

湘财证券研究所

有色钢铁研究小组

叶鑫

Tel: 021-68634518-8708

Email: yx2893@xcsc.com

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

Email: ycx3112@xcsc.com

刘金铎

Tel: 021-68634518-8193

email: ljb2682@xcsc.com

事件：

公司于 2010 年 12 月 20 日与伊朗 ALPHACO 公司签署了《EPC 总承包合同》。合同主要是向伊朗 ALPHACO 公司提供设计、设备供货、土建施工、设备安装、试车、培训等的 EPC 工程总承包，建设一个年产 15.5 万吨的电解铝厂合同（工厂总产能是 31 万吨/年电解铝工厂，合同目前只承建一期，即 15.5 万吨）。一期合同总价 48.8 亿元。

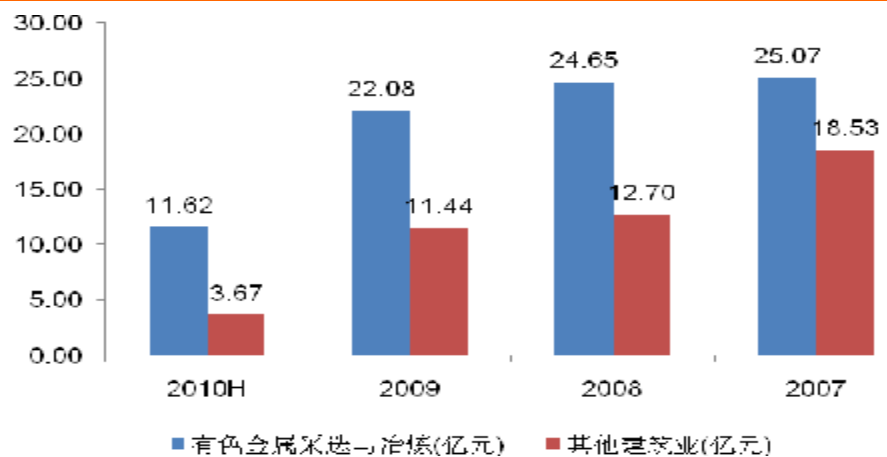
投资要点：

- **海外项目再添 49 亿元大单。**中色股份前身是 1983 年成立的中国有色金属对外工程公司，主要业务是承揽海外有色金属领域工程项目。1997 年上市以来，很长一段时间也是以工程承包作为主业。公司目前在建和未开工的项目资源非常丰富，大部分项目集中在非洲、亚洲等新兴资源市场。随着亚非新兴市场的兴起，对有色金属的需求与日俱增，而这些市场一般拥有丰富的资源，但技术落后，为公司提供了广阔的施展空间。公司凭借在当地的多年经营，成为中国对外有色工程承包的最大供应商。据统计公司在建项目金额达到 8 亿美元，而未开工项目金额高达 50 亿美元。本次承接的伊朗 ALPHACO 公司电解铝 EPC 工程总承包一期项目再添 48.8 亿元大单，工期预计 36 个月，未来有可能启动 2 期项目，为公司工程承包资源提供了充足保证。
- **项目纽带牵出资源战略。**公司虽然工程承包未来数年可结算资源较多，但毛利率整体下降，公司 2003 年提出资源战略，利用自身本地化优势和项目纽带，获得多个海外矿产资源，拥有蒙古敖包锌矿、老挝铝土矿等矿产项目。此外，中色集团在海外拥有丰富的矿产资源，其中体量较大的有拥有 75%权益的缅甸达贡山镍矿，镍储量 70 万吨；拥有 85%权益的赞比亚谦比希铜钴矿，铜储量 505 万吨，钴储量 15 万吨。经过几年的发展，公司主业从工程承包转向有色金属采选及冶炼，公司控股股东中色集团，是隶属于国资委的大型央企，经营范围包括有色金属矿产资源开发、建筑工程、相关贸易服务。公司是集团旗下唯一的上市平台，随着央企整体上市的推进，未来集团资产注入预期强烈。
- **布局南方稀土蓄势待发。**公司通过收购控股珠江稀土，并实行异地搬迁顺利进入到广东稀土市场的整合。广东珠江稀土是一家具有 40 余年历史的稀土冶炼分离企业，产能 3000 吨。通过以公司为主体对珠江稀土进行重组，异地搬迁到广东新丰县，成立“中色南方稀土”公司，建设 7000 吨/年的稀土分离产能。新丰县是广东省为数不多未开发的中重稀土矿产处女地，据公开资料显示稀土储量为 20 万吨。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。
- **盈利预测。**本次项目合同顺利签订，按公司工程承包毛利率约 8.5%、净利率 3%计算，预计将为公司贡献净利润 1.5 亿元，平摊到未来三年，增厚每年 EPS 约 0.078 元。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.10 元、0.47 元、0.55 元，市盈率分别为 310.50、69.50、58.90 倍，考虑公司存在整体上市和整合广东新丰县稀土矿的良好预期，我们给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**由于本合同的生效取决于伊朗 ALPHACO 公司从中国的银行获得融资的进展情况，因此存在不确定性。所在国的政治、经济形势风险。

公司盈利预测

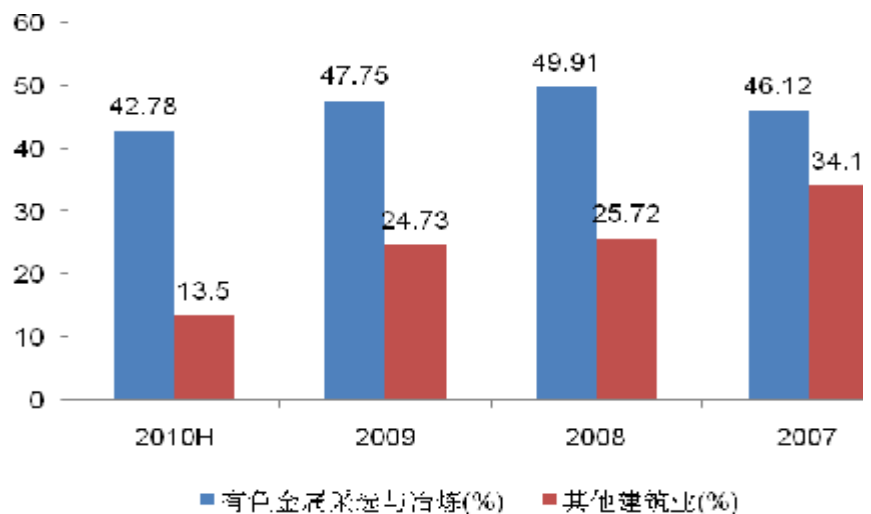
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4625	5158	8820	9838
归属母公司净利润	85	67	298	351
净利润同比(%)	-20%	-21%	347%	18%
每股收益(元)	0.13	0.10	0.47	0.55
P/E	244.40	310.37	69.50	58.90

图 1 建筑承包收入逐渐萎缩



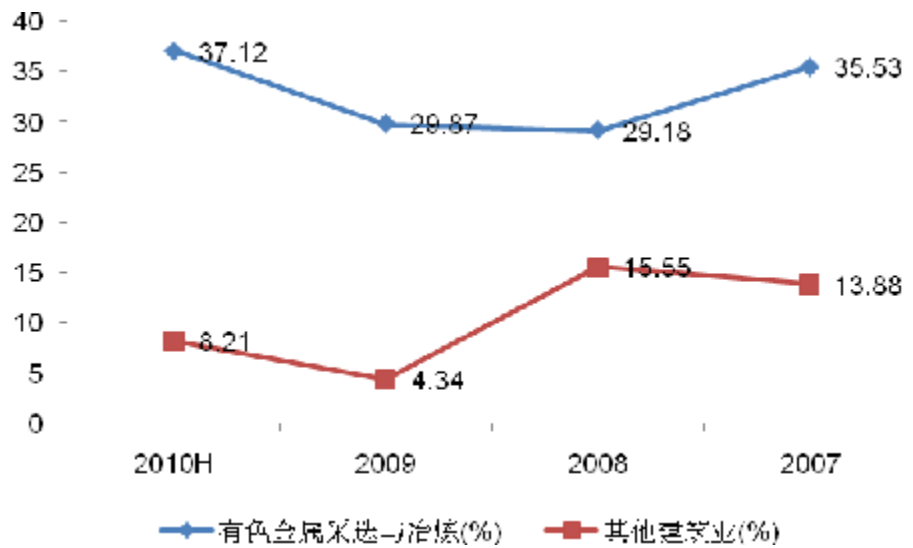
来源： Wind，湘财证券研究所

图 2 建筑承包在公司的业务占比逐渐下降



来源： Wind，湘财证券研究所

图3 建筑承包毛利率水平有所下降



来源: Wind, 湘财证券研究所

表2 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4661	3570	7588	5386	营业收入	4625	5158	8820	9838
现金	1602	500	500	500	营业成本	3717	4090	7005	7825
应收账款	920	811	2369	1159	营业税金及附加	60	64	112	123
其他应收款	415	383	699	782	营业费用	150	155	265	295
预付账款	584	642	1100	1228	管理费用	337	309	485	512
存货	1092	1134	2785	1569	财务费用	151	135	271	276
其他流动资产	48	100	135	147	资产减值损失	-13	80	5	5
非流动资产	4680	5045	5962	6044	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	3058	4081	4212	营业利润	241	325	677	801
无形资产	1090	1090	1090	1090	营业外收入	95	62	79	71
其他非流动资产	1220	380	274	224	营业外支出	6	17	12	14
资产总计	9341	8615	13550	11430	利润总额	330	371	745	857
流动负债	4163	3667	8003	5246	所得税	81	82	149	180
短期借款	1698	1475	4735	1620	净利润	249	289	596	677
应付账款	674	716	1198	1376	少数股东损益	164	222	298	326
其他流动负债	1791	1477	2070	2251	归属母公司净利润	85	67	298	351
非流动负债	1387	791	804	809	EBITDA	592	585	1132	1299

长期借款	578	578	578	578	EPS (元)	0.13	0.10	0.47	0.55
其他非流动负债	809	212	226	231					
负债合计	5550	4457	8807	6056	主要财务比率				
									2012
少数股东权益	1995	2217	2515	2840	会计年度	2009	2010E	2011E	E
股本	639	639	639	639	成长能力				
资本公积	219	219	219	219	营业收入	-6.3%	11.5%	71.0%	11.5%
								108.3	
留存收益	1018	1072	1360	1665	营业利润	-23.7%	35.0%	%	18.2%
								346.6	
归属母公司股东权益	1797	1941	2228	2534	归属于母公司净利润	-20.2%	-21.3%	%	18.0%
负债和股东权益	9341	8615	13550	11430	获利能力				
					毛利率(%)	19.6%	20.7%	20.6%	20.5%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	1.8%	1.3%	3.4%	3.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	4.7%	3.4%	13.4%	13.9%
经营活动现金流	561	-117	-1879	3737	ROIC(%)	8.2%	6.7%	8.2%	12.6%
净利润	249	289	596	677	偿债能力				
折旧摊销	201	125	184	222	资产负债率(%)	59.4%	51.7%	65.0%	53.0%
财务费用	151	135	271	276	净负债比率(%)	44.3%	46.1%	60.3%	36.3%
投资损失	-18	0	0	0	流动比率	1.12	0.97	0.95	1.03
营运资金变动	9	-614	-3145	2670	速动比率	0.85	0.66	0.60	0.73
其他经营现金流	-30	-52	215	-108	营运能力				
投资活动现金流	-156	-427	-1100	-300	总资产周转率	0.52	0.57	0.80	0.79
资本支出	322	1000	1100	300	应收账款周转率	4	5	5	5
长期投资	-28	-572	0	0	应付账款周转率	5.83	5.89	7.32	6.08
其他投资现金流	138	1	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-46	-558	2979	-3437	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.10	0.47	0.55
短期借款	-263	-223	3260	-3115	每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	-0.18	-2.94	5.85
长期借款	-238	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.04	3.49	3.97
普通股增加	58	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2	0	0	0	P/E	244.40	310.37	69.50	58.90
其他筹资现金流	394	-335	-281	-322	P/B	11.52	10.67	9.29	8.17
现金净增加额	357	-1102	0	0	EV/EBITDA	38	38	20	17

来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。