

2010 年 9 月 28 日

中色股份

南方稀土骄子

A
买入

000758.SZ – 人民币 19.35

目标价格: 人民币 23.00

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	25	14	41	48
相对新华富时 A50 指数 (%)	52	17	42	62

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	639
流通股 (%)	66.65
流通股市值 (人民币 百万)	8,237
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	283
净负债比率 (%)	25.3
主要股东 (%)	
中国有色矿业集团有限公司	33.34

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

中国有色金属建设股份有限公司 (中色股份) 是上下游一体化的锌生产商和中国领先的有色金属工程承包商, 同时还是中国南方主要的稀土分离企业。我们估计公司的广东新丰 7,000 吨稀土分离项目环保审批可获得突破性进展, 该项目建成后公司稀土分离能力将增加 2.3 倍, 并可能成为新丰县稀土合法采矿证的有力竞争者。母公司中国有色矿业集团是国资委直接管理的央企之一, 在国资委央企重组整合的压力下, 我们预计母公司有动力将大量的铜、镍等基本金属资源甚至黄金资源注入中色股份。我们预计 2011 年公司的盈利将出现爆发式的增长, 2011-12 年盈利的复合增长率可达 150%, 我们给予公司的目标价格为 23.00 元人民币, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 中国对稀土行业的整合以及需求增加有助于推动稀土价格上升。
- 母公司有大量的未上市优质矿产资源。
- 全球经济复苏将推动锌价格上升。

评级面临的主要风险

- 稀土资源的获得迟迟不能解决。
- 锌需求低于预期导致锌价波动较大。
- 全球经济复苏缓慢拖累工程承包业务。

估值

- 我们以 2010 年 8 倍市净率对公司进行估值, 这相当于稀土类企业估值的低端水平, 并低于铅锌类企业的高端估值, 相应的目标价格为 23.00 元。我们对公司的首次评级为**买入**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,938	4,625	5,107	7,075	8,089
变动 (%)	-	(6)	10	39	14
净利润 (人民币 百万)	106	85	34	190	213
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.183	0.133	0.053	0.298	0.334
变动 (%)	-	(27.5)	(59.9)	460.6	12.0
核心每股收益 (人民币)	0.183	0.133	0.053	0.298	0.334
变动 (%)	-	(27.5)	(59.9)	460.6	12.0
全面摊薄市盈率 (倍)	105.8	145.9	363.7	64.9	57.9
核心市盈率 (倍)	105.8	145.9	363.7	64.9	57.9
每股现金流量 (人民币)	0.37	0.88	1.39	1.41	1.68
价格/每股现金流量 (倍)	52.9	22.0	13.9	13.8	11.5
净资产收益率 (%)	22.2	25.4	40.1	23.5	20.4
每股股息 (人民币)	0.017	0.015	0.000	0.060	0.067
股息率 (%)	0.1	0.1	0.0	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

投资摘要及估值.....	3
公司背景.....	5
新丰稀土分离项目启动渐行渐近.....	7
集团矿产资源丰富，有动力整体上市.....	9
矿产资源量丰质优.....	11
盈利展望 - 将出现爆发式增长.....	13
主要风险.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

投资摘要及估值

投资亮点—稀土业务、央企整合以及盈利大幅增长

中色股份是上下游一体化的锌生产商和中国领先的有色金属工程承包商，同时公司还是中国南方主要稀土分离企业之一。

首先，我们估计公司广东新丰稀土分离基地的环保审批即将获得突性进展。新丰基地计划新建年设计产能达 7,000 吨的稀土分离厂，是现有珠江基地产能的 2.3 倍。我们相信借助中央政府大力整顿稀土行业之东风，公司稀土业务将迎来重大发展机遇，成为新丰县稀土合法采矿证的有力竞争者。

另外，母公司中国有色矿业集团有限公司（中色集团）是国资委直接管理的央企之一。在国资委央企整合以及市场竞争日趋激烈的情况下，我们估计母公司有动力将大量的未上市的铜、镍等基本金属资源甚至黄金资源注入中色股份。

此外，公司长期以来致力于构建锌铅采选和冶炼一体化的生产模式。公司拥有的锌铅矿储量大，品味高，产量稳定；公司还大力拓展锌的冶炼能力，11 万吨的锌冶炼新产能将于 2010 年底建成，届时公司锌锭产能将大幅提升 90%，达 21 万吨。

展望未来，我们预计随着稀土业务盈利的大幅提高、锌价上升、工程承包业务迅猛回升以及薄膜泵项目的投产，2011 年公司的盈利将出现爆发式的增长，2011-12 年净利润的年复合增长率可达 150%。

市净率法估值

中色股份在公司未来规划中将稀土业务作为公司中长期战略重点之一，尤其是新丰项目建成后，公司将成为我国离子型稀土分离领域规模最大的企业之一。我们认为稀土业务将成为公司未来发展亮点之一。同时我们也考虑到公司目前盈利仍以锌产品为主，因此我们分别选取稀土类上市公司和锌铅类上市公司对中色股份进行估值比较。

此外由于公司 2010 年全年业绩将受上半年剥离长期亏损子公司（四川泸州黄浦电力及四川叙永黄浦煤业）拖累，同时公司业务正处于探底回暖的恢复期，所以我们采用市净率法对公司进行估值。

当前 A 股稀土相关企业 2010 年的市净率预测值在 8.8-41.5 倍（不考虑广晟有色，则平均市净率为 13.5 倍）。A 股锌铅类上市企业 2010 年的市净率预测值在 2.6-10.7 倍（平均市净率为 5.5 倍）。中色股份的预测 2010 年市净率约为 6.8 倍。

