

评级：买入（上调）

有色金属

事件点评

第一创业研究所
 分析师：巨国贤
 电话：0755-25832951
 邮件：juguoexian@fcsc.cn

中色股份（000758）

——世界稀土新骄子

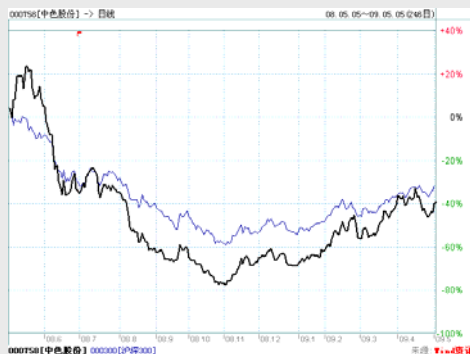
交易数据

52 周内股价区间（元）	4.7-27.99
总市值（百万元）	6940.56
流通股本（百万股）	387.12
流通股比率（%）	66.7%

资产负债表摘要(03/09)

股东权益	1722.79
每股净资产	2.91
市净率	4.03
资产负债率	61.1%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

锌价低迷不足惧 工程仍有新亮点

事件：

澳大利亚上市公司 LYNAS 5 月 1 日发布公告：中国有色矿业集团将以每股 0.36 澳元的价格买入该公司 7 亿股新股，从而获得 51.6% 的股份，成为其控股股东。根据双方协议，中国有色矿业集团将斥资 2.52 亿澳元认购新股，从而获得 51.6% 的股权，LYNAS 董事会则扩展到 8 位，其中 4 位来自中国有色。同时，中国有色将为 LYNAS 稀土项目安排足够的资金，使其重启暂停的工程，完成建设和调试位于西澳大利亚的选矿厂和位于马来西亚的材料厂等，LYNAS 公司的经营模式将保持不变。

点评：

- **中色矿业集团收购的 LYNAS 主要资产稀土矿山 Mt. Weld** 矿山的开采将和上市公司中色股份的珠江稀土冶炼厂形成完整产业链 世界稀土资源极不均衡，主要的矿山有包头的白云鄂博、Mountain Pass、Mt. Weld。目前 Mountain Pass 已经封山，白云鄂博矿由包钢稀土在提取稀土产品，Mt. Weld 由 LYNAS 公司 100% 控股，目前处于建设阶段。中色矿业集团此举（中色股份控股股东）收购 LYNAS 后将快速步入稀土采掘产业，并能与旗下上市公司中色股份的珠江稀土冶炼厂形成完整的产业链。另外，对于中国来说，此次收购将进一步加强中国企业在稀土领域的话语权，有利于稀土价格的稳定。
- **收购价格并不高** 目前中国有两家上市公司和稀土业务有关，包钢稀土市值 150 亿元，广晟有色市值 41.17 亿元。中国有色矿业此举收购花费折合人民币 12.71 亿元收购了 lynas 公司 51.6% 的股份，相当于拥有 Mt. Weld 51.6% 的权益。Weld 山拥有各种 REO 储量 91.9 万吨，虽然低于白云鄂博矿 4350 万吨的储量，但 11% 以上的品位却远高于白云鄂博的 5%-7%。和广晟有色的离子型稀土比起来，储量和品味远高于中国南方的离子型稀土矿。我们也关注到，Weld 矿山的放射性物质（钍、铀）含量较低，采选更为方便。
- **此部分股权有注入中色股份的预期** 注入后中色股份成为全球稀土行业极富竞争力的新军 集团收购的矿山属于稀土产业，中色股份旗下拥有的珠江稀土冶炼厂是稀土的下游冶炼加工企业。从产业整合的角度看，我们认为此部分股权有注入中色股份的预期。
- **上调公司评级为“买入”** 考虑到股权注入的预期以及产业链完整带来的利益，我们上调公司的投资评级为“买入”。



