

中色股份

000758

审慎增持 (维持)

沈冶机械大幅拖累公司业绩

2020年04月21日

市场数据

市场数据日期	2020-4-20
收盘价(元)	4.32
总股本(百万股)	1969.38
流通股本(百万股)	1304.58
总市值(百万元)	8507.71
流通市值(百万元)	5635.77
净资产(百万元)	8699.54
总资产(百万元)	25473
每股净资产	2.47

相关报告

《中色股份(000758)年报点评：
一路一带龙头，产品量升价涨》
2017-04-18

分析师：

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11078	11115	13408	16297
同比增长(%)	-25.2%	0.3%	20.6%	21.5%
净利润(百万元)	-1060	110	275	374
同比增长(%)	-985.3%	-89.7%	150.4%	36.3%
毛利率(%)	12.4%	11.8%	13.0%	13.4%
净利润率(%)	-9.6%	1.0%	2.0%	2.3%
净资产收益率(%)	-21.83%	2.25%	5.34%	6.83%
每股收益(元)	-0.54	0.06	0.14	0.19
每股经营现金流(元)	0.39	2.73	0.27	0.32

投资要点

- **公司发布 2019 年年报：**2019 年公司实现营业收入 110.78 亿元，同比降 25.16%；归属于上市公司股东的净利润为亏损为 10.60 亿元，同比降 985.32%，同比由盈转亏。2019Q4 公司实现营业收入 24.08 亿元，同比降 40.69%，环比降 5.01%；归属于上市公司股东的净亏损 9.48 亿元，亏损同比增 1797.61%，亏损环比增 392.57%。
- **公司营收下滑的原因在于销量下降以及铅锌价格下跌。**2019 年，公司产品中，仅锌锭及锌合金销量实现增长，同比增加 5.33%，稀土氧化物、制铝设备、冶金设和隔膜泵销量分别下降 67%、82%、50%和 92%。另一方面，2019 年，公司主营产品中，仅其他有色金属产品营收实现同比增长 54%；承包工程业务营收同比下降 53%，占营收比例下降 19pct 至 32.7%；而 2019 年长江有色铅锌均价分别同比下降 12.7%和 13.6%，铅锌精矿、锌锭及锌合金营收分别同比下降 11%和 8%。
- **公司利润下滑原因在于子公司沈冶机械计提大额资产减值损失、信用减值损失和重组支出费用等原因。**1) 公司计提减值 4.58 亿元，主要由于子公司沈冶机械对固定资产计提减值损失；2) 计提信用减值损失 5.94 亿元，主要由于对债权类科目计提坏账；3) 重组支出费用 1.8 亿元，主要为子公司重组而产生的职工安置的支出等费用。2019 年，公司计提的资产减值损失、信用减值损失以及支付的重组费用合计为 12.32 亿元，使得公司 2019 年的营业利润为亏损 8.94 亿元，同比下降 375.2%。
- **盈利预测与评级：**但考虑目前需求端受到一定影响，我们预计 2020-2022 年营收为 111.15 亿元、134.08 亿元和 162.97 亿元，归母净利润为 1.10 亿元、2.75 亿元和 3.74 亿元；EPS 为 0.06 元、0.14 元和 0.19 元；对应 2020 年 4 月 20 日的 PE 分别为 77.6 倍、31.0 倍和 22.7 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：金属价格波动、海外经营、破产重组进程、项目进程不达预期的风险等

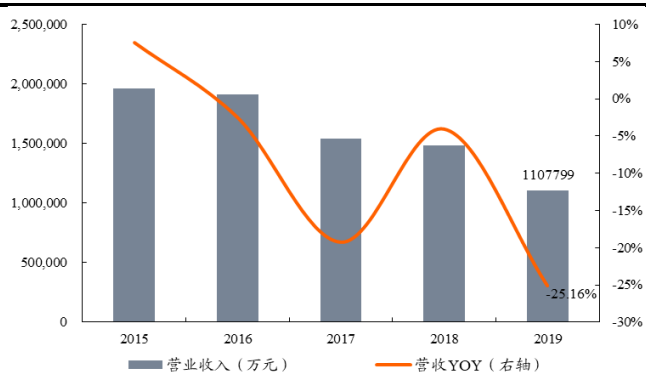
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

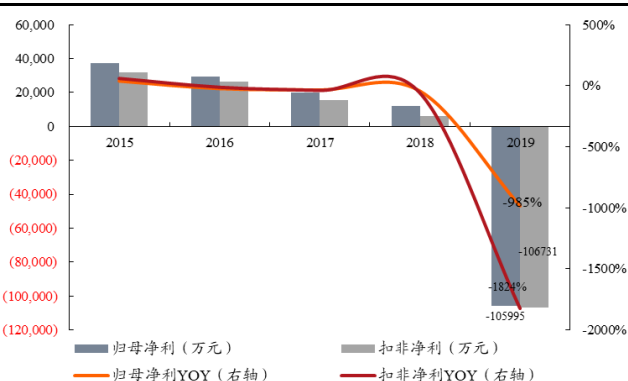
- **公司发布2019年年报:**2019年公司实现营业收入110.78亿元,同比降25.16%;归属于上市公司股东的净利润为亏损10.60亿元,同比降985.32%,同比由盈转亏;扣非归母净利为亏损10.67亿元,同比降1823.86%,同比由盈转亏。2019Q4公司实现营业收入24.08亿元,同比降40.69%,环比降5.01%;归属于上市公司股东的净亏损9.48亿元,亏损同比增1797.61%,亏损环比增392.57%;扣非归母净亏损9.33亿元,亏损同比增1080.67%,亏损环比增370.23%。

图 1、2019 年,公司营收同比下降 25.16%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2019 年,公司归母净亏损同比增长 24.78%



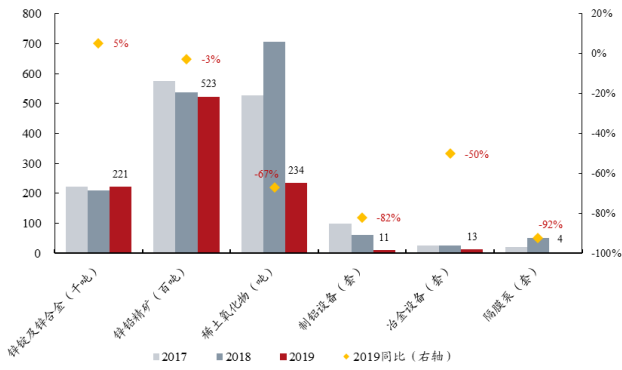
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

点评

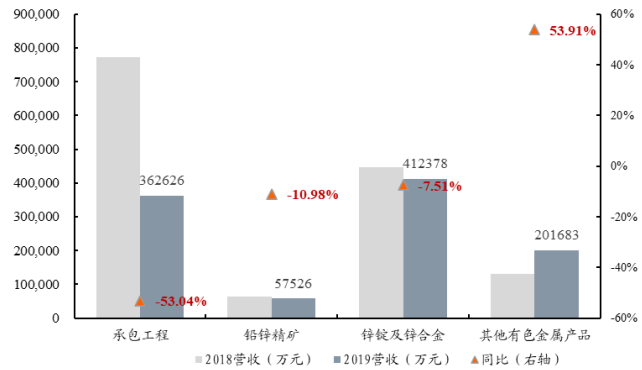
- **公司营收下滑主要由于销量下降以及铅锌价格下跌。**2019 年,公司产品中,仅**锌锭及锌合金销量实现增长**,同比增加 5.33%;由于子公司广东珠江稀土有限公司销售量下降,2019 年公司稀土氧化物销售量同比下降 67%;由于子公司沈冶机械相关产品订单减少,2019 年公司制铝设备和冶金设备销量分别同比下滑 82%和 50%;而由于子公司中色泵业相关产品订单减少,2019 年隔膜泵销量同比下滑 92%。2019 年公司主营产品中,仅**其他有色金属产品营收实现同比增长 54%**;受全球经济放缓影响,承包工程业务营收同比下降 53%,占营收比例下降 19pct 至 32.7%;2019 年长江有色铅锌均价分别同比下降 12.7%和 13.6%,铅锌精矿、锌锭及锌合金营收分别同比下降 11%和 8%,另外由于其他业务营收降幅较大,锌锭及锌合金营收占比同比提升 7pct 至 37.2%。

图 3、2019 年,公司仅锌锭及锌合金销量正增长

图 4、2019 年,公司主营产品中,仅其他有色金属产品营收正增长



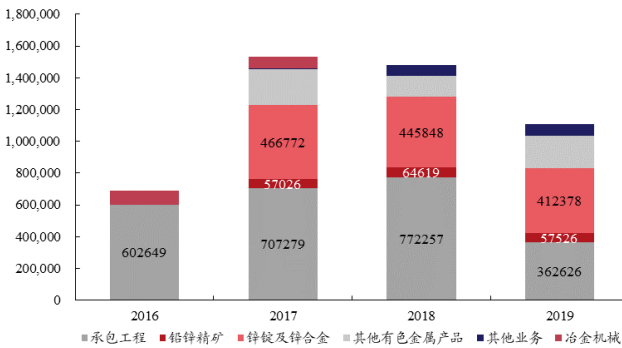
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理



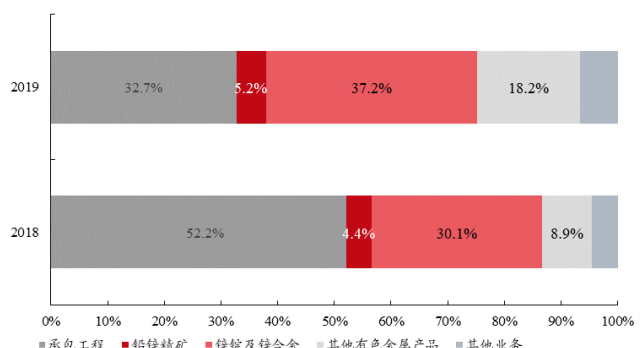
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019年，公司锌锭及锌合金营收为41.23亿元 (单位: 万元)

图 6、2019年，锌锭及锌合金营收占比为37%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

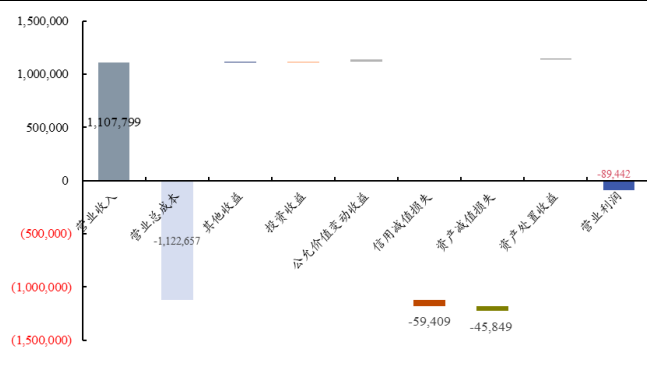


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

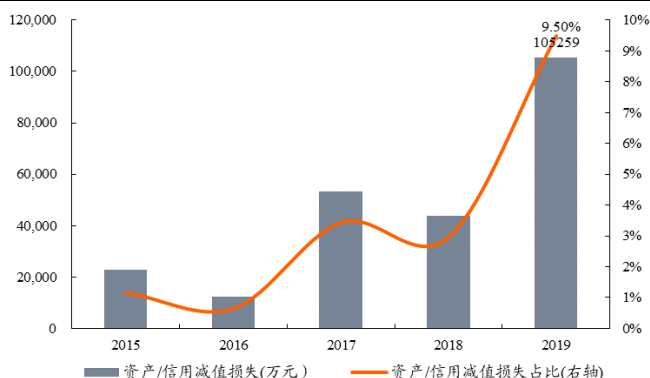
- 公司盈利下滑主要由于子公司沈冶机械计提大额资产减值损失、信用减值损失和重组支出费用等原因。1) 资产减值损失, 2019年, 公司计提减值4.58亿元, 主要原因是子公司沈冶机械对固定资产计提减值损失; 2) 信用减值损失, 由于对债权类科目计提坏账, 2019年公司计提信用减值损失5.94亿元; 3) 重组支出费用, 由于子公司沈冶机械重组而产生的职工安置的支出等费用为1.8亿元, 致使2019年公司管理费用同比增加45.72%至9.01亿元, 管理费用率同比提升4.0pct至8.1%。2019年, 公司计提的资产减值损失、信用减值损失以及支付的重组费用合计为12.32亿元, 而公司2019年的营业利润为亏损8.94亿元, 同比下降375.2%。

图 7、2019年，资产减值和信用减值损失合计达10.5亿元 (单位: 万元)

图 8、2019年，资产减值损失和信用减值损失合计占营收比例为9.5%



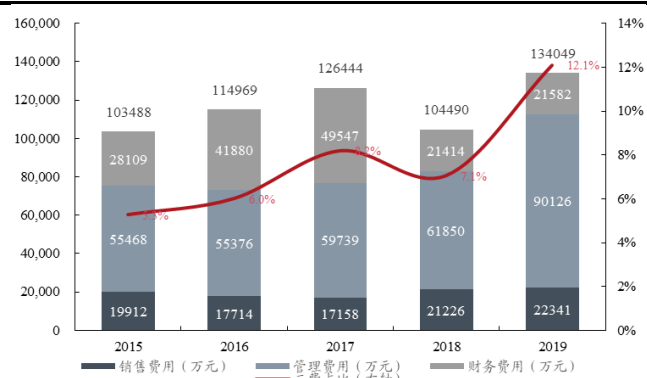
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理



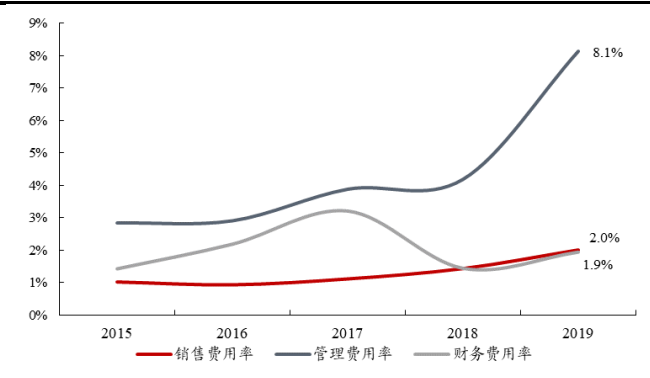
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019年, 三费占比为12.1%

图 10、2019年, 管理费用率增长至8.1%



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

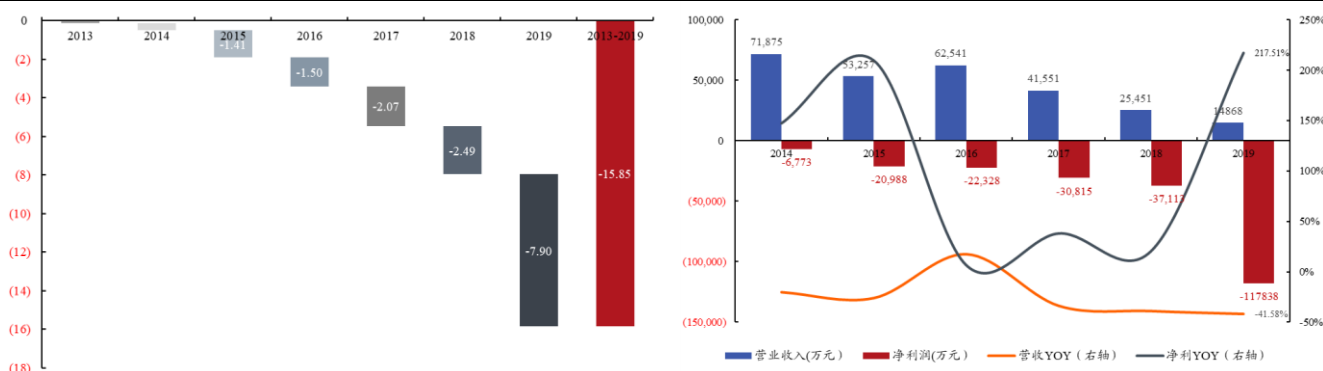


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019年, 公司宣布子公司沈冶机械破产重组以甩掉历史包袱。**2019年, 沈冶机械营收为1.49亿元, 同比减少41.58%; 净利润为亏损11.78亿元, 亏损同比增长217.51%。2013-2019年, 沈冶机械累计亏损为23.86亿元, 2013-2014年, 亏损的主要原因在于新厂建设以及市场同质化严重; 2015年, 有色金属行业开始低迷, 且受到厂房搬迁的影响, 致使亏损同比增长高达209.86%; 2016-2019年, 行业产能过剩局面继续, 新厂逐渐投入使用, 但订单量下滑, 叠加固定资产折旧等成本, 沈冶机械经营持续恶化, 于2019年严重资不抵债后, 公司向人民法院申请沈冶机械破产重整。按持股比例计算, 2013-2019年, 沈冶机械对公司盈利影响分别为-0.14、-0.25、-1.41、-1.5、2.07、-2.49和-7.9亿元, 总的来看, 2013-2019年, 沈冶机械造成公司归母净利润损失约15.85亿元。