图表 2. 与稀土类上市公司估值比较

证券简称	证券代码	收盘价	市值	每股收益(元/股)			每股收益增长率(%)		市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产收益率(%)
				2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
			(元) (百万元)										2010E
广晟有色	600259.SS	44.64	11,115	0.11	0.17	0.26	54.5	52.9	262.6	171.7	41.5	32.6	7.7
包钢稀土	600111.SS	70.88	57,200	0.07	0.95	1.25	1,253.4	32.0	74.8	56.7	18.3	13.5	30.9
厦门钨业	600549.SS	33.29	22,704	0.31	0.546	0.786	76.1	44.0	61.0	42.4	8.8	7.7	17.4
	平均值*		30,340	0.16	0.55	0.77	65.3	43.0	67.9*	49.5*	13.5*	10.6*	18.7
中色股份	000758.SZ	19.34	12,358	0.133	0.053	0.298	(60.2)	462.3	363.7	64.9	6.8	6.2	1.9

资料来源：中银国际研究部

* 指剔除广晟有色

图表 3. 与锌铅类上市公司估值比较

证券简称	证券代码	收盘价	市值	每股收益(元/股)			每股收益增长率(%)		市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产收益率(%)
				2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
			(元) (百万元)										2010E
中金岭南	000060.SZ	16.27	25,869	0.40	0.47	0.65	17.9	38.3	34.5	24.9	4.1	4.0	15.3
驰宏锌锗	600497.SS	19.00	19,190	0.337	0.392	0.44	16.3	12.2	48.5	43.2	4.4	4.3	9.2
西部矿业	601168.SS	12.73	30,297	0.25	0.46	0.54	84.0	17.4	27.7	23.6	2.6	2.3	9.6
宏达股份	600331.SS	14.18	14,605	0.17	(0.22)	0.29				48.9	10.7	8.8	(0.2)
	平均值*		22,491	0.29	0.44*	0.48	39.4*	22.7*	36.9*	35.1	5.5	4.9	11.4*
中色股份	000758.SZ	19.34	12,358	0.133	0.053	0.298	(60.2)	462.3	363.7	64.9	6.8	6.2	1.9

资料来源：中银国际研究部

** 指剔除宏达股份

我们认为相对于锌铅上市企业，中色股份稀土业务具有较好的成长性和盈利成长空间，此外我们预期集团公司有借助中色股份实现基本金属整体上市的动力，因此相对锌铅企业而言中色股份有一定的估值溢价。

同时公司新丰稀土项目尚未正式动工，我们较为乐观地估计该项目年内动工可能性较大。在稀土类企业中厦门钨业稀土业务进展与中色股份相仿，厦门钨业刚完成对长汀稀土的收购和龙岩稀土的筹建工作，主要稀土业务尚处于筹备阶段从而对公司业绩贡献较小。因此我们认为可给予公司稀土类企业估值低端水平。

我们以 2010 年 8 倍市净率对公司进行估值，这相当于稀土类企业估值的低端水平，并低于铅锌类企业的高端估值，相应的目标价格为 23.00 元。我们对公司的首次评级为 **买入**。

公司背景

中色股份是一家以有色金属采选与冶炼为主，贸易、工程承包和装备制造为辅的国有大型上市企业。

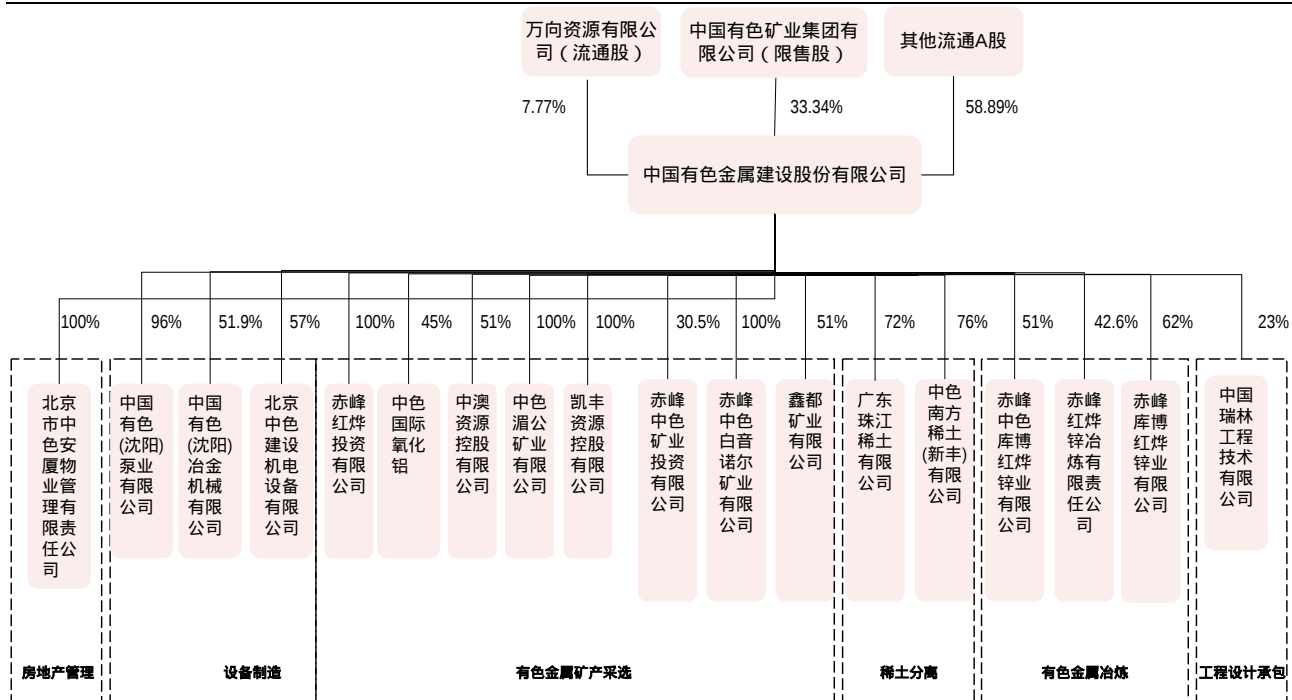
公司有色金属业务着重开发传统优势铅锌等品种。公司锌金属权益储量达 123.56 万吨，铅金属权益储量为 19.87 万吨。公司锌铅矿普遍品味较高，其中图木尔廷-敖包锌矿品位高达 13.7%，远高于 6%-7% 的行业平均水平。

此外公司广东珠江稀土有限公司可分离全部 15 种稀土元素，在处理南方离子型稀土矿技术上处于业内领先地位。目前珠江该稀土分离基地拥有 3,000 吨年稀土分离产能。

公司工程承包业务拥有强大的设计团队、雄厚的装备制造基地、经验丰富的施工队伍和成熟的工业项目管理流程。自成立以来，公司承接了众多国内外有色工业项目，在该领域享有较高的美誉度。

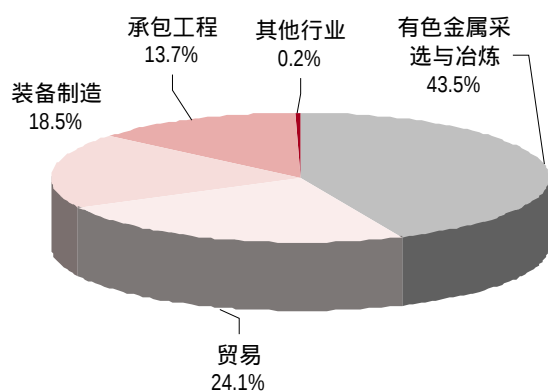
2010 年上半年公司 43.47% 的收入来自于有色金属采选与冶炼业务（包括铅、锌和稀土等），贸易业务、装备制造和工程承包业务分别占 24.06%、18.53% 和 13.72%。就利润而言，公司有色金属业务占比居绝对主导地位，高达 77.8%。

图表 4. 公司股权和主要控股公司结构图



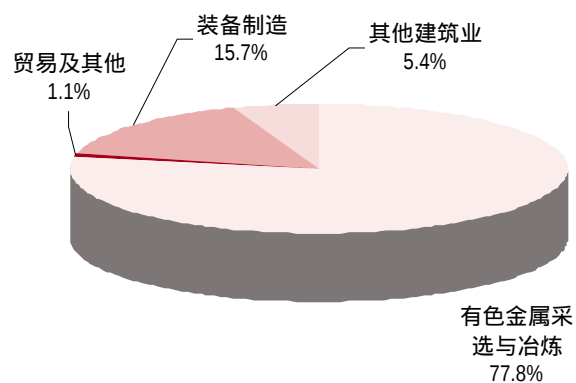
资料来源：公司数据

图表 5. 2010 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 6. 2010 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

新丰稀土分离项目启动渐行渐近

项目环保审批有望短期内获得突破

公司当前稀土生产全部依靠广东珠江稀土有限公司，该公司是一家具有 40 余年历史的老企业，拥有各类员工 500 余人。珠江稀土公司地处广州市区，由于环保、安全、成本、资源等原因，中色股份一直规划对其实施异地搬迁。2008 年 8 月公司联合其他企业对珠江稀土公司进行异地搬迁重组至广东省韶关市新丰县的项目获得发改委批复。

通过搬迁公司计划将稀土处理产能由目前的每年 3,000 吨提升至每年 7,000 吨。这也是近几年发改委极少批复的稀土分离行业扩产扩能项目之一。

广东省新丰县拥有极为丰富的稀土资源，现有稀土矿储量 20 多万吨，其中离子吸附型稀土矿储量超过 12 万吨。离子吸附型稀土矿是我国特有的稀土矿物，该类矿产中稀土元素不以化合物的形式存在，而是呈离子状态吸附于粘土矿物中。此类稀土易被强电解质交换而转化为溶液，不需要破碎、选矿等工艺过程，而是直接浸取即可获得混合稀土氧化物。因此此类稀土矿具有重稀土元素含量高，覆盖面大，开采及浸取工艺简单，和成本低经济效益好等特点。鉴于稀土矿原料价格在这几年中涨幅迅猛，中色新丰稀土项目可以凭借地理位置优势获取较为低价的稀土原料。

其次广东省新丰县的稀土资源以中重稀土为主，分离后的稀土氧化物中氧化铽、氧化钕和氧化镨相对北方轻稀土而言所占比重较高。

相对于新丰公司，历史较长的珠江稀土公司人员包袱较重，员工冗余情况较为严重。基地搬迁后，公司将通过广州当地社保安置或老员工新丰基地再就业等形式妥善处理珠江基地现有员工。目前新丰当地工资水平（2010 年最低工资 710 元/月）比广州（2010 年平均最低工资 1,100 元/月）低约 35%。综合考虑离退休、员工福利和员工冗余等其他因素，我们估计新丰公司单位稀土分离产量的人员成本将比珠江公司低 45%-50%。

自新丰公司获批成立起，中色股份就稀土生产环保环节同国家和省级环保部门保持了长期有效的交流和沟通。2010年上半年公司稀土废水零排放方案已获得了环保部的认可。我们预计公司的环保工作即将得到广东省环保厅现场核查和论证通过，环境保护方案审批流程将很快获得实质性进展。

