

重视中冶的资源价值，严重低估

公司点评

◆ 公司资源开发业务盈利大幅提升：

公司在手6个境外资源项目，营业收入和利润总额较去年同期大幅增长。17年上半年资源开发业务实现营收25.07亿元，同比增长36.6%；毛利率大幅增长，由去年的-0.83%提升29.43个百分点至28.6%。这主要是由于上半年国内外有色金属市场价格总体表现良好，尤其是钴价暴涨，在金属资源品种中表现抢眼。公司下属巴新瑞木镍钴矿项目达产达标，上半年实现营收9.8亿元，同比增长107.7%；累计生产氢氧化镍钴含16955吨、含钴1623吨；销售氢氧化镍钴含镍15861吨、含钴1528吨。该项目按照稳定超产10%的工作方案，正在实施技术改造，预计本年可以实现镍产量35000吨、钴产量3500吨。

◆ 钴价上涨空间大，景气具备长期性：

钴是锂电池正极材料的重要原料，在3C和全球新能源车产销放量的背景下，上游的三元电池对钴的需求将增大，必将拉动钴消费的增长。2016年全球钴消费量大约为10.38万吨，同比增加4.3%；其中电池行业用钴占57.7%。16年国内钴消费结构中，电池材料占比达到78%，国内钴的消费增速基本取决于电池材料的增长情况。我们估算，至2019年，全球钴供应短缺有望达到1万吨左右，钴的上涨仍可持续。2016年3月起，钴价开始持续走高。至2017年8月底，MB钴报价已经达到29美元/磅，但距离历史高点48.25美元/磅仍有65%以上的空间。钴属于较为稀有的金属资源，全球储量分布极不均衡，对于此类资源集中度很高的金属，其定价权一般受上游矿山企业的控制，因此，公司投资巴新瑞木镍钴矿项目具有优良的盈利前景。

◆ 镍价走出低迷，未来持续看好：

镍在我国主要用于不锈钢的生产，近两年不锈钢产量快速增长，带动2007-2016年我国精炼镍消费复合增速达11.49%，需求端空间较大。但2007-2016年，镍矿产量增长趋缓，产量复合增速仅3.44%，导致供应端逐步趋紧。我国镍原矿的进口集中于印尼和菲律宾，受两国天气和政策影响较大。近期因菲律宾镍矿主产区苏里高地区天气不佳，镍矿装船受到影响，导致菲律宾矿山报价高。且近两年菲律宾政府以违反环保规定为由，关停矿场将近一半，供应愈发收紧。需求的增长和供应的收紧带动镍价走出低迷，虽然2017年上半年跌幅较大，但从7月起呈现回升态势并一路走高，8月底攀升至11735美元/吨的高位，相比年初价格涨幅达14.99%。公司巴新瑞木矿为镍钴伴生矿，镍价走出低迷对其资源开发板块业绩提升意义重大。且矿源位于巴布新几内亚，随着产能的释放，能一定程度上摆脱印尼和菲律宾对我国镍供给的影响。

◆ 公司资源开发业务价值被严重低估：

随着钴价暴涨，2017年钴企涨幅创历史新高，我们有理由相信，中国中冶的资源开发板块价值被严重低估。此处仅考虑钴，选取钴相关上市企业的钴业务进行对比。寒锐钴业主营钴粉、氢氧化钴和铜，当前市值184.13亿元，2017年钴销量预计为1500吨，对应吨市值预计为0.12亿元/吨。华友钴业主营钴盐、三元前驱体和铜镍，拥有海外自有矿，当前市值为508.58亿元，17年钴销量约24000吨，对应吨市值约0.02亿元/吨。洛阳钼业主营钴精矿、铜精矿和钨钼产品，拥有自有矿，当前市值1454.69亿元，17年钴销量预计13500吨，对应吨市值0.11亿元/吨。由此测算出2017年钴市场平均吨市值为0.08亿元/吨，公司3500吨钴产能初步能增加280亿左右的市值，市场一旦认可，补涨空间巨大。

◆ 盈利预测与估值：

预计公司2017、2018年EPS分别为0.32、0.37。当前股价对应2017年PE为16倍，维持“推荐”评级。

◆ 风险提示：有色金属价格波动；产能不及预期。

推荐（维持评级）

分析师

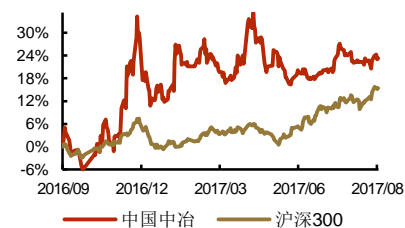
王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 (执业证书编号：S0280117080044)
wangbin1@xsdzq.cn
王萌
wangmeng@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.09.01
收盘价(元)：	5.08
总股本(亿股)：	178.53
总市值(亿元)：	906.91
一年最低/最高(元)：	3.87/5.85
近3月换手率：	19.48%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.76	-5.9	2.95
绝对	-1.17	3.62	18.97

相关研报

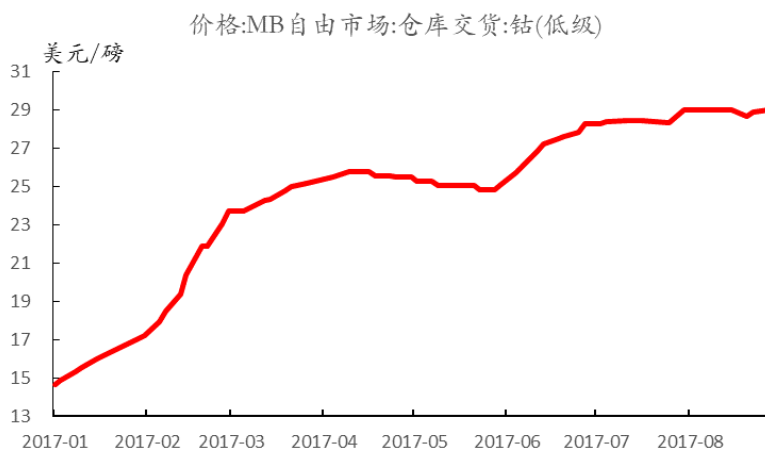
中报业绩稳中有进
2017-08-30
产业持续优化，PPP及管廊驱动未来成长
2017-08-06

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	2173	2,196	2,394	2,613	2,869
增长率(%)	0.7	1.0	9.1	9.1	9.8
净利润(亿元)	48.0	54	67	76	87
增长率(%)	21.1	12.0	25.0	12.7	15.4
毛利率(%)	13.1	12.8	13.4	13.4	13.5
净利率(%)	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	7.9	7.6	8.9	9.3	9.9
EPS(摊薄/元)	0.25	0.26	0.32	0.37	0.42
P/E(倍)	20.21	19.6	15.7	13.9	12.0
P/B(倍)	1.60	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：新时代证券研究所

附图 1：欧洲 MB 市场钴价 2017 走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

附图 2：伦镍 2017 走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

附表 1: 可比公司营收、净利润增长及 PE 一致预期

代码	可比公司	营收 2017H1 (亿元)	增速%	归母净利润 2017H1 (亿元)	增速%	PE(2017E)	PE(2018E)	PE(2019E)
300618	寒锐钴业	116.55	415.74%	8.35	63.14%	39.82	26.44	19.82
603799	华友钴业	37.88	74.92%	6.75	2257.14%	45.23	30.96	23.80
603993	洛阳钼业	116.55	415.74%	8.35	63.14%	52.66	38.06	31.47
	平均					45.90	31.82	25.03

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

附表 2: 可比公司钴吨市值预测

可比公司	市值 (亿元)	2017 钴销量预测 (吨)	2017 吨市值预测 (亿元/吨)
寒锐钴业	184.13	1500	0.12
华友钴业	508.58	24000	0.02
洛阳钼业	1454.69	13500	0.11
中国中冶	969.54	3500	0.08

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2756	3028	3151	3392	3675	营业收入	2173	2196	2394	2613	2869
现金	337	449	500	500	500	营业成本	1888	1914	2074	2262	2483
应收账款	637	695	646	705	774	营业税金及附加	56	33	36	39	43
其他应收款	291	314	343	374	410	营业费用	15	17	18	20	22
预付账款	137	134	127	138	152	管理费用	101	104	114	124	136
存货	1153	1222	1303	1421	1559	财务费用	25	22	23	24	27
其他流动资产	201	213	233	254	279	资产减值损失	46	40	45	47	45
非流动资产	682	747	784	893	1035	公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
长期投资	39	52	52	52	52	投资净收益	17	4	5	5	5
固定资产	302	300	387	499	644	营业利润	59	70	90	102	118
无形资产	145	144	130	117	105	营业外收入	14	13	6	10	10
其他非流动资产	196	251	215	225	235	营业外支出	2	7	1	5	5
资产总计	3438	3775	3935	4284	4709	利润总额	71	76	95	107	123
流动负债	2355	2560	2656	2938	3285	所得税	22	17	21	23	27
短期借款	368	497	581	668	802	净利润	50	60	74	83	96
应付账款	934	1120	1214	1324	1453	少数股东损益	1	6	7	7	9
其他流动负债	1053	943	861	946	1029	归属母公司净利润	48	54	67	76	87
非流动负债	371	384	390	393	396	EBITDA	111	118	156	177	205
长期借款	193	250	250	250	250	EPS (元)	0.25	0.26	0.32	0.37	0.42
其他非流动负债	179	133	140	143	146						
负债合计	2726	2944	3046	3330	3680						
少数股东权益	106	126	132	140	148	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	191	207	207	207	207	成长能力					
资本公积	179	224	224	224	224	营业收入(%)	0.7	1.0	9.1	9.1	9.8
留存收益	236	274	325	383	449	营业利润(%)	12.2	17.8	28.1	13.4	16.2
归属母公司股东权益	606	706	757	814	881	归属于母公司净利润(%)	21.1	12.0	25.0	12.7	15.4
负债和股东权益	3438	3775	3935	4284	4709	获利能力					
						毛利率(%)	13.1	12.8	13.4	13.4	13.5
						净利率(%)	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0
						ROE(%)	7.9	7.6	8.9	9.3	9.9
						ROIC(%)	4.2	4.2	5.1	5.3	5.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	79.3	78.0	77.4	77.7	78.2
						净负债比率(%)	20.2	23.6	21.1	21.4	22.4
						流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
						速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.6	3.3	3.6	3.9	3.9
						应付账款周转率	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.25	0.26	0.32	0.37	0.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.90	1.09	0.50	0.52
						每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.40	3.65	3.93	4.25
						估值比率					
						P/E	20.21	19.58	15.67	13.90	12.04
						P/B	1.60	1.49	1.39	1.29	1.20
						EV/EBITDA	15.69	14.7	11.2	9.9	8.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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、竞争性因素以及新时代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

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间10年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 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。

推荐： 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： 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： 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。

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。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>