1、世界稀土格局与 Weld 矿山情况

1.1、全球稀土储量情况

表 1: 全球稀土储量情况

Country	Published Reserves	Economic at Current Prices	Estimated Recovery	Net Recoverable Reserves
China	43,000,000		10% to 50%	4,650,000
United States	13,000,000	0	NA	0
India*	1,100,000	1,100,000	75%	825,000
Australia	5,200,000	917,000	63%	577,000
Brazil	109,000	0	NA	0
Russia and CIS	19,000,000	unknown	unknown	unknown
Canada	940,000	0	NA	0
South Africa	390,000	0	NA	0
Malaysia	30,000	0	NA	0
Vietnam	9,000,000	0	NA	0
Other countries	9,000,000	0	NA	0
Total	100,769,000			6,052,000

数据来源：第一创业研究所 LYNAS 公司上市公告书

从全球稀土储量来看，中国占据储量的 43%以上。尽管我们看到美国储量占 13%左右，但是其矿山均已封存，目前没有开采。

1.2、Weld 矿山储量

表 2: Weld 矿山的储量情况

类别	储量 (百万吨)	品味 (%REO)	折合 REO 储量
	百万吨	%REO	万吨
探明储量	1.2	15.6	18.6
推测储量	1.5	9.8	14.9
控制储量	5	11.8	58.4
总储量	7.7	11.9	91.9

数据来源：第一创业证券研究所

1.3、Weld 矿山所含元素与别的矿山比较

表 3: Weld 矿山的储量情况

	Mountain Pass CA, bastnäsite	中国包头白云鄂博	Mt. Weld, Australia monazite	LongNan Jiangxi, China Ion ads. clay	XinFeng, China, Ion ads. clay	Xunwu, Jiangxi, China Ion ads. clay
铈	49.10	50.80	46.74	2.40	1.90	2.40
镨		0.10	0.12	5.30	4.10	
铈				3.60	2.00	
镧	0.10	0.21	0.44	0.03	0.71	0.51
铈	0.20	0.60	0.75	4.40	4.80	3.00
铈				1.40	0.80	
铈	33.20	26.50	25.50	7.80	26.20	43.40
铈				0.30	0.20	0.10
铈	12.00	15.40	18.50	9.00	21.10	31.70
铈	4.34	4.96	5.32	2.40	6.00	9.00
铈	0.80	1.10	2.27	3.00	4.50	3.90
铈		0.03	0.05	0.90	0.77	
铈						
铈				2.70	1.60	0.30
铈	0.10	0.20	0.25	56.20	25.10	8.00

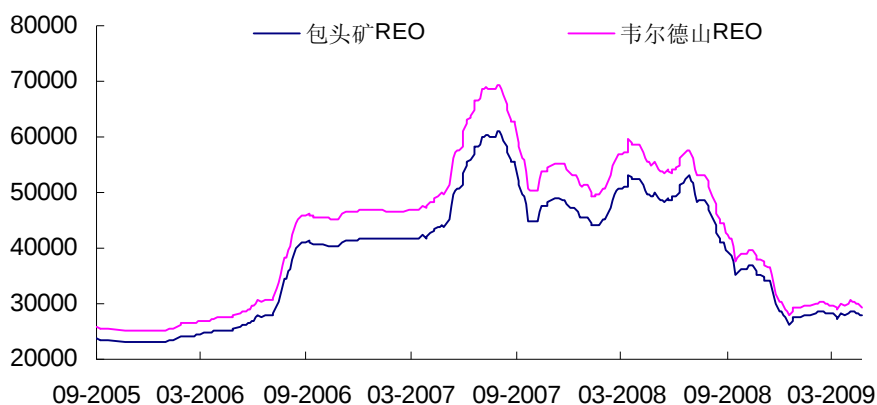
数据来源：第一创业证券研究所



1.4、Weld 矿山吨 REO 价格

我们根据各个矿山稀土元素的含量比例来测算包头矿和韦尔德山矿吨 REO 的价格，我们发现测算出的韦尔德山矿的价格要高于包头矿的价格。

图 1：包头矿和韦尔德山矿吨 REO 价格



数据来源：第一创业研究所

2、收购价格并不高

目前的可比企业主要有包钢稀土和 ST 有色。包钢稀土方面，总市值约 150 亿元。ST 有色方面，总市值约 41.17 亿元。按照收购的价格计算，LYNAS 的总市值 24.6 亿元。尽管包钢稀土是世界最大的稀土供应商，但稀土资源并未放入上市公司。而 ST 有色方面，稀土资源量较为分散，而且总量也不如 LYNAS 高。

总体来讲，我们认为此次收购价格较为合理。收购宣布之前公司股价维持在 0.3 澳元附近，宣布以 0.36 澳元入股之后公司股价维持在 0.4-0.45 澳元附近。

图 1：LYNAS 历史股价走势



数据来源：第一创业研究所

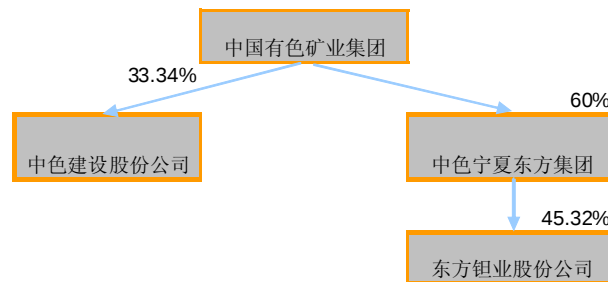


3、注入的预期

3.1、中色股份是中色矿业集团旗下唯一上市子公司

中色股份是截至目前为止中色矿业集团旗下唯一的上市子公司。尽管东方钽业也属于中色矿业集团，但其管理还将通过中色（宁夏）东方集团公司进行。

图 1：中色矿业集团架构



数据来源：第一创业研究所

3.2、中色股份有稀土冶炼平台

中色股份控股 72% 的珠江稀土公司和 LYNAS 具有产业上下游关系。珠江稀土主要从事混合碳酸稀土的分离，主要原料就是混合碳酸稀土。LYNAS 主要生产稀土精矿、混合碳酸稀土，LYNAS 和珠江稀土形成完整的产业上下游关系。

基于产业整合的思路，我们认为未来中色矿业集团有望将此注入上市公司平台，打造一体化稀土产业链。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4,367.5	4,327.5	4,723.1	5,111.0	一、营业收入	4,938.0	3,498.0	4,022.7	4,425.0
货币资金	1,400.2	1,933.4	1,942.0	1,947.4	减: 营业成本	3,814.7	2,748.9	3,098.8	3,397.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	58.1	70.7	92.4	102.7
应收款项	1,046.7	659.9	873.3	1,116.6	销售费用	163.6	98.5	120.7	132.7
预付款项	436.6	460.4	530.1	581.0	管理费用	396.2	407.9	448.7	493.5
存货	984.7	849.2	953.0	1,041.5	财务费用	164.9	135.9	125.8	124.1
其他流动资产	499.4	424.6	424.6	424.6	资产减值损失	31.2	-9.2	0.0	0.0
非流动资产	4,200.5	4,101.6	3,991.2	3,880.9	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	552.5	552.7	552.7	552.7	投资收益	17.0	18.0	22.3	22.3
投资性房地产	2.2	525.1	525.1	525.1	其中: 联营企业收益	13.4	17.6	21.9	21.9
固定资产	1,194.2	1,584.5	1,474.2	1,363.9	二、营业利润	326.3	63.3	158.6	196.5
在建工程	1,285.5	293.5	293.5	293.5	加: 营业外收入	29.1	2.6	0.0	0.0
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	27.5	0.6	0.0	0.0
无形资产及递延性资产	1,166.1	1,145.8	1,145.8	1,145.8	三、利润总额	327.9	65.3	158.6	196.5
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	77.9	22.4	39.6	49.1
资产总计	8,568.0	8,429.1	8,714.3	8,992.0	四、净利润	250.0	42.9	118.9	147.4
流动负债	4,195.8	4,137.3	4,303.6	4,433.8	归属母公司净利润	109.8	100.9	178.4	221.1
短期借款	1,961.4	1,877.9	1,877.9	1,877.9	少数股东损益与调整	140.2	-58.0	-59.5	-73.7
应付账款	738.8	651.6	734.2	802.7	五、总股本(万股)	580.8	580.8	580.8	580.8
预收帐款	444.2	464.6	541.9	596.6	EPS (元)	0.19	0.17	0.31	0.38
其他	1,051.5	1,143.3	1,149.6	1,156.6	主要财务比率				
长期负债	1,043.1	976.5	976.5	976.5	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期借款	815.9	754.4	754.4	754.4	成长能力				
长期应付款	2.5	2.5	2.5	2.5	营业收入	-9.1%	-29.2%	15.0%	10.0%
其他	224.7	219.6	219.6	219.6	营业毛利	-8.2%	-33.3%	23.3%	11.2%
负债合计	5,238.9	5,113.8	5,280.0	5,410.3	EBIT	-41.9%	-66.0%	52.4%	13.8%
少数股东权益	1,589.3	1,503.7	1,444.2	1,370.5	净利润	-78.2%	-8.1%	76.8%	23.9%
股本	580.8	580.8	580.8	580.8	获利能力				
资本公积	353.9	324.8	324.8	324.8	毛利率	22.7%	21.4%	23.0%	23.2%
留存收益	805.2	906.1	1,084.5	1,305.6	EBIT/收入	10.2%	4.9%	6.5%	6.7%
股东权益合计	3,329.1	3,315.3	3,434.3	3,581.6	净利率	2.2%	2.9%	4.4%	5.0%
负债和股东权益	8,568.0	8,429.1	8,714.3	8,992.0	ROE	6.3%	5.6%	9.0%	10.0%
现金流量表					ROIC	4.1%	0.7%	2.0%	2.4%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债率	61.1%	60.7%	60.6%	60.2%
经营活动现金流	212.2	682.1	112.1	107.1	利息保障倍数	1.5	0.3	0.9	1.2
净利润	250.0	42.9	118.9	147.4	速动比率	0.69	0.74	0.78	0.82
折旧摊销	157.9	122.2	110.3	110.3	经营现金净额/当期债务	0.11	0.36	0.06	0.06
财务费用	161.7	135.9	125.8	124.1	营运能力				
投资收益	-17.0	-18.0	-22.3	-22.3	总资产周转率	0.58	0.41	0.46	0.49
营运资金变动	-339.8	424.6	-220.7	-252.3	应收款天数	76.31	67.92	78.15	90.84
其它	-0.7	-25.5	0.0	0.0	存货天数	92.92	111.22	110.72	110.35
投资活动现金流	-471.1	105.9	22.3	22.3	每股指标 (元)				
资本支出	134.9	0.0	0.0	0.0	EBIT/股本	0.87	0.30	0.45	0.51
长期投资	-627.6	85.5	0.0	0.0	每股经营现金流	0.37	1.17	0.19	0.18
其他	21.6	20.3	22.3	22.3	每股净资产	3.00	3.12	3.43	3.81
筹资活动现金流	47.3	-214.7	-125.8	-124.1	估值比率				
债务融资	688.7	-119.8	0.0	0.0	P/E	60.80	66.13	37.41	30.19
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.84	3.68	3.35	3.02
其它	21.6	20.3	22.3	22.3	P/S	1.35	1.91	1.66	1.51
汇率变动影响	-17.8	1.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	14.25	26.21	20.41	18.70
现金净增加额	-229.5	574.2	8.6	5.4					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120