

铅锌

杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 20.00 元

当前股价: 13.17 元

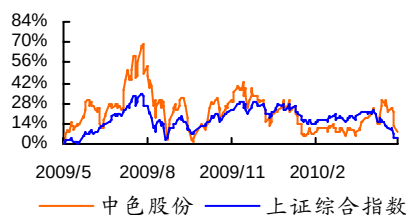
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2647.57
总股本(百万)	639
流通股本(百万)	426
流通市值(亿)	56
EPS (E)	0.13
每股净资产 (元)	5.93
资产负债率	59.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中色股份	-12.20	-4.91	-19.00
上证综合指数	-15.83	-11.32	-16.62



相关报告

中色股份-具有央企背景的国际综合矿业公司,未来精矿产能扩张一倍 02/29/2008

中色股份-有色金属、工程承包、装备制造齐头并进,未来发展有保障 11/09/2009

中色股份-整合赤峰冶炼产能,进一步完善有色产业链 11/11/2009

中色股份-现有业务进入恢复或成长期 整体上市预期依然值得期待 03/30/2010

中色股份-*st 威达重组利好公司 重申重点关注基本面及整体上市预期 05/06/2010

中色股份

000758

推荐

电力及煤业公司股权转让对公司影响有限

中色股份今日公告,公司拟在北京产权交易所挂牌价格 3992.31 万元转让持有的四川泸州黄浦电力有限公司 100%的股权及四川叙永黄浦煤业有限公司 100%的股权。我们认为,这两项股权转让对公司整体影响较小,转让完成后,更有利于公司集中精力发展铅锌、工程承包以及装备制造三大主业。

投资要点:

- 该项转让对中色股份整体影响较小。公司这两项股权账面价值合计为 7155.94 万元,但是考虑所得税影响,假设 10 年完成两公司 100%股权转让,对中色股份整体影响较小。我们认为,中色股份出售这两项股权利大于弊,一方面更有利于公司集中精力发展铅锌、工程承包以及装备制造三大主业,另一方面,本次拟出售的电力公司和煤业公司自投产以来盈利能力较差,两公司 2010 年一季度经审计净利润合计为亏损 1210 万元。
- 相比于之前参与*st 威达重组来看,本次两项股权出售对公司影响更小。我们认为,公司不论出售股权或者可能获取大额投资收益,与公司主业向好的发展趋势以及整体上市预期相比,对公司影响的深度、远度都远不及后者。
- 我们依然建议重点关注中色股份经营状况及整体上市预期。铅锌业务方面,公司铅锌资源储量和精矿产量未来都有望增加;工程承包方面,公司目前拥有大量的在手承包合同和意向合同,进入正常建设期后,工程承包业务盈利能力将明显恢复;公司配股项目 100 台/年隔膜泵项目,该项目的建成投产有望明显提升装备制造业的盈利能力;另外,公司稀土分离项目建设正在加紧推进,下一步有望完善稀土产业链;老挝铝土矿项目已经进入可研阶段,预计 12 年开始进入建设期。最后,我们依然重点重申关注整体上市预期。
- 维持推荐的投资评级。因本次股权出售存在不确定性以及对公司的影响较小,我们依然维持对中色股份 10-12 年 EPS 分别为 0.35 元、0.54 元和 0.67 元的盈利预测,重申重点建议关注公司主业进展及整体上市的预期,维持对公司推荐的投资评级,维持 6-12 个月 20.00 元的目标价。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4625	8384	11136	11715
同比(%)	-6%	81%	33%	5%
归属母公司净利润(百万元)	85	224	344	426
同比(%)	-20%	164%	54%	24%
毛利率(%)	19.6%	20.9%	21.5%	23.2%
ROE(%)	4.7%	10.7%	14.1%	14.8%
每股收益(元)	0.13	0.35	0.54	0.67
P/E	98.59	37.32	24.26	19.58
P/B	4.65	3.98	3.42	2.91
EV/EBITDA	16.75	11.72	8.37	6.70

资料来源:中投证券研究所

表 1 四川黄浦电力公司基本情况

注册资本	14971万元
成立时间	1998年
股东情况	成立初期中色股份73.27%，四川阳明26.73%；2009年1月股权转让后中色股份持股比例100%
工程项目建设情况	2003 年底开工建设，2005 年12 月1 台机组并网发电；2006 年12 月，2 台机组并网发电，至此黄浦电力两台1.5 万千瓦煤矸石发电机组全面竣工投产。
盈利状况	项目投产后连年亏损，2010年1-3月经审核净利润为亏损550万元

资料来源：公司公告

图 1 黄浦电力公司经审计的财务状况

项目	2009 年度	2010 年 1 季度
资产总额（元）	204,496,783.19	196,271,835.04
负债总额（元）	137,675,034.67	134,946,637.01
所有者权益（元）	66,821,748.52	61,325,198.03
营业收入（元）	28,260,219.59	2,517,673.65
营业利润（元）	-17,957,965.50	-5,422,784.81
净利润（元）	-17,893,793.53	-5,496,550.49
经营活动产生的现金流量净额（元）	-1,820,848.77	4,265,115.00

资料来源：公司公告

表 2 四川叙永黄浦煤业有限公司

注册资本	5560万元
成立时间	2005年
股东情况	成立初期中色股份51%，四川阳明49%；2009年股权转让后中色股份持股100%
公司运营情况	2006年11月黄浦煤业建成并于2007 年1 月竣工验收合格并正式投入运行。黄浦煤业最大生产能力可达90 万吨/年原煤洗选能力。
盈利状况	2008年亏损；2010年1-3月经审计净利润为亏损660万元

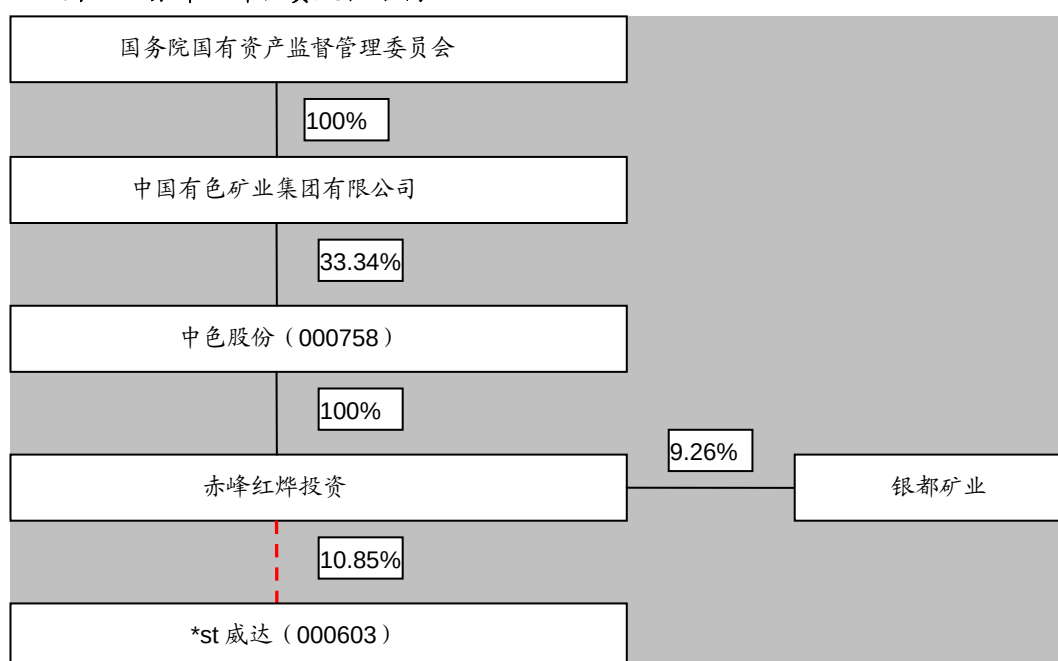
资料来源：公司公告

图 2 黄浦煤业公司经审计的财务状况

项目	2009 年度	2010 年 1 季度
资产总额 (元)	204,496,783.19	196,271,835.04
负债总额 (元)	137,675,034.67	134,946,637.01
所有者权益 (元)	66,821,748.52	61,325,198.03
营业收入 (元)	28,260,219.59	2,517,673.65
营业利润 (元)	-17,957,965.50	-5,422,784.81
净利润 (元)	-17,893,793.53	-5,496,550.49
经营活动产生的现金流量净额 (元)	-1,820,848.77	4,265,115.00

资料来源：公司公告

图 3 赤峰红烨投资股权结构



资料来源：*st 威达公告、中色股份公告

表 3 *st 威达本次拟置换的自产情况 (万元)

项目	预估值基准日账 面值	基准日预估值	增值金额	预估值增值率
一、拟置入资产				
银都矿业62.96%股权	14,120.16	311,652.00	297,531.84	2107%
二、拟置出资产				
对子公司的长期股权投资	4,856.37	5,860	1,003.63	20.67%
其他应收款	1,690.31	1,690.31	0.00	0.00%
大北山省级森林公园林地 使用权	6,383.49	6,383.49	0.00	0.00%
拟置出资产合计:	12,930.17	13,933.80	1,003.63	7.76%

资料来源：*st 威达公告

表 4 银都矿业资源储量情况

	储量	品位
银 (吨)	3961	213.50克/吨
铅 (万吨)	42	2.36%
锌 (万吨)	90	5.38%

资料来源: *st 威达公告

表 5 银都矿业采、选能力

2005年	60万吨/年
2010年	90万吨/年 (2010年7月全面达产)

资料来源: *st 威达公告

表 6 *st 威达 2007 年度、2008 年度银都矿业的产销量数据

项目	生产			销售		
	铅 (万吨)	锌 (万吨)	银 (吨)	铅 (万吨)	锌 (万吨)	银 (吨)
2007年	1.95	2.16	190.001	1.57	1.59	152.273
2008年	2.14	2.65	183.306	2.38	2.96	214.726

资料来源: *st 威达公告

表 7 银都矿业 2007 年至 2009 年毛利率情况如下表:

项目	2007年度	2008年度	2009年度
主营业务收入	87,882.40	108,286.84	72,206.03
主营业务成本	8,058.98	12,197.97	11,312.29
毛利率	90.83%	88.74%	84.33%

资料来源: *st 威达公告

表 8 中色股份铅锌资源储量 (万吨)

矿山	控制比例	铅			锌		
		储量	权益储量	品位	储量	权益储量	品位
敖包锌矿	51.00%	0.00	-	-	120.00	61.20	13.70%
白音诺尔	52.30%	28.00	14.64	1.97%	78.58	41.10	5.53%
安格斯铅锌矿	12.29%	6.56	0.81	2.27%	16.87	2.07	7.00%
塔哈姆扎铅锌矿	7.99%	76.40	6.10	1.30%	305.60	24.41	5.20%
合计	-	110.96	21.55	-	521.05	128.78	-

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 9 白音诺尔矿产量预测 (金属量) 预测

	2009 年	2009E	2010E	2011E
锌精矿 (万吨)	2.2	3.50	4.00	5.00
铅精矿 (万吨)	1.04	1.40	1.60	2.00

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 10 敖包锌矿锌精矿 (金属) 产量及预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
--	--------	-------	-------	-------

锌精矿（万吨）	6.35	6.50	8.00	10
---------	------	------	------	----

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 11 中色股份生效工程承包项目

项目名称	合同金额 (万美元)	工程进展
伊朗阿拉克电解铝厂及其增上项目	18186.00	工程一期 07 年完工，09 年主要是该项目生产、安装材料的补供工作。预计 09 年完成主合同及增上合同的全部结算工作
越南生权铜矿	4204.00	2009 年上半年全部结束
哈萨克斯坦二期电解铝项目供货合同	13500.00	预计年底完工。09 年进入毛利率相对较低的安装结算
意大利 FATA 公司铝母线供货和安装合同		预计今年年底完工
赞比亚 KMC 铜矿井项目	3750.00	预计今年年底完工
伊朗佳加姆 11 万吨/年电解铝厂一期多功能天车	1678.65	09 上半年签订，工期 22 个月
伊朗佳加姆 11 万吨/年电解铝厂一期烟气净化	736.28	
印度 ZHL10 万吨/年铅冶炼厂工程等	6969.00	09 上半年正式进入结算期，下半年将进入高峰结算期
伊朗 SABZEVAR11 万吨电解铝厂项目	49050.00	08 年签订
印度维塔丹 125 万吨/年电解铝厂	7422.00	08 年签订
合计（万美元）	69605.93	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 12 中色股份拥有的意向合同

项目名称	合同金额（亿美元）
伊朗西尔湾 25 万吨电	9.98
沙特阿拉伯吉赞电解	30.00
埃及碳素项目	1.76
奥多嘉电解铝项目	
伊朗 SARAB 霞石用年 7550 万欧元	1.11
合计（亿美元）	42.85

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 13 未来三年公司工程承包业务收入预测

（亿元）	2009 年	2010E	2011E	2012E
工程承包收入	11.45	46.48	66.77	67.01

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 14 未来三年铅锌价格预测（元/吨，含税）

	2010E	2011E	2012E
锌	18000.00	18500.00	19500.00
铅	15500.00	16500.00	18000.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	4661	6519	8737	9128	营业收入	4625	8384	11136	11715
现金	1602	2096	2784	2929	营业成本	3717	6628	8737	9002
应收账款	920	1584	2153	2258	营业税金及附加	60	106	142	149
其他应收款	415	0	0	0	营业费用	150	274	363	382
预付账款	584	938	1242	1300	管理费用	337	631	829	875
存货	1092	1769	2402	2476	财务费用	151	141	207	246
其他流动资产	48	133	157	164	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	4680	5318	6254	6956	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	516	517	517	517	投资净收益	18	0	0	0
固定资产	1854	2570	3374	4103	营业利润	241	605	858	1061
无形资产	1090	1090	1090	1090	营业外收入	95	0	0	0
其他非流动资产	1220	1140	1273	1246	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	9341	11837	14992	16084	利润总额	330	605	858	1061
流动负债	4163	6425	8875	9148	所得税	81	151	214	265
短期借款	1698	3008	4653	4758	净利润	249	453	644	798
应付账款	674	1154	1517	1576	少数股东损益	164	230	300	371
其他流动负债	1791	2264	2705	2814	归属母公司净利润	85	224	344	426
非流动负债	1387	1089	1149	1169	EBITDA	592	859	1219	1507
长期借款	578	578	578	578	EPS (元)	0.13	0.35	0.54	0.67
其他非流动负债	809	511	571	590					
负债合计	5550	7515	10024	10317	主要财务比率				
少数股东权益	1995	2224	2525	2896	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	639	639	639	639	成长能力				
资本公积	219	219	219	219	营业收入	-6.3%	81.3	32.8	5.2%
留存收益	1018	1229	1573	2000	营业利润	-23.7	151.1	41.9	23.7
归属母公司股东权益	1797	2098	2443	2871	归属于母公司净利润	-20.2	164.1	53.8	23.9
负债和股东权益	9341	11837	14992	16084	获利能力				
					毛利率(%)	19.6	20.9	21.5	23.2
					净利率(%)	1.8%	2.7%	3.1%	3.6%
					ROE(%)	4.7%	10.7	14.1	14.8
					ROIC(%)	8.2%	10.8	11.7	13.0
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.4	63.5	66.9	64.1
					净负债比率(%)	44.30	49.83	53.85	53.34
					流动比率	1.12	1.01	0.98	1.00
					速动比率	0.85	0.73	0.71	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.79	0.83	0.75
					应收账款周转率	4	6	5	5
					应付账款周转率	5.83	7.25	6.54	5.82
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.35	0.54	0.67
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.21	0.53	1.86
					每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.28	3.82	4.49
					估值比率				
					P/E	98.59	37.32	24.26	19.58
					P/B	4.65	3.98	3.42	2.91
					EV/EBITDA	16.75	11.72	8.37	6.70

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434