

铜陵有色集团收购 Corriente 公司点评

报告关键点:

- 通过对Corriente要约收购, 铜陵有色集团公司增加权益储量: 560.7万吨铜, 68.9吨黄金与474.3吨白银;
- 全球铜价面临的不确定性加大; 冶炼业务盈利能力持续下降;
- 维持“中性-A”投资评级。

报告摘要:

- 铜陵有色6月1日发布公告称, 集团公司与中国铁建各出资50%的全资子公司中铁建铜冠投资(加拿大)有限公司于2010年5月28日通过每股8.6加元现金要约收购Corriente Resources Inc. 全部发行在外的76,478,495股普通股, 总金额为6.58亿加元, 占该公司约96.9%的股权, 成为Corriente控股股东。
- 2009年12月28日, 中铁建铜冠正式宣布向Corriente公司发出要约收购, 收购价格为8.6加元, 较当时30日交易均价溢价27.0%。但由于需要取得必要的中国政府行政许可与符合其他要约文件外的条件, 该收购曾被分别延期至2010年4月28日与5月28日。
- Corriente公司设立于加拿大温哥华市, 同时在加拿大多交所(代码: CTQ)与美国纽交所(代码: ETQ)上市, 期权全部行使与完全摊薄后普通股总数为78,922,393。公司2009年净资产为1.8亿加元。截止5月31日, 公司在多交所的股价为8.58加元。
- Corriente公司主营铜金银钼矿勘探与开发, 拥有厄瓜多尔东南部Corriente铜矿带。该矿带是目前全球仅存的未开发矿带之一, 包含了Mirador、Mirador Norte、Panantza和San Carlos四个主要铜金矿区, 合计铜金属储量约为1,156万吨, 黄金142吨和白银978吨。其中, Mirador与Mirador Norte已完成可研, 收购前正等待融资进行建设, 可研报告预计资本开支为4.2亿美元, 两年建设期, 达产后年产铜金属5.9万吨, 现金成本为1,850美元/吨; Panantza和San Carlos已完成初评, 预计资本开支为12.8亿美元, 年产铜金属18.2万吨, 现金成本为947.1美元/吨。同时, Corriente铜矿带还确认了另外6个铜及铜金矿勘探项目, 远景资源潜力巨大。
- 今年以来, 全球铜价走势较弱。虽然西方消费继续走在复苏的轨道上, 但中国作为全球最大的铜消费国, 消费增速出现了一定程度的放缓; 再加上欧洲债务危机以及国内紧缩的调控政策影响, 全球铜价面临较大不确定性。另外, 由于铜冶炼产能的过剩与铜精矿供应紧缺, 目前铜精矿现货加工费已经下降到接近零的水平, 铜冶炼业务盈利能力持续下降。
- 我们认为, 海外矿业公司的收购扩充了铜陵有色集团公司的资源储备, 符合行业长远发展的战略要求。但考虑到该收购为集团公司行为, 且短期内没有产量贡献, 对上市公司业绩的没有直接影响, 因此, 我们暂不调整铜陵有色的盈利预测与目标价, 预计2010年每股收益为0.68元, 维持“中性-A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	37,342	30,755	48,274	51,708	51,507
Growth(%)	0.8%	-17.6%	57.0%	7.1%	-0.4%
净利润	637	608	886	868	962
Growth(%)	-23.9%	-4.6%	45.8%	-2.0%	10.8%
毛利率(%)	6.5%	6.2%	5.4%	5.4%	5.8%
净利率(%)	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.9%
每股收益(元)	0.49	0.47	0.68	0.67	0.74
每股净资产(元)	4.49	4.42	4.25	4.53	4.86
市盈率	31.7	33.3	22.8	23.3	21.0
市净率	3.5	3.5	3.7	3.4	3.2
净资产收益率(%)	9.3%	10.4%	14.2%	13.2%	13.8%
ROIC(%)	11.1%	8.7%	10.1%	9.2%	9.6%
EV/EBITDA	14.8	16.4	12.7	12.4	11.6
股息收益率	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	1.3%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

中性-A

上次评级:

目标价格: 17.00 元

期限: 6个月 上次预测:

