

从铅锌生产商向多金属综合矿产商迈进

— 控股子公司收购加拿大全球星矿业点评

报告关键点:

- 收购完成后, 将增加64万吨铜、金42.57吨、白银443吨、9.3万吨镍、8万吨氧化锂储量, 从而成为多金属综合矿产生产商;
- 收购价格合理, 增加的矿山品种景气度好于铅锌行业, 给公司带来可观溢价;
- 上调公司目标价至22.0元, 维持“增持-A”投资评级。

报告摘要:

- 中金岭南控股的澳洲上市公司佩利亚拟现金方式收购加拿大上市的矿业公司全球星矿业100%股权, 交易金额1.84亿加元 (约11.92亿元人民币), 收购价格比交易前股价溢价约30%。本次收购已获得中金岭南和全球星矿业董事会的支持。收购的资金将来源于佩利亚自有资金和银行贷款, 交易有望在年内完成。我们预计, 收购价格分别相当于全球星矿业2010年8.3x的动态市盈率和2.0x的动态市净率, 收购价格较为合理。
- 全球星矿业的主要资产包括位于多米尼加共和国的低成本铜-金-银矿-塞罗-德-迈蒙铜金矿 (Cerro de Maimon); 此外, 公司在多米尼加还拥有268平方公里铜金矿勘探区域及60平方公里镍矿勘探区域, 及拥有位于加拿大魁北克省的锂矿勘探项目摩布朗 (Moblan) 60%的权益。至2009年底, 公司勘探区域内的资源量 (包含储量) 合计约: 64万吨铜、金42.57吨、白银443吨、9.3万吨镍、8万吨氧化锂。其中, 塞罗-德-迈蒙铜金矿于2008年10月投产。2009年生产矿产铜1.15万吨, 黄金375公斤, 白银18.97吨。
- 我们预计, 本次收购完成后, 全球星矿业有望在2011年给佩利亚带来约2,000万加元的净利润贡献。考虑融资费用后, 预计增加佩利亚2011年每股收益0.02澳元。这相当于给中金岭南带来约0.02元人民币的每股收益。
- 更为重要的是, 通过收购全球星矿业, 中金岭南将拥有可观的铜、金、镍、锂等矿产资源, 正式向多金属的综合性矿产生产商迈进。从资源的稀缺性和供需基本面角度观察, 铜、金、镍、锂等品种的行业景气度还要好于铅、锌行业。
- 作为成功走向海外的国内有色金属行业龙头企业之一, 中金岭南管理层的经营理念和管理能力已发生质的飞跃。仅仅两年间, 公司控制的矿产资源储量翻了一番。加上本次收购, 中金岭南有望成为国际领先的综合性矿产生产商。我们维持“增持-A”的投资评级, 并上调公司目标价至22.0元。

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 22.00 元

期限: 6个月 上次预测: 18.50 元

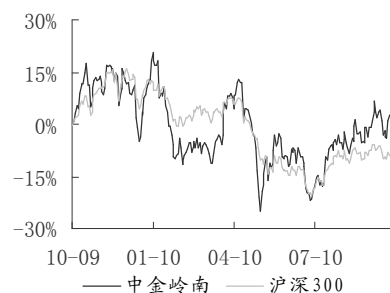
现价: 17.00 元

报告日期: 2010-10-09

市场数据

总市值(百万元)	26,976.92
流通市值(百万元)	26,948.69
总股本(百万股)	1,586.88
流通股本(百万股)	1,585.22
12个月最高/最低	11.89/31.70 元
十大流通股(%)	48.39%
股东户数	169,154

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.98)	9.45	9.38
绝对收益	2.04	24.45	5.60

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
 证书编号

行业分析师

 zhangxh2@essence.com.cn
 S1450210090006

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,460	7,583	9,923	14,006	14,971
Growth(%)	-9.9%	1.7%	30.9%	41.1%	6.9%
净利润	346	414	684	1,612	1,238
Growth(%)	-70.4%	19.8%	65.2%	135.6%	-23.2%
毛利率(%)	21.7%	21.6%	23.6%	25.9%	22.0%
净利润率(%)	4.6%	5.5%	6.9%	11.5%	8.3%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.43	1.02	0.78
每股净资产(元)	2.20	2.47	2.75	3.26	3.65
市盈率	78.0	65.1	39.4	16.7	21.8
市净率	7.7	6.9	6.2	5.2	4.7
净资产收益率(%)	9.0%	11.0%	16.9%	31.9%	24.0%
ROIC(%)	15.7%	10.8%	15.0%	24.1%	19.4%
EV/EBITDA	18.8	31.6	17.9	10.1	11.4
股息收益率	0.0%	0.4%	1.3%	1.3%	3.0%

前期研究成果

中金岭南: 世界铅锌巨子呼之欲出

2010-05-14

中金岭南: 盈利能力将继续改善

2009-08-21

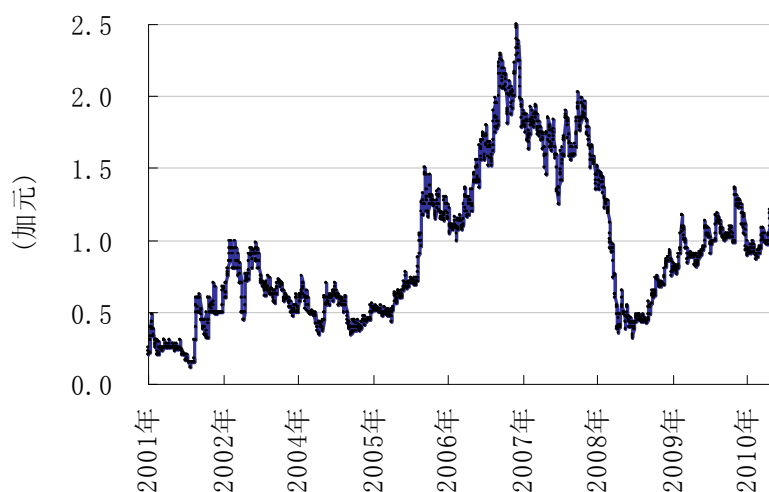
1. 要约收购加拿大矿业公司，获得铜、金、镍、锂等资源

中国岭南发布公告称,北京时间 2010 年 10 月 7 日,公司控股子公司佩利亚(Perilya)与加拿大上市公司全球星矿业(GlobeStar Mining)签署了《要约收购意向协议》,佩利亚以现金方式每股 1.65 加元要约收购全球星矿业全部已发行普通流通股和已发行但尚未行使的期权(行权价在 1.65 加元要约价之下)所对应的普通股,总计 1.115 亿股,对全球星矿业的股本估值为 1.84 亿加元,约 11.92 亿元人民币。佩利亚要约收购的资金将来源于自有资金和银行贷款。本次要约完成的截止日为 2010 年 12 月 31 日。

中金岭南表示,作为佩利亚的大股东,公司将全力支持该交易。中金岭南希望有效利用佩利亚地处澳洲的区域优势,继续拓展公司的海外经营区域,提升公司的盈利能力和可持续发展力。

佩利亚本次要约收购的价格与 10 月 6 日全球星矿业的收盘价相比,有 29.9%的溢价;与全球星矿业的 30 个交易日成交量加权平均价相比有 44%的溢价。

图 1: 全球星矿业股价走势



数据来源: Bloomberg

注: 数据截止 2010 年 10 月 8 日

从估值角度看,本次收购价格分别相当于全球星矿业 2010 年 8.3x 的动态市盈率和 2.0x 的动态市净率;这一估值水平比佩利亚溢价约 20%左右。但仅为中金岭南 A 股估值水平的 25%左右。

表 1: 本次收购相关方的估值指标比较

	单位	股价 (10/8)	EPS (2010E)	主要估值指标(2010E)	
				P/E	P/B
全球星矿业	加元	1.65	0.200	8.3	2.0
佩利亚	澳元	0.515	0.073	7.0	1.5
中金岭南	人民币元	17.00	0.430	39.5	6.2

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心预测

注: 全球星矿业的股价指本次要约收购价

表 2: 全球星矿业主要财务指标 (单位: 百万美元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
资产总额	71.28	122.79	129.80	132.70
负债总额	14.21	53.81	58.00	51.00
股东权益	57.07	68.98	71.80	81.70
每股净资产 (美元/股)	0.56	0.66	0.68	0.77
销售收入			72.81	44.70
净利润	-8.18	8.27	2.03	9.50
每股收益 (美元/股)	-0.08	0.08	0.02	0.09
收购价 (加元/股)	1.65			
收购市净率 (x)	2.09			

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 向多金属综合矿产商迈进

全球星矿业的主要资产是位于多米尼加共和国的低成本、铜-金-银矿—塞罗-德-迈蒙铜金矿 (Cerro de Maimon), 此外, 公司在多米尼加共和国还拥有 268 平方公里铜金矿勘探区域及 60 平方公里镍矿勘探区域, 及拥有位于加拿大魁北克省的锂矿勘探项目摩布朗 (Moblan) 60% 的权益。

截至 2009 年底, 全球星矿业公告的其探矿区域内的资源量 (包含储量) 合计约: 64 万吨铜、42.57 吨金、443 吨白银、9.3 万吨镍、8 万吨氧化锂。

表 3: 全球星矿业旗下的主要矿产资源

	矿山名称	所在地	持股比例	矿山种类及品位	储量 (金属量)
1	Cerro de Maimón	多米尼加	99.99%	铜 (品位 2.53%)、黄金 (氧化矿品位 1.47 克/吨; 硫化矿品位 0.96 克/吨)、白银 (氧化矿品位 25.5 克/吨; 硫化矿品位 34.2 克/吨)	铜 11.1 万吨、黄金 5.78 吨、白银 177 吨
2	Cumpi é Hill	多米尼加	100.00%	镍 (品位 1.5%)	镍 9.3 万吨
3	Moblan	加拿大	60.00%	锂 (氧化锂含量 1.51%)	氧化锂 8 万吨

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 数据截止 2009 年 12 月 31 日

塞罗-德-迈蒙铜金矿于 2008 年 10 月投产。2009 年实际产量为: 铜金属量 1.15 万吨, 黄金 375 公斤, 白银 18.97 吨。2010 年计划产量为: 铜金属量 9,500 吨, 黄金 529 公斤, 白银 16 吨。按现有储量预计, 矿山寿命期为 8-9 年。另外, 全球星矿业的其它两座矿山目前仍处于勘探阶段。

但与佩利亚和中金岭南目前矿产品中不含铜和黄金不同, 塞罗-德-迈蒙铜金矿富含铜、金、白银。同时, 铜品位达 2.53%; 黄金的氧化矿品位为 1.47 克/吨, 硫化矿的品位为 0.96 克/吨; 白银 (氧化矿的品位为 25.5 克/吨, 硫化矿的品位为 34.2 克/吨)。铜、黄金、白银单个矿产的品位均高于普通单体矿山。由于品位高, 塞罗-德-迈蒙铜金矿的生产成本也非常低。2009 年, 矿山的铜矿现金生产成本 (扣除副产品收入后) 仅为 0.81 美元/磅。

我们预计, 如果本次收购能够顺利完成, 全球星矿业有望在 2011 年给佩利亚带来约 2,000 万加元的净利润贡献。考虑融资费用后, 预计增加佩利亚 2011 年每股收益 0.02 澳元。这相当于给中金岭南带来约 0.02 元人民币的每股收益。

更为重要的是, 在收购全球星矿业后, 中金岭南将拥有可观的铜、金、镍、锂等矿产

资源，正式向多金属的综合性矿产生产商迈进。从资源的稀缺性和供需基本面角度观察，铜、金、镍、锂等品种的行业景气度还要好于铅、锌行业。

我们认为，中金岭南作为成功走向海外的国内有色金属行业龙头企业之一，公司管理层的经营理念和管理能力已发生质的飞跃。仅仅两年间，公司控制的矿产资源储量翻了一番。加上本次收购，中金岭南有望成为国际领先的综合性矿产生产商。我们维持“增持-A”的投资评级。并上调公司目标价至 22.0 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-9	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	7,460	7,583	9,923	14,006	14,971	成长性						
减: 营业成本	5,842	5,945	7,583	10,383	11,676	营业收入增长率	-9.9%	1.7%	30.9%	41.1%	6.9%	
营业税费	90	78	89	98	105	营业利润增长率	-67.3%	36.1%	73.7%	118.7%	-16.8%	
销售费用	96	286	356	419	388	净利润增长率	-70.4%	19.8%	65.2%	135.6%	-23.2%	
管理费用	531	628	594	643	747	EBITDA 增长率	-41.4%	-36.6%	170.4%	75.1%	-13.1%	
财务费用	324	8	193	165	143	EBIT 增长率	-49.1%	-19.0%	100.0%	98.6%	-16.6%	
资产减值损失	220	8	60	-	-	NOPLAT 增长率	-48.7%	-21.8%	86.6%	99.2%	-16.6%	
加: 公允价值变动收益	1	-53	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	34.5%	24.1%	3.8%	2.6%	
投资和汇兑收益	102	50	30	60	50	净资产增长率	-0.4%	21.5%	5.0%	16.2%	10.7%	
营业利润	456	621	1,078	2,358	1,961	利润率						
加: 营业外净收支	-2	9	-	-	-	毛利率	21.7%	21.6%	23.6%	25.9%	22.0%	
利润总额	454	630	1,078	2,358	1,961	营业利润率	6.1%	8.2%	10.9%	16.8%	13.1%	
减: 所得税	103	110	237	519	431	净利润率	4.6%	5.5%	6.9%	11.5%	8.3%	
净利润	346	414	684	1,612	1,238	EBITDA/营业收入	13.4%	8.4%	17.3%	21.5%	17.5%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.5%	8.4%	12.8%	18.0%	14.1%	
货币资金	859	1,593	930	857	496	运营效率						
交易性金融资产	2	2	-	-	-	固定资产周转天数	115	152	150	115	110	
应收帐款	242	363	445	629	672	流动营业资本周转天数	79	75	77	64	63	
应收票据	71	136	50	50	50	流动资产周转天数	196	218	185	126	128	
预付帐款	371	272	379	519	583	应收帐款周转天数	8	12	14	14	16	
存货	1,915	3,025	2,651	3,112	3,500	存货周转天数	115	121	103	74	80	
其他流动资产	79	242	100	100	100	总资产周转天数	385	465	415	300	294	
可供出售金融资产	85	252	200	200	200	投资资本周转天数	222	271	267	213	206	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	134	136	145	145	145	ROE	9.0%	11.0%	16.9%	31.9%	24.0%	
投资性房地产	42	35	40	40	40	ROA	4.4%	4.5%	7.5%	15.1%	12.5%	
固定资产	2,562	3,861	4,399	4,519	4,615	ROIC	15.7%	10.8%	15.0%	24.1%	19.4%	
在建工程	626	175	300	500	500	费用率						
无形资产	651	1,238	1,173	1,067	962	销售费用率	1.3%	3.8%	3.6%	3.0%	2.6%	
其他非流动资产	261	291	333	333	333	管理费用率	7.1%	8.3%	6.0%	4.6%	5.0%	
资产总额	7,935	11,647	11,225	12,152	12,277	财务费用率	4.3%	0.1%	1.9%	1.2%	1.0%	
短期债务	990	2,372	2,500	2,000	1,600	三费/营业收入	12.7%	12.2%	11.5%	8.8%	8.5%	
应付帐款	654	912	454	519	583	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	51.0%	59.4%	55.8%	52.5%	48.0%	
其他流动负债	269	1,011	497	619	648	负债权益比	103.9%	146.4%	126.2%	110.7%	92.2%	
长期借款	1,000	640	1,000	1,000	1,000	流动比率	1.56	1.05	0.99	1.11	1.27	
其他非流动负债	776	906	210	210	210	速动比率	0.65	0.48	0.41	0.45	0.45	
负债总额	4,044	6,921	6,264	6,384	5,890	利息保障倍数	2.42	78.52	6.60	15.29	14.71	
少数股东权益	407	812	600	600	600	分红指标						
股本	1,024	1,024	1,587	1,587	1,587	DPS(元)	-	0.06	0.22	0.22	0.51	
留存收益	2,465	2,813	2,725	3,531	4,150	分红比率	0.0%	23.5%	50.0%	21.2%	65.1%	
股东权益	3,891	4,726	4,961	5,768	6,386	股息收益率	0.0%	0.4%	1.3%	1.3%	3.0%	
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	405	520	684	1,612	1,238	EPS(元)	0.22	0.26	0.43	1.02	0.78	
加: 折旧和摊销	229	96	447	486	510	BVPS(元)	2.20	2.47	2.75	3.26	3.65	
资产减值准备	220	8	60	-	-	PE(X)	78.0	65.1	39.4	16.7	21.8	
公允价值变动损失	-1	53	-	-	-	PB(X)	7.7	6.9	6.2	5.2	4.7	
财务费用	133	278	64	193	165	P/FCF	-53.1	56.5	-23.8	33.5	43.6	
投资收益	-102	-50	-30	-60	-50	P/S	3.6	3.6	2.7	1.9	1.8	
少数股东损益	5	106	157	227	292	EV/EBITDA	18.8	31.6	17.9	10.1	11.4	
营运资金的变动	900	-490	-689	-598	-402	CAGR(%)	73.7%	43.3%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	1,630	502	821	1,831	1,730	PEG	1.1	1.5	-0.4	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-1,334	-1,605	-1,078	-642	-452	ROIC/WACC	1.7	1.2	1.6	2.6	2.1	
融资活动产生现金流量	-548	1,642	-206	-1,007	-1,349	REP	2.3	2.6	2.3	1.4	1.7	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

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

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@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

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

潘艳

021-68766516

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@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