

中色股份(000758) 2019 年报深度点评

整装后再出发，业绩承诺保护股东利益

- ❖ **中国有色矿业(1258.HK)：业绩基本符合预期，新扩建矿山及冶炼厂将逐步增厚公司铜产品毛利。** (1) 我们在此前的中色股份深度报告《优质低估值铜资产注入，甩清历史包袱回归主业焕发新活力》预计中国有色矿业 2019 年净利润为 219.89 百万美元，归母净利润为 138.57 百万美元，基本符合我们此前的预测；(2) 2019 年公司营收因为铜相关产品价格同比下降，导致公司产品营收在产量实现增长的情况下出现小幅下滑。2019 年 LME 电解铜现货结算均价为 5999.73 美元/吨，较 2018 年的 6523.04 美元/吨下跌 8.02%。与此相对应，2019 年公司粗铜及阳极铜销售单价为 5719 美元/吨，较 2018 年下跌 7.74%；阴极铜销售单价为 5307 美元/吨，较 2018 年下跌 11.74%。公司产品平均售价跌幅与 LME 现货均价不同主要是粗铜及阳极铜的加工费及升贴水造成的，而阴极铜销售价格受到湿法铜升贴水的影响。(3) 盈利预测：基于 2020-2022 年 LME 铜现货均价分别为 5400/5600/5800 美元/吨的假设，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 202181 百万美元、252615 百万美元以及 308142 百万美元，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 121458 百万美元、151755 百万美元以及 185113 百万美元。
- ❖ **中色股份(000758.SZ)：甩清历史包袱，原有主业轻装上阵。** 公司于 2019 年计提了 4.58 亿元的资产减值损失，其中存货跌价准备约 0.7 亿元，固定资产减值损失约 3.89 亿元。固定资产减值损失的大额计提主因子公司沈冶机械破产重整所计提的减值损失。2019 年 12 月，公司作为债权人正式向法院提交了沈冶机械破产重整申请，目前重整工作正在积极推进中，预计沈冶机械将在 2020 年实现完全出表，可以实现每年减少 1 亿元亏损，使得公司可以更加聚焦主业，轻装上阵。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**此次将中国有色矿业 74.52% 的股权注入中色股份，其铜矿和冶炼产量每年增幅较大，在 2020 年铜价均价较 2019 年下跌 10% 的假设下，我们预计 2020 年中国有色矿业归母净利润为 1.21 亿美元，而公司此前的公告称如果并购在 2020 年完成，则承诺近三年中国有色矿业归母净利润累计不少于 43,249.33 万美元，略低于我们前文中预测的中国有色矿业 2020-2022 年归母净利润总和的 45,832.6 万美元，因此中国有色矿业对中色股份股东的利润承诺预计在我们的相关价格假设下可以达成。假设 2020 年中国有色矿业归母净利润为我们前文中预测的 1.21 亿美元，则 2020 年 74.52% 的股权对应业绩为 6.3 亿元人民币，预计中色股份原有业务可贡献约 1.3 亿业绩，总体业绩约为 7.6 亿元人民币。据中色股份 3 月 9 日的公告称，中国有色矿业股东全部权益的评估值为 987,887.64 万元人民币，本次交易标的资产的作价确定为 736,165.48 万元人民币，发行价格 4.23 元/股，发行股份的数量为 1,740,343,925 股，计算得出以目前公司股价计算的 2020 年发行后估值为 20.77 倍，基于铜行业股票平均 25 倍的市盈率，给予目标价 5.1 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**资产整合执行不及预期，铜锌价格继续大幅下跌。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	11,078	9,616	10,041	10,564
同比增速(%)	-25.2%	-13.2%	4.4%	5.2%
归母净利润(百万)	-1,060	128	292	402
同比增速(%)	-985.3%	112.0%	129.8%	37.3%
每股盈利(元)	-0.54	0.06	0.15	0.20
市盈率(倍)	-8	66	29	21
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 04 月 21 日收盘价

强推(维持)

目标价：5.1 元

当前价：4.25 元

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

联系人：李超

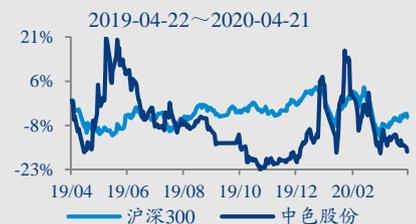
电话：021-25072562

邮箱：lichao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	196,938
已上市流通股(万股)	196,919
总市值(亿元)	83.7
流通市值(亿元)	83.69
资产负债率(%)	65.8
每股净资产(元)	2.5
12 个月内最高/最低价	6.65/3.91

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中色股份(000758)深度研究报告：优质低估值铜资产注入，甩清历史包袱回归主业焕发新活力》

