

紫金矿业

601899

审慎增持 (维持)

主亚那金田的升值有空有多大，论持续并购之后的“得与失”

2020年06月14日

市场数据

市场数据日期	2020-06-12
收盘价(元)	3.97
总股本(百万股)	25377.26
流通股本(百万股)	19221.77
总市值(百万元)	100747
流通市值(百万元)	76310
净资产(百万元)	58580
总资产(百万元)	139678
每股净资产	1.76

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

qiuзuxue@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 16.99 亿元收购主亚那金田 100%股权，且拟发行可转债募集不超过 60 亿元。2020 年 6 月 11 日，公司和主亚那金田签署《安排协议》，以每股 1.85 加元的价格现金方式收购主亚那金田 100%股权，收购对价约为 3.23 亿加元，约人民币 16.99 亿元。收购价格较 6 月 2 日的收盘价溢价 29.37%；较主亚那金田公告收到“更优报价”之前 5 个交易日的加权平均交易价格溢价 31.96%。同时，金山香港与主亚那金田签署《贷款协议》，金山香港向主亚那金田提供 3000 万美元的有担保贷款，年利率 12%。本次交易已经公司临时董事会审议并一致通过，收购仍需要获得主亚那金田特别股东大会上行使的表决权总数的 2/3 批准通过。同时，公司拟发行可转债募集不超过 60 亿元且披露未来三年分红回报规划。募集资金净额拟投资于 Kamoā-Kakula 铜矿（31.4 亿元）、Timok 铜金矿上带矿（21.8 亿元）和黑龙江铜山矿采矿工程项目（6.8 亿元）。
- 主亚那金田核心资产是在产的 Aurora 金矿 100%权益：其拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t，且增储潜力较高；其服务年限为 14 年，2021 年中期矿山将从露采转为地采。并购或将带动权益黄金资源量增长 8.35%，2020-22 年带来金矿产量增加 2.33、5.1 和 5.94 吨。
- 1、收购估值合理性与否？①PB：并购收购 PB 约为 1.99x，而当前紫金矿业 A 股 PB 为 2.26x，整体 A 股黄金股平均 PB 为 3.34x。并购 PB 相对二级市场黄金股 PB 更低，具备一二级市场套利空间。②横向：在 1400 美元/盎司的金价下，对应的折现价值量或为 3.53 亿美元，已高于实际收购对价接近；当前金价已达到 1700 美元/盎司，收购或存在一定盈利空间。③纵向：交易并购的单吨产量和储量收购价分别约 3.72 亿元/吨、0.14 亿元/吨，相对于大陆黄金、贝拉德罗股权、银泰黄金并购上海盛蔚 89.38% 股权均具备明显优势。市场担忧的其资源储量和品位大幅波动，此在 2019 年已消除。
- 2、项目生产成本及对公司未来产量与效益的影响几何？在 1700 美元/盎司以上，采取可研预期，预计前 3 年的黄金产量分别为 2.3/5.1/5.9 吨，AISC 成本为 1759，782 和 1001 美元/盎司，此背景下的税前净利润或为-0.3 亿元、10.5 亿元和 9.3 亿元。
- 3、收购方案之后，现金流及资产负债表影响几何？①考虑主亚那金田之后，2020-2021 年统计在内的重大项目建设性资本开支或分别为 83.9/82.4 亿元；②假设 2020 年通过新增的债务融资手段用于巨龙矿业和主亚那金田的并购和后续资本性支出，则资产负债率有望攀升至 62.2%。③完成 60 亿元可转债发行后，现金流压力或得到充分缓解

风险提示：融资力度不及预期、金属价格大幅波动风险，自身项目不如预期等



图表目录

表 1、股权转让及收购之前，圭亚那金田前三大股东结构.....	4 -
表 2、按 Aurora 金矿 2020 年提交的 NI43-101 报告：探明+控制+推断的金资源量 177.82 吨.....	4 -
表 3、在紫金矿业地勘院提供的报告：0.6g/t 的边界品位下，探明+控制+推断的金资源量 202.67 吨.....	5 -
表 4、在大陆黄金矿收购前后的核心指标变化趋势对比.....	5 -
表 5、在卡莫阿铜矿收购前后的核心指标变化趋势对比.....	6 -
表 6、在 2020 年的勘探报告显示：资源储量和品位大幅波动情况在 2019 年已充分消除（单位：g/t）.....	9 -
表 7、圭亚那金田的资产和负债情况（单位：千美元）.....	10 -
表 8、圭亚那金田的收购与前期类似黄金收购对价比较（单位：亿元）.....	10 -
表 9、根据 2020 年最新可研报告显示：未来可开采 14 年，年均生产 14.7 万盎司，合计生产 207.2 万盎司.....	12 -
表 10、2020Q1，圭亚那金田的黄金产量和成本情况.....	13 -
表 11、我们预计，2020-2022 年，公司的金产量增长预期有望大幅抬升（单位：吨）.....	14 -
表 12、公司拟发行可转债募集不超过 60 亿元（单位：亿元）.....	16 -
表 13、我们预计，在完成可转换债务发行之后，公司现金流压力或得到充分缓解（单位：亿元）.....	17 -
图 1、此次并购圭亚那金田，或将带动权益黄金资源量增长 8.35% 至 2307.82 吨.....	4 -
图 2、2014 年至今，圭亚那金田历史股价涨跌原因.....	8 -
图 3、2017-2019 年，圭亚那金田的黄金资源储量和品位变化情况.....	8 -
图 4、此次并购 PB 相对二级市场黄金股 PB 更低（单位：倍）.....	9 -
图 5、露天境界图.....	11 -
图 6、7,500 吨/日选厂现场图.....	11 -
图 7、2020 年可研产量及 AISC 成本预期.....	11 -
图 8、在 5% 的折现率背景下，不同黄金价格下，Aurora 金矿的折现值及内部收益率.....	11 -
图 9、我们预计，在 1400 美元/盎司的金价下，项目的折现价值量或为 20.62 亿元，股权价值量为 17.7 亿元.....	12 -
图 10、2016-2019 年，圭亚那金田的收入和净利润变化趋势（单位：千美元）.....	13 -
图 11、我们预计，在 1700 美元/盎司的金价下，项目的盈利情况测算.....	13 -
图 12、我们预计，考虑圭亚那金田之后，2020-2021 年建设性资本开支或分别为 83.9/82.4 亿元（单位：亿元）.....	15 -
图 13、暂不考虑债务融资解决并购及后续的资本开支支出，并购完成巨龙矿业和圭亚那金田项目之后的资产负债率分别达到 60% 和 59.7%.....	16 -
图 14、巨龙矿业和圭亚那金田并购及建设所需的权益资本开支规模（单位：亿元）.....	17 -
图 15、假设 2020 年完全通过新增的债务融资手段用于巨龙矿业和圭亚那金田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 62.2% 附近.....	17 -
图 16、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）.....	18 -

报告正文

事件

- **公司拟以 16.99 亿元收购圭亚那金田 100% 股权。**2020 年 6 月 11 日，公司通过境外全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司在加拿大的全资子公司和圭亚那金田签署《安排协议》，以每股 1.85 加元的价格现金方式收购圭亚那金田现有全部已发行且流通的普通股，合计收购对价约为 3.23 亿加元，约人民币 16.99 亿元。收购价格较圭亚那金田 2020 年 6 月 2 日的收盘价每股 1.43 加元溢价 29.37%；较圭亚那金田公告收到“更优报价”之前 5 个交易日的加权平均交易价格溢价 31.96%。同时，金山香港与圭亚那金田签署《贷款协议》，金山香港向圭亚那金田提供 3000 万美元的有担保贷款，年利息 12%。本次交易已经公司临时董事会审议并一致通过，收购资金来源为公司自筹。收购将依照《安大略省商业公司法》规定的安排计划生效实施，需要获得圭亚那金田特别股东大会上所行使的表决权总数的 2/3 批准通过，圭亚那金田将在 7 月 31 日或之前召开股东大会。除股东大会批准外，交易还需获得相关监管机构和加拿大相关法院批准，并满足同类性质交易的其他惯常交割条件。
- **同时，公司拟发行可转债募集不超过 60 亿元且披露未来三年分红回报规划。**公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 60 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于 Kamoakakula 铜矿（31.4 亿元）、Timok 铜金矿上带矿（21.8 亿元）和黑龙江铜山矿采矿工程项目（6.8 亿元）。公司也发布未来三年（2020-2022 年度）股东分红回报规划：在符合《公司章程》规定的利润分配条件的前提下，公司每年度至少进行一次利润分配；在满足前述现金分红条件下，公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可供分配利润的 90%，原则上公司每年以现金方式分配的股利分红不少于当年实现的可供分配利润（不含上年未分配利润）的 30%。具体而言：1、公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；2、公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；3、公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。
- 公司曾于 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 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 股权；当前，公司再次拟以 16.99 亿元收购圭亚那金田 100% 股权。考虑到巨龙铜业和圭亚那金田的并购资金和后续资本开支相对较大，市场对此项目收购的估值定价、盈利预期和对公司自身的现金流影响情况较为关注；**本文将着重围绕收购方案介绍、估值定价合理性、项目未来业绩预测和公司未来资本开支及现金流压力 4 个方面进行讨论。**

点评

- **公司拟以 16.99 亿元收购圭亚那金田 100% 股权，其核心资产为 Aurora 金矿。**2020 年 6 月 11 日，公司和圭亚那金田签署《安排协议》，以每股 1.85 加元的价格现金方式收购圭亚那金田现有全部已发行且流通的普通股，合计收购对价约为 3.23 亿加元，约人民币 16.99 亿元；收购价格较圭亚那金田 2020 年 6 月 2 日的收盘价每股 1.43 加元溢价 29.37%；较圭亚那金田公告收到“更优报价”之前 5 个交易日的加权平均交易价格溢价 31.96%。圭亚那金田有限公司是一家在加拿大注册的矿业公司，在多伦多证券交易所上市，主要从事

矿业领域的投资、收购、勘探、开发和运营，旗下的主要资产为拥有 100% 权益的 Aurora 金矿（在产）以及通过全资子公司 Aranka Gold Inc. 和 GuyGold Inc. 持有的 15 块独立的勘探资产，均位于南美洲圭亚那。截至 2020 年 6 月 10 日，圭亚那金田前三大股东如下：

表 1、股权转让及收购之前，圭亚那金田前三大股东结构（单位：股）

股东名称	持股数	持股比例
Sentry Investments Corp	23, 211, 457	13. 30%
Franklin Resources Inc.	16, 742, 200	9. 59%
Baupost Group LLC	15, 395, 569	8. 82%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **地质勘探报告显示 Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t，且增储潜力较高。**圭亚那金田核心资产是 Aurora 金矿 100% 权益，持有 Aurora 金矿的采矿权，其采矿权颁发于 2011 年 11 月 18 日，面积 58 平方公里，期限 20 年。根据圭亚那矿业法，采矿权到期后可以申请延长不超过 7 年。Aurora 金矿位于圭亚那首都乔治城西约 170 公里处，距 Essequibo 河与 Cuyuni 河交汇处的 Bartica 镇西北西方向 130 公里，Bartica 是进入圭亚那西北内陆的一个地区性交通枢纽。该项目位于圭亚那的一个偏僻的无人居住区，已建有生活营房、简易维修厂、燃油库和一个扩建的营地，可满足矿山生产活动的需要。Aurora 金矿产于南美绿岩带，区内绿片岩相变质沉积和变质火山岩广布，并被多个镁铁质至长英质细晶岩和次火山岩岩套侵入，金矿化广泛分布于几乎所有类型的岩性中。Aurora 金矿采矿权内圈出 4 个矿化区带，其中 Rory's Knoll 为最主要的矿化区，占整个项目露天矿资源的 70%、地下矿资源的 80%，采矿活动主要集中在 Rory's Knoll 露天矿。按 Aurora 金矿 2020 年提交的 NI43-101 报告，Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t；经本公司复核，资源储量可靠，保有资源量较大，且有一定的增储潜力。

表 2、按 Aurora 金矿 2020 年提交的 NI43-101 报告：探明+控制+推断的金资源量 177.82 吨

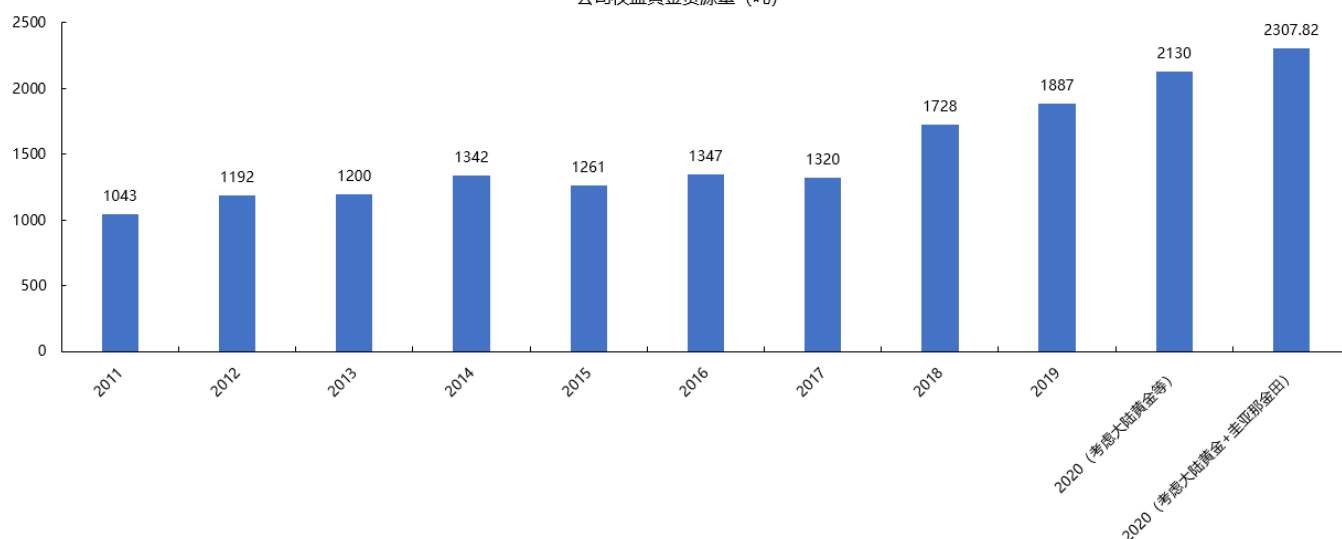
类别	矿石量（万吨）	金品位（克/吨）	金金属量（吨）
储量			
证实	188	2. 03	3. 83
概略	2, 397	2. 75	65. 88
证实+概略	2, 585	2. 70	69. 67
资源量			
探明+控制	3, 760	3. 15	118. 69
推断	2, 590	2. 28	59. 13

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，此次并购圭亚那金田，或将带动权益黄金资源量增长 8.35%至 2307.82 吨。**截止到 2019 年底，公司拥有权益黄金资源量为 1887 万吨，2020 年考虑大陆黄金等增厚权益资源量至 2130 吨（暂不计提波格拉金矿导致的黄金资源量损失）；此次并购圭亚那金田或将带动权益黄金资源量增厚约 177.82 吨，增长 8.35%至 2307.82 吨。

图 1、此次并购圭亚那金田，或将带动权益黄金资源量增长 8.35%至 2307.82 吨

公司权益黄金资源量 (吨)



资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 暂不考虑 2020 年波格拉金矿采矿权尚未续签对公司金矿资源量的影响

- 但根据紫金矿业公司地勘院提供的模型, 截至 2019 年 12 月 31 日, 在选取不同的边界品位圈定矿体情况下, 在 0.6g/t 的边界品位下, 矿区探明的(331)、控制的 (332)、推断的(333)保有资源量为 202.67 吨。

表 3、在紫金矿业地勘院提供的报告: 0.6g/t 的边界品位下, 探明+控制+推断的金资源量 202.67 吨

边界品位 (克/吨)	资源类型	矿石量 (千吨)	金品位 (克/吨)	金金属量 (公斤)
0.6	331	30,164	2.18	65,696
	332	32,293	2.21	71,342
	333	27,398	2.4	65,634
	总计	89,855	2.26	202,672
1.0	331	21,620	2.73	59,101
	332	23,863	2.72	64,797
	333	21,680	2.82	61,137
	总计	67,163	2.76	185,035
1.7	331	13,855	3.53	48,935
	332	15,248	3.51	53,485
	333	14,299	3.59	51,374
	总计	43,403	3.54	153,794

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 参考前期收购大陆黄金和卡莫阿铜矿, 公司最大的改善潜力或者增储空间。
①大陆黄金: 收购之际的黄金资源量 187.24 吨@8.56g/t, 当前已经 353 吨@9.3g/t, 金价也从 1450 美元/盎司上涨到 1700 美元/盎司以上, 预计价值量相较于 70 亿元的收购对价而言提升 148.8%。②卡莫阿铜矿: 铜矿金属资源储量由 2395 万吨大幅提升至 4369 万吨, 增长幅度高达 82.42%, 单位收购对价/权益资源储量由 36.6 美元/吨降至 23.9 美元/吨, 下滑幅度高达 34.7%。按照 2019 年可研推算的, 权益 NPV/收购对价 1.14x 大幅增至 4.88x, 实现 3.28 倍的增长 (不考虑此次再次增加的资源储量)

表 4、在大陆黄金矿收购前后的核心指标变化趋势对比

大陆黄金核心指标变化	单位	2019.12 收购之前	当前阶段	增幅 (%)
黄金资源量	吨	187.24	353	88.50%

黄金平均品位	克/吨	8.56	9.3	8.60%
银资源量	吨	815.53	1,469	80.10%
白银平均品位	克/吨	37.28	38.8	4.10%
资源可开采年限	年	14	30	114.30%
黄金价格	美元/盎司	1450	1700	17.20%
收购对价和当前矿山价值量	亿元	70.3	174.9	148.80%
权益收购对价和权益价值量	亿元	49.21	122.43	148.80%
权益黄金资源量	吨	131.07	247.1	88.50%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、在卡莫阿铜矿收购前后的核心指标变化趋势对比

项目	单位	2015 年 12 月	2016 年 12 月	2018 年 12 月	2019 年 2 月	前期增幅	2020 年 1 月	最新增幅
公司持股比例	%	0.4703	0.395	0.395	0.395	-	0.395	
资源量(控制+推断)	万金属吨	2395	3334	4249	4249	77.41%	4369	82.42%
权益资源量	万金属吨	1126.4	1316.9	1678.4	1678.4	49.01%	1725.8	53.21%
品位(控制+推断)	%	0.026	0.027	0.026	0.026	-		
收购对价现值	亿美元	4.12	4.12	4.12	4.12	-	4.12	
NPV(8%)	亿美元	10	10	42	51	410.00%		
收购对价/权益资源量	美元/吨	36.6	31.3	24.5	24.5	-32.43%	23.9	-34.73%
权益 NPV/收购对价	x	1.14	0.96	4.03	4.88	328.00%		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2015 年至今，受资源储量、成本及管理层变动等影响，圭亚那金田公司曾经暴涨暴跌，当前紫金或成为报价最高得主取得圭亚那金田公司 100% 股权。2020 年 6 月 3 日，圭亚那金田公司公告称收到一份更优的约束性收购报价，报价为 1.85 加元/股，总价为 3.23 亿加元，比希尔威 5 月 16 日提交的调整后报价高出 35%。与希尔威报价相同，新报价也将提供 3000 万美元的短期贷款，新报价还将承担 GUY 与希尔威已签署的 1130 万加元分手费。最终紫金矿业于 2020 年 6 月 11 日与圭亚那金田有限公司签署《安排协议》，击败希尔威，从而或将并购圭亚那金田公司。但此前公司股价曾出现大幅涨跌，主要原因之一在于资源储量和品位波动相对较大，大致细分为三个阶段，具体而言：

- 1、2015.1-2016.6 年，股价上升期：项目不断增储、扩产和成本控制期：2014 年 9 月，圭亚那金田完成了 1.85 亿美元的项目融资，并将在 Aurora 黄金项目装备半自动研磨（SAG）磨机，预计每日矿石初始吞吐量为 5000 吨，股价经历小幅上扬。直到 2015 年 9 月，圭亚那金田再次获得投资者肯定，被列入标准普尔多伦多综合股票指数中；并且宣布 Aurora 金矿提前完工进入生产，预计 2015 年黄金产量将在 30 koz 至 50 koz 之间。股价受利好消息影响上涨。同时，2015 年 11 月，圭亚那金田公布第三季度财务报表，由于 Aurora 金矿的持续建设而增加了产量，已将 2016 年的黄金生产指导提高到 130 至 150 koz（此前为 120 至 140 koz）；2016 年 1 月，圭亚那金田更新探明和可能的矿产储量为 3042 koz，原推断储量为 1810 koz。截至 2015 年 12 月 31 日，开采的矿石中所含的黄金盎司比该项目的矿石储量模型所预测的多 27%；同时更新 Aurora 金矿平均 LOM 产量为 190 koz/年，平均品位 2.94g/t，AISC 为 661 美元/盎司，生产成本较低。在资源端和成本端多重利好，叠加金价大涨背景下，公司股价得到迅猛上涨。

- **2、2016.6-2020.3，股价下行期：内部管理层持续动荡，项目资源储量和品位下调、产量和成本控制不及预期：**2016年6月，圭亚那金田宣布增加1.1亿加元收购交易融资和1.3亿美元普通股买断式回购融资，股价达到历史最高点。2016年12月，圭亚那金田完成债务重组，股价回落后有所反弹上涨。直到2017年2月，圭亚那金田通过可行性研究，显示Aurora金矿平均年产量增加220koz，储量增加15%，股价再次反弹。但2018年7月，圭亚那金田更新2018年指导，预计产量降为175-185 koz（原为190-210 koz），完全维持成本上升至945-995 美元/盎司（原为830-880 美元/盎司），股价大幅骤跌22%。2018年11月，圭亚那金田再次更新2018年指导，预计产量持续下降至150-155 koz，完全维持成本攀升至1025-1050 美元/盎司，股价开启断崖式下跌47%；最终2018年圭亚那金田矿石量同比下降16094千吨（-37%），黄金储量下降1693千盎司（-43%），股价持续下跌。2019年3月，圭亚那金田更新资源模型和矿山预期寿命：2018年第四季度Rory's Knoll平均头矿品位2.03 g/t与模型预测值大于3 g/t相差巨大，表明模型与实际不符，股价于3月26日下跌14.4%和3月29日继续下跌10.2%，在市场对其资源储量情况质疑背景下，股价持续低迷。
- **3、2020.3-至今，股价反弹期：希尔威金属、大哥伦比亚黄金公司和紫金矿业连续3次调高报价收购。**①2020年4月：希尔威金属宣布拟以1.05亿加元，溢价约71%协议收购圭亚那黄金公司。圭亚那金田在2020年2月底公布2019年4季报成为了压垮股价的最后一根稻草。4月27日，加拿大上市的希尔威金属宣布协议收购圭亚那黄金公司全部已发行流通股，收购价为1.05亿加元，溢价约71%。同时，SVM还向GUY提供1500万美元的临时贷款，用于GUY旗下Aurora地下黄金项目的开发和运营资金及一般公司用途，股价顺利开启反弹。②2020年5月：大哥伦比亚黄金公司宣布联合Gold X黄金公司，比希尔威的收购圭亚那黄金公司报价高出50%，拟重组大哥伦比亚黄金、Gold X黄金和圭亚那3家黄金公司。5月11日，加拿大多伦多上市的大哥伦比亚黄金公司宣布与Gold X黄金公司签署合并协议，同时宣布要约收购圭亚那金田公司已发行全部普通股，从而建立一个新的拉丁美洲黄金中间产品生产商。大哥伦比亚黄金提出的收购对价为比GUY2020年5月8日收盘价溢价约29%，比希尔威的报价高出50%。大哥伦比亚收购Gold X的对价为每股GLD X兑换0.500股GCM，收购GoldX剩余已发行和流通股的81%，总价值约3.17亿加元，比该股5月8日收盘价溢价15%。GoldX持股15.48%的董事和股东已经签署支持交易的投票支持协议。大哥伦比亚黄金公司与GoldX的合并以成功并购GUY为先决条件，向GUY的要约并购则以同时收购GoldX为先决条件，三家合并后的实体将以大哥伦比亚黄金公司的名义运营，并将由其现任的执行团队管理，大哥伦比亚黄金公司的股东将拥有合并后公司的约60%的股份，圭亚那金田公司和Gold X的股东将分别持有约25%和约15%的股份。从而导致希尔威5月16日提交的调整后报价，此次提出收购要约后，圭亚那金田公司的股价已经应声上涨14%，③2020年6月：紫金矿业将以3.23亿加元现金收购圭亚那金田，比希尔威5月16日提交的调整后报价仍高出35%。股价回升。6月3日，圭亚那金田公司公告称收到一份更优的约束性收购报价，报价为1.85加元/股，总价为3.23亿加元，比希尔威5月16日提交的调整后报价高出35%。新报价也将提供3000万美元的短期贷款，还将承担GUY与希尔威已签署的1130万加元分手费；随后消息爆出后，GUY股价跳涨17%，股价持续上行。

