

方正证券研究所
中色股份调研报告

 公司研究 · 调研报告
2010.04.19 增持

有色金属行业

有色金属行业分析师：邓新荣

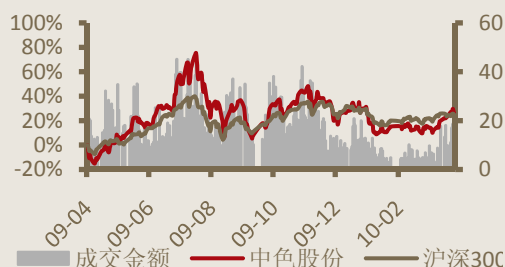
TEL: (8610) 68584820

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：傅敏

TEL: (86731) 85832274

E-mail: fumin@foundersc.com

历史表现

市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	2.66	-10.48	-11.97
相对大盘	10.31	3.09	-4.41
涨跌幅(%)			

日期：2010年4月19日

股票数据

总股本(万股)	63888.00
流通股(万股)	42583.03
第一大股东	中国有色矿业集团有限公司

盈利预测

	09A	10E	11E
每股收益(元)	0.133	0.307	0.451
每股净资产(元)	2.81	3.12	3.57
净利润(亿元)	0.85	1.96	2.88
市盈率	107.6	46.4	31.6

注：未考虑增发摊薄的情况

我们于4月15对中色股份(000758)公司进行实地调研工作，与公司董秘等就公司目前主营业务、出现的困难以及未来的发展状况进行了深入的交流。

投资要点
※铅锌精矿夯实公司业绩

目前公司主要运营的仍是敖包锌矿和白音诺尔铅锌矿，目前两个矿山合计年产锌精矿10万吨，铅精矿1.5万吨左右。随着2010年铅锌价格上涨，我们认为公司的精矿销售将大幅释放公司业绩。

※集团资产注入股份公司存在可能

集团还拥有赞比亚铜矿、缅甸镍矿等资源，在国家鼓励矿企兼并重组的背景下，中色集团希望自身做大做强，而这离不开资本市场，集团有将此类资产注入上市公司的动力。另外需要说明的是，集团希望借助资本市场，做强上市公司的同时，可以解决集团买矿建矿时资金紧张的问题。

※盈利预测与评级

基于公司2010年建筑工程和机械板块稳步发展，对公司利润的贡献增长有限；矿业板块方面：从产量看，2010年增长有限；从价格看，我们预计2010年平均锌价将从2009年的均价1630美元/吨上升到2320美元/吨。金属业务营业利润将大幅上涨，将夯实公司2010年业绩。基于以上假设，我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.31、0.45、0.61元。

考虑到公司储备丰富的铝土矿、锌矿、稀土业务的发展以及集团的注入预期，我们认为公司估值可以有10%左右的溢价，给予公司“增持”投资评级。

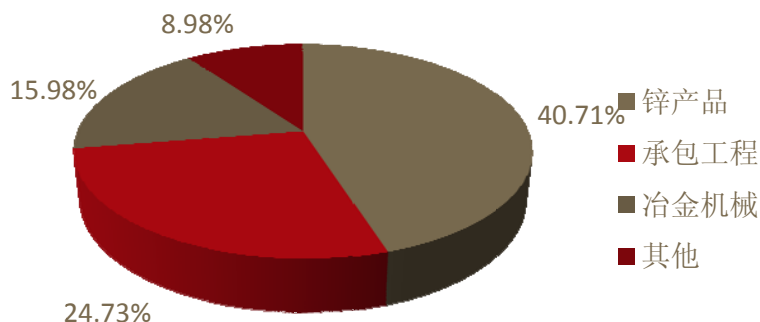
利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	46	75	105	136
(+/-%)	-6%	62%	40%	30%
净利润(亿元)	0.85	1.96	2.88	3.89
(+/-%)	-20%	132%	47%	35%
每股收益(元)	0.133	0.307	0.451	0.609
市盈率(P/E)	107.6	46.4	31.6	23.4
市净率(P/B)	5.1	6.1	8.5	18.7
EV/EBITDA	26.1	14.6	11.8	10.2
息率(%)	2.4%	5.4%	7.9%	10.7%

