

底部收购 Rosebel 金矿，优质资源再下一城

2022 年 10 月 20 日

► **事件：2022 年 10 月 18 日，公司发布公告收购苏里南 Rosebel 金矿。**公司将出资 3.6 亿美元（约合人民币 25.59 亿元），收购 IMG 持有的 RGM 公司 95% 的 A 类股份股权和 100% 的 B 类股份股权。RGM 拥有苏里南 Rosebel 金矿项目（包含 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区）。

► **Rosebel 金矿为在产成熟矿山，资源储量丰富，开采至今年均产量约 10 吨，达到大型黄金矿山标准。**Rosebel 金矿为南美洲最大的在产金矿之一，Rosebel 矿区于 2004 年投产，Saramacca 矿区于 2020 年下半年投产。**资源量&储量：**截至 2021 年底，Rosebel 金矿项目按 100% 权益的总资源量为矿石量 1.96 亿吨，金金属量为 699.2 万盎司（约 217 吨），平均品位 1.11 克/吨；储量为金金属量为 382.9 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.09 克/吨。**产量：**自 2004 年至 2021 年 Rosebel 金矿合计产金 565 万盎司（约 176 吨），年均产金 31.4 万盎司（约 10 吨）。项目自投产以来，多年维持较好的盈利能力，2019 年以来因受到主矿区欠剥离、新冠疫情、暴雨等因素影响，项目产量逐年下降，2022 年以来生产经营有显著好转，今年上半年实际黄金产量 11.2 万盎司（约 3.5 吨）。

► **本次苏里南金矿收购对价较为合理。**根据紫金矿业收购价格推算，苏里南金矿 100% 权益对价为 26.94 亿元，单吨黄金储量对价为 0.23 亿元，对比赤峰黄金、银泰黄金、乃至紫金矿业此前收购的海域金矿而言对价都较低，或因当前苏里南金矿完全维持成本较高。

► **值得注意的是，无论是矿山的原持有者 IMG 还是紫金矿业都认为该矿山当前的高成本并不持续，后续存在较大降本空间。**IMG 公司公告中指出，未来 12 年矿山规划的现金成本平均为 993 美元/盎司，完全维持成本平均为 1350 美元/盎司，相比于 2022H1 的 1832 美元/盎司有较大降本空间。而紫金在公告中也指出 Rosebel 金矿在采矿方面有改进空间，主要包括实施分层采矿降低采矿贫化率、运输车辆在采场工序的合理配置、采用更合适的设备、优化配件采购计划、采坑排放废石等措施，可有效降低采剥成本。

► **根据我们测算，假设黄金价格为 1700 美元/盎司，则苏里南 Rosebel 金矿年均归母净利润为 5.05 亿元。**若金价每上涨 200 美元/盎司，苏里南金矿贡献的归母净利润将增加 2.88 亿元。

► **投资建议：**公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。考虑到本次收购后苏里南 Rosebel 金矿对公司利润的贡献，我们上调公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 244 亿元、281 亿元、313 亿元，对应 10 月 20 日收盘价的 PE 为 8x、7x 和 7x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**黄金价格下跌、地缘政治风险、项目运营风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	225102	306060	367965	411746
增长率 (%)	31.3	36.0	20.2	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	15673	24387	28090	31287
增长率 (%)	140.8	55.6	15.2	11.4
每股收益 (元)	0.60	0.93	1.07	1.19
PE	13	8	7	7
PB	2.9	2.4	2.0	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.85 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002
邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006
邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057
邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年半年度业绩点评：量价齐升业绩创新高，期待“两湖一矿”锂资源放量-2022/08/15
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：内生式增长助力业绩同比大增，三大铜矿业集群持续放量-2022/07/10
- 紫金矿业 (601899.SH) 事件点评：卡莫阿产能规划再度跃升，全球第三大铜矿山呼之欲出-2022/05/05
- 紫金矿业 (601899.SH) 事件深度点评：加码能源金属，优质盐湖再下一城-2022/05/02
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年一季报点评：三大铜矿业集群绽放，业绩“节节高”-2022/04/12

目录

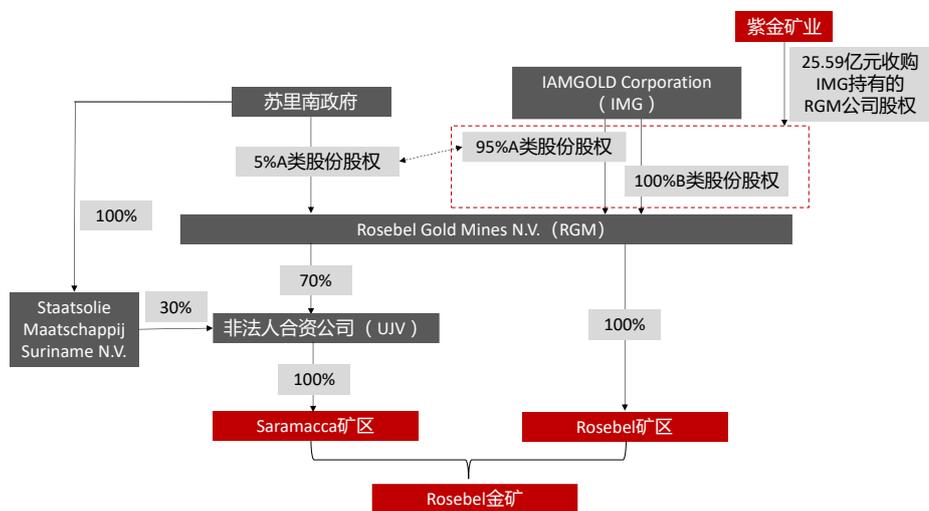
1 事件：收购苏里南 Rosebel 金矿项目	3
2 Rosebel 金矿项目概况	4
2.1 交通便利、设施完善的成熟矿山	4
2.2 资源量储量丰富，资源禀赋较好	5
3 对紫金矿业影响几何？	6
3.1 收购对价如何？	6
3.2 矿山未来发展潜力如何？	7
3.3 资本开支影响如何？	9
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：收购苏里南 Rosebel 金矿项目

2022 年 10 月 18 日，公司发布公告与加拿大多伦多上市公司 IAMGOLD Corporation (简称“IMG”) 签署《股份收购协议》，公司将通过境外全资子公司 Silver Source Group Limited 出资 3.6 亿美元 (约合人民币 25.59 亿元，以 2022 年 10 月 18 日中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价 1 美元兑换 7.1086 元人民币折算)，收购 IMG 持有的 Rosebel Gold Mines N.V. (简称“RGM”) 95% 的 A 类股份股权和 100% 的 B 类股份股权。RGM 拥有苏里南 Rosebel 金矿项目 (包含 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区)。

RGM 设立于 2002 年 5 月 8 日，注册地苏里南共和国，主要从事黄金及其他矿物的勘探、开采、选冶、销售等业务。RGM 发行 A 类股份与 B 类股份，IMG 持有 RGM950 股 A 类股份及 7,999,000 股 B 类股份，占 RGM 已发行且流通的 A 类股份的 95% 以及 B 类股份的 100% 股权，苏里南政府持有 RGM 剩余的 5% A 类股份。RGM 持有 Rosebel 矿区 100% 权益。RGM 还持有非法人合资公司 (UJV) 70% 权益，苏里南政府通过全资子公司 Staatsolie Maatschappij Suriname N.V. 持有 UJV 剩余 30% 权益。UJV 持有 Saramacca 矿区 100% 权益。

图1：Rosebel 金矿股权示意图 (收购完成后)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 Rosebel 金矿项目概况

2.1 交通便利、设施完善的成熟矿山

地处南美洲苏里南。 Rosebel 金矿项目位于南美洲苏里南北部 Brokopondo 地区和 Sipaliwini 地区，首都 Paramaribo 以南 80 公里，包括 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区，其中 Rosebel 矿区为主矿区，Saramacca 矿区位于 Rosebel 选厂西南约 25 公里。从首都到达 Rosebel 矿区总路程约 100 公里，项目交通较为方便；现场生产、生活基础设施齐全，距 Rosebel 营地 5 公里有 1.2 公里长简易机场，现场用电由 Afobaka 水电站提供，能满足矿山运营所需电力。

该项目属于热带气候，全年各季均可开展勘探和生产活动。 Rosebel 矿区为丘陵和低洼地形，Saramacca 矿床沿 Brokolonko 山脊分布，区域海拔在 250-1200 米。

RGM 拥有 2 个开采特许权和 9 个探矿权。

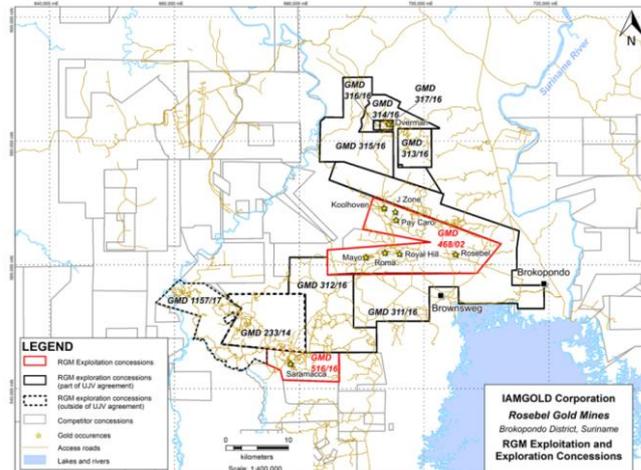
- ① **开采特许权。** **Gross Rosebel 矿区开采特许权：**RGM 于 2002 年获得 Rosebel 矿区的开采特许权，期限 25 年，面积为 170 平方公里。Rosebel 矿区的开采特许权将于 2027 年 12 月份到期，根据《矿业协议》，Rosebel 矿权的开采特许权在到期后，将得以再延长 15 年。**Pikin Saramacca 矿区开采特许权：**RGM 于 2019 年 5 月获得 Saramacca 矿区开采特许权，面积为 49.75 平方公里，有效期至 2044 年 5 月。
- ② **探矿权：**RGM 拥有 9 个探矿权，面积合计约 788.49 平方公里，其中 7 个探矿权已于 2020 年 8 月份到期，标的公司已经提交了延期申请。按照苏里南矿业法规，在矿业主管部门做出延期的决策之前，标的公司拥有的这些探矿权仍然有效。

图2：Rosebel 位于南美洲苏里南



资料来源：Rosebel 可研报告，民生证券研究院

图3：RGM 对 Rosebel 矿区的勘探进展



资料来源：Rosebel 可研报告，民生证券研究院

2.2 资源量储量丰富，资源禀赋较好

根据 RGM 和加拿大技术咨询公司 SRK Consulting (Canada) Inc. (SRK)、WSP Canada Inc. (WSP)编写的 NI43-101 报告，截至 2021 年底，Rosebel 金矿项目（包括 12 个矿床以及低品位矿堆）按 100%权益的总资源量为矿石量 1.96 亿吨，金金属量为 699.2 万盎司（约 217 吨），平均品位 1.11 克/吨，其中资源量超过 100 万盎司的有 4 个矿床。储量包括 7 个矿床及低品位矿堆，金金属量为 382.9 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.09 克/吨。

表1：Rosebel 金矿资源量情况

矿区	类别	矿石量 千吨	金品位 克/吨	金金属量 千盎司
Rosebel 矿区	探明+控制	150,550	0.99	4,790
	推断	16,051	0.88	455
	合计	166,601	0.98	5,245
Saramacca 矿区	探明+控制	23,166	2.03	1,515
	推断	5,966	1.2	233
	合计	29,132	1.87	1,748
总计		195,732	1.11	6,992