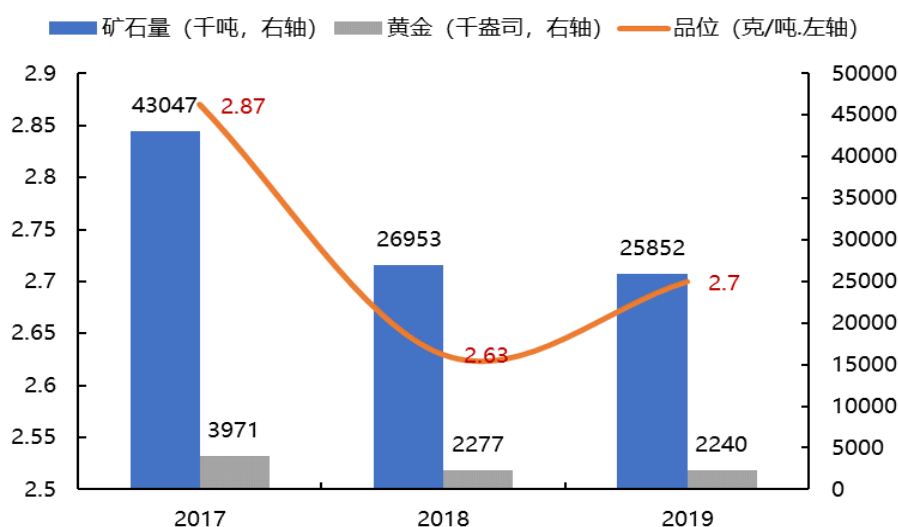
图 2、2014 年至今，圭亚那金田历史股价涨跌原因



资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 值得注意的是，市场顾虑的资源储量和品位大幅波动情况在 2019 年已充分消除，我们预期此次定价的资源储量和品位情况合理。2018 年之后，圭亚那金田在资源储量和品位端波动相对较小。市场对于圭亚那金田最大的担忧点或主要在于其曾在 2018 年将黄金资源量下调 43%，黄金品位也从 2.87g/t 下调 8%至 2.63g/t，顾虑当前的收购对价采取的资源储量和品位是否合理。这亦是此前公司股价曾出现大幅下跌的重要原因之一。但值得注意的是，2019 年公司的黄金资源储量仅约下滑 1.6%，克金品位不跌反升，从 2.63g/t 小幅上调至 2.7g/t；我们预计圭亚那金田黄金资源储量和品位大幅波动的阶段已经过去，此次收购采取的定价资源情况合理。

图 3、2017-2019 年，圭亚那金田的黄金资源储量和品位变化情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、在 2020 年的勘探报告显示：资源储量和品位大幅波动情况在 2019 年已充分消除（单位：g/t）

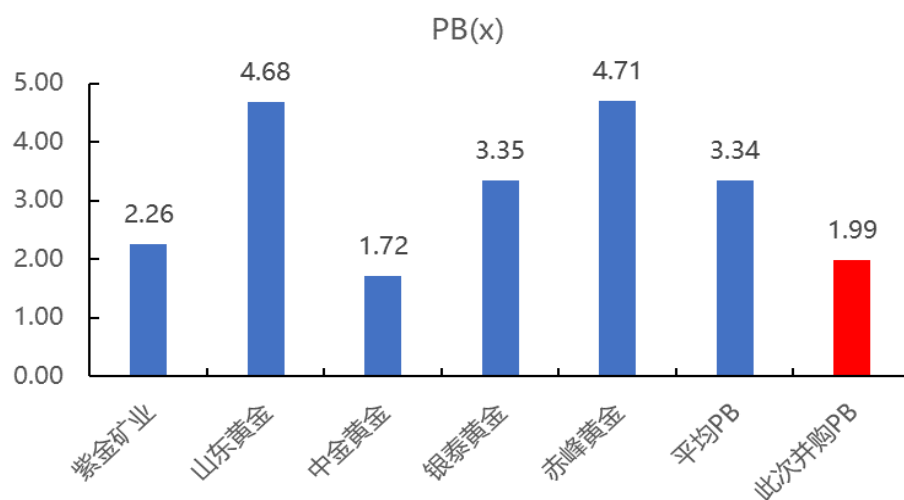
类别	单位	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17	2019VS. 2018
open pit					
tonnes	000 t	2445	6131		-3686
grade	g/t Au	2.21	2.61		-0.4
contained metal	000 oz Au	174	515		-341
underground					
tonnes	000 t	23289	20038		3251
grade	g/t Au	2.75	2.69		0.06
contained metal	000 oz Au	2063	1731		332
surface stockpiles					
tonnes	000 t	118	784		-666
grade	g/t Au	0.85	1.24		-0.39
contained metal	000 oz Au	3	31		-28
total proven & probable					
tonnes	000 t	25852	26953	43047	-1101
grade	g/t Au	2.7	2.63	2.87	0.07
contained metal	000 oz Au	2240	2277	3971	-37

资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 核心讨论点之一：收购估值合理性与否？

- 1、PB 视角：此次并购 PB 为 1.99x，相对二级市场黄金股 PB 更低，具备一二级市场套利空间。圭亚那金田交易的 100% 股权价值为 16.99 亿元，当前圭亚那金田的拥有 2.91 亿元的负债，净资产为 8.53 亿元，则对应收购 PB 约为 1.99x，而当前紫金矿业 A 股 PB 为 2.26x，山东黄金、中金黄金、银泰黄金和赤峰黄金的 PB 分别为 4.68x、1.72x、3.35x 和 4.71x，整体 A 股黄金股平均 PB 为 3.34x。此次并购 PB 相对二级市场黄金股 PB 更低，具备一二级市场套利空间。

图 4、此次并购 PB 相对二级市场黄金股 PB 更低（单位：倍）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、圭亚那金田的资产和负债情况(单位:千美元)

类别	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
总资产	163,624	476,395
总负债	41,707	91,003
净资产	121,917	385,392

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- 2、相对前期并购而言:紫金矿业的主亚那金田相对于大陆黄金、山东黄金贝拉德罗股权、银泰黄金并购上海盛蔚 89.38%股权的单吨产量对价和单吨储量对价均具备明显优势。考虑到该矿山为在产矿山,后续相对资本开支投入较少,剔除山东黄金并购霍普湾金矿作为比较,选取紫金矿业收购大陆黄金 100%股权、山东黄金并购贝拉德罗 50%股权、银泰黄金并购上海盛蔚 89.38%股权的收购情况进行对比。(1)从单吨产量对价来看:紫金矿业的主亚那金田、紫金矿业的大陆黄金、山东黄金、银泰黄金的单吨产量收购价分别约 3.72 亿元/吨、约 7.99 亿元/吨、7.76 亿元/吨,7.85 亿元/吨,本次收购方案处于最低水平。(2)从单吨储量对价来看:紫金矿业的主亚那金田、紫金矿业的大陆黄金、山东黄金、银泰资源的单吨储量收购对价分别约 0.14 亿元/吨、0.59 亿元/吨,0.80 亿元/吨,0.68 亿元/吨,紫金矿业的主亚那金田相较而言也是处于最低水平。虽然此亦与矿山品味、负债及未来资本开支等多种因素相关;但总体而言,我们认为此次紫金矿业矿业支付对价相对于类似黄金并购的成本更低。

表 8、圭亚那金田的收购与前期类似黄金收购对价比较(单位:亿元)

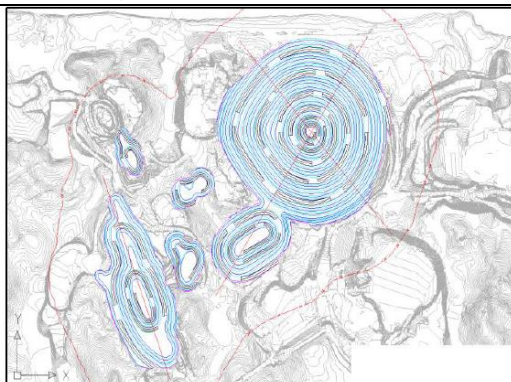
公司名称	收购标的	收购对价(亿元人民币)	黄金总权益储量(331+332,吨)	品位(g/t)	权益产量(吨)	收购价/黄金产量(亿元/吨)	收购价/黄金储量(亿元/吨)
山东黄金	巴里克黄金旗下贝拉德罗金矿 50%的权益	67.2	84	0.76	8.66	7.76	0.80
银泰黄金	上海盛蔚 89.38%的股权	40.3	59.08	-	5.13	7.85	0.68
银泰黄金-东安	其中-黑河洛克东安探矿权	17	25.56	8.35	2.75	6.18	0.66
紫金矿业-大陆黄金	大陆黄金 100%股权	70.3	119.56	9.3	8.8	7.99	0.59
紫金矿业-圭亚那金田	圭亚那金田 100%股权	16.99	118.69	3.15	4.57	3.72	0.14

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

备注:大陆黄金和圭亚那金田项目均采取投产之后的年均产量为基准进行测算

- 3、相对矿山折现价值而言:该矿山在 1400 美元/盎司的金价下,对应的折现价值量或为 3.53 亿美元,已高于实际收购对价接近;当前金价已达到 1700 美元/盎司,收购或存在一定盈利空间。
- 根据圭亚那金田最新披露的 NI43-101 报告,Aurora 金矿服务年限为 14 年,2021 年中期矿山将从露采转为地采,预计紫金可研预期或更为乐观。选厂处理量为 7500 吨/日,原矿品位 2.7g/t,金回收率 92.4%,年均产金 14.7 万盎司(约 4.57 吨),其中 2022 年至 2026 年地采平均年产金 17 万盎司(约 5.27 吨)。但根据紫金矿业下属紫金设计公司对 Aurora 金矿的概略性研究,通过重新圈定露天开采境界、实行露天+井下联合开采、优化采选方法等进行重新设计,项目设计总规模约 250 万吨/年,总服务年限可延长。

图 5、露天境界图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

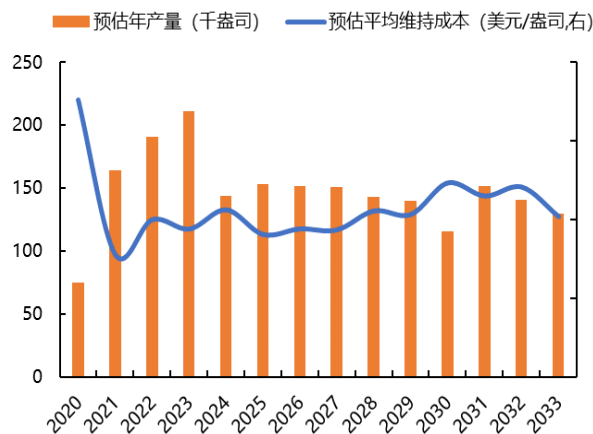
图 6、7,500 吨/日选厂现场图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

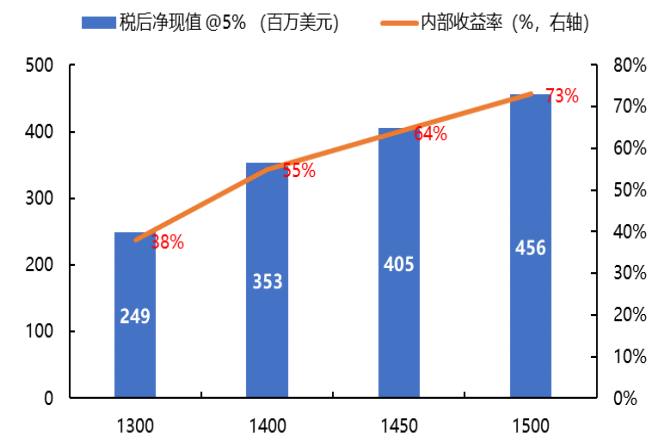
- 根据圭亚那金田最新披露 2020 年可研报告，Aurora 金矿后续的初始建设性资本支出为 1.41 亿美元，维持资本支出为 3.91 亿美元，在 1400 美元/盎司的金价下，对应的折现价值量或为 3.53 亿美元。圭亚那金田公司于 2019 年 2 月完成并委托其第二阶段工厂扩建，该工艺流程处理腐泥石和硬岩混合料的能力为 7500tpd。根据圭亚那金田公司最新的可研报告来看，未来此矿山或将仍有 14 年开采年限，年均生产 14.7 万盎司（备注：1 盎司=31.1035 克换算，对应 4.57 吨），合计生产 207.2 万盎司（对应 64.38 吨）。并且，后续的初始建设性资本支出为 1.41 亿美元，维持资本支出为 3.91 亿美元，其中包括意外开支分别为 20%和 15%。项目预计黄金平均维持成本 1043 美元/盎司，且 2022-2026 年，黄金平均维持成本 970 美元/盎司。在 5%的折现率背景下，1300/1400/1450/1500 美元/盎司的金价下，Aurora 金矿的折现值分别为 2.49/3.53/4.05/4.56 亿美元。

图 7、2020 年可研产量及 AISC 成本预期



资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、在 5%的折现率背景下，不同黄金价格下，Aurora 金矿的折现值及内部收益率

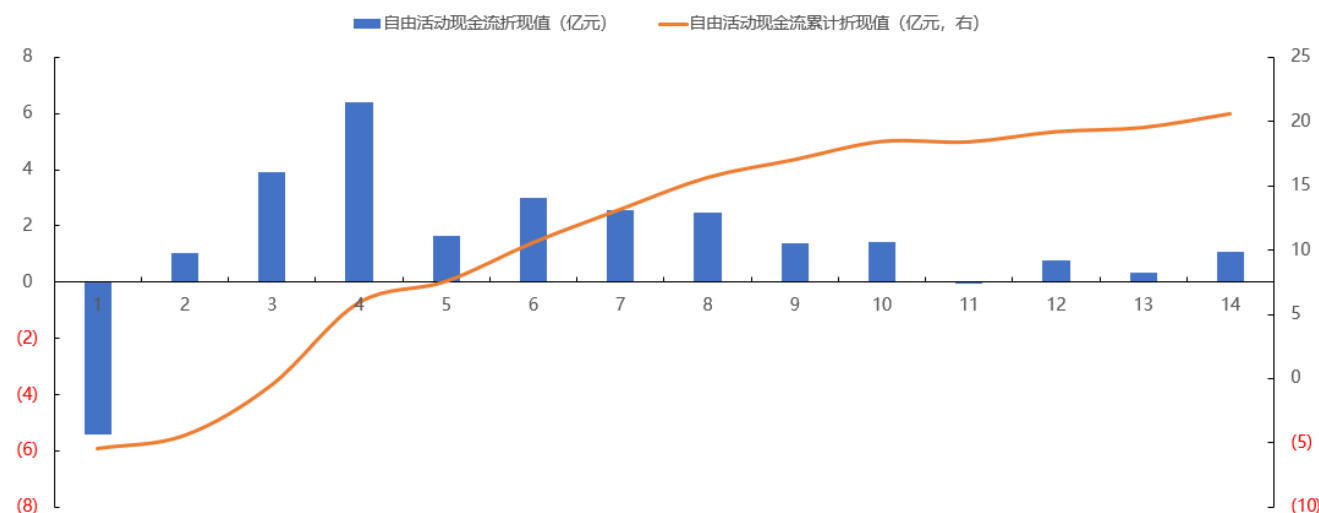


资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们预计，在 1400 美元/盎司的金价下，此项目的折现价值量或为 20.62 亿元，其中股权价值量为 17.7 亿元，与公司股权 16.99 亿元的收购对价相近，项目收购对价合理；且预期紫金未来实现露天+井下的联合开采，或得到更大收益。从现成的生产系统和资源储量来衡量，紫金矿业的项目进入成本不高，后续地采部分的资本投入较少，能在较短的时间里实现露天+井下的联合开采，预期投资回报见效快。我们按照公司的可研预期，考虑在 1400 美元/盎司的金价下，假设建设性资本支出为 1.41 亿美元从今年开始投入，维持资

本支出为 3.91 亿美元按照年均 14 年均分；采取年均黄金平均维持成本 1043 美元/盎司，5% 的折现率预期，推算该项目的折现价值量或为 20.62 亿元，考虑其净债务为 4170.7 万美元，则对应股权价值量或为 17.7 亿元，与公司股权 16.99 亿元的收购对价相近，预计此次项目收购对价合理。

图 9、我们预计，在 1400 美元/盎司的金价下，项目的折现价值量或为 20.62 亿元，股权价值量为 17.7 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、根据 2020 年最新可研报告显示：未来可开采 14 年，年均生产 14.7 万盎司，合计生产 207.2 万盎司

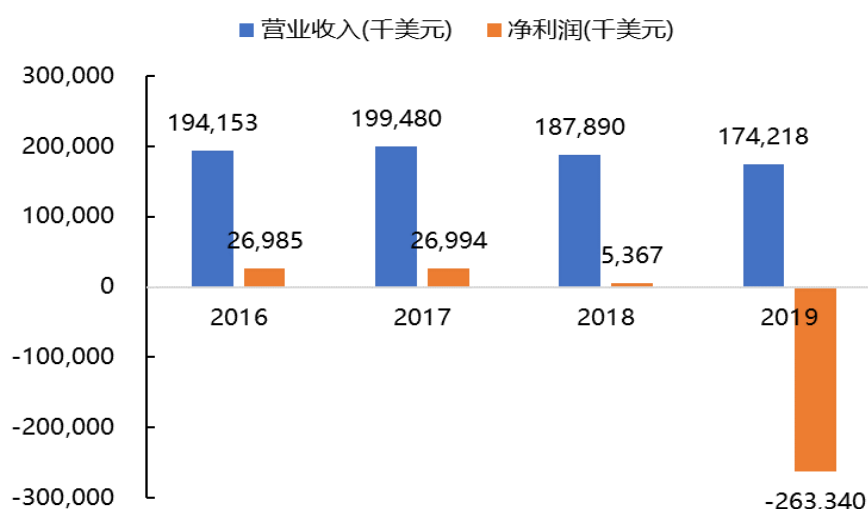
项目	类别	单位	2020 可研 LOM 计划
运营指标	矿产寿命	年	14
	铭牌产能	吨/天	7500
	LOM 黄金头矿品位	克/吨	2.7
	LOM 黄金回收率	%	92.40%
	LOM 黄金产量	千盎司	2070
	LOM 平均年度应付黄金产量	千盎司	147
	平均年度应付黄金产量 (2022-2026)	千盎司	170
LOM 每吨平均运营成本	开采费用 (OP)	美元/吨开采	4.99
	开采费用 (UG)	美元/吨开采	29
	加工费用	美元/吨加工	15.29
	一般行政费用	美元/吨加工	14.23
	总运营成本	美元/吨加工	58.94
LOM 平均成本	黄金平均维持成本	美元/盎司	1043
	黄金平均维持成本 (2022-2026)	美元/盎司	970
资本支出	LOM 初始资本支出	百万美元	141
	LOM 维持资本支出	百万美元	391
经济	税后净现值@5%	百万美元	405
	黄金长期价格	美元/盎司	1450

资料来源：圭亚那金田公司公告，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？**

- **Aurora 矿山 2016 年商业化生产，历史矿产金产量相对稳定，2019 年业绩大幅波动主要在于资产减值损失所致。**Aurora 矿山于 2016 年实现商业化生产，2016-2019 年黄金产量分别为 4.7 吨、5 吨、4.8 吨及 3.87 吨。Aurora 矿山自投产以来都是露天开采，根据规划将从 2021 年转入地下开采。当前 Aurora 金矿主矿体矿化集中而连续，开采条件好，选冶工艺简单，选矿系统均已建成运行，已具备超过 7,000 吨/天的产能。地采开拓工程于 2018 年开始实施，因受疫情和资金短缺影响，目前处于停工状态。2019 年，圭亚那金田公司经营情况不佳，营业收入 1.74 亿美元，同比下降 7.3%，净利润亏损 2.63 亿美元，原因主要有经济活动收益下降以及对矿权、厂房、设备等计提 2.35 亿美元的资产减值。

图 10、2016-2019 年，圭亚那金田的收入和净利润变化趋势（单位：千美元）



资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：2019 年净利润大幅下滑的原因主要有经济活动收益下降以及对矿权、厂房、设备等计提 2.35 亿美元的资产减值

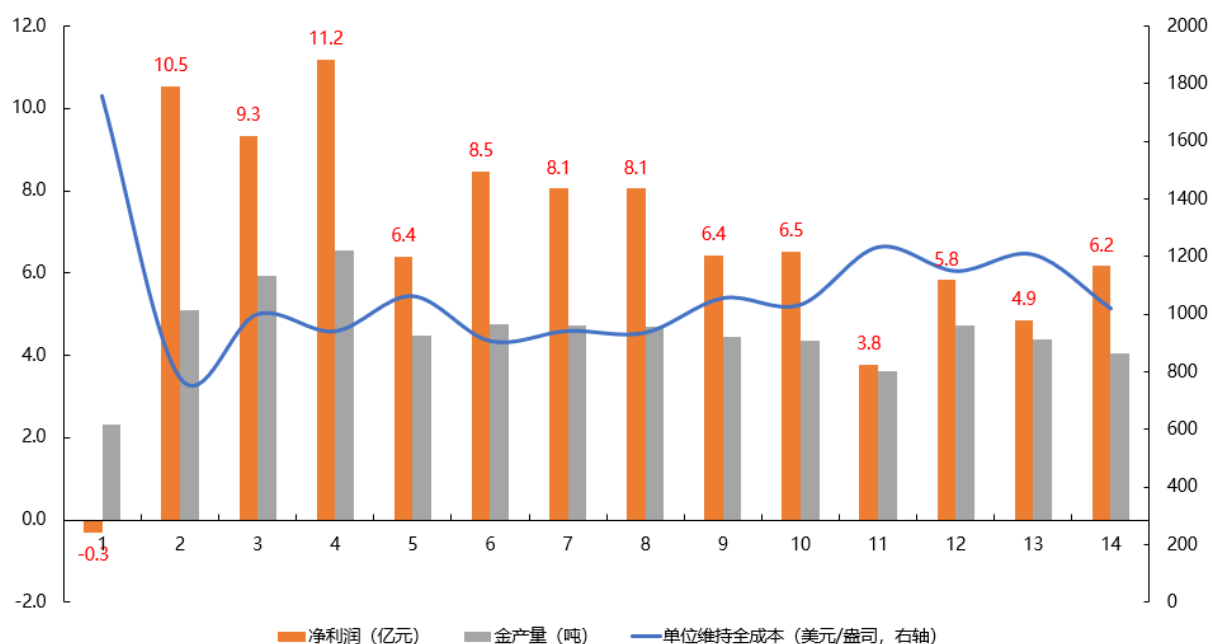
表 10、2020Q1，圭亚那金田的黄金产量和成本情况

类别	2020Q1 季度数据
产量（盎司）	28,100
销量（盎司）	24,200
现金成本（美元/盎司）	1,084
AISC（美元/盎司）	1352
生产成本（美元/盎司）	1376

资料来源：圭亚那金田公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们预计，在 1700 美元/盎司的金价下，此项目的前 3 年净利润或分别为 -0.3 亿元、10.5 亿元和 9.3 亿元。考虑到金价大幅上涨至 1700 美元/盎司以上，采取可研的成本和产量预期，我们预计项目在前 3 年的黄金产量分别为 2.3/5.1/5.9 吨，对应 AISC 成本为 1759 美元/盎司，782 美元/盎司和 1001 美元/盎司，在此背景下的净利润或分别为 -0.3 亿元、10.5 亿元和 9.3 亿元。

图 11、我们预计，在 1700 美元/盎司的金价下，项目的盈利情况测算



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 预计 Aurora 矿山 2020-2022 年的金矿产量合计为 2.33、5.1 和 5.94 吨。Aurora 矿山 2020-2021 年处于从露采转地质的过程中，依旧可研规划，预计 Aurora 矿山 2020-2022 年的金矿产量合计为 2.33、5.1 和 5.94 吨，从而实现公司三年金矿产量释放预期或将有所抬升；我们预计 2020-2022 年，公司金产量有望分别达到 43.2 吨、51.5 吨、60 吨，年均复合增速达到 13.7%。

表 11、我们预计，2020-2022 年，公司的金产量增长预期有望大幅抬升（单位：吨）

企业或矿山	权益	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
紫金山金矿	100.0%	3241	2251	1000	0	0
陇南紫金	84.2%	200	0	1500	4000	5000
珙春紫金	100.0%	3111	3138	3138	3000	3000
贵州水银洞金矿	56.0%	2000	2040	2040	3040	3600
洛阳坤宇	70.0%	1833	1895	1895	2395	3000
崇礼紫金	60.0%	600	0	0	0	0
山西紫金义兴寨金矿	100.0%	1355	1355	1450	1450	1450
内蒙古金中矿业	100.0%	1305	1168	1168	1168	1168
洛宁华泰	70.0%	1091	1091	1091	1091	1091
波格拉金矿	47.5%	6766	8,827	4000	0	0
澳洲诺顿金田	100.0%	4262	5748	5748	5500	5500
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70.0%	4567	5723	5723	5723	5723
吉尔吉斯斯坦奥同克-左岸金矿	60.0%	3237	3776	4000	4000	4000
黑龙江多宝山铜矿	100.0%		1380	1380	1380	1380
集团其他黄金企业	—	2929	1291	1291	1291	1291
塞尔维亚 RTB Bor	63.0%	0	850	1000	1600	2540
Bisha 铜锌矿项目	55.0%	0	298	294	300	280
timok 上带矿	100.0%			131.25	2462	6076
大陆黄金	70.0%			4000	8000	9000

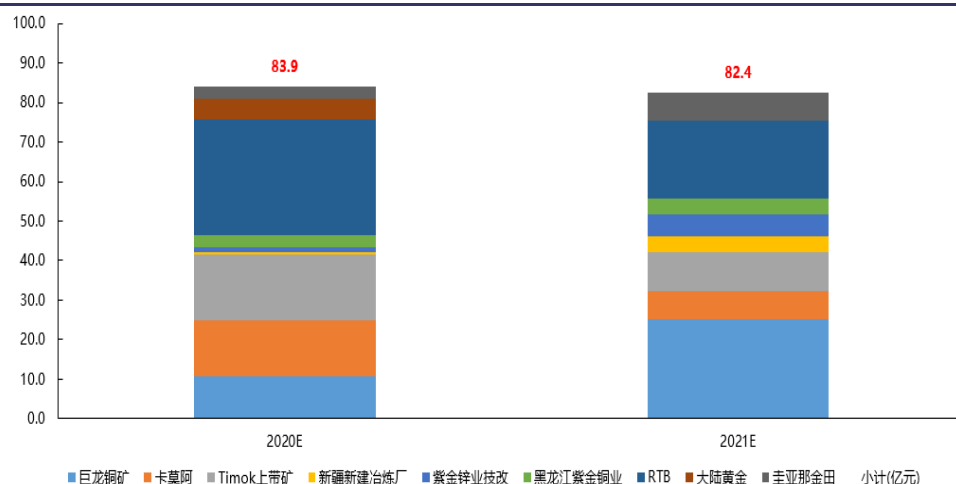
Aurora 矿山	100.0%			2330	5100	5940
合计产量		36497	40831	43179.25	51500	60039
增速(%)		-2.6%	11.9%	5.8%	19.3%	16.6%
权益产量合计		31803	33982	34750	40662	47976
增速(%)		-5.2%	6.8%	2.3%	17.0%	18.0%

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，考虑圭亚那金田之后，2020-2021 年统计在内的重大项目建设性资本开支或分别为 83.9/82.4 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；圭亚那金田从露采转地产合计约 1.41 亿美元的资本总投资，预期前期已经有投入部分资金。我们假设 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 83.9 亿元和 82.4 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。
 - 圭亚那金田：从露采转地产合计约 1.41 亿美元的资本总投资，假设 2020-2021 年分别投资 30%、70%。
 - 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 12、我们预计，考虑圭亚那金田之后，2020-2021 年建设性资本开支或分别为 83.9/82.4 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

- 公司在融资渠道或已做好充足的准备，拟发行可转债募集不超过 60 亿元。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。同时,公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过 60 亿元,扣除发行费用后,募集资金净额拟投资于 Kamo-Kakula 铜矿(31.4 亿元)、Timok 铜金矿上带矿(21.8 亿元)和黑龙江铜山矿采矿工程项目(6.8 亿元)。我们预计,在发行可转债募集 60 亿元之后,公司现金流或将得到极大的改善。

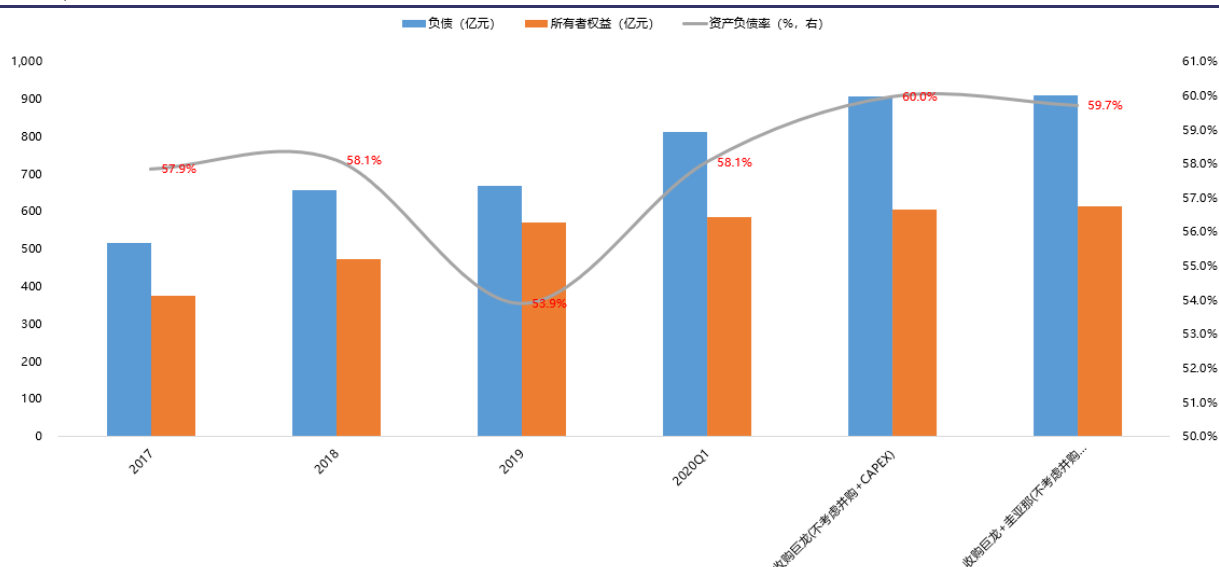
表 12、公司拟发行可转债募集不超过 60 亿元(单位:亿元)

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
刚果(金)卡莫阿控股有限公司 Kamo-Kakula 铜矿项目	516,350.74	314,000.00
塞尔维亚 Rakita 勘探有限公司 Timok 铜金矿上部矿带采选工程	336,197.73	218,000.00
黑龙江铜山矿业有限公司铜山矿采矿工程项目	94,751.15	68,000.00
合计	947,299.62	600,000.00

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:暂不考虑债务融资解决并购及后续的资本开支支出,并购完成巨龙矿业和圭亚那金田项目之后的资产负债率分别达到 60%和 59.7%。**由于巨龙矿业自身资产负债率高达 83.2%,圭亚那金田资产负债率为 25.5%,则即使不考虑并购+资本开支依托于债务融资,公司在依次完成巨龙矿业和圭亚那金田项目之后的资产负债率分别达到 60%和 59.7%。

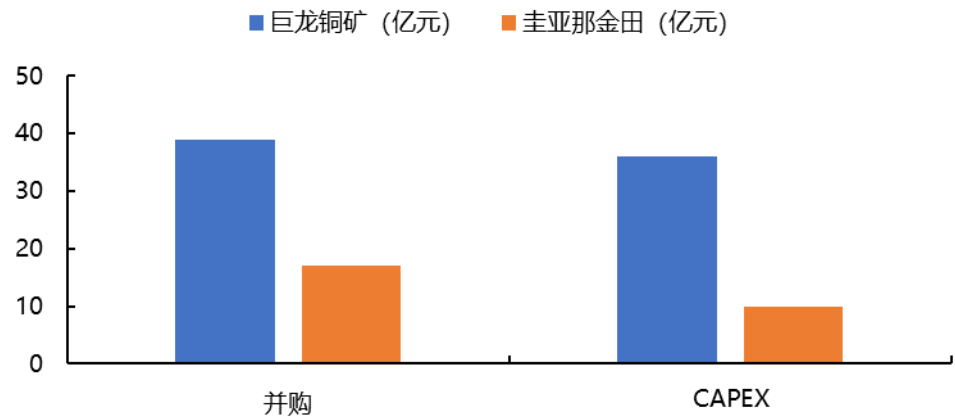
图 13、暂不考虑债务融资解决并购及后续的资本开支支出,并购完成巨龙矿业和圭亚那金田项目之后的资产负债率分别达到 60%和 59.7%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

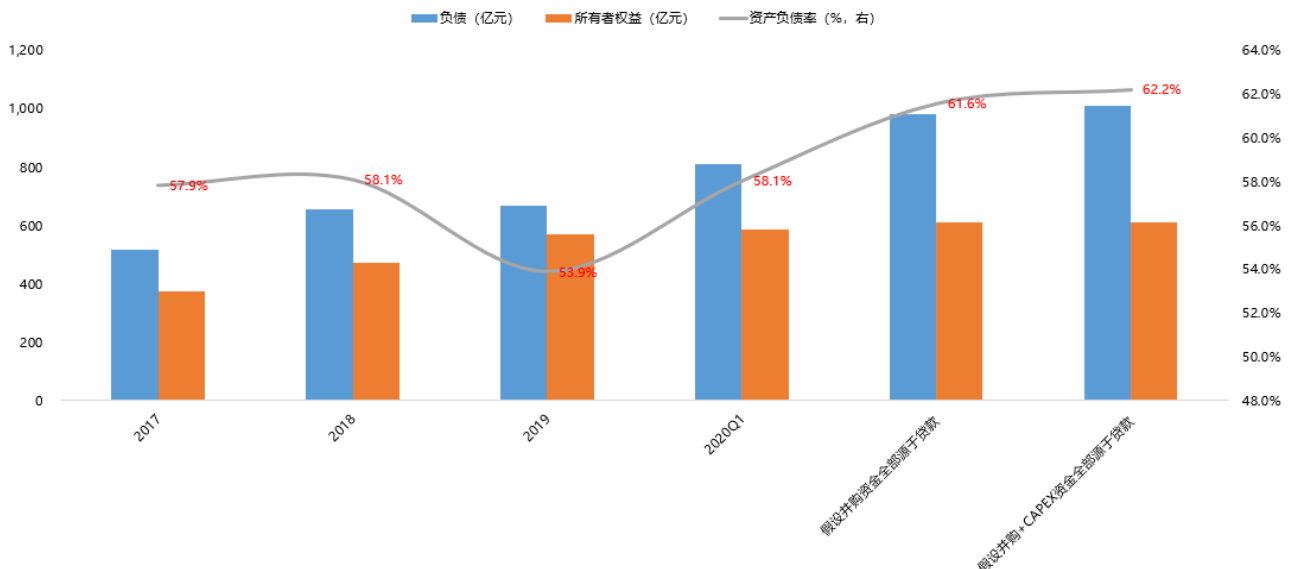
- **若假设 2020 年完全通过新增的债务融资手段用于巨龙矿业和圭亚那金田的并购和后续资本性支出,则公司的资产负债率有望进一步攀升至 62.2%附近。**考虑到巨龙铜矿的并购及后续权益资本开支或分别达到 38.8 亿元、36.1 亿元;圭亚那金田并购资金也达到 16.99 亿元,假设 1.41 亿元的露采转地采资本开支均由紫金支出,则合计对应约 101.76 亿元的资金需求。若假设 2020 年完全通过新增的债务融资手段用于巨龙矿业和圭亚那金田的并购和后续资本性支出,则公司的资产负债率有望进一步攀升至 62.2%附近,具体负债率水平也取决于后续的筹资规划。

图 14、巨龙矿业和圭亚那金田并购及建设所需的权益资本开支规模(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

图 15、假设 2020 年完全通过新增的债务融资手段用于巨龙矿业和圭亚那金田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 62.2%附近



资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 因此, 我们预计, 在完成可转换债务发行之后, 公司现金流压力或得到充分缓解。公司或通过可转换债券和债务融资的方式解决当前的资金需求。定量测算来看, 若 2020 年下半年公司完成 60 亿元可转债资金募集, 2020-2021 年, 公司到期的债务均采用借新还旧或者延展期限的方式, 则公司现金流压力或得到充分缓解, 此亦或将短期牺牲较高的资产负债率为代价, 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。

表 13、我们预计, 在完成可转换债务发行之后, 公司现金流压力或得到充分缓解(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%	

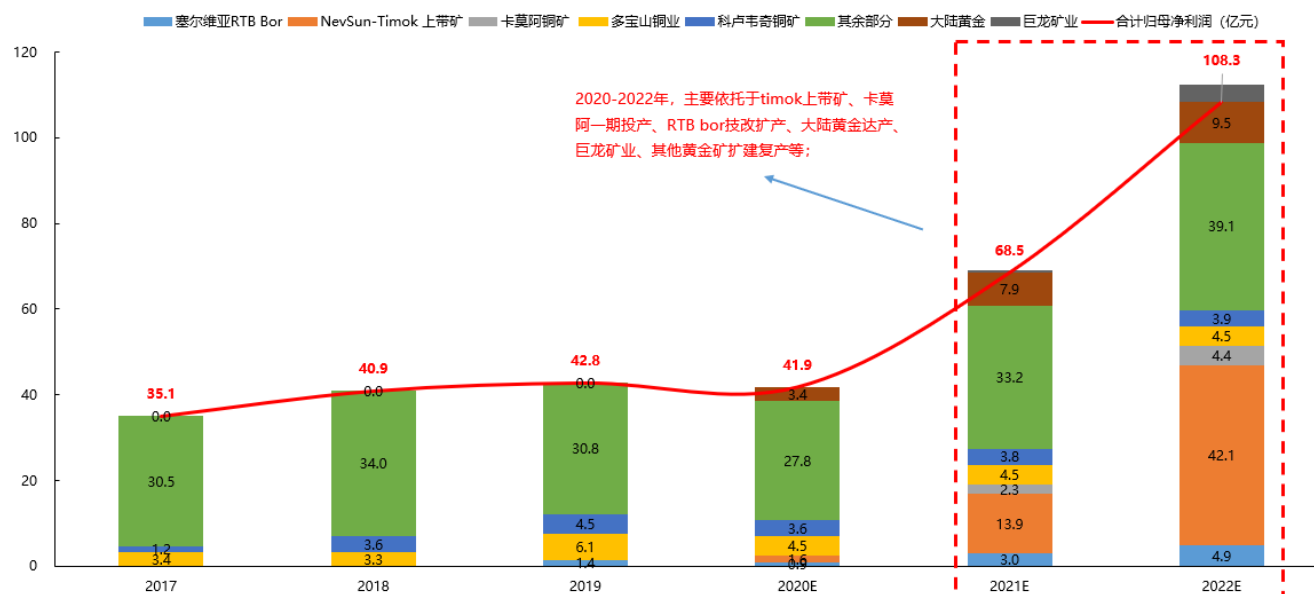
少数股权权益 (亿元)	7.39	13.59	20.85	
净利润 (亿元)	49.28	81.55	125.09	
财务费用 (亿元)	14	16	14	
折旧摊销 (亿元)	50	53	55	
经营性现金流量净额小计 (亿元)	113.28	150.55	194.09	
投资活动产生的现金流量:				
新增并购导致的并购支出 (亿元)	-104.8	0	0	1、2020Q1 完成大陆黄金 (70 亿), 按照 70%权益; 2、2020Q2-3, 巨龙矿业 (77.5 亿), 按照 50.1%权益; 3、假设下半年完成圭亚那金田 (16.99 亿元), 按照 100%权益
建设性资本开支 (亿元)	-84	-82	-50	
新增三大矿山维持性资本开支 (亿元)	-2	-5	-6	
投资活动产生的现金流量小计 (亿元)	-191	-87	-56	
筹资活动产生的现金流量:				
股权融资-公开增发 (亿元)	0	0	0	
可转债融资 (亿元)	60			假设 2020 年下半年完成 60 亿元可转债资金募集
新增并购导致的债券融资	95.7	153.8	0	1、2020Q1 长短债新增了 62.7 亿元债务融资, 预期 2020 年债务到期 33 亿元, 后续借新还旧或者展期归还; 2、2021 年, 债务到期 153.8 亿元, 后续借新还旧或者展期归还;
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	-153.8	0	2020 和 2021 年, 公司债务到期分别为 33 亿元和 153.8 亿元, 假设其均采取借新还旧或者展期期限的方式, 暂时不降低资产负债率;
筹资活动产生的现金流量小计 (亿元)	87.8	-50.0	-68.0	
现金及现金等价物净增加额	10.3	33.48	69.96	
期初现金及现金等价物余额	62.3	72.52	106.00	
期末现金及现金等价物余额	72.52	106.00	175.96	

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, 因圭亚那金田仍需收购方股东大会审议通过, 暂不考虑并表对业绩的影响; 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 12 日收盘价 PE 为 24.1x、14.7 和 9.3x, 维持“审慎增持”评级。

图 16、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：

融资力度不及预期、金属价格大幅波动风险，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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	123831	148484	151477	163797
流动负债	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
非流动负债	33389	32610	32179	32539
长期借款	13826	13826	13826	13826
其他	19562	18783	18353	18713
负债合计	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
股东权益合计	57080	61940	68829	79585
负债及权益合计	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
经营活动产生现金流量	10666	32413	13699	23749
投资活动产生现金流量	-14103	-13397	-18931	-10111
融资活动产生现金流量	-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
营业利润	7242	6381	10480	15752
营业外收入	50	40	40	40
营业外支出	318	318	240	289
利润总额	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
归属母公司净利润	4284	4189	6854	10828
EPS (元)	0.17	0.17	0.27	0.43

主要财务比

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
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%
盈利能力				
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%
应收帐款周转率	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	23.5	24.1	14.7	9.3
PB	2.0	1.8	1.7	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.xyqz.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、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@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn