

新视角系列报告一：一路一带隐形冠军

中色股份（000758）

推荐上调评级

核心观点：

- **我国有色金属行业走出去的政府平台**，受益于一路一带，2014年公司签订的可统计的工程订单金额100亿元（不含未公告订单），超过历史存量订单的46%，公司海外工程承包业务收入从2014年起进入倍增时代，预计2016年收入有望突破100亿元（毛利15%，净利8%左右）。
- **公司现有业务估值214亿元**，相对于目前的市值仍有**55%的上涨空间**。我们采用相对保守的估值算法，公司的工程承包、稀土、铅锌、冶金机械和贸易分别估值为104、86、34、12和0亿元。公司目前的估值139亿元仅仅反映公司的稀土、铅锌和冶金机械的估值，工程承包业务爆发完全完全超市场预期。
- **受益金属价格底部回升和强烈的资源扩张预期**。公司稀土分离产能3000吨，配额2200吨，锌精矿权益产量4万吨，电解锌权益产量10万吨，锌受制于矿山开采和冶炼，从2015年步入短缺，锌价看涨。稀土打黑和整合促使稀土价格底部回升。公司稀土和铅锌资源外延预期强烈。
- **增量业务增量估值，上调推荐评级**。受益于一路一带，海外工程承包业务从2014年进入爆发阶段。在其他业务板块盈利微幅增长的假设情况下，公司2014-2016年收入增长10%、17%和19%，归母净利润增长124%、124%和91%，对应eps为0.19、0.42和0.80。EPS的增长源自公司的增量业务，给与公司增量估值，估值上涨空间55%。不排除公司国企改革的可能性。上调为“推荐”评级。

分析师

刘文平

☎：(86755) 83024323

✉：liuwenping_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514110003

胡皓

☎：(8621) 20252665

✉：huhao_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100005

特此鸣谢

华立

(huali@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.1.22

A股收盘价(元)	14.07
A股一年内最高价(元)	16.65
A股一年内最低价(元)	9.13
上证指数	3323.6
市净率	3.0
总股本(万股)	98500
实际流通A股(万股)	90200
流通A股市值(亿元)	128

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《中色股份（000758）：一路一带隐形冠军，海外资源工程承包龙头》20141226

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,506.00	17,865.87	19,754.64	23,204.92	27,595.92
yoy	44.82%	23.16%	10.57%	17.47%	18.92%
净利润	202.59	81.86	183.94	412.56	787.93
yoy	-48.49%	-59.59%	124.71%	124.29%	90.99%
EPS(元)	0.21	0.08	0.19	0.42	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.06%	1.92%	4.26%	8.81%	14.68%
P/E	69	170	74	33	18
P/B	6	3	3	3	3
EV/EBITDA	28	30	27	19	13

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

主要受益一路一带,公司海外工程承包业务订单量大幅增长,仅考虑公司目前的订单量就能维持海外工程承包业务动收入倍增。随着一路一带政策的持续推荐和完善,公司的订单量有望保持高速增长态势,且历史存量未生效订单有望加速生效。

锌和稀土业务受益于价格的底部回升。

存在国企改革预期。

我们与市场不同的观点:

1)有别于市场,中色股份是一路一带最正宗的标的。我们认为本次国家力推的“一路一带”大战略,不单只是由中国工程公司通过拉动沿线国家区域整体开发建设,来达到转移国内过剩产能,施加国际战略影响力的目的;还是通过国际工程承包、他国资源开发,来达到获取所发开资源,甚至更进一步获取他国资源产权,多元化我国资源出处,强化我国资源安全的目的。之于产能输入国,资源优势是国家的核心竞争力,资源开发也是现阶段经济发展的必然选择。利用工程承包进行资源外延发展也是中色股份的核心优势之一。

2)中色股份目前的估值水平仅仅反映公司的稀土、锌和冶金机械业务估值。而不起眼的工程承包业务从2014年开始爆发,2015年成本公司最主要的盈利来源。增量业务给与增量估值,给与海外工程承包业务2015年25倍的P/E估值,公司股价仍有55%以上的上涨空间。

估值与投资建议:

在其他业务板块盈利微幅增长的假设情况下,公司2014-2016年收入增长10%、17%和19%,归母净利润增长124%、124%和91%,对应eps为0.19、0.42和0.80,对应P/E分别74、33和18倍。上调公司为推荐评级。

股价表现的催化剂:

一路一带重大推荐;签订大额订单;稀土和铅锌价格上涨;国企改革推进。

主要风险因素:

订单执行遇到不可抗力;铅锌稀土价格暴跌。

目录

一、国内最大有色金属行业对外建设平台	3
(一) 全球最大的承包商之一	3
(二) 央企上市平台	3
(三) 收入和产品结构	5
二、工程承包业务估值 104 亿元	6
(一) 中色股份是一路一带的最收益标的	6
(二) 业务爆发在即	6
(三) 工程承包板块估值 104 亿元	8
三、稀土业务估值 86 亿元	11
(一) 离子型稀土分离产量最高的公司之一	11
(二) 海外外延扩张	12
(三) 稀土业务估值 86 亿元	12
四、铅锌业务估值 37 亿元	15
五、冶金机械业务估值 12 亿元	16
五、盈利预测及投资建议	18
(一) 盈利预测	18
(二) 公司估值及投资建议	19
八、附录：公司财务预测表	20

一、国内最大有色金属行业对外建设平台

（一）全球最大的承包商之一

中国有色金属建设股份有限公司成立于 1983 年，1997 年 4 月 26 日在深圳证券交易所挂牌上市。中色股份的前身中国有色金属工业对外工程公司，1983 年对外工程公司分解为中国有色金属建设集团公司、中国中冶和中铝国际（中铝集团的工程业务）。中色股份定位于国外有色金属工程建设，是我国有色金属建设走出去的平台，也是有色金属建设细分领域走出去的领头羊。

中色股份是国际大型技术管理型企业，已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。在国际工程业务合作中，凭借完善的商务、技术管理体系，高素质的工程师队伍以及强大的海外机构，公司的业务领域已经覆盖了设计、技术咨询、成套设备供货和安装、技术服务、试车投产、人员培训等有色金属工业的全过程，形成了“以中国成套设备价格优势和有色金属人才技术优势为依托的，集国家支持、市场开发、科研设计、投融资、资源调查勘探、项目管理、设备供应网络等多种单项能力于一身”的资源整合能力和综合比较优势。

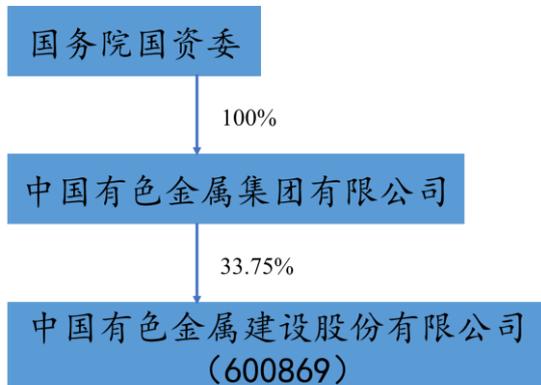
中色股份把“成为中国具有国际影响力的资源型企业，国际有色金属行业知名的跨国矿业公司”作为企业的愿景，先后在伊朗、蒙古、哈萨克斯坦、赞比亚、越南、菲律宾、新加坡、泰国、老挝等国承接了有色金属领域很多的作为总承包商完成政府间合作的重点项目，在国际有色金属市场上建立了良好的声誉，几度被国际工程权威杂志《工程新闻记录》评选为全球最大的 225 家承包商之一（2005 年度排名 139 位）。

（二）央企上市平台

大股东为中国有色矿业集团有限公司（简称：中国有色集团），位列 2014 年“世界 500 强”第 398 位。公司成立于 1983 年，是国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业，主业为有色金属矿产资源开发、建筑工程、相关贸易及服务，是我国有色金属工业“走出去”的排头兵。集团公司 2013 年收入 1900 亿元。

目前，中国有色集团的业务遍布 80 多个国家和地区，拥有重有色金属资源量 3000 万吨，涉及铜、铝、铅、锌、镍、钽、铌、铍、金、银、稀土等 40 余个有色金属品种。拥有各级企业 261 家，其中各级境外企业 79 家，在深圳、香港、悉尼、伦敦拥有 8 家上市公司。在赞比亚、蒙古、缅甸、泰国、刚果（金）等国家和地区建成并经营着一批标志性的矿业开发项目。

图表 1: 中色股份股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表 2: 中色股份的重要子公司 (单位: 百万元)

序号	被参控公司	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
1	赤峰中色锌业有限公司	52.31	3,418.12	28.76	有色金属投资,开发,销售
2	中色稀土有限公司	51.00	136.13	11.52	稀土产品生产
3	中国有色(沈阳)泵业有限公司	100.00	518.82	23.57	隔膜泵设计研发,制造,销售
4	中色南方稀土(新丰)有限公司	100.00		-1.16	稀土矿加工,生产
5	中国有色(沈阳)冶金机械有限公司	51.90	899.59	-27.36	设备及配件制造
6	广东珠江稀土有限公司	71.75	372.05	-11.68	稀土产品生产
7	中色南方稀土(新丰)矿业有限公司	100.00			稀土采掘,加工
8	北京中色建设机电设备有限公司	88.00	100.36	2.03	冶金设备,材料经销
9	北京中色金属资源有限公司	72.73	0.05	0.00	投资管理,销售金属材料,矿产
10	中国有色金属(二连浩特)有限公司	100.00	313.05	32.74	承包工程设备,材料的出口,
11	鑫都矿业有限公司	50.00	403.93	138.71	采矿,加工进出口业务

资料来源: 公司 2013 年年报, 中国银河证券研究部

(三) 收入和产品结构

图表 3: 中色股份的毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

以公司 2013 年年报为例, 公司收入机构中扣除贸易业务后, 承包工程业务占比 14%, 不足一成, 以备市场所忽略, 承包工程业务收入主要来自国外, 国内的比例不足一成, 可以忽略。

图表 4: 公司的收入机构 (单位百万元, 2013 年报)

	营业收入	收入占比	毛利率	毛利	毛利占比
承包工程	1,239	7%	11%	134	11%
有色金属	4,122	23%	15%	611	52%
装备制造	1,343	8%	20%	269	23%
贸易	11,013	62%	1%	152	13%
其他	14	0%	50%	7	1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、工程承包业务估值 104 亿元

（一）中色股份是一路一带的最收益标的

公司是国内最早从事国际工程承包的企业之一，以有色金属行业的国际工程承包业务为主。公司在伊朗、赞比亚、蒙古、越南、哈萨克斯坦等国承接了有色金属领域众多重点项目，多次作为总承包商完成政府间重点合作项目，基本确立了以伊朗为中心的中东地区，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。公司国际工程承包的布局与目前国家提出的一带一路战略完全吻合，将受益于一带一路。

公司境外承包主要从事以技术承包为龙头带动国内成套设备材料出口的 EPC 方式的有色金属工程承包，因此随着一路一带对公司国际工程业务的拉动，公司装备制造业务也将保持较快速度的增长。公司装备制造主要包括大型隔膜泵、铝设备及冶金设备，下游应用领域集中在有色金属、冶金、化工等领域。

1) 有别于市场，我们认为本次国家力推的“一路一带”大战略，不单只是由中国工程公司通过拉动沿线国家区域整体开发建设，来达到转移国内过剩产能，施加国际战略影响力的目的；还是通过国际工程承包、他国资源开发，来达到获取所发开资源，甚至更进一步获取他国资源产权，多元化我国资源出处，强化我国资源安全的目的。且后者的战略意义更强者前者，更能获得国家政策、资金、人力资源的支持。

2) 一路一带之于产能输入国，资源开发是现阶段经济增长的必然选择，矿山工程承包最先收益。我们认为一路一带产能输入国的经济发展不能简单依靠外来的基建投资，必须有优势产业的支撑，才能获取经济发展的内生动力。从这些国家现状来看，无一例外，资源优势是这些国家相对于中国和欧美等发达国家的最突出优势。中亚、中东、东南亚、蒙古等国，有色金属资源储量丰富，但勘查和开发阶段较低，未来资源开发提升空间巨大。且这些国家由于技术落后，缺乏管理，盗挖盗采或者开发方案不合理，造成资源破坏严重。中色股份顺应国家的一路一带“走出去”满足这些国家资源开发的迫切需求，未来海外工程承包业务量提升空间巨大。

3) 从中色股份业务模式的维度上看，公司不仅是简单的利用“一路一带”的国家战略走出去承包国外的矿山开发，更重要的是公司可以利用工程承包的机会加深对矿产资源的禀赋与开发的认识，并在认识的基础上开展一些股权合作或矿业投资。中色股份在这一方面拥有三大先天的优势：一是中色股份在矿山工程上的专业性，容易获得被开发方的信任，具有先发优势；二是在工程承包过程中公司形成了对矿山资源的深刻认识，可大幅降低其在海外矿山投资时，因资源自身质量所造成的投资风险；三是中色股份在海外投资时以与他国政府或机构合作开发矿产资源的方式，可以更好的避免海外投资法律、政策等方面的风险。公司利用工程承包模式走出去，这可能会加快公司在海外资源外延收购的进展。

（二）业务爆发在即

2013 年之前公司的库存订单 140 亿元左右，受益一带一路的推进，公司的在海外的工程

承包业务订单量大增。截止 2014 年 3 季度，公司公告的 2014 年签订的订单量达到 100 亿元，推测公司存在尚未公告的金额较小、但数量重多的订单。仅这 100 亿订单，按照两年半的订单周期计算，年均贡献收入 40 亿元。

图表 5: 2014 年签订的重大合同

日期	项目名称	项目金额 (美元)	项目执行情况	项目所在地
2014/2/19	Bozshakol 铜项目	4.86 亿	自本合同签署之日起至 2015 年 6 月 30 日实现机械完工。截止 2014 年中报完成营业额人民币 7437.13 万元。	哈萨克
2014/4/18	DAIRI 铅锌矿年处理 100 万吨矿石采选 EPC 工程承包合同	6.32 亿	自首笔预付款到位后 42 个月内完工。截止 2014H1 本合同尚未开始执行	印度尼西亚
2014/12/16	Aktogay 铜选矿项目工程承包合同	5.3 亿	自项目中标日至 2016-2017 年实现机械完工。	哈萨克斯坦
	合计	16.48	折合人民币 100 亿元	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

与之对应, 公司在 2011-2013 年承包工程业务平均收入仅 7.29 亿元。与之对应的公司的毛利率也从 2010 年的 4% 迅速提升到 2014H 的 18%。

图表 6: 公司工程收入受益一带一路

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
承包工程收入和毛利 (百万元)							
收入	1,270	1,144	677	551	397	1,239	872
同比		-10%	-41%	-19%	-28%	212%	51%
毛利率	16%	4%	4%	5%	6%	11%	18%
毛利	197	50	29	27	24	134	158
同比		-75%	-41%	-8%	-12%	459%	207%
国外收入和毛利大幅提升							
收入	1,274	1,153	755	727	531	1,026	657
同比		-10%	-34%	-4%	-27%	93%	10%
毛利		54	59	145	62	106	144
同比			9%	146%	-57%	72%	88%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

收益一带一路的政策支持, 项目合同的收款也更有保障。一般情况下, 发包方按照协议价格的 15% 支付预付款; 剩余款项均有我国进出口银行、国开行或中国银行等政策性银行代表发包方按工程进度支付剩余的款项。且每次进度款的 10% 作为承包方的保证金。随着一带一路的推进, 预计会有更多的政策性银行或者商业银行加入到一带一路的建设中来, 发包方的融资更为便利, 从而中色股份作为承包商受益项目的增加和收款的保障。

由于发包方受到融资方式为主的多种因素, 中色股份前期签订的项目长久以来仍未生效, 在一带一路政策的完善和支持下, 预计公司积累的未生效订单或将启动。仅通过公告可统计的

未生效合同就有 218 亿元。这些合同集中在伊朗，由于伊朗的核问题较为敏感，使得伊朗尚未进入一带一路的政策惠及国，但我们不排除伊朗未来进入的可能性。

图表 7:未生效合同金额 180 亿元

签署日期	项目名称	项目金额	项目所在地	工期
2013/1/13	伊朗布提亚钢铁公司 200 万吨/年直接还原铁及 150 万吨/年碳钢方坯项目 EPC 总承包合同	5.35 亿欧元	伊朗	50 个月
2011/9/20	伊朗胡泽斯坦铝业公司	59.6 亿元	伊朗	42 个月
2011/2/28	伊朗南方铝业公司	71.8 亿元	伊朗	41 个月
2010/12/20	伊朗 ALPHACO 公司《EPC 总承包合同》	48.8 亿元	伊朗	36 个月
	合计	218 亿元		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）工程承包板块估值 104 亿元

A 股上市公司中，主营业务海外工程承包的有中工国际、北方国际和中材国际。从海外业务占比上来看中色股份与中工国际类似，均为以海外业务为主。

中工国际

中工国际主营业务为国际工程承包与进出口贸易。2013 年国际工程承包和贸易收入分别占总收入的 97.2%和 2.8%，毛利润占比分别为 97.9%和 2.1%。国际工程承包业务涵盖工业工程、农业工程、水务工程、电力工程、交通工程、石化工程和矿业工程等；业务范围涉及亚洲、非洲、拉美、东欧和北美地区。

图表 8：中工国际订单结构 2010 年以来新签大型订单结构（百万美元）

按行业划分		按照地域划分			
工业	2103	18%	非洲	4483	39%
农业	2612	23%	拉美	3392	29%
水务	1391	12%	亚洲	2775	24%
电力	1722	15%	东欧	945	8%
交通	1897	16%			
其他	1869	16%			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

北方国际

主营业务为国际工程承包和房地产，与中工国际和中色股份相比，公司毛利率水平较低。

公司主要市场在亚洲和非洲。传统市场有伊朗、埃塞、缅甸、老挝，近年来新进入的市场有几内亚比绍等。

公司发展重点在于做大做强工程承包业务，培育重点市场和重点专业领域，在做优做强轨

道交通、电力工程等的同时，进一步优化业务结构，形成多元化市场发展格局。2013年，公司实现合同签约 114,402 万美元。

图表 9: 北方国际 2013 收入结构

	营业收入 (百万)	毛利 (百万)	毛利率 (%)
营业收入	2,958	414	14
产品	2,957	414	14
工程承包	2,379	150	6
房地产	504	255	51
国内建筑	74	8	11
工程			
地区	2,957	414	14
国外	2,379	150	6
中国大陆	578	263	46

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

估值

中工国际，截止 2014 年 11 月中旬，公司公告的大型订单金额合计达到 29.5 亿美元，是 2013 年全年的 2.5 倍。根据其他大型券商的推测数据，中工国际 2014 年的新签订单量为 31 亿美元，同比增长 150%，折合人民币 190 亿元。截止 2013 年在手订单 65.8 亿美元，2014 年生效订单 11 亿美元（推测），推测 2014 年在手订单 85.8 亿美元，折合人民币 526 亿元。

与中国国际类似，中色股份订单量在 2014 年大幅增长，2014 年可统计的新签订订单 100 亿元。截止 2014 年 12 月底，在手订单超过 318 亿元。

图表 10: 同行业上市公司对比

	实际控制人	市值 (亿元)	收入 (亿元)	海外 收入	毛利率	净利率	资产负债 率 (%)	净资产收益 率 (%)
中工国际	国务院国资委	208	103	99	17.63	10.91	71	14.24
北方国际	中国兵工集团	45	56	44	14.13	9.58	78	16.15
中材国际	国务院国资委	141	194	112	11.32	3.05	80	10.89
中色股份	国务院国资委	154	165	28	8.39	0.96	75	1.63
中色股份海外工程承包业务					15%			

注: 收入数据根据 2014Q3 的情况预测，中色股份的海外收入仅指海外工程收入（推测）

中色股份的海外工程承包业务毛利率 15% 为调研所得

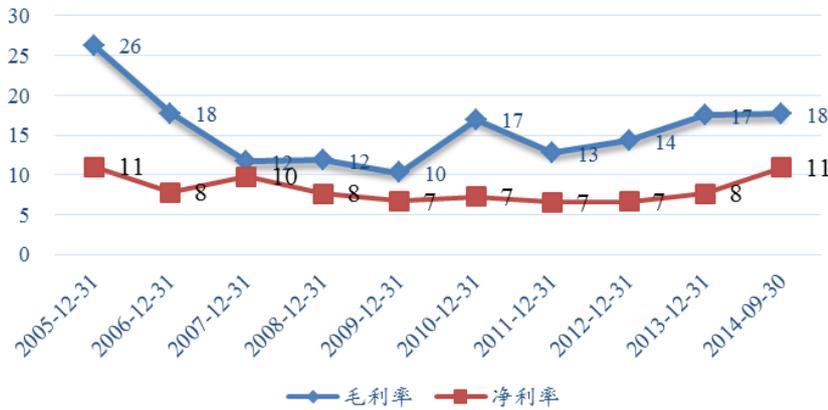
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(1) 与中工国际对比，中色的股份海外工程承包的毛利率情况与之相当（2014Q3 为 18%），且我们推测 2015 年中色股份的收入为中工国际的 50% 左右。且中色股份的海外工程承包订单量达到中工国际 50% 以上。我们粗略估算中色股份的工程承包业务板块估值 104 亿元。

(2) 同样对比中工国际，中工国际的毛利率达到 18%，而净利率达到 11%。因为中色股

份与中工国际业务均为工程承包业务，模式和收费方式类似，我们有理由认为二者的在工程承包业务方面的费用率类似，即推测中色股份的净利率在 8% 以上。

图表 11: 中工国际的毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

以 2015 年中色股份的工程承包业务收入 60 亿人民币为基数，则 2015 年工程承包业务利润有望达到 4.8 亿元。考虑到中色股份在 2016 年仍有较高的增长率（仍有望 100% 以上），给与公司 25 倍的市盈率（中工国际 2014 年估值 24 倍，2015 年 19 倍），则公司工程承包业务估值为 120 亿元。

三、稀土业务估值 86 亿元

(一) 离子型稀土分离产量最高的公司之一

我国南方离子型稀土，为我国独有的矿种类型，主要分布在南方五省（江西、广东、广西、福建和湖南），富含中重稀土，具有初始投资小、开采工艺简单、回收率高、成本低（10 万元/吨）的特点。国外的中重稀土主要为磷钇矿，成本为国内开采成本的数倍。

图表 12: 中色股份的稀土业务收入（百万元）

被参控公司	直接持股比例	投资额	2012		2013		主营业务
			营业收入	净利润	营业收入	净利润	
中色稀土有限公司	51%	153	40	-7	136	12	冶炼
中色南方稀土(新丰)有限公司	100%	90	259	29		-1	冶炼
广东珠江稀土有限公司	72%	67	627	32	372	-12	冶炼
中色南方稀土(新丰)矿业有限公司	100%	3					稀土采掘,加工
包头稀土产品交易所有限公司	8%				0	-1	稀土及制品交易服务

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

中色股份的稀土业务由子公司广东珠江稀土和中色稀土有限公司展开。

广东珠江稀土有限公司该公司是从事南方离子型稀土矿全部 15 种元素分离及部分分离产品的延伸加工生产。目前产能 3000 吨，稀土生产配额 2200 吨。

图表 13: 广东珠江稀土的历史数据

	2012	2013	2014H
产能 (吨)		3000	
产量 (吨)	1382	1648	
收入 (百万元)	626	372	90
净利润 (百万元)	32	-12	-15

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中色南方稀土(新丰)有限公司为广东珠江稀土有限公司异地搬迁方案，国家批准了公司 7000 吨的稀土分离厂，这厂是公司与江苏卓群纳米稀土股份有限公司和常熟市盛昌稀土科技有限公司联合的项目。公司股权占比 76%。而江苏这两家公司又把它们资产与中铝联合了，这样就造成了公司 7000 吨的稀土分离厂迟迟没有开工，直到 2014 年的 12 月 2 号才开工。

2013 年 10 月 9 日，南方稀土有限公司与广东省新丰县人民政府签署《广东省新丰县人民政府与中色南方稀土(新丰)有限公司关于开采和经营新丰县稀土资源合作协议》，2013 年 12 月 12 日，合资公司中色南方稀土(新丰)矿业有限公司注册成立，注册资本 1,000 万元，实收资本 300 万元。其中南方稀土股权比例为 67%，新丰县人民政府指定的具有法人资格的公司占该公司 33% 的股份。

根据新丰政府报告，新丰的稀土储量在 20 万吨左右，平均品位 0.1%。我们推测新丰稀土

矿很有可能与南方稀土的成分类似，属于中钇富铈矿（相关价格参照百川资讯），开采成本在 10-12 万元每吨（折合成氧化物）之间。稀土氧化物的加工成本在 3 万元每吨左右。基于中色股份和当地政府合作，不仅包括稀土矿开采，还涉及建冶炼厂，大幅提升当地的税收和就业，使当地政府的利益最大化，我们推测中色股份是新丰政府的最佳合作伙伴。

（二）海外外延扩张

公司目前尚未进入稀土整合集团，在国内的稀土资源开发存在不确定性，但公司海外外延的战略不受影响。

新威集团有 1 万吨的稀土分离产能，实际产能或在 7000 吨左右，其还有 3000 吨的配额，并已有大量产能释放。新威集团想希望将其稀土资源从上市子公司“中国稀土”中剥离出来并与有色股份在稀土方面进行合作成立“中国稀土有限公司”。此项合作还在谈判中。新威集团有与公司迫切的合作意愿是因为新威集团看中公司与缅甸政府的良好关系以及公司在缅甸地区的影响力（新威集团想在缅甸开发当地资源，而缅甸政府在几次合作后出于对中色的信任，希望新威集团能与中色合作共同开发缅甸当地资源。因此新威集团一直想与中色通过在国内稀土业务的合作后进而能在缅甸也形成同盟共同开发资源）。

新威集团在港股的上市公司中国稀土，目前 P/B 仅 0.54 倍，市值仅 16.5 亿港元。资产负债率仅 7%，且公司资产中现金及现金等价物接近 14 亿港元。

图表 14: 中国稀土稀土的历史数据（百万港币）

	2012	2013
产能（吨）	10000	10000
产量		下降 8%
销量（稀土氧化物：吨）	2750	4400
收入（百万元）	1626	1090
毛利率	33%	25%
净利润（百万元）	-646	-372

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司目前对格陵兰岛稀土矿的采矿权在与当地政府谈判，或将在 2015 年上半年签署合同。格陵兰岛稀土矿中还具有放射性的铀矿，很有可能矿产在当地分离出铀之后，稀土运回国内分离。

（三）稀土业务估值 86 亿元

图表 15: 同行业对比（单位：亿元）

	2012		2013		生产配额		产能 (吨)	总市值
	稀土收入	毛利率 (%)	稀土收入	毛利率	稀土矿	冶炼分离		
广晟有色	21.7	16.77	13.67	15.16	2200	4430		144
五矿稀土	14.6	51	16.97	24		3570	10875	287
包钢稀土	92.42	41	84.72	36		35000		623
盛和资源	7.3	35	13.73	17		5600	5600	107

图表 17: 中色股份和五矿稀土的产量比值

日期	中色股份稀土产量		五矿稀土稀土产量		比值	
	2012	2013	2012	2013		
产量	1383	1648	产量	2194	3596	46%
销量	943	1288	销量	3142	3783	34%
库存	1764	2124	库存	700	1875	113%

中色股份的稀土产量仅考虑

比值为 2013 年中色股份的产量和销量与五矿稀土的相应量的比值

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

四、铅锌业务估值 37 亿元

公司铅锌采选主要是蒙古敖包矿和赤峰白音诺尔铅锌矿，权益储量约 100 万吨，近年来，公司铅锌精矿产量稳定。2013 年共计生产精矿含铅锌 8.2 万吨，权益产量 4.1 万吨。同比下降 13.2%。销售 4.9 万吨。

图表 18: 中色股份控制的铅锌资源储量及产量

	金属品种	权益	储量	品味 (%)	采选产能 (万吨/年)		公司权益储量 (万吨金属量)
			(万吨: 金属量)		当前	扩产后	
敖包锌矿	锌	51%	123	13.7	6		62.7
	锌		78.58	5.53	2.7		41.1
白音诺尔铅锌矿	铅	52%	27.99	1.97	0.9		14.64
	银		0.05				0.024
	镉		0.41				0.22

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司 2013 年 3 月在国务院副总理汪洋和俄罗斯副总理罗戈津的见证下，中色股份总经理王宏前与中国国家开发银行行长郑之杰、俄罗斯东西伯利亚金属公司 (MBC) 总经理奥赫德尔斯斯基在莫斯科签署了奥杰罗铅锌矿项目融资框架协议。该协议是习近平主席访问俄罗斯的经贸成果之一。

根据该协议，中色股份拟购奥杰罗铅锌矿项目 50% 的权益、承担该项目的建设并包销所有产品。在中色股份与 MBC 成立合资公司开发奥杰罗铅锌矿或中色股份取得该项目的建设总承包合同的情况下，国家开发银行将向该项目提供不超过 15 亿美元的贷款。奥杰罗项目是一个世界级铅锌矿项目，地点位于俄罗斯联邦布里亚特共和国境内，拥有符合 JORC 标准的 1.57 亿吨矿石资源，铅的品位为 1.02%，锌的品位为 5.23%，含铅锌金属量约 980 万吨，矿石中银平均品位约 37 克/吨。MBC 直接或间接拥有 100% 的采矿权益

奥杰罗该项目设计采选能力为 800 万吨/年，对应金属量约 42 万吨(假设综合回收率 85%)，建设期 3 年，建设费用约 11.4 亿美元。

对比中金岭南，中金岭南的权益储量 837 万吨，另外还有权益储量铜 18.5 万吨、银 3909.4 吨、黄金 2.9 吨、镍 5 万吨和锂 10.7 万吨。国内矿山主要为广东凡口铅锌矿和广西盘龙铅锌矿 (75%)；国外矿山为澳大利亚子公司 PEM (53.37%) 在澳洲控制的 Broken Hill 铅锌矿、Mount Oxide 铜钴矿等矿区，以及爱尔兰参股项目 (40%) 的 5 个探矿权。

中金岭南 2013 产铅锌精矿产量为 30 万吨，权益产量约为 25 万吨。目前市值为 205 亿元。

对比中金岭南，中色股份的收入储量为中金岭南的八分之一，而精矿产量为中金岭南的六分之一。冶炼产能为中金岭南的三分之二 (中金岭南 30 万吨产能，中色股份 21 万吨产能)。

考虑奥杰罗项目的预期，我们估算中色股份的铅锌板块估值为中金岭南的六分之一，即 34 亿元。

五、冶金机械业务估值 12 亿元

图表 19: 中色股份的业绩机械设备



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

中国有色（沈阳）冶金机械有限公司（英文缩写 SMMC，简称：沈冶机械），是中国有色矿业集团出资企业中国有色金属建设股份公司的控股子公司，是我国冶金装备的大型骨干企业，世界第三制铝设备供应商，亚洲最大红土镍矿回转窑和炼铁大中型混合机供应商。公司位于沈阳经济技术开发区沈辽路 2 号，占地面积 32.6 万平方米(含铸造园共三个厂区)，年机加产能 3 万余吨。

中国有色（沈阳）泵业有限公司是中国有色建设公司的控股子公司，从 90 年代初就开始大型隔膜泵的研究和开发，目前已成为我国大型隔膜泵的专业研发、制造企业，已开发了拥有自主知识产权的 SGMB 系列和 DGMB 系列隔膜泵，是固液两相介质远距离管道输送和压力喷射喂料输送的关键设备，已广泛应用于石化行业洁净煤、煤化工、煤制油工艺，氧化铝生产及各种金属矿山精矿、尾矿的长距离管道化输送。公司拥有面积 80,000 平米的新型厂房，年生产能力达到 100 台大型隔膜泵。

由于近两年冶炼行业整体产能过剩，我国持续淘汰落后产能；以及公司海外承包业务的低谷，公司的冶金机械业务盈利较差，目前仅处于盈亏平衡状态。考虑到公司的海外工程承包业务开始大幅增长，预计公司的冶金设备业务盈利能力也将得以提升。

申银万国矿山机械行业，整体 TTM 市盈率 59 倍。考虑中国有色泵业 2013 年盈利 2400 万元。中国有色（沈阳）冶金机械有限公司盈利能力逐渐好转。且两者均收益与中色股份的海外工程承包业务好转。我们给与中国有色泵业 2013 年 50 倍市盈率估值 12 亿元，中国有色（沈

阳)业绩机械有限公司暂不估值。

图表 20: 机械设备业务子公司

	直接持股比例	2012 年		2013 年		主营业务
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	
中国有色(沈阳)泵业有限公司	100	512	26	519	24	隔膜泵设计研发, 制造, 销售
中国有色(沈阳)冶金机械有限公司	52	925	-49	900	-27	设备及配件制造

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表 21: 冶金机械业务收入毛利情况

	2009	2010	2011	2012	2013
收入	739	1,042	1,260	1,456	1,376
成本	603	841	1,043	1,202	1,103
毛利	136	202	217	255	273
毛利率(%)	18	19	17	17	20

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

五、盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测

公司的业务共分为四项：有色金属产销、冶金机械、贸易和工程承包。除工程承包业务外的其他业务收入和毛利微增的情况下，由于公司工程承包业务的高速增长，公司盈利仍将保持翻倍的增长。

图表 22: 中色股份盈利预测

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14,506.00	17,865.87	19,754.64	23,204.92	27,595.92
营业收入增长率	44.82%	23.16%	10.57%	17.47%	18.92%
净利润(百万元)	202.59	81.86	183.94	412.56	787.93
净利润增长率	-48.49%	-59.59%	124.71%	124.29%	90.99%
EPS(元)	0.21	0.08	0.19	0.42	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.06%	1.92%	4.26%	8.81%	14.68%
P/E	69	170	74	33	18
P/B	6	3	3	3	3
EV/EBITDA	28	30	27	19	13

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表 23: 中色股份盈利预测关键假设

项目	产品细分	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
	收入(元)	14,343,152,865	17,717,322,501	19,590,390,359	23,011,983,188	27,366,476,524	31,570,341,927
	yoy	45%	24%	11%	17%	19%	15%
	成本(元)	13,132,232,540	16,551,401,191	18,020,271,442	21,029,738,329	24,675,284,029	28,248,569,621
汇总	毛利率	8%	7%	8%	9%	10%	11%
	毛利	1,210,920,325	1,165,921,310	1,570,118,917	1,982,244,859	2,691,192,495	3,321,772,306
	所得税率	28%	24%	31%	31%	31%	31%
有色金属产销	持股比例	51%	51%	51%	51%	51%	51%
	营业收入(元)	3,748,819,170	4,122,120,692	4,300,343,142	4,300,343,142	4,315,060,807	4,315,060,807
	yoy	12%	10%	4%	0%	0%	0%
	营业利润	791,629,566	611,388,971	688,054,903	709,556,619	733,560,337	733,560,337
	净利润(元)	18,180,027	-26,509,029	122,407,661	170,533,949	255,368,566	264,115,910
	毛利率	21%	15%	16%	17%	17%	17%
工程总承包	持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	营业收入(元)	397,405,490	1,239,453,277	2,800,000,000	6,000,000,000	10,000,000,000	14,000,000,000

	yoy	-28%	212%	126%	114%	67%	40%
	营业利润	23,909,698	133,617,609	420,000,000	900,000,000	1,500,000,000	2,100,000,000
	毛利率	6%	11%	15%	15%	15%	15%
	持股比例	69%	69%	69%	69%	69%	69%
	营业收入(元)	1,381,313,780	1,342,986,843	1,477,285,527	1,698,878,356	2,038,654,028	2,242,519,430
装备制造	yoy	18%	-3%	10%	15%	20%	10%
	营业利润	250,399,096	269,080,676	310,229,961	220,854,186	305,798,104	336,377,915
	毛利率	18%	20%	21%	13%	15%	15%
	持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	营业收入(元)	8,815,614,426	11,012,761,689	11,012,761,689	11,012,761,689	11,012,761,689	11,012,761,689
贸易	yoy	83%	25%	0%	0%	0%	0%
	营业利润	144,981,965	151,834,054	151,834,054	151,834,054	151,834,054	151,834,054
	净利润(元)	3,329,557	-6,583,327	27,011,873	36,491,606	52,856,790	54,667,336
	毛利率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）公司估值及投资建议

因为公司存在四个业务大类，我们分别相对估值法，对主要业务板块进行估值计算，均采用较为保守的估值作为最终估值。四个业务板块合计 216 亿元，相对于目前 139 亿的市值水平仍有 55% 的上涨空间。

作为正宗的一路一带的最大受益者，我们给与中色股份推荐评级。

图表 24：分业务板块估值（亿元）

工程承包	稀土业务	铅锌业务	冶金机械	贸易	合计
104	86	34	12	0	216

资料来源：中国银河证券研究部

工程承包业务采用 2015 年的估值和中工国际对比计算，但中色股份的盈利增速远高于中工国际，2016 年海外工程承包收入仍有望翻番。估值相对保守。

稀土行业打黑及大集团整合政策从供应端约束产出，海外供应有限且盈利非常差，而需求方面稀土永磁行业逐步好转。稀土价格从 2011 年连续下跌 3 年后，开始从底部回升，目前价格仅为 2011 年高点时的 10% 左右。

根据 ILZSG 的数据，2013 年起锌行业结束了长期供大于求的时代，进入了入代小于求的状态，同时锌价也出现了明显的反弹，我们认为目前锌行业正处于底部回升，未来随着供应短缺的持续，锌价有望进一步反弹，公司有色金属采选和冶炼业务将受益锌价格上涨。

八、附录：公司财务预测表

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	44.82%	23.16%	10.57%	17.47%	18.92%
净利润增长率	-48.49%	-59.59%	124.71%	124.29%	90.99%
EBITDA 增长率	-23.76%	1.16%	14.93%	57.91%	46.27%
EBIT 增长率	-40.83%	1.83%	16.59%	95.19%	62.63%
估值指标					
PE	69	170	74	33	18
PB	6	3	3	3	3
EV/EBITDA	28	30	27	19	13
EV/EBIT	52	55	49	27	17
EV/NOPLAT	59	89	69	39	25
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	8.66%	6.90%	8.01%	8.61%	9.83%
EBITDA 率	4.60%	3.78%	3.93%	5.28%	6.50%
EBIT 率	2.49%	2.06%	2.17%	3.60%	4.93%
税前净利润率	2.04%	1.40%	2.07%	3.42%	4.57%
税后净利润率 (归属母公司)	1.40%	0.46%	0.93%	1.78%	2.86%
ROA	1.45%	1.02%	1.55%	2.57%	3.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.06%	1.92%	4.26%	8.81%	14.68%
经营性 ROIC	3.92%	2.68%	3.26%	5.07%	7.29%
WACC	8.87%	9.51%	9.28%	8.88%	8.78%
ROIC-WACC	-4.95%	-6.84%	-6.02%	-3.81%	-1.49%
资本结构					
资产负债率	70.07%	62.85%	64.39%	67.34%	67.13%
权益乘数	3.34	2.69	2.81	3.06	3.04
流动资产/总资产	60.50%	59.86%	63.92%	65.43%	68.31%
非流动资产/总资产	39.50%	40.14%	36.08%	34.57%	31.69%
有形资产/总资产	89.98%	90.45%	93.06%	94.37%	95.14%
流动负债/总负债	77.13%	78.24%	81.66%	84.38%	85.30%
非流动负债/总负债	22.87%	21.76%	18.34%	15.62%	14.70%
有息负债/总投入资本	61.76%	39.22%	45.85%	52.23%	51.15%
权益/总投入资本	57.61%	73.89%	69.68%	60.19%	60.04%
偿债能力					
流动比率	1.12	1.22	1.22	1.16	1.20
速动比率	0.74	0.83	0.85	0.79	0.83
归属母公司权益/有息债务	0.50	1.28	1.02	0.78	0.82

有形资产/有息债务	2.80	4.59	4.00	3.35	3.41
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	1.03	1.32	3.26	4.72	5.79
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.21	0.08	0.19	0.42	0.80
每股红利	0.08	0.01	0.05	0.10	0.16
每股经营现金流	(1.16)	0.16	0.36	0.03	0.80
每股自由现金流(FCFF)	(1.41)	(0.29)	(0.56)	(1.71)	(0.34)
每股净资产	2.55	4.32	4.39	4.75	5.45
每股销售收入	14.73	18.14	20.06	23.57	28.03
每股 EBITDA	0.68	0.69	0.79	1.24	1.82
营运能力					
应收账款周转率	10.65	10.63	10.58	10.33	10.58
应收账款周转天数	33.79	33.86	34.02	34.87	34.03
存货周转率	4.71	5.15	5.35	5.30	5.28
存货周转天数	76.49	69.91	67.28	67.90	68.21
应付账款周转率	10.18	9.64	8.76	9.09	9.18
应付账款周转天数	35.36	37.33	41.10	39.60	39.24
营业周期	110.28	103.77	101.31	102.76	102.24
现金周期	74.92	66.44	60.21	63.17	63.00
总资产周转率	1.03	1.10	1.12	1.17	1.23
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	8.06%	1.92%	4.26%	8.81%	14.68%
归属母公司净利润占比	89.83%	47.26%	65.00%	75.00%	90.00%
销售净利率	1.55%	0.97%	1.43%	2.37%	3.17%
总资产周转率	1.03	1.10	1.12	1.17	1.23
权益乘数 (杜邦分析)	5.60	3.82	4.07	4.23	4.19
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	2.88%	1.84%	2.30%	3.58%	4.91%
资本效率-投入资本周转率	2.13	2.15	2.22	2.23	2.26
1-税率	76.08%	69.37%	69.37%	69.37%	69.37%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	8.04%	26.39%	70.55%	83.01%	88.43%
价值变动净收益/利润总额	79.44%	25.94%	15.69%	8.07%	5.07%
营业外收支净额/利润总额	12.52%	47.67%	13.76%	8.92%	6.50%
所得税/利润总额	23.92%	30.63%	30.63%	30.63%	30.63%
现金流量					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	-4772.45%	243.99%	122.54%	3.83%	70.44%
自由现金流	(1,389.53)	(284.95)	(551.85)	(1,679.18)	(332.41)

资料来源：中国银河证券研究部、上市公司

利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,506	17,866	19,755	23,205	27,596
营业成本	13,250	16,633	18,171	21,206	24,882
折旧和摊销	307	308	348	390	434
营业税费	86	73	132	155	184
销售费用	239	262	309	367	437
管理费用	466	487	551	624	707
财务费用	366	291	137	183	241
资产减值损失	75	55	166	13	29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	235	65	64	64	64
营业利润	259	131	352	722	1,180
利润总额	296	250	408	793	1,262
少数股东损益	23	91	99	138	88
归属母公司净利润	203	82	184	413	788
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.21	0.08	0.19	0.42	0.80
NOPLAT	317.61	227.66	301.96	585.53	937.40
EBIT	360.65	367.26	428.18	835.77	1,359.19
EBITDA	667.72	675.47	776.33	1,225.91	1,793.12

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	15,597	16,913	18,216	21,381	23,600
流动资产	9,436	10,124	11,644	13,989	16,121
货币资金	1,869	1,833	2,519	2,959	3,518
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,690	1,671	2,063	2,432	2,786
应收票据	421	369	447	559	620
其他应收款	344	340	667	784	932
存货	3,214	3,246	3,546	4,453	4,976
非流动资产	6,161	6,789	6,572	7,391	7,479
可供出售投资	5	5	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,017	1,041	1,031	1,028	1,033
固定资产	2,725	2,887	3,118	3,717	4,000
无形资产	1,209	1,268	1,205	1,145	1,087
总负债	10,929	10,630	11,660	14,326	15,771
无息负债	5,925	7,295	7,417	8,298	9,191
有息负债	5,004	3,335	4,243	6,028	6,579
股东权益	4,668	6,283	6,449	6,947	7,722

股本	767	985	985	985	985
公积金	588	2,144	2,163	2,204	2,283
未分配利润	1,213	1,186	1,341	1,661	2,270
少数股东权益	2,154	2,029	2,128	2,266	2,354
归属母公司权益	2,514	4,253	4,320	4,681	5,368
Vd	5,004	3,335	4,243	6,028	6,579
Ve	15,164	18,002	18,200	18,475	18,650
EV	18,598	20,223	20,899	22,962	23,683
IC	8,103	8,503	9,254	11,541	12,862

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	(1,138)	161	353	25	786
净利润	203	82	184	413	788
折旧摊销	307	308	348	390	434
净营运资金增加	1,738	164	869	1,465	1,238
其他	(3,386)	(394)	(1,049)	(2,242)	(1,674)
投资活动产生现金流	228	(670)	(428)	(1,136)	(436)
净资本支出	351	711	489	1,200	500
长期投资变化	1,017	1,041	0	0	0
其他资产变化	(1,140)	(2,422)	(917)	(2,336)	(936)
融资活动现金流	1,312	171	761	1,551	210
股本变化	0	218	0	0	0
债务净变化	1,925	(1,670)	908	1,785	551
无息负债变化	877	1,370	121	881	893
净现金流	398	(346)	686	440	560

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表目录

图表 1: 中色股份股权结构	4
图表 2: 中色股份的重要子公司 (单位: 百万元)	4
图表 3: 中色股份的毛利率和净利率	5
图表 4: 公司的收入机构 (单位百万元, 2013 年报)	5
图表 5: 2014 年签订的重大合同	7
图表 6: 公司工程收入受益一路一带	7
图表 7: 未生效合同金额 180 亿元	8
图表 9: 北方国际 2013 收入结构	9
图表 11: 中工国际的毛利率和净利率	10
图表 13: 广东珠江稀土的历史数据	11
图表 14: 中国稀土稀土的历史数据 (百万港币)	12
图表 16: 广晟有色业务收入 (百万元)	13
图表 17: 中色股份和五矿稀土的产量比值	14
图表 18: 中色股份控制的铅锌资源储量及产量	15
图表 19: 中色股份的业绩机械设备	16
图表 20: 机械设备业务子公司	17
图表 21: 冶金机械业务收入毛利情况	17
图表 22: 中色股份盈利预测	18
图表 23: 中色股份盈利预测关键假设	18
图表 24: 分业务板块估值 (亿元)	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

刘文平,有色金属行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn