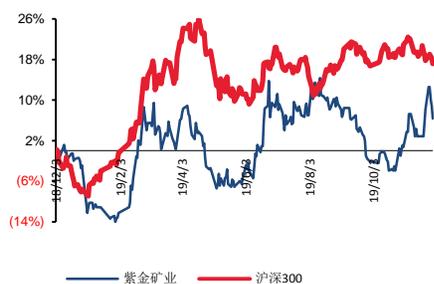


材料 材料 II

紫金矿业：收购大陆黄金，海外并购再下一城

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	690/393
总市值/流通(百万元)	7,762/4,424
12个月最高/最低(元)	12.19/6.84

■ 相关研究报告:

紫金矿业(601899)《单季利润明显回升,金铜贡献主要增量——紫金矿业跟踪点评》——2019/11/01

紫金矿业(601899)《工业金属景气趋势延续,海外资源进入收获期——紫金矿业2017年年报点评》——2018/03/27

■ 证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事项描述:

紫金矿业以现金方式向大陆黄金现有全部已发行股份发出协议收购。以每股 5.50 加元计,大陆黄金 100% 股权总价值约为 13.7 亿加元,扣除有关权益类工具的行权价后,公司实际收购大陆黄金 100% 股权的总对价约为 13.3 亿加元(约合 10.0 亿美元)。大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚安蒂奇省的武里蒂卡(Buriticá)金矿项目,拥有其 100% 权益。

■ 事项评述:

(一) 大幅增加公司优质金银资源储量: 武里蒂卡金矿金资源量 165.47 吨、银 653.17 吨,平均品位分别为 10.32g/t, 40.76g/t。收购完成后公司黄金资源储量将超过两千万吨,增加公司矿产金产量 20%。

(二) 对公司现金流和财务结构影响: 公司如果能够顺利解决该项目 70 亿现金收购的资金来源,后期武里蒂卡金矿项目的自我良性循环,应该有助于公司财务结构改善。

(三) 增厚公司每股净利润约 0.036 元: 由于公司采用现金收购,若武里蒂卡金矿开始产生利润,公司 EPS 将有较大增厚。我们简单测算,公司前五年年利润约为 1.31 亿美元,以当前公司股本测算,达产将增厚每股净利润 0.036 元。

(四) 本次收购估值贵不贵? 仅从收购市净率看约为 6.5 倍,对比当前 A 股黄金标的显得略高。但若简单以未来达产后近 9.2 亿利润测算,其市盈率仅有 4.3 倍不到,属于绝对低估。此外综合产量、利润、储量、市值等数据对比认为项目估值并不高。

■ 投资建议: 我们判断明年全球铜供需将产生共振,战略性看好铜板块及公司,暂不考本次收购,预计公司 2019-21 年归母净利润 42.56/49.88/53.79 亿元, EPS 为 0.18/0.22/0.23 元,维持买入评级。

■ 风险提示: 贸易战局势恶化、宏观需求回升不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105994	145297	158981	168749
(+/-%)	12.10	37.08	9.42	6.14
净利润(百万元)	4094	4256	4988	5379
(+/-%)	16.71	3.97	17.19	7.85
摊薄每股收益(元)	0.18	0.18	0.22	0.23
市盈率(PE)	18.79	18.29	15.61	14.47

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一、事项：紫金矿业收购大陆黄金

紫金矿业与大陆黄金股份有限公司（Continental Gold Inc.）于2019年12月2日签署《安排协议》，将通过境外全资子公司金山（香港）国际矿业有限公司设立的子公司，以每股5.50加元的价格，以现金方式向大陆黄金现有全部已发行股份203,172,441股和待稀释股份发出协议收购。以每股5.50加元计，大陆黄金100%股权总价值约为13.7亿加元，扣除有关权益类工具的行权价后，公司实际收购大陆黄金100%股权的总对价约为13.3亿加元（约合10.0亿美元）。

本次交易金额以最终收购成交金额为准。大陆黄金一定额度的负债由收购后的股东承接。在签署《安排协议》的同时，公司认购大陆黄金的可转换债券，金额为5,000万美元，主要用于矿山建设。该可转换债券的期限为5年，利率为5%，半年付息一次。公司可选择转为大陆黄金的普通股，转换价格为每股4.50加元和多伦多证券交易所获准的最低转换价格之中的较高者。

二、进度：仍须大陆黄金特别股东大会通过

本交易已获得大陆黄金特别委员会和董事会全体一致通过。本公司同时与大陆黄金第一大股东纽蒙特黄金、大陆黄金董事及高管签署《锁定协议》，各方均同意推进本次交易，并将在特别股东大会投票支持本协议。

本次收购将依照需要获得大陆黄金特别股东大会参与投票的股东至少2/3（66%）的赞成票（和没有利益冲突参与投票的股东过半的赞成票），特别股东大会将在签署协议后的60天内进行。除股东大会批准外，本次交易还需获得相关监管机构、法院和证券交易所的批准，并满足同类性质交易的其他惯常交割条件。