图 11、2013-2019, 沈冶机械净亏损对公司利润影响 约为-16亿元

图 12、2013-2019, 沈冶机械累计亏损约24亿元



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司铅锌资源丰富, 保有锌资源量 371.61 万吨、铅资源量 163.07 万吨, 公司拥有蒙古图木尔廷—敖包锌矿、内蒙古赤峰白音诺尔铅锌矿和印度尼西亚达瑞 (DAIRI) 铅锌矿 4 宗采矿权和 6 宗探矿权, 保有矿产资源总金属量为: 锌 371.61 万吨、铅 163.07 万吨。公司主要境外资产为蒙古鑫都矿业、哈萨克斯坦 NFC Kazakhstan 工程承包公司以及印尼达瑞项目, 其中蒙古鑫都矿业哈萨克斯坦 NFC Kazakhstan 的盈利状况良好, 达瑞项目仍处于建设期。**

表 1、2019 年, 公司保有锌资源量 371.61 万吨、铅资源量 163.07 万吨

名称		矿石量(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)
蒙古国图木尔廷敖包锌矿	储量	555.5	53.24	1.78	115
	平均品位		9.58%	0.49%	31.6g/t
内蒙古赤峰中色白音诺尔铅锌矿	储量	1828.49	92.75	29.3	
	平均品位		5.07%	1.60%	
印度尼西亚达瑞铅锌矿	储量	2070.09	225.62	131.99	
	平均品位		10.90%	6.38%	
储量合计		4454.08	371.61	163.07	115

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司达瑞项目将于 2022 年投产

重点在建项目	投资方式	项目进展
印度尼西亚达瑞铅锌矿	自建	项目前期准备工作已于 2018 年 10 月 12 日正式开始, 2019 年下半年项目已全面进入施工及建设投资高峰期计划于 2022 年 4 月底竣工投产。

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司拟以 73.62 亿元收购中国有色矿业 74.52% 股权。**公司拟以发行股份的方式向中色矿业发展收购其持有的中国有色矿业 26 亿股普通股股份, 占中国有色矿业已发行普通股股份总数的 74.52%。本次交易完成后, 中国有色矿业将成为中色股份的控股子公司。此次交易的**盈利承诺**期间为自发行股份购买资产实施完毕当年起的连续 3 个会计年度, 如此次发行股份购买资产于 2020 年内实施完毕, 交易对方承诺中国有色矿业在 2020 年度、2021 年度及 2022 年度经审计的扣非归母净利润累计不少于 43,249.33 万美元 (30.27 亿元); 如此次发行股份购买资产于 2021 年内实施完毕, 交易对方承诺中国有色矿业在

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2021 年度、2022 年度及 2023 年度的扣非归母净利润累计不少于 52,480.87 万美元 (36.74 亿元)。

表 3、发行股份购买资产具体方案

项目	具体内容
交易对方	中色矿业发展
标的资产	中色矿业发展持有的中国有色矿业 2,600,000,000 股普通股股份, 占中国有色矿业已发行普通股股份总数的 74.52%。
交易价格	736,165.48 万元
支付方式	拟通过发行股份购买资产
发行股份	境内上市人民币 A 股普通股, 面值 1 元, 深交所上市
发行价格	4.23 元/股
发行对象	中色矿业发展
发行方式	为非公开发行
发行数量	1,740,343,925 股
锁定期	6 个月
盈利承诺	1) 若购买资产于 2020 年内实施完毕, 承诺在 2020-2022 年扣非归母净利润累计不少于 43,249.33 万美元 (30.27 亿元) 2) 若购买资产于 2021 年实施完毕, 中国有色矿业承诺在 2021-2023 年扣非归母净利润累计不少于 52,480.87 万美元 (36.74 亿元)

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **募集配套资金不超过 32 个亿, 用于投资项目和补充流动资金。**公司拟向不超过 35 名投资者非公开发行股票募集配套资金, 募集配套资金总额不超过 32 亿元, 发行股份数量不超过发行前公司总股本的 30%, 且募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%, 募集配套资金的最终金额以中国证监会核准的金额为准。此次募集配套资金拟在扣除发行费用并支付相关中介机构费用后, 将用于投资中国有色矿业“刚波夫主矿体湿法炼铜项目”、“卢阿拉巴铜冶炼项目”、“谦比希东南矿体探建结合项目”、补充流动资金及此次交易相关税费, 其中用于补充流动资金的比例将不超过交易作价的 25%, 或不超过募集配套资金总额的 50%。

表 4、募集配套资金的相关安排

项目	具体内容
募集总额	不超过 320,000 万元
募集方式	拟向不超过 35 名投资者非公开发行股票募集配套资金
发行数量	不超过 590,813,527 股
发行对象	拟以非公开发行方式向符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、其他境内法人投资者和自然人等不超过 35 名的特定投资者
锁定期	6 个月

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、募集配套资金用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	刚波夫主矿体湿法炼铜项目	168755.72	153000.00
2	卢阿拉巴铜冶炼项目	332870.32	84000.00
3	谦比希东南矿体探建结合项目	589056.29	49000.00

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4	补充流动资金	34000.00	34000.00
	合计	1124682.33	320000.00

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测

- 考虑需求端和一季度开工率较低的影响,我们预计 2020-2022 年营收为 111.15 亿元、134.08 亿元和 162.97 亿元,归母净利润为 1.10 亿元、2.75 亿元和 3.74 亿元; EPS 为 0.06 元、0.14 元和 0.19 元; 对应 2020 年 4 月 20 日的 PE 分别为 77.6 倍、31.0 倍和 22.7 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示

- 金属价格波动风险;
- 破产重组进程不达预期风险;
- 项目不达预期风险;
- 海外经营的风险等

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14182	9739	11112	13415
货币资金	4194	4041	4383	5373
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2084	880	1048	1338
其他应收款	1080	1097	1322	1578
存货	3131	1969	2282	2693
非流动资产	11292	9284	9698	9601
可供出售金融资产	0	5	6	7
长期股权投资	1141	973	973	973
投资性房地产	425	500	500	500
固定资产	2981	2804	2707	2551
在建工程	917	830	808	678
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3582	3592	3602	3612
资产总计	25473	19023	20811	23016
流动负债	13220	6710	7920	9873
短期借款	4681	0	476	1398
应付票据	118	144	168	199
应付账款	2267	2105	2538	3095
其他	6155	4461	4738	5180
非流动负债	3554	3540	3773	3614
长期借款	1790	1790	1790	1790
其他	1764	1750	1982	1824
负债合计	16774	10250	11693	13486
股本	1969	1969	1969	1969
资本公积	954	954	954	954
未分配利润	1719	1651	1914	2258
少数股东权益	3843	3896	3979	4047
股东权益合计	8700	8773	9118	9530
负债及权益合计	25473	19023	20811	23016

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-1060	110	275	374
折旧和摊销	460	368	390	409
资产减值准备	-626	-199	89	106
无形资产摊销	134	67	67	67
公允价值变动损失	220	0	0	0
财务费用	216	275	114	138
投资损失	-62	-52	-54	-56
少数股东损益	-103	53	82	68
营运资金的变动	-2899	-4442	178	184
经营活动产生现金流	638	5375	528	621
投资活动产生现金流	214	-60	-235	-83
融资活动产生现金流	-654	-5469	49	452
现金净变动	198	-153	342	990
现金的期初余额	4082	4194	4041	4383
现金的期末余额	4280	4041	4383	5373

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11078	11115	13408	16297
营业成本	9700	9802	11664	14113
营业税金及附加	180	152	201	244
销售费用	223	169	402	538
管理费用	901	489	550	652
财务费用	216	275	114	138
资产减值损失	-458	80	10	15
公允价值变动	220	0	0	0
投资收益	62	52	54	56
营业利润	-894	200	522	652
营业外收入	35	56	35	35
营业外支出	84	5	8	6
利润总额	-943	251	549	681
所得税	220	88	192	238
净利润	-1163	163	357	442
少数股东损益	-103	53	82	68
归属母公司净利润	-1060	110	275	374
EPS(元)	-0.54	0.06	0.14	0.19

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-25.2%	0.3%	20.6%	21.5%
营业利润增长率	-375.2%	-77.6%	160.7%	24.8%
净利润增长率	-985.3%	-89.7%	150.4%	36.3%
盈利能力(%)				
毛利率	12.4%	11.8%	13.0%	13.4%
净利率	-9.6%	1.0%	2.0%	2.3%
ROE	-21.8%	2.2%	5.3%	6.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	65.8%	53.9%	56.2%	58.6%
流动比率	1.07	1.45	1.40	1.36
速动比率	0.82	1.14	1.09	1.07
营运能力(次)				
资产周转率	43.7%	50.0%	67.3%	74.4%
应收帐款周转率	335.9%	628.9%	1215.0	1183.1
每股资料(元)				
每股收益	-0.54	0.06	0.14	0.19
每股经营现金	0.39	2.73	0.27	0.32
每股净资产	2.47	2.48	2.61	2.78
估值比率(倍)				
PE	-8.0	77.6	31.0	22.7
PB	1.8	1.7	1.7	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn