



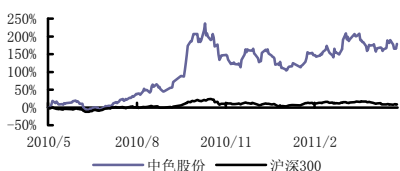
## 原材料 - 有色

2011 年 6 月 13 日

| 市场数据         | 2011 年 6 月 13 日       |
|--------------|-----------------------|
| 当前价格 (元)     | 37.68                 |
| 52 周价格区间 (元) | 11.45-41.90           |
| 总市值 (百万)     | 22156.36              |
| 流通市值 (百万)    | 14767.79              |
| 总股本 (百万股)    | 638.88                |
| 流通股 (百万股)    | 425.83                |
| 日均成交额 (百万)   | 762.75                |
| 近一月换手 (%)    | 128.36%               |
| Beta (2 年)   | 1.5                   |
| 第一大股东        | 中国有色矿业集团有限公司          |
| 公司网址         | http://www.nfc.com.cn |

| 财务数据   | FYE | 行业均值 |
|--------|-----|------|
| 毛利率    | 18% | 11%  |
| 净利率    | 1%  | 4%   |
| 净资产收益率 | 2%  | 7%   |
| 总资产收益率 | 5%  | 5%   |
| 资产负债率  | 59% | 55%  |
| 市盈率    | 450 | 54   |
| 市净率    | 11  | 4    |

### 一年期行情走势比较



| 表现     | 1m     | 3m     | 12m     |
|--------|--------|--------|---------|
| 中色股份   | 5.83%  | 10.66% | 189.24% |
| 沪深 300 | -5.28% | -2.81% | 14.51%  |

### 相关报告

周宠

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人, 周宠, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 有较多看点的有色央企, 长期看好

—中色股份(000758)调研报告

评级: 买入

| 预测指标       | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5954  | 5824  | 8878  | 10101 |
| 净利润 (百万元)  | 49    | 146   | 445   | 323   |
| 每股收益 (元)   | 0.08  | 0.23  | 0.70  | 0.51  |
| 净利润增长率%    | -42%  | 196%  | 205%  | -27%  |
| 每股净资产 (元)  | 3.1   | 3.3   | 3.9   | 4.3   |
| 市盈率        | 450   | 162   | 53    | 73    |
| 市净率        | 11    | 10    | 10    | 9     |

资料来源: 世纪证券研究所

■ 从利润构成上看, 中色股份主要包含有色 (铅锌+稀土)、工程承包、装备三大业务。其中, 有色是利润的主要贡献者。2010 年报表数据显示, 有色占营业收入的 43%, 营业利润的 76%。预期未来, 三大业务中国际工程承包业绩复苏、装备制造业务稳定增长, 而有色业务 (铅锌+稀土冶炼) 则随着矿权的变化, 而存在着较大的变数。

■ 有色业务的变数包括: 一是赤峰地区 14 个探矿权或在今年年底前出结果, 公司的铅锌资源存在着翻倍的可能性。二是南方稀土矿权的归属问题, 明年新丰的南方稀土 7000 吨分离能力建成。三是铅锌价格波动问题, 虽然铅锌基本面支持金属价格高位, 但流动性因素对价格的影响不可小视。四是或有的缅甸矿权将成为公司吸引投资者的亮点。

■ 长期看, 集团资产注入是必然。中色集团在海外拥有一批国内紧缺的优质资源和资源项目, 在国家鼓励央企整合的背景下, 中色股份将会是集团的重要融资平台。

■ 股价表现时点的催化剂包括: ST 威达重组成功; 赤峰地区探矿出结果; 与新威在缅甸开矿的进展; 稀土价格持续上涨等。

■ 评级“买入”。短期看威达重组及赤峰探矿结果、中期看稀土矿权、长期看集团资产注入, 我们认为中色值得长期关注。

■ 风险: 铅锌价格下跌、探矿结果不理想、国外探矿采矿行为存在着国际环境变化的风险等。

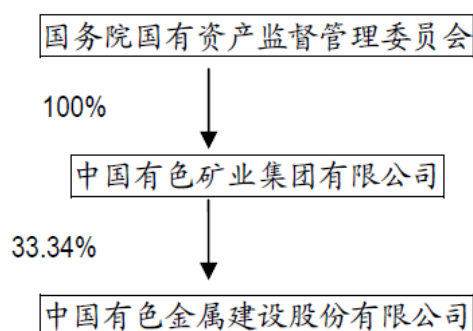


## 公司概况

中国有色建设股份有限公司 1983 年经国务院批准成立，主要从事国际工程承包和有色金属矿产资源开发。1997 年 4 月 16 日进行资产重组，剥离优质资产改制组建中色股份，并在深圳证券交易所挂牌上市。中色股份是国际大型技术管理型企业，公司的业务领域已经覆盖了设计、技术咨询、成套设备供货和安装、技术服务、试车投产、人员培训等有色金属工业的全过程。

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。公司目前的收入及利润主体为有色矿业贡献。

Figure 1 公司大股东为中国有色矿业集团



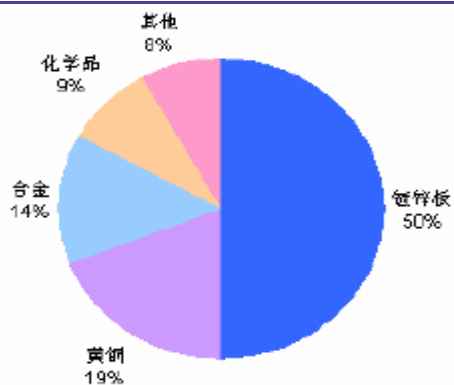
资料来源：世纪证券研究所

## 公司所处行业背景——铅锌需求支持价格高位、稀土供给收紧

### 一、 铅锌需求回升，支撑价格高位

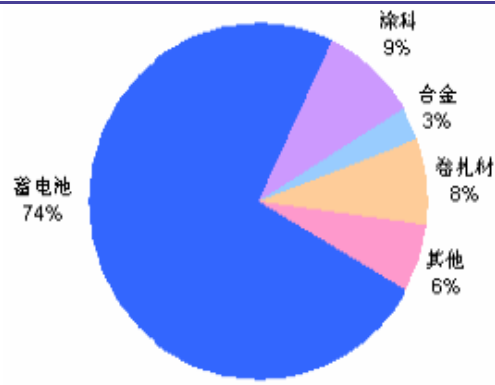
铅锌价格在 08 年金融危机后出现一轮暴跌，目前铅锌行业处于新一轮周期中部向上的位置，随着国内外经济复苏持续，我们预计未来两年基本面支持铅锌价格的高位。

Figure 2 锌的主要需求领域



资料来源：世纪证券研究所、WIND

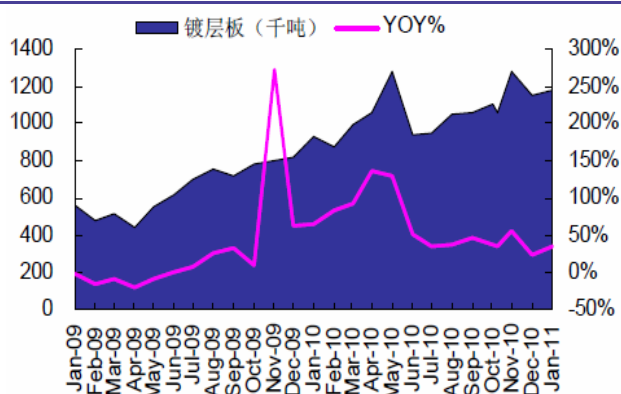
Figure 3 铅的主要需求领域



资料来源：世纪证券研究所、WIND

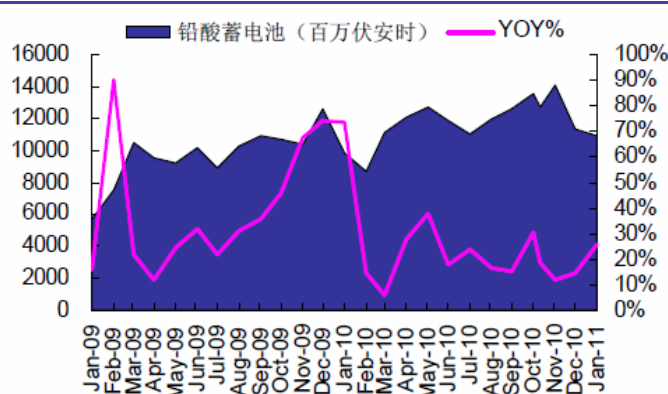
从铅锌最主要的下游行业看，我国镀锌板、蓄电池等需求平稳增长。

Figure 4 锌主要下游——镀锌板月度产量



资料来源：世纪证券研究所、WIND

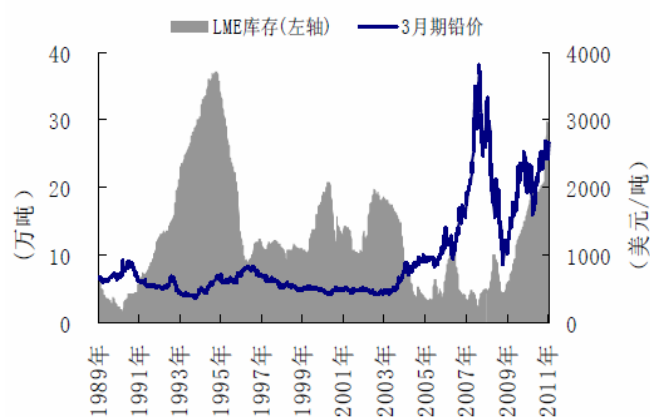
Figure 5 铅主要下游——蓄电池月度产量



资料来源：世纪证券研究所、WIND

不过，流动性的因素也不可小视，随着流动性收紧的预期不断强化，对金属价格形成压力。考虑到全球经济息复苏以及中国、印度等新兴经济体对需求的支撑，我们认为铅锌价格在高位波动的可能性偏大。

Figure 6 LME 铅价及库存



资料来源：世纪证券研究所、WIND

Figure 7 LME 锌价及库存



资料来源：世纪证券研究所、WIND

二、稀土——供给收紧、需求旺盛，价格维持高位

稀土即稀土元素，是化学元素周期表中镧系元素加上与镧系性质相近的钪、钇两个元素共 17 个元素的统称。由于具有特殊的物理和化学特性，稀土被广泛应用于冶金机械、石油化工、玻璃陶瓷、农业以及电子信息、生物、新材料、新能源等国民经济各个领域。

**中国稀土储量占 36%，却贡献了全球 97%的产量。**根据美国地质调查局的统计，全球稀土分布较为分散，除中国稀土占全球 36%的份额外，其他 64%则分布于世界各国。独联体占 19%，美国占 13%，印度占 3.1%，巴西占 0.05%，马来西亚占 0.03%，中国是全球第一大稀土资源大国。从全球稀土的供应情况来看，2009 年，中国共生产 12 万吨稀土氧化物，占到了全球产量的 96.99%，具备绝对垄断地位。

**随着新能源、新材料产业的发展，稀土需求旺盛。**稀土原来被广泛应用于冶金机械、石油化工、玻璃陶瓷、农业等行业，但随着新能源汽车、新材料产业的发展，稀土在新兴产业领域的需求不断扩大。

Figure 8 稀土在新材料、新能源产业中的应用

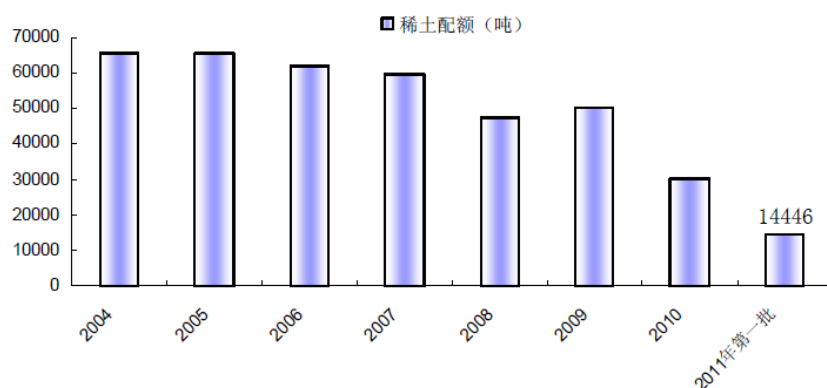
| 稀土新材料   | 涉及的战略新兴产业          | 主要应用领域                           | 主要下游产品                                  | 主要稀土元素          |
|---------|--------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|-----------------|
| 稀土永磁材料  | 新能源产业、节能环保产业、新能源汽车 | 新能源汽车<br>风力发电直驱发电机<br>节能家电中的永磁电机 | 变频家电(空调、冰箱等)、直驱永磁风力发电机、新能源汽车稀土永磁电机音圈电机等 | 钕、镨、钐、镝、铽       |
| 贮氢合金材料  | 新能源汽车              | 镍氢、燃料电池                          | 混合动力汽车、电动自行车等                           | 铈、镧、镨、钕         |
| 稀土催化剂材料 | 新材料产业              | 裂化催化、净化催化、燃烧助催化                  | 汽车尾气净化器、石油催化裂化剂等                        | 铈、镧、钕           |
| 稀土发光材料  | 节能环保产业             | 稀土荧光粉                            | 各类节能照明源、3C 产品产品显示器(液晶、平板电视等)            | 铕、钇、铽、镝、铈、镧、镨、钕 |

资料来源：世纪证券研究所

**稀土供应却不断收紧。**中国稀土产量占全球 97%的份额，“稀土卖了白菜价”的现状，引发了政策层面的动作不断。先后出台了严控稀土矿开采总量、加大行业整合力度、调高行业准入门槛、实行稀土矿及冶炼指令性生产，调高出口税率以及实行出口配额控制等一系列行业政策。出口方面，我国稀土产品出口自 1998 年起就实施配额许可证制度，配额近

年来不断下降。

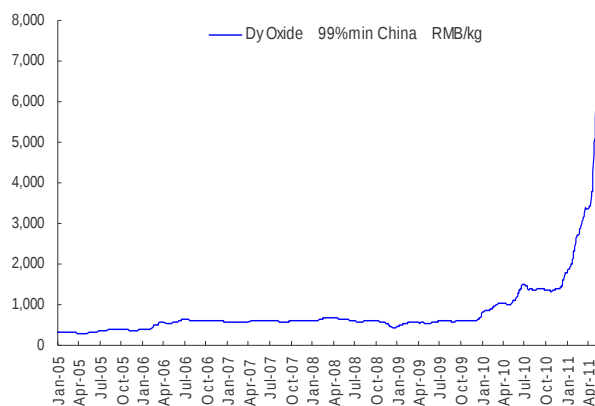
Figure 9 稀土配额不断下降



资料来源：世纪证券研究所、WIND

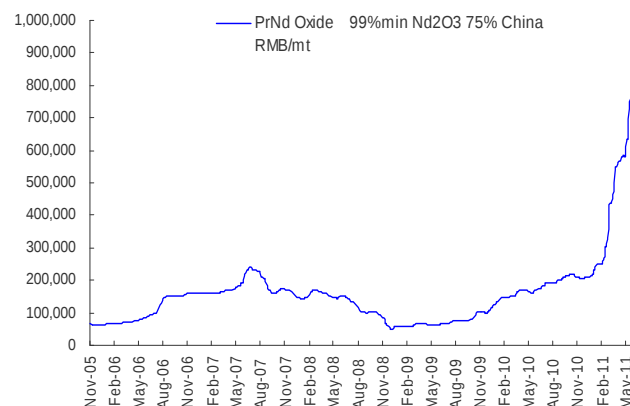
**稀土价格暴涨。**稀土需求旺盛、供给收紧，政府态度上升到国家层面、战略高度。在这种背景下，稀土价格出现了暴涨。重稀土氧化镝价格从年初的 100 万元/吨，上涨到目前的接近 700 万元/吨，轻稀土氧化镨钕价格也从年初的 20 万元/吨，上涨到目前的接近 100 万元/吨。

Figure 10 重稀土氧化镝价格走势



资料来源：世纪证券研究所

Figure 11 轻稀土氧化镨钕价格走势



资料来源：世纪证券研究所

**从下游接受程度来看，稀土价格维持高位的可能性大。**

下游能否接受是稀土价格能否持续走高的关键。假设均价上涨 50 万元/吨，根据主要下游的使用量，粗算下游材料成本的上涨如下表，除了风电直驱电机受到的影响较大，材料成本的上升约占售价的 10%，其它领域影响在 5% 以内，意味着向下游传导的可能性较大。

Figure 12 假设稀土价格上涨 50 万元/吨，主要下游承受能力

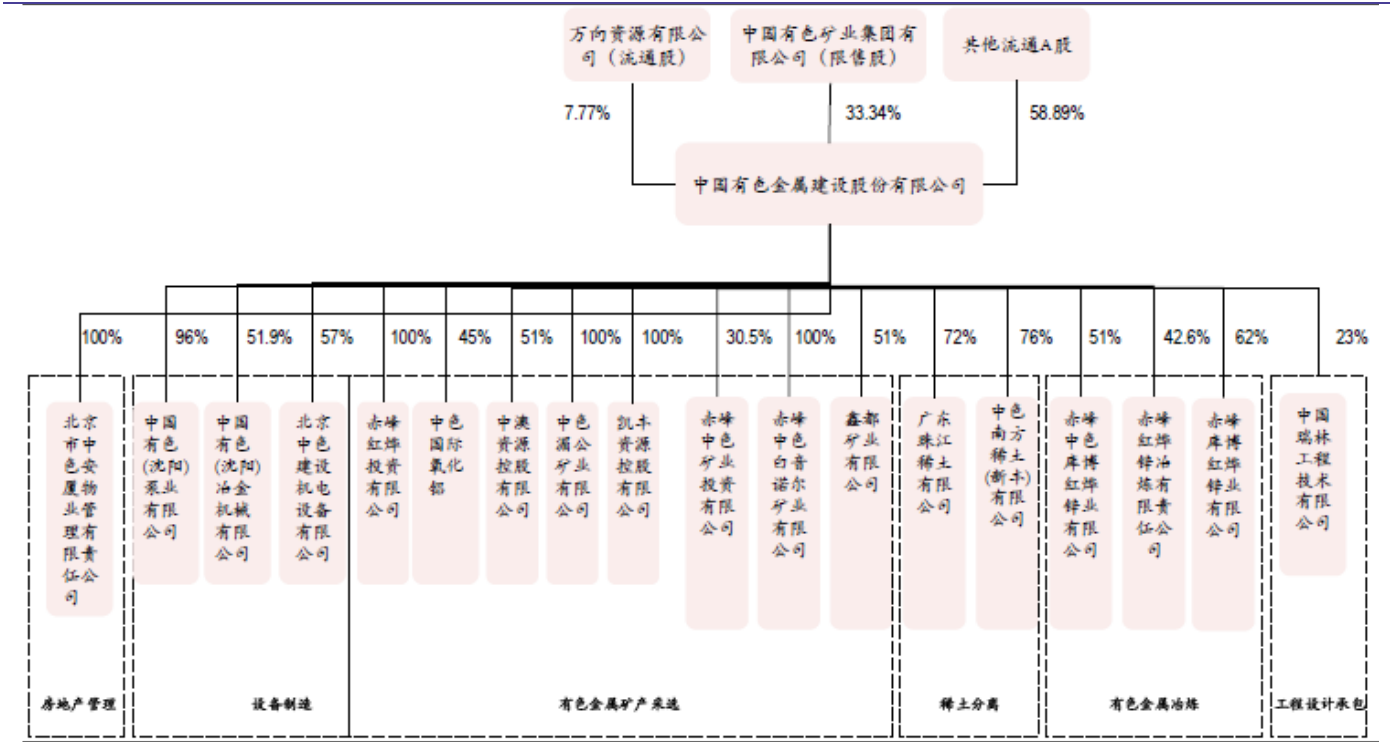
|            | 使用量(大<br>约) | 单位成本<br>上升     | 单位售价           | 占比     |
|------------|-------------|----------------|----------------|--------|
| 新能源汽车      | 3-5 公斤      | 1500-2500<br>元 | 20-30 万元       | 约 1%左右 |
| 风电直驱<br>电机 | 1 吨         | 50 万元          | 500-1000<br>万元 | 5%-10% |
| 变频空调       | 0.3 公斤      | 150 元          | 3000-5000<br>元 | 3%-5%  |
| 核磁共振       | 500 公斤      | 25 万元          | 500 万左右        | 5%左右   |

资料来源：世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司业务主要可以分三类：国际工程承包、有色金属业务、装备制造业务。其中有色金属业务包括铅锌的开采和冶炼、稀土的分离。下图为公司控股、参股的子公司情况。

Figure 13 公司控股、参股子公司

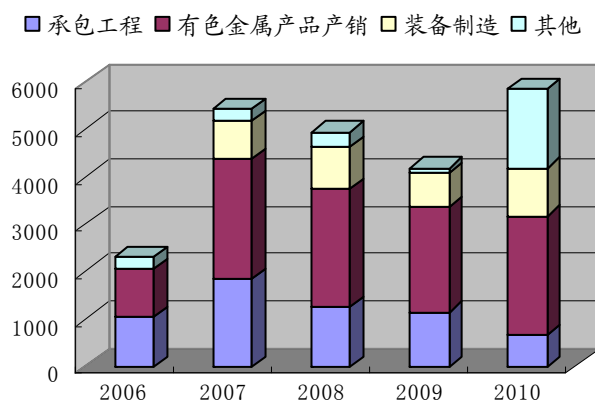


资料来源：中银国际

2010 年报数据显示，有色金属业务占营业收入的 43%，营业利润的 76%。  
2010 年收入构成中其他项目有较大的贡献，主要是有色金属的贸易增加

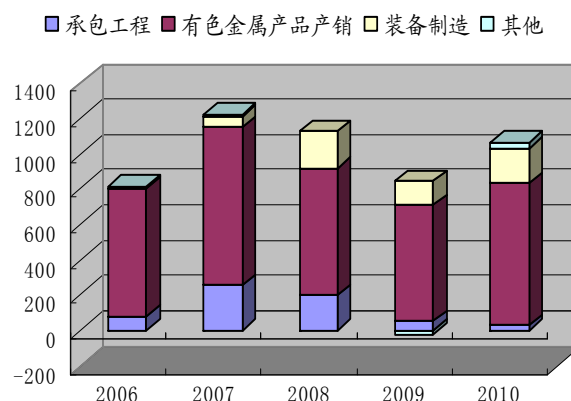
所致，从以往的数据推断，贸易增加不具有持续性，另外对利润的贡献也较小。因此贸易在此文不作讨论。

Figure 14 2010 年收入构成 (单位: 百万元)



资料来源: 世纪证券研究所

Figure 15 2010 年利润构成 (单位: 百万元)



资料来源: 世纪证券研究所

## 一、国际工程承包业务回升

近期接到的大单显示国际承包业务开始回升。受到金融危机的后续影响和中东地区形势动荡的共同影响，公司承包工程业务下滑，2010 年由于前期合同大部分进入尾声，收入及利润明显萎缩。不过，随着近期公司公布的几个大单，我们预期公司承包业务将会有明显的起色。10 年底及 11 年初，公司分别与伊朗 ALPHACO 公司及伊朗南方铝业签署了《EPC 总承包合同》，合同总价高达 48.8 亿元及 71.8 亿元，盈利预测中，假设 2011 年成功履约，为 2012、2013 年带来每年 40 亿左右的收入。

Figure 16 公司在手的承包合同 (不计已进入尾声的项目)

|                            | 签订合同时间   | 合同金额     | 2010 年完成 |
|----------------------------|----------|----------|----------|
| 哈铜吉尔吉斯黄金选厂                 | 20081220 | 4326 万美元 | 1.8 亿元   |
| 伊朗扎兰德铁矿选矿厂供货合同             | 2010 年初  | 7000 万欧元 | 7280 万元  |
| 伊朗加佳姆电解铝项目                 | 2010 年初  | 6380 万欧元 | 274 万元   |
| 伊朗南方铝业公司电解铝项目二期 EPC 总承包合同  | 20110302 | 71.8 亿元  | 等待生效     |
| 伊朗 ALPHACO 电解铝项目 EPC 总承包合同 | 20101220 | 48.8 亿元  | 等待生效     |

资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

## 二、装备制造业稳定增长

亮点在于年产 100 台隔膜泵项目建成投产。装备制造业务为控股子公司中国有色(沈阳)冶金机械有限公司、中国有色(沈阳)泵业有限公司完成。中国有色(沈阳)冶金机械有限公司是中国有色集团实现股权分

置改革注资承诺而转入中色股份的，注册资本 2.8 亿元人民币，公司持股比例为 51.9%。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，2010 年完成营业额 10 亿元，实现利润总额 1.34 亿元。中国有色（沈阳）泵业有限公司是中色股份和控股子公司中国有色（沈阳）冶金机械有限公司共同投资设立的，公司主营业务为隔膜泵的设计与产销，年产 100 台隔膜泵项目与 2010 年顺利建成投产，2010 实现营业额 1.4 亿元，实现利润总额 46 万元。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。据了解，公司大型隔膜泵产品均价 300 万元左右，为国外同类产品价格的一半左右，毛利率约 30% 左右。我们预测公司隔膜泵业务在未来两年将带来 4 亿多的收入以及 1 亿左右的利润。

### 三、锌铅业务

目前锌铅业务主要分为锌铅精矿采选和锌铟的冶炼业务。铅精矿全部外卖，锌精矿 70% 左右自用，30% 左右外卖。公司锌铅业务最大的亮点在于，在有色金属之乡赤峰地区拥有 14 个探矿权，未来成长潜力巨大。

Figure 17 公司锌铅资源情况

| 子公司名             | 控股情况 (%) | 锌（金属量：万吨） |        |        | 铅（金属量：万吨） |       |        |
|------------------|----------|-----------|--------|--------|-----------|-------|--------|
|                  |          | 储量        | 权益储量   | 品位 (%) | 储量        | 权益储量  | 品位 (%) |
| 赤峰白音诺尔锌铅矿        | 44.72    | 78        | 34.88  | 5.53   | 28        | 12.52 | 1.97   |
| 蒙古敖包锌矿           | 51       | 123       | 62.73  | 13.7   | 0         | 0     | 0      |
| TZN 澳大利亚安格斯锌铅矿   | 9.26     | 16.87     | 1.57   | 7      | 6.56      | 0.61  | 2.72   |
| TZN 阿尔及利亚塔哈姆扎锌铅矿 | 6.01     | 304.7     | 18.46  | 5.2    | 76.18     | 4.62  | 1.3    |
| 合计               |          | 522.57    | 117.64 |        | 110.74    | 17.75 |        |

资料来源：世纪证券研究所

锌铅矿产资源方面，公司控股中蒙合资图木尔廷-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%）。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。公司 10 年合计锌精矿

含锌产量 8.04 万吨，铅精矿含铅产量 0.9 万吨。其中蒙古敖包矿锌精矿产量 5.75 万吨（09 年产量 6.35 万吨），白音诺尔矿锌精矿产量 2.29 万吨（09 年产量 2.42 万吨）。我们盈利预测中假设蒙古敖包矿产量保持稳定，白音诺尔矿产量略有增加，公司也表示将大力开展其矿区扩产和周边探矿工作。

Figure 18 过去三年两矿产量及收入利润情况

|                      |               | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年  |
|----------------------|---------------|--------|--------|---------|
| 图木尔廷-敖包矿<br>(控股 51%) | 生产锌精矿含锌(万吨)   | 6.59   | 6.35   | 5.752   |
|                      | 销售锌精矿含锌(万吨)   | 6.26   | 6.8    | 5.262   |
|                      | 收入(百万元)       | 480    | 427.45 | 479.227 |
|                      |               | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年  |
| 赤峰白音诺尔铅锌矿            | 铅锌金属量合计生产(万吨) | 2.25   | 3.24   | 3.18    |
|                      | 铅锌金属量合计销售(万吨) | 2.51   | 3.76   | 3.511   |
|                      | 收入(百万元)       | 443.1  | 367.42 | 447.82  |
|                      | 利润总额(百万元)     | 67.8   | 92.92  | 211.9   |

资料来源：世纪证券研究所

**冶炼能力方面：**公司现有三期锌冶炼产能共 11 万吨，第四期 10 万吨预计将于 6 月投产，届时公司将具备 21 万吨锌冶炼能力。

**亮点在于赤峰地区拥有 14 个探矿权，资源增长潜力巨大。**来赤峰地区是中国著名的有色金属之乡，中色在矿产资源丰富的赤峰地区已经运作多年，公司在赤峰拥有 14 个探矿权，目前已进行详勘，预计年底前有所得，资源储量有翻倍的可能性。

Figure 19 赤峰地区处于成矿带上



资料来源：世纪证券研究所

#### 四、稀土业务

随着稀土价格的走高，珠江稀土利润稳定增长。稀土业务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 年产出稀土氧化物及化合物 2,046.66 吨；实现营业收入 3.5 亿元，实现利润总额 2012 万元。过去三年数据显示，随着稀土价格的走高，珠江稀土利润稳定增长。

Figure 20 珠江稀土近三年经营情况

|                | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 稀土氧化物及化合物产量(吨) | 2536   | 1506   | 2046   |
| 收入(万元)         | 28387  | 14628  | 35478  |
| 利润总额(万元)       | -284   | -2003  | 2012   |

资料来源：世纪证券研究所

**南方稀土（新丰）通过环评，预计 2012 年建成投产。**公司自 2008 年 8 月 1 日联合其他三家企业共同投资设立中色南方稀土（新丰）有限公司在今年年初获得环评批复，得以开工建设。项目建成后，年产氧化镧、氧化钕、氧化镨等 15 种稀土产品合计 6,531.7 吨，以及副产品氯化铵 3,729 吨，氯化钙 2.7 万吨。

**建成投产后有望获得新丰地区稀土采矿权。**中色稀土项目是近年来国家发改委唯一批复的稀土分离企业，建成后南方离子型稀土分离能力将达到 7000t/a，将成为目前全国乃至全世界最大的南方离子型稀土分离企业。由于新丰县拥有 20 万吨稀土资源并且没有合法采矿权证，市场普遍预期明年稀土采矿权解禁后，公司将受益。

**与新威的合作箭指缅甸稀土矿。**公司与宜兴新威集团合作进行缅甸境内北部地区及其他地区金属、工业原料矿物和矿石等资源的勘探、开采项目，双方在缅甸密支那和云南腾冲分别成立合资公司，中色占股 51%，新威集团拥有约 30 年的稀土从业历史，是拥有从探矿、采矿、选矿、分离完整能力的稀土企业。与公司的合作有望为公司带来新的稀土资源。

## 公司看点分析

公司短期看威达重组及赤峰探矿结果、中期看稀土矿权、长期看集团资产注入，我们认为中色值得长期关注。

### 一、ST 威达重组

威达重组成功将带来 15 亿左右的投资收益，贡献每股收益 2 元以上。

中色股份全资子公司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% 的股权的投资成本约 1000 万元，按照目前威达 28 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，中色股份将获得 15 亿左右的投资收益。

Figure 21 银都矿业股权结构

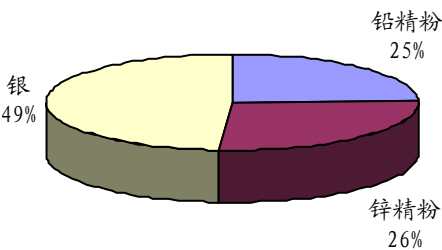
| 股东名称          | 出资金额   | 股权比例   |
|---------------|--------|--------|
| 北京盛达振兴实业有限公司  | 4,300  | 39.80% |
| 内蒙古矿业开发有限责任公司 | 4,000  | 37.04% |
| 赤峰红烨投资有限公司    | 1,000  | 9.26%  |
| 王彦峰           | 800    | 7.41%  |
| 王伟            | 700    | 6.49%  |
| 合 计:          | 10,800 | 100%   |

资料来源：ST 威达公告

### ST 威达股价在目前价位上有支撑。

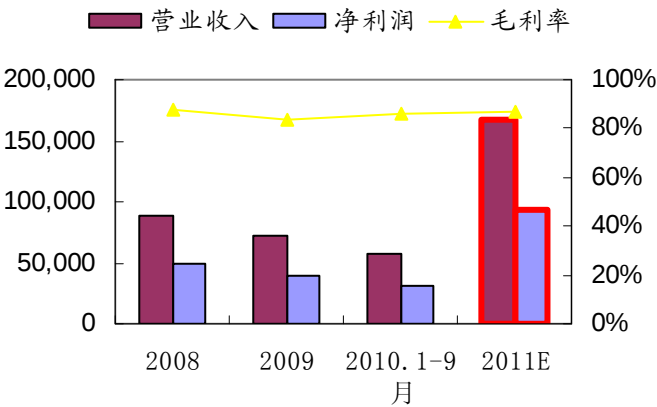
中色股份获得的投资收益将主要取决于 ST 威达的股价，我们从银都矿业的资产收益情况分析，认为威达股价在 30 元左右有支撑。银都矿业主要从事银、铅、锌等有色金属的采选加工。银矿业务主营收入占总收入 49% 以上。银都矿业资源为银多金属矿，矿石中含有银、铅、锌三个金属元素。根据原始地质详查报告，矿山储量银 3,961.25 吨、铅 424,499.57 吨、锌 901,066.93 吨。平均每年生产铅精粉 2 万吨左右、锌精粉 3 万吨左右、银 150 吨左右。2011 年白银价格大幅上涨，为银都矿业带来大量利润，我们预测 2011 年银都矿业收入达 16 亿左右，净利润达 9 亿元左右。按增发后 5 亿股总股本计算，业绩将接近 2 元，因此我们认为威达股价在目前价位上有支撑。

Figure 22 银都矿业 2009 年收入构成



资料来源：世纪证券研究所

Figure 23 银都矿业近年收入及利润情况



资料来源：世纪证券研究所

二、稀土矿权

国家规划中重稀土前三位集中度达 80%，预期稀土矿权明年揭分晓。

2011 年 5 月 19 日中国政府发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见（国发〔2011〕12 号）》文件。指出南方离子型稀土行业排名前三位的企业集团产业集中度达到 80%以上。其中所指为我国独有且尤为珍贵的中重稀土，中重稀土占全国稀土总量的 29%，主要分布在江西、广东、福建、广西、云南等南方五省。未来的稀土格局中较为确定的是轻稀土，包钢稀土将主控北方轻稀土资源，江西铜业主要控制四川轻稀土资源，而中重稀土将花落谁家，预计明年年中稀土采矿权重新发放时会有分晓。

Figure 24 中重稀土花落谁家？

| 时间          | 主体     | 事件                                                                                                                                                    |
|-------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2009 年 12 月 | 中国五矿   | 五矿与湖南省政府签订协议，其以现金向湖南有色集团增资扩股，获得 49%的股份；湖南省国资委同时无偿转让湖南有色集团 2%股份给五矿方面。2010 年 8 月湖南有色公告，五矿方面以 55.95 亿元，收购母公司湖南有色集团 51%权益的交易已经完成，五矿方面因而间接持有湖南有色 53.08%股权。 |
| 2010 年 7 月  | 广晟有色   | 广晟有色发布公告披露称，“拟以不高于 1250 万元的价格收购清远嘉禾稀有金属有限公司的 30.5%股权”，广晟有色通过吸收清远嘉禾主营业务“生产加工销售各种稀土氧化物、金属、应用产品和稀有金属、有色金属等”进一步加强自身稀土业务。                                  |
| 2010 年 9 月  | 中国铝业   | 中国铝业通过对江西稀有金属钨业控股集团有限公司（简称江钨集团）的增资扩股，高调进军江西稀土产业。                                                                                                      |
|             | 广西有色集团 | 广西中重稀土资源                                                                                                                                              |
|             | 中国有色集团 | 广东和广西稀土                                                                                                                                               |
|             | 厦门钨业   | 福建稀土                                                                                                                                                  |

资料来源：世纪证券研究所

### 三、未来三、四年后的看点——民生人寿 13.71%股权投资以及老挝铝土矿

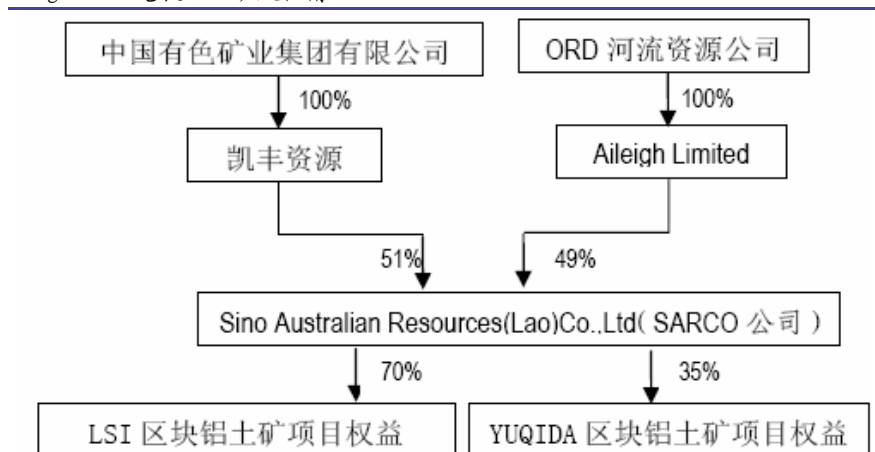
#### 期待民生人寿三年盈利期后的上市。

民生人寿是由中华全国工商联合会牵头发起，以民营企业投资入股为主的商业人寿保险公司。主营人寿保险、健康保险、意外伤害等保险业务，通过 2007 年实施的增资扩股方案后公司注册资本为 27 亿元，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，不过由于开办费用高、投资资金少等原因，公司在前些年处于持续的亏损状态，民生人寿在 2010 年度开始实现盈利，实现净利润 1718 万元。未来预期，民生人寿三年盈利期后的上市，将在三四年后给公司带来超额的投资收益。

#### 铝土矿有望成公司未来业绩新的增长点。

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 35.7% 的权益；拥有第二个资源区块 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<sub>2</sub>O<sub>3</sub> 平均品位 37.91%，平均铝硅比为 12.18）潜在储量 4 亿吨，预测老挝南部铝土矿资源远景储量高达 51 亿吨。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，中色股份控股的 SARCO 公司将先行建设初始产能为 60 万吨/年的氧化铝厂，并根据市场情况扩建至 180 万吨/年。

Figure 25 老挝铝土矿股权情况



资料来源：世纪证券研究所、公司公告

#### 四、未来集团资产注入可预期。

集团目前拥有赞比亚谦比希铜矿、缅甸达贡山镍矿等优质资源。在国家鼓励央企整合的背景下，中色股份将会是集团的重要融资平台。我们认为未来集团资产注入是可以预期的。

Figure 26 集团资源储量 (万吨)

| 名称        | 持股比例  | 生产                                                                              |
|-----------|-------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 谦比希铜矿     | 100%  | 铜储量501万吨，品位2.19%，钴储量15.5万吨，未来年产铜产品含铜将达10-12万吨（含钴2000吨）。                         |
| 卢安夏铜矿     | 80%   | 铜储量257万吨，钴储量10万吨，年产量达到3万吨铜                                                      |
| 红透山铜矿     | 51%   | 铜储量16.9万吨，锌储量25.5万吨，年产铜精矿含量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 |
| 缅甸达贡山镍矿   | 100%  | 储量45 万吨预计年生产镍铁8.5 万吨，含镍金属2.2 万吨                                                 |
| 英国恰拉特黄金公司 | 19.9% | 储量103 吨，品位4.3 克/吨。产金量可望超过6.2 吨，可开采黄金97.4 吨，同时伴生银和锑，每盎司黄金的生产成本为445美元，此后可望降至359美元 |

资料来源：世纪证券研究所整理

#### 盈利预测

假设

- 1、受到金融危机的后续影响和中东地区形势动荡的共同影响，公司承包工程业务进入低点。假设随着世界经济的复苏，公司承包业务回升，伊朗的两个大单在 2011 年生效，三年完成，毛利率假设为 10%。
- 2、假设 ST 威达 2011 年重组成功，为公司 2012 年带来投资收益 10 亿元投资收益，为 2013 年带来 5 亿投资收益。
- 3、假设 2011 年锌铅平均价格与 2010 年持平。
- 4、隔膜泵产品均价 300 万元左右，毛利率约 30%左右，2011 年销售 60 台，2012 年销售 100 台，2013 年销售 150 台。
- 5、假设未来稀土平均价格维持在 25 万元/吨。

Figure 27 盈利预测

|              | 2008 年<br>报 | 2009 年<br>报 | 2010 年<br>报 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入(百万元) | 4938        | 4625        | 5954        | 5824  | 8878  | 10101 |
| 二、营业总成本(百万元) | 4639        | 4402        | 5751        |       |       |       |
| 营业成本(百万元)    | 3825        | 3718        | 4861        | 4544  | 7224  | 8246  |
| 营业税金及附加(百万元) | 58          | 60          | 91          | 89    | 136   | 154   |
| 销售费用(百万元)    | 164         | 150         | 168         | 164   | 250   | 284   |

|                        |      |      |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|
| 管理费用(百万元)              | 396  | 337  | 385  | 377  | 574  | 653  |
| 财务费用(百万元)              | 165  | 151  | 180  | 169  | 240  | 263  |
| 资产减值损失(百万元)            | 31   | (13) | 66   |      |      |      |
| 投资净收益(百万元)             | 17   | 18   | 53   |      | 1000 | 500  |
| 四、营业利润(百万元)            | 316  | 241  | 256  | 497  | 1514 | 1098 |
| 加: 营业外收入(百万元)          | 29   | 95   | 246  |      |      |      |
| 减: 营业外支出(百万元)          | 27   | 6    | 84   |      |      |      |
| 五、利润总额(百万元)            | 317  | 330  | 419  | 497  | 1514 | 1098 |
| 减: 所得税(百万元)            | 78   | 81   | 111  | 132  | 402  | 292  |
| 六、净利润(百万元)             | 224  | 249  | 307  | 365  | 1112 | 807  |
| 减: 少数股东损益(百万元)         | 133  | 162  | 258  | 219  | 667  | 484  |
| 归属于母公司所有者的净利润<br>(百万元) | 106  | 87   | 49   | 146  | 445  | 323  |
| 七、每股收益:                | 0.17 | 0.14 | 0.08 | 0.23 | 0.70 | 0.51 |

资料来源: 世纪证券研究所

从目前股价来看, 估值偏高, 但是我们认为“短期看威达重组及赤峰探矿结果、中期看稀土矿权、长期看集团资产注入”, 我们认为中色值得长期关注。给与“买入”评级。

#### 风险因素分析

铅锌价格下跌、探矿结果不理想、国外探矿采矿行为存在着国际环境变化的风险等

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.