近期国务院颁布的《促进企业兼并重组的意见》中着重指出将推动稀土行业优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营，加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级。

在此情况下我们乐观地预测公司新丰搬迁项目将在年底前获得相关部门的开工批准，并有望于 2011 年-2012 年建成，届时公司稀土分离能力将大幅提升近 133%。

我们认为这一项目将奠定中色股份在我国南方稀土分离领域的领先地位，构建公司稀土分离领域规模、技术和成本多重竞争优势。

公司规划争取稀土采矿证，志在构建产业一体化优势

目前广东省稀土采矿证主要集中在广晟有色手中，而广东新丰县当地并没有合法的稀土开采证。

为保证新丰稀土分离项目建成后稀土原材料的供应，公司长期以来一直规划于新丰基地建设启动后申请当地稀土采矿证，以打造企业稀土采选分离一体化核心竞争力。

在新丰当地并没有合法稀土采矿证的情况下，一旦中色新丰项目启动后，政府将很有可能大力规范本地稀土采选业，发放合法稀土采矿证。届时中色股份将是新丰县稀土合法采矿证的潜在有力竞争者。

集团矿产资源丰富，有动力整体上市

中色股份母公司中色集团是国务院国资委管理的大型央企，主营业务包括有色金属矿产资源开发和建筑工程等。

中色集团目前拥有资产近 450 亿左右，去年盈利达 10 多亿，在国资委直接管理的央企中排名处于中游水平。在当前央企重组以做大做强为指导思路下，2010 年内央企将从 123 家整合为 100 家。可以说中色集团可能并没有被整合之“近忧”，但仍有央企整合后市场竞争愈发激烈之“远虑”。我们预计中色集团在内外压力下有动力通过资本市场整体上市的途径，借国资委央企整合东风，实现企业的大跨步跃进。

中色集团在赞比亚、缅甸、吉尔吉斯斯坦及我国抚顺等矿业储量丰富的国家和地区，形成了一定规模的有色金属矿产资源开发规模。除中色股份外，集团共拥有铜权益储量 706.5 万吨、钴 18.2 万吨、镍 52.5 万吨、锌 25.5 万吨、金 20.5 吨、以及铝土矿资源量逾 3 亿吨。同时母公司正在跟踪的重有色金属资源量近 8,000 万吨，铝土矿资源量约 20 亿吨。

图表 7.中色集团旗下主要矿产采选项目一览

	项目	持股比例	投产时间	目前储量	品味	年产能
建成投产	赞比亚谦比希铜矿矿区（西矿体正在建设中）	85%	2003 年	3400 万吨铜矿石（含铜 570 万吨） 钴储量 12 万吨	铜含量 2.03%	铜矿石年产量约为 110 万吨（含 2.4 万吨铜）。西矿区建成后年铜矿产量共约 210 万吨
	中国抚顺红透山铜矿		1982 年	保有地质矿石储量 1360 万吨（含铜 16.9 万吨，锌 25.5 万吨，硫 242 万吨）	铜品味 1.25%， 锌 1.87%	铜精矿含量 8000 吨、锌精矿含量 1 万吨、硫标量 20 万吨、粗铜含量 1.5 万吨、硫酸 6.3 万吨、金 300 公斤、银 27 吨
在建中	吉尔吉斯斯坦西部恰拉特地区金矿	19.9%	2013 年	控制和推断级金属资源量 103t（其中控制级 51t）	平均 4.3g/t	年产金 5.3 吨
	缅甸达贡山镍矿（以红土型镍矿为主）	75%	2011 年	镍矿石储量近 3000 万吨（镍资源量达 70 万吨）	镍铁中 27%左右 含镍	年生产镍铁 8.5 万吨，含镍金属 2.2 万吨
	赞比亚卢安夏铜矿带	80%	2011 年	保有地质资源量含铜金属 257 万吨，钴金属 10 万吨	铜品味 2%左右	铜金属产能达到 6 万吨
	赞比亚拜登矿					还在勘探阶段，正进行详勘

资料来源：公司数据

图表 8.中色集团旗下主要有色冶炼资源一览

	项目	具体情况
建成投产	赞比亚谦比希铜冶炼厂	15 万吨年粗铜冶炼能力
	赞比亚谦比希湿法炼铜厂	目前 8,000 吨年粗铜湿法冶炼能力，即将扩产至 3 万吨

资料来源：公司数据

中色集团直接控股中色股份（持股比例 33.34%），此外通过中色（宁夏）东方集团有限公司间接控股宁夏东方钽业股份有限公司（间接持股 27.19%）。

中色股份目前主营业务以锌铅等基本金属采选冶炼为主，而东方钽业主要从事钽、铌等稀有金属的生产。考虑到母公司矿产资源多分布在铜、镍等基本金属领域，所以我们估计母公司可能将未上市的基本金属矿产资源，甚至黄金资源注入中色股份。如果基本金属矿产资源注入成功，则将进一步丰富中色股份的有色金属产品线，使其并从一家中等规模企业变为一家国内领先的大型有色金属采选冶炼企业。

矿产资源量丰质优

锌铅矿产储量大、品质优

公司拥有的锌铅矿储量大，品位高，目前锌铅业务主要分为锌、铅精矿采选和锌铅锭的冶炼业务。

中蒙合资图木尔廷-敖包锌矿（控股 51%）和赤峰白音诺尔铅锌矿（目前控股 44.72%，根据协议公司可将控股比例提升至 52.30%）是公司主要建成投产的矿产资源。