资料来源：公司公告，民生证券研究院

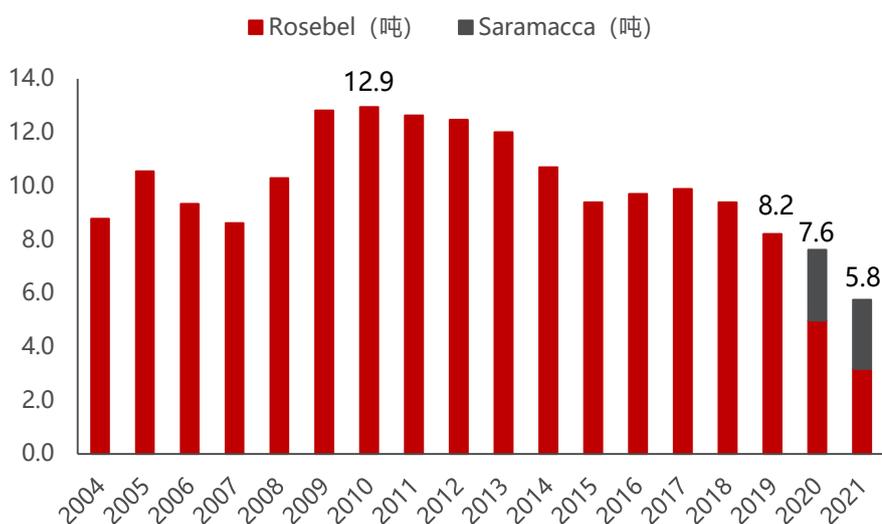
表2：Rosebel 金矿储量情况

矿区	类别	矿石量 千吨	金品位 克/吨	金金属量 千盎司	归母金金属量 千盎司
Rosebel	证实	10,828	0.6	219	208
	概略	75,974	1	2,377	2,258
	证实+概略	86,802	0.9	2,595	2,466
Saramacca	证实	499	0.5	8	6
	概略	21,863	1.7	1,225	814
	证实+概略	22,362	1.7	1,233	820
Rosebel and Saramacca	证实	11,327	0.6	227	213
	概略	97,837	1.1	3,602	3,073
	证实+概略	109,164	1.1	3,829	3,286

资料来源：Rosebel 可研报告，民生证券研究院

Rosebel 金矿为南美洲最大的在产金矿之一，Rosebel 矿区于 2004 年投产，Saramacca 矿区于 2020 年下半年投产，自 2004 年至 2021 年合计产金 565 万盎司（约 176 吨），年均产金 31.4 万盎司（约 10 吨），其中 Saramacca 矿区投产以来产金 16.8 万盎司（约 5 吨）。项目自投产以来，多年维持较好的盈利能力，2019 年以来因受到主矿区欠剥离、新冠疫情、暴雨等因素影响，项目产量逐年下降，2019-2021 年项目按 100% 权益的金产量分别为 26.5 万盎司、24.5 万盎司、18.8 万盎司（约 8.2 吨、7.6 吨、5.8 吨）。2022 年以来生产经营有显著好转，今年上半年实际黄金产量 11.2 万盎司（约 3.5 吨）。

图4: Rosebel 金矿历年产量



资料来源: Rosebel 可研报告, 民生证券研究院

3 对紫金矿业影响几何?

3.1 收购对价如何?

本次苏里南金矿收购对价较为合理。根据紫金矿业收购价格推算，苏里南金矿 100% 权益对价为 26.94 亿元，单吨黄金资源量对价为 0.12 亿元，单吨黄金储量对价为 0.23 亿元。(1) 对比此前收购的新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿（单吨黄金资源量对价为 0.055 亿元）较高，原因是萨瓦亚尔顿金矿处于项目早期，且开发难度较大，因此对价较低；(2) 以单吨黄金储量的对价来看，对比赤峰黄金、银泰黄金、乃至紫金矿业此前收购的海域金矿而言对价都较低，或因当前苏里南金矿完全维持成本较高，考虑到后续紫金进入矿山后凭借自身对矿山经营的深厚积累，金矿成本或可降低。

表3：2021 年以来部分海内外黄金矿山收购对价

时间	收购方	矿山	收购对价 (亿元)	权益	单吨黄金资源 量对价 (亿 元)	单吨黄金储 量对价 (亿 元)	黄金资源量 (吨)	黄金储 量 (吨)
2022-10	紫金矿业	苏里南金矿	25.59	95%	0.1241	0.2264	217.0	119.0
2022-10	紫金矿业	海域金矿	39.80	30%	0.2359	0.6252	562.4	212.2
2022-10	招金矿业	海域金矿	8.16	6.14%	0.2363	0.6263	562.4	212.2
2022-7	紫金矿业	新疆乌恰县萨瓦亚 尔顿金矿	4.61	70%	0.0551	-	119.5	-
2021-11	赤峰黄金	加纳 Wassa 金矿	18.62	56%	0.0915	0.9926	364.8	33.6
2021-9	银泰黄金	华盛金矿	10.37	60%	0.2446	-	70.7	-
2021-3	澳大利亚进 化矿业	Bateman 金矿	18.00	100%	0.7930	0.9091	22.7	19.8

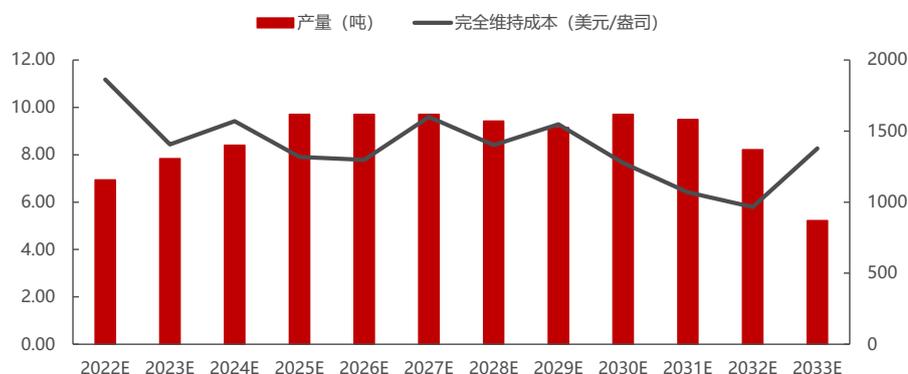
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.2 矿山未来发展潜力如何？

年均产金近 10 吨，接近大型矿山生产规模。根据 IMG 于 2022 年 3 月发布的最新矿山规划，Rosebel 金矿项目排产服务年限为 12 年（2022-2033 年），年均产金 27.7 万盎司（约 8.6 吨），总计 332.7 万盎司（约 103.5 吨），其中 2024-2032 年均产金 31.2 万盎司（约 9.7 吨）。

受各方因素影响，矿山成本近两年有较大的增长。Rosebel 金矿项目（RGM 95%权益部分）2017-2019 年黄金单位总维持成本分别为 931 美元/盎司、1,006 美元/盎司和 1,165 美元/盎司。由于新冠疫情影响产量下降、剥离等资本性开支的增加，以及大宗原材料价格上涨等一系列因素，项目单位成本 2020 年以来呈上涨趋势，2020、2021 年和 2022 年上半年黄金单位总维持成本分别为 1,224 美元/盎司、1,859 美元/盎司和 1,832 美元/盎司。

无论是矿山的原持有者 IMG 还是紫金矿业都认为该矿山当前的高成本并不会持续，后续存在较大降本空间。IMG 公司公告中指出，未来 12 年矿山规划的现金成本平均为 993 美元/盎司，完全维持成本平均为 1350 美元/盎司，相比于 2022H1 的 1832 美元/盎司有较大降本空间。而紫金在公告中也指出，公司认为 Rosebel 金矿在采矿方面有改进空间，主要包括实施分层采矿降低采矿贫化率、运输车辆在采场工序的合理配置、采用更合适的设备、优化配件采购计划、采坑排放废石等措施，可有效降低采剥成本。随着未来采剥量的提高及处理规模的加大，预计单位运营成本将会下降。

图5: Rosebel 金矿 2022-2033 年规划产量和完全维持成本


资料来源: IMG 公司公告, 民生证券研究院

表4: Rosebel 金矿 2022-2033 年规划

项目	规划量 (12 年)
Rosebel 矿	
矿石 (百万吨)	74.00
剥采比	5.70
矿石品位 (克/吨)	0.98
Saramacca 矿	
矿石 (百万吨)	21.60
剥采比	7.60
矿石品位 (克/吨)	1.76
干磨矿石量 (百万吨)	105.90
年平均干磨矿石量 (百万吨/年)	8.80
原矿品位 (克/吨)	1.10
金回收率 (%)	89%
金总产量 (吨)	103.47
金年平均产量 (吨/年)	8.62
现金成本(美元/盎司)	993
完全维持成本 (美元/盎司)	1350
维持性资本支出总额 (百万元)	7353
扩张性资本支出总额 (百万元)	1606

资料来源: IMG 公司公告, 民生证券研究院

注: 汇率采用 2022 年 10 月 19 日数值, USDCNY=7.2

根据我们测算, 采用公司披露的测算假设, 即年均黄金销量 8.62 吨, 完全维持成本 1350 美元/盎司, 并假设黄金价格为 1700 美元/盎司, 所得税率为 15%, 少数股东损益占比 15% (考虑紫金持有 RGM95%权益以及 Saramacca 有 30%权益为 UJV 所有), 则年均归母净利润为 5.05 亿元。若金价每上涨 200 美元/盎司, 苏里南金矿贡献的归母净利润将增加 2.88 亿元。

表5: 假设黄金价格 1700 美元/盎司, Rosebel 金矿年均贡献归母净利润 5 亿元

项目	单位	数值
黄金价格假设	美元/盎司	1700
产量	吨	8.62
销量	吨	8.62
完全维持成本	美元/盎司	1350
利润总额	亿元	6.98
所得税率	%	15%
净利润	亿元	5.94
少数股东损益	%	15%
归母净利润	亿元	5.05

资料来源: IMG 公司公告, 民生证券研究院测算

注: 汇率采用 2022 年 10 月 19 日数值, USDCNY=7.2

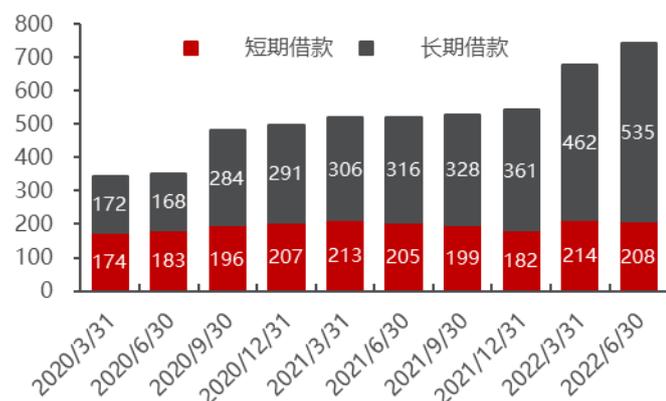
表6: Rosebel 金矿年均归母净利润弹性

归母净利润 (亿元)	黄金价格 (美元/盎司)						
	1300	1500	1700	1900	2100	2300	2500
	-0.72	2.16	5.05	7.93	10.81	13.70	16.58

资料来源: 民生证券研究院测算

3.3 资本开支影响如何?

本次收购金额不会使公司正常的生产经营产生较大压力。本次交易金额为 3.6 亿美元, 约合人民币 25.59 亿元, 占公司 2021 年度经审计归母净资产的 3.6%。本次收购的资金来源为公司自筹。截至 2022 年 6 月底, 公司借款总额为 743.19 亿元, 资产负债率为 59.11%, 仍低于 60%。同时公司拥有由银行提供的无指定用途的授信额度约 2,259.89 亿元人民币, 债务负担可控。

图6: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)


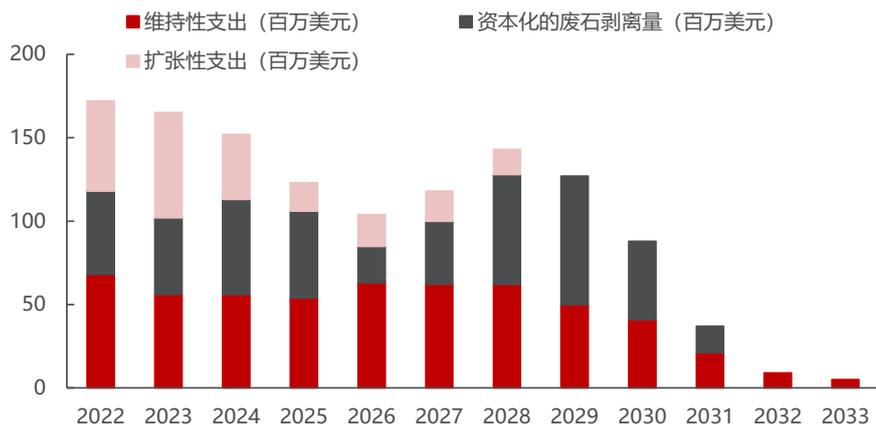
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 公司资产负债率变化


资料来源: wind, 民生证券研究院

苏里南金矿为成熟矿山, 后续扩张性资本开支有限, 更多为维持性资本开支。
根据 Rosebel 金矿的可研报告, 该矿山在 2022-2028 年仍有一定的扩张性资本开支。

图8: IMG 公司对 Rosebel 金矿 2022-2033 年规划的资本开支

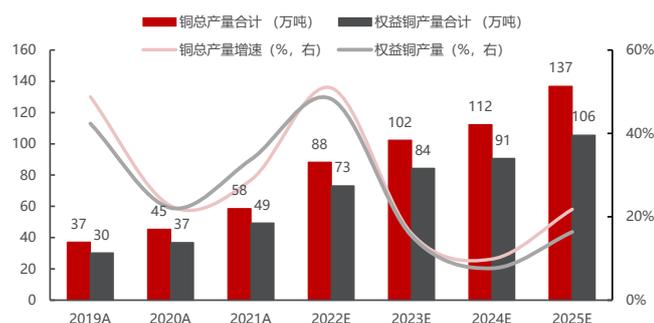


资料来源: IMG 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

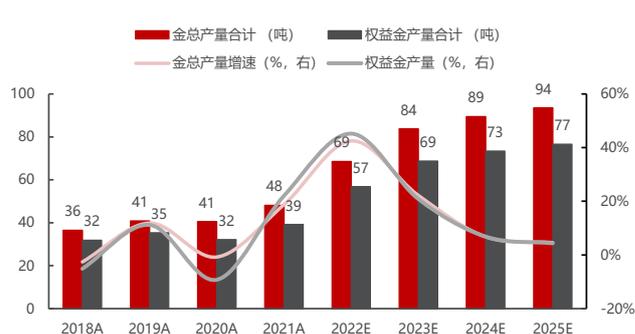
考虑到苏里南金矿是在产的成熟矿山，假设 2022 年内公司能顺利交割该矿山。预计公司 2022-2025 年铜产量或将达到 88/102/112/137 万吨，黄金产量或将达到 69/84/89/94 吨。

图9：公司矿产铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

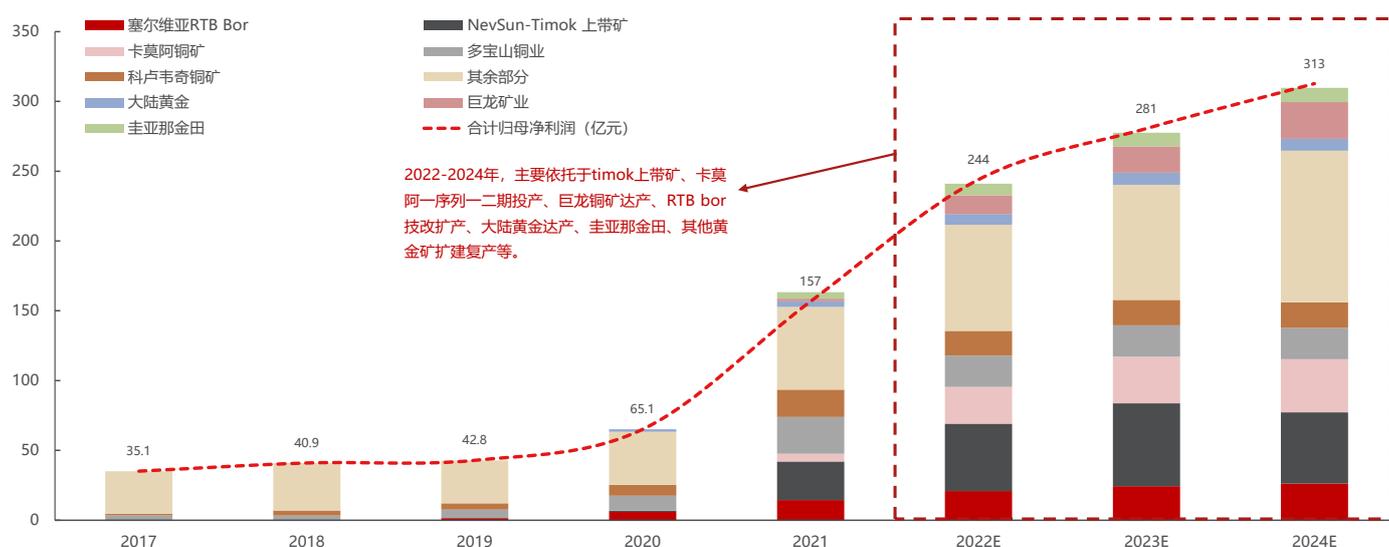
图10：公司矿产金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。考虑到本次收购后苏里南 Rosebel 金矿对公司利润的贡献，我们上调公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司 will 实现归母净利润 244 亿元、281 亿元、313 亿元，对应 10 月 20 日收盘价的 PE 为 8x、7x 和 7x，维持“推荐”评级。

图11：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 244、281 和 313 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1) 黄金价格下跌的风险。金矿的盈利能力与黄金价格直接相关,若金价下跌,则会对矿山盈利能力产生较大影响,进而影响公司盈利。

2) 地缘政治的风险。本次收购矿山原拥有者为加拿大上市公司,矿山地处南美苏里南,海外政权更迭、政策变更具备较大不确定性,若出现不利的政策变更,会对公司的盈利能力产生影响。

3) 项目运营风险。公司长期跟踪和关注该项目,认为项目有较好的资源潜力和运营改善潜力,但可能存在采矿贫化率高导致采出品位低于计划、运营成本较高等情形,将对项目盈利带来不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	225102	306060	367965	411746
营业成本	190351	255437	309485	348028
营业税金及附加	3460	4132	4968	5353
销售费用	412	1010	1214	1153
管理费用	5309	7039	8095	8647
研发费用	771	1132	1251	1235
EBIT	25670	37309	42953	47330
财务费用	1496	2405	2438	2249
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1692	2448	2944	3294
营业利润	25087	37878	44123	49101
营业外收支	-293	-244	-222	-214
利润总额	24794	37634	43901	48887
所得税	5194	7527	8780	9777
净利润	19600	30108	35121	39109
归属于母公司净利润	15673	24387	28090	31287
EBITDA	33865	46503	53265	58741

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14222	18488	29581	38456
应收账款及票据	2445	2695	3361	3834
预付款项	1782	2458	2936	3310
存货	19309	28393	33832	37802
其他流动资产	9306	12942	16082	18956
流动资产合计	47064	64976	85792	102358
长期股权投资	9628	10931	12455	14073
固定资产	55597	66625	75946	83363
无形资产	47531	55725	63845	70765
非流动资产合计	161530	180033	196596	210834
资产合计	208595	245009	282389	313193
短期借款	18229	11972	15831	5855
应付账款及票据	7837	10617	12897	14461
其他流动负债	24237	31490	35600	38308
流动负债合计	50302	54079	64328	58625
长期借款	36127	47245	48245	54633
其他长期负债	29268	29680	29690	29700
非流动负债合计	65395	76925	77935	84333
负债合计	115698	131004	142263	142958
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	21863	27583	34614	42436
股东权益合计	92897	114005	140125	170235
负债和股东权益合计	208595	245009	282389	313193

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.25	35.96	20.23	11.90
EBIT 增长率	90.46	45.34	15.13	10.19
净利润增长率	140.80	55.60	15.18	11.38
盈利能力 (%)				
毛利率	15.44	16.54	15.89	15.47
净利润率	8.71	9.84	9.54	9.50
总资产收益率 ROA	7.51	9.95	9.95	9.99
净资产收益率 ROE	22.06	28.22	26.62	24.48
偿债能力				
流动比率	0.94	1.20	1.33	1.75
速动比率	0.52	0.63	0.76	1.04
现金比率	0.28	0.34	0.46	0.66
资产负债率 (%)	55.47	53.47	50.38	45.65
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.25	1.30	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.93	1.07	1.19
每股净资产	2.70	3.28	4.01	4.85
每股经营现金流	0.99	1.38	1.64	1.82
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	13	8	7	7
PB	2.9	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	8.05	5.88	5.02	4.34
股息收益率 (%)	2.53	4.32	4.32	4.32

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19600	30108	35121	39109
折旧和摊销	8195	9193	10312	11410
营运资金变动	-1320	-3719	-2696	-2781
经营活动现金流	26072	36306	43151	47829
资本开支	-20131	-25509	-25765	-24437
投资	-2915	-3216	-2115	-2203
投资活动现金流	-23765	-26276	-24936	-23345
股权募资	2759	0	0	0
债务募资	17017	6018	4869	-3578
筹资活动现金流	23	-5763	-7122	-15609
现金净流量	1845	4267	11093	8874

插图目录

图 1: Rosebel 金矿股权示意图 (收购完成后)	3
图 2: Rosebel 位于南美洲苏里南	4
图 3: RGM 对 Rosebel 矿区的勘探进展	4
图 4: Rosebel 金矿历年产量	6
图 5: Rosebel 金矿 2022-2033 年规划产量和完全维持成本	8
图 6: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	9
图 7: 公司资产负债率变化	9
图 8: IMG 公司对 Rosebel 金矿 2022-2033 年规划的资本开支	10
图 9: 公司矿产铜产量预测	11
图 10: 公司矿产金产量预测	11
图 11: 我们预计, 紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 244、281 和 313 亿元 (单位: 亿元)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: Rosebel 金矿资源量情况	5
表 2: Rosebel 金矿储量情况	5
表 3: 2021 年以来部分海内外黄金矿山收购对价	7
表 4: Rosebel 金矿 2022-2033 年规划	8
表 5: 假设黄金价格 1700 美元/盎司, Rosebel 金矿年均贡献归母净利润 5 亿元	9
表 6: Rosebel 金矿年均归母净利润弹性	9
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026