛坪铅锌矿	金属量：铅 37.8 锌 97.9 矿石量：585	金属量：铅 26.67 锌 59.58 矿石量：353		铅 7.56 锌 16.88
勐糯铅锌矿本区及外围	金属量：铅 29.7 锌 61 矿石量：790	金属量：铅 12.10 锌 27.30 矿石量：415	32	铅 2.92 锌 6.58
澜沧铅矿本区及外围	金属量：铅 59 锌 48 矿石量：1364	金属量：铅 32.96 锌 27.15 矿石量：1064	36	铅 3.10 锌 2.55
内蒙古甲乌拉铅锌矿	金属量：铅 78.6 锌 89.9 矿石量：2656	金属量：铅 72.74 锌 80.73 矿石量：2574	102	铅 3.40 锌 3.80
大兴安岭塔源二支线铅锌矿	金属量：铅 5.1 锌 14.7 矿石量：718	金属量：铅 5.19 锌 14.91 矿石量：667	-	铅 0.78 锌 2.24
铅锌矿合计	金属量：铅 330.2 锌 564.5 矿石量：7380	金属量：铅 163 锌 242 矿石量：5238	282.00	铅 3.54 锌 5.49

来源：国金证券研究所

加拿大矿山公司控制级以上的金属量储量有 2700 万吨，属于世界最大的未开采的铅锌矿。该矿山总投资额在 16 亿美金，计划产能 3.5 万吨矿石量/天，年产精矿锌金属量 40 万吨，铅金属量 20 万吨，将是世界产量最大的铅锌矿山。（项目测算下来锌的完全成本约 2400 美元，目前锌价 2200 美元附近，所以暂未开采。）

图表 12：塞尔温铅锌矿资源储备金属量高达 2688 万吨

采矿权人	矿山名称	累计资源储备（金属量/矿石量）	开采	规划产能（万吨/年）	开采情况
塞尔温赤红矿业有限公司	塞尔温铅锌矿	金属量 2688.62 万吨 矿石量 42343 万吨	铅锌	1,155	可研阶段
玻利维亚 D 铜矿股份有限公司	D 铜矿	金属量 53.05 矿石量 1802.71	铜	80	建设阶段
玻利维亚扬帆矿业股份有限公司	扬帆金矿	矿石量 850 万吨 金属量金 15.34 吨、 锑 54500 吨、 银 106.36 吨	金、锑、银	33	建设阶段
玻利维亚亚马逊矿业股份有限公司	尼可金矿	矿石量 1006.94 万吨 金属量 50.31	金、锑、银	33	建设阶段

来源：国金证券研究所

公司三个冶炼厂合计铅锌产能 60 万吨。其中原生铅锌产能 50 万吨（锌 32 万吨、铅 18 万吨），再生铅 10 万吨。曲靖本部：8 万吨锌+6 万吨铅+10 万吨再生铅；会泽冶炼厂：10 万吨锌+6 万吨铅；呼伦贝尔冶炼厂：14 万吨锌+6 万吨铅。公司铅锌伴生白银预计 400 吨（原有 100-120 吨，呼伦贝尔预计 300 吨），铅锌伴生锗预计 33 吨（技改前 22 吨）。

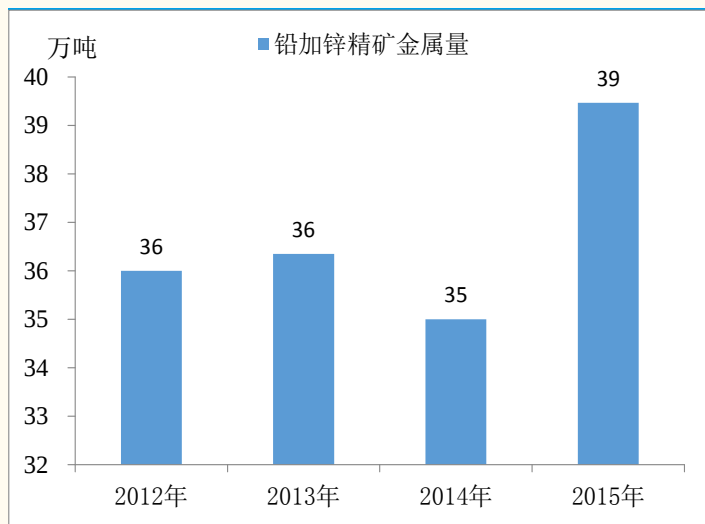
图表 13：公司三个冶炼厂合计铅锌产能 60 万吨

金属	项目	产能	备注
铅锌	曲靖本部	24 万吨	8 万吨锌+6 万吨铅+10 万吨再生铅
	会泽	16 万吨	会泽 6 万吨/年粗铅、10 万吨/年电锌及渣综合利用工程项目
	呼伦贝尔	20 万吨	呼伦贝尔 14 万吨/年锌、6 万吨/年铅冶炼项目
	合计	60 万吨	
白银	曲靖+会泽	100 吨	
	呼伦贝尔	300 吨	内蒙矿石含银高
	合计	400 吨	
锗	会泽	33 吨	原产能 22 吨，2015 年技改后产能提升 50%

来源：国金证券研究所

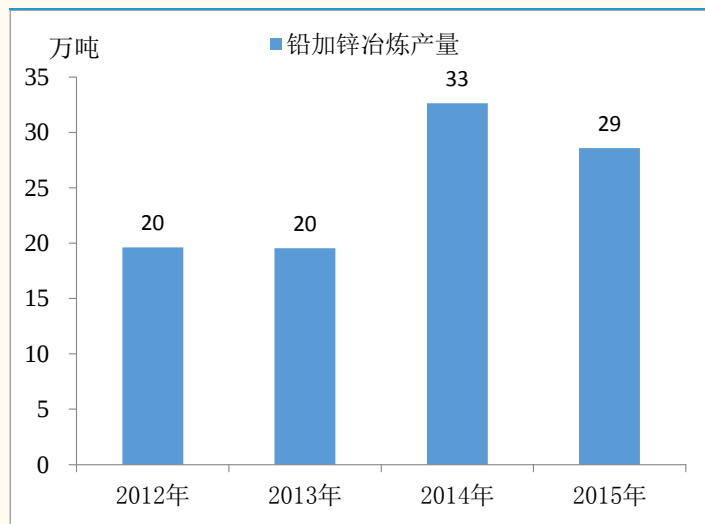
公司原料自给率超 100%。2015 年公司产铅锌精矿含金属量 39 万吨，铅锌冶炼产量 29 万吨，外售精矿 10 万吨，呼伦贝尔铅锌冶炼项目达产后，过剩原料能实现自我消化。

图表 14：2015 年铅+锌精矿金属量 39 万吨



来源：国金证券研究所

图表 15：2015 年铅+锌冶炼产量 29 万吨

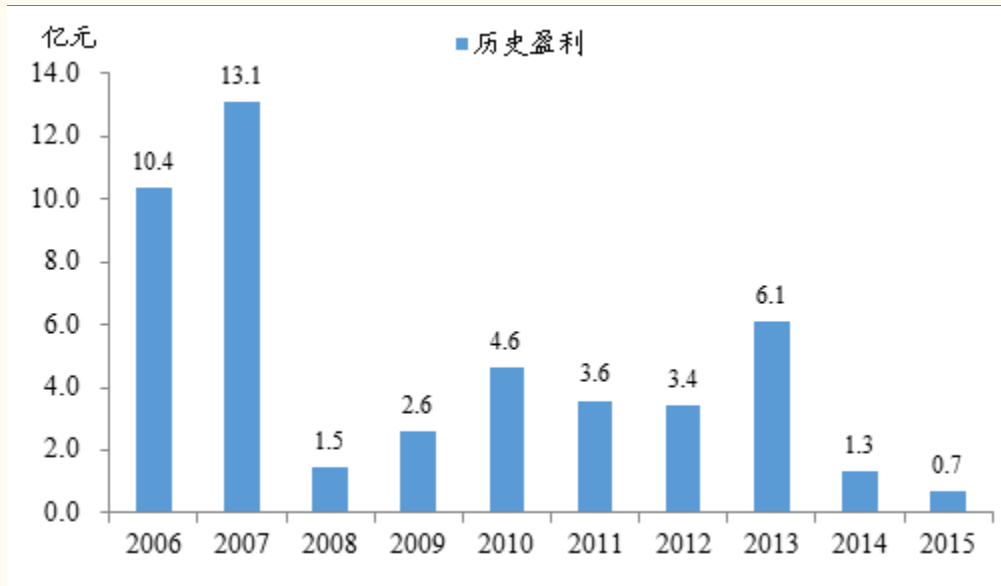


来源：国金证券研究所

2.4 盈利：2015 年公司净利下滑至 0.7 亿元（同比降 46%）

2015 年公司净利润 0.7 亿元，为 10 年来最低。2007 年公司净利润 17 亿元，对应锌价 35000 元/吨，10 年历史高位；之后锌价一路下跌，公司利润也一路下滑。

图表 16：2015 年公司净利润 0.7 亿元（同比降 46%）



来源：国金证券研究所

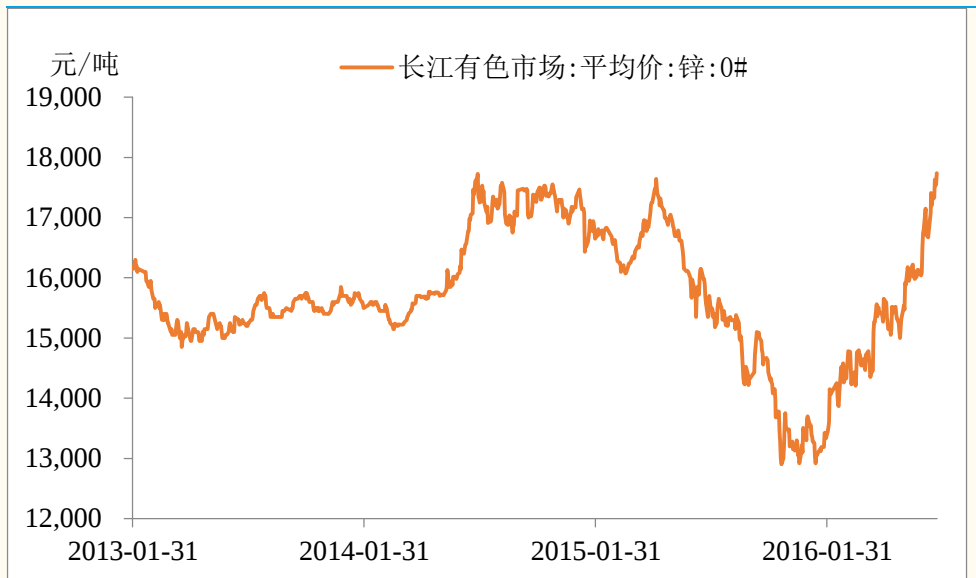
锌价变动无疑是决定公司收入的决定因素。根据我们测算，锌价每上涨 1000 元/吨，利润便增厚 2.78 亿元，每股净收益 EPS 增加 0.14 元/股。

三、公司看点：锌价上涨增厚利润，加码主业构建“北方的驰宏”

3.1 锌价上涨，公司收入有望增加 6.3 亿元

2016 年锌现货均价预计 16500 元/吨。锌价年初以来持续上涨，根据长江有色网最新报价，0#锌现货报价 18000 元/吨，涨幅 40%。我们判断锌价仍将延续涨势，2016 年锌现货均价预计 16500 元/吨左右。

图表 17：锌价年初至今上涨 40%



来源：wind、国金证券研究所

我们判断锌价上涨将贡献 6.3 亿元利润。2015 年公司锌精矿金属量 27.8 万吨，锌现货均价 14220 元/吨（沪锌 2015 年结算价），产量不变前提下 2016 年锌现货均价 16500 元/吨将贡献收入有 6.3 亿元。

图表 18：锌价上涨将贡献 6.3 亿元收入

2015 年锌均价（元/吨）	14220
2016 年锌预测均价（元/吨）	16500
价格变化（元/吨）	2280
2015 年锌精矿金属量（万吨）	27.8
锌涨价贡献收入（亿元）	6.34

来源：文华财经、wind、公司年报、国金证券研究所

3.2 加强主业，构建“北方的驰宏”

荣达矿业 + 呼伦贝尔项目，构建“北方的驰宏”。呼伦贝尔驰宏锌锗铅锌 14 万吨/年锌、6 万吨/年铅产能冶炼项目，已在 2015Q4 投产，荣达矿业距离呼伦贝尔项目仅 360 公里，正常情况下年产铅锌精矿 6.5 万吨，届时荣达矿业将成为重要原料保障基地，最终形成采、选、冶一体化的“北方的驰宏”。

图表 19：荣达矿业+呼伦贝尔项目，构建“北方的驰宏”

项目	规模	备注
呼伦贝尔铅锌冶炼厂	14 万吨锌/年、6 万吨铅/年	2014 年 10 月启动了试生产，2015 年计划试生产铅锌总量 7.7 万吨，预计 2016 年满产。
荣达矿业	原矿 100 万吨/年，铅锌精矿约 6.5 万金属吨。	将进一步扩建，以满足呼伦贝尔项目生产需求。

来源：国金证券研究所

3.3 增发缓解财务压力，员工持股计划激发企业活力

公司本次 3 年期增发有两大特点：一是募集资金 47 亿元中，37 亿元用于偿还银行贷款，资金占比 79%；二是推出员工持股计划，持股成本为 8.45 元/股。

图表 20：募集资金 47 亿元中，37 亿元用于偿还银行贷款

序号	募集资金投资项目	拟使用募集资金（万元）	项目投资总额（万元）
1	铅锌银矿深部资源接替技改工程项目	48282	48706
2	160kt/a 废旧铅酸电池无害化综合回收项目	32108	35728
3	内蒙古自治区新巴尔虎右旗查干布拉根矿区勘查项目	20340	20340
4	偿还银行贷款项目	369560	-
	合计	470290	

来源：国金证券研究所

图表 21：员工持股计划股票价格 8.45 元/股

项目	备注
标的股票价格	8.45 元/股
资金总额	202,907,697 元
股本占比	0.87%
参与对象	参与人包括公司董事、监事、高级管理人员和其他员工，合计不超过 5,216 人
资金来源	公司员工的合法薪酬、自筹资金、公司计提的业绩激励基金和法律、行政法规允许的其他方式
股票来源	认购中信证券设立的中信证券驰宏锌锗投资 1 号定向资产管理计划的份额，上述资产管理计划通过认购本公司非公开发行股票的方式持有标的股票。

来源：国金证券研究所

四、估值：估值评级——目标价 14.7 元/股

我们选择铅锌板块含冶炼厂的标的为可比公司，并鉴于公司盈利改善的判断，给予公司 80 倍 PE 的估值，公司 2016、2017 年 EPS 预计为 0.183、0.187 元/股，对应公司股价为 14.7、14.9 元。

图表 22：给予驰宏锌锗 2016 年 80 倍 PE

证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM) /倍	市盈率 PE (LYR) / 倍	市净率 PB (LF) /倍
000060.SZ	中金岭南	265	118	3
000758.SZ	中色股份	51	52	4
002114.SZ	罗平锌电	851	442	10
600331.SH	宏达股份	-392	308	3
600497.SH	驰宏锌锗	-1269	512	2
可比公司平均（除驰宏锌锗）		194	230	5

来源：WIND 一致预期，国金证券研究所

五、风险提示

美元加息节奏加快，消费大幅低于预期，嘉能可提前大规模复产。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	18,078	18,898	18,114	8,091	8,291	8,391
增长率		4.5%	-4.1%	-55.3%	2.5%	1.2%
主营业务成本	-16,233	-16,854	-15,929	-5,564	-5,564	-5,564
%销售收入	89.8%	89.2%	87.9%	68.8%	67.1%	66.3%
毛利	1,845	2,043	2,184	2,527	2,727	2,827
%销售收入	10.2%	10.8%	12.1%	31.2%	32.9%	33.7%
营业税金及附加	-55	-74	-98	-89	-91	-92
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-29	-35	-28	-27	-27	-28
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-681	-841	-810	-809	-829	-839
%销售收入	3.8%	4.5%	4.5%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	1,079	1,092	1,250	1,603	1,780	1,868
%销售收入	6.0%	5.8%	6.9%	19.8%	21.5%	22.3%
财务费用	-609	-764	-914	-1,026	-1,201	-1,190
%销售收入	3.4%	4.0%	5.0%	12.7%	14.5%	14.2%
资产减值损失	-40	-146	-137	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	-11	0	0	0
投资收益	41	21	-92	20	30	30
%税前利润	5.8%	9.4%	n.a	3.2%	4.8%	4.0%
营业利润	470	205	95	597	609	709
营业利润率	2.6%	1.1%	0.5%	7.4%	7.3%	8.4%
营业外收支	241	22	21	22	22	33
税前利润	711	227	116	619	631	742
利润率	3.9%	1.2%	0.6%	7.7%	7.6%	8.8%
所得税	-102	-94	-47	-204	-208	-245
所得税率	14.3%	41.4%	40.5%	33.0%	33.0%	33.0%
净利润	609	133	69	415	423	497
少数股东损益	19	-28	19	20	20	20
归属于母公司的净利润	589	161	50	395	403	476
净利率	3.3%	0.9%	0.3%	4.9%	4.9%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	609	133	69	415	423	497
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	576	824	1,143	928	1,007	1,066
非经营收益	546	741	987	1,009	1,173	1,150
营运资金变动	-900	-814	-362	36	151	-1
经营活动现金净流	831	884	1,837	2,388	2,754	2,712
资本开支	-1,953	-2,198	-1,513	-2,328	-1,988	-778
投资	-3,347	-155	-67	-1	0	0
其他	-135	53	-89	20	30	30
投资活动现金净流	-5,434	-2,300	-1,669	-2,309	-1,958	-748
股权募资	3,514	11	6	0	0	0
债权募资	2,113	2,748	1,359	910	329	-684
其他	-1,064	-1,482	-1,603	-1,055	-1,225	-1,230
筹资活动现金净流	4,563	1,276	-238	-145	-896	-1,914
现金净流量	-41	-140	-71	-65	-100	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,281	1,292	1,265	1,200	1,100	1,150
应收款项	425	428	334	173	178	180
存货	1,543	2,164	1,935	762	610	610
其他流动资产	769	221	241	58	58	58
流动资产	4,018	4,105	3,776	2,193	1,945	1,997
%总资产	13.5%	12.5%	11.3%	6.6%	5.7%	5.9%
长期投资	285	282	401	401	401	401
固定资产	14,963	17,034	17,802	19,583	20,686	20,531
%总资产	50.4%	51.9%	53.2%	58.8%	60.7%	60.6%
无形资产	10,289	10,351	10,358	9,995	9,895	9,796
非流动资产	25,681	28,734	29,715	31,137	32,140	31,885
%总资产	86.5%	87.5%	88.7%	93.4%	94.3%	94.1%
资产总计	29,699	32,840	33,490	33,330	34,085	33,882
短期借款	6,000	8,192	10,205	11,095	11,424	10,740
应付款项	1,968	2,608	2,329	843	844	845
其他流动负债	800	588	668	658	677	694
流动负债	8,768	11,388	13,202	12,596	12,945	12,279
长期贷款	6,540	7,052	7,461	7,461	7,461	7,461
其他长期负债	2,738	2,964	1,663	1,694	1,694	1,694
负债	18,047	21,403	22,325	21,751	22,099	21,433
普通股股东权益	7,338	7,193	6,881	7,276	7,662	8,105
少数股东权益	4,314	4,244	4,284	4,304	4,324	4,344
负债股东权益合计	29,699	32,840	33,490	33,330	34,085	33,882

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.353	0.097	0.030	0.183	0.187	0.221
每股净资产	4.401	4.313	4.126	4.363	4.594	4.860
每股经营现金净流	0.498	0.530	1.101	1.432	1.651	1.626
每股股利	0.150	0.150	0.000	0.000	0.010	0.020
回报率						
净资产收益率	8.03%	2.24%	0.72%	11.36%	11.94%	12.21%
总资产收益率	1.98%	0.49%	0.15%	2.66%	3.08%	3.60%
投入资本收益率	3.53%	2.23%	2.49%	4.99%	5.65%	6.09%
增长率						
主营业务收入增长率	49.03%	4.54%	-4.15%	-55.33%	2.47%	1.21%
EBIT 增长率	13.42%	1.24%	14.38%	28.26%	11.05%	4.98%
净利润增长率	69.44%	-72.66%	-69.27%	697.01%	2.00%	18.35%
总资产增长率	33.95%	10.57%	1.98%	-0.92%	2.75%	-0.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	1.7	2.2	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	31.7	40.1	47.0	50.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	27.4	36.4	42.9	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	97.0	197.3	195.7	446.4	440.1	415.0
偿债能力						
净负债/股东权益	113.64%	139.39%	155.79%	146.88%	134.60%	112.96%
EBIT 利息保障倍数	1.8	1.4	1.4	2.3	2.4	2.6
资产负债率	60.76%	65.18%	66.66%	63.64%	61.52%	57.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD