

有色金属

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

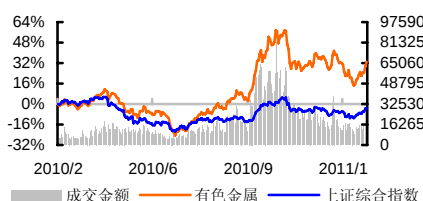
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	62
总市值(亿元)	13174
占A股比例(%)	2.12%
平均市盈率(倍)	191.90

行业表现

(%)	1M	3M	6M
有色金属	6.25	-7.12	40.63
上证综合指数	3.87	-3.82	11.22



相关报告

《有色金属-金属价格高位与股票估值水平下降并存, 行业布局时期来临》2011-2-14

《有色金属行业 2011 年年度策略报告-大小皆有可为》2010-12-16

《有色金属-重点关注金属价格上涨趋势形成、业绩增长确定、也超预期因素的公司》2010-10-11

有色金属行业

看好

供给控制与需求超预期——小金属依然是我们更看好的品种

投资要点:

◆ **整体行业观点:** 持续看好。在全球经济复苏和全球流动性预期半年内发生逆转可能性不大的判断下, 更看好资源集中度更高的铜、锡、镍等品种; 通胀、避险以及流动性使金价高位基础没有动摇; 具有中国资源优势的品种依然是我们更看好的品种。

◆ **小金属: 掌握在自己手中的资源。** 我们依然更看好具有中国资源优势、且显著受益战略新兴产业的小金属品种, 如钨、锆以及稀土等。

(1) 优势资源的整合才刚刚开始。这些优势资源的行业在经历的长期的廉价资源——行业整合无成效——整合力度加强的过程, 我们认为, 优势资源的整合才是刚刚开始, 且效果也是刚刚开始显现。从矿山开采、到中游冶炼、下游深加工各生产环节以及产品销售、出口等很多环节仍需要持续的进一步规划和规范。从三个品种来看, 稀土的整合力度和效果都是走在前面的, 未来钨和锆的整合力度也有望进一步加强。

(2) 而大多数的优势资源的价格也是刚刚达到前期高点、甚至离前期高点还有一定的距离, 与可比性较强、同样是资源集中度较高的铜、锡等品种相比, 价格向上的空间依然较大。

(3) 大多数小金属的下游都涉及到目前已知新兴领域、甚至还有我们目前未知的众多领域, 未来需求的增长超出目前预期的可能性非常大。

(4) 对于稀土, 尤其看好更具有优势的南方稀土; 对于钨, 我们认为, 高端装备制造业未来必定向中国转移, 目前钨的深加工产品已经开始进入面向市场的第一步——巨大的进口替代空间; 锆: 未来的王锆, 该领域下游目前已知的红外、光纤及太阳能市场空间已经打开, 做为新兴金属, 预计还存在我们目前尚未知的新兴领域, 且锆价目前离前期高点仍有一定的空间, 我们认为, 锆价创新高指日可待。廉价的优势资源已经成为历史。

◆ **持续重点推荐的股票: 长期关注有业绩、有资源、有技术、有产业链和超预期因素的公司 (以下三公司报告附后)**

◇ 厦门钨业: 业绩增长非常确定, 有望同时享受两种优势资源带来的超额收益——钨和南方稀土。我们在公司出 2010 年业绩预告时提示, 业绩低于预期是布局之时, 从现在来看, 现在已经是享受收益的时候, 建议长期关注。

◇ 云锆: 行业龙头。具有确定的业绩增长, 也有超预期因素, 13N 产品预计下半年有实质突破, 12 年贡献业绩, 同时, 锆行业的发展我们认为是刚刚起步, 超预期增长也渐行渐近。

◇ 中色股份: 基本面变化可能兑现的中色股份依然强烈建议关注。

◆ **风险因素:** 国内宏观政策紧缩、全球流动性收缩预期。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600888	新疆众和	0.52	0.82	1.13	2.15	43.91	27.80	20.12	10.59	强烈推荐
002237	恒邦股份	0.78	0.00	0.00	0.00	57.37	0.00	0.00	0.00	强烈推荐
600549	厦门钨业	0.31	0.52	1.29	1.47	130.74	79.05	31.73	27.82	强烈推荐
002428	云南锆业	0.62	0.00	0.00	0.00	129.34	0.00	0.00	0.00	推荐
600459	贵研铂业	0.08	0.72	1.07	1.63	436.32	49.76	33.18	21.87	强烈推荐
002182	云海金属	0.03	0.21	0.54	1.16	985.35	124.80	48.00	22.49	推荐
000807	云铝股份	0.04	0.46	0.68	0.85	274.78	23.21	15.71	12.61	推荐
300034	钢研高纳	0.32	0.41	0.50	0.72	100.28	78.27	64.18	44.60	推荐

小金属

报告日期: 2011 年 1 月 24 日

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 52.00 元

当前股价: 40.52 元

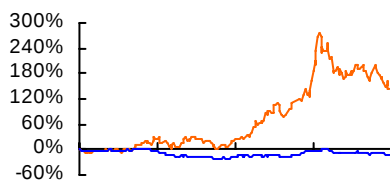
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	682
流通股本(百万)	682
流通市值(亿)	276
EPS (TTM)	0.73
每股净资产(元)	5.89
资产负债率	62.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
厦门钨业	-20.02	1.43	105.3
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



2010/1 2010/4 2010/7 2010/10

— 厦门钨业 — 上证综合指数

相关报告

《厦门钨业-收购广州珠江光电新材料公司, 进一步完善稀土板块产业链》
2010-12-24

《厦门钨业-收购上海虹广股权对公司经营影响不大, 坚定看好公司未来发展》
2010-12-10

《厦门钨业-3 季度业绩符合预期 未来 2 年增长的确定性和超预期因素依然存在》

厦门钨业

600549

强烈推荐

2010 年业绩低于预期的因素不可持续, 依然看好公司未来发展

厦门钨业公告了公司 2010 年业绩快报, 公司 2010 年实现营业收入 55 亿元, 同比下降 13.21%; 营业利润 6.4 亿元, 同比下降 6.49%; 净利润 5.32 亿元, 同比增加 14.26%; 归属于上市公司股东的净利润 3.52 亿元, 同比增长 65.58%; 2010 年实现基本每股收益 0.52 元, 低于我们的预期。但是, 我们认为, 导致公司业绩低于预期的因素是不可持续的, 我们依然看好公司未来的发展。

投资要点:

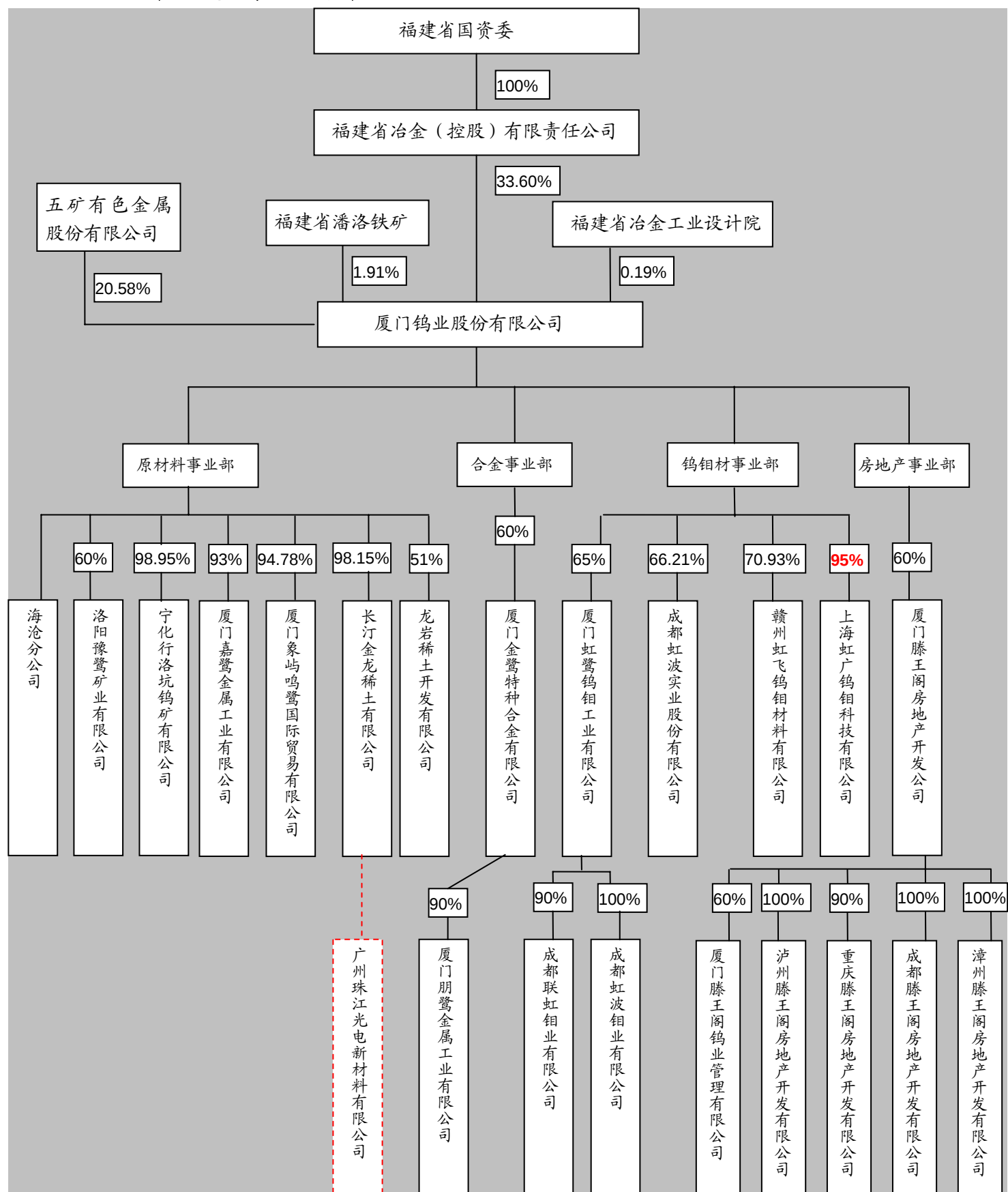
- 从公司公告的数据来看, 公司 10 年整体业绩尤其第 4 季度业绩低于我们预期的主要原因在于营业利润率的下降, 我们估计, 根本原因有两个: 一是出口为主的中间产品销量可能出现了下滑, 我们推断, 这个可能受到出口政策的影响; 二是盈利空间本身较大的深加工产品在原材料价格大幅、快速上涨的时候, 其提价幅度和速度一般难以赶上原料价格上涨的幅度和速度, 导致盈利空间暂时受到挤压。
- 虽然公司 2010 年业绩低于我们的预期, 但是我们依然认为公司未来的发展, 我们认为在 2011 年以及 2012 年确定性较强的利好: 1、高端硬质合金即将贡献盈利, 是 11 年业绩增长点之一; 2、电池材料、锂离子产品将成业绩增长点之二; 3、高端磁性材料在未来 2-3 年内将成业绩增长点; 4、地产业务预计在 11 和 12 年有较好的利润贡献。
- 在我们之前判断的基础上, 我们认为, 公司的公开资料已显示在 11 年有两个超出我们之前预期、有望贡献明显业绩的板块: 1、高端的硬质合金; 以及 2、电池新材料板块。从公开数据显示, 这两个板块市场销售情况明显好转、盈利能力也得到了显著的提升。
- 11-12 年公司地产业务贡献收益明显, 且地产业务储备项目至少能后续 3-5 年的开发。预计 11 年厦门海峡国际社区 2 期进入结算, 12 年 3 期进入结算。从目前 2 期销售情况来看, 价格不低于 1 期、销售状况也比较良好。我们预计 2 期在 11 年结算 30 亿左右的收入, 贡献 EPS0.30 元左右。
- 维持强烈推荐的投资评级。我们认为, 导致公司 2010 年 4 季度业绩出现下滑的因素不可持续, 且公司还将收益高端装备制造业的发展: 首先, 从商务部公布的 11 年第一批钨品出口配额来看, 并没有出现下降; 其次, 钨精矿在 4 季度超常迅速的上涨, 我们认为可持续性也不强, 但是我们依然认为, 钨价向上的趋势没有改变; 最后, 公司目前的主要业务——钨业务还将收益高端装备制造业发展的带动。我们维持公司 11-12 年 1.29 元和 1.47 元的盈利预测, 坚持认为公司业绩还存在继续超预期的可能, 维持强烈推荐的投资评级。
- 风险提示: 钨产品价格大幅波动、经济增速大幅下降。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6338	5507	9402	10478
同比(%)	28%	-13%	71%	11%
归属母公司净利润(百万元)	213	352	877	1000
同比(%)	7%	65%	150%	14%
毛利率(%)	28.5%	20.2%	27.3%	27.5%
ROE(%)	9.2%	13.7%	25.5%	22.5%
每股收益(元)	0.31	0.52	1.29	1.47
P/E	54.83	33.19	13.30	11.67
P/B	5.05	4.56	3.39	2.63
EV/EBITDA	14	15	6	6

资料来源: 中投证券研究所

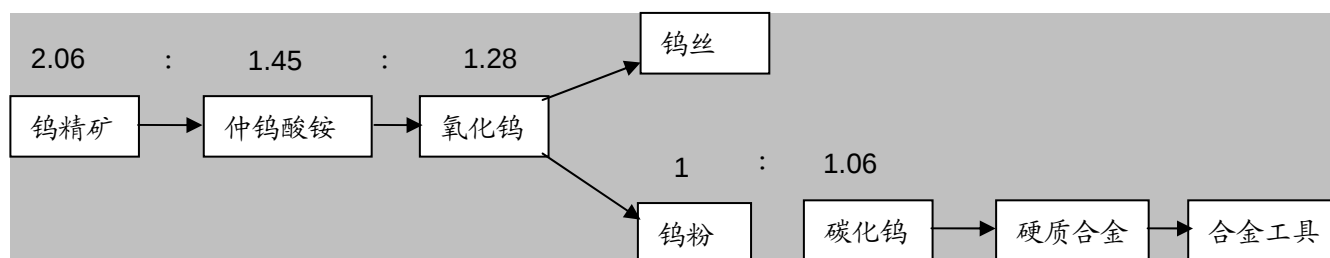
图 1 厦门钨业组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 2 钨产业链及转换比例



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 厦门钨业钨精矿产量（吨）

	2010E	2011E	2012E
行洛坑矿（持股 98.95%）	2800	3200	3500
豫鹭矿业（持股 60%）	2800	3300	3600
废钨回收	1300	1500	1600
钨精矿合计供应量	6900	8000	8700

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 厦门钨业钨中间产品生产情况（吨）

	2010E	2011E	2012E
APT	16000	17000	17000
钨粉	4900	5000	5000
炭化钨	3500	3500	3500

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 厦门钨业钨丝产品销售情况（吨）

	2010E	2011E	2012E
粗钨丝产量（吨）	700	700	700
细钨丝产量（亿米）	150	150	150
钨丝	15	15	15

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 厦门钨业硬质合金产品生产情况（吨）

	2010E	2011E	2012E
硬质合金(吨)	2000	2500	3000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 电池材料产量预测（吨）

	2010E	2011E	2012E
贮氢合金粉	4000	5000	6000
钴酸锂、锰酸锂等	1500	1800	2000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 房地产业务收入预测

	2010E	2011E	2012E
收入(亿元)	5	30	35
贡献 EPS(元)	0.02	0.25	0.30

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 主要产品价格预测（万元/吨）

	2010E	2011E	2012E
钨精矿的价格	8.00	10.00	12.00
APT	12.00	14.50	16.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 2008 年以来国内钨精矿（65%WO₃）价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网

表 9 2008 年以来国内 APT 价格走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网

表 10 镨钕混合金属 99%minNd75%（元/吨）



资料来源：亚洲金属网

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	7360	7423	11793	13032	营业收入	6338	5507	9402	10478
现金	1153	1101	1880	2096	营业成本	4532	4398	6835	7594
应收账款	560	569	951	1045	营业税金及附加	656	165	282	314
其他应收款	395	328	590	646	营业费用	108	94	169	189
预付账款	532	464	743	828	管理费用	202	182	329	367
存货	4648	4860	7468	8245	财务费用	67	18	32	14
其他流动资产	72	100	160	172	资产减值损失	87	0	0	0
非流动资产	3346	2826	2904	2840	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	32	32	33	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	2018	2128	2202	2180	营业利润	685	651	1755	2000
无形资产	225	225	225	225	营业外收入	59	0	0	0
其他非流动资产	1066	440	445	401	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	10706	10248	14697	15872	利润总额	724	651	1755	2000
流动负债	6145	5107	8185	7775	所得税	259	130	351	400
短期借款	499	856	1612	519	净利润	466	521	1404	1600
应付账款	909	612	1019	1173	少数股东损益	253	169	526	600
其他流动负债	4737	3639	5553	6083	归属母公司净利润	213	352	877	1000
非流动负债	543	705	672	657	EBITDA	876	845	1985	2231
长期借款	394	394	394	394	EPS (元)	0.31	0.52	1.29	1.47
其他非流动负债	149	311	278	263					
负债合计	6688	5812	8857	8432	主要财务比率				
少数股东权益	1707	1876	2403	3002	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	682	682	682	682	成长能力				
资本公积	763	763	763	763	营业收入	28.1	-13.1	70.7	11.4
留存收益	857	1106	1983	2983	营业利润	77.7	-4.9%	169.5	14.0
归属母公司股东权益	2311	2560	3437	4437	归属于母公司净利润	6.9%	65.2	149.5	14.0
负债和股东权益	10706	10248	14697	15872	获利能力				
					毛利率(%)	28.5	20.2	27.3	27.5
					净利率(%)	3.4%	6.4%	9.3%	9.5%
					ROE(%)	9.2%	13.7	25.5	22.5
					ROIC(%)	15.7	11.8	24.2	26.0
					偿债能力				
					资产负债率(%)	62.5	56.7	60.3	53.1
					净负债比率(%)	13.35	21.51	22.65	10.83
					流动比率	1.20	1.45	1.44	1.68
					速动比率	0.43	0.49	0.52	0.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.53	0.75	0.69
					应收账款周转率	10	9	12	10
					应付账款周转率	7.49	5.78	8.38	6.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.52	1.29	1.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	-0.30	0.50	2.16
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.75	5.04	6.51
					估值比率				
					P/E	54.83	33.19	13.30	11.67
					P/B	5.05	4.56	3.39	2.63
					EV/EBITDA	14	15	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

小金属

报告时间: 2011 年 2 月 11 日

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 85.00 元

当前股价: 75.15 元

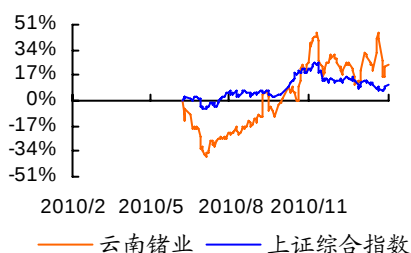
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2790.69
总股本(百万)	126
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.52
每股净资产 (元)	2.08
资产负债率	40.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
云南锗业	3.56	0.13	57.88
上证综合指数	-0.62	-6.32	5.81



相关报告

《云南锗业-实现中科镓英控股地位, 协同效应将充分显现》2011-1-25
《云南锗业-整合周边资源, 进一步提升资源保障力度》2010-11-25
《云南锗业-打造独立的锗产品深加工运营平台 进一步强化公司锗深加工业务的竞争优势》2010-9-30
《云南锗业-确定的产能释放保障业绩快速增长 尖端产品突破使业绩增长存在较大超

云南锗业

002428

推荐

2010 年业绩略低于预期, 未来募投项目建设加速使公司业绩增长确定, 同时业绩超预期因素依然存在

云南锗业今日发布了2010年业绩快报, 公司2010年实现营业收入17.62亿元, 同比减少6.69%; 实现营业利润7257万元, 同比增加5.48%; 实现利润总额9310万元, 同比增长0.79%; 归属上市公司股东净利润7914万元, 同比增长1.45%; 2010年全面摊薄每股收益为0.63元; 低于我们此前的预期, 我们估计, 业绩低于预期的主要原因是产能的建设和释放低于我们之前的预期。但是, 我们依然看好公司未来的发展, 随着公司募投项目的建设、中科镓英的收购, 未来募投项目产能释放有望加速, 业绩增长更加确定; 同时, 公司13N高纯锗使公司业绩存在爆发性增长的可能。

投资要点:

- 公司上下游同时发展的战略有助于大幅提升公司行业竞争力, 使公司深加工产品进一步低成本扩张成为可能。公司前期整合了周边上游矿产资源, 本次项目则主要是下游产品的延伸, 我们认为, 这种上下游同时发展的策略将使得公司能持续的低成本扩张, 公司未来将形成年产锗精矿 40 吨、区熔锗锭 47.8 吨、高效太阳锗单晶片 30 万片以及红外光学锗镜头 3.55 万套以及光纤四氯化锗 30 吨的产能。
- 公司未来增长存在非常大的超预期的可能。公司有非常强的研发能力和技术积累, 除了光纤四氯化锗外, 目前在研重点项目还包括锗产业链上的尖端产品探测器级的高纯锗, 一旦研发成功并成功产业化, 公司规模和业绩将呈现爆发性的增长。
- 锗价格已进入上升通道, 我们认为, 锗价上涨与公司矿山产能逐步释放的可能是公司业绩提升的现实基础, 以公司目前 20 吨左右的自产锗精矿计算, 区熔锗价上涨 1000 元/公斤, 公司业绩增长 0.12 元左右。
- 维持推荐的投资评级。我们维持公司 11-12 年盈利预测分别为 1.32 元和 1.83 元, 并认为, 13N 高纯锗在 11 年下半年出现突破的可能性非常大, 一旦 13N 高纯锗实现产业化, 按照目前的产品价格, 1 吨的 13N 高纯锗将实现 EPS 在 2 元左右, 我们认为, 公司业绩超预期可能性很大, 公司维持推荐的投资评级。
- 风险提示: 募投项目建设进度持续低于预期; 13N 高纯锗突破进度大幅低于预期。

主要财务指标

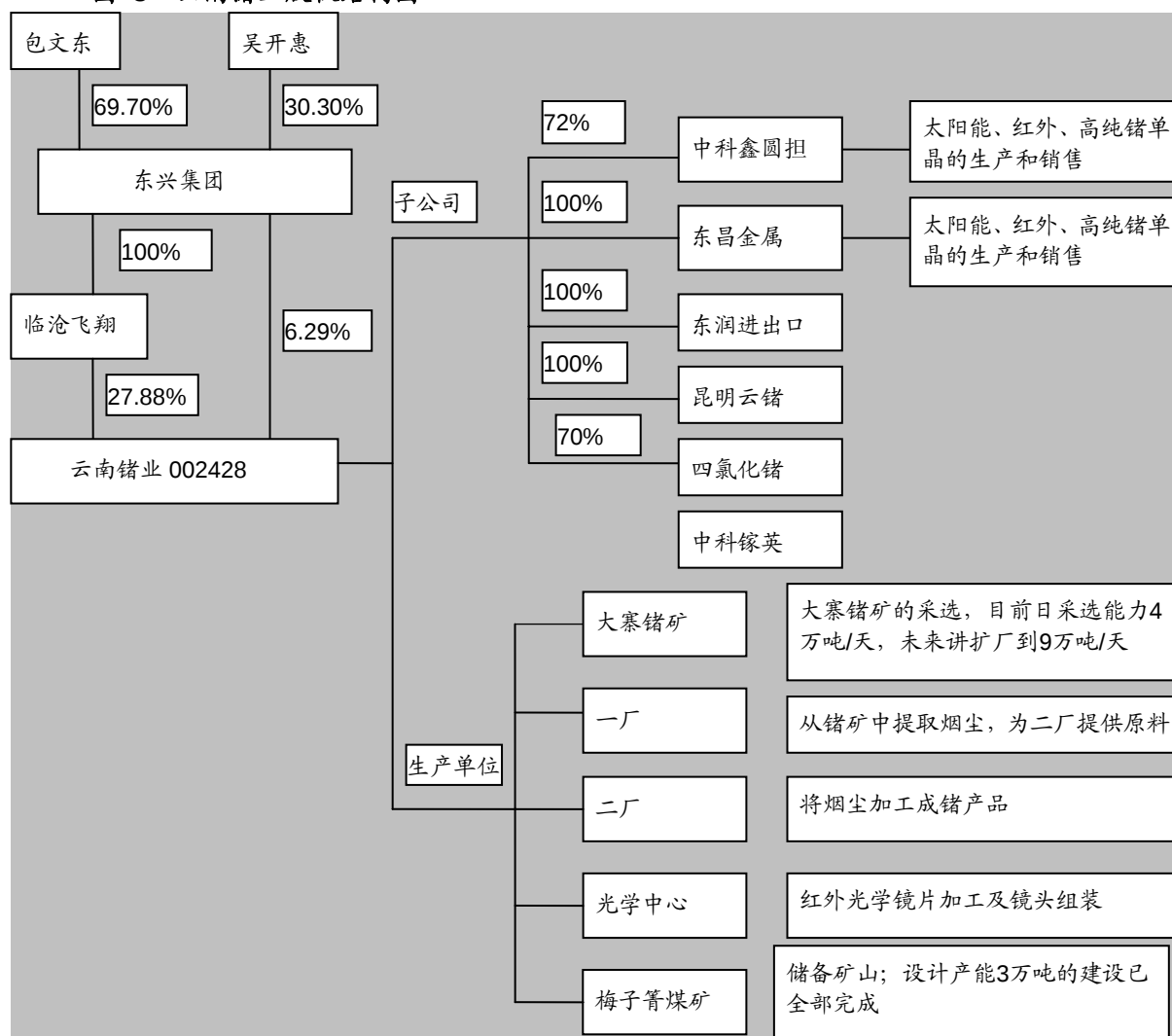
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	189	176	396	538
收入同比(%)	-10%	-7%	125%	36%
归属母公司净利润	78	79	165	229
净利润同比(%)	-4%	1%	109%	39%
毛利率(%)	54.8%	51.1%	59.1%	61.8%
ROE(%)	30.9%	6.4%	11.7%	14.0%
每股收益(元)	0.62	0.63	1.32	1.83
P/E	121.00	119.29	57.09	41.15
P/B	37.38	7.59	6.70	5.76
EV/EBITDA	124	117	45	33

表 11 云南锗业单季度经营数据（万元）

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
营业总收入	4,034.06	2,965.08	5,498.70	6,385.04	4,136.12	4,174.36	4,200.11	5,108.51
营业总成本	3,017.03	2,157.65	4,006.07	2,821.64	2,586.39	2,719.68	2,745.42	—
营业成本	2,185.29	1,528.99	3,236.43	1,581.10	1,780.17	2,024.52	2,089.22	—
销售毛利率	45.83%	48.43%	41.14%	75.24%	56.96%	51.50%	50.26%	—
营业税金及附加	54.91	25.42	67.95	41.37	46.29	48.06	35.41	—
销售费用	17.08	45.84	27.13	83.84	59.99	18.69	58.24	—
管理费用	497.45	414.02	416.30	629.67	517.05	626.19	649.38	—
财务费用	167.07	173.41	222.14	180.82	135.39	101.92	-97.24	—
资产减值损失	95.22	-30.04	36.12	304.84	47.49	-99.70	10.40	—
营业利润	1,017.02	807.43	1,492.63	3,563.40	1,549.73	1,454.69	1,454.69	2,798.46
营业利润率	25.21%	27.23%	27.15%	55.81%	37.47%	34.85%	34.63%	54.78%
加：营业外净收入	434.04	13.05	1,172.40	737.53	208.45	992.68	514.34	337.46
五、利润总额	1,451.07	820.49	2,665.03	4,300.93	1,758.19	2,447.37	1,969.03	3,135.92
减：所得税	251.98	158.43	396.97	599.92	296.89	349.71	322.64	—
六、净利润	1,199.09	662.06	2,268.06	3,701.01	1,461.30	2,097.66	1,646.39	—
减：少数股东损益	-8.53	-7.56	-2.90	48.55	2.31	58.89	-7.64	—
归属于母公司所有者的净利润	1,207.62	669.62	2,270.96	3,652.47	1,458.99	2,038.76	1,654.03	2,762.34
营业净利率	29.94%	22.58%	41.30%	57.20%	35.27%	48.84%	39.38%	54.07%
基本每股收益(元)	0.13	0.00	0.18	0.50	0.16	0.12	0.13	0.21

数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 云南锗业股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 12 募集资金使用情况

项目	设计年产能	募集资金使用额（万元）	建设期
昆明云锗 (总投资3亿元)	红外光学锗镜头项目 使用超募资金11212万元	35500套红外光学锗镜头 18787 11212	
高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化项目	30万片锗单晶片(包括10吨的锗单晶、30万片锗晶片切磨抛生产线)	16158	
补充流动资金	-	12000	
四氯化锗项目	30吨/年	3150	
合计		61307	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 13 公司是国内产业链最为完整的锆系列产品生产商和供应商

生产厂家	生产线和产品										
	锆矿开采	高纯二氧化锆	高纯四氯化锆	区熔锆锭	红外级锆单晶	红外光学器件	红外锆镜头	高效太阳能电池用锆单晶	高效太阳能电池用锆晶片	探测器级锆单晶	高纯锆探测器
北京有色		√	√	√	√						
南京锆厂		√		√	√						
韶关冶炼厂		√		√							
北方红外				√	√						
驰宏锌锆		√	√	√							
本公司	√	√		√	√	√	√	√	√	√*	√*

