

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: 32.77 元

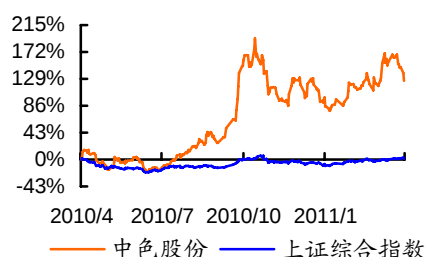
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3007.04
总股本(百万)	639
流通股本(百万)	426
流通市值(亿)	140
EPS (TTM)	
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-良好的资源获取能力是公司快速发展的坚实基础》2011-4-13

《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

000758

推荐

**2010 年业绩符合预期; 公司有色金属资源扩张的现实基础
使公司未来规模与业绩出现爆发性增长成为可能**

投资要点:

- 中色股份今日公告了 2010 年年报, 公司 2010 年实现营业收入 59.54 亿元, 同比增长 28.73%; 实现营业利润 2.56 亿元, 同比增长 4.3%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4923 万元, 同比下降 43%; 实现基本 EPS0.077 元, 符合我们之前的预期。
- 2010 年分配预案: 拟以 2010 年末总股本 63888 万股为基数, 拟按每 10 股送红股 2 股, 派发现金红利 0.30 元 (含税)。
- 公司有色金属资源方面扩张方面具有明显的现实基础。1、公司目前在矿产资源丰富的地区拥有赤峰地区 14 个探矿权, 有望取得满意的结果; 2、公司自身具有很强的资源获取经验和能力; 3、背靠拥有大量有色金属矿产资源的集团公司, 有望获得集团的支持; 4、有望以稀土冶炼为契机向稀土上游资源领域开拓。我们认为, 中色股份在资源获取方面具有同行业企业难以企及的优势。
- 老挝铝土矿项目进展顺利、有望成未来业绩增长点。2010 年公司加快了老挝地区铝土矿项目的开发工作, 顺利完成了地质勘查, 并组织了老挝南部铝土矿勘查工程的招标、评标、合同签订, 目前勘探工程已经顺利展开。
- 工程承包业务有所好转, 并首次进入了西方发达国家。2010 年公司签订了美国 CMA 盐矿山建设 EPC 交钥匙工程承包项目合同和采矿承包合同, 国际工程承包业务首次进入西方发达国家市场; 签署了伊朗 Aluminium pars hanza 公司 31 万吨/年电解铝项目一期 EPC 总承包合同, 合同总金额 48.84 亿元人民币; 印度市场在建项目在逆境中执行也较为顺利。
- 装备制造业务发展迅速。主导产品料浆输送隔膜泵、铝电解多功能机组和冶金设备均具有很强的市场竞争力, 与公司国际工程承包业务形成了良好的互动。
- 维持推荐的投资评级。由于公司主要业务的发展及工程承包业务恢复低于预期, 我们调低 11-12 年的盈利预测, 基于公司目前业务稳定发展、不考虑巨额投资受益兑现, 预测 11-13 年 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元和 0.58 元, 考虑到公司铅锌资源增加方面有现实基础 (探矿权)、最早进入广东稀土领域的央企, 自身海内外资源获取能力、以及不排除中国有色集团对上市公司的支持, 我们认为, 一旦某一方面出现突破, 公司规模及业绩都可能出现爆发性的增长, 维持推荐。
- 风险提示: 金属价格大幅下跌。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5954	6630	7525	8360
同比(%)	29%	11%	13%	11%
归属母公司净利润(百万元)	49	210	280	373
同比(%)	-43%	327%	33%	33%
毛利率(%)	18.4%	19.2%	19.5%	20.0%
ROE(%)	2.5%	9.3%	11.0%	12.8%
每股收益(元)	0.08	0.33	0.44	0.58
P/E	425.26	99.61	74.74	56.13
P/B	10.57	9.25	8.23	7.17
EV/EBITDA	35	29	22	17

资料来源: 中投证券研究所

1、公司基本情况：有色金属业务是利润的主要来源

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 40% 以上。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

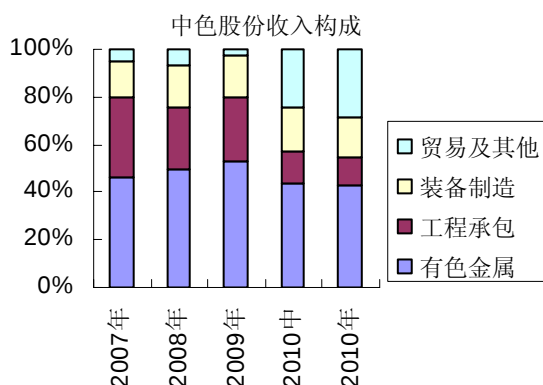
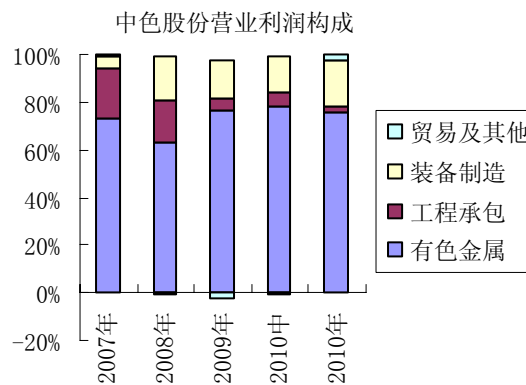
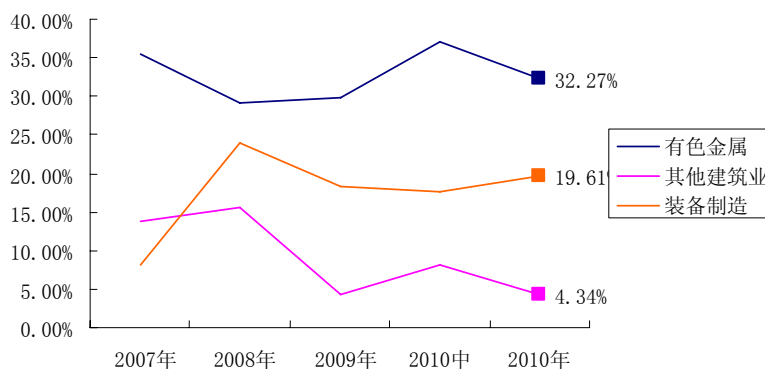


图 2 中色股份营业利润构成



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

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 年	2047	2017	35478	2012

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（万元）
2007 年	6.25	6.26	-
2008 年	6.59	6.26	-
2009 年	6.35	6.8	42745
2010 年	5.75	5.26	47923

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。

该矿主要由公司持股49.09%（预计2011年股权比例提升至52.31%）的赤峰中色锌业有限公司（原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 年	3.18	3.51	44782	21190

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.3 铅锌冶炼

主要由公司持股 51% 的赤峰中色库博红烨锌业有限公司经营，该公司负责经营赤峰红烨锌冶炼厂三期项目，同时还管理赤峰锌冶炼厂一期和二期工程 5 万吨的现有生产能力，使得一、二、三期工程共计 11 万吨的锌冶炼生产能力得到统一管理，实现规模效益，同时也使得赤峰地区成为本公司的锌冶炼加工基地。

赤峰中色库博红烨锌业有限公司 2010 年生产锌产品 8.3 万吨，实际销售 10.3 万吨，完成营业额 20.4 亿元，实现利润总额 936 万元。

3.4 赤峰多金属矿勘查项目

中色股份目前在矿产资源丰富的赤峰地区获得 14 个探矿权，合计 559 平方公里，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。

3.5 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

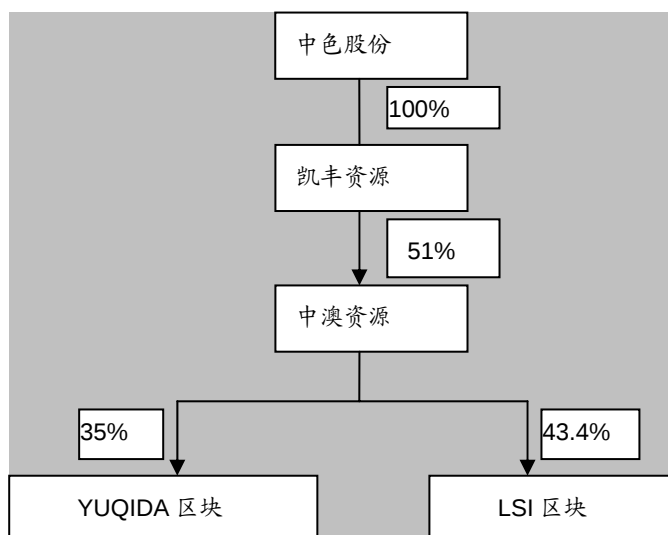
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.6 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、拥有老挝占巴色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色省帕克松地区，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（ Al_2O_3 平均品位 37.91%，平均铝硅比为 12.18），老挝占巴色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 4 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。

中国有色（沈阳）冶金机械有限公司：中色股份持股比例为 51.9%。该公司的主导产品料浆输送隔膜泵、铝电解多功能机组和冶金设备均具有很强的市场竞争力，该公司的并入为中色股份强化设备制造能力，增强国际工程承包竞争力提供了平台。2010 年该公司实现营业收入 10.08 亿元，实现利润总额 13396 万元。

中国有色（沈阳）泵业有限公司：中色股份持股 96%，中国有色（沈阳）冶金机械有限公司持股 4%。该公司主营业务为隔膜泵的设计与产销，该公司的设立将有利于我公司将中国有色（沈阳）冶金机械有限公司的主打产品之一——隔膜泵进一步做大做强，2010 年该公司的年产 100 台隔膜泵项目顺利建成投产，实现营业额 1.4 亿元，实现利润总额 46.7 万元。

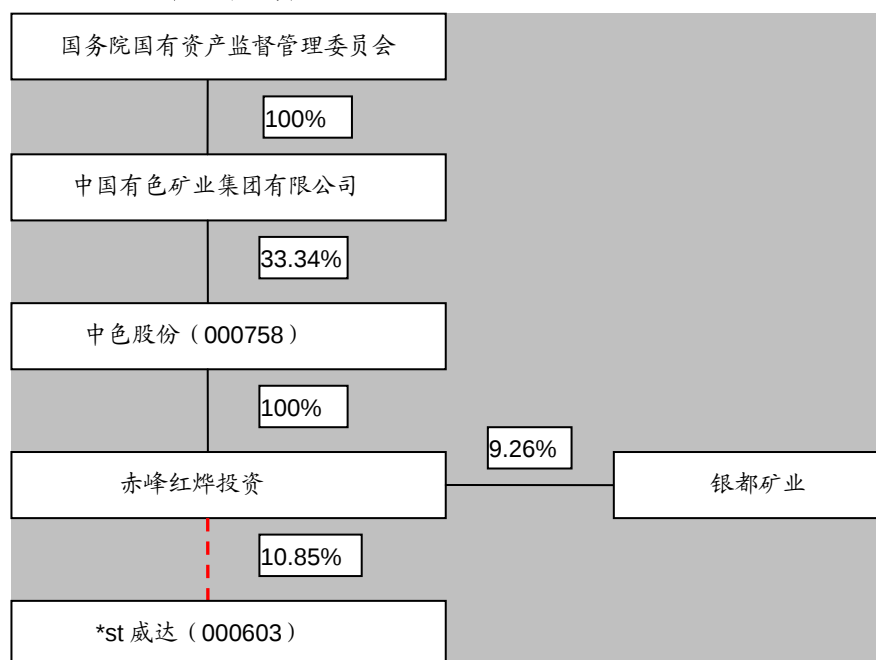
7、股权投资情况

1) 威达 10.85%的股权（威达重组成功后）：

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 5362.83 万股，股权比例 10.26%。

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 37 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近 20 亿元，增厚 EPS2.5 元左右。

图 5 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	4659	5215	5906	6516	营业收入	5954	6630	7525	8360
现金	1190	1658	1881	2090	营业成本	4861	5358	6056	6691
应收账款	847	1139	1259	1378	营业税金及附加	91	99	98	92
其他应收款	367	0	0	0	营业费用	168	166	181	184
预付账款	534	677	763	826	管理费用	385	365	376	334
存货	1560	1623	1863	2062	财务费用	180	118	150	175
其他流动资产	161	119	140	161	资产减值损失	66	0	0	0
非流动资产	5353	5905	6785	7411	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	599	600	600	600	投资净收益	53	0	0	0
固定资产	1741	2620	3468	4171	营业利润	256	525	665	883
无形资产	1207	1207	1207	1207	营业外收入	246	0	0	0
其他非流动资产	1806	1478	1511	1433	营业外支出	84	0	0	0
资产总计	10013	11121	12691	13927	利润总额	419	525	665	883
流动负债	3706	4954	5896	6430	所得税	111	131	166	221
短期借款	1634	2316	3083	3446	净利润	307	394	499	664
应付账款	710	855	961	1050	少数股东损益	258	184	219	291
其他流动负债	1362	1783	1851	1934	归属母公司净利润	49	210	280	373
非流动负债	2262	1656	1784	1819	EBITDA	654	791	1025	1334
长期借款	433	433	433	433	EPS (元)	0.08	0.33	0.44	0.58
其他非流动负债	1830	1223	1352	1386					
负债合计	5968	6610	7680	8249	主要财务比率				
少数股东权益	2064	2248	2468	2759	会计年度	2010	2011	2012	2013
股本	639	639	639	639	成长能力				
资本公积	340	340	340	340	营业收入	28.7	11.4	13.5	11.1
留存收益	1055	1265	1545	1918	营业利润	6.4%	105.0	26.5	32.9
归属母公司股东权益	1980	2262	2543	2918	归属于母公司净利润	-43.4	326.9	33.3	33.2
负债和股东权益	10013	11121	12691	13927	获利能力				
					毛利率 (%)	18.4	19.2	19.5	20.0
					净利率 (%)	0.8%	3.2%	3.7%	4.5%
					ROE (%)	2.5%	9.3%	11.0	12.8
					ROIC (%)	8.2%	9.8%	10.2	11.7
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	59.6	59.4	60.5	59.2
					净负债比率 (%)	37.68	44.29	48.13	49.20
					流动比率	1.26	1.05	1.00	1.01
					速动比率	0.83	0.72	0.68	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.63	0.63	0.63
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.02	6.84	6.67	6.65
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.33	0.44	0.58
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	1.08	1.10	1.44
					每股净资产 (最新摊薄)	3.10	3.54	3.98	4.57
					估值比率				
					P/E	425.2	99.61	74.74	56.13
					P/B	10.57	9.25	8.23	7.17
					EV/EBITDA	35	29	22	17

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