

中色股份（000758）重大事项点评

强推（维持）

目标价：7.5元

当前价：4.86元

铜钴未来3年利润承诺保障公司长期业绩

华创证券研究所

证券分析师：任志强

联系人：李超

电话：021-20572571

电话：021-25072562

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

邮箱：lichao@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

事项：

3月9日中色股份发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》，草案中明确了以下事项：

1.资产评估结果：根据中联评估以2019年9月30日为评估基准日对中国有色矿业100%股权的股东全部权益价值进行评估后出具，并经国务院国资委备案的《资产评估报告》（中联评报字[2020]第26号），标的公司股东全部权益的评估值为139,672.22万美元，较标的公司截至2019年9月30日的归属于母公司所有者权益98,284.80万美元，评估增值为41,387.42万美元，增值率为42.11%。根据中国人民银行发布的评估基准日2019年9月30日外汇汇率中间价，1美元兑人民币7.0729元折算，得出评估基准日中国有色矿业股东全部权益的评估值为987,887.64万元人民币。

2.发行股份数：根据中色股份与中色矿业发展签署的《发行股份购买资产协议》与《发行股份购买资产协议之补充协议》，经交易双方协商一致，本次交易标的资产的作价确定为736,165.48万元人民币，发行价格4.23元/股，发行股份的数量为1,740,343,925股。

3.盈利承诺和补偿：如本次发行股份购买资产于2020年内实施完毕，交易对方承诺中国有色矿业在2020年度、2021年度及2022年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润（以下简称“净利润”）累计不少于43,249.33万美元（以下简称“累计承诺净利润”）；如本次发行股份购买资产于2021年内实施完毕，交易对方承诺中国有色矿业在2021年度、2022年度及2023年度的累计承诺净利润不少于52,480.87万美元。

4.募集配套资金：本次交易中中色股份拟向不超过35名投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过320,000万元，发行股份数量不超过发行前公司总股本的30%，即不超过590,813,527股，且募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的100%。本次募集配套资金的定价基准日为本次非公开发行股票募集配套资金的发行期首日，发行价格不低于发行期首日前20个交易日公司股票均价的80%。具体发行时点由上市公司和主承销商根据募集资金投资项目建设进度、资金使用计划及市场具体情况确定。本次募集配套资金拟在扣除发行费用并支付相关中介机构费用后，将用于投资标的公司“刚波夫主矿体湿法炼铜项目”、“卢阿拉巴铜冶炼项目”、“谦比希东南矿体探建结合项目”、补充流动资金及本次交易相关税费，其中用于补充流动资金的比例将不超过交易作价的25%，或不超过募集配套资金总额的50%。本次募集配套资金以本次发行股份购买资产交易的成功实施为前提，但募集配套资金的成功与否不影响发行股份购买资产交易的实施。

评论：

1.前期在我们的深度报告中假设中国有色矿业资产评估基于所有者权益的1-1.2倍进行假设，而本次实际评估结果为归母所有者权益的1.42倍，略低于此前预期。

2. 基于最新的资产评估结果, 我们给出了中色股份并购中国有色矿业后的估值敏感性测试, 可以看到在目前铜价 5500 美元/吨的水平下, 预计 2020 年和 2021 年公司估值约为 19 倍和 15 倍。而后期如果铜价得到修复, 回到 2019 年的均价水平, 预计 2020 年和 2021 年公司估值约为 17 倍和 13 倍, 5500 美金已经仅高于 15 年和 16 年的铜价假设, 应该是在目前全球环境下非常谨慎的铜价假设, 在这样的铜价假设下, 很多铜的公司基本上不怎么盈利, 所以中色的估值优势还是很明显的。

图表 1 中色股份盈利及并购后估值测算表

中国有色矿业盈利预测模型							
2020E铜价变动幅度	-15%	-10%	-5%	2019Y	5%	10%	15%
铜价假设	5,118	5,419	5,721	6,022	6,323	6,624	6,925
营业收入	2,018,020	2,129,499	2,240,977	2,352,456	2,463,935	2,575,414	2,686,892
营业成本	1,624,612	1,697,564	1,770,516	1,843,468	1,916,419	1,989,371	2,062,323
毛利	393,408	431,935	470,461	508,988	547,515	586,042	624,569
归母净利润 (千元,USD)	123,626	140,273	156,921	173,568	190,215	206,862	223,509
汇率	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90
折算后利润 (万元,RMB)	85,302	96,789	108,275	119,762	131,248	142,735	154,221
2021E铜价变动幅度	-15%	-10%	-5%	2019Y	5%	10%	15%
铜价假设	5,118	5,419	5,721	6,022	6,323	6,624	6,925
营业收入	2,479,504	2,616,399	2,753,295	2,890,190	3,027,085	3,163,981	3,300,876
营业成本	1,996,658	2,085,246	2,173,834	2,262,423	2,351,011	2,439,599	2,528,187
毛利	482,846	531,153	579,460	627,767	676,075	724,382	772,689
归母净利润 (千元,USD)	160,396	181,359	202,323	223,287	244,251	265,215	286,179
汇率	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80
折算后利润 (万元,RMB)	109,069	123,324	137,580	151,835	166,091	180,346	194,601
中色股份并购后估值							
2020E并购后总体估值	-15%	-10%	-5%	2019Y	5%	10%	15%
铜价假设	5,118	5,419	5,721	6,022	6,323	6,624	6,925
估值	21.89	19.83	18.12	16.69	15.46	14.40	13.48
2021E并购后总体估值	-15%	-10%	-5%	2019Y	5%	10%	15%
估值	16.50	15.04	13.81	12.77	11.88	11.10	10.42

资料来源: 华创证券测算

注: 以上估值测算基于中色股份 2020 年 3 月 9 日收盘价

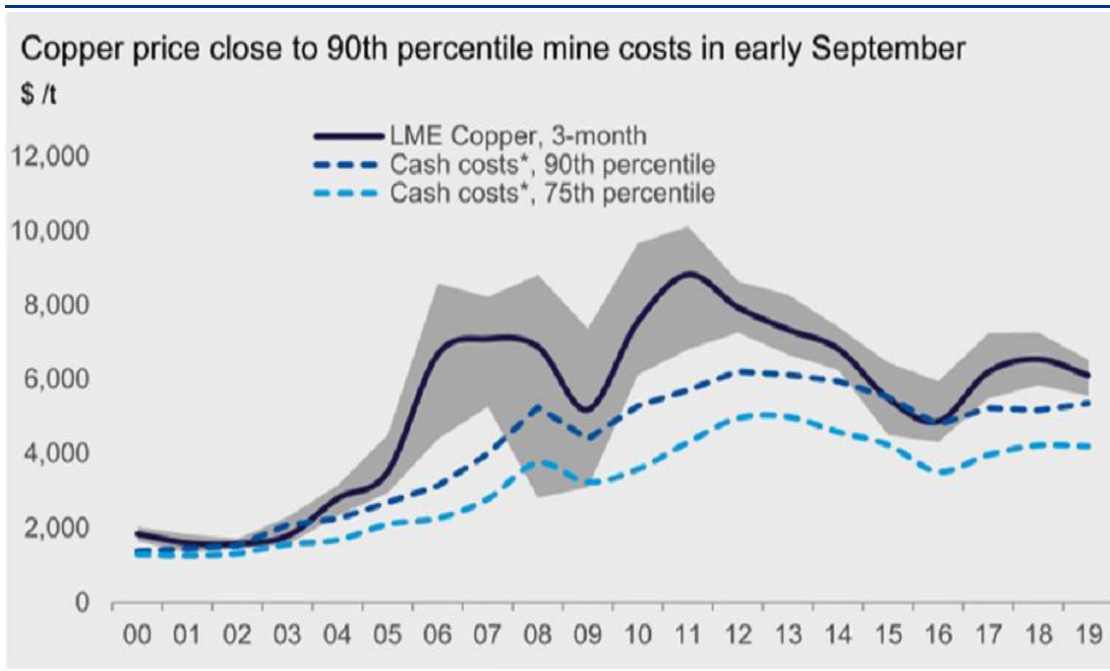
3. 基于利润承诺和补偿, 如果并购在 2020 年完成, 预计近三年公司归母净利润累计不少于 43,249.33 万美元, 平均每年 14,416.44 万美元, 略高于 2020 年铜均价处于 5,419 美元/吨水平时的利润水平。因此可以看出即便后期铜价在疫情影响下跌破 5,400 美元/吨, 公司的利润承诺也可以对利润形成保障。

投资建议:

1. 短期内全球受到新冠疫情等因素影响, 通胀预期出现大幅度下行, 导致市场悲观预期加重, 铜价较 2019 年出现大幅下跌。目前中国及亚洲部分国家的疫情已经得到较好控制, 不确定性主要在欧美等发达国家, 因此短期来看, 铜价依然存在一定的压力。但是中长期来看, 随着新冠疫情的逐步控制和消退, 预计市场中整体通胀预期将有所修复, 铜价届时也会伴随反弹。

2. 目前 5500 美元/吨的铜价基本处于 2016 年以来的相对低点, 而铜矿山 C1 现金成本 90 分位线位于 5200 美元/吨左右, C1+折旧成本的 90 分位线位于 5800 美元/吨左右, 而从历史价格可以看出铜价基本未跌破过 C1 现金成本 90 分位线, 下方价格支撑较强。

图表 2 铜价及现金成本线



资料来源：CRU，华创证券

3.近日，工信部披露 2020 年第 3 批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。其中，特斯拉旗下 TSL7000BEVBRO 纯电动轿车在列，并继续使用三元电池。对比此前特斯拉车型数据，该款国产化产品与特斯拉 Model 3 长续航（后轮驱动）在规格上最为相似。因此，业界普遍认为该产品便是 Model 3 长续航（后轮驱动）版。而此前市场对于特斯拉无钴电池使用的情绪导致钴相关股票出现一定程度的回调，该事件短期内对钴行业供需状况影响不大，因此存在一定程度的情绪和股价修复。基于中国有色矿业长期 8000 吨钴产能投放的逻辑，将为中色股份估值提高提供进一步的空间。

4.基于目前铜价下，公司估值较铜行业股票依然低估以及钴行业情绪修复等逻辑，我们维持公司“强推”评级。

风险提示：

海外疫情不受控制持续蔓延、公司并购进程不及预期。

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500