数据来源：公司公告 方正证券研究所 注：收盘价为2010年4月19日

一、铅锌金属价格上涨有利于公司业绩释放

中色股份主要从事国内外有色金属资源开发、国际工程承包、装备制造等 3 大业务板块，其中有色金属资源开发业务贡献公司营业收入的 50%，营业利润的 70%。

图表 1：锌产品成为公司 2009 年收入构成主要贡献点

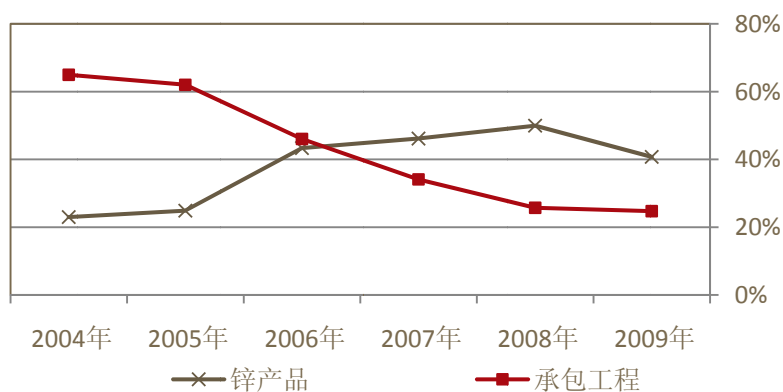


数据来源：公司公告 方正证券研究所

公司目前拥有的铅锌资源主要包括蒙古敖包锌矿、赤峰白音诺尔铅锌矿、澳大利亚 TZN 拥有的安格斯铅锌矿和阿尔及利亚塔哈姆扎铅锌矿，合计铅锌资源储量 630 万吨，权益储量 150 万吨。另外，公司还拥有赤峰 11 个区块勘探权，敖包锌矿周边找矿仍在继续，未来三年公司铅锌资源有望继续增加。

随着公司资源储量的增加，公司铅锌精矿产量未来三年也将扩展一倍。目前公司主要运营的仍是敖包锌矿和白音诺尔铅锌矿，目前两个矿山合计年产锌精矿 10 万吨，铅精矿 1.5 万吨左右。

图表 2：公司锌产品业务收入逐年增加



数据来源：公司公告 方正证券研究所

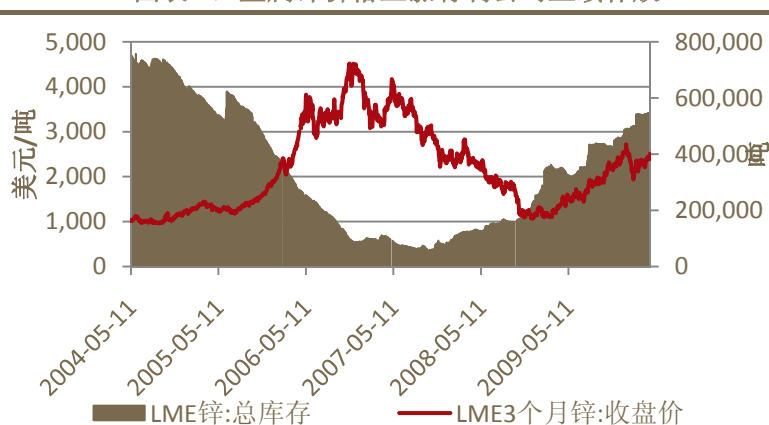
公司的重点在于铅锌资源，铅锌冶炼在其次。公司赤峰 10 万吨/年锌冶炼项目预计 2010 年下半年投产，届时，公司锌冶炼产能将达到 21 万吨/年，与公司采选扩张匹配。随着 2010 年铅锌价格上涨，我们认为公司的精矿销售将大幅释放公司业绩。

图表 3：公司铅锌矿采选产能（金属量）预测

	2008年	2009年	2010E	2011E
锌精矿（万吨）	10.00	9.79	10.00	12.00
铅精矿（万吨）	1.40	1.40	1.40	1.60

数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4：金属锌价格上涨有利公司业绩释放



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

二、公司未来资源增量主要来自塔哈姆扎铅锌矿的投产

公司目前在开发利用的铅锌资源主要是：敖包矿和白音诺尔矿；而公司还拥有海外资源：安格斯+阿尔及利亚塔哈姆扎，前小后大，前老后新。安格斯矿正在开发，阿尔及利亚塔哈姆扎矿虽还没正式开采，但是资源储量大，公司正在争取拿到该矿山的建设合同。我们认为公司未来的铅锌资源增量主要来自安格斯矿及塔哈姆扎矿。

探矿权方面，国内主要是赤峰 11 个靶区，该地区有色金属资源丰富，公司主要是偏重铅锌资源。

老挝铝土矿将成未来新的利润增长点，短期难以贡献利润。公司收购了大股东中国有色集团拥有的老挝铝土矿股权，目前该铝土矿项目进展较为顺利。老挝铝土矿探明资源储量 1.6 亿吨，目前该项目进展比较顺利，未来两年有望进入建设期，一旦建成投产，该项目将给公司带来新的利润增长点。

图表 5：公司铅锌资源储量

矿山名称	权益	铅（万吨）			锌（万吨）		
		储量	权益储量	品位	储量	权益储量	品位
敖包	51%	0	0	0	120	61	13.70%
白音诺尔	52.30%	28	15	1.97%	79	41	5.53%
澳大利亚安格斯	12.29%	7	1	2.27%	17	2	7.00%
阿尔及利亚塔哈姆扎	7.99%	76	6	1.30%	306	24	5.20%
合计		111	22		521	129	

数据来源：公司公告 方正证券研究所

三、稀土业务蓄势待发

公司控股的广东珠江稀土有限公司是一家具有 40 余年历史的老企业，通过以公司为主体对广东珠江稀土有限公司进行重组，并形成 7000 吨/年的稀土分离能力。“中色南方稀土”的成立及 7000 吨/年稀土分离项目的实施，将使“中色南方稀土”成为国内最大的稀土分离企业，进一步奠定公司在中重稀土行业中的领先地位。公司稀土业务前期准备基本完成，有望在 2010 年释放业绩。

四、公司工程承包工程及机械业务稳步发展

图表 6：公司在建及未开工工程承包项目

在建项目	项目主要内容	项目金额 (亿美元)
哈萨克斯坦电解铝	施工安装和设备供应、二期电解槽车间成套设备的供应	4.55
伊朗阿拉克电解铝厂	11 万吨电解铝的施工安装、材料供货和试车进行总承包	1.81
意大利 FATA 铝母线	铝母线供货与安装	-
赞比亚 KCM 竖井	竖井	0.44
印度 HZL 铅项目	10 万吨电铅总包	0.70
印度维丹塔电解铝	变压器、部分槽上设备供货	0.26
伊朗加佳姆电解铝	11 万吨电解铝的 4 台多功能天车和 2 台阳极提升机的成套 设备和材料供货、设备安装、试车和培训	0.24
越南生权铜矿	设计、设备供货， 土建、安装、调试、试车的技术指导	
合计		
未开工项目		
埃及碳素	主要向埃及碳素工厂提供设计、设备、供货和工程建设的 EPC 总承包内容	1.76
伊朗霞石项目	20 万吨氧化铝总包	1.13
沙特阿拉伯吉赞电解铝		30.00
伊朗 SABZEVAR 电解铝	11 万吨电解铝的基本设计、详细设计、设备和材料的供货、 土建工程的技术服务、设备安装、试车和培训等	4.89
澳大利亚奥多嘉 42 万吨电解铝	EPC	6.00
伊朗西尔湾 25 万吨电解铝	设计、设备采购、土建施工和安装调试等工作	9.98

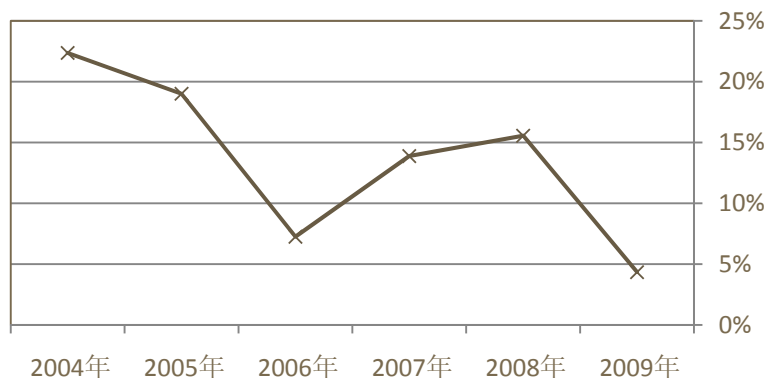
数据来源：公司公告 方正证券研究所

随着印度 10 万吨/年铅厂项目开工结算、印度维塔丹电解铝项目相关合同陆续开工、伊朗佳加姆 11 万吨/年电解铝厂项目部分供货合同在未来三年将是高峰结算期。

另外，公司还拥有 40 亿美元左右的未开工项目，保证了公司工程承包业务的持续稳步发展。主要包括伊朗西尔湾产能 25 万吨的电解铝项目，合同金额为 9.98 亿美元，工期预计 3-5 年；沙特阿拉伯电解铝项目进展顺利则对公司未来 3 年业绩有非常大的贡献，该项目包括在沙特吉赞市建设一个包括码头、发电厂、年产 160 万吨氧化铝厂和年产 66-70 万吨电解铝厂，总投资预计在 50 亿元左右，中色股份承包部分预计在 30 亿元。

工程项目的整体毛利逐年下降，主要是设备、服务价格日趋透明，竞争者也逐渐增加。在工程项目中，设备发送利润最高，20%上下，标准件利润低于非标准件利润，如果由公司下属的沈冶提供产品毛利相对高些；土建施工、安装调试的毛利都很低。

图表 7：公司工程承包业务毛利率逐年下降



数据来源：公司公告 方正证券研究所

五、集团资产注入是公司未来最大亮点

集团的优质资产主要是矿山（达贡山镍矿、恰拉特黄金矿和赞比亚谦比希铜矿），集团的赞比亚谦比希铜矿也已经完成了初期的建设期，开始产生效益。考虑到国家对有色产业的做大多强，国家有色产业政策发展预期及中色集团公司未来发展趋势，我们认为集团有色资源注入上市公司的预期还是值得期待的。

同样，股份公司在资源扩张、铝土矿项目（5 亿美元）、完善稀土产业链等方面需要大量的资本投入，融资需求也将加大中色集团注入资产的可能，但资产注入的进程没有时间表。

图表 8：集团旗下的主要矿产资源情况

矿山	权益比例	资源储量	矿石品位
恰拉特精矿	20%	103 吨	4.3g/t
抚顺红透山铜矿	100%	15.3 万吨铜，25.6 万吨锌	0.01
缅甸达贡山镍矿	75%	70 万吨镍	0.02
赞比亚谦比希铜矿	85%	505 万吨铜，15 万吨钴	
澳大利亚 ORD 公司		澳大利亚 ORD 公司的铜铅锌金勘探权	

数据来源：公司公告 方正证券研究所

六、盈利预测与评级

基于公司 2010 年建筑工程和机械板块稳步发展，对公司利润的贡献增长有限；矿业板块方面：从产量看，2010 年增长有限；从价格看，我们预计 2010 年平均锌价将从 2009 年的均价 1630 美元/吨上升到 2320 美元/吨。金属业务营业利润将大幅上涨，将夯实公司 2010 年业绩。基于以上假设，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.31、0.45、0.61 元。

考虑到公司储备丰富的铝土矿、锌矿、稀土业务的发展以及集团的注入预期，我们认为公司估值可以有 10%左右的溢价，给予公司“增持”投资评级。

图表 9：公司财务预测表

利润表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	46.3	74.9	104.9	136.4
主营业务成本、税金	37.8	59.1	82.4	106.6
主营业务利润	8.5	15.8	22.5	29.7
其他业务利润	0.1	0.1	0.1	0.1
营业费用	1.5	2.4	3.4	4.4
管理费用	3.4	5.3	7.1	8.9
财务费用	1.5	1.3	1.7	2.1
营业利润	2.2	7.0	10.5	14.5
投资收益	0.2	0.2	0.2	0.2
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	0.9	0.5	0.5	0.5
利润总额	3.3	7.6	11.2	15.1
减：所得税	0.8	1.9	2.7	3.7
减：少数股东损益	1.6	3.8	5.6	7.5
净利润	0.8	2.0	2.9	3.9

资产负债表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16.0	16.0	16.0	16.0
应收帐款净额	19.7	26.5	37.1	48.2
存货净额	10.9	15.6	21.8	28.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	46.6	58.1	74.9	92.6
固定资产净额	28.6	32.2	35.7	39.1
无形资产	11.4	10.6	9.8	9.1
长期投资及其他	6.9	6.9	6.9	6.9
资产总计	93.4	107.7	127.3	147.7
短期借款	18.8	21.7	26.9	32.8
应付帐款	8.4	12.5	17.5	22.7
其他流动负债	14.4	19.8	27.7	36.0
流动负债合计	41.6	54.0	72.1	91.5
长期借款	5.8	6.8	7.8	8.8
其他长期负债	8.1	10.1	12.1	14.1
长期负债合计	13.9	16.9	19.9	22.9
负债合计	55.5	70.9	92.0	114.4
少数股东权益	19.9	21.8	24.6	28.4
股东权益	18.0	15.0	10.7	4.9
负债和股东权益总计	93.4	107.7	127.3	147.7

现金流量表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流				
净利润	2.5	2.0	2.9	3.9
少数股东权益	(0.1)	1.9	2.8	3.8
折旧及摊销	2.0	2.9	3.4	3.7
坏帐准备	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款的减少/(增加)	(1.2)	(6.8)	(10.6)	(11.1)
存货的减少/(增加)	(0.8)	(4.7)	(6.2)	(6.6)
待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产的减少/(增加)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
应付帐款的增加/(减少)	2.1	4.0	5.0	5.2
预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债的增加/(减少)	1.7	5.4	7.9	8.3
其他长期负债的增加/(减少)	0.0	2.0	2.0	2.0
其它	(0.5)	0.4	0.2	0.1
经营活动产生的现金流净额	5.6	7.1	7.3	9.4
投资活动产生的现金流				
收回投资与投资收益	1.9	0.0	0.0	0.0
资本投资	3.5	6.1	6.3	6.5
其它	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流净额	(1.6)	(6.1)	(6.3)	(6.5)
筹资活动产生的现金流				
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股利	2.2	4.9	7.2	9.7
银行贷款的净增加	0.2	3.9	6.2	6.9
其它	(1.5)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流净额	(0.5)	(1.0)	(1.0)	(2.8)
现金的净流入/（净流出）	3.6	(0.0)	0.0	0.0
现金期初余额	10.7	16.0	16.0	16.0
现金期末余额	14.3	16.0	16.0	16.0

数据来源：公司公告 方正证券研究所

七、风险因素

铅锌金属价格大幅波动对公司经营业绩造成影响；海外工程恢复低于预期；资产注入带来的不确定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%-20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com