

## 紫金矿业

601899

审慎增持 (维持)

巨龙铜矿：如何看待并购合理性及对紫金的影响？

2020年06月08日

## 市场数据

市场数据日期	2020-06-05
收盘价(元)	3.82
总股本(百万股)	25377.26
流通股本(百万股)	19221.77
总市值(百万元)	96941.13
流通市值(百万元)	73427.15
净资产(百万元)	49638.61
总资产(百万元)	139677.65
每股净资产	2.53

## 相关报告

《紫金矿业：寻找有色的核心资产，具备阿尔法的资源成长股》  
2019-11-23

《紫金矿业：公开增发或将启动，中长期配置时点已到》  
2019-11-13

分析师：

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136098	118780	126440	136602
同比增长	28.4%	-12.7%	6.4%	8.0%
净利润(百万元)	4284	4189	6854	10828
同比增长	4.6%	-2.2%	63.6%	58.0%
毛利率	11.4%	13.5%	14.9%	17.9%
净利润率	3.1%	3.5%	5.4%	7.9%
净资产收益率(%)	8.4%	7.6%	11.2%	15.4%
每股收益(元)	0.17	0.17	0.27	0.43
每股经营现金流(元)	0.42	1.28	0.54	0.94

## 投资要点

- 公司拟以 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 股权。全资子公司西藏紫金于 2020 年 6 月 6 日和藏格集团、中胜矿业、深圳臣方、肖永明、巨龙铜业签署《关于西藏巨龙铜业有限公司之股权转让协议》；拟以现金方式出资 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 的股权，当驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）二期新增 15 万吨/日采选工程达到协议约定条件时，收购方将给予出售巨龙铜业股权的股东一定补偿。巨龙铜业拥有驱龙、荣木错拉铜和知不拉铜多金属矿，项目合计拥有平均品位 0.41% 的铜金属量 1040 万吨，伴生 0.028% 的钼金属量约 73 万吨，铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨。驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）一期 15 万吨规模，规划建设总投资 146 亿元，已投资 74 亿元，后续仍需投资约 72 亿元，预计 2021 年底建成投产，实现铜 16.5 万吨，钼 0.62 万吨；二期新建 15 万吨规模，建成后年铜 26.3 万吨，钼 1.3 万吨；知不拉铜多金属矿采选工程已基本建成并进行试生产，尾矿库建成后即可投产，前 8 年为露采，年产铜 2.35 万吨。
- 1、收购估值合理性与否？①PB 对价合理：当前巨龙矿业账面价值未充分考虑 3 个矿权未来收益情况，导致巨龙账面价值中净资产仅为 19.5 亿元（对应收购 PB 为 3.97x）；但采取资产价值评估之后，净资产升值 350%，尤其是 3 个矿权价值，对应收购 PB 或仅为 3.97x 若参照藏格控股 2019 年财报中巨龙矿业净资产为 64.6 亿元，收购 PB 也仅为 1.2x。②横向：股权收购对价 77.5 亿元与 2019 年藏格控股向藏格集团购买股权交易对价 70 亿元相近；且此次交易巨龙铜业净资产和三个矿业权评估价值已大幅下修，周期低点并购具备更高安全边际。③纵向：交易吨铜价值量或为 745 元/吨，低于前两年海内外铜矿并购铜矿的吨价值量 1029 元/吨的基准，整体与 bor 收购接近。
- 2、项目生产成本及对公司未来产量与效益的影响几何？①项目收购至少增厚权益铜资源量 521 万吨至 6246 万吨，增长 9.1%；预计 2021-23 年的铜矿产量新增 1.18、9.9、13.9 万吨，产量分别较当年预期增长 2.1%、13.5% 和 16%，2023 年铜矿产量或突破百万吨。②参照藏格 2019 年项目可研成本数据，假设在 4.2 万/吨的阴极铜价下，预计 2021-23 年，巨龙铜矿利润分别为 1.2 亿元、8.1 亿元和 11.3 亿元。
- 3、收购方案之后，现金流及资产负债表影响几何？①考虑巨龙矿业之后，2020-21 年预计建设性开支或达到 91/85.5 亿元；预计巨龙新增的 74.9 亿元资金需求或导致今年期末现金偏紧，不排除采取多元化融资方案；②项目并购之后，公司资产负债率或达到 60%，若完全依赖于债务融资进行巨龙并购+资本开支，负债率或上升至 61.9%。

**风险提示：**巨龙二大东股东资金压力风险，经济复苏力度不及预期，自身项目不如预期等

## 图表目录

图 1、股权转让及收购之前，巨龙铜业的股权结构.....	4 -
图 2、股权转让及公司本次收购巨龙铜业 50.1%股权完成后，巨龙铜业的股权结构.....	4 -
图 3、此次并购，至少增厚权益铜资源量 521 万吨至 6246 万吨（单位：万吨） ..	5 -
图 4、驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）采选工程进展.....	6 -
图 5、参照藏格控股 2019 年报，巨龙铜业的净资产或已达到 64.6 亿元（单位：元） ..	7 -
图 6、海内外铜矿吨价值量（单位：元/吨） ..	9 -
图 7、我们预计，考虑巨龙矿业之后，2020-2021 年建设性资本开支或分别为 91/85.5 亿元（单位：亿元） ..	13 -
图 8、在此背景下，我们预计若假设并购和资本开支资金均通过债务融资情况下的资产负债率或攀升至 62% ..	15 -
图 9、我们预计，2020-2022 年或将实现归母净利 41.9 亿元、68.5 亿元和 108.3 亿元（单位：亿元） ..	15 -
表 1、股权转让及公司本次收购巨龙铜业 50.1%股权完成前后，巨龙铜业的股东详细变化情况（单位：%） ..	4 -
表 2、驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿资源储量.....	5 -
表 3、巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿的资源量情况（单位：万吨） ..	5 -
表 4、巨龙矿业旗下三个金属矿的具体采矿权情况及未来开采规划（单位：万吨/年） ..	6 -
表 5、巨龙铜业最近三年主要财务指标（单位：万元） ..	7 -
表 6、对比 2019 年，藏格控股向藏格集团购买巨龙铜业的部分交易对价（单位：万元） ..	8 -
表 7、对比 RTB bor，即使不考虑未来铜矿资源储量提升，吨铜支出也相对接近 ..	9 -
表 8、参考藏格控股收购的可研报告，知不拉多铜多金属矿露天和地下的成本情况（单位：元/实物吨） ..	10 -
表 9、西藏巨龙铜业有限公司驱龙铜多金属矿采矿权评估单位成本估算表（单位：元/实物吨） ..	10 -
表 10、西藏巨龙铜业旗下的知不拉多铜矿和驱龙铜多金属矿成本估算表（单位：元/金属吨） ..	11 -
表 11、我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨） ...	11 -
表 12、我们预计，2021-2024 年，公司的铜产量增长预期有望大幅抬升（单位：万吨） ..	11 -
表 13、我们预计，在 4.2 万元/吨铜价下，细分矿山单吨盈利（单位：元/吨） ....	12 -
表 14、我们预计，在 4.2 万元/吨铜价假设下，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润预期（单位：亿元） ..	12 -
表 15、若不考虑进一步债券或者股权融资，我们预计现金流或相对紧张（单位：亿元） ..	14 -
表 16、巨龙矿业对 ST 藏格控股股东肖永明的关联公司提供了累计约 33.64 亿的担保 ..	16 -

## 报告正文

## 事件

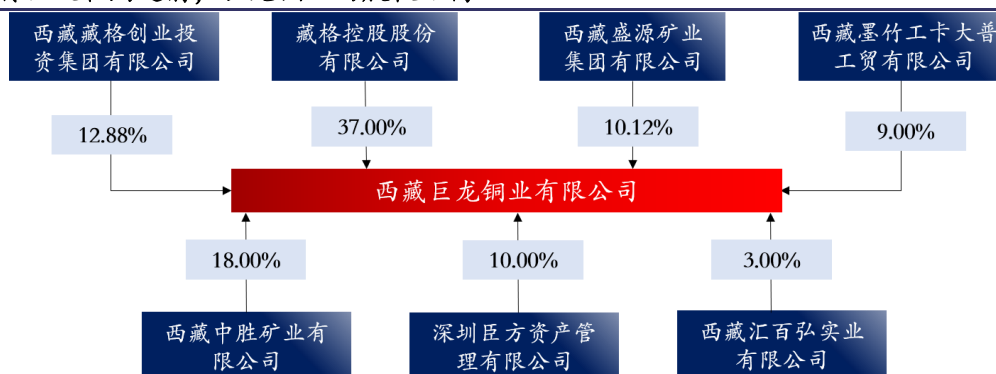
- **公司拟以 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 股权。**2020 年 6 月 7 日, 公司发布收购公告, 公司下属全资子公司西藏紫金于 2020 年 6 月 6 日和藏格集团、中胜矿业、深圳臣方、肖永明、巨龙铜业签署《关于西藏巨龙铜业有限公司之股权转让协议》, 于同日西藏紫金与藏格控股、汇百弘实业分别签署《关于西藏巨龙铜业有限公司之股权转让协议》; 公司拟以现金方式出资 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 的股权, 当驱龙铜多金属矿(含荣木错拉铜多金属矿)二期新增 15 万吨/日采选工程达到协议约定条件时, 收购方将给予本次出售巨龙铜业股权的股东一定补偿, 方案已通过董事会全票审议通过, 收购资金将通过公司自有资金和银团贷款方式解决。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿; 其中, 驱龙铜多金属矿和知不拉铜多金属矿已取得采矿权证, 荣木错拉铜多金属矿已取得探矿权证并完成详查, 正在申办采矿权证。三个矿区合计拥有铜金属量为 795.76 万吨, 伴生钼金属量合计为 37.06 万吨。紫金矿业对资源核实认为, 按当量铜(钼折算为铜)的最低工业品位 0.4% 测算, **项目整体合计拥有平均品位 0.41% 的铜金属量 1040 万吨(+31%), 伴生 0.028% 的钼金属量约 73 万吨(+97%)。**同时, 该矿区还存在大量低品位铜矿资源, 如能实现低品位资源的技术经济突破, 巨龙铜业矿区范围内的铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨。
- **驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿项目一期(铜 16.5 万吨, 钼 0.62 万吨)资本开支或仍需约 72 亿元, 规划于 2021 年底建成投产。**驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿为一个完整的斑岩铜矿体; 知不拉铜多金属矿为矽卡岩型铜矿。**①驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿:**设计为一个露天采坑, 项目分两期进行建设。一期按原设计规模日处理 10+5 万吨建设, 争取在原已经批准的 10 万吨规模基础上扩建到 15 万吨规模; 计划 2021 年年底投产, 运行 8 年, 一期建成后年产铜 16.5 万吨, 产钼 0.62 万吨; 一期建设总投资 146 亿元, 已投资 74 亿元, 后续建设仍需投资约 72 亿元, 预计 2021 年底一期建成投产。二期按日处理 30 万吨建设, 需增建二系列 15 万吨规模选矿厂及尾矿库等设施, 于一期项目投产后第 7、8 年开始建设, 生产期第 9~41 年, 建成后年产铜 26.3 万吨, 产钼 1.3 万吨。**②知不拉铜多金属矿:**采选工程已基本建成并进行试生产, 尾矿库建成后即可投产, 项目投产后上部露采规模 6,000t/d, 前 8 年为露采, 年产铜 2.35 万吨; 下部地采规模 3,000t/d, 服务期为第 9~15 年。

## 点评

- **公司拟以 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 股权。**2020 年 6 月 6 日, 公司下属全资子公司西藏紫金和藏格集团、中胜矿业、深圳臣方、肖永明、巨龙铜业签署《关于西藏巨龙铜业有限公司之股权转让协议》, 于同日西藏紫金与藏格控股、汇百弘实业分别签署《关于西藏巨龙铜业有限公司之股权转让协议》; 公司拟以现金方式出资 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 的股权, 当驱龙铜多金属矿(含荣木错拉铜多金属矿)二期新增 15 万吨/日采选工程达到协议约定条件时, 收购方将给予本次出售巨龙铜业股权的股东一定补偿, 方案已通过董事会全票审议通过, 收购资金将通过公司自有资金和银团贷款方式解决。
- **具体而言:**拟以现金方式出资 388,275 万元收购巨龙铜业 50.1% 的股权(即实缴出资额 176,341.98 万元); 包括: 出资 99,820 万元收购藏格集团持有的

巨龙铜业 12.88% 股权；出资 139,500 万元收购中胜矿业持有的巨龙铜业 18% 股权；出资 48,205 万元收购藏格控股持有的巨龙铜业 6.22% 股权；出资 77,500 万元收购深圳臣方持有的巨龙铜业 10% 股权；出资 23,250 万元收购汇百弘实业持有的巨龙铜业 3% 股权。上述收购的股权比例经协商一致可后续调整，但西藏紫金合计收购总比例不低于目标公司 50.1% 股权。与此同时，2020 年 6 月 6 日，藏格控股与西藏墨竹工卡大普工贸有限公司签订了《股权转让意向协议》，拟将其持有的巨龙铜业 5.88% 股权转让给大普工贸。

图 1、股权转让及收购之前，巨龙铜业的股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：藏格集团、藏格控股的实际控制人为肖永明先生，中胜矿业与肖永明先生为一致行动人，上述股东合计持有巨龙铜业 67.88% 股权。

图 2、股权转让及公司本次收购巨龙铜业 50.1% 股权完成后，巨龙铜业的股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 股权转让及收购方案落地之后，巨龙铜业股东结构或将更有利于项目未来持续可靠的扩张规划。西藏盛源矿业集团有限公司为西藏自治区地质矿产勘查开发局下属企业，西藏墨竹工卡大普工贸有限公司为墨竹工卡县发展和改革委员会下属企业，二者均为国有股东，合计持有巨龙铜业 25% 股权。因此，在交割完成之后，紫金矿业将作为巨龙铜业第一大股东，第二大股东藏格控股持股 24.9% 之后，其余股东也均为当地国有背景，此亦或更有利于项目后续采矿权续签和办理、有保障的较大资本开支投入，以及未来项目稳定的生产经营。

表 1、股权转让及公司本次收购巨龙铜业 50.1% 股权完成前后，巨龙铜业的股东详细变化情况（单位：%）

股东	交易前持股比例	股份变动	获得资金 (万元)	交易后持股比例	实际控制人
西藏紫金实业有限公司	0.00%	50.10%		50.10%	紫金矿业
藏格控股股份有限公司	37.00%	-12.10%		24.90%	肖永明
西藏盛源矿业集团有限公司	10.12%	0		10.12%	西藏自治区地质矿产 勘查开发局（国有股 东）

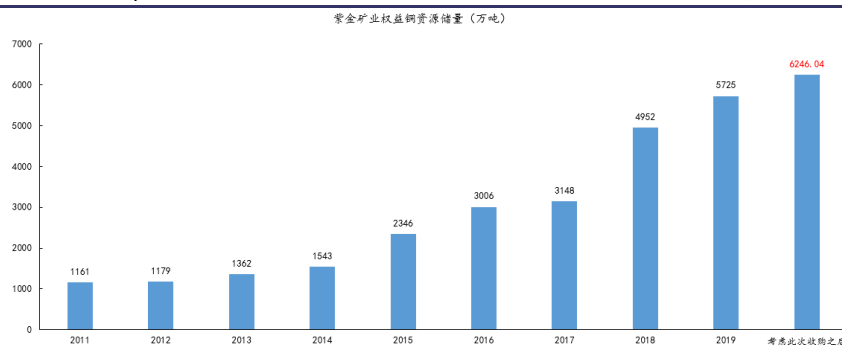


西藏墨竹工卡大普工贸有限公司	9.00%	5.88%	14.88%	墨竹工卡县发展和改革委员会(国有股东)
西藏藏格创业投资集团有限公司	12.88%	-12.88%	99,820	肖永明
西藏中胜矿业有限公司	18.00%	-18.00%	139,500	肖永明
深圳臣方资产管理有限公司	10.00%	-10.00%	77,500	深圳前海鑫协金融控股有限公司
西藏汇百弘实业有限公司	3.00%	-3.00%	48,205	胡伟权
合计	100.00%		100.00%	