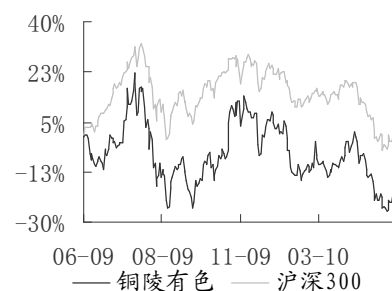
现价: 15.62元

报告日期: 2010-06-01

市场数据

总市值(百万元)	20,217.94
流通市值(百万元)	8,708.69
总股本(百万股)	1,294.36
流通股本(百万股)	557.53
12个月最高/最低	14.75/26.20 元
十大流通股(%)	12.91%
股东户数	209,201

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.24)	(6.64)	(21.81)
绝对收益	(12.83)	(23.22)	(24.79)

研究员

衡昆

021-68766182
证书编号

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450209090268

章小韩

021-68765163

行业分析师

zhangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

有色金属行业深度报告: 开启中国优势资源的振兴之路

2010-05-31

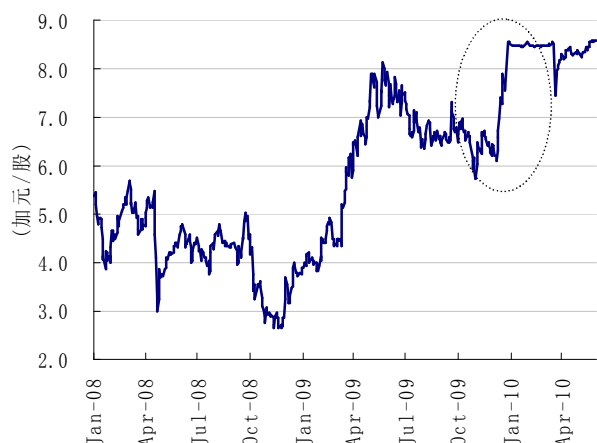
有色金属行业周报: 直购电政策可能将暂停推行

2010-05-30

有色金属行业月报: 避险情绪主导价格走势

2010-05-04

图 1: Corriente 股价在宣布收购后大幅上涨



数据来源: Corriente, 安信证券研究中心

图 2: 今年来全球铜价走势较弱



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 3: Corriente 资源分布



数据来源: Corriente, 安信证券研究中心

表 1: Corriente 资源储量

项目	类型	矿石储量	金属储量						开采方式
			铜品位	铜	黄金品位	黄金	白银品位	白银	
		万吨		万吨	克/吨	吨	克/吨	吨	
Mirador	探明	5,261	0.65%	34	0.21	11	1.6	86	露天开采
	控制	38,506	0.60%	233	0.19	74	1.5	584	
	推断	23,540	0.52%	123	0.17	39	1.3	308	
Mirador Norte	控制	17,141	0.51%	87	0.09	15			露天开采
	推断	4,582	0.51%	23	0.07	3			
Panantza	推断	46,300	0.66%	304					露天开采
San Carlos	推断	60,000	0.59%	351					露天开采
	总计	195,330	0.59%	1,156		142		978	

数据来源: Corriente, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-6-1**

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	37,342	30,755	48,274	51,708	51,507	成长性					
减: 营业成本	34,909	28,863	45,653	48,899	48,495	营业收入增长率	0.8%	-17.6%	57.0%	7.1%	-0.4%
营业税费	107	78	121	129	129	营业利润增长率	-44.9%	-5.3%	42.4%	-1.9%	11.7%
销售费用	93	123	145	259	258	净利润增长率	-23.9%	-4.6%	45.8%	-2.0%	10.8%
管理费用	510	541	603	646	721	EBITDA 增长率	-21.1%	-4.1%	36.9%	2.9%	7.1%
财务费用	519	384	630	675	675	EBIT 增长率	-29.5%	-13.2%	49.5%	1.4%	7.2%
资产减值损失	366	-35	-	-	-	NOPLAT 增长率	-15.9%	-4.9%	29.5%	1.1%	7.6%
加: 公允价值变动收益	-	-6	-	-	-	投资资本增长率	20.3%	11.8%	11.9%	2.6%	2.7%
投资和汇兑收益	-6	-7	-	-	-	净资产增长率	15.0%	0.1%	-2.3%	6.1%	6.1%
营业利润	832	788	1,122	1,101	1,229	利润率					
加: 营业外净收支	10	47	-	-	-	毛利率	6.5%	6.2%	5.4%	5.4%	5.8%
利润总额	841	834	1,122	1,101	1,229	营业利润率	2.2%	2.6%	2.3%	2.1%	2.4%
减: 所得税	202	117	168	165	184	净利率	1.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.9%
净利润	637	608	886	868	962	EBITDA/营业收入	4.9%	5.7%	5.0%	4.8%	5.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	3.6%	3.8%	3.6%	3.4%	3.7%
货币资金	1,594	1,828	1,552	1,150	1,853	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	69	101	70	67	69
应收帐款	924	966	579	621	618	流动营业资本周转天数	15	25	20	22	24
应收票据	145	226	226	226	226	流动资产周转天数	92	121	90	84	86
预付帐款	2,358	1,909	2,054	2,200	2,182	应收帐款周转天数	6	6	4	4	4
存货	3,167	7,163	7,304	7,335	7,274	存货周转天数	43	64	54	51	51
其他流动资产	369	27	404	404	404	总资产周转天数	188	253	181	173	175
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	111	156	111	111	114
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	100	113	115	120	130	ROE	9.3%	10.4%	14.2%	13.2%	13.8%
投资性房地产	4	15	15	15	15	ROA	3.3%	3.0%	3.9%	3.8%	4.1%
固定资产	7,921	9,254	9,439	9,784	10,083	ROIC	11.1%	8.7%	10.1%	9.2%	9.6%
在建工程	1,640	1,234	2,000	2,000	1,500	费用率					
无形资产	882	987	980	953	925	销售费用率	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	173	157	153	153	153	管理费用率	1.4%	1.8%	1.3%	1.3%	1.4%
资产总额	19,277	23,879	24,759	24,897	25,301	财务费用率	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
短期债务	4,338	5,957	6,500	6,500	6,500	三费/营业收入	3.0%	3.4%	2.9%	3.1%	3.2%
应付帐款	1,702	3,040	2,939	3,134	3,110	偿债能力					
应付票据	2,417	4,011	4,000	4,000	4,000	资产负债率	64.4%	71.2%	72.9%	71.4%	70.2%
其他流动负债	805	348	604	638	636	负债权益比	181.2%	247.8%	269.2%	249.9%	235.3%
长期借款	2,578	1,949	2,500	2,500	2,500	流动比率	0.88	0.80	0.78	0.78	0.82
其他非流动负债	86	0	-	-	-	速动比率	0.50	0.33	0.31	0.30	0.35
负债总额	12,422	17,013	18,053	17,782	17,756	利息保障倍数	2.60	3.05	2.78	2.63	2.82
少数股东权益	1,044	1,151	1,200	1,250	1,250	分红指标					
股本	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294	DPS(元)	0.20	0.10	0.10	0.10	0.20
留存收益	4,517	4,317	4,212	4,571	5,001	分红比率	40.6%	21.3%	14.6%	14.9%	26.9%
股东权益	6,856	6,866	6,706	7,115	7,546	股息收益率	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	1.3%
现金流量表	2,008	2,009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	639	717	886	868	962	EPS(元)	0.49	0.47	0.68	0.67	0.74
加: 折旧和摊销	494	600	638	683	728	BVPS(元)	4.49	4.42	4.25	4.53	4.86
资产减值准备	366	-509	-	-	-	PE(X)	31.7	33.3	22.8	23.3	21.0
公允价值变动损失	-	6	-	-	-	PB(X)	3.5	3.5	3.7	3.4	3.2
财务费用	384	499	365	630	675	P/FCF	-16.6	24.0	-24.0	44.0	38.0
投资收益	-4	-5	-	-	-	P/S	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	2	109	67	67	83	EV/EBITDA	14.8	16.4	12.7	12.4	11.6
营运资金的变动	-1,087	201	837	-488	55	CAGR(%)	13.5%	13.4%			
经营活动产生现金流量	2,852	612	3,058	1,805	2,503	PEG	2.3	2.5	-0.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,500	-1,545	-1,570	-1,007	-512	ROIC/WACC	1.4	1.1	1.2	1.1	1.2
融资活动产生现金流量	-2,300	1,167	-809	-804	-934	REP	1.6	1.9	1.6	1.7	1.6

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68766067

南方

010-59113572

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

张勤

021-68763879

朱贤

021-68765293

黄方祥

021-68765913

马正南

010-59113593

周蓉

010-59113563

李国瑞

0755-82558084

刘欢

0755-82558069

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034