敖包锌矿矿石储量近 757 万吨，品位高达 13.67%，含锌金属量 103 万吨，且基本属于露天矿，开采方便，成本较低。

赤峰白音诺尔铅锌矿目前保有铅锌矿石资源量 1,421 万吨，含锌金属量 78.58 万吨（锌平均品位 5.53%），铅金属量 27.99 万吨（铅平均品位 1.97%），银金属量 464 吨，镉金属量 4,122 吨。2010 年上半年该公司以投标方式成功获取了赤峰 5 个区块的探矿权，相关探矿工作正在准备中。

2009 年 7 月公司入股澳大利亚特拉明公司（Terramin），目前持有特拉明公司 9.33% 的股份，位列公司第一大股东。特拉明公司主要拥有一个生产矿山以及若干正在进行预可行性研究的矿产项目。其中澳大利亚安格斯子公司矿产于 2008 年 7 月 21 日投产，年处理 40 万吨矿石，年产 6.5 万吨锌精矿、2.4 万吨铅精矿。位于阿尔及利亚的塔哈姆扎铅锌项目（Terramin 公司持股 65%）已完成地质勘探和预可行性研究，将于明年启动矿区建设，预计于 2013-2014 年投产，初拟矿山采选规模为 200 万吨/年，年产铅精矿 2.7 万吨，锌精矿 11.3 万吨。建成后将优先满足公司赤峰锌冶炼基地需求。这两个项目都距港口、公路较近且水、电等基础设施较为完备，普遍具有投资少，运营成本低的特点。

此外公司于 2009 年收购赤峰红烨投资有限公司全部股权，该公司持有内蒙古银都矿业有限公司（以下简称“银都矿业”）9.26% 的股权。银都矿业拥有 1226+333 级别矿石量 937.24 万吨，其中所含主要金属品位为：银 237.30 克/吨，铅 2.45%，锌 4.99%。银都矿业年产银约 98 吨，铅 10,251 吨，锌 20,122 吨。

图表 9.中色股份铅锌资源情况（万吨）

子公司名	控股情况 (%)	锌（金属量）			铅（金属量）			锌+铅（金属量）	
		储量	权益储量	品位(%)	储量	权益储量	品位(%)	合计储量	权益储量
赤峰白音诺尔锌铅矿	44.72	78	34.88	5.53	28	12.52	1.97	106.00	32.36
蒙古敖包锌矿	51	123	62.73	13.7	0	0.00	0	123.00	62.73
银都矿业	9.26	46.77	4.33	4.99	22.96	2.13	2.45	69.73	6.46
澳大利亚安格斯锌铅矿	9.33	16.87	1.57	7.00	6.56	0.61	2.27	23.43	2.19
阿尔及利亚塔哈姆扎锌铅矿（在建中）	6.06	304.7	18.46	5.20	76.18	4.62	1.30	380.88	23.08
合计		569.34	121.98		133.7	19.88		703.04	141.86
合计（若白音诺尔增持至 52.3%）		569.34	127.89		133.7	22.0		703.04	149.89

资料来源：公司数据

越南大型铝土矿有望于明年底获得可行性研究结论

此外中色集团根据股权分置改革已将老挝占巴色省帕克松地区铝土矿及老挝巴色省巴松县铝土矿项目中享有权益注入中色股份。铝土矿是炼铝的主要原料，随着中国铝工业规模和产量的扩大，中国的优质铝土矿资源日渐贫乏。根据评价报告，该地区已查明优质铝土矿资源达 1.6 亿吨，潜在储量 4 亿吨，预测铝土矿资源远景储量高达 51 亿吨。该矿区正进入经济技术可行性研究阶段，预计 2011 年底前可有初步结论。

盈利展望 – 将出现爆发式增长

我们预测 2010 年-2012 年公司净利润年均复合增长率达 150%。公司未来两年盈利爆发式增长主要来源于：

1. 稀土分离业务产能预计大幅扩张至现有产能的 2.3 倍。
2. 全球经济复苏带动下游汽车、建筑以及基础设施建设对锌产品需求和价格的提升，以及赤峰红烨锌冶炼四期新建 10 万吨产能的逐步达产。
3. 工程承包业务探底回升，伊朗项目带来承包业务毛利率的大幅攀升。
4. 年产 100 台薄膜泵工程预计 2009 年年底建成，2011 年有望将贡献 3,400 多万净利。

业务机构：稀土业务、金属采冶和工程承包等主业交相辉映

中色股份原先是一家以工程承包为主营业务的上市公司，公司在有色金属工业工程领域具有深厚的实力和丰富的经验。公司可承接技术服务、设计咨询、装备制造与供应、项目管理与实施等所有有色金属工业项目工作。

近年来公司逐步涉足有色金属采选冶炼行业，但由于有色金属行业竞争激烈，国内外各企业对全球储量有限的有色金属矿产资源争夺尤为激烈。因此公司期望借助有色金属工程承包领域的丰富经验，以承接有色矿产采选或冶炼工程为切入点，抢占矿产资源优势，发挥工程承包和有色金属业务两大主业的协同效应。

除此以外公司积极推动稀土项目进展。在我国政府对稀土行业持续利好政策指引下，公司稀土业务将获得蓬勃发展，为公司贡献丰厚的盈利。

新丰稀土项目带动公司盈利提升

我们预计新丰稀土搬迁项目的环保工作即将得到广东省环保厅现场核查和论证通过，环境保护方案审批流程将很快获得实质性进展。我们预计新丰项目将于 2011-2012 年建成投产。搬迁项目若落成后，公司稀土分离年产能将从 3,000 吨大幅跃升至 7,000 吨。

此外公司稀土氧化物现基本被母公司中色集团全部收购，我们认为公司稀土销售情况将保持良好的势头。

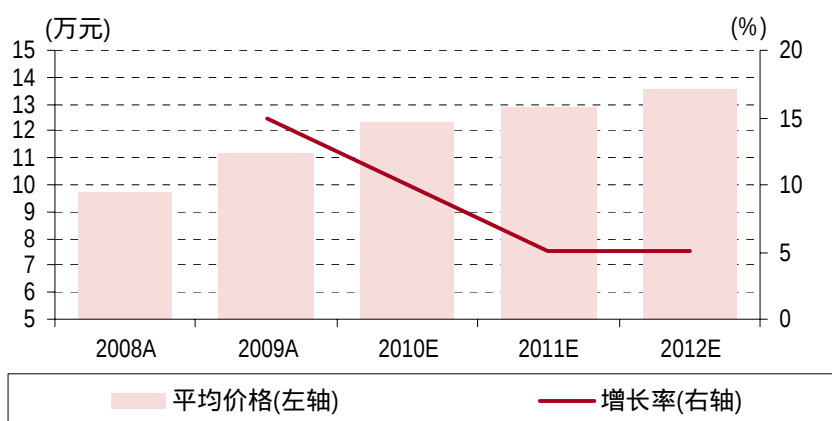
图表 10. 中色股份稀土产能销量预测

(吨)	2009	2010E	2011E	2012E
产能	3,000	3,000	3,000	7,000
产能增长率(%)	0	0	0	233
销量	1,355.0	2,485	2,932	6,034.4
销量产能比(%)	45.2	82.8	97.7	86.2

资料来源：公司数据

受国家稀土产业政策利好影响，公司稀土氧化物均价自 2010 年起持续走高。在稀土氧化物价格上涨的驱动下，公司稀土业务在今年上半年一举扭亏为盈。我们相信稀土氧化物价格将继续保持这一增长趋势，助推公司盈利大幅提升。

图表 11. 稀土氧化物售价预测



资料来源：公司数据，中银国际研究部

锌售价的持续攀升

镀锌钢板是锌的主要下游产品，一般占全球锌消费量的约 50%。镀锌钢板主要应用在基础建设、建筑和汽车等行业。建筑和基建约消耗 62%左右的镀锌钢板，而汽车则占 23%。

因此可以说锌的需求和整个国家乃至全球的经济的发展情况具有高度的相关性。我们认为在我国仍处于经济复苏关键时期，基建项目仍是国家拉动经济、保证就业的最主要方式。因此我们对未来中长期锌价持较为乐观的态度。

图表 12. 铅锌价格假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内现货市场锌价(人民币/吨)	28,043	15,646	14,122	17,074	18,009	18,344
同比增长(%)	(1.80)	(44.21)	(9.74)	20.90	5.48	1.86

资料来源：彭博，中银国际研究预测

赤峰红烨锌冶炼 10 万吨项目建成投产

2009 年公司锌精矿产量 8.74 万吨，铅精矿产量约为 0.85 万吨，锌锭 10.14 万吨。锌精矿主要供公司锌冶炼为主，铅精矿由于公司目前没有铅冶炼能力而基本全部对外销售。

我们预计在下半年锌价企稳刺激下公司 2010 年全年生产锌精矿约 9.1 万吨，铅精矿约 0.89 万吨，锌锭约 10.5 万吨。

目前公司敖包锌矿已超负荷运转，产能进一步增长可能性不大，而公司白音诺尔矿区产能计划在 2011 年从 2009 年底的 3.24 万吨扩产至 4 万吨左右。

此外 2010 年底公司赤峰红烨锌冶炼四期项目 10 万吨锌冶炼将建成投产，我们预计公司 2011 年锌锭产能将增产近 90%至每年 21 万吨。

我们认为未来两年铅锌业务仍将贡献公司大部分营收，起到稳定公司业绩的作用。

图表 13.中色股份锌铅产能销量预测

(万吨)	2009	2010E	2011E	2012E
锌锭销量	10.31	10.71	17.14	18.90
同比增长(%)		3.9	60.0	10.3
销量产能比(%)	94	51	82	90
锌精矿产能	8.85	9.33	9.33	9.33
同比增长(%)		5.5	0.0	0.0
铅精矿销量	0.99	0.89	0.98	1.03
同比增长(%)		(9.7)	9.6	5.2
销量产能比(%)	99	78	86	90

资料来源：公司数据

工程承包业务盈利大幅回升

受 2008 年金融危机的影响，公司 2009 年开工的工程承包业务量较少，同时当年公司工程项目普遍毛利较低，导致 2009 年和今年上半年工程承包业务处于低潮阶段。

2009 至 2010 年在全球经济回暖刺激下，公司工程承包业务探底回升。目前伊朗加佳姆电解铝厂和伊朗扎兰德铁矿选厂项目合同（合同金额高达 6,380 万欧元和 7,000 万欧元）都已于近期生效，并将全面启动。

公司计划未来将工程承包业务占比稳定于 20%-30%左右。由于公司目前着力于在伊朗开发工程项目，伊朗项目普遍具有毛利高的特点，据公司项目经验伊朗项目毛利率一般可达 20%左右。综上我们预计公司工程承包业务将成为公司未来几年盈利重要增长点。

图表 14.中色股份工程承包业务预测

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
结算合计	1,269.9	1,143.9	972.4	1,361.3	1,482.5
增速(%)	(31.5)	(9.9)	(15.0)	40.0	8.9
毛利率(%)	15.55	4.34	15.0	15.0	15.0

资料来源：中银国际研究

大型薄膜泵项目成为盈利新亮点

公司年生产 100 台大型薄膜泵项目已经于 2010 年 9 月建成投产。

目前在石油传输领域中，应用新型节能环保和长距离管道输送技术的主要关键点就是建立固液两相介质管道输送系统。固液两相介质管道输送系统是以液体作为载体，通过长距离的管道输送颗粒状物料固液两相流的运输系统，其核心设备是由高压、大流量和高运转率的大型隔膜泵所组成的输送主泵组。

大型隔膜泵是泵行业中技术难度最大、产品附加值最高的泵类产品之一，其核心技术产权被德国、荷兰等发达国家所垄断。公司大型薄膜泵产品均价仅为 300 万元左右，远低于国外同类产品 40%~50% 左右，而毛利率则高达 30%。其性价比优势将给公司产品带来良好的市场远景，因此我们预测公司薄膜泵业务在未来两年呈现较为良好的供销局面。

我们预计 2011 年薄膜泵业务可贡献约 1.95 亿元营收、5,800 多万元毛利和 3,400 多万净利。

图表 15.中色股份薄膜泵产能销量预测

(台)	2011E	2012E
产能	100	100
销量	65	85
销量产能比(%)	65	85

资料来源：中银国际研究

中国有色大厦（原国典大厦）收入稳定

公司已于 2007 年、2008 年分两次购买了北京国电房地产开发有限公司开发的位于北京市朝阳区安定路 10 号中国有色大厦（原国典大厦）。

自该大厦被收购以来招租工作进展十分顺利，我们估计公司每年可从中色大厦租赁和物业业务中获取约 5,000 万元收入，该项业务收入未来将较为稳定。

公司下半年将整体扭亏为盈

2010 年中报显示公司每股亏损 0.068 元，即归属于母公司的净利润亏损 4,321 多万元，其主要原因是：

- 1) 上半年公司工程承包项目大多进入收尾结算后期，同时其他新签项目尚未开始结算，而导致营收同比大幅减少 16.4%。（去年同期为 4.39 亿，2010 年上半年为 3.67 亿）
- 2) 剥离长期亏损的黄浦电力、黄浦煤业，给公司带来约 131,00 万元的税前损失。该项损失已全部在半年报中计提资产减值，由此造成资产减值损失同比增加 1,190.37%。

我们预测下半年受锌铅业务和稀土业务的持续向好，以及工程业务的回暖，公司将逐步整体扭亏为盈。我们估计公司第三季度每股盈利 0.05 元（合约 3,200 万元净利），第四季度约 0.07 元（合约 4,530 万元净利）。

敏感性测试

锌价变动敏感性分析

由于今年公司盈利主要依靠锌业务，因此锌锭价格波动对中色股份的 2010 年的盈利有较大影响。但之后由于工程承包业务的探底回暖，稀土业务的逐步做大以及公司 100 台薄膜泵项目的建成投产，2011 年公司盈利对锌价敏感度将大幅下浮。

我们测算，如 2010 年锌价比我们预计的价格上升 1%，则公司盈利将上升近 8.3%。

图表 16. 锌售价敏感性分析

镁合金价格变动 (%)	盈利变化 (%)	
	2010E	2011E
10	83.0	20.4
5	41.5	12.9
1	8.3	7.0
(1)	(8.3)	(7.0)
(5)	(41.5)	(12.9)
(10)	(83.0)	(20.4)

资料来源：中银国际研究部

主要风险

铅锌及稀土价格波动风险

锌价对公司业务影响较大，如锌供需发生变化引起价格的下跌，将会给公司盈利带来一定的压力。

公司未来稀土业务的发展和稀土价格紧密相连。如果稀土价格不断上涨，未来国外矿山在价格驱动下将陆续重启封存的矿山，稀土供给或将增加，形成稀土价格下跌的可能，公司稀土业务盈利情况可能随之有所下降。

工程承包业务量下降风险

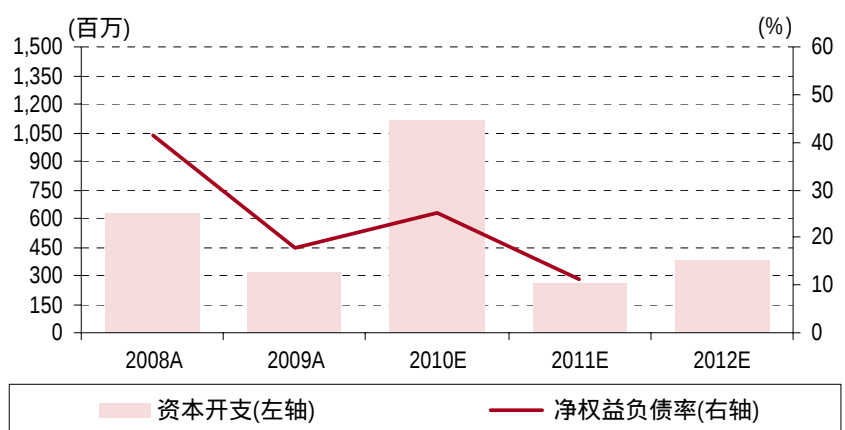
公司工程承包业务和全球经济发展情况紧密相连，如全球经济再次探底，势必影响全球新建工程项目的供给，将会给公司营收带来一定的负面影响。

同时目前工程承包领域竞争十分激烈，不断增加的市场竞争或将影响公司工程承包业务的接单量和盈利能力。

债务负担有所缓解

公司即将启动的新丰搬迁项目将会给公司带来一定的负债，但总体而言公司未来两年债务负担有所缓解。

图表 17.资产开支与净权益负债率比率



资料来源：公司数据，中银国际研究部

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,938	4,625	5,107	7,075	8,089
销售成本	(3,825)	(3,717)	(4,117)	(5,734)	(6,584)
经营费用	(474)	(316)	(607)	(707)	(800)
息税折旧前利润	638	592	383	634	705
折旧及摊销	(158)	(201)	(200)	(230)	(254)
经营利润(息税前利润)	480	392	183	404	451
净利息收入/(费用)	(165)	(151)	(92)	(100)	(111)
其他收益/(损失)	2	89	0	0	0
税前利润	317	330	91	304	340
所得税	(78)	(81)	(23)	(76)	(85)
少数股东权益	(133)	(164)	(34)	(38)	(42)
净利润	106	85	34	190	213
核心净利润	106	85	34	190	213
每股收益(人民币)	0.183	0.133	0.053	0.298	0.334
核心每股收益(人民币)	0.183	0.133	0.053	0.298	0.334
每股股息(人民币)	0.017	0.015	0.000	0.060	0.067
收入增长(%)	n.a.	(6)	10	39	14
息税前利润增长(%)	n.a.	(18)	(53)	120	11
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(7)	(35)	66	11
每股收益增长(%)	n.a.	(27)	(60)	461	12
核心每股收益增长(%)	n.a.	(27)	(60)	461	12

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,243	1,602	1,532	2,123	2,427
应收帐款	965	920	1,123	1,557	1,861
库存	985	1,092	1,235	1,720	1,975
其他流动资产	1,174	1,047	1,135	1,417	1,631
流动资产总计	4,368	4,661	5,026	6,817	7,893
固定资产	1,194	1,854	2,458	2,737	3,067
无形资产	1,023	1,100	1,046	991	936
其他长期资产	1,983	1,727	1,944	1,743	1,582
长期资产总计	4,201	4,680	5,448	5,471	5,585
总资产	8,568	9,341	10,473	12,287	13,479
应付帐款	600	674	823	1,147	1,317
短期债务	1,961	1,698	1,485	1,448	1,043
其他流动负债	1,635	1,791	2,469	3,680	4,732
流动负债总计	4,196	4,163	4,777	6,275	7,092
长期借款	816	578	1,022	1,129	1,282
其他长期负债	227	809	814	834	844
股本	581	639	639	639	639
储备	1,159	1,158	1,192	1,344	1,515
股东权益	1,740	1,797	1,830	1,983	2,153
少数股东权益	1,589	1,995	2,029	2,067	2,108
总负债及权益	8,568	9,341	10,473	12,287	13,479
每股帐面价值(人民币)	3.00	2.81	2.87	3.10	3.37
每股有形资产(人民币)	1.23	1.09	1.23	1.55	1.90
每股净负债/(现金)(人民币)	2.37	1.06	1.53	0.71	(0.16)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	317	330	91	304	340
折旧与摊销	158	201	200	230	254
净利息费用	162	168	92	100	111
运营资本变动	(172)	(498)	(248)	(541)	(802)
税金	(78)	(81)	(23)	(76)	(85)
其他经营现金流	(175)	442	777	881	1,257
经营活动产生的现金流	212	561	889	898	1,075
购买固定资产净值	(630)	(322)	(1,110)	(266)	(382)
投资减少/增加	159	156	0	0	0
其他投资现金流	0	10	7	7	7
投资活动产生的现金流	(471)	(156)	(1,103)	(259)	(375)
净增权益	0	58	0	0	0
净增债务	149	(217)	231	70	(253)
支付股息	(10)	(10)	0	(38)	(43)
其他融资现金流	(92)	122	(88)	(80)	(101)
融资活动产生的现金流	47	(46)	144	(49)	(396)
现金变动	(212)	359	(70)	591	304
期初现金	1,455	1,243	1,602	1,532	2,123
公司自由现金流	(259)	408	(214)	640	700
权益自由现金流	(275)	40	(2)	692	432

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.9	12.8	7.5	9.0	8.7
息税前利润率(%)	9.7	8.5	3.6	5.7	5.6
税前利润率(%)	6.4	7.1	1.8	4.3	4.2
净利率(%)	2.1	1.8	0.7	2.7	2.6
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.9	2.6	1.9	3.8	3.8
净权益负债率(%)	41.3	17.8	25.3	11.2	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	105.8	145.9	363.7	64.9	57.9
核心业务市盈率(倍)	105.8	145.9	363.7	64.9	57.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	121.5	167.5	417.5	74.5	66.5
市净率(倍)	6.5	6.9	6.8	6.2	5.7
价格/现金流(倍)	52.9	22.0	13.9	13.8	11.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.2	25.4	40.1	23.5	20.4
周转率					
存货周转天数	93.9	102.0	103.2	94.1	102.4
应收帐款周转天数	71.4	72.6	73.0	69.1	77.1
应付帐款周转天数	44.4	53.2	53.5	50.8	55.6
回报率					
股息支付率(%)	9.0	11.3	0.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	6.1	4.7	1.9	10.0	10.3
资产收益率(%)	4.2	3.2	1.4	2.7	2.6
已运用资本收益率(%)	7.9	6.5	3.0	6.3	6.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

广晟有色 (600259.SS/人民币 47.91, 未有评级)

包钢稀土 (600111.SS/人民币 72.04, 未有评级)

厦门钨业 (600549.SS/人民币 33.24 , 未有评级)

中色股份 (000758.SZ/人民币 19.35, 买入)

中金岭南 (000060.SZ/人民币 16.50, 未有评级)

驰宏锌锗 (600497.SS/人民币 20.90, 持有)

西部矿业(601168.SS/人民币 12.95, 未有评级)

宏达股份 (600331.SS/人民币 14.46, 未有评级)

以 2010 年 9 月 28 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371