注：√表示现有的生产线和产品；√*表示在研项目产品。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 14 公司拥有的资源储量（吨）

	储量(金属,吨)	品位(%)	备注
大寨锆矿	638.68	0.036	在产矿山，目前年综合采矿 4 万吨/年，9 万吨技改已经完成
梅子箐煤矿	76.36	0.024	已建成，目前作为资源储备
砚田多金属及锆矿	-	-	拥有探矿权
尖山铅锌矿			拥有探矿权
乌木龙乡银厂街锆及多金属矿			正在申请探矿权

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 15 在研技术情况

序号	项目名称	研发内容	备注
1	探测器级锆单晶产品研发	研究开发探测器级锆单晶的生产关键技术	中试研发阶段
2	高纯锆探测器研制	研究开发高纯锆辐射探测器生产关键技术	研发阶段
3	硅-锆合金	研究开发硅-锆合金材料生产关键技术	技术积累阶段
4	锆酸铋晶体	研究开发锆酸铋晶体生产关键技术	技术积累阶段
5	有机锆	研究开发有机锆生产关键技术	中试研发阶段

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 16 募集资金投资项目的现有产能利用和历史产销情况

项目	设计年产能	2009年度实际产能	2009年度产量	2009年度销量
红外光学锆镜头	360具锆镜头	180具锆镜头	259具锆镜头	226具锆镜头
项目	1万片锆镜片	1万片锆镜片	7740片锆镜片	8869片锆镜片
高效太阳能电池用锆单晶及晶片产业化项目	1万片锆晶片	5000片锆晶片	3124片锆晶片	3124片锆晶片

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 17 未来三年公司主要环节产品产能预测

	2010E	2011E	2012E
金属锆（吨，包括二氧化锆和区熔锆锭）	47.6	48	48
红外锆单晶（吨）	10	10	10

锆镜片（万片）	2	1	1
锆镜头(具)	500	2000	35500
太阳能锆晶片（万片）	1	10	30
有机锆	1.5	2	2

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 18 未来 3 年主要产品销售量预测

	2009H1	2009 年	2010H1	2010E	2011E	2012E
金属锆产量（吨）	-	42	19	42	48	48
高纯二氧化锆（实物吨，含锆 67%左右）	0.132	1.085	2.846	6	4	4
区熔锆锭（吨）	7.269	22.72	9.661	26	24	24
锆单晶（吨）	0.643	1.77	1.275	3	5	6
锆单晶加工服务（吨）	2.661	7.54	3.344	10	8	6
锆镜片（片，单片 10g 左右）	1965	8869	2699	15000	20000	10000
锆镜头(具)	18	226	188	500	2000	15000
太阳能锆晶片（片，单片 8g 左右）	144	3124	1200	10000	50000	100000
有机锆（吨，含锆 40%左右）	-	1300	-	2000	3000	5000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 19 未来三年锆价预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
区熔锆(元/公斤)	6126	6100	9500	11000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 20 光纤市场对锆的需求预测

	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
全球光纤光缆需求量（百万芯公里）	113.58	124.94	137.44	151.18	166.30
其中：中国光纤光缆需求量（百万芯公里）	33.06	38.02	43.73	50.28	57.83
全球光纤四氯化锆需求量（吨）	227.17	249.89	274.87	302.36	332.60
其中：中国光纤四氯化锆需求量（吨）	66.13	76.04	87.45	100.57	115.65
全球锆金属需求量（金属吨）	76.91	84.60	93.06	102.37	112.61
其中：中国锆金属需求量（金属吨）	22.39	25.75	29.61	34.05	39.16

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 金属锆（99.9%）价格走势（元/公斤）



资料来源：亚洲金属网

附：财务预测表

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
会计年度	223	1370	1345	1434	营业收入	189	176	396	538
流动资产	123	1287	1175	1213	营业成本	85	86	162	206
现金	26	18	42	60	营业税金及附加	2	2	4	6
应收账款	7	0	0	0	营业费用	2	2	3	4
其他应收款	10	11	21	26	管理费用	20	17	36	54
预付账款	53	51	100	126	财务费用	7	-2	-7	-7
存货	5	3	7	10	资产减值损失	4	0	0	0
其他流动资产	214	413	583	736	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	152	297	456	597	营业利润	69	72	198	275
固定资产	41	41	41	41	营业外收入	24	22	0	0
无形资产	21	75	87	99	营业外支出	0	0	0	0
其他非流动资产	437	1782	1929	2171	利润总额	92	94	198	275
资产总计	106	460	438	446	所得税	14	14	30	41
流动负债	50	400	400	400	净利润	78	80	168	234
短期借款	6	8	15	19	少数股东损益	0	1	3	4
应付账款	50	51	22	27	归属母公司净利润	78	79	165	229
其他流动负债	70	70	70	70	EBITDA	76	81	211	297
非流动负债	70	70	70	70	EPS (元)	0.83	0.63	1.32	1.83
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	176	530	508	516					
负债合计	9	9	12	16	主要财务比率				
少数股东权益	94	126	126	126	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
股本	2	882	882	882	成长能力				
资本公积	157	236	402	631	营业收入	-9.8%	-6.7%	124.5%	35.9%
留存收益	253	1244	1409	1638	营业利润	-18.3%	5.1%	173.7%	38.7%
归属母公司股东权益	437	1782	1929	2171	归属于母公司净利润	-4.2%	1.4%	108.9%	38.7%
负债和股东权益					获利能力				
					毛利率(%)	54.8%	51.1%	59.1%	61.8%
					净利率(%)	41.3%	44.9%	41.8%	42.6%
					ROE(%)	30.9%	6.4%	11.7%	14.0%
					ROIC(%)	22.0%	14.1%	22.8%	25.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.2%	29.7%	26.3%	23.8%
					净负债比率(%)	88.23%	88.74%	92.58%	91.08
					流动比率	2.11	2.98	3.07	3.22
					速动比率	1.59	2.87	2.84	2.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.16	0.21	0.26
					应收账款周转率	9	8	13	10
					应付账款周转率	9.07	11.91	13.69	12.04
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.63	1.32	1.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.04	0.64	1.68
					每股净资产(最新摊薄)	2.01	9.90	11.22	13.04
					估值比率				
					P/E	121.00	119.29	57.09	41.15
					P/B	37.38	7.59	6.70	5.76
					EV/EBITDA	124	117	45	32
					EV/EBITDA	88	58	37	26

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

铅锌

报告日期: 2011 年 12 月 22 日

署名人: 杨国萍

执业证书编号: S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 33.00 元

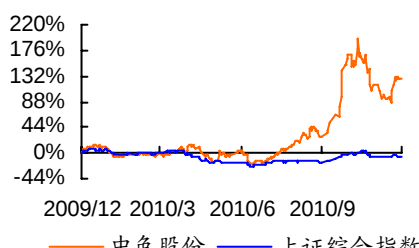
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2877.90
总股本(百万)	639
流通股本(百万)	426
流通市值(亿)	141
EPS (E)	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	7.21	0.00	128.4
上证综合指数	-0.22	0.00	11.17



相关报告

中色股份-具有央企背景的国际综合矿业公司, 未来精矿产能扩张一倍 02/29/2008
中色股份-有色金属、工程承包、装备制造齐头并进, 未来发展有保障 11/09/2009
中色股份-现有业务进入恢复或成长期 整体上市预期依然值得期待 03/30/2010
中色股份-*st 威达重组利好公司 重申重点关注基本面及整体上市预期 05/06/2010
中期业绩低于预期 未来三大主业趋势依然

中色股份

000758

推荐

金属、工程承包等各项业务持续向好

中色股份今日公告, 公司拟增加对赤峰锌业公司与澳大利亚 Terramin 公司的股权持有比例。

投资要点:

- 中色股份增资赤峰锌业对公司短期经营和业绩影响不大, 但有利于公司未来资源储量的进一步增加及产业链的进一步完善。中色股份拟投资 2.62 亿元增资赤峰锌业公司, 增资完成后, 中色股份拥有赤峰锌业股权比例由 44.72% 提升至 52.31%; 赤峰锌业公司 2010 年上半年估算实现净利润 11918 万元, 预计提升股权比例增加中色股份 2010 年 EPS0.03 元左右。我们认为, 此次增资对公司短期经营和业绩影响不大, 但长远来看有利于增加公司的资源储量。赤峰锌业公司未来铅锌资源储量和产量都有望得到提升。同时, 此次收购也进一步完善了公司的产业链。
- 公司还将投资 620 万欧元将公司对澳大利亚 Terramin 公司的股权比例由 9.26% 提升至 14.38%。我们认为, 本次股权比例增加是公司获取海外资源战略的进一步实施、将有效提升公司的资源储备, 同时有利于公司获取阿尔及利亚塔拉哈姆扎铅锌开发的工程承包, 同时公司还表示, 也有利于在未来必要时进一步对 Terramin 进行收购和控制。公司今日还公告了与伊朗 ALPHACO 签订电解铝项目 EPC 总承包合同, 合同为建设一个年产 31 万吨电解铝工厂的一期——年产 15.5 万吨的电解铝厂合同, 一期合同总价为 48.84 亿元, 工期为合同生效后 36 个月完成。我们认为, 改大额的工程承包稳定了公司未来业绩增长。
- 我们依然认为未来公司 3 大块主业都将逐步好转。公司有色金属板块业务有望进一步壮大, 目前铅锌业务资源以及产量都有望增长, 稀土业务也有望向上游延伸; 工程承包业务结算额与毛利率也有望回升至前期正常水平; 装备制造业务也将受益工程承包业务盈利能力会得到提升, 因此, 我们依然认为, 公司未来 3 大块主要业务均有很大的发展空间。
- 维持推荐的投资评级。我们调整 10-12 年 EPS 分别为 0.11 元、0.60 元和 0.81 元, 公司未来 3 块主要业务将逐步向好, 同时重申重点建议关注公司主业进展及集团对公司整合的可能以及公司铅锌、稀土等金属业务产业链的进一步延伸的可能性, 维持对公司推荐的投资评级。
- 风险提示: 金属价格大幅下跌、工程承包合同实施进度低于预期。

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	71	383	515
同比(%)	-20%	-16%	438%	35%
毛利率(%)	19.6%	18.6%	21.7%	22.8%
ROE(%)	4.7%	3.7%	16.4%	18.1%
每股收益(元)	0.13	0.11	0.60	0.81
P/E	248.92	295.95	55.06	40.91
P/B	11.74	10.84	9.05	7.41
EV/EBITDA	38	40	19	14

资料来源: 中投证券研究所

表 21 2010 年上半年中色股份收入分业务构成（万元）

业务类型	营业收入	占营业额比例	营业成本	营业毛利	毛利率	
					本期	上年同期
承包工程	36667.33	13.72%	33655.12	3012.20	8.21%	14.13%
有色金属采选与冶炼	116173.17	43.47%	73052.72	43120.45	37.12%	25.55%
装备制造	49529.81	18.53%	40835.22	8694.59	17.55%	18.36%
贸易	64311.39	24.06%	63713.16	598.23	0.93%	10.29%
其他	595.53	0.22%	1460.01	-864.48	-145.16%	-20.11%
合计	267277.23	100.00%	212716.24	54560.98	20.41%	20.05%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 22 安格斯铅锌矿与塔拉哈姆扎铅锌矿资源储量情况（万吨）

矿石量	安格斯		塔拉哈姆扎	
	241		5860	
	品位	储量（金属量）	品位	储量（金属量）
铅	2.72%	6.56	1.3%	82.74
锌	7%	16.87	5.2%	321.59
铜	0.24%	0.58		
银	31 克/吨	74.71 吨		
金	0.48 克/吨	1.16 吨		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 23 中色股份铅锌资源储量情况

矿山	控制比例	铅			锌		
		储量	权益储量	品位	储量	权益储量	品位
敦包锌矿	51.00%	0.00	-	-	120.00	61.20	13.70%
白音诺尔	52.30%	28.00	14.64	1.97%	78.58	41.10	5.53%
安格斯铅锌矿	14.38%	6.56	0.94	2.27%	16.87	2.43	7.00%
塔哈姆扎铅锌矿	9.35%	76.18	7.12	1.30%	304.72	28.48	5.20%
合计	-	110.74	22.71	-	520.17	133.21	-

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 24 白音诺尔矿产量预测（金属量）预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
锌精矿（万吨）	2.2	3.50	4.00	5.00
铅精矿（万吨）	1.04	1.40	1.60	2.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 25 敦包锌矿锌精矿（金属）产量及预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
锌精矿（万吨）	6.35	6.50	8.00	10

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 26 中色股份生效工程承包项目

项目名称	合同金额 (万美元)	工程进展
伊朗阿拉克电解铝厂及其增上项目	18186.00	工程一期 07 年完工, 09 年主要是该项目生产、安装材料的补供工作。预计 09 年完成主合同及增上合同的全部结算工作
越南生权铜矿	4204.00	2009 年上半年全部结束
哈萨克斯坦二期电解铝项目供货合同	13500.00	预计年底完工。09 年进入毛利率相对较低的安装结算
意大利 FATA 公司铝母线供货和安装合同		预计今年年底完工
赞比亚 KMC 铜矿井项目	3750.00	预计今年年底完工
伊朗佳加姆 11 万吨/年电解铝厂一期	1678.65	09 上半年签订, 工期 22 个月
伊朗佳加姆 11 万吨/年电解铝厂一期	736.28	
烟气净化		
印度 ZHL10 万吨/年铅冶炼厂工程等	6969.00	09 上半年正式进入结算期, 下半年将进入高峰结算期
伊朗 SABZEVAR11 万吨电解铝厂项目	49050.00	08 年签订
印度维塔丹 125 万吨/年电解铝厂	7422.00	08 年签订
合计 (万美元)	69605.93	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 27 中色股份拥有的意向合同

项目名称	合同金额 (亿美元)
伊朗西尔湾 25 万吨电	9.98
沙特阿拉伯吉赞电解	30.00
埃及碳素项目	1.76
奥多嘉电解铝项目	
伊朗 SARAB 霞石用年 7550 万欧元	1.11
伊朗 ALPHACO 一期 EPC 总承包合同	48.84 亿元人民币
合计 (亿美元)	42.85 亿

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 28 未来三年公司工程承包业务收入预测

(亿元)	2009 年	2010E	2011E	2012E
工程承包收入	11.45	46.48	66.77	67.01

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 29 未来三年铅锌价格预测 (元/吨, 含税)

	2010E	2011E	2012E
锌	18000.00	18500.00	19500.00
铅	15500.00	16500.00	18000.00

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4661	4880	6846	7559
现金	1602	1550	2184	2421
应收账款	920	1171	1688	1867
其他应收款	415	0	0	0
预付账款	584	714	972	1079
存货	1092	1346	1880	2056
其他流动资产	48	98	123	136
非流动资产	4680	5318	6254	6956
长期投资	516	517	517	517
固定资产	1854	2570	3374	4103
无形资产	1090	1090	1090	1090
其他非流动资产	1220	1140	1273	1246
资产总计	9341	10197	13100	14514
流动负债	4163	4896	7038	7487
短期借款	1698	2071	3514	3678
应付账款	674	878	1187	1308
其他流动负债	1791	1947	2336	2500
非流动负债	1387	1089	1149	1169
长期借款	578	578	578	578
其他非流动负债	809	511	571	590
负债合计	5550	5986	8187	8656
少数股东权益	1995	2266	2584	3012
股本	639	639	639	639
资本公积	219	219	219	219
留存收益	1018	1077	1460	1975
归属母公司股东权益	1797	1945	2329	2847
负债和股东权益	9341	10197	13100	14514

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	561	504	441	1168
净利润	249	343	701	943
折旧摊销	201	113	154	200
财务费用	151	120	161	197
投资损失	-18	-2	-2	-2
营运资金变动	9	-136	-666	-194
其他经营现金流	-30	66	92	25
投资活动现金流	-156	-768	-1098	-898
资本支出	322	800	1100	900
长期投资	-28	-17	0	0
其他投资现金流	138	15	2	2
筹资活动现金流	-46	211	1291	-33
短期借款	-263	373	1443	164
长期借款	-238	0	0	0
普通股增加	58	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	394	-162	-153	-197
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

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	4625	6200	8734	9684
营业成本	3717	5045	6836	7473
营业税金及附加	60	105	148	165
营业费用	150	186	245	242
管理费用	337	409	437	387
财务费用	151	120	161	197
资产减值损失	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	2	2	2
营业利润	241	336	909	1222
营业外收入	95	115	0	0
营业外支出	6	6	0	0
利润总额	330	445	909	1222
所得税	81	102	209	281
净利润	249	343	701	943
少数股东损益	164	272	318	428
归属母公司净利润	85	71	383	515
EBITDA	592	570	1224	1619
EPS（元）	0.13	0.11	0.60	0.81

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	-6.3%	34.0	40.9	10.9
营业利润	-23.7	39.6	170.5	34.4
归属于母公司净利润	-20.2	-15.9	437.5	34.6
获利能力				
毛利率 (%)	19.6	18.6	21.7	22.8
净利率 (%)	1.8%	1.1%	4.4%	5.3%
ROE (%)	4.7%	3.7%	16.4	18.1
ROIC (%)	8.2%	7.5%	13.3	15.4
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.4	58.7	62.5	59.6
净负债比率 (%)	44.30	46.91	52.03	51.10
流动比率	1.12	1.00	0.97	1.01
速动比率	0.85	0.71	0.70	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.63	0.75	0.70
应收账款周转率	4	5	6	5
应付账款周转率	5.83	6.50	6.62	5.99
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.11	0.60	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.88	0.79	0.69	1.83
每股净资产 (最新摊薄)	2.81	3.04	3.65	4.46
估值比率				
P/E	248.9	295.9	55.06	40.91
P/B	11.74	10.84	9.05	7.41
EV/EBITDA	38	40	19	14

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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434