2020-02-09

《中色股份(000758)跟踪分析报告：不仅是低估值铜标的，更是高成长性钴标的》

2020-02-16

《中色股份(000758)重大事项点评：铜钴未来 3 年利润承诺保障公司长期业绩》

2020-03-10

投资主题

报告亮点

通过对中国有色矿业和中色股份的年报分别进行深度点评，可以使得投资者对后期公司合并后的经营、利润及估值有进一步详细的把握。

投资逻辑

中色股份通过甩清自身历史包袱的同时专注原有主业，叠加收购集团内公司中国有色矿业，可以实现优质资源进一步集中，而中国有色矿业中的铜资产具备优良的品质，可以进一步提高公司的盈利能力。通过计算公司并购后的估值，我们发现依然低于铜行业平均水平，因此继续推荐。

关键假设、估值与盈利预测

价格假设：（1）基于 2020-2022 年 LME 铜现货均价分别为 5400/5600/5800 美元/吨的假设；（2）基于 2020-2022 年长江有色锌锭价格分别为 1.75/1.8/1.85 万元/吨的假设。

目录

一、中国有色矿业（1258.HK）2019 年报深度点评.....	5
（一）事项.....	5
（二）点评.....	5
1、业绩基本符合预期.....	5
2、铜相关产品产量实现正增长，铜价下跌致使公司营收同比下降 2.2%.....	5
3、铜价下跌致使公司铜产品毛利率同比有所收窄.....	6
4、综合税率提高致使公司利润小幅下修.....	6
5、新扩建矿山及冶炼项目稳步推进，进一步提升远期产销规模.....	7
6、盈利预测.....	7
（三）年度经营情况分析.....	8
二、中色股份（000758.SZ）2019 年报深度点评.....	10
（一）事项.....	10
（二）点评.....	10
1、业绩大幅低于此前的预期.....	10
2、主要业务营收下滑，拖累公司整体业绩.....	10
3、甩清历史包袱，原有主业轻装上阵.....	10
4、年度经营情况分析.....	11
（三）盈利预测及估值评级.....	12
三、风险提示.....	12

图表目录

图表 1	中国有色矿业产品产量及同比情况.....	5
图表 2	2019 年公司营业收入分产品.....	6
图表 3	2019 年公司营业成本分产品.....	6
图表 4	公司所得税费用.....	7
图表 5	中国有色矿业利润测算.....	7
图表 6	中国有色矿业营收及增速.....	8
图表 7	中国有色矿业毛利及增速.....	8
图表 8	中国有色矿业分产品营收.....	9
图表 9	中国有色矿业分产品毛利.....	9
图表 10	分产品毛利率情况.....	9
图表 11	分产品毛利占比情况.....	9
图表 12	粗铜及阳极铜单价及单位成本.....	9
图表 13	阴极铜单价及单位成本.....	9
图表 14	分行业营收状况.....	11
图表 15	有色金属业务收入占比情况.....	11
图表 16	有色金属业务毛利占比情况.....	11
图表 17	有色金属业务毛利率情况.....	11

一、中国有色矿业 (1258.HK) 2019 年年报深度点评

(一) 事项

中国有色矿业于 3 月 24 日公布了公司 2019 年全年业绩，2019 年公司实现营业收入 2008.7 百万美元，较 2018 年的 2053.3 百万美元减少 44.6 百万美元 (-2.17%)；实现利润 224.5 百万美元，较 2018 年的 244 百万美元减少 19.5 百万美元 (-7.99%)；实现归母净利润 134.9 百万美元，较 2018 年的 146.3 百万美元减少 11.4 百万美元 (-7.79%)。

(二) 点评

1、业绩基本符合预期

我们在此前的中色股份深度报告《优质低估值铜资产注入，甩清历史包袱回归主业焕发新活力》预计中国有色矿业 2019 年利润为 219.89 百万美元，归母净利润为 138.57 百万美元，基本符合我们此前的预测。

2、铜相关产品产量实现正增长，铜价下跌致使公司营收同比下降 2.2%

2019 年公司累计生产粗铜和阳极铜 23.48 万吨 (+6.5%)，硫酸 70.03 万吨 (17.9%)；生产阴极铜 10.44 万吨 (+7.8%)；受系统改造影响，生产铜钴合金 258 吨 (-77.3%)，其中含铜约 57 吨，含钴 21 吨；首次新增氢氧化钴产品，生产氢氧化钴 307 吨，含钴约 105 吨。2019 年因国际铜价下跌，公司营业收入由 2018 年的 2053.3 百万美元降至 2008.7 百万美元，降幅 2.2%。

2019 年公司累计生产铜精矿 2.05 万吨，同比下滑 44.8%，主因谦比希铜冶炼厂部分产能用于为中色非洲矿业、中色卢安夏以及谦比希湿法代加工粗铜或阳极铜，相关企业最终产品从铜精矿变为粗铜或阳极铜，其中中色卢安夏从 2019 年 5 月起最终产品不再为铜精矿而是粗铜；中色非洲矿业从 2019 年 7 月起最终产品不再是铜精矿而是阳极铜；谦比希湿法从 2019 年 7 月起最终产品不再是铜精矿而是粗铜。

图表 1 中国有色矿业产品产量及同比情况

吨	2019 年产量	2018 年产量	同比增速
铜精矿	20,536	37,205	-44.8%
粗铜及阳极铜	234,837	220,479	6.5%
阴极铜	104,404	96,870	7.8%
铜钴合金	258	1,136	-77.3%
氢氧化钴	307	—	—
硫酸	700,303	593,983	17.9%

资料来源：公司公告，华创证券

分产品来看公司产量增量：

(1) 粗铜及阳极铜：谦比希铜冶炼厂具备 25 万吨粗铜冶炼产能，2018 年产量 22.05 万吨，2019 年该冶炼厂产量为 21.44 万吨，产量下滑 0.61 万吨主因代加工占用了部分产能，而中色非洲矿业、谦比希湿法冶炼以及中色卢安夏新增粗铜或阳极铜产量 2.04 万吨。综合来看，2019 年公司粗铜及阳极铜产量增长 1.44 万吨 (+6.5%)。

(2) 阴极铜：2019 年阴极铜产量较 2018 年增长 0.75 万吨 (+7.8%)，其中穆利亚希湿法冶炼厂生产阴极铜 4.19 万吨，较 2018 年增加 7 吨，基本持平；谦比希湿法冶炼厂生产阴极铜 6973 吨，较 2018 年增长 1454 吨 (+26.3%)；中色华鑫马本德生产阴极铜 32409 吨，较 2018 年下降 2293 吨 (-6.6%)；中色华鑫湿法生产阴极铜 23146 吨，较 2018 年增长 8366 吨 (+56.66%)，主因生产规模扩大，处理矿石量大幅增长。

3、铜价下跌致使公司铜产品毛利率同比有所收窄

2019 年公司营收因为铜相关产品价格同比下降，导致公司产品营收在产量实现增长的情况下出现小幅下滑。2019 年 LME 电解铜现货结算均价为 5999.73 美元/吨，较 2018 年的 6523.04 美元/吨下跌 8.02%。与此相对应，2019 年公司粗铜及阳极铜销售单价为 5719 美元/吨，较 2018 年下跌 7.74%；阴极铜销售单价为 5307 美元/吨，较 2018 年下跌 11.74%。公司产品平均售价跌幅与 LME 现货均价不同主要是粗铜及阳极铜的加工费及升贴水造成的，而阴极铜销售价格受到湿法铜升贴水的影响。

图表 2 2019 年公司营业收入分产品

	2019 年			2018 年		
	销量 (吨)	平均售价 (美元/吨)	收益 (千美元)	销量 (吨)	平均售价 (美元/吨)	收益 (千美元)
粗铜及阳极铜	235,119	5,719	1,344,641	219,932	6,199	1,363,284
阴极铜	104,324	5,307	553,672	99,293	6,013	597,006
铜钴合金	—	—	—	1,251	6,477	8,100
硫酸	493,586	224	110,406	381,554	223	84,930
总计			2,008,719			2,053,320

资料来源：公司公告，华创证券

2019 年公司营业成本为 1540.2 百万美元，较 2018 年降低约 0.8%，主因阴极铜单位生产成本有所降低。分产品具体来看：

(1) **粗铜及阳极铜**：2019 年销售成本同比增长 0.8%，主因产品销量同比增长，并且铜价下跌致使公司外购铜精矿成本有所降低，2019 年单位成本为 5151 美元/吨，较 2018 年下降 5.73%。毛利率从 2018 年的 11.8% 下降至 2019 年的 9.9%，主因国际铜价下跌以及加工成本上涨。

(2) **阴极铜**：2019 年销售成本同比下降 5.5%，主因单位生产成本有所降低，2019 年单位成本为 3011 美元/吨，较 2018 年下降 10.2%。

(3) **硫酸**：2019 年销售成本同比增长 1.7%，主因销量同比增加，2019 年单位成本为 29 美元/吨，较 2018 年下降 21.62%。毛利率从 2018 年的 83.4% 增长至 2019 年的 87%，主因生产成本同比下降。

图表 3 2019 年公司营业成本分产品

千美元	2019 年				2018 年			
	销售成本	单位成本	毛利	毛利率	销售成本	单位成本	毛利	毛利率
粗铜及阳极铜	1,211,160	5,151	133,481	9.9%	1,201,823	5,464	161,461	11.8%
阴极铜	314,744	3,011	238,928	43.1%	332,906	3,353	264,100	44.2%
铜钴合金					3,959	3,165	4,140	51.1%
硫酸	14,342	29	96,064	87.0%	14,100	37	70,831	83.4%
总计	1,540,246		468,473	23.3%	1,552,788		500,532	24.4%

资料来源：公司公告，华创证券

4、综合税率提高致使公司利润小幅下修

2019 年公司期间费用及汇兑损失的下降使得公司税前利润较 2018 年增长 0.05% 至 324.04 百万美元，但是因为 2019 年综合税率有所上升，因此导致税后利润同比小幅下滑。

图表 4 公司所得税费用

	2019 年	2018 年
即期税项		
爱尔兰共和国所得税	5	6
刚果金所得税	30,975	33,702
赞比亚所得税	45,271	44,946
小计	76,251	78,654
递延税项		
本年	23,270	1,229
所得税费用总额	99,521	79,883

资料来源：公司公告，华创证券

5、新建矿山及冶炼项目稳步推进，进一步提升远期产销规模

(1) 矿山项目

谦比希东南矿体探建结合项目：目前依然处于试生产阶段，预计 2020 年二季度正式投产，新增铜精矿含铜产能 5.6 万吨/年

刚波夫探建结合项目：截止 2019 年年底项目建设前期各项准备已经完成，计划 2020 年 1 月开工建设，预计该项目将于 2021 年 7 月建成并试生产，新增氢氧化钴含钴产能 978 吨/年，阴极铜 2.8 万吨/年。

巴鲁巴东露天矿项目：截止 2019 年年底，总计完成投资 693 万美元，已成为穆利亚希北露天矿开采后期矿石资源的有力补充，为穆利亚希湿法厂的原料供应提供保障。

(2) 冶炼项目

卢阿拉巴粗铜冶炼项目：截止 2019 年年底，项目铜系统已经完工，于 2019 年 11 月顺利产出粗铜，余热发电正在安装冷却系统，剩余辅助工程维修车间等正在按计划推进。预计 2020 年二季度正式投产，达产后将新增铜钴合金产能 2000 吨/年，粗铜产能 11.8 万吨/年。

中色华鑫湿法铜钴改扩建项目：项目已于 2019 年一季度完成建设并投入生产。

中色华鑫马本德改扩建项目：项目总投资 1891 万美元，截止 2019 年年末，已累计完成投资约 1161 万美元。预计 2020 年上半年正式投产，新增阴极铜产能 2.5 万吨，将提升至 4.5 万吨/年。

6、盈利预测

基于 2020-2022 年 LME 铜现货均价分别为 5400/5600/5800 美元/吨的假设，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 202181 百万美元、252615 百万美元以及 308142 百万美元，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 121458 百万美元、151755 百万美元以及 185113 百万美元。

图表 5 中国有色矿业利润测算

核心假设或项目	2022E	2021E	2020E	2019A
产品销量 (万吨)				
粗铜及阳极铜	33.70	33.70	28.90	23.51
阴极铜	13.55	10.94	10.44	10.43

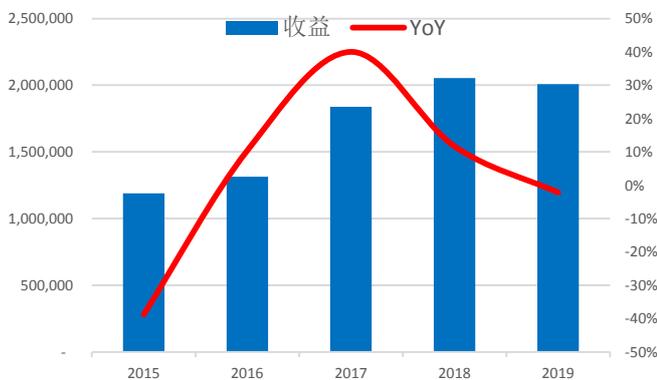
核心假设或项目	2022E	2021E	2020E	2019A
硫酸	73.36	73.36	61.36	49.36
平均售价 (美元/吨)				
粗铜及阳极铜	5,529	5,338	5,147	5,719
阴极铜	5,131	4,954	4,777	5,307
硫酸	224	224	224	224
利润表 ARD (百万美元)				
营业收入	2,722,596	2,505,161	2,123,504	2,008,719
营业成本	2,123,639	1,991,897	1,689,405	1,540,246
毛利	598,957	513,264	434,099	468,473
净利润	308,142	252,615	202,181	224,514
归母净利润	185,113	151,755	121,458	134,874

资料来源: 公司公告, 华创证券测算

(三) 年度经营情况分析

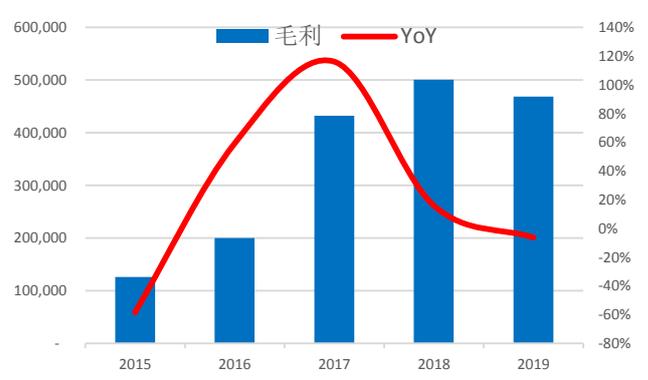
2019 年公司实现营业收入 2008.72 百万美元, 同比下滑 2.17%, 实现毛利 468.47 百万美元, 同比下滑 6.4%

图表 6 中国有色矿业营收及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 中国有色矿业毛利及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

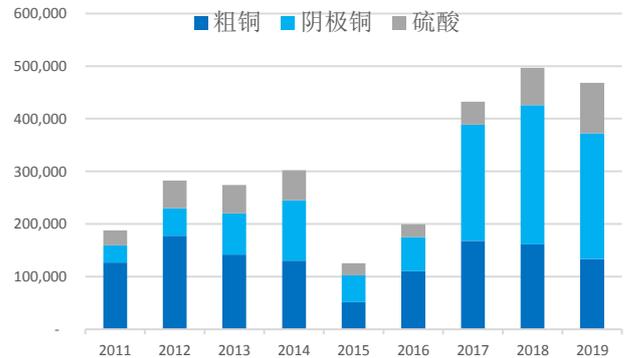
分产品来看, 2019 年粗铜及阳极铜实现营收 1344.64 百万美元 (-1.37%), 实现毛利 133.48 百万美元 (-17.33%); 阴极铜实现营收 553.67 百万美元 (-7.26%), 实现毛利 238.93 百万美元 (-9.53%); 硫酸实现营收 110.41 百万美元 (+30%), 实现毛利 96.06 百万美元 (+35.62%)。

图表 8 中国有色矿业分产品营收



资料来源: 公司公告, 华创证券

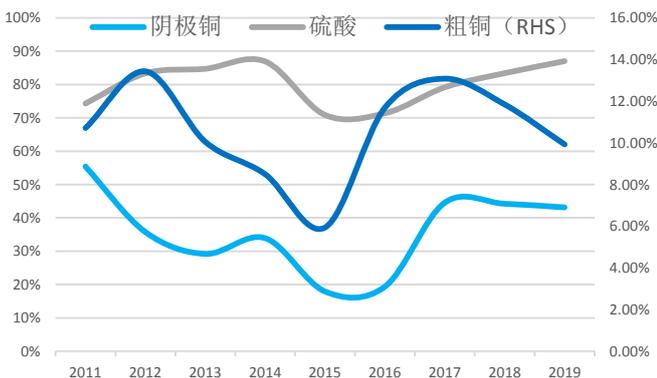
图表 9 中国有色矿业分产品毛利



资料来源: 公司公告, 华创证券

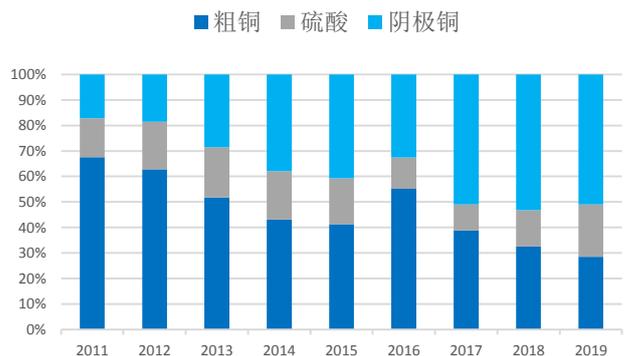
2019 年公司铜产品毛利因为铜价下跌和加工成本上升有所下降, 但是硫酸毛利因为价格持稳以及成本下降有所上升。2019 年公司粗铜和阴极铜毛利占比同比有所下降, 硫酸毛利占比同比有所提升, 其中粗铜毛利占比由 33% 下降至 28%, 阴极铜毛利占比由 53% 下降至 51%, 硫酸毛利占比由 14% 上升至 21%。

图表 10 分产品毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

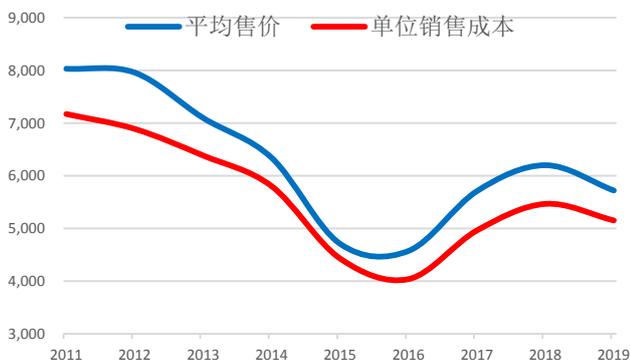
图表 11 分产品毛利占比情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

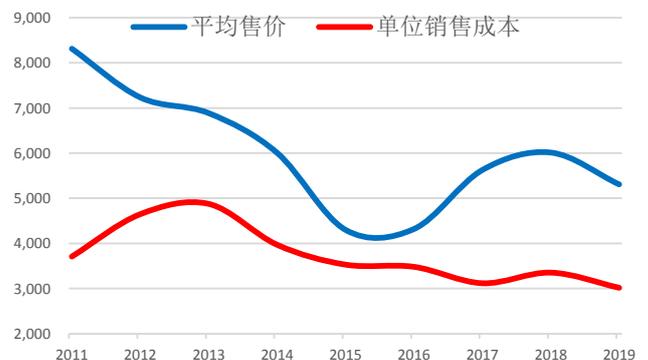
2019 年公司铜产品单位成本均有所下降, 但是因为铜价跌幅更大, 导致铜产品毛利均有所下滑。

图表 12 粗铜及阳极铜单价及单位成本



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13 阴极铜单价及单位成本



资料来源: 公司公告, 华创证券

二、中色股份（000758.SZ）2019 年年报深度点评

（一）事项

中色股份于 4 月 20 日公布 2019 年年报，2019 年公司实现营业收入 110.78 亿元，同比下降 25.16%；实现归母净利润-11.63 亿元，同比下降 985.32%；实现扣非后归母净利润-10.67 亿元，同比下降 1823.86%。

（二）点评

1、业绩大幅低于此前的预期

此前在我们的深度报告中预测公司 2019 年实现营业收入 127.23 亿元，归母净利润-4.26 亿元，公司所公布的业绩大幅低于我们的预期。

2、主要业务营收下滑，拖累公司整体业绩

分行业来看，公司工程承包业务实现营收 36.26 亿元（-53.04%），毛利率同比下滑 3.67%；有色金属业务实现营收 47.42 亿元（-10%），毛利率同比下滑 0.05%；装备制造业实现营收 1.89 亿元（-47.76%）；贸易业务实现营收 23.31 亿元（+74.95%）；其他业务实现营收 1.9 亿元（+62.5%）。

对于工程承包业务，国际工程承包业务营收大幅下滑主因国际局势影响，且公司部分工程项目接近收尾，工程项目的建设周期性使得公司需要继续寻找新项目来提高营收。

对于有色金属业务来说，主因铅锌等产品价格下行，导致公司产品营收和毛利同比下行。具体来看，2019 年长江有色锌现货均价为 20750 元/吨，同比下跌 13.2%；长江有色铅现货均价为 16662 元/吨，同比下跌 12.75%。公司 2019 年锌锭及锌合金销量为 22.13 万吨，同比增长 5.33%，铅锌精矿销量为 5.23 万吨，同比下滑 2.64%。因此从量价两方面可以看出有色金属业务主要因为产品价格下滑导致产品营收和毛利有所下滑。除了锌锭及锌合金毛利率同比有所提升以外，其他有色金属产品毛利均有所下降，锌锭及锌合金因其业务模式主要为赚取加工费，因此毛利率较为稳定，而 2019 年锌精矿平均加工费为 6456.63 元/吨，同比增长 65.58%，因此导致公司锌锭及锌合金产品毛利率同比增长 2.61%，达到 16.01%。

对于装备制造业，营收大幅下滑一方面因为公司所面对的装备制造业外部环境较为严峻，叠加公司子公司历史包袱较重，近几年连续亏损，公司在 2019 年将子公司沈冶机械进行破产重整，致使公司装备制造业营收收入大幅下滑。

3、甩清历史包袱，原有主业轻装上阵

公司于 2019 年计提了 4.58 亿元的资产减值损失，其中存货跌价准备约 0.7 亿元，固定资产减值损失约 3.89 亿元。固定资产减值损失的大额计提主因子公司沈冶机械破产重整所计提的减值损失。2019 年 12 月，公司作为债权人正式向法院提交了沈冶机械破产重整申请，目前重整工作正在积极推进中，预计沈冶机械将在 2020 年实现完全出表，可以实现每年减少 1 亿元亏损，使得公司可以更加聚焦主业，轻装上阵。

公司于 2019 年发生了 9.01 亿元的管理费用，同比增长 2.82 亿元（+45.72%），主因子公司沈冶机械计提职工安置费和离退休人员社会化费用所致，预计这一影响在 2020 年将消除。

公司于 2019 年计提了 5.94 亿元的信用减值损失，主要为公司和子公司沈冶机械对应收账款和其他应收款计提坏账所致，预计对于子公司应收账款坏账准备的影响在 2020 年会消除。

总体来看，公司本年度出现大幅亏损的主要原因的公司对于子公司沈冶机械的破产重整，导致利润表中多个项目受

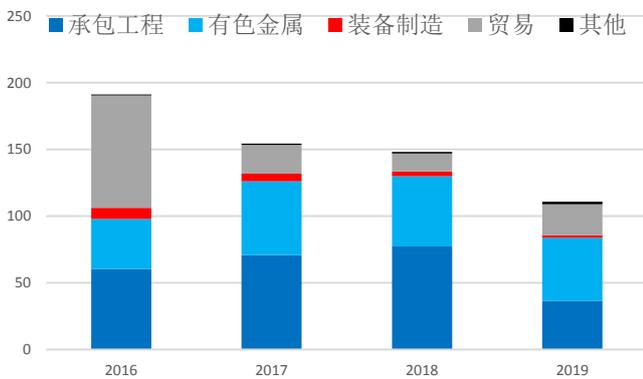
到影响所致，而随着沈冶机械在 2020 年完成出表，相关影响将不复存在，公司可以轻装上阵，更加聚焦主业。

4、年度经营情况分析

分行业来看，公司工程承包业务实现营收 36.26 亿元（-53.04%），毛利率同比下滑 3.67%；有色金属业务实现营收 47.42 亿元（-10%），毛利率同比下滑 0.05%；装备制造业实现营收 1.89 亿元（-47.76%）；贸易业务实现营收 23.31 亿元（+74.95%）；其他业务实现营收 1.9 亿元（+62.5%）。

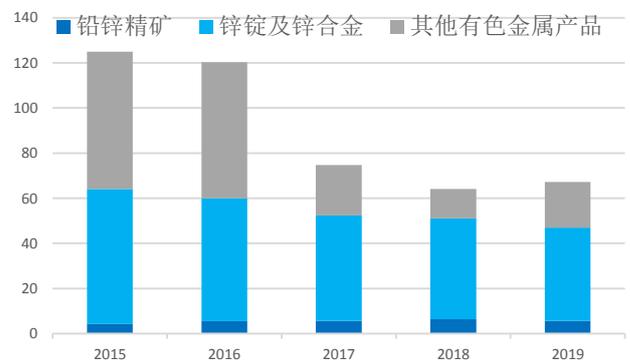
对于有色金属业务（含贸易部分），铅锌精矿实现营收 5.75 亿元，同比下滑 10.98%；锌锭及锌合金实现营收 41.24 亿元，同比下滑 7.51%；其他有色金属实现营收 20.17 亿元，同比增长 53.91%。

图表 14 分行业营收状况



资料来源：公司公告，华创证券

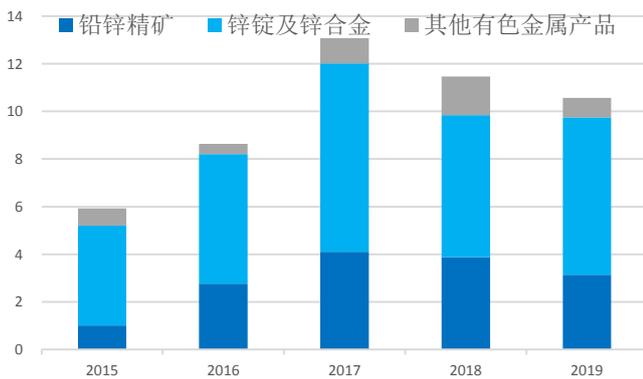
图表 15 有色金属业务收入占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

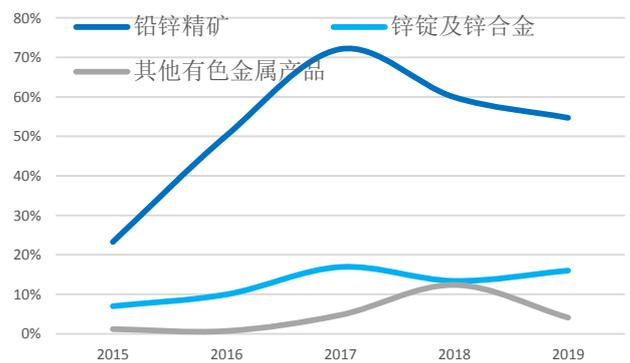
2019 年有色金属业务（含贸易部分）毛利为 10.57 亿元，其中铅锌精矿毛利 3.14 亿元，锌锭及锌合金毛利 6.6 亿元，其他有色金属毛利 0.83 亿元，总体来看锌锭及锌合金业务毛利占比和毛利率均有所提升，而铅锌精矿和其他有色金属毛利占比和毛利率有所走低。

图表 16 有色金属业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 有色金属业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

(三) 盈利预测及估值评级

基于 2020-2022 年长江有色锌锭价格分别为 1.75/1.8/1.85 万元/吨的假设, 我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 96.16/100.41/105.64 亿元, 归母净利润分别为 1.28/2.92/4.02 亿元, EPS 分别为 0.06/0.15/0.20 元, 对应 P/E 分别为 66 倍、29 倍以及 21 倍。

此次将中国有色矿业 74.52% 的股权注入中色股份, 其铜矿和冶炼产量每年增幅较大, 在 2020 年铜价均价较 2019 年下跌 10% 的假设下, 我们预计 2020 年中国有色矿业归母净利润为 1.21 亿美元, 而公司此前的公告称如果并购在 2020 年完成, 则承诺近三年中国有色矿业归母净利润累计不少于 43,249.33 万美元, 略低于我们前文中预测的中国有色矿业 2020-2022 年归母净利润总和的 45,832.6 万美元, 因此中国有色矿业对中色股份股东的利润承诺预计在我们的相关价格假设下可以达成。假设 2020 年中国有色矿业归母净利润为我们前文中预测的 1.21 亿美元, 则 2020 年 74.52% 的股权对应业绩为 6.3 亿元人民币, 预计中色股份原有业务可贡献约 1.3 亿业绩, 总体业绩约为 7.6 亿元人民币。据中色股份 3 月 9 日的公告称, 中国有色矿业股东全部权益的评估值为 987,887.64 万元人民币, 本次交易标的资产的作价确定为 736,165.48 万元人民币, 发行价格 4.23 元/股, 发行股份的数量为 1,740,343,925 股。计算得出以目前公司股价计算的 2020 年发行后估值为 20.77 倍, 基于铜行业股票平均 25 倍的市盈率, 给予目标价 5.1 元, 维持“强推”评级。

三、风险提示

资产整合执行不及预期, 铜锌价格继续大幅下跌。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,194	5,441	6,145	6,867
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,084	1,671	1,745	1,836
预付账款	801	704	717	740
存货	3,131	2,601	2,651	2,736
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,972	3,449	3,601	3,790
流动资产合计	14,182	13,866	14,859	15,969
其他长期投资	429	429	429	429
长期股权投资	1,141	1,141	1,141	1,141
固定资产	2,981	2,943	2,841	2,798
在建工程	917	998	1,021	1,015
无形资产	3,582	3,224	2,901	2,611
其他非流动资产	2,241	2,234	2,231	2,226
非流动资产合计	11,291	10,969	10,564	10,220
资产合计	25,473	24,835	25,423	26,189
短期借款	4,681	4,781	4,881	4,981
应付票据	118	103	105	109
应付账款	2,267	1,993	2,031	2,096
预收款项	3,066	2,661	2,779	2,924
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1,012	1,012	1,012	1,012
一年内到期的非流动负债	1,402	1,402	1,402	1,402
其他流动负债	673	390	399	410
流动负债合计	13,219	12,342	12,609	12,934
长期借款	1,790	1,790	1,790	1,790
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,764	1,686	1,686	1,686
非流动负债合计	3,554	3,476	3,476	3,476
负债合计	16,773	15,818	16,085	16,410
归属母公司所有者权益	4,857	5,162	5,454	5,856
少数股东权益	3,843	3,855	3,884	3,923
所有者权益合计	8,700	9,017	9,338	9,779
负债和股东权益	25,473	24,835	25,423	26,189

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	898	1,522	779	829
现金收益	-488	1,134	1,193	1,280
存货影响	905	529	-49	-85
经营性应收影响	3,164	684	88	61
经营性应付影响	801	-692	157	214
其他影响	-3,484	-133	-610	-640
投资活动现金流	-506	-155	-212	-235
资本支出	-130	-370	-226	-243
股权投资	-533	0	0	0
其他长期资产变化	157	215	14	8
融资活动现金流	-280	-120	137	128
借款增加	-388	100	100	100
股利及利息支付	-515	-333	-304	-301
股东融资	25	25	25	25
其他影响	598	88	316	304

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,078	9,616	10,041	10,564
营业成本	9,700	8,530	8,692	8,972
税金及附加	180	131	137	144
销售费用	223	146	153	161
管理费用	901	387	404	425
研发费用	6	6	6	6
财务费用	216	308	246	257
信用减值损失	-594	0	0	0
资产减值损失	-458	-175	-175	-175
公允价值变动收益	220	220	220	220
投资收益	62	54	54	54
其他收益	20	14	14	14
营业利润	-894	221	517	712
营业外收入	35	56	56	57
营业外支出	84	49	49	49
利润总额	-943	228	524	720
所得税	220	88	203	279
净利润	-1,163	140	321	441
少数股东损益	-103	12	29	39
归属母公司净利润	-1,060	128	292	402
NOPLAT	-897	329	472	598
EPS(摊薄) (元)	-0.54	0.06	0.15	0.20

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-25.2%	-13.2%	4.4%	5.2%
EBIT 增长率	-220.6%	173.8%	43.6%	26.8%
归母净利润增长率	-985.3%	112.0%	129.8%	37.3%
获利能力				
毛利率	12.4%	11.3%	13.4%	15.1%
净利率	-10.5%	1.5%	3.2%	4.2%
ROE	-12.2%	1.4%	3.1%	4.1%
ROIC	-4.3%	3.3%	4.6%	5.7%
偿债能力				
资产负债率	65.8%	63.7%	63.3%	62.7%
债务权益比	110.8%	107.1%	104.5%	100.8%
流动比率	107.3%	112.3%	117.8%	123.5%
速动比率	83.6%	91.3%	96.8%	102.3%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	95	70	61	61
应付账款周转天数	88	90	83	83
存货周转天数	133	121	109	108
每股指标(元)				
每股收益	-0.54	0.06	0.15	0.20
每股经营现金流	0.46	0.77	0.40	0.42
每股净资产	2.47	2.62	2.77	2.97
估值比率				
P/E	-8	66	29	21
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	-54	11	9	8

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500