

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

收购提升公司的投资价值

事件描述

紫金矿业有条件要约收购“Indophil”公司。

事件评论

- 公司公布了有条件要约收购“Indophil”方案。主要情况摘要如下：

（1） 交易标的：

收购澳大利亚上市公司Indophil 全部已发行股份及在收购期间将予发行的股份合计4.26亿股。

Indophil 目前已发行的股份3.93127937 亿股；期权535万股；按绩效期权将发行165.0866万股新股；及为收购Alsons 所持有的SMI 的A 类股份3.27%权益将发行2590万股新股。若上述期权、绩效期权全部行使，及Indophil 完成收购Alsons 所持有的SMI 权益，则Indophil 的股份总数将达到4.26028803亿股。

（2） 交易价格：

每股1.28 澳元价格（约合人民币7.91 元/股），该收购价格相当于Indophil在澳大利亚证券交易所2009年11月26日的收盘价1.085澳元溢价18%，或比要约收购前6个月的平均价0.7澳元溢价83%。

（3） 本次收购金额约为5.45 亿澳元（约合人民币33.68亿元）（按收购100%股权计算）。

（4） 交易标的的具体情况：

Indophil是一家在澳大利亚的上市公司，主要对东南亚地区金及铜金矿进行勘探和开发，其核心资产为持有SMI的A类股份34.23%的权益，其中8.96%由Indophil直接持有，25.27%通过IRP间接持有。Indophil现持有IRP40%的权益，但Indophil拥有对IRP的有利期权契约，根据期权契约Indophil有权以5万菲律宾比索收购IRP其余60%的权益。

SMI 是一家菲律宾资源勘探及开发公司，拥有菲律宾南部世界级铜金矿床——坦帕坎(Tampakan)铜金矿。SMI 的注册资本为2.5亿菲律宾比索，实缴资本162,596,665 菲律宾比索。SMI 的全部股份分为A 类股份（普通股）和B 类股份(优先股)，A 类股份与B 类股份在股本中的比例为40:60。

除坦帕坎铜金矿外，Indophil于菲律宾还拥有其它勘探项目，包括3个特许土地权及16个处于申请阶段的土地权，分别位于菲律宾的吕宋岛北部及南部，棉兰老岛中部及东部。

● **我们认为：**

收购的标的资产具有较高开采价值，收购价格合理，具有较高投资价值。

从此次收购的标的资产情况来看，我们认为，标的资产具有较高的开采价值。Indophil的核心资产菲律宾坦帕坎铜金矿为世界级铜金矿床，资源储量较大，根据公司的资料，铜储量1350万吨，黄金储量491.43吨。如果按照37.5%的权益比例计算，公司此次收购可增加权益铜储量506.25万吨（相当于公司铜储量增加52.4%），金储量184.3吨（相当于增加金储量26.2%）（包括但不限于此，Indophil还有其他探矿权）（中金黄金权益储量339吨，山东黄金权益储量200吨）。从矿产品味来看，该矿铜品位0.6%不算低（江西铜业露天矿的平均品位0.46%左右，铜陵有色洞采的平均品味为1%左右），金品味较低（山东黄金洞采品味4~5克/吨，中金黄金洞采1~2克/吨），但考虑到其矿体厚大，开采条件好，适合进行大规模露天开采，因此坦帕坎铜金矿具有较好的开采价值，从公司预估的铜现金成本（低于0.46 美元/磅（1014美元/吨，黄金作为副产品直接冲减成本，钼作为副产品没有冲减成本）来看，也证明了这一点。总体上，我们认为，菲律宾坦帕坎铜金矿具有较高的开采价值。

从收购价格来看，公司此次收购可增加权益铜储量506.25万吨，金储量184.3吨，付出的代价为33.68亿人民币，此次公司收购价格相对便宜。

总体上，我们认为此次收购可有效增加公司资源储备（铜储量增加52.4%），金储量增加26.2%），且随着2016年矿山开始投产，可增加公司铜权益产量12.75万吨（相当于目前产量的150%），增加黄金权益产量4吨（相当于目前产量的13%）。我们认为此次收购有利于公司未来的长远发展以及盈利能力的提升，我们看好公司的此次收购。

（菲律宾坦帕坎铜金矿项目预计可行性研究将于2010 年第二季度完成，该项目预计将于2016 年正式投产。根据目前的估计，该项目第一阶段将每年处理4400万吨矿石，第二阶段将增加到6600万吨矿石。矿山服务年限估计为20年，期间平均每年生产铜精矿（含铜）34万吨，黄金35 万盎司（10.89 吨）。本公司通过收购Indophil股权进而持有菲律宾坦帕坎铜金矿项目37.5%的权益）。

● **维持“推荐”评级。**

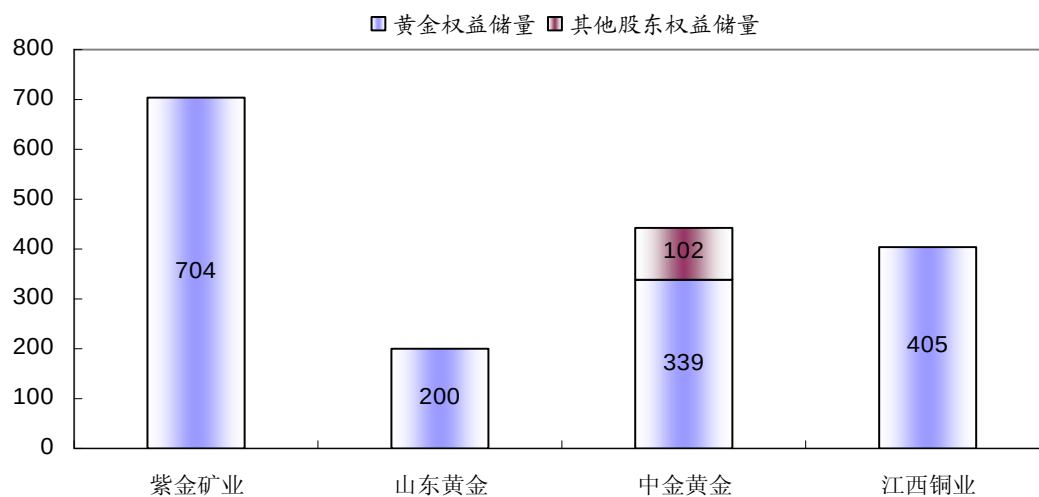
鉴于此次收购的标的资产具有较高开采价值，收购价格合理，因此我们看好公司此次的收购，我们继续维持公司的推荐评级。

表 1：菲律宾坦帕坎铜金矿矿产资源储量情况

	矿产资源量			
	探明	控制	推断	合计
资源量（百万吨）	780	890	700	2,400
铜品位（%）	0.71	0.55	0.5	0.6
金品位（g/t）	0.28	0.19	0.2	0.2
钼品位（ppm）	81	69	60	70
铜金属量（万吨）	550 万吨	490 万吨	310 万吨	1,350 万吨
金金属量（盎司）	700 万盎司	550 万盎司	330 万盎司	1,580 万盎司

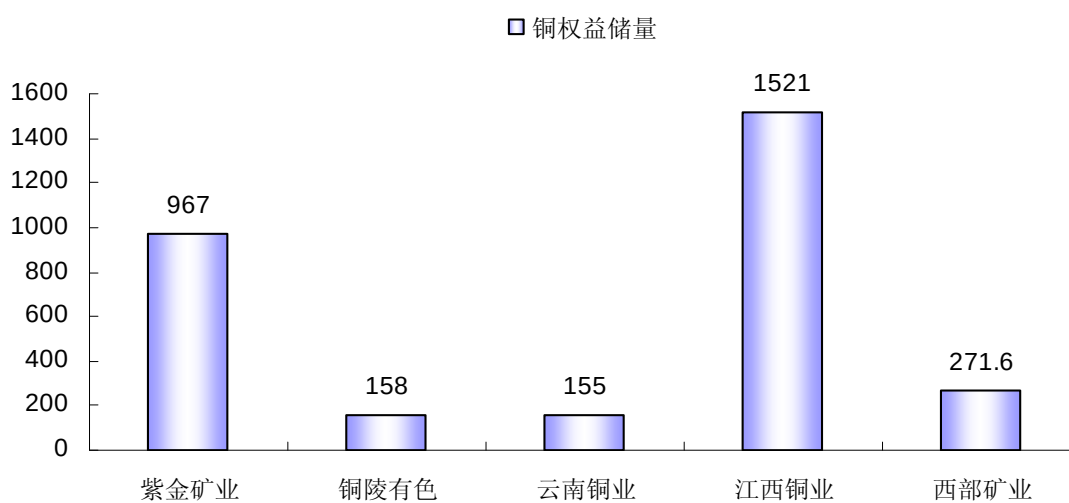
资料来源：公司资料

图1：A股公司的目前黄金储量情况



资料来源：长江证券研究部

图2：A股公司铜权益储量



资料来源：长江证券研究部

表2：江西铜业露天铜矿开采品味0.4%~0.5%

矿产名称		铜品位	开采方式	权益
		铜		
德兴铜矿	铜厂矿	0.46%	露天	100%
	富家坞	0.50%	露天	100%

	朱砂红	0.40%	露天	100%
永平铜矿		0.73%	露天	100%
城门山铜矿		0.99%	坑采	100%
武山铜矿		0.41%	坑采	100%
东乡铜矿		0.49%	露天	100%
银山铅锌矿		0.50%	露天	100%
刁泉		0.40%	坑采	45.6%
小计		-	-	-
Aynak		1.56%	露天	25%
加拿大北秘鲁铜业公司（NPC）	Galeno	0.49%	露天	40%
	Hilórico	0.00%	露天	40%
	Pashpap	0.64%	露天	40%

表3：铜陵有色洞采平均品位1%

	平均品位%	股权
贵池铜山铜矿	1.08	100%
安庆铜矿	0.95	51%
冬瓜山铜矿	1.02	100%
天马山硫金矿		56.80%
--凤凰山铜矿	1.01	
--金口岭铜矿	1.23	

资料来源：长江证券研究部

表 4：紫金矿业资源储量（截止 2009 年 6 月 30 日）

资源名称	存储量	较期初变化	资源名称	存储量	较期初变化
金	704.3 吨	增长 0.40%	钨	11.68 万吨	增长 14.62%
铜	967 万吨	增长 0.31%	锡	10 万吨	增长 16.80%
铂+钯	151 万吨	不变	银	1702 吨	不变
铅+锌	526.7 万吨	减少 0.25%	钼	39 万吨	增长 0.12%
铁	2.189 亿吨	增长 30.38%	硫铁矿（标矿）	1.35 亿吨	不变
镍	88.5 万吨	增长 32.58%	煤	3 亿吨	不变

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011
营业收入	16984	20934	25088	28858
营业成本	10327	12267	14877	16767
毛利	6657	8667	10211	12092
% 营业收入	39.2%	41.4%	40.7%	41.9%
营业税金及附加	239	295	353	406
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	317	398	477	548
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	1001	1235	1480	1703
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
财务费用	98	82	116	160
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%
资产减值损失	0	326	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	151	0	0	0
营业利润	4755	6488	7623	9119
% 营业收入	28.0%	31.0%	30.4%	31.6%
营业外收支	-258	-200	-100	0
利润总额	4533	6288	7523	9119
% 营业收入	26.7%	30.0%	30.0%	31.6%
所得税费用	639	887	1061	1286
净利润	3894	5402	6462	7833
归属于母公司所有者的净利润	3066.2	4251.0	5085.4	6164.6
少数股东损益	828	1151	1377	1669
EPS (元/股)	0.21	0.29	0.35	0.42

现金流量表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011
经营活动现金流净额	4025	3534	5561	7867
取得投资收益收回现金				
金	85	0	0	0
长期股权投资	-495	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	-20
固定资产投资	-5100	-2047	-3254	-2943
其他	-3057	0	0	0
投资活动现金流净额	-8651	-2047	-3254	-2963
债券融资	0	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011
货币资金	5039	3258	10035	12986
交易性金融资产	29	29	29	29
应收账款	705	883	1058	1217
存货	1594	1903	2308	2600
预付账款	324	383	465	524
其他流动资产	94	118	141	162
流动资产合计	8052	6909	14437	17980
可供出售金融资产				
产	63	63	63	63
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1727	1727	1727	1727
投资性房地产	57	57	57	57
固定资产合计	8259	9702	12172	14132
无形资产	4112	3944	3782	3646
商誉	328	328	328	328
递延所得税资产	71	0	0	0
其他非流动资产	3548	5548	6548	6548
资产总计	26218	28277	39114	44481
短期贷款	2558	0	5344	4506
应付款项	728	863	1047	1179
预收账款	127	167	201	231
应付职工薪酬	146	168	203	229
应交税费	627	844	1010	1208
其他流动负债	1472	1755	2126	2401
流动负债合计	5659	3796	9930	9754
长期借款	969	979	984	954
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	131	0	0	0
其他非流动负债	279	479	579	579
负债合计	7038	5254	11493	11286
归属于母公司所有者权益	16134	19748	24070	29310
少数股东权益	3045	3275	3550	3884
股东权益	19179	23023	27621	33194
负债及股东权益	26218	28277	39114	44481
基本指标				
EPS	0.211	0.292	0.350	0.424

股权融资	10321	0	0	0	BVPS	1.110	1.358	1.655	2.016
银行贷款增加(减少)	-2971	-2548	5349	-869	PE	46.998	33.899	28.337	23.376
筹资成本	-2177	-720	-879	-1084	PEG	1.793	1.293	1.081	0.892
其他	34	0	0	0	PB	8.932	7.297	5.987	4.917
筹资活动现金流净额	5207	-3268	4470	-1953	EV/EBITDA	26.101	19.313	16.166	13.111
现金净流量	581	-1781	6777	2951	ROE	0.190	0.215	0.211	0.210

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。