三、交易标的：纽蒙特黄金旗下加拿大上市公司

大陆黄金为一家哥伦比亚领先的大型金矿公司，总部设在加拿大，在加拿大多伦多交易所（股票代码“CNL”）和美国OTCQX国际市场（股票代码“CGOOF”）上市，主要在哥伦比亚从事黄金资源的勘探、开发、收购和评估。其第一大股东纽蒙特黄金持有大陆黄金约19.9%的流通股股份和金额为5,000万美元的可转债。

四、底层资产及运营情况：武里蒂卡金矿项目待投产

大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚安蒂奇省的武里蒂卡（Buriticá）金矿项目。

大陆黄金通过其在百慕大的全资子公司（Continental Gold Limited）设在哥伦比亚麦德林的分公司（Continental Gold Limited Sucursal Colombia）持有武里蒂卡金矿项目100%权益。

武里蒂卡金矿项目矿权面积为617km²，采矿权有效期至2041年（到期后还可延续30年）。主矿体在边部和深部均呈开放状态，仍有增储潜力；外围有较大面积高值岩石和土壤金、铜、钼等元素地球化学异常和成矿地质条件，有较好找矿前景。

除上述核心资产外，大陆黄金还在武里蒂卡项目周边拥有采矿权12宗，探矿权1宗；在北部柏林地区拥有采矿权1宗、探矿权5宗；在西部Choco省的多呼拉地区有探矿权2宗；在南部Cauca省的多米尼卡尔地区有探矿权4宗。以上矿权均位于安第斯成矿带中，具有良好的找矿前景。

武里蒂卡金矿项目是哥伦比亚重点项目，大陆黄金已取得项目建设所需的证照，包括采矿许可、环境许可及地面使用许可等，项目已经完成大部分工程建设，建成投产后将成为哥伦比亚最大的独立金矿。

该项目按日处理3,000吨规模设计建设，拟采用深孔空场法采矿，普通的重选+氰化浸出-锌置换选冶工艺，金回收率90.8-94.1%，银回收率57-59%。项目设计的第一期服务年限为14年，年均产金7.8吨，产银14.5吨（其中前5年年均产金8.8吨，产银15.4吨），全维持成本约为492美元/盎司（如考虑前期建设费用，则全维持成本为604美元/盎司）。第一期未设计利用的187吨推断级黄金资源待进一步提高地质控制程度后再研究其利用方案。

五、太平洋有色评述：综合对比而言估值并不贵

（一）大幅增加公司优质金银资源储量

武里蒂卡金矿是世界级高品位大型金矿，根据披露，其探明+控制级别的金资源量165.47吨、银653.17吨，平均品位分别为10.32g/t，40.76g/t，另有推断的资源量黄金187.24吨，银815.53吨，平均品位分别为8.56g/t，37.28g/t。本次收购完成后公司黄金资源储量将超过两千吨，武里蒂卡金矿项目达产后将增加公司矿产金产量约20%。从资源禀赋上看，一般3g/t~5g/t品位金矿即为较高品质金矿，10.32g/t的品味堪称上佳，即便与公司其他项目对比也毫不逊色。

（二）对公司现金流和财务结构影响

目前公司现金流是市场关注的焦点，11月份公司刚刚定增募资70亿元用于卡莫阿

及Timok等需要较大投入的项目。而武里蒂卡金矿项目，截至2019年10月底，选厂建设已完成88%，预计2020年第一季度建成投产。该项目后期投入较少，且项目成本低、服务年限长，达产后将产生强劲的利润和现金流。

因此公司如果能够顺利解决该项目70亿现金收购的资金来源，后期武里蒂卡金矿项目的自我良性循环，应该有助于公司财务结构改善。从公告上看，本次收购的资金来源以公司为主自筹，同时将引入财务投资人共同投资，未来筹资情况值得重点关注。

(三) 增厚公司每股净利润约0.036元

由于公司采用现金收购，若武里蒂卡金矿开始产生利润，公司EPS将有较大增厚。从项目规划看，前5年年均产金8.8吨，产银15.4吨，五年后年均产金7.8吨、产银14.5吨。该项目全维持成本约为492美元/盎司，若考虑前期建设费用，则全维持成本也仅为604美元/盎司。对比而言，2019年Q1全球金矿企业的全部维持成本(AISC)约为1000美元，本项目成本优势极为明显。

若以1400美元/盎司金价及16美元/盎司的价格假设，综合考虑其金属流负债，根据我们的初步测算，公司前五年年利润约为1.31亿美元(9.2亿人民币)，以当前股本测算，增厚每股净利润0.036元。

(四) 本次收购对价相对合理

本次收购价格较大陆黄金截至2019年12月2日多伦多证券交易所挂牌股票的前20天成交量加权平均价有29%的溢价。从大陆黄金财务数据看，2018年净亏损0.25亿美元，净资产1.55亿美元，仅从收购市净率看约为6.5倍，对比当前A股黄金标的，西部黄金5.28、山东黄金4.17、银泰黄金2.71、赤峰黄金2.61、中金黄金1.96倍，市净率估值显得略高。我们简单测算其达产后净利润近9.2亿元人民币，以此计算其市盈率仅有7.6倍不到，估值相对合理，可谓便宜的好货。

我们综合产量、利润、储量、市值等数据，给出对比如下。整体而言，若以未来项目达产所形成的产量、利润看，项目当前70亿元估值完全属于低估；而若以储量测算，单位黄金资源量所占市值也优于A股黄金上市公司。由于项目建设尚未完成，不确定性是其折价的主要原因。

图表 1：收购项目于 A 股上市公司比较

公司	产量（吨）		资源储量（吨）		净利润（亿元）		市值/估值 （亿元）	指标		
	矿产金	矿产银	金金属量	银金属量	2018年	2019Q3年化		市值/金产量	市值/金资源储量	市值/净利润
银泰黄金	5.57	191.42	100.80	7,091.85	7.70	9.88	239.00	42.94	2.37	24.19
山东黄金	39.32	-	968.24	-	9.37	14.36	926.00	23.55	0.96	64.48
本项目	8.80	15.40	165.47	653.17		9.19	70.00	7.95	0.42	7.62

注：山东黄金为权益产量及资源量；A股上市公司产量和资源储量为2018年年报数据；1盎司=31.1克

数据来源：太平洋证券整理

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

六、继续战略性看好铜板块及紫金矿业

在全球央行宽松货币政策的托底下，全球制造业PMI开启反弹，中国11月制造业PMI也超预期反弹至景气区间。在经济复苏预期下，工业企业有望从去库存转向补库存，上游原料在牛鞭效应下弹性可观。同时中国地产竣工面积提升，新基建占比扩大，老旧小区改造、电网投资赶进度，都有利于铜价开启反弹。结合供给端铜精矿短缺、废铜进口回落等因素，我们延续此前观点，强烈看好铜板块和公司的战略性机会。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5936	10090	8013	9051	8532	营业收入	94549	105994	145297	158981	168749
应收和预付款项	2812	1010	2710	3064	3182	营业成本	81372	92651	128774	140944	149494
存货	11090	12670	17098	18500	19698	营业税金及附加	1352	1599	1889	2067	2194
其他流动资产	8837	6679	7409	7804	8033	销售费用	749	887	1197	1308	1393
流动资产合计	28675	30449	35231	38420	39445	管理费用	2695	2965	3778	4134	4387
长期股权投资	6797	7042	6922	6922	6922	财务费用	2013	1254	1664	1785	1916
投资性房地产	351	608	132	132	132	资产减值损失	2221	1500	1367	1257	1239
固定资产	30136	34144	34887	35389	35898	投资收益	156	1061	608	608	608
在建工程	3297	5356	6110	6687	7457	公允价值变动	750	-136	-307	0	0
无形资产开发支出	9904	22510	9797	9491	22510	营业利润	5027	6181	6852	7990	8599
长期待摊费用	1115	987	987	987	987	其他非经营损益	-459	-51	-232	-232	-232
其他非流动资产	9041	11783	31555	39078	33777	利润总额	4568	6130	6620	7758	8367
资产总计	89315	112879	125620	137106	147129	所得税	1320	1448	1752	2053	2214
短期借款	9856	15617	9248	11346	11363	净利润	3248	4683	4869	5705	6153
应付和预收款项	4396	4701	6400	7162	7498	少数股东损益	-260	589	612	718	774
长期借款	6599	12918	16489	18732	21639	归母股东净利润	3508	4094	4256	4988	5379
其他负债	30821	32370	39766	40443	41052						
负债合计	51672	65606	71902	77682	81552	预测指标					
股本	2303	2303	2303	2303	2303		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	11110	11095	11095	11095	11095	毛利率	13.94%	12.59%	11.37%	11.35%	11.41%
留存收益	21514	23501	27757	32745	38124	销售净利率	3.71%	3.86%	2.93%	3.14%	3.19%
归母公司股东权益	35000	40455	46288	51276	56655	销售收入增长率	19.91%	12.11%	37.08%	9.42%	6.14%
少数股东权益	2643	6818	7431	8148	8922	EBIT 增长率	73.01%	-5.74%	21.50%	9.09%	7.16%
股东权益合计	37643	47274	53718	59424	65577	净利润增长率	90.66%	16.71%	3.97%	17.19%	7.85%
负债和股东权益	89315	112879	125620	137106	147129	ROE	10.02%	10.12%	9.20%	9.73%	9.49%
						ROA	3.93%	3.63%	3.39%	3.64%	3.66%
						ROIC	13.46%	11.00%	9.35%	7.60%	6.70%
						EPS (X)	0.15	0.18	0.18	0.22	0.23
						PE (X)	30.14	18.79	18.29	15.61	14.47
						PB (X)	3.02	1.90	1.68	1.52	1.37
						PS (X)	0.11	0.07	0.05	0.05	0.05
						EV/EBITDA (X)	3.37	3.73	3.40	3.35	3.33

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。