资料来源: 考拉矿业观察, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿:** 驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿为一个完整的斑岩铜矿体; 知不拉铜多金属矿为矽卡岩型铜矿。三个矿区合计拥有铜金属量为 795.76 万吨, 伴生钼金属量合计为 37.06 万吨。紫金矿业对资源核实认为, 按当量铜(钼折算为铜)的最低工业品位 0.4% 测算, 项目整体合计拥有平均品位 0.41% 的铜金属量 1040 万吨, 伴生 0.028% 的钼金属量约 73 万吨。同时, 该矿区还存在大量低品位铜矿资源, 如能实现低品位资源的技术经济突破, 巨龙铜业矿区范围内的铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨。截止到 2019 年底, 公司拥有权益铜资源量为 5725 万吨, 此次增厚权益铜资源量至少 521 万吨, 增长 9.1%。

图 3、此次并购, 至少增厚权益铜资源量 521 万吨至 6246 万吨(单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿资源储量

资源类型	矿石量(万吨)	Cu (%)	Cu 金属(吨)	Mo (%)	Mo 金属(吨)	DCu (%)	DCu 金属(吨)
331	80,290.69	0.44	3,503,253	0.027	219,842	0.52	4,167,082
332	135,229.80	0.4	5,416,723	0.027	369,067	0.48	6,532,040
333	40,952.60	0.36	1,488,546	0.033	136,005	0.46	1,899,209
小计	256,473.09	0.41	10,408,522	0.028	724,914	0.49	12,598,331

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿的资源量情况(单位: 万吨)

矿石总量	铜		伴生铜		工业矿 石量	铜		伴生铜		低品位矿 石量	铜		伴生铜		伴生金		银	
	金属量	平均品位	金属量	平均品位		金属量	平均品位	金属量	平均品位		金属量	平均品位	金属量	平均品位	金属量	平均品位	金属量	平均品位
驱龙铜多金属矿	187920.8	719.0	0.383	35.64	0.023	77990	370.25	0.475	19.23	0.026	109931	348.79	0.317	16.41	0.02			
荣木错拉铜多金属矿	6510.2	30.4	0.46	1.42	0.02						344	0.28	25	0.02				
知不拉铜多金属矿	3137.25	46.3	1.5												9056.12	0.29	357796	11.6

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们预计，未来巨龙矿业或将形成驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）和知不拉铜多金属矿 2 个生产经营主体。巨龙矿业位于墨竹工卡县城西南直距约 20 公里处，地处雅鲁藏布江一级支流拉萨河南岸，当前 110 千伏的高压输电线（双回路）已通至矿区，为矿山开发提供了电力保障。前期因资金的问题，该项目从 2019 年下半年开始全面停产至今，但由于目标公司随时准备重新复工，因此仍保留约 400 名员工在岗。巨龙铜业已取得驱龙铜多金属矿和知不拉铜多金属矿的采矿权，荣木错拉铜多金属矿已取得探矿权证并完成详查，正在申办采矿权证。目前巨龙铜业正在办理探矿权延期及探矿权转采矿权的相关程序，拟将荣木错拉并入驱龙采矿证范围，扩证后驱龙采矿权证将变更为 4500 万吨/年；从后续开采规划来看，主要分为驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）和知不拉铜多金属矿两个主体。

表 4、巨龙矿业旗下三个金属矿的具体采矿权情况及未来开采规划（单位：万吨/年）

	采矿权面积 (km <sup>2</sup> )	开采方式	生产规模 (万吨/年)	有效期限	采矿权进展
驱龙铜多金属矿	4.7977	露天开采	4500 (驱龙为 3000)	2016/9/29-2037/9/29	已取得，有效期内
荣木错拉铜多金属矿	64.56			2016/5/16-2018/5/16	巨龙铜业正在申办该矿采矿权
知不拉铜多金属矿	4.68	露天/地下开采	120	2017/12/26-2020/9/25	巨龙铜业正在办理该矿采矿权续期

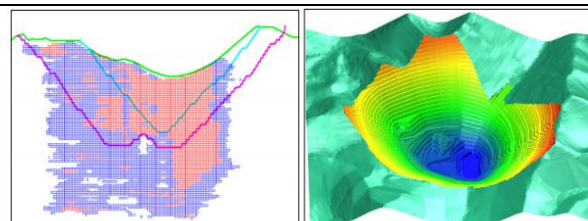
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 具体而言：驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）项目一期（铜 16.5 万吨，钼 0.62 万吨）资本开支或仍需约 72 亿元，规划于 2021 年底建成投产。驱龙铜多金属矿开采方式为露天开采，生产规模 3,000 万吨/年，荣木错拉铜多金属矿已完成全面勘探工作，目前巨龙铜业正在办理探矿权延期及探矿权转采矿权的相关程序，拟将荣木错拉并入驱龙采矿证范围，扩证后驱龙采矿权证将变更为 4,500 万吨/年。①驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿：设计为一个露天采坑，项目分两期进行建设。一期按原设计规模日处理 10+5 万吨建设，争取在原已经批准的 10 万吨规模基础上扩建到 15 万吨规模；计划 2021 年年底投产，运行 8 年，首期开采利用矿石量 8.47 亿吨，Cu0.42%，Mo0.022%，剥采比 0.26t/t；一期建成后年产铜 16.5 万吨，产钼 0.62 万吨；一期建设总投资 146 亿元，已投资 74 亿元，后续建设仍需投资约 72 亿元，预计 2021 年底一期建成投产。截至 2019 年底，工程外部道路、取水工程、供电工程及 220Kv 变电站等已经基本完工，驱龙选矿厂已完成 65%，长距离胶带输送工程已完成 50%，尾矿库及附属工程完成 90%。二期按日处理 30 万吨建设，需增建二系列 15 万吨规模选矿厂及尾矿库等设施，于一期项目投产后第 7-8 年开始建设，生产期第 9~41 年，Cu0.36%，Mo0.021%，平均剥采比 0.49t/t，建成后年产铜 26.3 万吨，产钼 1.3 万吨。

图 4、驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）采选工程进展 图 9、相应的露采境界剖面图情况



图：项目现场建设情况（在建的尾矿库、选矿厂等设施）



- 图：露采境界剖面图
- 首期境界（上图深绿色线条）：矿石量 8.47 亿吨，Cu0.42%，Mo0.022%，剥采比 0.26t/t
  - 终了境界（上图紫色线条）：利用 DCu≥0.25%，矿石量 30.1 亿吨，Cu0.36%，Mo0.021%，平均剥采比 0.49t/t
- 图：露采境界示意图
- 开采方式：露天开采
  - 开采范围：4,500 米以上（采矿证 4,452 米以上）
  - 境界尺寸：2,900 米×2,650 米
  - 坑底标高：4,500 米
  - 出入沟口标高：5,010 米

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

➤ ②知不拉铜多金属矿：采选工程已基本建成并进行试生产，尾矿库建成后即可投产，项目投产后上部露采规模 6000t/d，前 8 年为露采，年产铜 2.35 万吨；下部地采规模 3000t/d，服务期为第 9~15 年。

● **核心讨论点之一：收购估值合理性与否？**

- 巨龙铜业交易的 100%股权价值为 77.5 亿元，至少拥有 56.07 亿元的有息负债。本次交易的巨龙铜业 100%的股权作价为 77.5 亿元，交易将由西藏紫金以合计人民币 38.83 亿元的总价格收购出售方、藏格控股、汇百弘实业合计持有的巨龙铜业 50.1%股权；当驱龙铜多金属矿（含荣木错拉铜多金属矿）在原日处理 10+5 万吨采选规模基础上，若二期新增 15 万吨/日采选工程达到协议约定条件时，收购方给予全体出售方（即藏格集团、中胜矿业、深圳臣方、藏格控股、汇百弘实业）一定的补偿款；合计补偿款计算公式=收购方受让巨龙铜业 50.1%股权\*16.3 亿元=8.1663 亿元。同时，巨龙铜业以驱龙铜多金属矿采矿权、知不拉铜多金属矿采矿权及其持有的约 13.52 亿元机器设备等动产作抵押，向 4 家金融机构实际贷款 56.07 亿元（其为有息负债）。则预计巨龙 100%的实际交易成本至少在 133.57 亿元（假设除去贷款之外，均为无息负债）。
- 未充分考虑企业未来收益情况导致巨龙账面价值中的 3 个矿权价值被低估拖累净资产，若参照藏格控股财报，此次收购的真实 PB 或仅为 1.2x，若参照资产基础法评估的净资产为 87.69 亿元，则收购对价的 PB 或仅为 0.88x。由于项目仍在建设期，PE 估值并不适用于收购对价的衡量；但若仅简单参考该项目 2019 年的账面净资产仅为 19.5 亿元进行估值对价，直接测算收购 PB 或为 3.97x。但账面价值大幅低估了巨龙铜业的 3 个矿业权价值量，主要是矿业权原值采用取得成本作为账面价值进行计量，但其并未反映企业未来年度的收益状况，取得成本较低导致净资产被低估。相较于资产基础法，评估增值主要原因为非流动资产中的无形资产中的矿业权增值所致，矿业权评估采用折现现金流量法：1) 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）在评估基准日 2019 年 12 月 31 日的价值为 77.6 亿元，相较于账面价值升值 4002.72%。2) 西藏拉萨墨竹工卡县知不拉铜多金属矿评估价值为 8.48 亿元，相较于账面价值升值 594.57%。若参照藏格控股 2019 年报，巨龙铜业的净资产或已达到 64.6 亿元，则对应此次收购的真实 PB 或仅为 1.2x；若参照资产基础法评估的净资产为 87.69 亿元，则收购对价的 PB 或仅为 0.88x。

表 5、巨龙铜业最近三年主要财务指标（单位：万元）

	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	52.16	52.66	37.02
净利润	-36,964.20	-17,794.92	-10,744.15
总资产	1,156,373.18	1,100,226.41	925,893.08
总负债	961,734.44	888,623.47	696,495.22
净资产	194,638.74	211,602.94	229,397.86

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、参照藏格控股 2019 年报，巨龙铜业的净资产或已达到 64.6 亿元（单位：元）

单位：元

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
格尔木藏格钾肥有限公司	子公司	氯化钾生产、销售	800,000,000.00	7,311,933,076.55	1,695,140,462.21	2,033,365,875.09	518,616,888.00	413,991,523.87
西藏巨龙铜业有限公司	参股公司	矿产品生产、销售	3,069,720,000.00	15,399,110,652.07	6,461,228,232.61	0.00	-89,056,093.91	-89,845,414.56

资料来源：藏格控股 2019 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 横向对比而言：股权收购对价 77.5 亿元与 2019 年藏格控股向藏格集团购买股权交易对价相近；且此次交易巨龙铜业净资产和三个矿业权评估价值已大幅下修，周期低点并购或具备更强安全边际。2019 年，藏格控股以 25.90 亿元的价格购买藏格集团持有的巨龙铜业 37.00% 股权，对应巨龙铜业股权作价 70 亿元，考虑到 2019 年项目部分资本开支建设支出，整体与本次巨龙铜业股权作价 77.5 亿元相近，也避免了藏格控股财报中形成资产减值损失。但也值得注意的是，在 2019 年藏格控股收购巨龙矿业的评估报告之中，驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿的三个矿业权折现现金流量法的评估价值合计为 122.4 亿元，净资产的评估价值为 129.1 亿元；而此次评估报告之中，三个矿业权折现现金流量法的评估价值仅为 86.08 亿元，净资产的评估价值为 87.7 亿元；我们预计，巨龙铜业净资产和三个矿业权评估价值下修的核心原因或在于铜价下跌所致（2019 年的评估铜价选取的是 5 万元/吨），当前在相对更低价格进行矿业资产收购为公司提供较强安全边际。

表 6、对比 2019 年，藏格控股向藏格集团购买巨龙铜业的部分交易对价（单位：万元）

项目	2020 年巨龙矿业的评估结果			2019 年巨龙矿业的评估结果		2020 年评估结果 VS2019
	账面净值	评估结果	评估增值率%	账面净值	评估结果	
流动资产	136,369	136,369	-	191,679	192,086	
非流动资产	1,020,005	1,744,720	71.05	924,676	2,040,057	
其中：长期股权投资	31,744	1,663	-94.76	32,826	4,789	
投资性房地产						
固定资产	89,356	103,687	16.04	81,397	98,473	
在建工程	741,879	713,138	-3.87	641,496	641,496	
无形资产	30,272	862,315	2748.59	30,370	1,225,713	-29.6%
其中：土地使用权	972	1,340	37.93		1,514	
驱龙及荣木错拉矿权	18,464	775,979	4,002.72		1,159,010	-33.0%
知不拉矿权	10,677	84,836	594.57		65,188	30.1%
长期待摊费用				107,165	42,679	
其他非流动资产	126,754	63,918	-49.57	31,421	26,908	
资产总计	1,156,373	1,881,088	62.67	1,116,354	2,232,144	-15.7%
流动负债	344,802	387,283	12.32	283,982	315,446	
非流动负债	616,932	616,932	-	625,901	625,901	
负债总计	961,734	1,004,215	4.42	909,883	941,347	6.7%
净资产(所有者权益)	194,639	876,873	350.51	206,471	1,290,796	-32.1%

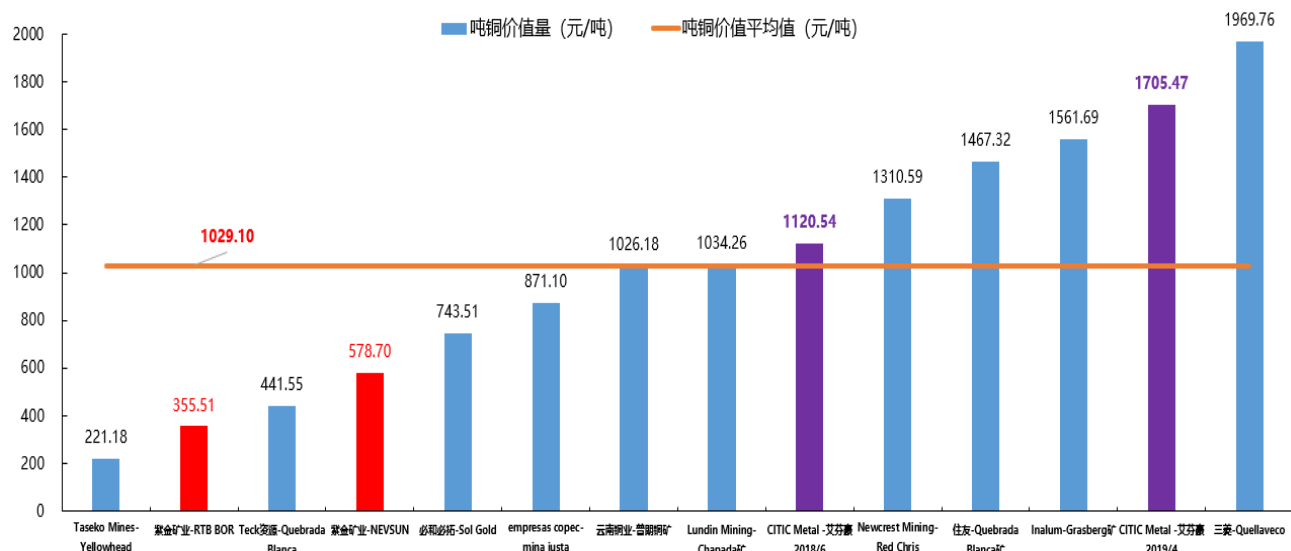
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 纵向对比而言：相对比于同行的吨铜收购对价具备一定相对优势。简单而言，在未充分对比品味及各个项目未来资本开支的情况下，即使不考虑未来巨龙铜矿的潜在增储预期（远期规划达到 2000 吨）和钼金银矿资源，按照当前铜金属量为 1040 万吨对应 77.5 亿元的股权收购对价来看，吨铜价值量或为 745



元/吨，低于前两年海内外铜矿并购铜矿的吨价值量 1029 元/吨的基准；并且此项目前期已投入 74 亿元的资本开支，若未来此项目进一步增储，预计收购对价优势或将更为明显。

图 6、海内外铜矿吨价值量（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 与此同时，若考虑后续资本开支的情况，bor 和巨龙铜矿的吨铜权益支出也较为接近，收购对价相对合理。塞尔维亚 bor 铜矿资源储量和品味为 1024@0.4%，与巨龙铜矿当前的 1040@0.41% 相对较为接近；我们预计考虑各自项目后续的权益资本开支情况，bor 和巨龙铜矿的吨铜权益支出分别为 1367.19 元/吨、1437.55 元/吨，也较为接近。更为重要的是，bor 铜矿产能或仅从 4.3 万吨/年扩至 12 万吨/年，而巨龙铜矿未来一期产能就能达到 16.5 万吨/年，二期之后达到 26.3 万吨/年，规模优势将导致吨成本显著下滑，预计未来巨龙铜矿的成本相对 bor 或具备较强优势。

表 7、对比 RTB bor，即使不考虑未来铜矿资源储量提升，吨铜支出也相对接近

类别	RTB bor	巨龙铜矿
铜资源储量（万吨）	1,024	1040
平均品味（%）	0.40%	0.41%
收购对价	3.5 亿美元	38.83 亿元
股权比例（%）	63%	50.10%
后续权益资本开支	9.1 亿美元	36.072 亿元
权益铜资源储量(万吨)	645.12	521.04
合计收购对价+资本开支（亿元）	88.2	74.902
吨铜权益支出（元/吨）	1367.1875	1437.547981

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **核心讨论点之二：项目生产成本及对公司未来产量与效益的影响几何？**

- 1、知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 1.74 万元/吨、3.08 万元/吨。参考藏格控股收购的可研报告而言，知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 272.58 元/实物吨、329.64 元/实物吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 287.24 元/实物吨、345.35 元/实物吨；考虑露天和地下的入选品味分别为 1.89% 和 1.32%、贫化率分别为 8% 和 10%，选矿回收率均为 90%；在此背景下，测算知不拉多铜多金属矿露天

采选和地下采选的单位生产成本分别为 1.74 万元/吨、3.08 万元/吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 1.84 万元/吨、3.23 万元/吨。

表 8、参考藏格控股收购的可研报告，知不拉多铜多金属矿露天和地下的成本情况（单位：元/实物吨）

项目名称	初步设计数据			评估取值	
	露天采矿	地下采矿	选矿	露天采选合计	地下采选合计
原矿产量（万吨）	120.00	90.00		120.00	90.00
生产成本（采、选）（元/吨）	177.40	181.84	136.78	272.58	329.64
剥离外包费	119.32			119.32	
采矿外包费	15.39			15.39	
生产探矿费	2.00	2.50		2.00	2.50
外购材料及动力费		65.01	44.55	38.56	94.84
职工薪酬	1.83	60.67	21.09	34.61	123.45
折旧费	33.78	33.03	44.43	28.13	55.38
修理费	3.04	14.37	19.13	18.95	28.64
安全费				6.00	11.00
其他制造费用	2.03	6.25	7.58	9.61	13.83
管理费用（元/吨）	43.89	45.71		8.73	11.45
其中：摊销费	15.09	13.42		0.57	0.57
已消失规费	14.64	10.41			
销售费用（元/吨）	24.83	16.98		3.39	2.32
财务费用（元/吨）				2.54	1.94
总成本费用（元/吨）	246.12	244.53	136.78	287.24	345.35
其中：折旧费	33.78	33.03	44.43	28.13	55.38
摊销费	15.09	13.42		0.57	0.57
财务费用				2.54	1.94
经营成本费用（元/吨）	197.25	198.08	92.35	256.00	287.46

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2、驱龙铜多金属矿单位铜矿生产成本为 1.74 万元/吨，吨费用成本优势明显。同样，参考藏格控股收购的可研报告而言，驱龙铜多金属矿采选的单位生产成本分别为 66.97 元/实物吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 69.68 元/实物吨，三项费用成本非常之低；考虑铜的入选品味为 0.385%、选矿回收率为 85%；在此背景下，测算驱龙铜多金属矿采选的单位生产成本分别为 2.05 万元/吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 2.13 万元/吨，单吨的三费成本仅为 828 元；相对于知不拉多铜多金属矿吨费用成本为 1469 元（地下），此或主要受益于驱龙铜多金属矿采选规模达到 3000 万吨/年，而知不拉多铜多金属矿仅为 120 万吨/年，规模优势有利于费用端成本控制。

表 9、西藏巨龙铜业有限公司驱龙铜多金属矿采矿权评估单位成本估算表（单位：元/实物吨）

项目名称	设计成本		评估取值	备注
	采矿成本	选矿成本	采选成本	
矿石产量（万 t）	4500.00	4500.00	3000.00	
生产成本（元/吨）	26.26	37.61	66.97	
材料	5.06	10.02	15.08	
燃料及动力	9.04	14.05	23.10	
工资及福利费	1.87	0.93	2.80	
折旧费	6.02	7.91	10.46	按规定重新计算
修理费	2.92	3.38	6.30	
安全费			5.99	按财企[2012]16 号计算
其他制造费用	1.35	1.32	3.24	
管理费用（元/吨）	5.27	0.00	1.55	
其中：摊销费用	0.31		0.13	
折旧费	0.13			

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

安全费	3.41		按规定重新计算
其他管理费用	1.43		1.43
销售费用(元/吨)	4.38		0.71 扣除至格尔木运费
财务费用(元/吨)	1.38		0.45 按规定重新计算
<b>总成本费用(元/吨)</b>	<b>37.29</b>	<b>37.61</b>	<b>69.68</b>
减:折旧费	6.02	7.91	10.46
摊销费用	0.31	0.00	0.12
财务费用	1.38	0.00	0.45
<b>经营成本(元/吨)</b>	<b>29.59</b>	<b>29.70</b>	<b>58.65</b>

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、西藏巨龙铜业旗下的知不拉多铜矿和驱龙铜多金属矿成本估算表(单位:元/金属吨)

	知不拉多铜矿		驱龙铜矿
	露天采选合计	地下采选合计	采选成本合计
生产成本(元/吨)	17418	30831	20464
总成本费用(元/吨)	18355	32300	21293
三项费用成本(元/吨)	937	1469	828

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 3、预计巨龙铜矿 2021-2023 年的铜矿产量合计为 1.175、9.895、13.9 万吨。

从产量来看, ①当前知不拉铜多金属矿采选工程已基本建成并进行试生产, 尾矿库建成后即可投产, 项目投产后上部露采规模 6000t/d, 前 8 年为露采, 年产铜 2.35 万吨; 下部地采规模 3000t/d, 服务期为第 9~15 年, 我们预计其从 2021 年就或能够贡献产量, 率先贡献业绩; ②驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿一期按原设计规模日处理 10+5 万吨建设, 计划 2021 年年底投产, 运行 8 年, 一期建成后年产铜 16.5 万吨, 产钼 0.62 万吨; 二期按日处理 30 万吨建设, 需增建二系列 15 万吨规模选矿厂及尾矿库等设施, 于一期项目投产后第 7-8 年开始建设, 生产期第 9~41 年, 建成后年产铜 26.3 万吨, 产钼 1.3 万吨。我们预计其从 2022 年就或能够贡献产量。按照投产第一年 50%、第二年 70%, 第三年 100% 的释放速度预期, 我们预计巨龙铜矿 2021-2024 年的铜矿产量合计为 1.175、9.895、13.9 和 18.85 万吨, 从而实现产量分别较当年预期增长 2.1%、13.5%、16% 和 20.1%。也是在此背景下, 公司三年铜矿产量释放预期或将大幅抬升, 我们预计 2020-2024 年, 公司铜产量有望分别达到 40.4 万吨、56.87 万吨、83.1 万吨、100.8 万吨和 112.7 万吨, 飞跃至全球铜矿巨龙阵列。

