

铅锌

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

当前股价: 36.08元

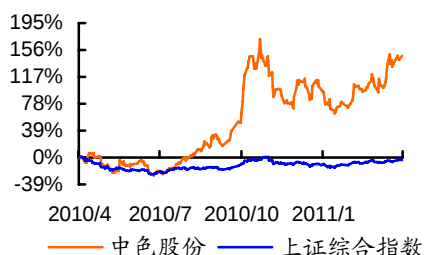
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3022.75
总股本(百万)	639
流通股本(百万)	426
流通市值(亿)	154
EPS (TTM)	0.08
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	14.47	19.79	41.32
上证综合指数	3.03	7.80	7.69



相关报告

《中色股份-新丰稀土冶炼项目获得环保局拟批准建设, 公司有望以冶炼为契机、向上游稀土资源延伸》2011-3-25

《中色股份-金属、工程承包等各项业务持续向好》2010-12-22

《中色股份-中期业绩低于预期 未来三大主业趋势依然向好》2010-8-23

中色股份

000758

推荐

良好的资源获取能力是公司快速发展的坚实基础

投资要点:

- 中色股份是中国有色金属资源“走出去”战略的最早实施者, 过去几年在海外资源获取方面取得显著成效, 未来仍有望继续突破。公司以自身国际工程承包积累海外资源开拓经验、央企的背景也使自身获得各方支持, 成功实现了从工程承包企业向国际综合矿业公司的转变。我们认为, 在资源越来越受到重视的情况下, 公司“走出去”战略的坚持以及实施能力, 公司未来海外资源获取方面仍有望取得重大突破。
- 铅锌铝板块: 公司目前拥有白音诺尔铅锌矿 52.3%的权益, 该矿山年产铅锌精矿 3.3 万吨左右; 拥有蒙古图木尔廷-敖包矿项目 51%的权益, 该矿山年产锌精矿 6.5 万吨左右; 拥有澳大利亚特拉明公司 14.33%的股权, 该公司目前年产锌精矿 6.5 万吨、铜铅精矿 2.4 万吨; 还在资源丰富的内蒙古地区拥有多个采矿权, 未来资源储量有望增加。另外, 公司老挝铝土矿的开发也将成为未来盈利增长点。
- 稀土板块: 稀土冶炼产能将成为稀缺资源、冶炼产能的拥有也是涉足上游资源领域的有利基础。稀土产业的整合从矿山开采、冶炼分离、深加工以及产品销售等各环节将出现系统的整合, 目前整合力度最大的仍在上游, 稀土冶炼产能的建设门槛也明显提升, 我们认为, 未来稀土冶炼产能也有望成为稀缺资源; 稀土冶炼产能的建设, 也是稀土领域全面发展的重要有利因素。公司稀土冶炼产能建设取得重大进展为公司在稀土领域取得一席之地, 也为该领域全面发展奠定基础。
- 装备制造与工程承包业务: 随着巨额工程承包合同的取得, 工程承包业务收入及盈利能力将逐步恢复; 同时, 依托工程承包、公司装备制造业务取得了较快的发展, 预计未来公司这两项业务将齐头并进。
- 巨额投资收益显示了公司的优异的战略投资眼光。公司目前拥有持*st威达 5807.38 万股 (*st威达重组顺利的前提); 拥有民生人寿 13.71%股份和菲律宾建发发展公司的 40%股份。我们以威达目前股价测算, 一旦该公司重组成功, 中色股份这部分股权投资将实现 15 亿元左右的投资收益。巨额的投资收益充分显示了公司高度的战略眼光, 不排除未来在股权投资方面进一步取得良好的投资收益。
- 维持推荐的投资评级。不考虑投资收益的实现, 我们维持 10-12 年 EPS 分别为 0.05 元、0.60 元和 0.81 元, 公司未来主要业务将逐步向好, 公司资源取得和资源储量增加具有良好的现实基础, 同时仍不排除集团对上市公司的持续支持, 维持推荐的投资评级。
- 风险提示: 金属价格大幅下跌。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4625	6200	8734	9684
同比(%)	-6%	34%	41%	11%
归属母公司净利润(百万元)	85	31	383	515
同比(%)	-20%	-63%	1129%	35%
毛利率(%)	19.6%	18.6%	21.7%	22.8%
ROE(%)	4.7%	1.6%	16.7%	18.4%
每股收益(元)	0.13	0.05	0.60	0.81
P/E	248.92	676.46	55.06	40.91
P/B	11.74	11.07	9.21	7.51
EV/EBITDA	38	40	19	14

资料来源: 中投证券研究所

1、公司基本情况：有色金属、工程承包、装备制造齐头并进

中色股份以工程承包为先导，成为了中国有色金属资源“走出去”战略的实施者。公司以自身国际工程承包积累海外资源开拓经验、央企的背景也使自身获得各方支持，成功实现了从工程承包企业向国际综合矿业公司的转变。我们认为，在资源越来越受到重视的情况下，公司“走出去”战略的坚持以及实施能力，公司未来海外资源获取方面仍有望取得重大突破。

公司开展的业务可以分三类：有色金属业务、工程承包和装备制造业务，目前有色金属业务收入贡献公司收入的50%，呈齐头并经过发展趋势。而由于相对较高的毛利率，有色金属业务是公司大部分利润来源。

图 1 中色股份收入构成

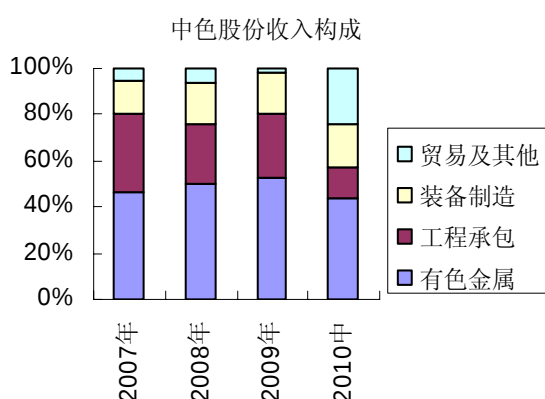
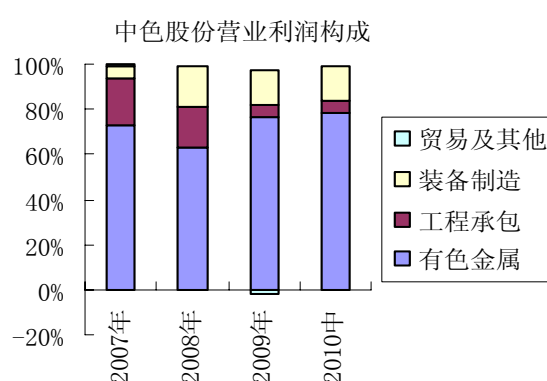
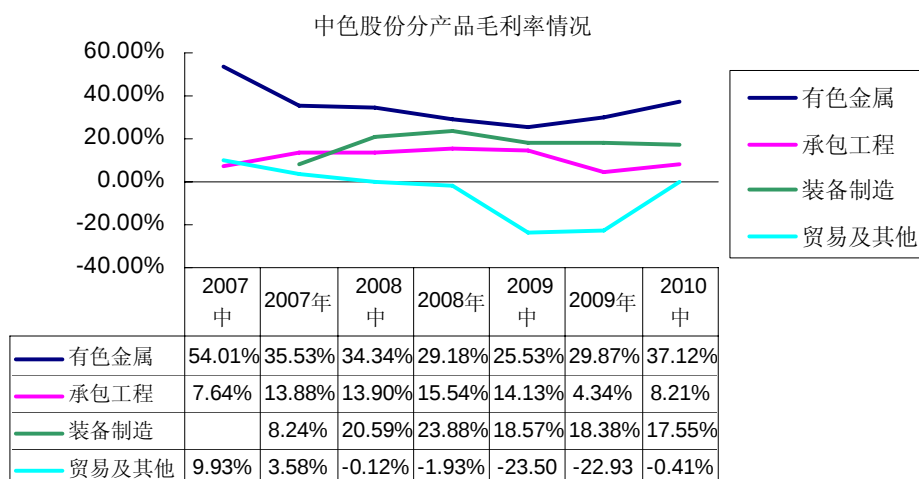


图 2 中色股份营业利润构成



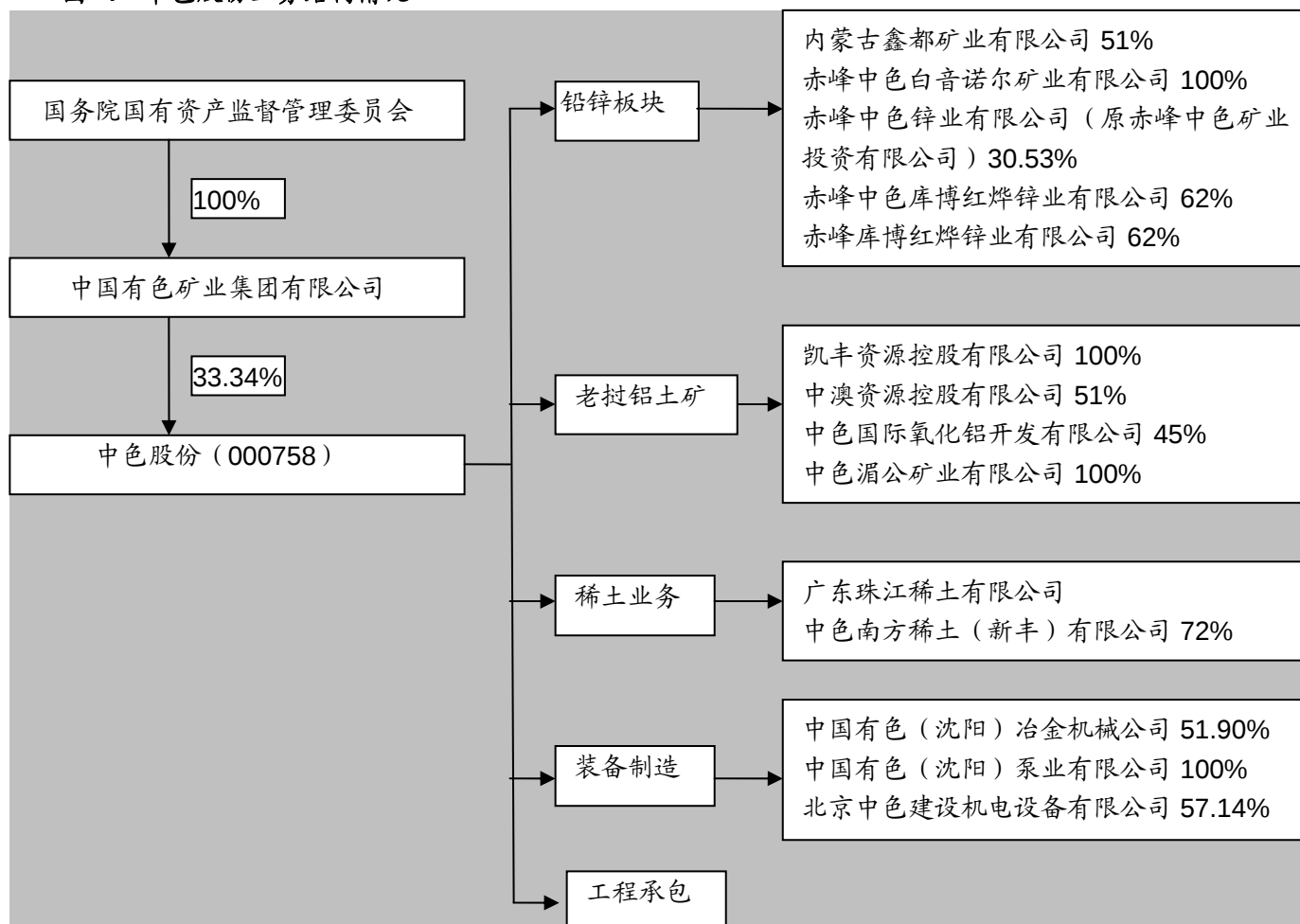
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 中色股份分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 中色股份业务结构情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、稀土板块：冶炼产能也是稀缺资源、是稀土板块全面发展的基础

目前主要由广东珠江稀土公司经营，拥有 3000 吨/年稀土处理能力，2010 年上半年产出稀土氧化物及化合物 1,101 吨，完成营业收入 119,245 千元，实现净利润 14501 千元。

公司以珠江稀土公司搬迁为基础，将在广东韶光建立 7000 吨/年的稀土处理产能，该项目经国家发改委稀土办（【2007】26 号）批准同意、目前已获得国家环保部公司拟批准建设的公示，一旦获得正式批准，公司 7000 吨稀土冶炼项目将进入建设期，我们认为，公司有望以稀土冶炼为契机，在广东稀土资源获取方面取得进一步的进展。

我们认为，首先，随着国家对稀土产业链的整合，稀土冶炼产能也将成为稀缺资源；其次，公司也有望以冶炼为契机，进入广东上游稀土资源领域。

表 1 珠江冶炼厂近几年基本情况

	处理原矿 (吨)	稀土氧化物和化合物产量 (吨)	收入 (万元)	净利润 (万元)
2007 年	3928	2194	31554	306.5

2008 年	2457	2536	28387	284.9
2009 年	1646	1506	14628	-2003
2010.1-6	-	1101	11924	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、铅锌板块：稳步发展，资源储量有望进一步增加

3.1 图木尔廷-敖包锌矿

图木尔廷-敖包锌矿蒙古国东部苏赫巴托省境内，矿区南距省城西乌尔蒂斯 16 公里，西北距首都乌兰巴托 520 公里。

该项目属于中蒙合资项目，主要由蒙古鑫都矿业经营，中色股份占 51% 股权，蒙方占 49%。该项目拥有锌金属储量 102 万吨，锌平均品位为 13.67%，。目前年产锌精矿量 6.5 万吨左右。

表 2 近几年内蒙古鑫都矿业经营情况

	锌精矿产量 (万吨)	锌精矿产销量 (万吨)	营业收入 (万美元)
2007 年	6.25	6.26	11927
2008 年	6.59	6.26	6011
2009 年	6.35	6.8	42745
2010.1-6	约 2.8 万吨	约 2.8 万吨	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 赤峰白音诺尔铅锌矿

白音诺尔铅锌矿位于内蒙古赤峰市巴林左旗北部，以铅、锌、银、镉为主，伴生有锡、铜、钨、金等多种金属。该矿拥有铅锌金属储量 106 万吨，铅平均品位 1.97%，锌平均品位 5.53%；拥有银金属量 464 吨，镉金属量 4122 吨。

该矿主要由赤峰中色矿业有限公司经营，白音诺尔铅锌矿设计采选规模为 1600 吨/日，日前实际采选处理量为 2000 吨/日。2009 年生产锌精矿含锌金属 2.24 万吨，铅精矿含铅 1.1 万吨。

表 3 赤峰中色矿业有限公司近几年经营基本情况

	铅锌精矿产量 (万吨)	锌精矿产销量 (万吨)	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)
2008 年	2.25	2.51	44310	6781
2009 年	3.24	3.76	36742	9292
2010.1-6	约 1.57	约 1.57	-	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.3 赤峰多金属矿勘查项目

中色股份在内蒙古有多个探矿权，目前勘察工作正在进行中，我们认为，在矿产资源丰富的内蒙古地区，公司资源勘探工作有望取得惊喜。

2.4 澳大利亚特拉明（Terramin）公司

澳大利亚特拉明公司（Terramin）是一家以基本金属（特别是铅、锌）勘探、开发和生产为主营业务的澳大利亚公司，总部位于澳大利亚南澳首府阿德莱德。2003年12月23日在澳大利亚证券交易所挂牌上市，交易代码：TZN。该公司的主要业务分布在澳大利亚南部以及非洲的阿尔及利亚。中色股份目前持有特拉明公司14.38%的股份。

特拉明公司目前主要拥有一个生产矿山以及两个高级阶段项目正在进行预可行性研究，其所有项目总共控制资源量约6000万吨，含铅、锌金属量约400万吨，且项目由于都距港口、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。

- (1) 在澳大利亚的Angas矿于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。
- (2) 位于阿尔及利亚的Oued Amizour铅锌项目已经完成地质勘探和预可行性研究，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。特拉明公司正在朝着年产铅、锌金属量超过30万吨的能力发展。

表4 特拉明公司产能情况

控制资源铅锌资源量 (金属)	400万吨	
项目情况	Angas矿	阿尔及利亚的Oued Amizour
投产日期	2008年7月	预计于2013-2014
矿石处理量	40万吨/年	200万吨/年
锌精矿	6.5万吨/年	11.3万吨/年
铅精矿	2.4万吨/年	2.7万吨/年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

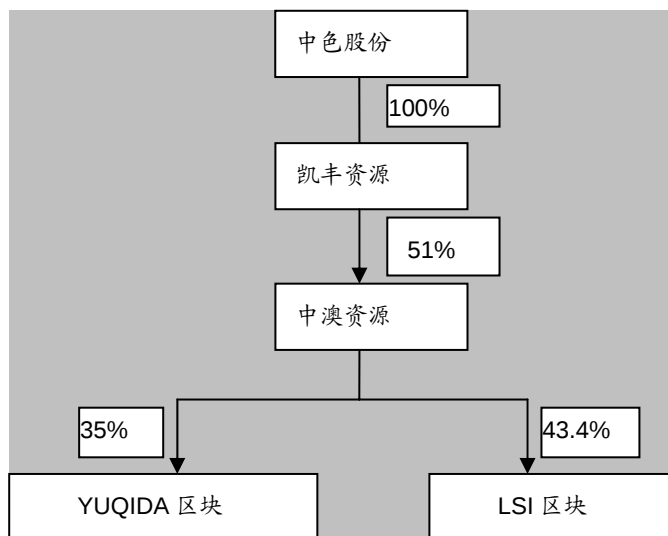
4、老挝铝土矿项目：有望成为未来业绩增长点

公司铝土矿项目主要由公司全资子公司凯丰资源经营，凯丰资源专门从事境外矿产资源等项目的投资、拥有老挝占巴塞省帕克松地区两个区块铝土矿资源的部分收益权，老挝铝土矿资源开发项目位于老挝占巴塞省帕克松地区，共两个区块。凯丰资源控股有限公司拥有其中第一个资源区块（LSI区块铝土矿项目）35.7%的权益；拥有第二个资源区块（YUQIDA区块铝土矿项目）17.9%的权益（至项目开发阶段，将上升至43.4%）。根据在第一个资源区块进行的阶段性地质工作的结果，该区块现已探明的优质铝土矿资源量达1.6亿吨（Al₂O₃平均品位37.91%，平均铝硅比为12.18），老挝占巴塞省帕克松地区铝土矿属第四系玄武岩红土型风化壳型三水铝土矿，具有资源量丰富、勘查开发条件较好、预期效益明显的特点；第二个资源区块地质遥感解析工作正在进行中。

目前详探的LSI区块面积为66平方公里，氧化铝储量1.6亿吨，未详细勘探的面积为72平方公里，上述铝土矿资源处于同一地区，地质具有一定的共性，我们简单估计LSI地区未详探的氧化铝储量为1.75亿吨，未详探的YUQIDA区块588平方公里的氧化铝储量为14.29亿吨，两个区块合计氧化铝

储量为 17.58 亿吨，按照目前凯丰资源的持股比例，其目前拥有的氧化铝权益储量为 3.76 亿吨，至项目开发阶段将拥有的权益储量为 7.4 亿吨。

图 5 老挝铝土矿项目股权情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

5、工程承包业务：

2010 年公司在执行项目包括：印度 10 万吨/年铅冶炼厂项目、吉尔吉斯铜金矿项目、印度维丹塔电解铝槽上设备项目、哈萨克斯坦电解铝项目、赞比亚 KCM 竖井项目等，这些项目大多数在 2010 年是结算尾期，公司 2010 年工程承包收入和毛利也相应出现了下滑。

目前公司有大额的意向订单，工程承包业务下滑趋势有望扭转。目前公司拥有的意向订单包括《伊朗加佳姆 11 万吨/年电解铝厂项目一期槽上设备供货合同》、《美国 CMA 盐矿山项目总承包合同》、《伊朗扎兰德铁矿选厂项目供货合同》等。

6、装备制造业务

该项业务为公司控股子公司——中国有色（沈阳）冶金机械有限公司及中国有色（沈阳）泵业有限公司所经营的业务，公司该项业务盈利能力逐步提升，依托公司大量的工程承包业务，该项业务预计未来发展潜力非常大。

图 6 装备制造业务近几年经营状况

	营业收入（万元）	毛利率
2007 年	80272	8.24%
2008 年	89160	23.88%
2009 年	73929	18.38%
2010.1-6	49797	17.55%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

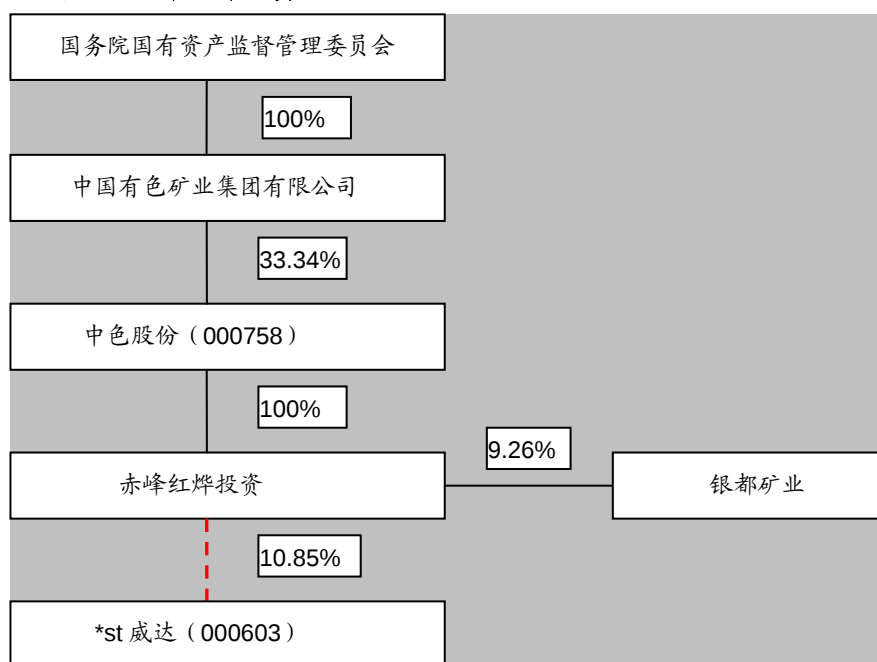
7、股权投资情况

1) 威达 10.85%的股权:

中色股份全资子公司红烨投资有望成为*st 威达第二大股东。红烨投资以持有的银都矿业 9.29%的股权认购*st 威达非公开发行的股份，一旦*st 威达重组成功，红烨投资将成为*st 威达第二大股东，持*st 威达股份 5807.38 万股，股权比例 10.85%。

赤峰红烨拥有的银都矿业 9.26%的股权的投资成本为 1000 万元，按照目前威达 33 元的股价，一旦*st 威达重组成功及红烨投资变现这部分股权，中色股份该项投资将实现总的投资收益 15 亿元左右，增厚 EPS2.2 元左右。

图 7 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

2) 民生人寿 13.71%股权投资

中色目前持民生人寿股权比例 13.71%，投资成本 3.84 亿元。民生人寿 2003 年开始营业，保费收入迅速增长，市场规模不断扩大，我们认为，该项投资也有望给公司带来超额的投资收益。

3) 菲律宾建金发展公司的 40%股权投资

菲律宾建金发展公司主要经营范围为房地产开发、矿山、贸易。主要资产为 1989 年在菲律宾马尼拉市中心金融街附近的玛卡地购置的 6400 平方米的土地。目前该公司已联合当地著名的房产开发商共同开发此项目，中色该项投资也有望带来超额收益。

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	4880	6846	7559	营业收入	4625	6200	8734	9684
现金	1602	1550	2184	2421	营业成本	3717	5045	6836	7473
应收账款	920	1171	1688	1867	营业税金及附加	60	105	148	165
其他应收款	415	0	0	0	营业费用	150	186	245	242
预付账款	584	714	972	1079	管理费用	337	409	437	387
存货	1092	1346	1880	2056	财务费用	151	120	161	197
其他流动资产	48	98	123	136	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	2	2	2
固定资产	1854	2570	3374	4103	营业利润	241	336	909	1222
无形资产	1090	1090	1090	1090	营业外收入	95	115	0	0
其他非流动资产	1220	1140	1273	1246	营业外支出	6	6	0	0
资产总计	9341	10197	13100	14514	利润总额	330	445	909	1222
流动负债	4163	4896	7038	7487	所得税	81	102	209	281
短期借款	1698	2071	3514	3678	净利润	249	343	701	943
应付账款	674	878	1187	1308	少数股东损益	164	312	318	428
其他流动负债	1791	1947	2336	2500	归属母公司净利润	85	31	383	515
非流动负债	1387	1089	1149	1169	EBITDA	592	570	1224	1619
长期借款	578	578	578	578	EPS (元)	0.13	0.05	0.60	0.81
其他非流动负债	809	511	571	590	主要财务比率				
负债合计	5550	5986	8187	8656	会计年度	2009	2010	2011	2012
少数股东权益	1995	2306	2625	3052	成长能力				
股本	639	639	639	639	营业收入	-6.3%	34.0	40.9	10.9
资本公积	219	219	219	219	营业利润	-23.7	39.6	170.5	34.4
留存收益	1018	1037	1420	1935	归属于母公司净利润	-20.2	-63.2	1128.	34.6
归属母公司股东权益	1797	1905	2289	2806	获利能力				
负债和股东权益	9341	10197	13100	14514	毛利率(%)	19.6	18.6	21.7	22.8
现金流量表					净利率(%)	1.8%	0.5%	4.4%	5.3%
单位:百万					ROE(%)	4.7%	1.6%	16.7	18.4
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	8.2%	7.5%	13.3	15.4
经营活动现金流	561	504	441	1168	偿债能力				
净利润	249	343	701	943	资产负债率(%)	59.4	58.7	62.5	59.6
折旧摊销	201	113	154	200	净负债比率(%)	44.30	46.91	52.03	51.10
财务费用	151	120	161	197	流动比率	1.12	1.00	0.97	1.01
投资损失	-18	-2	-2	-2	速动比率	0.85	0.71	0.70	0.73
营运资金变动	9	-136	-666	-194	营运能力				
其他经营现金流	-30	66	92	25	总资产周转率	0.52	0.63	0.75	0.70
投资活动现金流	-156	-768	-1098	-898	应收账款周转率	4	5	6	5
资本支出	322	800	1100	900	应付账款周转率	5.83	6.50	6.62	5.99
长期投资	-28	-17	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	138	15	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.05	0.60	0.81
筹资活动现金流	-46	211	1291	-33	每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.79	0.69	1.83
短期借款	-263	373	1443	164	每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.98	3.58	4.39
长期借款	-238	0	0	0	估值比率				
普通股增加	58	0	0	0	P/E	248.9	676.4	55.06	40.91
资本公积增加	2	0	0	0	P/B	11.74	11.07	9.21	7.51
其他筹资现金流	394	-162	-153	-197	EV/EBITDA	38	40	19	14
现金净增加额	357	-52	634	237					

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

研究团队简介

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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