

“一带一路”支撑业绩，工程换资源布局未来

公司动态

中色股份现已形成工程承包、资源开发、矿山机械、资源贸易四大业务板块。公司工程承包业务充分受益于“一带一路”战略，保障公司工程承包业务收入与利润增长。长期看，公司着力推进以工程换资源的新商业模式转变，将从本质上改变公司业务属性。工程换资源有望盘活现有四大业务，形成闭环产业链，同时类资源属性有望改变现有工程收入一次性弊端，形成稳定的现金流和持续经营能力。

◆乘“一带一路”好东风，打开行业空间与成长通道

“一带一路”稳步推进，2016年国内对外承包工程完成营业额1590亿美元，三年复合增速5.1%。公司“一带一路”沿线业务布局受益，2013-2016年工程承包业务分别为4.2亿元，11.4亿元，35.4亿元和32.8亿元，复合增速98.3%。截止2016年末，公司完成1项重大合同项目，并有6项工程项目仍在推进建设中。以在手大订单及执行期估算，保障未来两年公司海外工程承包合同收入分别为34亿元和36亿元。

◆“工程换资源”打造闭环产业链，类资源模式成就新中色

公司工程换资源主要步骤分为“EPC总承包-参股-产品包销”三个阶段，EPC承包阶段通过项目勘察识别风险，在前期筛选项目过程占据优势。通过参股，公司以工程款换矿产资源股权，获得生产经营与产品包销权，资源供应得到保障。公司现已布局装备和贸易业务配套，通过资源换工程模式将打造成为拥有“设备-工程-资源-贸易”闭环产业链的类资源公司。

◆国企改革预期助力公司长期发展

公司控股股东为中国有色矿业集团，拥有丰富的海内外矿产资源和工程项目施工经验，资产证券化率为51%，随着国企改革深入，资产证券化率提升空间大，公司作为集团最优质的融资平台，有望承接集团优质资源。另外中国对外工程承包行业有望迎来整合，公司是有色金属行业工程承包龙头，有望受益于行业整合和集中度提升。

盈利预测：

综上所述，预测公司2017-2019年EPS为0.34元、0.41元、0.46元，维持“买入”评级，基于公司类资源属性显现，工程换资源模式转型，给予公司17年28倍估值，目标价9.52元。

风险提示：“一带一路”不及预期；锌价大幅波动。

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,607	19,114	20,625	21,316	21,845
营业收入增长率	7.59%	-2.51%	7.90%	3.35%	2.48%
净利润(百万元)	375	296	662	804	906
净利润增长率	41.23%	-21.09%	123.74%	21.42%	12.72%
EPS(元)	0.19	0.15	0.34	0.41	0.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.97%	5.82%	11.60%	12.56%	12.63%
P/E	39	49	22	18	16
P/B	3	3	3	2	2

买入(维持)

当前价/目标价：7.38/9.52元

目标期限：6个月

分析师

李伟峰 (执业证书编号：S0930514050002)

021-22169122

liweifeng@ebscn.com

市场数据

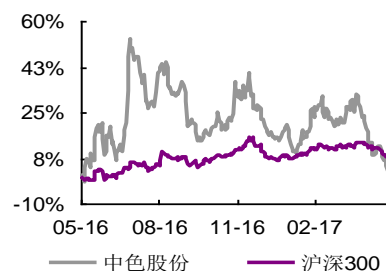
总股本(亿股)：19.69

总市值(亿元)：145.34

一年最低/最高(元)：6.15/10.96

近3月换手率：78.18%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.91	-23.53	-26.30
绝对	13.69	-19.38	-12.52

相关研报

1、总体概况：具有全球视野的工程、资源公司

1.1、公司稳健经营，业务有序布局

公司主要从事国际工程承包和有色金属矿业资源开发。近年积极布局海外有色金属矿产基地，并先后在伊朗、澳大利亚、埃及、伊拉克、约旦、赞比亚、蒙古、越南、菲律宾、新加坡、泰国等国承接了铁合金厂、锌矿开采冶炼、铜矿开采冶炼、氧化铝厂、电解铝厂等有色金属领域和其他领域的重点项目，多次获得国际工程殊荣和所在国优秀工程奖。

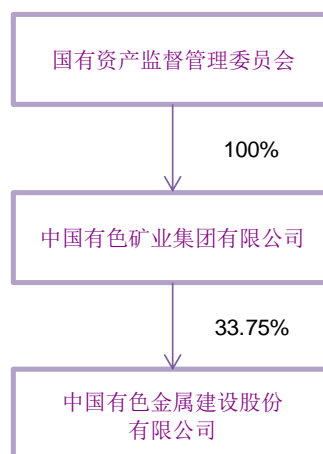
图 1：1998、2003、2005 及 2010 年 ENR 国际承包商 225 强



资料来源：公司官网

公司实际控制人国资委，第一大股东中国有色矿业集团，目前集团已形成海外有色金属矿产资源开发布局，境内外共保有重有色金属资源量约 1953 万吨，贵金属共 3288 吨，氧化铝约 4787 万吨；铁矿石约 3000 万吨。截止 2017 年一季报中国有色矿业集团持股公司比例 33.75%。

图 2：公司股权结构

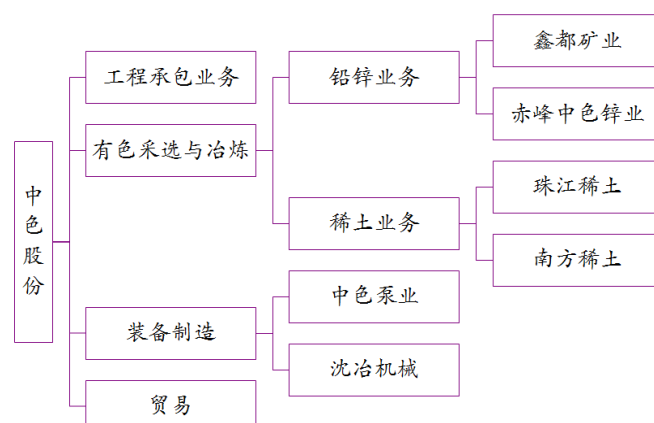


资料来源：公司公告

公司拥有有色金属采选、冶炼、销售一体化的矿业开发产业链以及集矿产勘探、矿山采选冶炼工程承包为一体的国际工程承包产业链，同时在前两项业务的基础上形成冶金机械设备制造和有色金属贸易业务两项支持性服务。

- 国际工程承包业务是公司传统业务，早在 1998 年公司就入选美国《工程新闻记录》评出的全球 225 家最大的国际工程承包公司之中。自公司 1983 年成立以来，经过三十余年的发展，公司已确立了以伊朗为基地的中东地区，以哈萨克斯坦为中心的中北亚地区，以赞比亚为中心的中南非洲地区以及越南、老挝、蒙古、朝鲜、印尼、菲律宾等周边国家的几大主要市场区域，形成了独具特色的社会资源整合能力和大型有色工业项目的管理能力。
- 资源开发业务从 2001 年发展至今，公司主营铅锌金属的矿业采选和冶炼业务、稀土资源开发和分离业务及其他品种有色金属资源的开发等。铅锌业务方面，主要拥有白银诺尔铅锌矿和敖包锌矿两处矿产资源，由子公司赤峰中色锌业有限公司和蒙古鑫都矿业有限责任公司负责运营。稀土业务方面，公司拥有广东珠江稀土有限公司和正在建设的南稀土(新丰)有限公司，公司稀土分离工艺技术先进，所在地稀土储量丰富，未来搬迁工作完成后稀土业务主要由南方稀土负责。除此之外，公司还掌握大量优质海外有色资源，例如，子公司湄公矿业正进行老挝占巴塞省巴松县铝土矿经济技术可行性论证，不断提高公司资源占有和供应能力。总体上，公司目前基本形成蒙古资源基地、赤峰战略资源基地、南方稀土资源基地、老挝铝土矿资源储备基地为主的资源开发格局。
- 装备制造业务主要由中色泵业和沈冶机械两家公司负责，中色泵业是国内最早研制开发大型隔膜泵，并成功将产品运用到冶金、化工、矿山等领域的最主要厂商；沈冶机械生产铝冶炼设备及冶金设备主要是铝电解多功能机组，主要完成大面多点进电的大型铝电解槽的打壳、更换阳极、下料、出铝及计量、阳极母线转接等工艺操作。装备制造业务主要面向电解铝领域和矿山冶金领域。
- 贸易业务是公司新兴业务之一，是对两大主业的有益补充支持，通过贸易业务可以发挥公司与出资企业的整体优势，增强了原材料采购和产品销售的议价能力，有利于提高公司的经营业绩。

图 3：中色股份业务架构



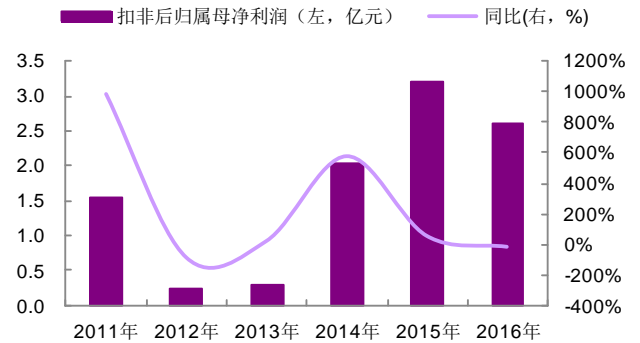
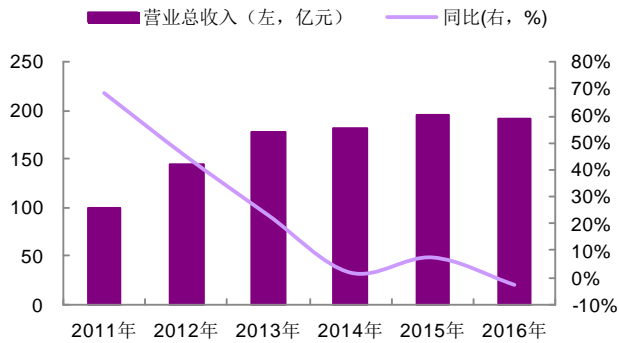
资料来源：公司公告

2017 年公司第一季度营业收入 44.24 亿元，比上年同期上涨 34.05%；扣非后归母净利 0.91 亿元，比上年同期上涨 39.72%。2016 年公司营业收入

入 191.14 亿元，比上年同期下降 2.51%，扣非后归母净利 2.96 亿元，较上年同期下降 17.87%。

图 4：2011~2016 年公司营业收入及增速

图 5：2011~2016 年公司扣非净利及增速



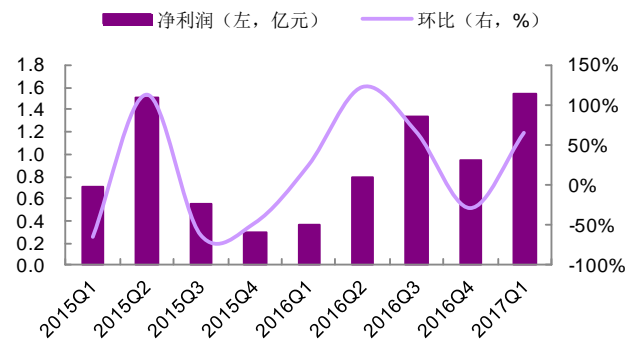
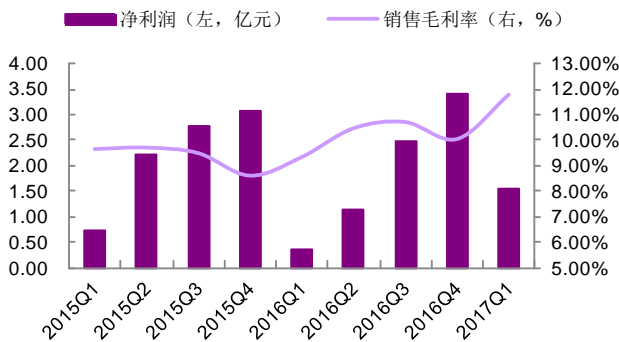
资料来源：wind 资讯

资料来源：wind 资讯

2016 年，有色金属价格整体触底回升，铅锌价格大幅上涨。公司围绕“提质增效、扭亏脱困”这一任务，采取多项措施应对困难。从单季度净利润数据来看，公司 2016 第三季度净利润环比出现下滑，但 2017 年一季度局面开始好转。从毛利率上观察，2016 年毛利率为 10.05%，与 2015 年的 8.59% 和 2014 年的 9.02% 相比提升明显，彰显公司盈利能力向好。

图 6：2015~2017 年季度净利润（累计）及毛利率

图 7：2015~2017 年单季度净利润及环比

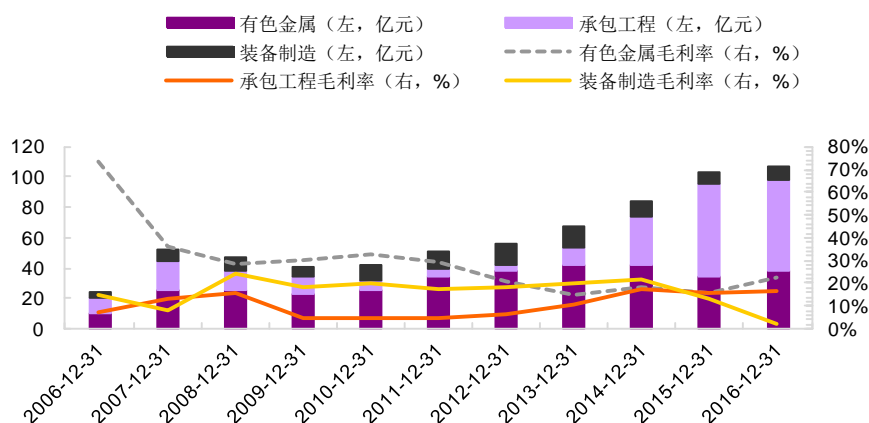


资料来源：wind 资讯

资料来源：wind 资讯

各业务经营方面，2016 年有色金属开发（除贸易部分）营业收入 37.60 亿元、工程承包 60.26 亿元、装备制造 8.35 亿元、有色金属贸易 84.19 亿元；营业收入占比分别为 19.67%、31.53%、4.37% 和 44.04%。有色金属开发毛利 8.31 亿元、工程承包 9.76 亿元、设备制造 1.83 亿元、有色金属贸易 0.61 亿元。有色金属开发毛利率 22.19%、工程承包 16.18%、有色金属贸易 0.70%。

图 8：公司主要业务比重及同比增速(剔除贸易业务和其他部分)



资料来源：公司公告

公司业务比重演变：有色金属开发业务自 2013 年开始下滑，但 2016 年，由于海外大型铅锌矿山关停减产，铅锌产品供给缺口扩大，价格上涨等因素，有色金属开发实现营收 37.6 亿元。营业收入占比从 2013 年的 23.34%，下降至 2016 年的 19.67%。同时，随着“一带一路”战略的提出，公司承包业务开始发力，营业收入从 2015 年的 12.39 亿元，到 2016 年增至 60.26 亿元，增幅达 386%；营业收入占比从 2013 年的 6.99%，大幅增至 2016 年的 31.53%。另外，装备制造业务营业收入从 2013 年的 13.59 亿元下降到 2016 年的 8.35 亿元；营业收入占比从 2013 年 7.61% 下滑至 2016 年的 4.37%。公司目前已经形成国际工程承包和资源开发两大主业，装备制造和有色金属贸易两大支持性辅业的业务布局。

1.2、国际工程承包业务：“一带一路”助力腾飞

2013 年 9 月 7 日，习近平总书记在访问哈萨克斯坦时提出共同建设“丝绸之路经济带”，是中国领导人首次在国际场合公开提出“一带一路”战略，此后，“一带一路”战略不断推进。2014 年 12 月，“丝路基金”正式成立，2015 年 3 月中国政府发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，2015 年 12 月亚洲基础设施投资银行成立。

表 1：“一带一路”大事记

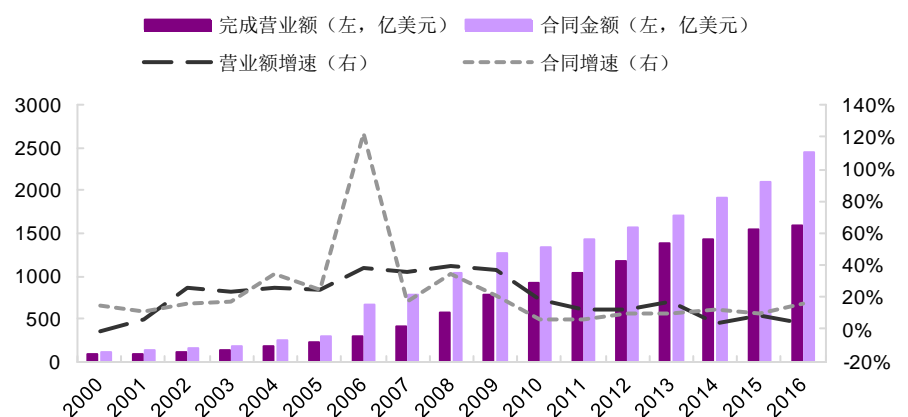
时间	事件
2013 年 9 月 7 日	国家主席习近平访问哈萨克斯坦时提出，共同建设“丝绸之路经济带”，这是中国领导人首次在国际场合公开提出共同建设“丝绸之路经济带”的重大战略构想
2013 年 10 月 3 日	习近平在印尼国会发表演讲时倡议筹建亚洲基础设施投资银行，共同建设“21 世纪海上丝绸之路”
2014 年 2 月	习近平与俄罗斯总统普京就建设“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”，以及俄罗斯跨欧亚铁路与“一带一路”的对接达成了共识
2014 年 3 月	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提出，抓紧规划建设“丝绸之路经济带”、“21 世纪海上丝绸之路”，推进孟中印缅、中巴经济走廊建设，推出一批重大支撑项目，加快基础设施互联互通，拓展国际经济技术合作新空间
2014 年 5 月 19 日	作为“丝绸之路经济带”首个实体平台，中国-哈萨克斯坦(连云港)物流合作基地启用

2014年11月	习近平在2014年中国APEC峰会上宣布,中国将出资400亿美元成立丝路基金
2014年12月	中央经济工作会议提出要重点实施“一带一路”战略
2015年2月1日	推进“一带一路”建设工作会议在北京召开,“一带一路”建设工作领导小组亮相
2015年3月	中国政府特制定并发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》
2015年5月7日	习近平开启对欧亚三国的访问,首站抵达哈萨克斯坦。此次访问可视作是“丝绸之路经济带”的落实之旅
2015年12月25日	亚洲基础设施投资银行正式成立,全球迎来首个由中国倡议设立的多边金融机构
2016年3月5日	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提出,“一带一路”也是2016年和“十三五”规划期间的重点工作之一,他要求扎实推进‘一带一路’建设,坚持共商共建共享,使“一带一路”成为和平友谊纽带、共同繁荣之路。

资料来源:光大证券研究所整理

在“一带一路”的背景之下,2013~2016年,中国对外工程承包合同金额增速稳定保持在12.4%以上,其中2016年合同金额2440.10亿美元,2013~2016年对外承包工程完成营业额复合增长率5.1%,2016年对外承包工程完成营业额1594亿美元。

图9:中国对外承包工程历年合同金额和完成营业额及同比



资料来源:wind 资讯

“一带一路”政策促进公司全球业务的推进。首先,“一带一路”布局中陆上丝绸之路途径哈萨克斯坦、伊朗、土耳其、俄罗斯最终到达欧洲腹地,与公司国际工程承包中以伊朗为基地的中东地区、以哈萨克斯坦为中心的中北亚地区的战略布局吻合。“一带一路”布局中海上丝绸之路通过越南、马来、印尼、肯尼亚再穿越红河到达欧洲腹地,与公司以赞比亚为中心的中南非洲地区以及越南、老挝、印尼、菲律宾等周边国家的战略布局重合。

图 10: 中色股份全球项目与“一带一路”路线



资料来源: 公司官网

其次, 从上世纪 90 年代开始, 公司足迹遍及“一带一路”沿线的 20 多个国家和地区, 先后在“一带一路”沿线国家和地区参与基础设施、民生工程和有色金属工业项目的建设, 将中国先进成熟的有色金属工业技术、大型成套设备和管理经验输出到“一带一路”相关沿线国家, 促进项目所在国的工业、经济和社会发展, 增强公司与各国间的互信并获取各国施工的相关经验, 曾入选美国《工程新闻记录》国际承包商排行榜, 国际经验、知名度以及良好的形象深入人心, 凭借以上优势公司具备享有“一带一路”政策红利的先发优势。

表 2: 中色股份在各地代表工程

地区	国家	项目	介绍
北亚	蒙古	图木尔廷—敖包锌矿	中蒙两国框架协议下合作建设开发的第一个固体矿山项目, 目前蒙古国境内最大的中蒙合资矿山企业。被誉为“中蒙合作的典范工程”, 并于 2015 年荣获蒙古国矿山企业唯一的“安全环保奖”
	俄罗斯	奥杰罗铅锌矿	中色股份参与开发俄罗斯奥杰罗铅锌矿项目, 与国家开发银行、俄罗斯东西伯利亚金属公司 (MBC) 签订了《融资合作原则协议》, 与 MBC 签署了项目设计、采购、施工与管理承包协议。奥杰罗铅锌矿是一个世界级铅锌矿, 拥有着符合 JORC 标准的 1.57 亿吨矿石资源。
中东	伊朗	巴夫格锌冶炼厂、佳加姆氧化铝项目、阿拉克电解铝厂、扎兰德铁矿选厂、法亚布铁合金厂、哈通阿巴德铜冶炼厂	中色股份为伊朗创造了“五个第一”。中色股份为伊朗生产出第一块铬铁合金、第一块锰铁合金、第一块钼铁合金、第一块锌锭、第一批氧化铝
中亚	哈萨克斯坦	巴夏库铜矿选厂项目、阿克托盖 2500 万吨铜选厂、巴甫洛达尔电解铝厂、延迟石油焦、哈铜吉尔吉斯黄金项目等	在哈萨克建设巴夏库、阿克托盖两个规模为 2500 万吨/年的世界级的铜矿山选矿厂, 以及延迟石油焦、哈铜吉尔吉斯黄金项目等, 合同总金额超过 15 亿美元。
南亚	印度	韦丹塔铝业项目	中色股份为印度韦丹塔铝业公司 125 万吨/年加苏古达电解铝厂变压器项目、电解槽槽上项目及氧化铝改造项目提供了一系列设备设计、供货、安装和试车等服务, 项目采用中国的技术和经验, 其主要设备均采用中国的设备。
		SKM 竖井项目	该项目的设计由多次与我们合作的 ENFI 设计院承担, ENFI 设计院是中国有色矿山第一条千米竖井的设计者, 设计水平成熟可靠, 同时也是印度铅冶炼项目的设计方, 对印度市场具有一定程度的了解, 有利于双方在项目设计阶段和执行中的沟通与合作
		德里巴铅厂项目	印度德里巴铅厂项目使用中国自主知识产权氧气底吹熔炼鼓风炉还原炼铅技术 (SKS), 这是该技术第一次出口到国外。中色股份为该项目提供设计、土建施工、设备采购、设备安装等服务。
东南亚	越南	大龙铜冶炼厂项目	在东南亚地区, 中色股份在以越南为代表的多个国家拥有工程承包和资源投资业绩。中色股份在老挝南部占巴塞省地区拥有约 726 平方公里的探矿权, 已探明铅
		生权铜联合企业项目	

	老挝	帕克松铝土矿项目	土矿资源大于 2 亿吨。中色股份在印度尼西亚已经与 PT Bumi Resources Minerals Tbk.(BRMS)签署战略合作协议,中色股份担任 Dairi 项目的总承包商,负责项目设计、采购及建设活动,协助 BRMS 公司获得项目开发融资。
	印尼	Dairi 铅锌矿项目	
非洲	赞比亚	赞比亚 KCM 竖井项目	中色股份充分依托、利用“世界 500 强”中色有色集团在非洲有色金属矿山资源开发深厚基础优势,打造了中国企业在非洲承建的第一个有色金属矿山井建项目——获“国优”、“部优”两项大奖的赞比亚 KCM 竖井项目;建成了政府批准的首座也是迄今为止最大的一座有色金属矿山——中非合作标志性项目赞比亚谦比希铜矿;承建了具有当今世界同行业最先进工艺技术水平的埃及煨后石油焦项目;开发了阿尔及利亚塔拉哈姆扎有色金属资源等。
		谦比希铜矿项目	
	阿尔及利亚	塔拉哈姆扎锌矿	
	埃及	煨后石油焦项目	

资料来源:公司官网

另外,2015年3月国务院发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》中指出,“一带一路”应加大煤炭、油气、金属矿产等传统能源资源勘探开发合作,推进能源资源就地就近加工转化合作,形成能源资源合作上下游一体化产业链。加强能源资源深加工技术、装备与工程服务合作。而公司主营业务中国际工程承包和机械制造业务均聚焦于有色金属的采选冶炼行业,与“一带一路”规划不谋而合。

同时在融资支持方面,亚投行的设立为公司解决后顾之忧。根据中国对外承包工程商会数据显示,2014年37家中国对外承包工程商会核心会员企业因融资担保问题未能签约或签约未执行的项目金额占其跟踪及新签合同额的65.9%。2014年12月,“丝路基金”正式成立,旨在为“一带一路”框架内的经贸活动提供投融资支持。2016年1月亚投行成立,将会对基础设施及其他生产性领域进行投资,公司未来有望得到资金支持。

表 3: 公司目前在建合同 (数据截止 2017 年 6 月 21 日)

对方名称	合同标的	签订日期	金额(亿元)	执行情况
印度斯坦锌业公司	印度斯坦锌 SKM 竖井项目	2012.05.15	4.30	部分井架钢结构约 1500 吨,拟于 2016 年 8 月 1 日发运。现场井下工程主体竣工,完成井建施工阶段竣工验收。截止 2016 年 6 月底,完成营业额 1675.80 万元。
哈萨克斯坦巴浦洛达尔煨烧石油焦厂(UPNK 公司)	哈萨克斯坦煨后石油焦项目	2013.01.06	4.83	2016 年工程进度主要集中在设备单体试车、设备联动试车和生、调试工作。截止 2016 年 6 月底,完成营业额 4804.06 万元。
哈萨克资源公司巴夏库分公司	哈铜巴夏库铜矿项目	2014.02.19	32.96	项目完成总进度 96%,其中硫化矿 100%;粘土矿 90%。截止 2016 年 6 月底,完成营业额 40734.83 万元。
哈萨克铜业公司阿克托盖分公司	哈铜阿克托盖铜矿厂项目	2014.12.14	34.20	项目完成进度 85.8%,各子项已开始进入预调试阶段。截止 2016 年 6 月底,完成营业额 82425.10 万元。
哈萨克斯坦巴浦洛达尔石化厂	石化厂硫化装置项目	2015.06.18	10.80	设计工作已完成;设备采购工作完成 90%,正陆续发运;土建工程施工完成 50%,安装工程完成 20%。截止 2016 年 6 月底,完成营业额 19168.60 万元。
越南 VIMICO 公司	越南老街铜冶炼扩建项目	2016.08.18	5.86*	公司负责 VIMICO 公司在越南老街 2 万吨铜冶炼厂的 EP 合同,承担设计、设备和材料供应、安装、试车等工作。
印度斯坦锌业公司	印度斯坦锌渣处理有价金属回收项目	2016.11.8	5.64*	公司负责该项目的 EPC 合同,承担设计、设备和材料供应、土建、安装、试车等工作。合同工期为自开工之日起 18 个月。
Metalkol SA 公司	刚果金 RTR 总承包项目	2017.1.22	45*	公司负责 Metalkol SA 公司在刚果金的 RTR 尾矿湿法冶炼处理厂的建设总承包,合同工期为自开工之日起 24 个月,目前已收首笔预付款 4500 万美元。
印度尼西亚 PT DAIRI	DAIRI 铅锌矿 EPC 工程承包	2017.4.28	23.87	主要承包商承建印度尼西亚 PT DAIRI PRIMA

PRIMA MINERAL 公司	合同	MINERAL 公司位于印度尼西亚北苏门答腊省的 DAIRI 铅锌矿项目，主要包括年处理 100 万吨矿石的铅锌开采、选矿和辅助及相关设施
------------------	----	---

资料来源：公司公告

*美元兑人民币按照 1:6.88

公司受益“一带一路”，国际工程项目订单充足，未来发展动力有保障。2017 年 1 月 22 日与 Metalkol SA 签署《刚果金 RTR 项目总承包合同》，合同金额达 6.54 亿美元。2016 年 11 月公司与 HZL 签订 8200 万美元《印度 HZL 公司 16 万吨锌渣处理有价金属回收项目》合同。2016 年 8 月 18 日签署《越南老街铜冶炼扩建项目合同》。除此之外，公司于 2015 年 9 月 3 日签署《阿克苏格多金属矿项目总承包框架协议》，协议中合同金额 25 亿美元，工程工期 60 个月，该项目尚未落地，一旦工程合同签订并开始执行后，预计未来五年每年对公司营业收入贡献可达 34 亿元。

表 4：公司近期签订工程项目

合同名称	合同类型	签订时间	金额 (亿美元)	工期
刚果金 RTR 项目总承包合同	正式合同	2017.1.22	6.54	24 个月
印度 HZL 公司 16 万吨锌渣处理有价金属回收项目合同	正式合同	2016.11.8	0.82	18 个月
越南老街铜冶炼扩建项目合同	正式合同	2016.8.18	0.85	28 个月
阿克苏格多金属矿项目总承包框架协议	框架协议	2015.9.3	25.00	60 个月

资料来源：公司公告

截止 2016 年末，公司 6 大合同项目正在推进建设，其中 1 项合同项目已正式完成。6 项合同总金额合计为 95 亿元，项目分别是哈萨克斯坦巴甫洛达尔煅烧石油焦厂项目、印度斯坦锌业公司 SKM 竖井项目、哈萨克资源公司巴夏库分公司铜矿项目、哈萨克铜业公司阿克托盖分公司铜矿厂项目、哈萨克斯坦巴甫洛达尔石化厂石化厂硫化装置项目和越南 VIMICO 公司老街铜冶炼扩建项目合同。

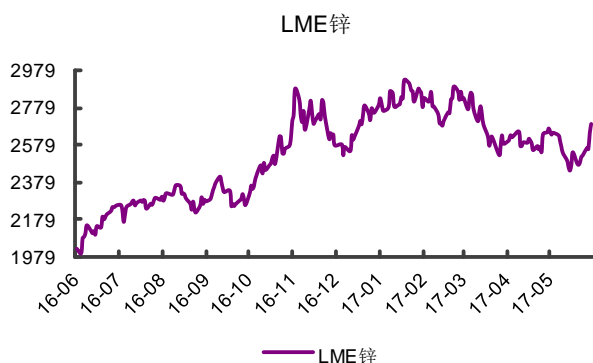
公司“一带一路”沿线业务布局受益，2013~2016 年工程承包业务分别为 4.2 亿元，11.4 亿元，35.4 亿元和 32.8 亿元，复合增速 98.3%。截止 2016 年末，公司完成 1 项重大合同项目，并有 6 项工程项目仍在推进建设中。根据在手合同以及执行期，我们预计未来两年公司海外工程承包合同收入分别为 34 亿元和 36 亿元。

1.3、有色资源业务：行业触底反弹进行时

1.3.1、锌行业供给改善，公司锌资源优质

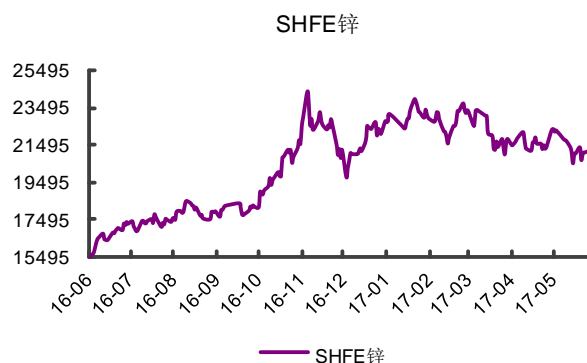
行业层面，根据我们在 2016 年 9 月 11 日发布的行业深度报告《基本金属系列报告之锌：供应短缺加剧，有助锌价上涨》中的论述。由于国内环保问题致中小矿停产；国外矿山减产停产；国内外库存下降三个原因，锌上游供应短缺，我们认为未来锌价还将继续呈现上升势头。

图 11: LME 锌价格走势 (美元/吨)



资料来源: wind 资讯

图 12: SHFE 锌价格走势 (元/吨)



资料来源: wind 资讯

公司建立了从铅锌采选及冶炼的一体化生产体系,拥有 2 处在产矿山及与之配套的采选能力,同时公司锌锭冶炼厂装备国内一流的先进生产设备,采用热酸浸出—低污染沉矾除铁湿法炼锌工艺。该工艺流程适应处理的当地锌精矿原料特点,属国内首创、国际领先的炼锌工艺。

公司铅锌资源主要集中在教包锌矿和白银诺尔铅锌矿。其中教包铅锌矿由蒙古鑫都矿业负责经营生产,是公司第一个国外有色资源开发项目,截止 2016 年 12 月 31 日核计,该项目矿石品味 9.4%,锌金属量为 70.8 万吨,矿石处理能力为 30 万吨/年,2013 年~2015 年锌精矿产量分别为 5.47 万吨、4.97 万吨和 9.29 万吨;白银诺尔矿是内蒙古最大的铅锌矿,拥有锌金属 69.37 万吨,铅金属量 23.56 万吨,2015 年锌和铅金属产量为 3.26 万吨和 1.06 万吨。

表 5: 公司截至 2016 年末主要锌矿项目 (万吨、万吨/年、%)

项目	持股比例 (%)	储量 (万吨)	产能(万吨/年)
教包锌矿	56.06	70.8 锌	锌金属 6.25
白音诺尔铅锌矿	100.00	31.6 铅/95.8 锌	锌金属 2.7; 铅金属 8000

资料来源: 公司公告

表 6: 公司锌产品产销库存 (单位: 万吨)

时间	产量		销量		库存	
	铅锌精矿	锌锭及锌合金	铅锌精矿	锌锭及锌合金	铅锌精矿	锌锭及锌合金
2011	8.38	16.18	4.86	14.83	2.14	1.73
2012	9.44	18.55	7.83	18.98	1.42	2.76
2013	8.19	21.05	4.89	21.28	0.59	1.88
2014	9.48	21.73	3.75	22.90	0.56	0.47
2015	9.36	21.50	1.89	19.69	1.19	2.10
2016	9.06	21.79	3.40	22.12	1.09	1.45

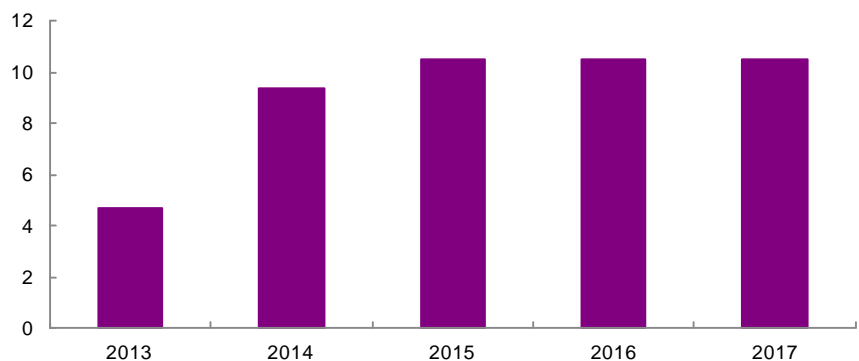
资料来源: 公司公告

此外,公司未来在俄罗斯的奥杰罗项目铅锌矿、澳大利亚矿企特拉明以及印尼的 Dairi 铅锌矿做更多布局。

1.3.2、稀土低谷，百废待兴

在 2014 年初，我国稀土行业就开始推进以六大稀土集团来主导行业格局的相关工作，以此来提高行业集中度。六大稀土集团分别是北方稀土、中国五矿、中铝公司、南方稀土、广东稀土、厦门钨业，目前六大稀土集团整合了全国 23 家稀土矿山中的 22 家和 59 家冶炼分离企业中的 54 家，冶炼分离产能从 40 万吨压缩到 30 万吨。即使如此，行业目前依然是供过于求的状态，2016 年我国稀土生产配额 10.5 万吨，供给量达 16.8 万吨。

图 13：中国稀土开采计划指标（万吨）



资料来源：Wind 资讯

从 2016 年 12 月至今，国储共进行三次招标，累计实现收储 6400 余吨。3 月 28 日，第三轮稀土国储招标结束，招标总量 3000 余吨。其中主流稀土产品氧化钕招标价格约 27 万元/吨，成交量 220 吨；氧化钪招标价格约 50 万元/吨，成交量 170 吨；氧化铈招标价格约 310 万元/吨，数量 178 吨；氧化镨招标价格约 125 万元/吨，成交量 450 吨。相比第一轮招标，本次招标价格高出 10%，招标总量多出 1 倍左右。同时，从去年 12 月开始，国家每间隔两个月就进行一次收储，体现了国家打击稀土贱卖的决心，预计今年国家至少还会进行一次收储，市场正面预期强烈。

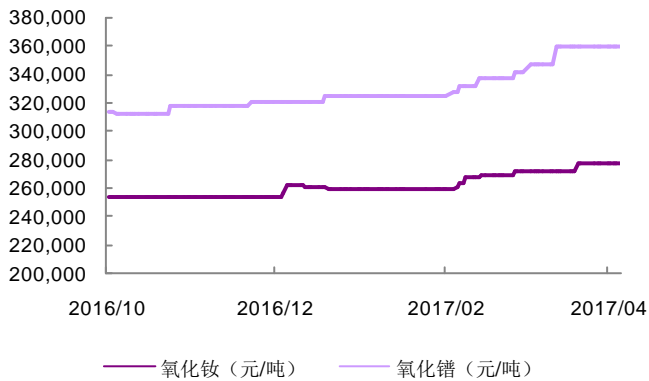
表 20：三轮国储成交概况

	成交价 (万元/吨)			成交量 (吨)		
	第一轮	第二轮	第三轮	第一轮	第二轮	第三轮
氧化镨	32.31			5		
氧化钕	25.59		27	45		220
氧化镨钕	25.33	26		流标	1300	
氧化钪	42.2	45	50	60	80	170
氧化铈	287.72	300	310	流标	95	178
氧化镨	125.03	125	125	280	440	450
氧化钇	17.11			330		
氧化镱	429.7			16		
氧化钇	2.45			670		

资料来源：光大证券研究所整理

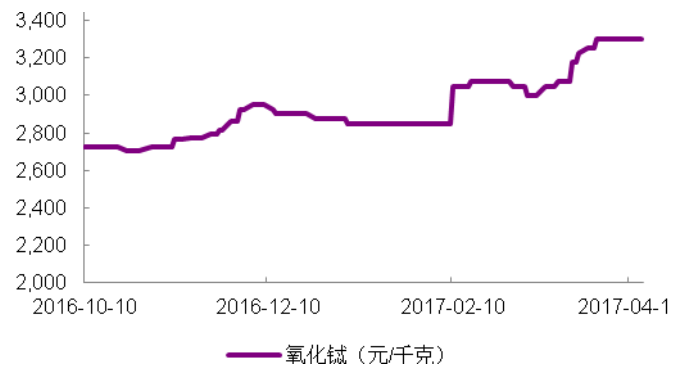
近几个月以来，国内稀土价格一路向好，迎来“小阳春”。

图 14：氧化镨钕价格回暖



资料来源：wind

图 15：氧化铽价格回暖



资料来源：wind

此外，政策方面出台了资源税调整、取消关税、取消出口配额等，但稀土行业的混乱问题始终未能有效解决，稀土行业无论是从政策角度还是供给角度，均处于行业底部。2016 年 10 月份工信部发布《稀土行业发展规划（2016—2020 年）》，提出到 2020 年稀土年度开采量控制在 14 万吨以内，严格市场准入制度，除六家大型稀土企业集团外不再新增采矿权，加强对中重稀土元素的开采、生产、流通等全产业链管理，坚决打击稀土违法违规生产和出口走私、逃避缴纳税款等行为。稀土行业整治尚在路上，但是随着相关政策陆续出台，打黑力度不断升级，稀土行业见底向好已为时不远。

表 7：“十三五”期间稀土行业发展主要目标

指标	2015 年实际	2020 年目标	“十三五”累计增减
一、经济指标			
工业总产值年均增速%	12.5	16.5	-
行业利润率%	5.8	12	[6.2]
重点企业研发支出占主营收入比重%	3	5	[2]
二、生产指标			
冶炼分离产能(万吨)	30	20	[-10]
稀土冶炼分离产品产量(万吨)	10	<14	[<4]
轻稀土矿选矿回收率%	75	80	[5]
离子型稀土矿采选综合回收率%	75	85	[10]
轻稀土冶炼分离回收率%	90	92	[2]
离子型稀土冶炼分离回收率%	94	96	[2]
三、绿色发展指标			
全行业主要污染物排放强度降低(含二氧化硫、氨氮、废水等, %)	-	-	[20]
达到能耗标准企业占比%	40	90	[50]
四、应用产业发展指标			
高端稀土功能材料及器件市场占有率%	25	50	[25]
出口产品初级原料占比%	57	30	[-27]
注：[]内为五年内累计数			[]

资料来源：百川资讯

公司稀土业务采用模糊萃取工艺技术、串联萃取工艺技术及混合萃取体系分离技术等国内领先技术。南方稀土资源基地是公司积极推动的四大资源基地之一，主要负责稀土业务板块。国内主要公司有珠江稀土和南方稀土，其中南方稀土是珠江稀土搬迁工程，同时在其基础上再增产能 4000 吨/年，最后将形成南方稀土 7000 吨/年的冶炼分离产能。

表 8：公司稀土业务产销库存数据（单位：吨）

时间	稀土氧化物产量	稀土氧化物销量	稀土氧化物库存
2011	2016	1392	1321
2012	1383	943	1764
2013	1648	1288	2124
2014	1153	1377	1900
2015	775	828	1833
2016	88	376	1546

资料来源：公司公告

公司稀土业务目前面临不确定性，国家全力整合稀土产业，对稀土开采冶炼实施配额管理以提高行业集中度，公司不属于六大稀土集团之列，虽然有冶炼配额但不具有开采配额，在资源控制方面没有优势。目前在广东新丰县地区正在搬迁新建南方稀土（新丰），该地区约有 20 万吨的稀土资源储量，公司正在积极申请资源开采权。

2、模式创新：工程换资源，认识新中色

2.1、产业多元探索新模式

公司从 1997 年上市开始，主要业务即国际工程承包，由于国际工程承包业务具有一次性收入的特点，公司寻求产业多元化、发展新模式，在主业国际工程承包不断发展的同时积极布局其他业务领域。

表 9：公司多元化业务尝试

时间	行业领域	代表公司
1997 年	房地产	参股菲律宾建金发展公司
1998 年	物业管理	北京市中色安厦物业管理有限责任公司
1999 年	互联网	与美国南加利福尼亚州大学合资成立中美网络资讯公司
2000 年	金融	参股民生银行
2004 年	房地产	北京金和万盛房地产开发有限公司
2004 年	电力能源	四川泸州黄浦电力有限公司
2006 年	煤炭	四川叙永黄浦煤业有限公司

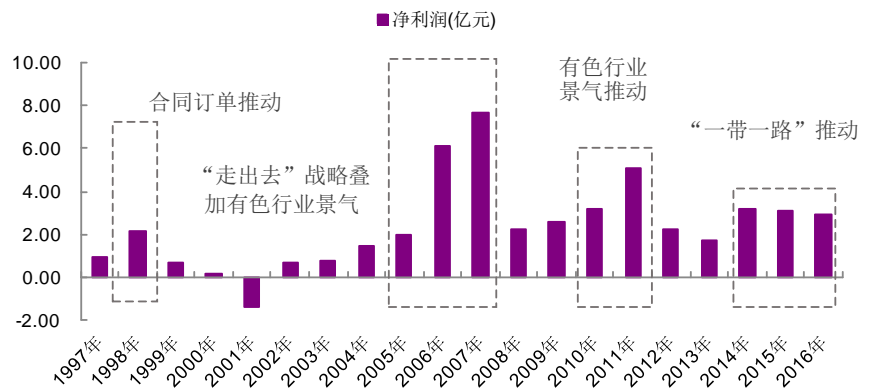
资料来源：公司公告

工程承包业务的订单合同往往只能为公司带来 2~4 年左右收入，公司长期稳定的收入来源不能得到有效保障。同时，国际承包工程项目合同的数量和金额大小受到的影响因素多，例如国家政策、发包方经济发展阶段、接包方技术水平以及政局动荡等，导致订单合同的金额和数量波动大，公司的营收不能稳定。

其次从公司具体海外工程承包业务类型看，公司主要承接有色资源类的海外工程项目，往往是有色资源开发所需要的厂房、设备、生产线、器械等，而这类项目又同整个有色行业相联系，行业景气开工项目增加，公司业务也会相应增加，反之公司业务相应减少。

所以综上所述，公司海外工程承包业务收入一次性特征明显，且订单合同金额数量受外部经济环境的影响波动大，发展多元业务、寻求新模式成为公司自上市以来一直坚持的重要战略。

图 16：公司历史净利润波动原因



资料来源：wind 资讯，光大证券研究所整理

2.2、“一带一路”催生“工程换资源”新模式

我国企业海外资源扩张模式主要可以分为四个大类：以资金为基础的合作模式、以技术为基础的合作模式、以管理为基础的合作模式以及综合合作模式。

- 以资金为基础的合作模式包括合资开发模式、购买产能模式和股权并购模式；
- 以技术为基础的合作模式主要是风险勘探模式；
- 以管理为基础的合作模式主要包括租赁经营模式和工程换资源模式；
- 综合合作模式是指“政府推进、开行(国家开发银行)融资、企业承贷、信保担保”的四位一体模式。

不同海外资源扩张模式各具优劣，相对而言，工程换资源模式更适合与矿业相对落后国家合作，这也与“一带一路”的规划吻合。

表 10：海外资源扩张模式优劣

合作要素	合作模式	优势	劣势	最佳应用条件
资金	合资开发	出资方式灵活；风险相对较小	前期投资较大；投资回收周期长	适用于新建资源项目的开发
	购买产能	操作简单、方式灵活；可更换合作伙伴	需要支付大量资金；运输费用高	适用于对有生产能力的大型企业的投资
	股权并购	可通过资本市场或协议方式购买股权，操作简单；避免项目实际运作风险	前期尽职调查和资产估值存在信息风险；后期存在整合风险	适用于成熟资本市场或者成熟项目的投资
技术	风险勘探	建立境外资源储备基地，方式灵活；科独资或合营	存在勘探风险；前期投资有回收风险	适用于投资规模相对较小的项目
管理	租赁经营	可避免跨国并购风险；目标选择较为灵活	前期投资很大；后期经营有一定风险	适用于与矿业相对落后的国家合作；适用于大型企业境外投资，对资本要求高
	工程换资源	可直接获得资源；易成为长期合作伙伴	合作期长、投资大；存在信息不对称风险	

综合 四位一体 四方互利共赢；企业较容易获得信任

四方合作的难度；地勘单位力量薄弱 适用政府、银行、企业和担保方四方合作

资料来源：《资源型企业海外资源开发合作模式分类研究》

工程换资源在一带一路背景下为海外扩张最佳选择。工程换资源具有一定局限性，而“一带一路”政策支持下，部分局限转化为公司优势，工程换资源得以有效实施。

- 工程换资源需要实施的企业具有相关的工程承包能力和经验，而中色股份作为世界工程承包前 225 强，工程承包能力和经验不容置疑；
- 工程换资源模式仅适合于与矿业相对落后国家开展资源合作，“一带一路”途经国家几乎全部为发展中国家，矿业相对落后，随着国内经济的发展，矿业水平亟需提升；
- 企业需要为外方先行垫付建设资金，需要有雄厚的资金实力，中色股份背靠世界 500 强中色集团，同时拥有“一带一路”亚投行和丝路基金的支持，资金方面无后顾之忧。工程换资源可谓是中国大型资源企业海外扩张的最佳选择。

中色股份以资源换工程模式进行海外资源扩张的主要步骤包括：EPC 总承包—参股—产品包销三个阶段。在 EPC 总承包阶段，公司可在工程承包的施工过程中，获得矿产资源规模、矿山品位等的一手信息，再根据矿产优劣以及开采经济性等情况，决定是否参股，大大降低了收购矿产资源质量不及预期的风险。这种模式最大的优点在于协议双方可以各取所需，实现双赢。即中方企业可以获取长期稳定的原材料供应，而外方企业则可以从中国的合作者处获得技术和资金支持来完成矿业项目的开发。

工程承包产业链包括商业融资、勘察与咨询、工程设计、材料采购、设备制造、施工管理、后续经营等环节。从整个工程承包产业链上来看，材料采购、设备制造、施工管理附加值较低，而商业融资、勘察与咨询、工程设计和后续经营附加值较高。中国有色在工程设计、材料采购、设备制造、施工管理方面均有相当丰富的经验，经以 EPC（设计-采购-建设）模式进行工程承包。若采用了工程换资源的模式，则可介入工程方的商业融资以及经营活动，涉足具有高附加值的商业融资与后续经营环节，将产业链拓展为 EPC+F+I：（设计-采购-施工）+融资+承包企业入股。

工程换资源模式把工程承包产业链与资源开发产业链结合，为资源开发业务获得稳定原材料提供保障。当公司以工程换资源模式得到资源拥有方股权或产品包销权后，可以与自身资源开发业务对接，为公司资源开发产业链提供稳定的原材料供给、提高资源开发业务自给率或是对冲外购原材料价格变化的风险，从而降低公司成本。另外，工程换资源可低风险获得资源，即通过 EPC 模式承建工程，以工程款换取矿产资源股权比例，并获得后期生产经营权与产品包销权，从而获得矿产资源稳定供应与良好经济效益。

公司由工程承包向类资源公司转换。随着工程换资源模式的进行，中色股份获得资源公司股权后，将从以工程承包为主的公司成为类资源公司，把工程承包一次性收入的模式转化为持久的现金流。未来有望把公司四大主营业务板块结合成一条完整产业链：装备制造业务为工程承包业务提供设备支

持；工程承包业务为资源开发业务提供资源支持；资源开发业务为有色贸易业务提供产品。

2.3、新模式崭露头角，资源开发有序扩张

公司目前正积极推进蒙古、赤峰、南方稀土和老挝铝土矿四大资源基地建设，通过工程承包参与海外资源项目俄罗斯奥杰罗铅锌矿，通过投资参与澳大利亚矿企特拉明等等。公司有色资源开发业务能够稳步发展主要归结于同海外工程承包业务之间的协同作用，通过工程承包项目参与对有色资源的控制，实现对有色资源的间接储备。

从具体项目来看，中色股份与蒙古合作开发的图木尔廷—敖包锌矿，是中国企业采取“工程换资源”模式开展境外资源合作的首次实践。公司1998年承包建设蒙古国图木尔廷—敖包锌矿并先行垫付建设资金，蒙方以矿产品偿还工程款方式将矿产品销售给中方，并向中方转让股权。2005年，图木尔廷—敖包锌矿正式投产，锌矿股份比例为还贷期间中色股份占51%，蒙方占49%，贷款还清后各占50%，实现当年投产，当年达产，当年盈利，给中色股份带来巨大的投资回报。年生产锌精矿14万吨，促进了当地经济发展和进步该厂投产以来，对蒙古国内生产总值的贡献率达2~2.5%。

表 11：图木尔廷—敖包锌矿介绍

矿山	位置	股权	锌品位	锌资源量
图木尔廷-敖包锌矿	蒙古国东部苏赫巴托省境内	中色占 51% 蒙方占 49%	13.67%	103.486 万吨

资料来源：公司官网

现阶段，公司正以工程换资源模式进行海外资源扩张。2013年，中色股份与MBC签署协议：中色股份拟购买MBC公司持有的奥杰罗项目50%的股权；EPC工程承包；包销协议；同时国家开发银行同意为奥杰罗项目开发提供融资。同年，公司与BRMS公司签署框架协议共同合作开发BRMS公司控股的PTDPM公司拥有的Dairi铅锌矿。协议内容包括EPC工程承包；协助获得融资；包销协议；获得在未来一定期限内购买不超过29%的PTDPM公司股权的权利。

表 12：公司工程换资源项目合同

工程换资源项目	协议类型	协议时间	资源情况	合作内容
奥杰罗铅锌矿项目	原则协议	2013.3.22	1.57 亿吨矿石资源，铅品位为 1.02%，锌品位为 5.23%，含铅锌金属量约 980 万吨，矿石中银平均品位约 37 克/吨	1、股权购买协议，中色股份拟购买 MBC 公司持有的奥杰罗项目 50% 的股权，与 MBC 共同开发奥杰罗铅锌矿，具体投资金额待评估后由双方共同协商确定 2、设计、采购、施工与管理（EPCM）的承包协议，中色股份将负责奥杰罗项目的工程总承包 3、包销协议，中色股份负责奥杰罗项目建成投产后的产品销售 4、国家开发银行在 EPCM 合同生效后为奥杰罗项目开发提供融资
共同合作开发 BRMS 公司控股的 TDPM 公司拥有的 Dairi 铅锌矿	战略合作协议	2013.10.22	矿石资源量 2510 万吨，锌平均品位 10.2%，铅平均品位 6.0%，含锌金属量 256 万吨，铅金属量 150 万吨。其中，高品位矿床 AnjingHitam 拥有矿石资源量 810 万吨，锌平均品位 14.6%，铅平均品位 9.1%，铅和锌金属量共 192 万吨，伴生银金属 98.8 吨。	1、由中色股份担任 Dairi 项目的总承包商，与 BRMS 公司签署 EPC 承包合同，负责项目设计、采购及建设活动 2、中色股份将协助 BRMS 公司为 Dairi 项目的建设和开发获得融资，融资金额不超过 EPC 合同总价的 85%，最终融资金额在可研合同以及 EPC 承包合同的基础上由双方共同确定 3、双方同意在 BRMS 与银行签署贷款协议前，签署精矿包销协议，由公司包销不低于 51% 但不高于 65% 的 PTDPM 产出的铅锌精矿量 4、双方同意在 BRMS 与银行签署贷款协议前，签署股权购买协议，如果融资成功，本公司获得在未来一定期限内购买不超过 29% 的 PTDPM 公司股权的权力

资料来源：公司公告

工程换资源将增加公司有色资源储量。奥杰罗铅锌矿拥有 41.57 亿吨矿石资源，铅品位为 1.02%，锌品位为 5.23%，含铅锌金属量约 980 万吨，矿石中银平均品位约 37 克/吨。目前，奥杰罗铅锌矿项目已签订原则协议和 EPC 正式合同。此外，公司与 BRMS 签订框架协议，拥有在未来一定期限内购买不超过 29% 的 PTDPM 公司股权的权力。PTDPM 旗下的 Dairi 铅锌矿拥有矿石资源量 2510 万吨，锌平均品位 10.2%，铅平均品位 6.0%，含锌金属量 256 万吨，铅金属量 150 万吨。

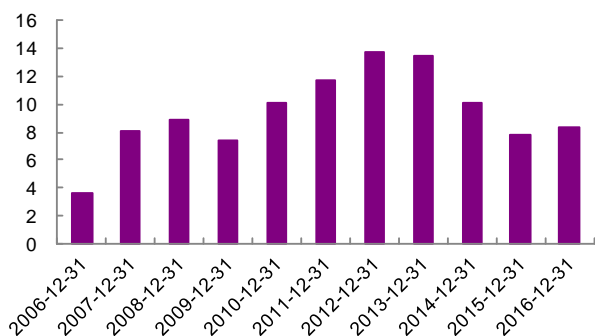
2.4、配套业务：装备制造、贸易业务稳步发展

作为“工程换资源”产业链中的配套业务装备制造业和贸易业务，通过工程承包业务和资源开发业务的发展和规模扩张而实现自身业务发展。

装备制造主要依托于控股子公司沈冶机械和中色泵业。沈冶机械历史悠久，经验丰富，技术水平较高，初步具备了提供整套选矿系统的能力，拥有专业完备的油膜轴承设计体系等。中色泵业占国内市场份额的 80% 以上，与国内企业相比拥有绝对竞争优势。同时，公司工程承包业务 EPC 模式享有自主设备采购权，为装备制造业提供支撑。工程承包业务稳定和环保审查趋紧，装备制造业务收入稳定。公司工程承包业务维持高增长，将会带动装备制造业务。同时，随着国内环保核查趋于严格，中小型企业面临停产风险，未来维持生产，可能会衍生出新的符合环保要求的设备需求。预计未来公司装备制造板块收入稳定。

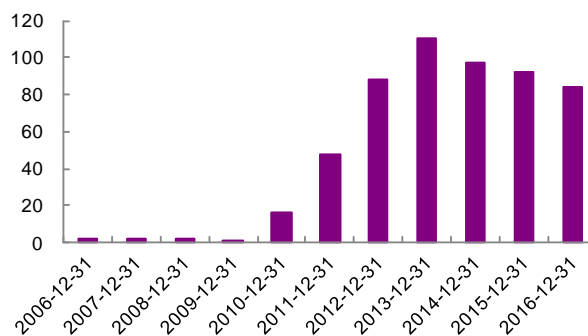
有色贸易借“工程换资源”提高毛利率。我国有色金属交易长期以来处于有色金属采选与冶炼厂家主导的卖方市场，有色贸易议价能力弱，有色金属贸易行业接近于完全竞争市场，中色股份有色贸易毛利率多年维持在较低水平，未来有望通过工程换资源获取廉价货源，降低成本，提升毛利率。

图 17：公司装备制造业务营收（亿元）



资料来源：wind 资讯

图 18：公司贸易业务营收（亿元）



资料来源：wind 资讯

3、国企改革打开想象空间

3.1、集团内部整合预期

“1+N”国企改革稳步推进。国企改革“1+N”政策是国企改革的顶层设计方案，是指导新一轮国企改革的主导文件及一系列配套文件的统称。其

中，“1”是指2015年9月国务院出台的《关于深化国有企业改革的指导意见》，是国企改革的纲领性文件，从总体要求、分类改革、完善现代企业制度和国资管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失等方面提出国企改革目标和举措。“N”则指与龙头文件配套的指导国资国企改革各专项领域的若干个政策文件，其具体数量将视实际情况和需要而定，目前已相继出台了17个分项改革实施方案。

表 13: “1+N” 国企改革相关文件

时间	文件	发布单位	主要内容
2015/09/19	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	国务院	国企改革总纲领，确立国企改革方向
2015/09/20	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导、加强党的建设的若干意见》	中央办公厅	对在深化国有企业改革中坚持党的领导、加强党的建设提出要求、做出部署
2015/09/23	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	国务院	将分类推进国有企业混合所有制改革
2015/10/25	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	国务院	推进国有资产监管机构职能转变、改革国有资本授权经营体制、提高国有资本配置和运营效率、协同推进相关配套改革等方面提出具体要求和部署
2015/10/31	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	国资委	追究、加强监督制度和能力建设强化企业内部监督、加强企业外部监督、实施信息公开加强社会监督、强化国有资产损失和监督工作责任追究、加强监督制度和能力建设
2015/12/29	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	国资委、财政部、发改委	将国有企业界定为商业类和公益类，并分类改革、监管、考核等
2016/01/12	《关于进一步规范和加强行政事业单位国有资产管理的指导意见》	财政部	行政事业单位使用权和所有权分离，各级财政部门梳理关系、简政放权，提高国有资产效率
2016/02/03	《中央国有资本经营预算管理暂行办法》	财政部	加强和规范中央国有资本经营预算管理
2016/03/01	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	财政部、科技部、国资委	将国有科技型企业股权和分红激励试点政策推向全国
2016/07/01	《企业国有资产交易监督管理办法》	国资委、财政部	对企业国有资产交易行为，包括企业产权转让、企业增资和企业资产转让等做出规定
2016/07/26	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	国务院	推进央企兼并重组，“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”
2016/08/18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	国资委、财政部、国资委	明确员工持股试点总体原则、试点企业的条件、员工入股及股权管理等细则

资料来源：光大证券研究所整理

其中，提高资产证券化率是本轮国企改革的重要指标。本轮国企改革以提高国有资本运营效率为中心，最终目的是提高国有资本资产证券化率、建立现代的企业制度和建立良好的国有资产监管体系。其中资产证券化是确定性最高、成本最低的改革方式。不仅能够拓宽融资渠道，盘活存量的国有资产，且能获得稳定的资金来源。

公司控股股东中国有色集团2016年在世界五百强排名上升4位，位居第386位。截止2015年6月，中国有色集团旗下有27家控股公司和5家参股公司，包括7家上市公司：中国有色金属建设股份有限公司、宁夏东方钽业股份有限公司、中国有色矿业有限公司、中国大冶有色金属矿业有限公司、中国有色黄金有限公司、恰拉特黄金公司和特拉明矿业公司，覆盖了矿产采选、冶炼，工程承包等多个领域。

表 14: 集团主要控股子公司介绍

控股公司名称	简介
中国有色金属建设股份有限公司	持有公司33.75%的股份，中色股份拥有两大主业为海外资源开发和国际工程承包，业务领域已覆盖设计、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

	<p>的全过程。公司于 1997 年在深圳证券交易所挂牌上市，证券简称：中色股份，证券代码：000758。截至 2015 年末，中色股份资产总额 228.08 亿元，负债总额 163.74 亿元，资产负债率 71.79%；实现营业收入 196.07 亿元，净利润 3.07 亿元。</p>
中色（宁夏）东方集团有限公司	<p>该公司是集科研、生产与技术开发为一体的国家大型稀有金属企业集团，其下属子公司东方钽业于 2000 年 1 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码：000962，证券简称：东方钽业。主要经营钽、铌、铍合金等稀有金属材料生产、开发、科研与销售、进出口业务，是国内最大的钽、铌稀有金属产品生产厂家。</p> <p>截至 2015 年末，中色（宁夏）东方集团有限公司资产总额 63.17 亿元，负债总额 56.07 亿元，资产负债率 88.76%；实现营业收入 1.39 亿元，净利润-10.96 亿元。</p>
中国十五冶金建设有限公司	<p>全资子公司，该公司在全国 30 个省（直辖市、自治区）、100 多个县、市，建成了各类大中型项目 400 多个，先后建成了湖南铅锌基地、湖北大冶铜基地、江西铜基地、安徽铜陵铜基地和山东祥光铜基地；建成电厂 80 余座，水泥生产线近百条，高速公路通车里程 500 多公里。上世纪九十年代，中国十五冶走向国门，先后承接了巴基斯坦、伊朗、新加坡、埃及、科威特等国家的工程建设项目。进入“十一五”后，中国十五冶大力实施“走出去”战略，在赞比亚、蒙古、哈萨克斯坦、沙特、苏丹、阿尔及利亚、埃塞俄比亚、印度、安哥拉等 9 个国家承接了近百亿元的工程项目。</p> <p>截至 2015 年末，中国十五冶金建设有限公司资产总额 90.39 亿元，负债总额 77.63 亿元，资产负债率 85.88%；实现营业收入 105.29 亿元，净利润 0.32 亿元。</p>
中国有色集团抚顺红透山矿业有限公司	<p>中国有色集团持有其 54.4% 的股权。该公司位于辽宁省清原县红透山镇，是以生产粗铜、硫酸、铜精矿、锌精矿、硫精矿为主要产品的集采、选、冶、机械加工、工程建设、交通运输、水泥建材等综合生产能力于一体的国家大型有色金属工矿企业，是东北地区储量最大的铜矿山企业。现保有地质储量 952 万吨（含铜 16.9 万吨、锌 25.5 万吨）。</p> <p>截至 2015 年末，中国有色集团抚顺红透山矿业有限公司资产总额 6.11 亿元，负债总额 8.02 亿元，资产负债率 131.26%；实现营业收入 6.02 亿元，净利润-2.44 亿元。</p>
中色国际贸易有限公司	<p>该公司以产品和服务贸易为主业，依托中国有色集团的整体优势，优化配置中国有色集团海外贸易资源，构筑集资源开发、产品贸易、货物运输为一体的全球供销网络。</p> <p>截至 2015 年末，中色国际贸易有限公司资产总额 44.48 亿元，负债总额 43.03 亿元，资产负债率 96.74%；实现营业收入 189.35 亿元，净利润 0.39 亿元。</p>
中色奥博特铜铝业有限公司	<p>目前山东省最大的、国内重要的高精度空调制冷铜管生产企业和大型高性能、高精度铜合金板带生产基地。产品涵盖了空调冰箱用高精度内螺纹铜管、光亮盘管、引线框架铜带、电缆带、变压器带、电子铜带等几十个门类、数百个规格，产品广泛应用于制冷行业、电力电器、电子通讯、汽车家电、IT、交通运输等行业，与格力、美的、志高、奥克斯等知名空调厂家保持着多年稳定的合作，并在广东东莞、温州、昆山等地建立了铜板带销售处，与周边板带经销商和电子、电器等板带需求行业保持着良好的合作关系。</p> <p>截至 2015 年末，中色奥博特铜铝业有限公司资产总额 101.91 亿元，负债总额 84.02 亿元，资产负债率 82.45%；实现营业收入 93.95 亿元，净利润 1.47 亿元。</p>
中色（天津）有色金属有限公司	<p>公司目前拥有 5 家全资子公司，主要从事有色金属系列产品的生产与销售，其中两家贸易型公司拥有 20 多年的有色金属产品内贸和外贸销售经验，具有稳定的客户群体和优秀的销售人员队伍，在有色金属贸易领域具有较高知名度。旗下的生产型企业为西门子、东芝等世界 500 强企业提供铝散热器产品。</p> <p>截至 2015 年末，中色（天津）有色金属有限公司资产总额 5.02 亿元，负债总额 10.05 亿元，资产负债率 200.20%；实现营业收入 42.55 亿元，净利润-6.08 亿元。</p>
大冶有色金属集团控股有限公司	<p>目前国内五大铜原料基地之一。作为湖北省最大的有色金属企业，大冶有色主要从事各类铜产品的生产与销售，同时利用伴生矿生产加工黄金、白银等稀贵金属，利用炼铜副产品生产硫酸等产品。</p> <p>截至 2015 年末，大冶有色金属集团控股有限公司资产总额 350.66 亿元，负债总额 252.28 亿元，资产负债率 71.94%；实现营业收入 1001.28 亿元，净利润-7.89 亿元。</p>
中色矿业发展有限公司	<p>中色矿业发展有限公司注册成立于 2011 年 7 月 12 日，公司注册地址为英属维尔京群岛，旗下拥有 74.52% 控股的中国有色矿业有限公司。中国有色矿业有限公司的业务由四家赞比亚附属公司经营：中色非洲矿业有限公司，中色卢安夏铜业有限公司，谦比希铜冶炼公司以及赞比亚谦比希湿法冶炼有限公司。</p> <p>中色矿业发展是高速发展的铜生产商，在赞比亚专注经营铜开采、选矿、湿法冶炼、火法冶炼及销售的垂直综合业务亦是中国有色集团于铜及钴资源开发的海外平台。</p> <p>截至 2015 年末，中色矿业发展资产总额 146.56 亿元，负债总额 82.4 亿元，资产负债率 56.22%；实现营业收入 78.91 亿元，净利润-16.06 亿元。</p>
中国有色集团沈阳矿业投资有限公司	<p>沈阳矿业是以有色金属资源开发、选矿药剂、贸易为三大主业的实体性投资公司，目前拥有控股（参股）企业 6 家，主要产品有铜精矿、锡精矿、粗铜、锡锭、硫酸、各种选矿药剂产品等。</p>

截至 2015 年末，沈阳矿业资产总额 26.8 亿元，负债总额 16.47 亿元，资产负债率 61.46%；实现营业收入 30.21 亿元，净利润-8,732 万元。

资料来源：中国有色矿业集团公告

中国有色矿业集团资产证券化率为 51.76%。中色集团旗下拥有 7 家上市公司，中色股份和东方钽业在深交所上市；中国有色矿业和大冶有色金属矿业在港交所上市；中国有色黄金和恰拉特黄金公司在伦敦交易所上市；特拉明矿业公司在澳大利亚证券交易所上市。按 2016 年 12 月 31 日，用中色集团拥有的上市公司的总资产与中色集团的总资产比较，可以得出中色集团资产证券化率为 51.76%。

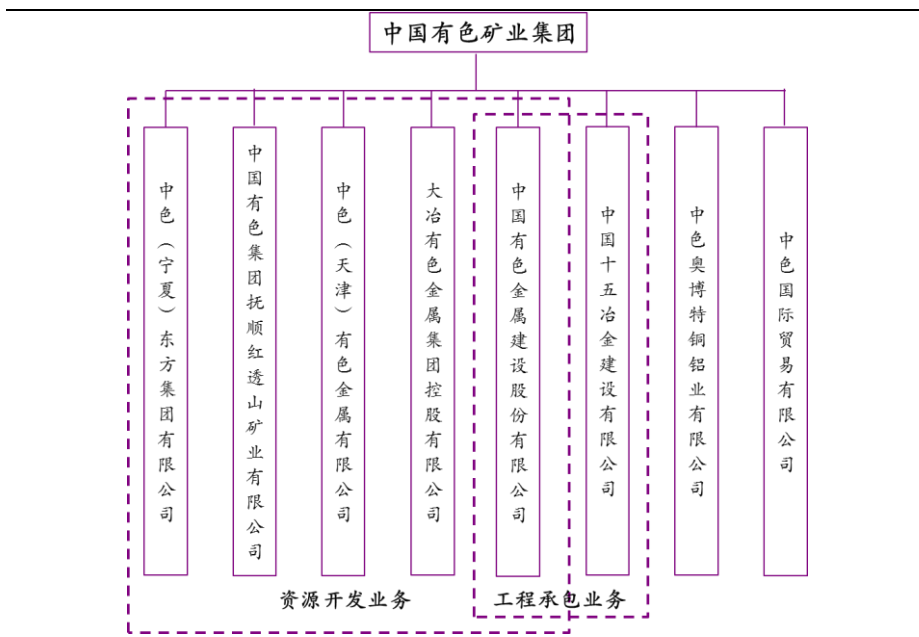
表 15：中色股份资产证券化率偏低（单位：亿元）

公司	上市地点	证券代码	总资产
中色股份	深交所	000758	239.10
*ST 东钽	深交所	000962	28.21
中国有色矿业	港交所	1258	164.59
大冶有色金属矿业	港交所	0661	160.96
中国有色黄金	伦敦交易所	CNG	20.25
恰拉特黄金公司	伦敦交易所	CGH	2.58
特拉明矿业公司	澳大利亚证券交易所	TZN	3.47
总计			619.16
中色集团总资产			1196.24
资产证券化率			51.76%

资料来源：wind 资讯，光大证券研究所整理

51%的资产证券化率意味着中色集团资产证券化空间较大，提升国有资产证券化率的主要方式有三种：集团优质资产整合、整体上市和借助“壳资源”。三种方式中，借助“壳资源”主要针对缺少上市平台的国企集团；整体上市的方式相对难度较大；优质资产整合的方式难度最小、确定性高，是企业首选的提升资产证券化率方式。在中色集团可选上市子公司有中色股份、东方钽业、中国有色矿业和大冶有色金属矿业中，目前集团计划将东方钽业做为“壳资源”出售，中国有色矿业和大冶有色金属矿业为港股，融资能力相对弱。

图 19: 中国有色矿业集团组织结构



资料来源：中国有色矿业集团公司公告

中色集团拥有优质海内外矿产资源。目前集团公司已经在我国周边国家以及南部分州国家形成一定规模的海外有色资源布局,截止2015年12月底,集团公司境内外共保有有色金属资源量 1953 万吨,其中铜 1015 万吨、钴 21.44 万吨、镍 60 万吨、铅 127 万吨、锌 537 万吨、钨 41.38 万吨、锡 4.42 万吨、钼 10.91 万吨。贵金属方面,金 390 吨、银 2898 吨,合计 3288 吨。铝土矿约有 4787 万吨,另有铁矿石 3000 万吨。是我国拥有海外资源最多的企业之一。

表 16: 集团金属资源储量 (单位: 万吨)

铜	钴	镍	铅	锌	钨	锡	钼	金	银	铝土矿	铁矿石
1015	21.44	60	127	537	41.38	4.42	10.91	0.039	0.2898	4787	3000

资料来源：中国有色矿业集团公司公告，光大证券研究所整理

- **铜：**集团海外铜业务主要由中色非洲矿业和中色卢安夏铜业公司两家负责。中色非洲矿业运营谦比希主矿、西矿两个矿山及相关配套选矿产。中色卢安夏铜业公司运营两处铜矿分别是巴鲁巴中矿和穆利亚希北矿，并同时运营冶炼厂一处；国内方面，主要依托抚顺红透山铜矿、大井子矿业和大冶有色金属集团控股有限公司。在铜冶炼环节，粗铜冶炼有谦比希粗铜冶炼项目、富邦铜业粗铜冶炼项目、红透山粗铜冶炼项目；精炼铜有谦比希湿法冶炼、刚果（金）湿法冶炼项目、马本德湿法冶炼项目、穆利亚西湿法冶炼项目、大冶有色冶炼项目。铜加工环节，主要由中色天津、中色奥博特以及大冶有色负责。
- **铅锌：**国内铅锌资源主要在教包铅锌、白银诺尔铅锌和抚顺红透山，其中教包铅锌、白银诺尔铅锌均在中色股份下面，抚顺红透山属于集团资产。铅锌冶炼环节，中色股份控股 51% 的赤峰中色库博红烨锌业下属赤峰红烨冶炼厂共计拥有 11 万吨/年锌冶炼和 10 万吨/年铅冶炼。

- 补充：资源类除了铜和铅锌之外，集团在缅甸积极推动缅甸达贡山镍矿项目，拥有镍资源量 68 万吨，2014 年开始试生产，2015 年镍金属产量 2.32 万吨，目前该业务正随着产能释放发展。

中色集团旗下优质的工程承包公司——十五冶。集团工程承包业务涵盖国内和国际市场，其中国际市场主要由中色股份负责，而国内市场则主要由中国十五冶金建设有限公司经营。十五冶公司成立于 1953 年，目前在全国 30 个省（直辖市、自治区）、100 多个县、市，建成了各类大中型项目 400 多个，先后建成了湖南铅锌基地、湖北大冶铜基地、江西铜基地、安徽铜陵铜基地和山东祥光铜基地。截至 2014 年末，中国十五冶金建设有限公司资产总额 83.94 亿元，负债总额 71.31 亿元，资产负债率 84.95%；2014 年实现营业收入 102.69 亿元，净利润 0.61 亿元。

从中色股份关联交易数据来看，十五冶与公司之间发生的关联交易金额占比最大，2016 半年报披露中色股份重大关联交易总金额 7.02 亿元，其中中色股份与十五冶关联交易金额为 5.21 亿元，其占同类交易金额比重为 76%。

表 17：中色股份与十五冶重大关联交易金额（亿元）

关联公司	披露时间	关联关系	关联类型	关联交易内容	关联交易金额	同类交易占比
中国十五冶金建设集团有限公司	2014.6	受同一实际控制人控制	接受劳务	工程	1.86	27.11%
中国十五冶金建设集团有限公司	2015.2	受同一实际控制人控制	接受劳务	工程	2.49	36.27%
中国十五冶金建设集团有限公司	2013.9	受同一实际控制人控制	接受劳务	工程	0.70	10.20%
中国十五冶金建设集团有限公司	2015.8	受同一实际控制人控制	接受劳务	工程	0.14	2.06%
中国十五冶金建设集团有限公司	-	受同一实际控制人控制	提供劳务	工程管理费	0.01	0.15%
中国十五冶金建设集团有限公司	-	受同一实际控制人控制	提供劳务	工程管理费	0.01	0.17%
合计					5.21	75.96%

资料来源：公司公告

4、盈利预测与投资评级

我们假设

- 1) 按照现有在手合同推算，2017~2019 年合同收入分别为 34.6, 36.1, 37.8 亿元，增速为 6%，4%，4%。
- 2) 基于嘉能可复产预期较弱，供需趋紧仍为主基调，我们保守假设国内现货锌价 2017~2019 将维持 2 万元/吨中枢水平。
- 3) 我们假设公司锌锭销量 2017~2019 为 209743, 208610, 208610 吨。
- 4) 装备制造板块未来有望从成本端入手，减亏提升毛利率，我们预计未来三年毛利率为 7.8%。
- 5) 基于贸易板块为公司传统业务，假设未来三年营收增速为 2%。

表 18：公司营业收入及成本预测（单位：亿元）

业务	指标	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
有色金属	收入	34.65	37.60	48.06	51.09	52.00
	成本	29.25	29.26	38.44	39.85	39.52
	毛利率	15.57%	22.19%	20.00%	22.00%	24.00%
承包工程	收入	60.34	60.25	63.93	66.62	69.69
	成本	50.97	50.50	53.59	55.84	58.42
	毛利率	15.53%	16.18%	16.18%	16.18%	16.18%

装备制造	收入	7.83	8.35	8.52	8.86	9.30
	成本	6.78	8.17	7.86	8.17	8.58
	毛利率	13.39%	2.19%	7.79%	7.79%	7.79%
贸易及其他	收入	93.25	84.90	85.74	86.59	87.45
	成本	91.20	83.78	84.06	84.90	85.74
	毛利率	2.20%	1.32%	1.96%	1.96%	1.95%
合计	收入	196.07	191.14	206.25	213.16	218.45
	成本	178.21	171.75	183.95	188.75	192.26
	毛利率	9.11%	10.15%	10.81%	11.45%	11.99%

资料来源：光大证券研究所

根据上述假设，我们预测公司 2017 年~2019 年的净利润分别为 6.6 亿元、8.1 亿元，9.1 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.41 元、0.46 元，对应当前股价 PE 为 22、18、16 倍。

4.1、相对估值

我们选取了同样是锌矿生产企业的驰宏锌锗，中金岭南，西藏珠峰作为参考。

表 19：可比公司 PE

公司名称	股价(元)	EPS				PE				市值(亿元)
	2017/7/7	2016年	2017E年	2018E年	2019E年	2016年	2017E年	2018E年	2019E年	
驰宏锌锗	7.07	-0.41	0.24	0.29	0.40	557	30	24	18	305
中金岭南	11.45	0.15	0.39	0.45	0.54	94	30	26	21	272
西藏珠峰	39.04	1.00	1.63	1.84	2.18	49	24	21	18	255
平均						233	28	24	19	
中色股份	7.38	0.15	0.34	0.41	0.46	49	22	18	16	145

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所整理

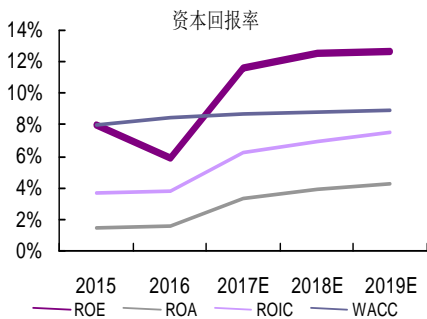
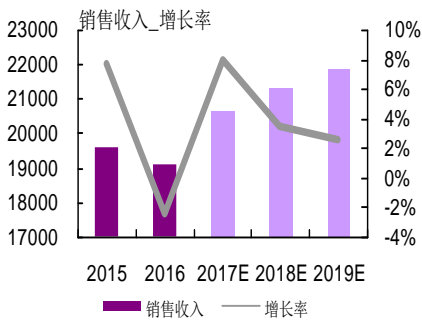
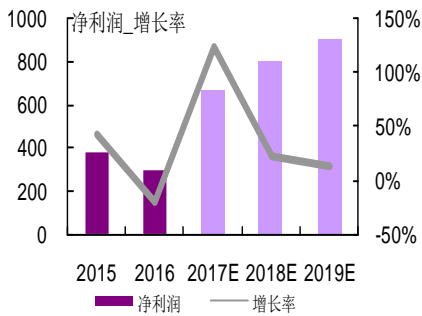
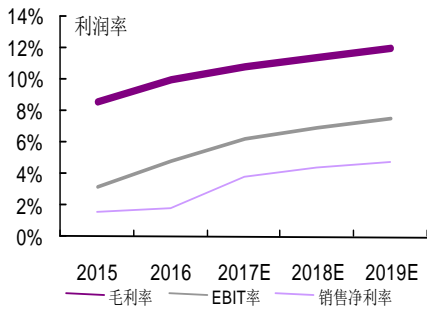
4.2、估值结论与投资评级

综上所述，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.34 元、0.41 元、0.46 元，维持“买入”评级，基于公司类资源属性显现（行业平均 28 倍），工程换资源模式转型（与传统锌矿企业相比享受一定估值溢价），给予公司 17 年 28 倍估值，目标价 9.52 元。

5、风险分析

“一带一路”推进不及预期：国家政策存在一定不确定性，公司对外工程项目推进进度不及预期。

锌价大幅波动：嘉能可锌矿复产导致锌矿供应市场从供给短缺转变为供给过剩，锌价大幅波动。

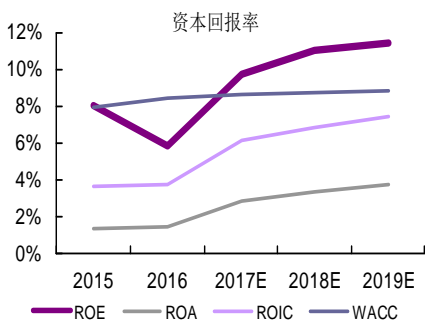
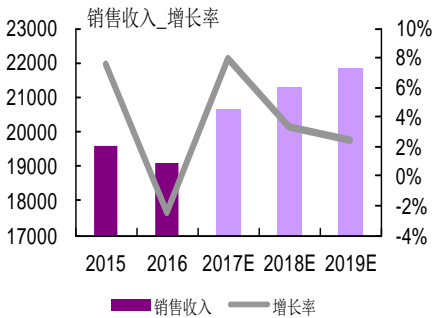
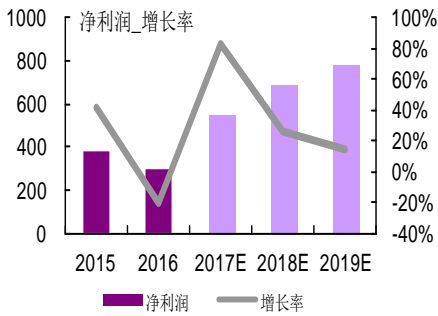
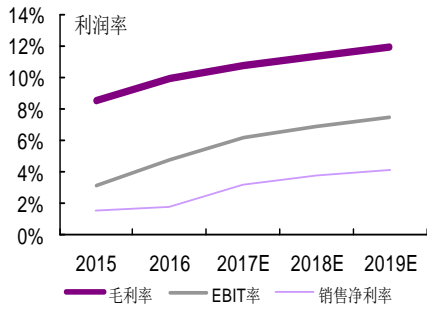


利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,607	19,114	20,625	21,316	21,845
营业成本	17,923	17,193	18,395	18,875	19,226
折旧和摊销	384	482	451	477	504
营业税费	74	154	113	117	120
销售费用	199	177	218	225	230
管理费用	555	554	595	615	631
财务费用	281	419	447	403	380
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	99	50	81	81	81
营业利润	447	546	924	1,158	1,337
利润总额	506	605	1,245	1,479	1,657
少数股东损益	-68	47	120	125	135
归属母公司净利润	375.15	296.01	662.29	804.17	906.43

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	22,808	23,910	24,034	24,549	24,912
流动资产	15,307	16,257	15,705	16,210	16,591
货币资金	3,691	2,270	3,094	3,197	3,277
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,553	5,624	3,858	3,987	4,086
应收票据	320	464	507	524	537
其他应收款	323	338	356	368	377
存货	4,645	4,455	4,422	4,542	4,631
可供出售投资	423	425	429	429	429
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	535	654	654	654	654
固定资产	3,066	3,656	3,765	3,835	3,869
无形资产	1,206	1,185	1,126	1,070	1,016
总负债	16,374	17,090	16,471	16,168	15,623
无息负债	10,001	8,846	9,215	9,367	9,480
有息负债	6,373	8,244	7,256	6,801	6,143
股东权益	6,434	6,820	7,563	8,380	9,289
股本	985	1,969	1,969	1,969	1,969
公积金	2,195	1,267	1,334	1,414	1,505
未分配利润	1,710	1,973	2,529	3,141	3,824
少数股东权益	1,726	1,733	1,853	1,978	2,113

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,430	-2,286	3,397	1,516	1,685
净利润	375	296	662	804	906
折旧摊销	384	482	451	477	504
净营运资金增加	319	3,244	-1,585	316	239
其他	352	-6,308	3,869	-82	35
投资活动产生现金流	-63	108	-1,018	-406	-406
净资本支出	-251	96	-487	-487	-487
长期投资变化	535	654	0	0	0
其他资产变化	-347	-642	-531	81	81
融资活动现金流	756	529	-1,555	-1,006	-1,199
股本变化	0	985	0	0	0
债务净变化	1,838	1,870	-988	-454	-658
无息负债变化	1,750	-1,155	369	152	113
净现金流	1,483	-1,547	824	104	79

资料来源：光大证券、上市公司



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,607	19,114	20,625	21,316	21,845
营业成本	17,923	17,193	18,395	18,875	19,226
折旧和摊销	384	482	451	477	504
营业税费	74	154	113	117	120
销售费用	199	177	218	225	230
管理费用	555	554	595	615	631
财务费用	281	419	449	410	392
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	99	50	81	81	81
营业利润	447	546	922	1,150	1,324
利润总额	506	605	1,054	1,283	1,457
少数股东损益	-68	47	120	125	135
归属母公司净利润	375.15	296.01	542.67	681.46	780.80

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	22,808	23,910	24,034	24,549	24,912
流动资产	15,307	16,257	15,705	16,210	16,591
货币资金	3,691	2,270	3,094	3,197	3,277
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,553	5,624	3,858	3,987	4,086
应收票据	320	464	507	524	537
其他应收款	323	338	356	368	377
存货	4,645	4,455	4,422	4,542	4,631
可供出售投资	423	425	429	429	429
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	535	654	654	654	654
固定资产	3,066	3,656	3,765	3,835	3,869
无形资产	1,206	1,185	1,126	1,070	1,016
总负债	16,374	17,090	16,590	16,394	15,957
无息负债	10,001	8,846	9,215	9,367	9,480
有息负债	6,373	8,244	7,375	7,027	6,477
股东权益	6,434	6,820	7,444	8,155	8,956
股本	985	1,969	1,969	1,969	1,969
公积金	2,195	1,267	1,322	1,390	1,468
未分配利润	1,710	1,973	2,422	2,940	3,528
少数股东权益	1,726	1,733	1,853	1,978	2,113

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,430	-2,286	3,280	1,400	1,571
净利润	375	296	543	681	781
折旧摊销	384	482	451	477	504
净营运资金增加	319	3,244	-1,585	316	239
其他	352	-6,308	3,871	-75	48
投资活动产生现金流	-63	108	-1,018	-406	-406
净资本支出	-251	96	-487	-487	-487
长期投资变化	535	654	0	0	0
其他资产变化	-347	-642	-531	81	81
融资活动现金流	756	529	-1,438	-891	-1,086
股本变化	0	985	0	0	0
债务净变化	1,838	1,870	-868	-349	-550
无息负债变化	1,750	-1,155	369	152	113
净现金流	1,483	-1,547	824	104	79

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.59%	-2.51%	7.90%	3.35%	2.48%
净利润增长率	41.23%	-21.09%	123.74%	21.42%	12.72%
EBITDA/EBITDA 增长率	-1.59%	37.82%	24.71%	12.43%	9.30%
EBIT/EBIT 增长率	-8.30%	45.32%	41.12%	14.70%	10.52%
估值指标					
PE	39	49	22	18	16
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	18	14	12	11
EV/EBIT	24	28	19	16	14
EV/NOPLAT	39	49	30	26	23
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	8.59%	10.05%	10.81%	11.45%	11.99%
EBITDA 率	5.17%	7.30%	8.44%	9.18%	9.79%
EBIT 率	3.21%	4.78%	6.25%	6.94%	7.49%
税前净利润率	2.58%	3.17%	6.04%	6.94%	7.59%
税后净利润率 (归属母公司)	1.91%	1.55%	3.21%	3.77%	4.15%
ROA	1.35%	1.43%	3.25%	3.78%	4.18%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.97%	5.82%	11.60%	12.56%	12.63%
经营性 ROIC	3.60%	3.66%	6.12%	6.83%	7.41%
偿债能力					
流动比率	1.05	1.08	1.09	1.14	1.21
速动比率	0.73	0.79	0.78	0.82	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.74	0.62	0.79	0.94	1.17
有形资产/有息债务	3.34	2.68	3.07	3.36	3.78
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.15	0.34	0.41	0.46
每股红利	0.03	0.02	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.73	-1.16	1.72	0.77	0.86
每股自由现金流(FCFF)	0.21	-1.03	1.21	0.31	0.41
每股净资产	2.39	2.58	2.90	3.25	3.64
每股销售收入	9.96	9.71	10.47	10.82	11.09

资料来源：光大证券、上市公司

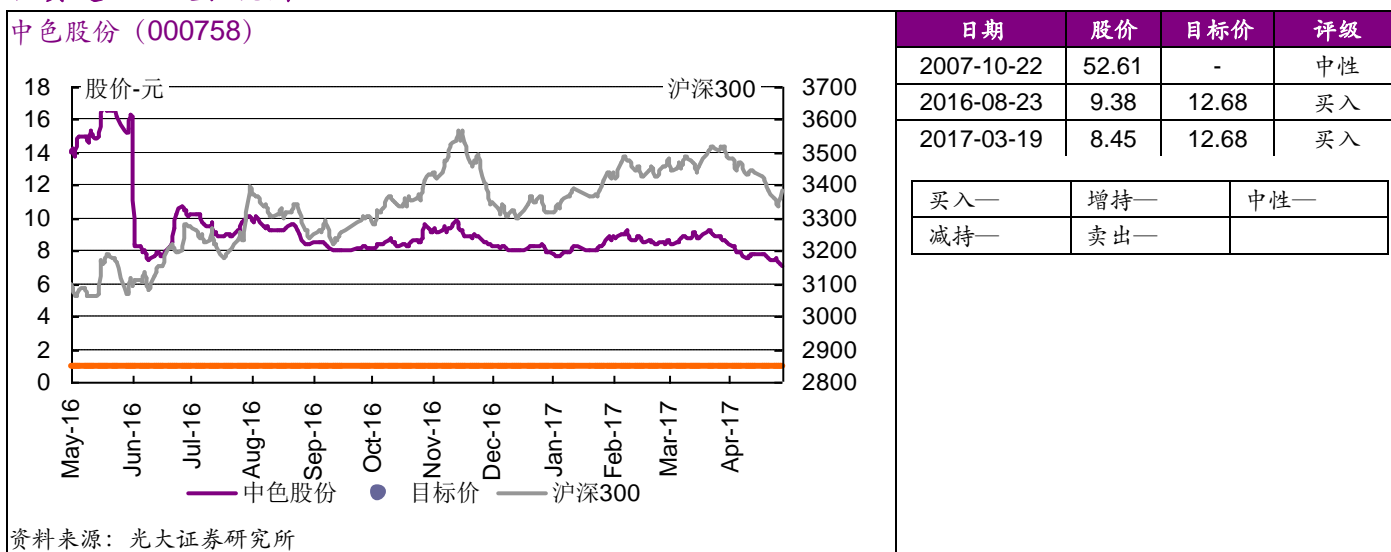
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李伟峰，中国人民大学宏观经济研究所经济学硕士，中南大学冶金工程学院工学学士，曾在亚洲铝业（中国）有限公司从事研发工作，2011年从事有色金属行业研究，2014年加盟光大证券，2014年度金牛奖新材料行业第四名。重点覆盖有色金属、材料加工及新材料等领域。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 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%至 15%；
 - 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；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebcn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebcn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebcn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebcn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebcn.com