表 11、我们预计, 2021-2024 年, 巨龙铜矿的铜和钼产量预期(单位:万吨)

矿山	2021	2022	2023	2024
知不拉铜多金属矿	1.175	1.645	2.35	2.35
驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)-铜	0	8.25	11.55	16.5
驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)-钼	0	0.31	0.434	0.62
<b>铜矿小计(万吨)</b>	<b>1.175</b>	<b>9.895</b>	<b>13.9</b>	<b>18.85</b>
<b>钼矿小计(万吨)</b>	<b>0</b>	<b>0.31</b>	<b>0.434</b>	<b>0.62</b>

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、我们预计, 2021-2024 年, 公司的铜产量增长预期有望大幅抬升(单位:万吨)

矿山	权益	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
紫金山铜矿	100.00%	77715	77715	77715	77715	77715	77715
阿舍勒铜矿	51.00%	43611	43611	43611	43611	43611	43611
多宝山铜矿	100.00%	71107	80000	80000	80000	80000	80000

青海德尔尼铜矿	100.00%	2000	0	0	0	0	0
珲春曙光金铜矿	100.00%	16525	16525	16525	16525	16525	16525
境内其他矿山合计	——	15055	15055	15055	15055	15055	15055
科卢韦奇铜矿	72.00%	84286	100000	100000	100000	100000	100000
卡莫阿铜矿	39.60%	0	0	90000	165000	300000	360000
塞尔维亚 RTB Bor	63.00%	43550	50700	66500	82800	100000	110000
Timok 上带矿	100.00%	0	4631.25	51500	135400	120000	120000
Bisha 铜锌矿	55.00%	16008	16008	16008	16008	16008	16008
巨龙铜矿	50.10%	0	0	11750	98950	139000	188500
<b>总产量合计</b>		<b>369857</b>	<b>404245.25</b>	<b>568664</b>	<b>831064</b>	<b>1007914</b>	<b>1127414</b>
增速 (%)		48.8%	9.3%	40.7%	46.1%	21.3%	11.9%
<b>权益产量合计</b>		<b>301570.43</b>	<b>328913.26</b>	<b>427262.76</b>	<b>594818.96</b>	<b>663780.01</b>	<b>718639.51</b>
增速 (%)		42.3%	9.1%	29.9%	39.2%	11.6%	8.3%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 4、我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润分别为 1.2 亿元、8.1 亿元、11.3 亿元和 15.2 亿元。在前文产量和成本预期基础上，受益于知不拉铜多金属矿前 8 年均为露采，成本相对较低；我们预计，假设在 4.2 万元/吨的价格背景下（冶炼加工费假设 5500 元/吨），知不拉多铜矿和驱龙铜矿的单吨税后净利分别为 9985 元/吨、7782 元/吨。预计知不拉多铜矿和驱龙铜矿在满产后的净利润分别为 2.3 亿元和 12.8 亿元，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润预期分别为 1.2 亿元、8.1 亿元、11.3 亿元和 15.2 亿元；考虑紫金股权比例或为 50.1%，则对应归母净利润或为 0.59 亿元、4.04 亿元、5.68 亿元和 7.61 亿元。

表 13、我们预计，在 4.2 万元/吨铜价下，细分矿山单吨盈利（单位：元/吨）

类别	知不拉多铜矿	驱龙铜矿
铜价（含税，元/吨）	42000	42000
铜价（不含税，元/吨）	37168	37168
矿产铜价（不含税，元/吨）	31668	31668
生产成本（元/吨）	17418	20464
毛利（元/吨）	14250	11204
三项费用成本（元/吨）	937	828
税前单吨盈利（元/吨）	13313	10376
税后单吨盈利（元/吨）	9985	7782

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、我们预计，在 4.2 万元/吨铜价假设下，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润预期（单位：亿元）

类别	2021	2022	2023	2024
铜价（含税，元/吨）	42000	42000	42000	42000
铜价（不含税，元/吨）	37168	37168	37168	37168
矿产铜价（不含税，元/吨）	31668	31668	31668	31668
<b>量（万吨）</b>				
知不拉铜多金属矿	1.175	1.645	2.35	2.35
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜	0	8.25	11.55	16.5
合计值	1.175	9.895	13.9	18.85
<b>生产成本（元/吨）</b>				
知不拉铜多金属矿	17418	17418	17418	17418
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜	20464	20464	20464	20464
平均值	17418	19958	19949	20084
<b>单吨税后净利（元/吨）</b>				



知不拉铜多金属矿	14110	14110	14110	14110
驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)-铜	11907	11907	11907	11907
平均值	14110	12273	12280	12182
<b>净利润(亿元)</b>				
知不拉铜多金属矿	1.2	1.6	2.3	2.3
驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)-铜	0.0	6.4	9.0	12.8
合计值	1.2	8.1	11.3	15.2
权益(%)	50.10%	50.10%	50.10%	50.10%
<b>归母净利润(亿元)</b>	<b>0.59</b>	<b>4.04</b>	<b>5.68</b>	<b>7.61</b>

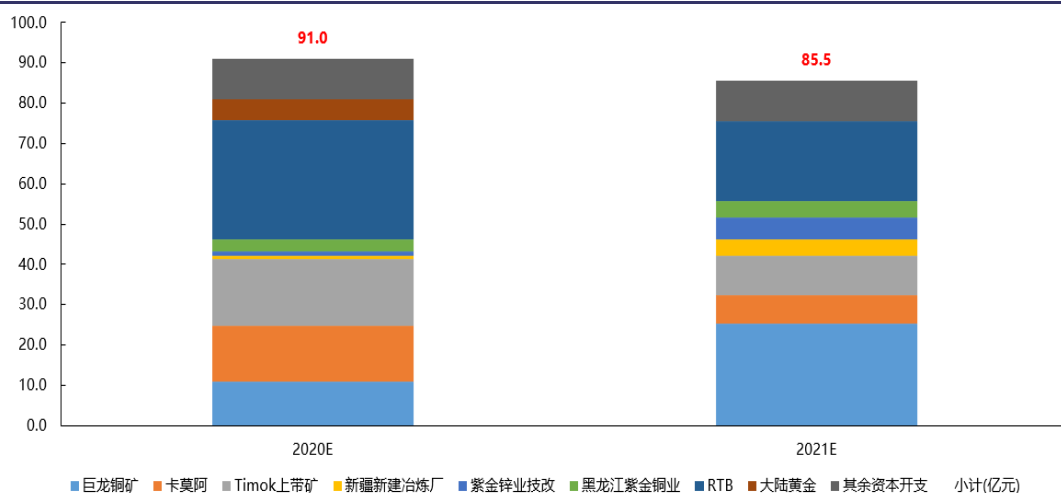
资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 核心讨论点之三: 项目收购对公司现金流和资产负债表的影响几何?

- 我们预计, 考虑巨龙矿业之后, 2020-2021 年建设性资本开支或分别为 91/85.5 亿元。2020 年为公司“项目建设年”, 也为资本开支短期的高峰年份; 我们前期预期 2020-2021 年公司建设性资本分别为 80 亿元和 60 亿元, 考虑到巨龙矿业的收购, 一期约 72 亿元的资本总投资(权益出资额为约 36 亿元), 假设 2020-2021 年分别投资 30%、70%; 在此背景下, 我们预计 2020-2021 年公司建设性资本分别达到 91 亿元和 85.5 亿元。具体而言:

- 卡莫阿建设: 11 亿美金, 公司出资 50%, 约合 38.5 亿人民币; 2017-2019 年已经投了~18 个亿左右
- Timok 上带矿建设: 4.74 亿美金, 约合 33 亿人民币, 主要集中于 2020 年
- RTB 铜金矿收购改造: 收购 3.5 亿美金, 后 6 年再累计投入 9.1 亿美金, 约合 63.7 亿, 技改集中于前 4 年
- 大陆黄金: 收购之后, 2020Q1 约投入 7500 万美元完成剩余的资本开支
- 巨龙矿业: 合计建设性资本开始 72 亿元, 公司投资约 36 亿元, 2020-2021 年或分别为 10.8 亿元、25.3 亿元。
- 其余诸如多宝山二期及黑龙江紫金冶炼厂, 新疆冶炼厂, 紫金锌业等。

图 7、我们预计, 考虑巨龙矿业之后, 2020-2021 年建设性资本开支或分别为 91/85.5 亿元(单位: 亿元)



资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们预计, 收购巨龙矿业和后续资本性开支导致 2020-2021 年新增 74.9 亿元资金需求, 若完全不采取任何融资方式或导致公司短期现金流偏紧张。充分考虑 2020Q1, 公司增加长短债务融资约 63 亿元, 大陆黄金的交割, 2020-2021 到期的公司债理论为 33 亿元和 153.8 亿元, 实际可能替换和展期的情况; 假设 2020 年之后资产负债率保持不变, 也无新并购的情况下的现金流简表。我们预计, 考虑到巨龙矿业并购(38.83 亿元)和后续建设性资本

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

开支(36.1亿元)的增加,2020-2021年新增74.9亿元资金需求或导致2020年相对资金会比较紧张,若完全不采取债务或股权融资,自身现金流相对紧张。

- 更为值得注意的是,公司在融资渠道方面或已做好充足的准备。从公司2019年股东大会审议材料来看,公司提议《关于发行债务融资工具一般性授权的议案》;截止2020年3月20日,公司债务融资工具余额为人民币203.46531亿元、美元3.5亿元;当前拟申请境内外债务融资工具的发行余额(含存量公司债务融资工具余额)合计不超过人民币300亿元或等值的外币,此或反映公司在融资渠道方面已做好充分准备。

表 15、若不考虑进一步债券或者股权融资,我们预计现金流或相对紧张(单位:亿元)

简化的紫金矿业现金流量表	2020E	2021E	2022E	备注
经营性活动产生的现金流量:				
归母净利润预计(亿元)	41.89	67.95	104.24	
少数股权权益占比	15%	17%	17%	
少数股权权益(亿元)	7.39	13.59	20.85	
税前净利润(亿元)	65.70	108.73	127	
财务费用(亿元)	14	16	14	
折旧摊销(亿元)	50	53	55	
经营性现金流量净额小计(亿元)	129.70	177.73	196.00	
投资活动产生的现金流量:				
新增并购导致的并购支出(亿元)	-87.83	0	0	1、2020Q1完成大陆黄金(70亿),按照70%权益; 2、2020Q2-3,巨龙矿业(77.5亿),按照50.1%权益
建设性资本开支(亿元)	-91	-86	-50	
新增三大矿山维持性资本开支(亿元)	-2	-5	-5	
投资活动产生的现金流量小计(亿元)	-181	-91	-55	
筹资活动产生的现金流量:				
股权融资-公开增发(亿元)	0	0	0	
新增并购导致的债券融资	62.7	0	0	1、2020Q1长债新增了62.7亿元债务融资
分配股利(亿元)	-21	-34	-54	
分功率(%)	50%	50%	50%	
利息费用(亿元)	-14	-16	-14	
偿还债务(刚性债务,亿元)	-33	0(假设展期)	0(假设展期)	假设均保持2020年之后资产负债率不变,后续延展期限
筹资活动产生的现金流量小计(亿元)	-4.7	-49.5	-68	
现金及现金等价物净增加额	-55.8	33.48	69.96	
期初现金及现金等价物余额	62.3	6.40	39.88	
期末现金及现金等价物余额	6.40	39.88	109.84	

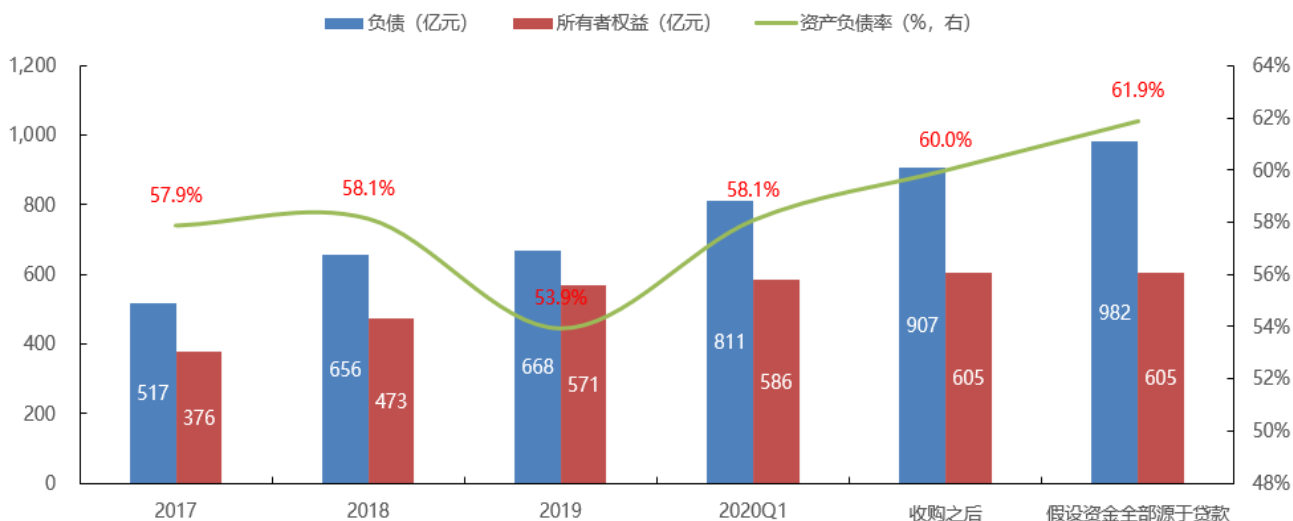
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- 落实到资产负债表:并购巨龙矿业或导致资产负债率小幅抬升至60%,若并购+资本开支全部依托于债务融资,资产负债率或继续攀升至61.9%附近,未来重点项目逐步投产落地之后或通过自有现金流也将得以提升来降低负债率。截止到2020Q1,公司的资产负债率达到58.1%,考虑到截止2019年底,巨龙矿业自身资产负债率高达83.2%,公司按照50.1%并表之后势必导致自身资产负债率小幅抬升至60%左右。与此同时,假设2020年完全通过新增74.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元的债务融资手段用于巨龙矿业的并购和后续资本性支出，则公司的资产负债率有望进一步攀升至 61.9% 附近，具体负债率水平也取决于后续的筹资规划。但未来依靠于大陆黄金矿、塞尔维亚 RTB、塞尔维亚 TIMOK，刚果金卡莫阿和巨龙矿山的陆续投产放量，公司自有现金流也将得以大幅提升，从而有效降低资产负债率。

图 8、在此背景下，我们预计若假设并购和资本开支资金均通过债务融资情况下的资产负债率或攀升至 62%

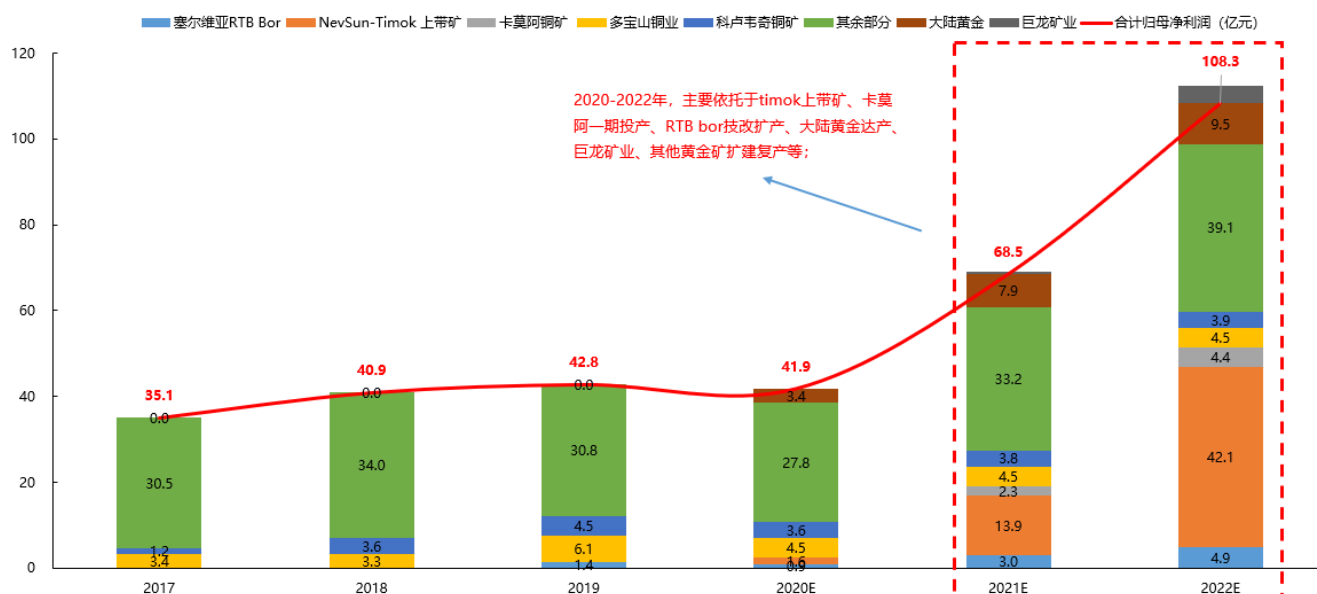


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● 盈利预测与评级

- 我们认为，伴随未来多个铜金矿产能释放，公司未来金和铜的资源成长逻辑并未改变，依旧坚定看好公司资源成长的阿尔法逻辑逐步兑现。我们按照，未来铜价 4.2 万元/吨、锌价 1.55 万元/吨和金价 370 元/克价格背景下，充分考虑波格拉项目关停和巨龙矿业并表对业绩的影响，上调 2020-2022 年盈利预期，预计或将实现归母净利润 41.9 亿元、68.5 亿元和 108.3 亿元，对应 6 月 5 日收盘价 PE 为 23.1x、14.1 和 9.0x，维持“审慎增持”评级。

图 9、我们预计，2020-2022 年或将实现归母净利润 41.9 亿元、68.5 亿元和 108.3 亿元（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：假设未来铜价 4.2 万元/吨、锌价 1.55 万元/吨和金价 370 元/克价格背景下不变

## ● 风险提示：

- 1、考虑当前巨龙矿业 ST 藏格控股股东肖永明的关联公司的担保金额，以及后续第二大股东藏格配套的资金投资需求较大，需要关注紫金的合作开发伙伴的资金状况对项目建设的影响。为一方面，当前巨龙矿业对 ST 藏格控股股东肖永明的关联公司提供了累计约 33.64 亿的担保，作为本次交易完成的先决条件，肖永明方完成将成都世龙实业有限公司持有的位于成都市高新区大源商务商业核心区的两块土地分别以第三顺位和第二顺位抵押给收购方，且肖永明方承诺仅在巨龙铜业截至本协议签署日存在的全部对外担保解除之日方可办理抵押解除手续。另一方面，按照权益进行后续资本开支投入，交易完成后，藏格控股仍持有巨龙矿业 24.9% 的股权，以后续 72 亿元资本开支为基准，则藏格控股仍需要在 2020-2021 年继续提供 17.93 亿元用于项目建设。总结而言，合计约 51.57 亿元的资金需求对于当前藏格实际控制人而言，资金压力确实不小，需求关注巨龙矿业第二股东后续资金财务状况对项目建设进度的影响。

表 16、巨龙矿业对 ST 藏格控股股东肖永明的关联公司提供了累计约 33.64 亿的担保（单位：亿元）

担保方	被担保方	金融机构	担保额度（亿元）	被担保方实际控制人
巨龙矿业	藏格集团	民生银行	8	肖永明
巨龙矿业	藏格集团	国信证券	7	肖永明
巨龙矿业	藏格集团关联人四川省永鸿实业有限公司	国信证券	15	肖永明
巨龙矿业	藏格集团	兴业信托	1.64	肖永明
巨龙矿业	藏格集团关联人青海中浩天然气化工有限公司	青海银行、海西基金	2	肖永明

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2、经济复苏力度不及预期，自身项目不如预期等。



## 附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	28594	51938	41986	53867
货币资金	6225	33515	20838	32383
交易性金融资产	688	688	688	688
应收账款	944	824	931	977
其他应收款	900	797	974	1004
存货	14887	12677	13511	13958
<b>非流动资产</b>	95237	96546	109490	109930
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	6924	6924	8812	8768
投资性房地产	130	130	210	170
固定资产	38625	42860	49810	52033
在建工程	5877	5589	7306	6449
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24163	26386	26441	24515
<b>资产总计</b>	123831	148484	151477	163797
<b>流动负债</b>	33363	53934	50468	51672
短期借款	14441	14441	14441	14441
应付票据	421	277	301	323
应付账款	4382	15418	16146	16814
其他	14119	23799	19581	20095
<b>非流动负债</b>	33389	32610	32179	32539
长期借款	13826	13826	13826	13826
其他	19562	18783	18353	18713
<b>负债合计</b>	66751	86544	82647	84212
股本	25377	25377	25377	25377
资本公积	18690	18690	18690	18690
未分配利润	24006	9988	15644	24849
少数股东权益	5894	6565	7799	9349
<b>股东权益合计</b>	57080	61940	68829	79585
<b>负债及权益合计</b>	123831	148484	151477	163797

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4284	4189	6854	10828
折旧和摊销	5740	7099	8266	9261
资产减值准备	434	-1080	-1010	501
无形资产摊销	1202	2202	2202	2002
公允价值变动损失	60	0	0	0
财务费用	1530	1727	1389	1232
投资损失	-75	0	0	0
少数股东损益	777	671	1234	1550
营运资金的变动	-2488	14885	-1840	824
<b>经营活动产生现金流量</b>	10666	32413	13699	23749
<b>投资活动产生现金流量</b>	-14103	-13397	-18931	-10111
<b>融资活动产生现金流量</b>	-326	8273	-7445	-2093
现金净变动	-3847	27289	-12676	11545
现金的期初余额	115	6225	33515	20838
现金的期末余额	222	33515	20838	32383

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	136098	118780	126440	136602
营业成本	120583	102789	107638	112094
营业税金及附加	1874	2138	2276	2459
销售费用	574	1188	1012	1093
管理费用	3689	4157	4046	4371
财务费用	1467	1727	1389	1232
资产减值损失	-368	-400	-400	-400
公允价值变动	-60	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
<b>营业利润</b>	7242	6381	10480	15752
营业外收入	50	40	40	40
营业外支出	318	318	240	289
<b>利润总额</b>	6974	6103	10280	15504
所得税	1913	1240	2183	3104
净利润	5061	4860	8086	12376
少数股东损益	777	671	1234	1550
<b>归属母公司净利润</b>	4284	4189	6854	10828
EPS (元)	0.17	0.17	0.27	0.43

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	28.4%	-12.7%	6.4%	8.0%
营业利润增长率	17.2%	-11.9%	64.2%	50.3%
净利润增长率	4.6%	-2.2%	63.6%	58.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	11.4%	13.5%	14.9%	17.9%
净利率	3.1%	3.5%	5.4%	7.9%
ROE	8.4%	7.6%	11.2%	15.4%

偿债能力 (%)				
资产负债率	53.9%	58.3%	54.6%	51.4%
流动比率	0.86	0.96	0.83	1.04
速动比率	0.41	0.73	0.56	0.77

营运能力				
资产周转率	115.0%	87.2%	84.3%	86.7%
应收账款周转率	13713.7%	13172.6%	14134.0%	14050.4%

每股资料(元)				
每股收益	0.17	0.17	0.27	0.43
每股经营现金	0.42	1.28	0.54	0.94
每股净资产	2.02	2.18	2.40	2.77

估值比率(倍)				
PE	22.6	23.1	14.1	9.0
PB	1.9	1.8	1.6	1.4

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn