

审慎推荐-A (维持)

白银有色 601212.SH

当前股价: 4.26 元

2019年08月23日

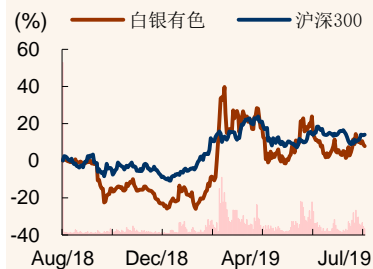
斯班一——世界级贵金属巨头：铂钯黄金

基础数据

上证综指	2883
总股本(万股)	740477
已上市流通股(万股)	196468
总市值(亿元)	315
流通市值(亿元)	84
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	0.5
资产负债率	70.1%
主要股东	中信国安集团有限公
主要股东持股比例	30.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	23	8
相对表现	-3	15	-7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《白银有色(601212)——矿产量进入加速提升期+氢能上游稀缺标的》2019-05-01
- 2、《白银有色(601212)——立于氢能最上游, 填补我国铂矿缺口》2019-03-24

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
S109051904002

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

本篇报告详细介绍斯班一公司。白银有色间接持有斯班一 20.06% 股权, 成为其第一大股东

- **斯班一是全球最大的稀贵金属公司之一。**它是全球最大的铂矿公司、第二大钯矿公司、全球第二大的铑生产商, 也是南非第二大黄金矿公司。同时是全球十大黄金公司之一。在南非约翰内斯堡股票交易所、纽约证券交易所上市, 上市名称为 Sibanye-Stillwater (股票代码 SBGL)。公司为国外成熟的矿业上市公司, 股东较为分散, 无实控人。第一大股东为第一黄金(白银有色全资子公司), 其余股东主要为国际大型投资机构, 如有 EXOR 集团、美国先锋集团、贝莱德集团等。
- **2012 年斯班一从母公司金田公司分拆出来并上市。**自成立以来, 斯班一在贵金属价格低位连续收购黄金、铂金等贵金属资产, 成长为全球贵金属巨头。2013 年三次收购, 2015 和 2016 年各一次。2017 年 5 月, 斯班一收购美国静水公司 (22 亿美金), 2019 年 5 月份完成 Lonmin 收购 (约 3.8 亿美金)。并购目标阶段性完成, 公司将开始内部整合, 提升盈利, 降低公司负债率。
- **贵金属资源量 14574 吨, 储量 2919 吨, 可能均为全球第一。**资源量远超全球黄金龙头巴里克和纽蒙特。贵金属资产可分为四部分: (1) 美国的 PGM (铂族元素) 矿山, 资源量 2595 金属吨, 平均品位 16.4 克/吨 (国内黄金开采品位一般 2 克/吨左右); 储量 796 吨, 品位 17.2 克/吨。(2) 南非的 PGM 资源量 3748 吨 (平均品位 4.5 克/吨), 储量 634 吨 (平均品位 3.2 克/吨); (3) 南非的黄金资源量 3038 吨 (平均品位 2.9 克/吨), 储量 516 吨 (平均品位 2.7 克/吨); (4) 2019 完成收购的 Lonmin, 资源量 (PGM+黄金) 资源量 5000 吨 (品位 4.4 克/吨), 储量 970 吨 (品位 3.9 克/吨)。公司另外拥有铀资源量 3.5 万吨, 铜 846 万吨。公司有开发铀矿的想法。
- **公司贵金属 (PGM+黄金) 2018 年产量 92 吨, 包含 Lonmin 则达约 130 吨。**由于受罢工和矿难影响, 公司 2018 年金矿产量 36.6 吨 (正常的金矿产量约 40-50 吨之间), 南非 PGM 产量 36.6 吨, 美国 PGM 产量 (矿山) 18.4 吨, 2018 年贵金属产量合计 92 吨。Lonmin 公司 2018 年 PGM 产量 38.2 吨。若包含 Lonmin, 则公司黄金及黄金等价物产量约 130 吨, 全球第三。
- **公司美国 PGM 业务的 bliz 项目预计 2021 年投产, 投产后将增加铂族元素产量 (主要是钯金) 9.3 吨, bliz 项目的矿石品位达到近 24 克/吨, 局部可 30 克/吨。**
- **由于公司贵金属产量大, 造成公司业绩大弹性。**贵金属价格上涨 10%, 理论上可以带来公司利润增量约 3 亿美金。金价上涨 10%, 理论上可增加约 1 亿美金净利润。

- 由于矿难（2018 年解决）和罢工影响，公司 2018 年亏损 1.7 亿美金。海外机构预测公司 2019-2021 年 2.38、8、9.3 亿美金净利润。公司当前市值 28.2 亿美金，对应市盈率 12、4 和 3 倍。因为今年 4 月份罢工问题才解决，预计上半年仍然亏损，下半年盈利会大幅改善。
- 按照国外常用的估值方式，EV/EBITDA 和 EV/EBIT，斯班一的估值优势也比较明显。EV/EBITDA 约 3.4 为行业均值（不包括国内）的二分之一；EV/EBIT 为 4.9，为行业均值的三分之一。纵向对比，公司的 EV/EBITDA、EV/EBIT 和 P/B 均处于历史均值附近。公司年报披露的 NAV 估值 60 亿美金，为当前市值的两倍。
- 估值弹性较大。从资源量/市值比、储量/市值比和产量/市值比的角度，公司大幅超越行业一个数量级。
- 风险提示：铅、锌、铜、金、银等主产品以及斯班一主产品黄金以及铂系金属价格波动风险；行业政策风险；汇率风险；在建项目建设和投产进度不及预期；稳定运行风险；并购项目进展不及预期矿山生产安全风险

国内外黄金巨头对比

	斯班一	纽蒙特	巴里克	纽克雷 斯	盎格鲁	紫金矿 业	山东黄 金	中金黄 金	招金矿 业
资源量/市值	75	1.82	2.85	4.01	9.48	2.02	0.81	1.41	3.10
储量/市值	15	1.04	1.09	1.49	2.40		0.27		1.48
产量/市值	66%	8%	7%	6%	19%	4%	3%	7%	7%

资料来源：Bloomberg、招商证券。国内采用生产成本，国外采用现金成本，单位元/克；市值为 A 股股价乘以总股本。中金黄金的产量为全部产量，权益值为其 60%；**斯班一成本较高，跟美国的铂金回收有关，购买废料成本较高，盈利能力较低。**该表格仅统计的贵金属资源。

正文目录

白银有色通过南非第一黄金间接持有斯班一	7
斯班一是全球领先的贵金属	9
成长历程——底部收购成就全球最大铂金公司	9
斯班一的业务划分——三个事业部	12
斯班一贵金属资源丰富	16
美国 PGM 业务	21
斯蒂尔沃夫特（Stillwater）	22
东博尔德（East Boulder Mine）	23
哥伦布冶金综合体（Columbus Metallurgical Complex）	23
南非 PGM 业务	24
勒斯滕堡（Rustenburg）	25
Aquarius	26
KROONDAL（50%）	26
含羞草（Mimosa）	27
收购 Wits Gold.....	27
南非黄金业务	29
贝娅特丽克丝（Beatrix）	29
克卢夫（KLOOF）	30
Kloof 优化项目.....	31
德里方丹（Driefontein）	31
Driefontein 优化项目.....	32
DRDGOLD	32
库克（Cooke）	33
收购 Lonmin	35
历史盈利分析.....	37
美国 PGM 业务	38
SA PGM 业务	39
SA 黄金业务.....	39
盈利预测及弹性测算	41
国内国际贵金属公司对比.....	43

风险提示.....	44
-----------	----

图表目录

图 1 白银有色是斯班一第一大股东	7
图 2 斯班一股东图	7
图 3 斯班一子公司	8
图 4 斯班一跻身全球第三大贵金属生产商	9
图 5 斯班一并购时间表	10
图 6 2017 年 5 月钯价低点收购美国静水公司	10
图 7 斯班一在价格周期底部连续并购	11
图 8 斯班一的业务划分	12
图 9 主要的矿山位置	13
图 10 主要矿山及项目的持股比例	13
图 11 斯班一近五年收入与净利润 单位：百万人民币	14
图 12 斯班一五年分产品收入 单位：百万人民币	14
图 13 斯班一五年分产品营业利润 单位：百万人民币	14
图 14 斯班一五年分产品毛利率	15
图 15 斯班一五年分产品净利润 单位：百万人民币	15
图 16 斯班一资产	16
图 17 斯班一全球业务分布	16
图 18 斯班一的主要矿产资源	17
图 19 美国 PGM 业务资源量大，品位高	21
图 20 2018 年储量增加 115 吨	21
图 21 SA PGM 资源量情况	24
图 22 SA PGM 资源储量	25
图 23 SA 黄金资源储量	29
图 24 Lonmin 2018 年的财年盈利 1.01 亿美金	36
图 25 公司历史盈利简表	37
图 26 美国 PGM 和 SA PGM 实现的 EBITDA 大幅改善	37
图 27 南非黄金业务对公司盈利造成重大负贡献	38
图 28 美国 PGM 随着价格走强，盈利能力大幅提升	38

图 29 SA PGM 生产规模和盈利能力	39
图 30 SA 黄金生产规模和盈利能力	40
图 31 公司的 NAV 估值测算, 约 800 亿兰特 (60 亿美金)	42
图 32 EV/EBITDA 在历史均值附近	42
图 33 EV/EBIT 低于历史均值	42
图 34 公司的 P/B 处于历史均值附近	42
表 1: 斯班一 PGM 资源量和资源储量 (不含 Lonmin)	17
表 2: 斯班一铂族金属资源和资源储量	18
表 3: 斯班一铂族金属产量 (不含 Lonmin)	18
表 4: 斯班一黄金资源量和资源储量	19
表 5: 斯班一南非黄金产量	19
表 6: 斯班一铀资源量	19
表 7: 斯班一铜资源量	19
表 8: 中英文对照表	20
表 9: 美国 PGM 盈利能力强	22
表 10: 斯蒂尔沃夫特被收购前产量	22
表 11: 斯蒂尔沃夫特资源量和储量	22
表 12: 东博尔德被收购前产量	23
表 13: 东博尔德资源量和储量	23
表 14: 哥伦布冶金综合体产量	23
表 15: SA PGM 业务的经营情况分析	25
表 16: 勒斯滕堡被收购后产量	26
表 17: 勒斯滕堡资源量	26
表 18: Kroondal 被收购后产量	26
表 19: Kroondal 资源量	27
表 20: 含羞草被收购后产量	27
表 21: 含羞草资源量	27
表 22: Wits Gold 资源量	28
表 23: 贝娅特丽克丝近五年产量	30
表 24: 贝娅特丽克丝资源与资源储量	30

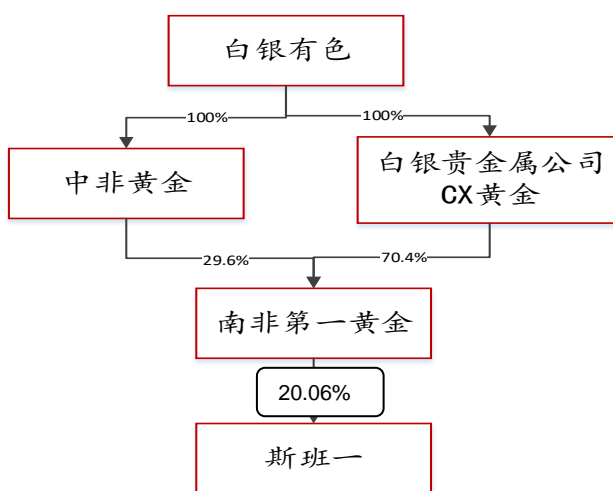
表 25: 贝娅特丽克丝改进设备可以开采的资源量	30
表 26: 克卢夫近五年产量	31
表 27: 克卢夫资源量和资源储量	31
表 28: 克卢夫优化后资源量和资源储量	31
表 29: 德里方丹近五年产量	32
表 30: 德里方丹截至 2018 年资源储备	32
表 31: 克卢夫改进设备可以开采的资源量	32
表 32: WRTRP 资源量	32
表 33: DRDGOLD 资源量和资源储量	33
表 34: DRDGOLD 改进设备可获得的资源	33
表 35: 库克近五年产量	33
表 36: 库克资源与资源储量	34
表 37: 2018 年 Lonmin 的贵金属矿产量 (吨)	35
表 38: Lonmin 矿产资源量及储量	35
表 39: 公司的盈利弹性测算 (未考虑成本变动)	41
表 40: 国外投行对公司的盈利预测 (兰特, 兰特与美元的汇率为 14.2)	41
表 41: 国内外黄金巨头对比	43
表 42: 估值对比	43

白银有色通过南非第一黄金间接持有斯班一

2018年，白银有色通过发行股份和支付对价的方式购买中非基金持有的中非黄金的100%股权，交易作价约21.97亿元，其中现金支付7.25亿元，中非黄金无实际经营业务，核心资产是对第一黄金的长期股权投资，直接持有其29.60%股权。

在此次收购前，白银有色通过持股白银贵金属公司、CX黄金合计间接累计持有第一黄金70.4%的股份，通过对中非黄金的收购，白银有色间接累计持有第一黄金100%股权，实现对第一黄金的完全控股，同时第一黄金共持有斯班一约20.06%的股份，是斯班一第一大股东。

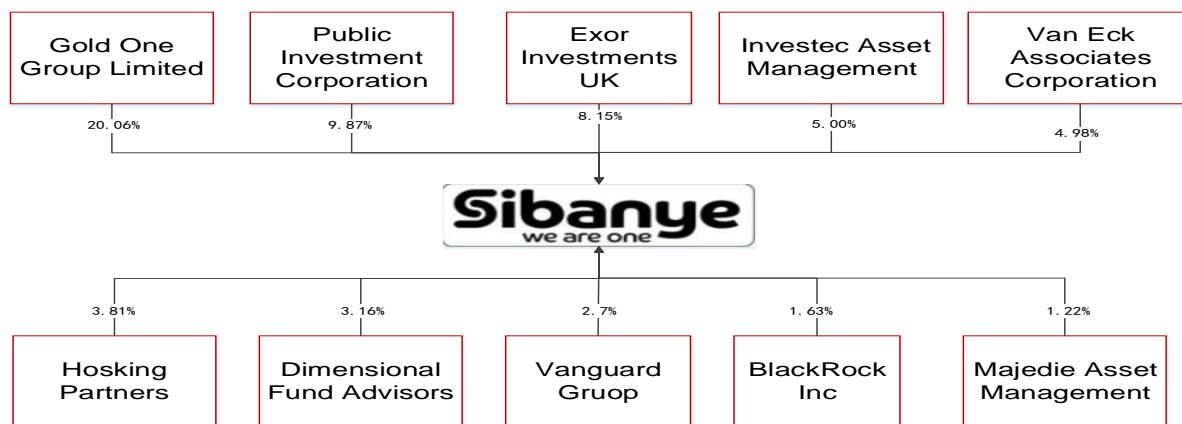
图1 白银有色是斯班一第一大股东



资料来源：白银有色公告、招商证券

斯班一作为全球最大贵金属公司之一，在约翰内斯堡、纽约和伦敦三地上市，其股东主要由全球知名的机构投资者组成。其中EXOR集团持有8.15%的股权，它是意大利最大的私营工商业集团，是欧洲最大的投资公司之一。另外有天达投资、先锋基金、贝莱德资本等。

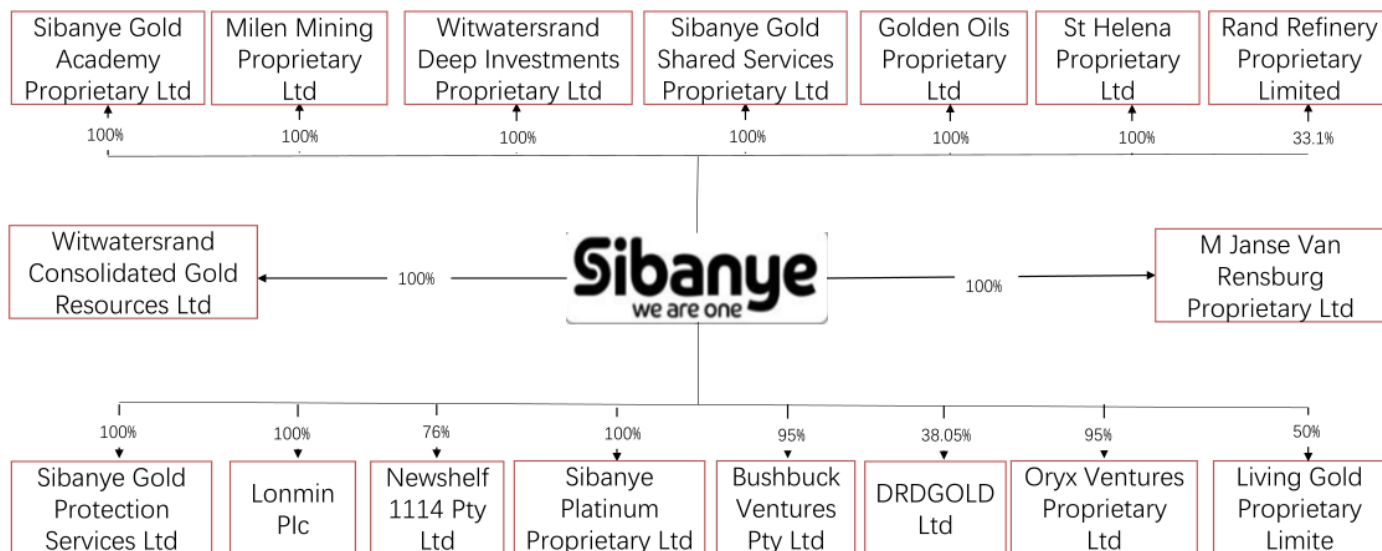
图2 斯班一股东图



资料来源：公司公告、招商证券

以下为斯班一的主要子公司及股份占比。

图 3 斯班一子公司

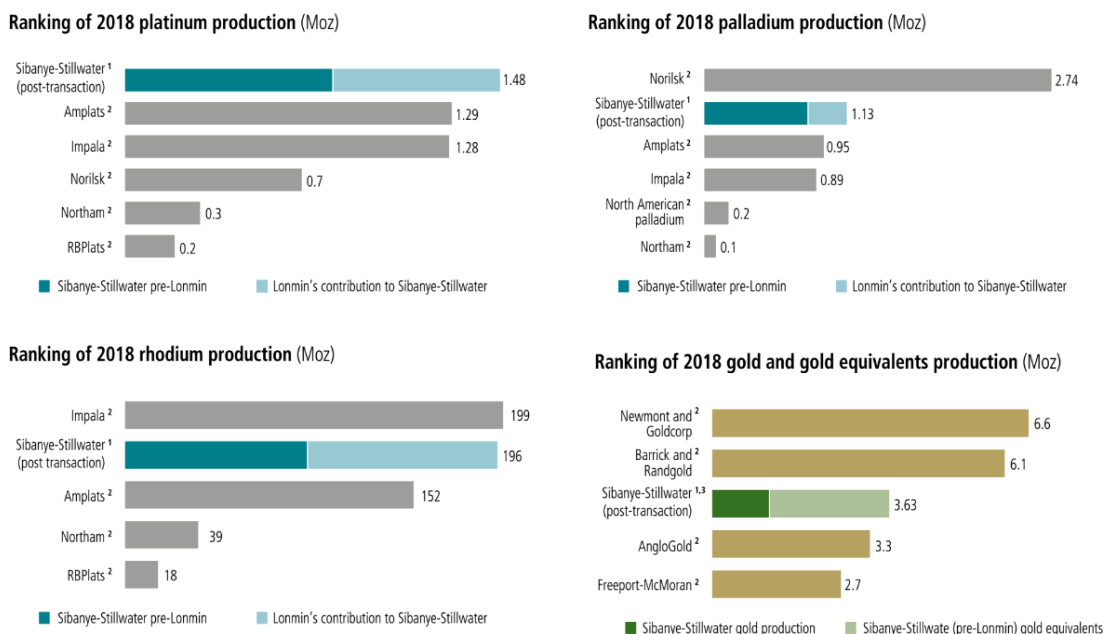


资料来源：公司公告、招商证券

斯班一是全球领先的贵金属

斯班一是全球最大的稀贵金属公司之一。它是全球最大的铂矿公司、第二大钯矿公司、全球第二大的铑生产商，也是南非第二大黄金矿公司。同时是全球十大黄金公司之一。在南非约翰内斯堡股票交易所、纽约证券交易所上市，上市名称为斯班一-静水公司。

图 4 斯班一跻身全球第三大贵金属生产商



资料来源：公司年报，招商证券。黄金等价物包括 Lonmin 的贵金属产量。

成长历程——底部收购成就全球最大铂金公司

2012 年斯班一从母公司金田公司分拆出来，在约翰内斯堡股票交易所挂牌交易，挂名斯班一黄金。自 2013 年成立以来，斯班一不断收购矿山资产，合并多家贵金属巨头，至今已经成长成为具有国际竞争力的多元化贵金属矿业公司。2017 年 5 月，斯班一收购 Stillwater Mining Company，跻身为球第三大钯金生产商和第三大铂金生产商，并开始内部资源重组。

2015 年并购水瓶座和乐斯腾堡，此后钯和钌价格大幅上涨 200% 和 370%。4E 一篮子价格达到 17695 兰特，比当时高了 60%。

2017 年 5 月 22 亿美金在钯金价格低位收购美国静水公司，成为全球第三大钯金生产商。收购完成后，钯金价格上涨 80%。

图 5 斯班一并购时间表



资料来源：公司公告、招商证券

图 6 2017 年 5 月钯价低点收购美国静水公司



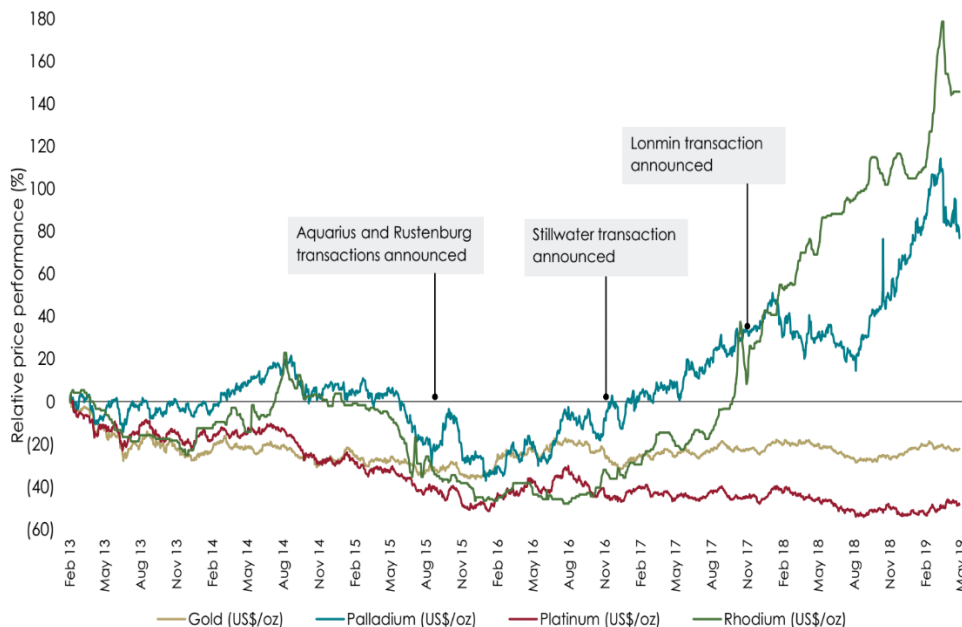
资料来源：公司公告、招商证券

2019 年 5 月份完成 Lonmin 收购(约 3.8 亿美金), 公司已经成为全球最大的铂金生产商, 第二大铂族金属生产商, 第二大钯生产商 (仅次于第一大)。公司也已经是全球第三大贵金属生产商, 前两大分别为纽蒙特和巴里克。

公司大约花费了 340 亿兰特 (170 亿人民币), 在价格周期底部收购了 PGM 资产 (铂族

元素), 成为了重要的 PGM 生产商。

图 7 斯班一在价格周期底部连续并购



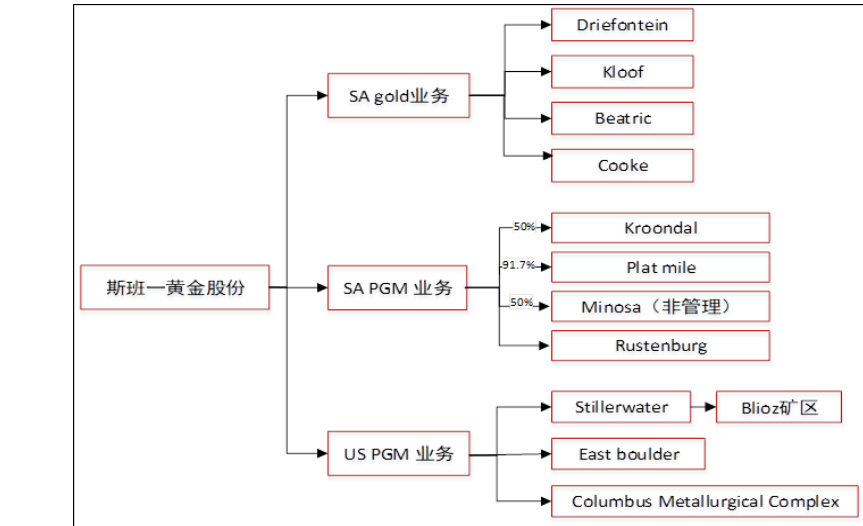
- Palladium and Rhodium prices have risen by over 120% and 300% respectively since announcement of the Aquarius and Rustenburg transactions in 2016
- Growing consensus that fundamental outlook for Palladium and Rhodium will remain positive for some years, supporting and even driving current spot prices higher
- Substitution necessary to restore balance - consistent with our forecasts

资料来源: 公司公告、招商证券

斯班一的业务划分——三个事业部

按照区域和产品，斯班一主要三块业务：美国 PGM（铂族元素）、南非 PGM 和南非黄金。

图 8 斯班一的业务划分



资料来源：公司公告、招商证券

美国 PGM 业务部。美国业务主要生产钯和铂(78%Pd 和 22%Pt)，称为 2E(或 2PGM)。对含有 PGM 的矿石进行处理，冶炼和精炼，以生产富含 PGM 的滤饼。第三方进一步精炼。两个主力矿山 East Boulder 矿和静水矿（包括布里茨矿）位于美国蒙大拿。

南非 PGM 业务部。在南非有 Kroondal、Rustenburg 和 Platinum Mile 三个矿山，这三个矿山位于南非的布市维尔德咋岩体西部分支。Mimosa 是合营公司，位于津巴布韦大岩墙的南部，处理勒斯滕堡铂矿的副产物。公司南非生产的 PGM 含铂 58%，钯 32%，铑 8%和黄金 2%，这四种元素简称 4E，即 3PGM+黄金。铱和钌作为副产品，它们与三个主要 PGM 一起被称为 6E (5PGM+Au)。此外，南非的铂矿中伴生有镍，铜和铬等副产物。

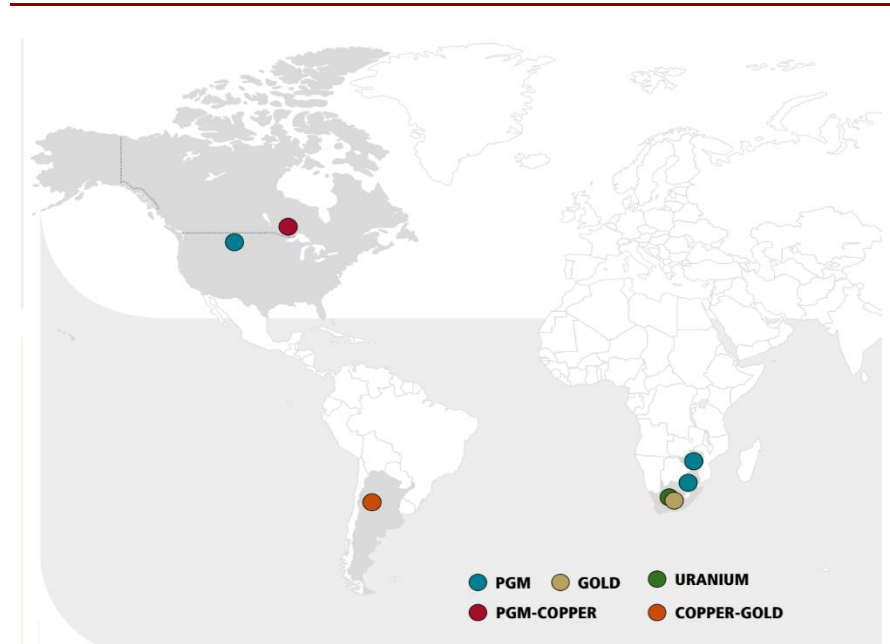
南非黄金业务部。主要金矿有德里方丹、可卢夫和库克，它们位于南非维特沃特斯兰德盆地西部，全部为露天开采。比阿特丽克思矿位于自由州金矿区的南部。另外公司持有 DRD GOLD Limited 38.05%的股权，该公司主要加工维特沃特斯兰德东部到西部的尾矿。

斯班一三个板块收入整体呈现增长趋势，2016 年营业收入达到了 158 亿元，最高实现净利润 18.8 亿元人民币。进入 PGM 行业之后，公司营业收入显著增加，2017 年营业收入达到 242 亿元，增长率超过 50%，但是 2017 年由于 Cooke 运营持续亏损，以及贝娅特丽克丝西部和德里方丹矿石品位降低，斯班一在 10 月份关闭了 Cooke 的地下采矿，加上 2017 年黄金价格较 2016 年降低约 9%，导致斯班一黄金业务价格和产量两方面受损，因此南非黄金表现为亏损。同时 2017 年南非的 PGM 业务由于收购导致了折旧和摊销的增加，整体表现为亏损，因此 2017 年虽然美国 PGM 业务利润可观，仍旧亏损。

2018 年斯班一营业收入 240 亿元人民币，但净利润仍旧为负值，这主要是因为 2018 年一季度克卢夫安全事故、贝娅特丽克丝停电、德里方丹和克卢夫两个操作设备在地震中受损、库克由于连续亏损停止运营、下半年南非运营遭遇罢工等，斯班一仍旧表现为亏

损，但是亏损幅度较 2017 年已经有显著减少。

图 9 主要的矿山位置



资料来源：公司公告，招商证券

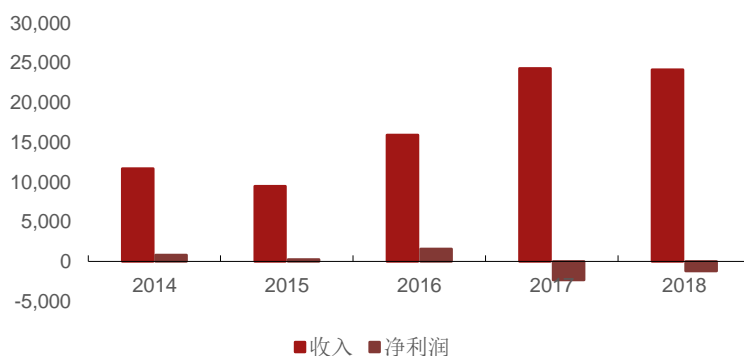
图 10 主要矿山及项目的持股比例

UNITED STATES	SOUTHERN AFRICA
PGM OPERATIONS <ul style="list-style-type: none"> • East Boulder • Stillwater (including Blitz) 	PGM OPERATIONS <ul style="list-style-type: none"> • Rustenburg • Kroondal (50%) • Mimosa (50%)¹ • Platinum Mile (91.7%)¹
OTHER PROJECTS <ul style="list-style-type: none"> • Altar (Argentina)¹ • Marathon (Canada) • Rio Grande (Argentina) 	PGM PROJECTS <ul style="list-style-type: none"> • Hoedspruit (74%) • Vygenhoek (50%) • Zondernaam (74%) • Blue Ridge (50%)²
	GOLD OPERATIONS <ul style="list-style-type: none"> • Beatrix • Driefontein • Kloof • Cooke² • DRDGOLD (Ergo and FWGR³) (38%)¹
	GOLD PROJECTS <ul style="list-style-type: none"> • Burnstone • SOFS⁴

¹ Non-managed
² Underground operations on care and maintenance
³ Far West Gold Recoveries
⁴ Southern Orange Free State project

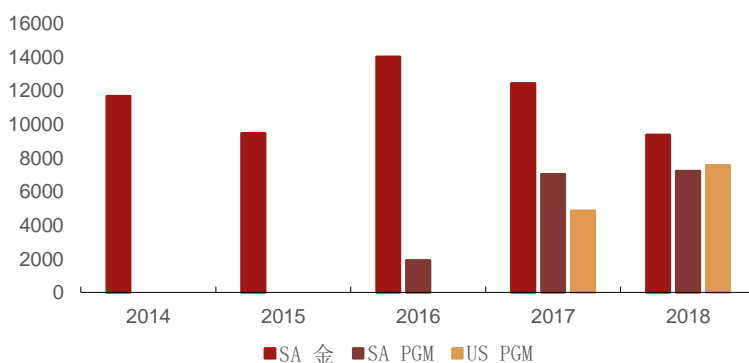
资料来源：公司公告、招商证券

图 11 斯班一近五年收入与净利润 单位：百万人民币



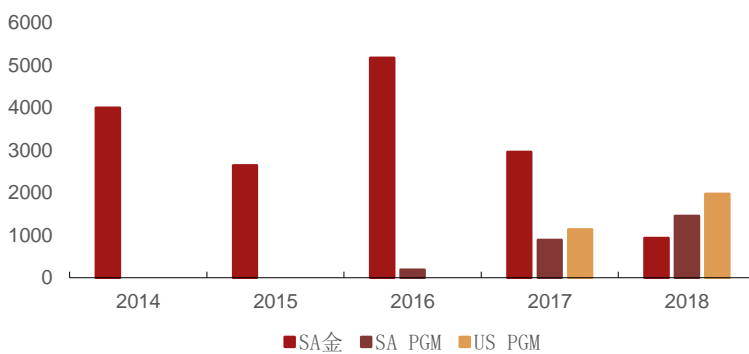
资料来源：公司公告、招商证券

图 12 斯班一五年分产品收入 单位：百万人民币



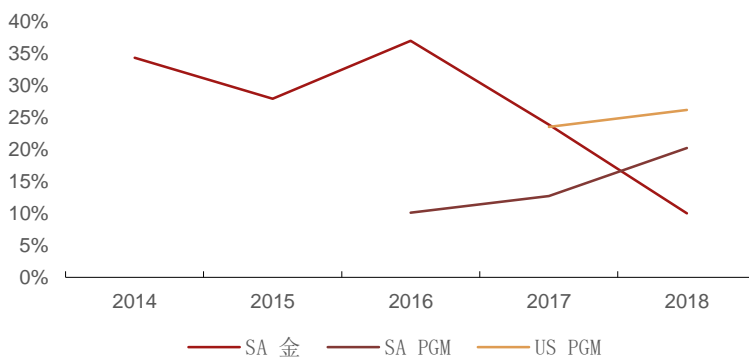
资料来源：公司公告、招商证券

图 13 斯班一五年分产品营业利润 单位：百万人民币



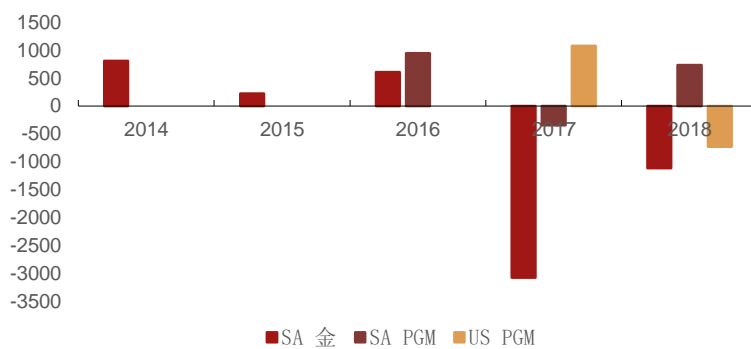
资料来源：公司公告、招商证券

图 14 斯班一五年分产品毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 15 斯班一五年分产品净利润 单位：百万人民币

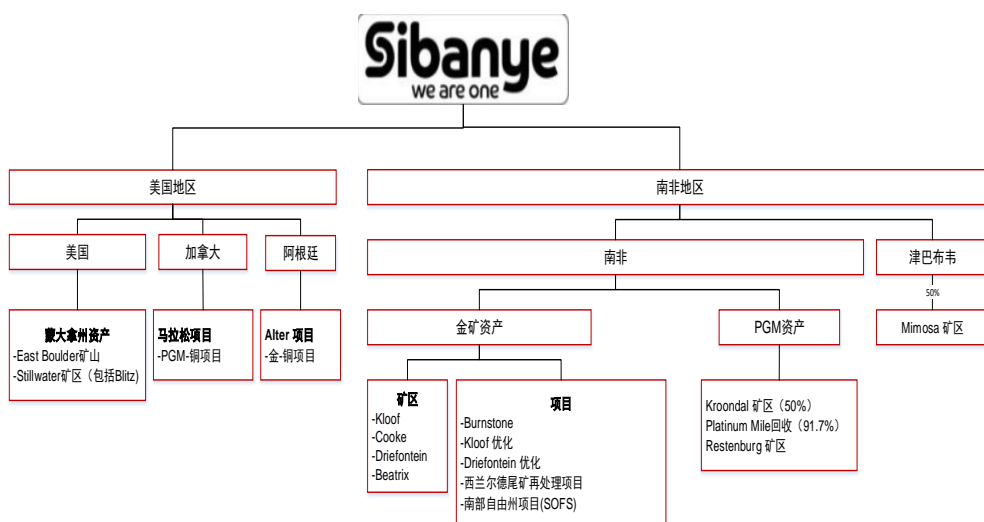


资料来源：公司公告、招商证券

斯班一贵金属资源丰富

斯班一是一个全球性的贵金属生产和制造公司，在美国和南非拥有 Kloof、Cooke、Driefontein 和 Beatrix 四个黄金矿区，Kroondal、Restenburg、Mimosa、Stillwater 和 East Boulder 五个 PGM 矿区，其中在南非的 Restenburg 矿区是全球最大的铂矿。同时斯班一还拥有多个潜力较大的待开发项目，如 Kloof 优化和 Driefontein 优化项目。同时斯班一和 Regulus Resources Inc. (“Regulus”)和 Aldebaran Resources Inc. (“Aldebaran”)合营共同开发 Alter 矿区的价值，Alter 拥有丰富的金矿和铜矿资源。

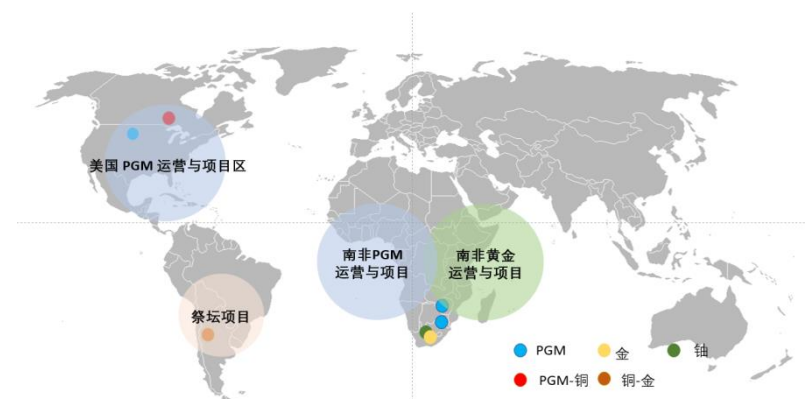
图 16 斯班一资产



资料来源：公司公告、招商证券

斯班一 PGM 资源量 6358 吨（未包含 Lonmin），黄金资源量 3240 吨，铜资源量 846 万吨。铀资源量 3.5 万吨。PGM 储量 1433 吨，黄金储量 516 吨。

图 17 斯班一全球业务分布

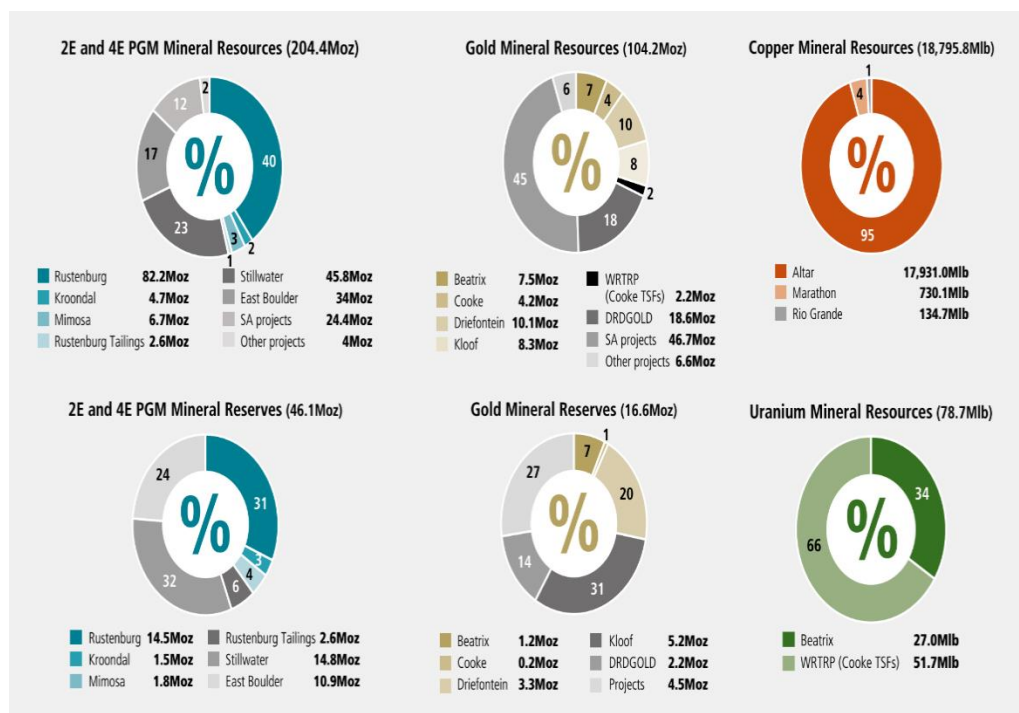


资料来源：公司公告、招商证券

南非的勒斯滕堡矿是全球最大的铂矿。勒斯滕堡共有 PGM 资源量 2403.9 吨，资源储量 525.15 吨，其中铂金属资源量及储量分别为 1312.59 吨和 269.87 吨；钌金属资源量 820.76

吨，储量 161.06 吨。

图 18 斯班一的主要矿产资源



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：斯班一 PGM 资源量和资源储量（不含 Lonmin）

南非 4E PGM 矿区	资源量				储量			
	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)
Rustenburg	586.3	6.07	2,637.6	2403.90	193.3	4.89	18.52	576.0
Kroondal (50%)	46.2	3.19	147.1	134.21	18.4	2.6	1.54	47.9
Mimosa (50%)	57.2	3.62	206.8	188.58	16.5	3.47	1.84	57.2
项目			0.0					
Blue Ridge	23.1	3.27	75.6	68.89				
Vygenhoek	1.4	5.15	7.2	6.52				
Zondernaa	77.4	6.39	494.5	450.76				
Hoedspruit	32.6	5.53	180.1	164.14				
4E 权益总计	772.5		3,571.9	3255.60	210.75		20.21	628.6
4E PGM 总量总计	824.2		3,748.9	3417.00	228.20		21.90	681.2
美国 2E PGM 矿区	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)
Stillwater (2E)	82.2	17.3	1,425.5	1299.23	23.9	19.2	14.76	459.1
East Boulder (2E)	69.5	15.2	1,058.5	964.76	22.5	15	10.86	337.8
项目			0.0					
Marathon	151.7	0.8	123.8	112.89				
2E PGM 总计	303.4		2,607.7	2376.88	46.4		25.61	796.6

资料来源：斯班一公告、招商证券

表 2: 斯班一铂族金属资源和资源储量

	单位	资源量			资源储量		
		铂	钯	铑	铂	钯	铑
Rustenburg	Moz	46.3	29.0	8.8	9.5	5.7	1.6
	t	1,440.1	900.4	272.5	296.1	176.7	50.7
Kroondal(50%)	Moz	2.7	1.5	0.5	0.9	0.5	0.2
	t	84.6	46.7	14.6	27.4	15.2	4.7
Mimosa(50%)	Moz	3.3	2.6	0.3	0.9	0.7	0.1
	t	102.0	79.6	8.7	28.3	22.1	2.5
Stillwater (2E)	Moz	10.2	35.6		3.3	11.5	
	t	316.9	1,108.5		102.0	357.1	
East Boulder (2E)	Moz	7.4	26.6	0.0	2.4	8.5	
	t	230.2	828.3		73.4	264.4	
权益金属量	Moz	66.9	93.3	14.8	16.1	26.3	1.7
	t	2,080.5	2,900.7	459.4	499.5	816.5	54.1
全部金属量	Moz	69.9	95.3	9.5	17.0	26.9	1.9
	t	2,173.8	2,963.5	295.8	527.2	835.1	57.9

资料来源: 斯班一公告、招商证券

2018 年公司的 PGM 金属产量 60.9 吨, 其中铂产量 25.5 吨, 钯 25.6 吨。

表 3: 斯班一铂族金属产量 (不含 Lonmin)

	单位	SA 地区			US 地区	
		2016 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
铂	Koz	239.0	695.0	685.0	85.0	134.0
	t	7.4	21.6	21.3	2.6	4.2
钯	Koz	136.0	372.0	364.0	291.0	459.0
	t	4.2	11.6	11.3	9.1	14.3
铑	Koz	36.0	100.0	96.0		
	t	1.1	3.1	3.0		
金	Koz	10.0	27.0	31.0		
	t	0.3	0.8	1.0		
钌	Koz	55.0	156.0	157.0		
	t	1.7	4.9	4.9		
铱	Koz	13.0	36.0	36.0		
	t	0.4	1.1	1.1		
总计	Koz	489.0	1,387.0	1,368.0	376.0	593.0
	t	15.2	43.1	42.5	11.7	18.4

资料来源: 斯班一公告、招商证券

斯班一同时是全球十大黄金公司之一, 从最早的金田公司开始, 黄金业务有超过百年勘探和开采经验, 目前, 斯班一黄金资源量超过 2954.64 吨, 储量 470.15 吨, 2018 年黄金产量 36 吨。

斯班一还有超过 3.57 万吨铀矿资源和 852.6 万吨铜矿资源, 斯班一已经和 Regulus 和 Aldebaran 建立合作关系, 共同开发 Alter。斯班一也在寻找机会, 希望能够发挥 Beisa 铀矿的经济价值。

表 4: 斯班一黄金资源量和资源储量

SA 地区	资源量				储量			
	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属(Moz)	金属(t)	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属(Moz)	金属(t)
矿区								
Beatrix	42.6	6.3	7.5	232.7	14.3	3.9	1.2	38.3
Cooke	27.9	12.1	4.2	130.6	17.2	0.3	0.2	4.9
Driefontein	27.1	12.7	10.1	315.4	15.0	8.0	3.3	103.4
Kloof	22.6	17.7	8.3	259.5	30.3	7.4	5.1	160.2
DRD (38%)	422.4	0.3	3.8	117.8	216.6	0.3	2.2	69.8
项目				0.0				
Beatrix	7.1	7.6	1.7	54.1				
Driefontein	20.8	13.6	9.1	282.6				
Kloof	39.6	13.0	16.6	517.7	2.5	5.3	0.4	13.4
Burnstone	69.3	4.9	11.0	341.5	14.2	4.3	1.9	60.5
Bloemhoek	28.3	4.7	4.3	133.7				
De Bron Merriespruit	28.3	4.4	4.0	125.1	15.3	4.3	2.1	65.3
WRTRP	262.3	0.3	2.2	69.8				
DRD	67.4	6.8	14.8	460.2				
US 地区	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属(Moz)	金属(t)	矿 (Mt)	品位 (g/t)	金属(Moz)	金属(t)
项目								
Altar	2,614.0	0.1	6.3	196.6				
Marathon				0.0				
Rio Grande	22.3	0.3	0.2	7.4				
权益量	3,701.9	5.8	95.0	2,956.4	325.3	5.6	15.1	472.5
总量	3,701.9	5.8	104.2	3,241.7	325.3	5.6	16.5	515.8

资料来源: 斯班一公告、招商证券

斯班一黄金产量自 2013 年来维持在 40 吨以上, 2014 年由于 Cooke 矿区的收购, 产量达到了 45 吨, 2018 年对斯班一来说是多事之秋, 一季度 Kloof 安全事故、Beatrix 停电、Driefontein 和 Kloof 两个操作设备在地震中受损、Cooke 由于连续亏损停止运营、下半年南非运营遭遇罢工等, 黄金产量下降了大约 16% (7 吨), 只生产 36.6 吨。

表 5: 斯班一南非黄金产量

		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
黄金产量	koz	1430	1589	1536	1512	1403	1176.71
	t	44.5	49.4	47.8	47.0	43.6	36.6

资料来源: 斯班一公告、招商证券

表 6: 斯班一铀资源量

	矿 (Mt)	品位 (g/t)	U3O8(Mlb)	U3O8(t)
Operations				
Beatrix (Beisa)	11.4	1.07	26.968	12232
Projects				
WRTRP	262.3	0.09	51.724	23462
总计	273.3	0.13	78.692	35694

资料来源: 斯班一公告、招商证券

表 7: 斯班一铜资源量

	矿 (Mt)	硫化铜品级 (%)	金属 (Mlbs)	金属 (t)
--	--------	-----------	-----------	--------

	矿 (Mt)	硫化铜品级 (%)	金属 (Mlbs)	金属 (t)
Projects				
Alter	2614	0.311	17931	8133365
Marathon	151.7	0.218	730	331122
Rio Grande	22.3	0.27	134.7	61099
总计	2788	0.3	18795.8	8525631

资料来源：斯班一公告、招商证券

表 8：中英文对照表

斯班一	指	斯班一 Gold Limited, 斯班一黄金有限公司
静水	指	Stillwater
东博尔德	指	East Boulder Mine
哥伦布冶金综合体	指	Columbus Metallurgical Complex
勒斯滕堡	指	Rustenburg
含羞草	指	Mimosa
贝娅特丽克丝	指	Beatrix
克卢夫	指	Kloof
德里方丹	指	Driefontein
库克	指	Cooke
矿区	指	Operations

资料来源：公司公告、招商证券

美国 PGM 业务

2017 年 5 月，斯班一以 22 亿美元（约合人民币 153 亿元）吸收合并美国静水公司。静水是一家总部位于美国 Colorado 的全球领先的铂族金属生产商，拥有两个资源丰富的 PGM 矿 Stillwater Mine 和 East Boulder Mine，还拥有 Blitz 扩产项目和 Columbus Metallurgical Complex 的 PGM 回收业务。

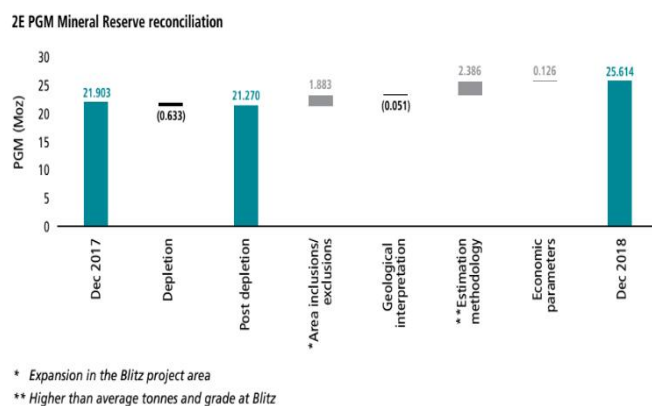
美国 PGM 的资源量 2595 吨，储量 796 吨，储量对应的品位达到 17.2 克/吨。斯班一在 2017 年完成收购之后，继续勘查，2018 年的储量增加了 115 吨。

图 19 美国 PGM 业务资源量大，品位高

Classified 2E PGM Mineral Resources and Mineral Reserves statement as at 31 December 2018									
OPERATIONS	Mineral Resources				OPERATIONS	Mineral Reserves			
	2018		2017			2018		2017	
	Tonnes (Mt)	Grade (g/t)	2E PGM (Moz)	2E PGM (Moz)	Underground	Tonnes (Mt)	Grade (g/t)	2E PGM (Moz)	2E PGM (Moz)
Underground					Underground				
Stillwater					Stillwater				
Measured	5.1	19.7	3.214	2.527	Proved	3.4	19.3	2.123	1.727
Indicated	28.2	17.4	15.738	12.132	Probable	20.5	19.2	12.634	9.792
Inferred	48.9	17.1	26.877	27.485					
Total	82.2	17.3	45.829	42.144	Total	23.9	19.2	14.756	11.519
East Boulder					East Boulder				
Measured	3.9	14.7	1.849	1.687	Proved	2.9	14.6	1.342	1.018
Indicated	27.2	15.1	13.149	14.689	Probable	19.7	15.1	9.515	9.366
Inferred	38.4	15.4	19.033	21.943					
Total	69.5	15.2	34.031	38.319	Total	22.5	15.0	10.858	10.384
Underground – total	151.7	16.4	79.860	80.463	Underground – total	46.4	17.2	25.614	21.903
PROJECTS					PROJECTS				
Marathon					Marathon				
Measured	93.4	0.9	2.693		Measured				
Indicated	57.9	0.8	1.290		Indicated				
Inferred	0.4	0.1	0.001		Inferred				
Total	151.7	0.8	3.984	3.984	Total				
Operations and projects – grand total	303.4	8.6	83.844	84.447	Projects – total	46.4	17.2	25.614	21.903

资料来源：公司公告、招商证券

图 20 2018 年储量增加 115 吨



资料来源：公司公告、招商证券

美国 PGM 业务的整合进行顺利，2017 年 7 个月（2017 年 5 月份之后开始合并报告）贡献了 10.66 吨的 PGM 金属产量，2018 年全年产量 16.81 吨。

表 9：美国 PGM 盈利能力强

美国 PGM operations	单位	2018	2017
Production			
矿石产量	'000t	1,339	855
铂金产量	'000 2Eoz	134	85
钯金产量	'000 2Eoz	459	291
PGM 产量	'000 2Eoz	593	376
PGM 销量	'000 2Eoz	594	355
PGM 回收业务产量	'000 2Eoz	687	517
一揽子均价	US\$/2Eoz	1,007	927
生产成本	US\$/2Eoz	572	526
EBITDA	百万美金	272	140
全部维持成本	US\$/2Eoz	677	651
全成本	US\$/2Eoz	880	821
资本开支	百万美金	186	108

资料来源：公司公告、招商证券

斯蒂尔沃夫特 (Stillwater)

Stillwater 矿山位于 Nye 镇附近，生产始于 1986 年，一直表现良好，收购前五年共生产 PGM 金属 49.1 吨。目前，Stillwater 矿山拥有 PGM 资源量 1299.2 吨，资源储量 418.3 吨。据估计，目前的矿产储量将维持 Stillwater 直至 2039 年。

隶属于 Stillwater 矿区的 Blitz 项目正在建设，Bliz 项目将静水矿山向东延伸了 6 公里，该项目的矿石品味达到 24 克吨，局部超过 30 克吨。根据可行性研究，预计到 2021 年末，Blitz 将每年生产约 300,000 盎司的 2E PGM。Bliz 项目在 2018 年已经通过竖井深入到 580m，设计了 5 个洞口。2018 年生产了 40,232 盎司。

表 10：斯蒂尔沃夫特被收购前产量

		2012	2013	2014	2015	2016
矿石	Mt	643.3	726.6	679.2	678.5	648.8
品位	g/t	18.2	15.7	15.6	14.7	15.7
PGM 金属	koz	377.4	366.1	340.8	319.8	327.0
	t	10.7	10.4	9.7	9.1	9.3

资料来源：斯班一公告、招商证券

表 11：斯蒂尔沃夫特资源量和储量

	资源量				储量				
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属量	金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属量	金属(t)	
Stillwater									
地下									
探明的	5.1	19.7	3.2	91.1	证实的	3.4	19.3	2.1	60.2
控制的	28.2	17.4	15.7	446.2	推测的	20.5	19.2	12.6	358.2
推断的	48.9	17.1	26.9	762.0					
总计	82.2	17.3	45.8	1299.2	总计	23.9	19.2	14.8	418.3

资料来源：斯班一公告、招商证券

东博尔德 (East Boulder Mine)

East Boulder Mine 位于 McLeod 镇附近，从 2002 年开始运营，主要生产铂钯精矿。收购前五年共生产了 25.2 吨的金属。目前，East Boulder Mine 拥有 2E PGM 资源量 964.8 吨，储量 307.8 吨。

表 12: 东博尔德被收购前产量

		2012	2013	2014	2015	2016
矿石	Mt	400.2	429	467.9	529.3	595.2
品位	g/t	10.6	11.4	11.8	11.8	11.4
PGM 金属	koz	136.2	157.8	176.9	201	218.4
折成吨	t	3.9	4.5	5.0	5.7	6.2

资料来源：斯班一公告、招商证券

表 13: 东博尔德资源量和储量

	资源量				储量				
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属量	金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属量	金属(t)	
探明的	3.9	14.7	1.8	52.4	证实的	2.9	14.6	1.3	38.0
控制的	27.2	15.1	13.1		推测的	19.7	15.1	9.5	269.7
推断的	38.4	15.4	19.0						
总计	69.5	15.2	34.0	964.8	总计	22.5	15	10.9	307.8

资料来源：斯班一公告、招商证券

哥伦布冶金综合体 (Columbus Metallurgical Complex)

斯班一的哥伦布冶金综合体包括冶炼厂设施和金属精炼厂，这些设施都位于蒙大拿州哥伦布市。该综合体生产的最终产品是富含 PGM 的初级产物，由第三方贵金属精炼厂进行再次加工。

哥伦布冶金综合体收入分为两部分，购买尾矿进行处理卖出，和尾矿处理服务费。

表 14: 哥伦布冶金综合体产量

		2017.3-2017.12	2018 年
开采	2E koz	383	620
	t	10.9	17.6
回收	3E koz	478	687
	t	13.5	19.5

资料来源：斯班一年报、招商证券

南非 PGM 业务

南非的 PGM 业务是 2013 年之后一系列收购形成的, 主要由 Rustenburg、KROONDAL、Mimosa 等几个矿山组成, 目前拥有 6E 资源量 3747 吨, 储量 635 吨, 资源品位在 3.8 克/吨以上, 储量品位 3.2 克/吨。

图 21 SA PGM 资源量情况

Classified PGM Mineral Resources and Mineral Reserves as at 31 December 2018						
OPERATIONS	Mineral Resources					2017
	Tonnes (Mt)	4E Grade (g/t)	6E Grade (g/t)	4E PGM (Moz)	6E PGM (Moz)	
Underground						4E PGM (Moz)
RSA operations: Kroondal (50% attributable)						
Measured	38.8	3.1	3.7	3.907	4.590	3.146
Indicated	4.9	3.7	4.4	0.593	0.695	1.472
Inferred	2.5	3.0	3.6	0.234	0.285	0.261
Total	46.2	3.2	3.8	4.734	5.571	4.879
RSA operations: Rustenburg						
Measured	371.9	4.9	5.7	58.207	68.348	59.212
Indicated	123.5	5.3	6.1	21.222	24.204	21.235
Inferred	15.4	5.6	6.3	2.755	3.128	2.762
Total	510.8	5.0	5.8	82.185	95.681	83.209
Non-RSA operations: Mimosa¹ (50% attributable)						
Measured	28.4	3.7	3.9	3.367	3.570	3.570
Indicated	15.4	3.6	3.8	1.772	1.887	1.776
Inferred	4.4	3.6	3.9	0.514	0.548	0.512
Inferred (oxides)	9.0	3.5	3.6	0.998	1.033	0.981
Total	57.2	3.6	3.8	6.652	7.038	6.839
RSA operations: Blue Ridge (50% attributable)						
Measured						1.570
Indicated						0.420
Inferred						0.440
Total						2.430
Underground – total	614.1	4.7	5.5	93.571	108.290	97.357
Surface						
Surface rock dumps and tailings storage facilities						
Rustenburg (TSF)	75.5	1.1	1.2	2.610	2.936	2.818
Surface – total	75.5	1.1	1.2	2.610	2.936	2.818
PROJECTS						
Underground						
Hoedspruit (74% attributable)						
Measured						
Indicated	28.1	5.5		4.980		4.980
Inferred	4.5	5.6		0.810		0.810
Total	32.6	5.5		5.790		5.790
Zondernaam (74% attributable)						
Measured						
Indicated						
Inferred	77.4	6.4		15.900		15.900
Total	77.4	6.4		15.900		15.900
Vygenhoek (50% attributable)						
Measured	1.4	5.1		0.230		0.230
Indicated						
Inferred						
Total	1.4	5.1		0.230		0.230
Blue Ridge (50% attributable)						
Measured	14.8	3.3		1.570		
Indicated	4.1	3.2		0.420		
Inferred	4.2	3.3		0.440		
Total	23.1	3.3		2.430		0.000
Project – total	134.5	5.6		24.350		21.920
Grand total – underground, surface and projects	824.1	4.5		120.531		122.095

¹ Non-managed

资料来源: 公司公告、招商证券

图 22 SA PGM 资源储量

OPERATIONS	Mineral Reserves					2017
	Tonnes (Mt)	4E Grade (g/t)	6E Grade (g/t)	4E PGM (Moz)	6E PGM (Moz)	
Underground						
RSA operations: Kroondal (50% attributable)						
Proved	18.4	2.6	3.0	1.536	1.792	1.243
Probable						0.561
Total	18.4	2.6	3.0	1.536	1.792	1.804
RSA operations: Rustenburg						
Proved	110.9	3.8	4.5	13.516	15.979	14.550
Probable	6.9	4.2	4.9	0.945	1.085	1.156
Total	117.8	3.8	4.5	14.461	17.064	15.706
Non-RSA operations: Mimosa (50% attributable)						
Proved	10.9	3.5	3.7	1.234	1.309	1.423
Probable	5.6	3.4	3.6	0.607	0.646	0.607
Total	16.5	3.5	3.7	1.841	1.955	2.030
Underground - total	152.7	3.6	4.2	17.838	20.811	19.540
Surface						
Surface rock dumps and tailings storage facilities						
Rustenburg (TSF)	75.5	1.1	1.2	2.610	2.936	2.818
Surface - total	75.5	1.1	1.2	2.610	2.936	2.818
Grand total - underground and surface	228.2	2.8	3.2	20.448	23.747	22.358

资料来源：公司公告、招商证券

表 15: SA PGM 业务的经营情况分析

SA PGM operations	单位	2018	2017	2016
选矿量	'000t	25,841	26,196	11,612
铂金产量	'000 4Eoz	685	695	239
钯金产量	'000 4Eoz	364	372	136
PGM 产量	'000 4Eoz	1,176	1,194	421
PGM 销量	'000 4Eoz	1,176	1,194	421
一揽子均价	US\$/4Eoz	1,045	942	832
生产成本	US\$/4Eoz	832	814	545
EBITDA	百万美元	189	104	23
EBITDA 毛利率		19	12	9
全部维持成本	US\$/4Eoz	787	782	709
全成本	US\$/4Eoz	791	782	709
资本开支	百万美元	66	68	21

资料来源：公司公告、招商证券

勒斯滕堡 (Rustenburg)

勒斯滕堡是斯班一 2015 年 9 月以 15 亿兰特 (约合人民币 6.25 亿元) 从 Anglo American Platinum Limited (“AAP”) 收购而来, 支付方式为延期付款, 先支付 3 亿兰特 (约和人民币 1.25 亿元) 现金, 此后六年每年支付勒斯滕堡运营产生现金流的 35%, 六年结束如果没有付清, 则延长两年。如果勒斯滕堡业务在 2016 年, 2017 年或 2018 年产生可分配的自由现金流量为负值, AAP 将需要每年支付高达 67.7 百万兰特的费用 (约和人民币 2800 万元), 以确保相关年度的自由现金流等于零。

Rustenburg 位于西北省, 约翰内斯堡西北方向 126 公里处。PGM 年产量超过 80 万盎司, 勒斯滕堡矿区是全球第五大 PGM 生产区, 勒斯滕堡是全球最大的铂矿。2016-2018 年间, 勒斯滕堡为斯班一贡献了 42.54 吨的 PGM 产量, 开采年限将持续到 2053 年。

表 16: 勒斯滕堡被收购后产量

		2016	2017	2,018
地下	koz	119.5	718.5	527.5
	t	3.7	22.3	16.4
地表	koz	18.3	61.4	55.3
	t	0.6	1.9	1.7
总计	koz	137.8	779.9	582.8
	t	4.3	24.3	18.1

资料来源: 斯班一年报、招商证券

表 17: 勒斯滕堡资源量

矿石(Mt)	4E	6E	4E PGM	4E PGM	6E PGM	6E PGM	
地下							
探明的	371.9	4.9	5.7	58.2	1650.1	68.3	1937.6
控制的	123.5	5.3	6.1	21.2	601.6	24.2	686.2
推断的	15.4	5.6	6.3	2.8	78.1	3.1	88.7
地表							
尾矿	75.5	1.1	1.2	2.6	74.0	2.9	83.2
总计	586.3			84.8	2403.9	98.6	2795.7

资料来源: 斯班一公告、招商证券

Aquarius

2016 年 3 月, 斯班一以 2.94 亿美元现金(约合人民币 19 亿)元收购 Aquarius Platinum Limited (“Aquarius”) 的全部股份。Aquarius 成立于 1920 年, 是一家老牌金矿生产企业, 1995 年进入 PGM 生产领域, 此前曾在伦敦证券交易所、澳大利亚证券交易所、约翰内斯堡证券交易所和纽约证券交易所上市。

Aquarius 旗下有 Kroondal (50%)、Marikana、Everest 和 Mimosa (50%) 四大矿区, 是全球领先的 PGM 生产商。

KROONDAL (50%)

Kroondal 位于 Rustenburg 的 Magisterial 区, 靠近 Rustenburg 镇, 位于约翰内斯堡西北约 120 公里处, 南非西北省 Tshwane 以西约 120 公里处。

Kroondal 自 1996 年开始开采, 2016 年斯班一将其并入报表, 2018 年生产 7.9 吨 PGM。截至 2018 年底, Kroondal 拥有 4E PGM 资源量 131.2 吨, 6E PGM 资源量 157.94 吨。

Kroondal 采矿权有效期为 2007 年 10 月 17 日至 2022 年 10 月 16 日, 可采年限持续到 2032 年。

表 18: Kroondal 被收购后产量

		2016	2017	2018
产量	koz	178	241	255
	Kg	5536	7495	7931

资料来源: 斯班一年报、招商证券

表 19: Kroondal 资源量

Kroondal	矿(Mt)	4E 品位	6E 品位	4E PGM 金属量	4E PGM 金属	6E PGM 金属量	6E PGM 金属
地下							
探明的	38.8	3.1	3.7	3.91	110.76	4.59	130.12
控制的	4.9	3.7	4.4	0.59	16.81	0.70	19.70
推断的	2.5	3	3.6	0.23	6.63	0.29	8.08
总计	46.2	3.2	3.8	4.73	134.21	5.57	157.94

资料来源: 斯班一年报、招商证券

含羞草 (Mimosa)

含羞草位于津巴布韦大堤的 Wedza, Zvishavane 以西 32 公里处, 斯班一和 Impala Platinum 分别持有其 50% 的股权。2018 年, Mimosa 生产约 2.68 吨 PGM 金属, 目前, 拥有 4E PGM (铂、铑、钯、金) 储量共 188.58 吨, 6E PGM (铂、铑、钯、金、钌、铱) 共 199.52 吨。可采年限持续到 2032 年。

表 20: 含羞草被收购后产量

		2016	2017	2018
产量	koz	91	94	94
	kg	2582	2670	2678

资料来源: 斯班一年报、招商证券

表 21: 含羞草资源量

矿	4E 品位	6E 品位	4E PGM 金属	4E PGM 金属	6E PGM 金属量	6E PGM 金属
地下						
探明的	28.4	3.7	3.9	3.37	95.45	3.57
控制的	15.4	3.6	3.8	1.77	50.24	1.89
推断的	13.4	7.1	7.5	1.51	42.86	1.58
总计	57.2	3.6	3.8	6.65	188.58	7.04

资料来源: 斯班一公告、招商证券

收购 Wits Gold

2013 年 12 月, 斯班一现金收购 Witwatersrand Consolidated Gold Resources Limited (“Wits Gold”) 的全部发行股份, 支付对价 407 百万兰特 (约和人民币 235.4 百万元)。斯班一也以收购 Wits Gold 为标志, 从一家黄金生产企业过渡成为一家生产黄金和铂族金属的贵金属企业。

Wits Gold 成立于 2003 年, 主要运营地位于南非的 Witwatersrand 盆地, 主营业务是南非黄金和铀的勘探, 多年的勘探已经积累了丰富的地质经验。目前的勘探项目有 De Bron Merriespruit 和 Bloemhoek 项目。此外, Wits Gold 还持有 Beisa North 和 South 的铀资源。

Wits Gold 旗下目前没有在产的矿区, 但是其丰富的资源储量为斯班一以后的开发提供了机会。

表 22: Wits Gold 资源量

PGM 项目	矿石 (Mt)	品位(g/t)	4E PGM (Moz)	4E PGM (t)
Vygenhoek	1.4	5.15	0.23	7.2
Zondernaam	77.4	6.39	15.9	494.5
Hoedspruit	32.6	5.53	5.79	180.1
总计	111.4		21.92	681.8
黄金项目	矿石 (Mt)	品位(g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)
Bloemhoek	28.3	4.73	4.297	133.7
De Bron Merriespruit	28.3	4.42	4.022	125.1
总计	56.6		8.319	258.7

资料来源: 斯班一公告、招商证券

南非黄金业务

南部非洲地区的黄金业务是斯班一成立之初就运营的业务，2012 年从母公司金田公司分拆出来时，拥有 Kloof, Driefontein 和 Beatrix 三个矿区的运营权。黄金资源量 3039 吨，储量 516 吨。资源品位 2.9 克/吨，主要是被 DRDgold 的品位所拉低，该尾矿品位仅为 0.3 克/吨。

BURNSTONE 项目 2018 年资本开支 417.6 百万兰特。目前正在准备地下工程设施。预计 2019 年资本开支 125 百万兰特。计划 2021 年开始投入生产。

图 23 SA 黄金资源储量

Classified gold Mineral Resources and Mineral Reserves statement as at 31 December 2018 continued

OPERATIONS	Mineral Resources			2017 Gold (Moz)	OPERATIONS	Mineral Reserves			2017 Gold (Moz)
	2018 Tonnes (Mt)	2018 Grade (g/t)	2018 Gold (Moz)			2018 Tonnes (Mt)	2018 Grade (g/t)	2018 Gold (Moz)	
Total operations (incl SRD and TSF – excl projects)					Total operations (incl SRD and TSF – excl projects)				
Beatrix	42.6	5.5	7.483	7.749	Beatrix	14.2	2.7	1.230	2.127
Cooke	27.8	4.7	4.198	4.097	Cooke	17.2	0.3	0.159	0.059
Driefontein	27.1	11.6	10.139	11.048	Driefontein	15.0	6.9	3.324	5.291
Kloof	22.6	11.5	8.342	9.890	Kloof	30.4	5.3	5.151	5.844
DRDGOLD (Ergo and FWGR) ^{1,2}	422.4	0.3	3.787		DRDGOLD (Ergo and FWGR) ^{1,2}	216.6	0.3	2.245	
Operations – total	542.5	1.9	33.950	32.784	Operations total	293.3	1.3	12.108	13.321
PROJECTS					PROJECTS				
Underground					Underground				
Beatrix					Beatrix				
Indicated BI ⁴	7.1	7.6	1.740	0.541	Probable BI				
Beatrix – total	7.1	7.6	1.740	0.541	Beatrix – total				
Driefontein⁵					Driefontein				
Measured BI				0.017	Proved BI				
Indicated BI	20.8	13.6	9.085	7.290	Probable BI				1.707
Driefontein – total	20.8	13.6	9.085	7.308	Driefontein – total				1.707
Kloof⁶					Kloof				
Measured BI				1.162					
Indicated BI	34.7	12.8	14.331	18.880	Probable BI	2.5	5.3	0.431	0.537
Inferred BI	4.9	14.0	2.218	0.976					
Kloof – total	39.6	13.0	16.549	21.018	Kloof – total	2.5	5.3	0.431	0.537
Burnstone					Burnstone				
Measured	0.6	6.0	0.124	0.351	Proved	0.1	2.4	0.011	0.058
Indicated	68.6	4.9	10.856	8.664	Probable	14.1	4.3	1.934	1.876
Burnstone – total	69.3	4.9	10.980	9.015	Burnstone – total	14.2	4.3	1.945	1.934
Bloemhoek					Bloemhoek				
Indicated	27.4	4.7	4.163	4.163					
Inferred	0.9	4.9	0.135	0.135					
Bloemhoek – total	28.3	4.7	4.297	4.297	Bloemhoek – total				
De Bron Merriespruit					De Bron Merriespruit				
Indicated	23.0	4.5	3.307	3.307	Probable	15.3	4.3	2.099	2.112
Inferred	5.3	4.2	0.715	0.715					
De Bron Merriespruit – total	28.3	4.4	4.022	4.022	De Bron Merriespruit – total	15.3	4.3	2.099	2.112
DRDGOLD^{1,2}					DRDGOLD^{1,2}				
Inferred	67.4	6.8	14.795						
DRDGOLD – total	67.4	6.8	14.795		DRDGOLD – total				
Projects – total	260.9	7.3	61.469	46.201	Projects – total	32.0	4.3	4.476	6.290

资料来源：公司公告、招商证券

贝娅特丽克丝 (Beatrix)

Beatrix 位于 Matjhabeng Magisterial 区，靠近 Welkom 和 Virginia 的城镇，位于约翰内斯

堡西南约 240 公里处，位于南非自由州省。Beatrix 的生产活动从 1983 年开始。2018 年生产黄 8.5 吨。

Beatrix 运营良好，截止 2018 年底，拥有黄金金属资源量 232 吨，储量 37 吨。Beatrix 同时拥有 Beisa 铀矿，1984 年因经济原因关闭，保有铀金属资源 1.22 万吨，斯班一在积极寻求机会重启 Beisa。

Beatrix 采矿权有效期为 2007 年 2 月 7 日至 2019 年 2 月 6 日，矿区总面积为 16,835 公顷。可采年限持续到 2039 年。

表 23: 贝娅特丽克丝近五年产量

	单位	2014	2015	2016	2017	2018
地下	koz	308.8	307.3	308.6	284.9	266.6
	t	9.6	9.6	9.6	8.9	8.3
地表	koz	24.1	17.6	14.4	7.5	7.8
	t	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2
总计	koz	332.9	324.9	323.0	292.4	274.4
	t	10.4	10.1	10.0	9.1	8.5

资料来源：斯班一年报、招商证券

表 24: 贝娅特丽克丝资源与资源储量

	资源量				资源储量			
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
地下								
探明的	17.2	7.2	4.003	124.5	7.1	4.2	0.960	29.9
控制的	21.6	4.9	3.433	106.8	3.3	2.1	0.227	7.1
推断的		3.3	0.004	0.1				0.0
地表				0.0				0.0
控制的	3.8	0.4	0.043	1.3	3.8	0.4	0.043	1.3
总计	42.6		7.483	232.7	14.2	6.7	1.230	38.3

资料来源：斯班一年报、招商证券

Beatrix 地下可能还存在 1.74Moz 的黄金资源，公司准备开采。

表 25: 贝娅特丽克丝改进设备可以开采的资源量

	矿(Mt)	品位(g/t)	金属 (Moz)	金属 (t)
改进设备可以开采的资源	7.1	7.6	1.74	54.12

资料来源：斯班一公告、招商证券

克卢夫 (KLOOF)

Kloof 矿区位于南部豪登省，约翰内斯堡西约 60 公里处的 Randwest 区的 Magisterial 区。Kloof 矿区是在 2000 年由 Venterspost (1939), Libanon (1945), Kloof (1968) 和 Leeudoorn (1993) 四个合并而成。2018 年，Kloof 共生产 15.2 吨黄金。目前，Kloof 黄金资源量 236 吨，资源储量 160 吨。

Kloof 采矿权的有效期为 2007 年 1 月 30 日至 2027 年 1 月 29 日。可采年限持续到 2035 年。

表 26: 克卢夫近五年产量

		2014	2015	2016	2017	2018
地下	koz	503.0	413.0	441.0	477.0	416.0
	吨	15.6	12.8	13.7	14.8	12.9
地表	koz	45.0	39.0	48.0	52.0	74.0
	吨	1.4	1.2	1.5	1.6	2.3
总计	koz	548.0	452.0	489.0	528.0	490.0
	吨	17.0	14.1	15.2	16.4	15.2

资料来源: 斯班一公告、招商证券

表 27: 克卢夫资源量和资源储量

	资源量				储量			
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
地下								
探明的	12.4	18.1	224.6	204.57	13.2	8.3	3.52	109.5
控制的	2.3	12.4	28.3	25.66	9.5	4.9	1.50	46.7
推断的	0.2	12.6	2.8	2.52				0.0
地表			0.0					0.0
控制的	7.7	0.5	4.0	3.71	7.7	0.5	0.13	4.0
总计	22.6		259.4	236.49	30.4		5.15	160.2

资料来源: 斯班一公告、招商证券

Kloof 优化项目

Lower kloof 项目于 2015 年 11 月批准执行, 旨在进一步开发 Kloof 矿区的潜能, 可延长矿区的寿命到 2034 年。

表 28: 克卢夫优化后资源量和资源储量

	资源量				资源储量			
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属 (Moz)	金属	矿(Mt)	品位	金属 (Moz)	金属
改进设备可以开采的资源	39.6	13	16.549	514.7	2.5	5.3	0.431	13.4

资料来源: 斯班一公告、招商证券

德里方丹 (Driefontein)

Driefontein 位于 Witwatersrand 盆地的 West Wits 线, 靠近 Carletonville, 位于南非豪登省约翰内斯堡以西约 70 公里处。Driefontein 1952 年开始生产, 2018 年生产了 9.6 吨黄金。目前拥有黄金资源量约 630 吨, 储量 206 吨。

德里方丹 2018 年地下开采了 9 吨黄金, 同比下降 33%。主要原因是: (1) 矿体底盘的 Masakhane 竖井 2018 年被地震损伤; (2) 竖井修复好之后遇到 AMCU 罢工, 生产活动被延迟。据可行性研究, 可采年限持续到 2039 年。

表 29: 德里方丹近五年产量

		2014	2015	2016	2017	2018
地下	koz	525.0	493.4	137.9	426.4	287.8
	t	16.3	15.3	4.3	13.3	9.0
地表	koz	45.2	64.4	143.1	56.0	19.9
	t	1.4	2.0	4.5	1.7	0.6
总计	koz	570.2	557.8	281.0	482.3	307.7
	t	17.7	17.3	8.7	15.0	9.6

资料来源: 斯班一公告、招商证券

表 30: 德里方丹截至 2018 年资源储备

	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	资源量			储量	
				金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
地下								
探明的	11.9	14.1	5.39	167.6	7.4	7.4	1.76	54.7
控制的	13.9	10.6	4.73	147.1	6.3	7.6	1.54	47.9
推断的	1.3	0.5	0.02	0.6	1.3	0.5	0.02	0.6
地表				0.0				0.0
控制的	27.1	11.6	10.14	315.4	15	6.9	3.32	103.3
总计	54.2		20.28	630.8	30		6.65	206.8

资料来源: 斯班一公告、招商证券

Driefontein 优化项目

Driefontein 优化项目旨在通过增加采矿深度以获得更多黄金矿资源。2015 年 Lower Driefontein 可行性研究显示, 通过增加采矿深度可将 Driefontein 的使用寿命从 2028 年延长至 2042 年, 增加 283 吨黄金产量。

表 31: 克卢夫改进设备可以开采的资源量

	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
改进设备可以开采的资源	20.8	13.6	9.085	282.6

资料来源: 斯班一公告、招商证券

DRDGOLD

斯班一在 2017 年 12 月将西兰德尾矿处理项目 (WRTRP) 出售给 DRDGOLD, 目前斯班一持有 DRDGOLD 38% 的股权, 并且有计划在 24 个月内将股权增加到 50.1%。公司目前拥有购买 DRDGOLD 股权至 50.1% 的选择权, 购买价为 30 天股票成交价的 90%。

WRTRP 是一个大规模的地表尾矿处理运营主体, 主要处理 Cooke 的尾矿, 本次交易不包括 Cooke 的尾矿资产。WRTRP 拥有黄金资源量 69 吨。交易完成后, DRDGOLD 将与静水公司合作共同开发南非的黄金业务。

表 32: WRTRP 资源量

	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
探明的	210	0.3	1.721	53.5
控制的	52.3	0.3	0.524	16.3
总计	262.3	0.3	2.245	69.8

资料来源: 斯班一公告、招商证券

DRDGOLD 是南非的一个拥有较大规模矿山资产的黄金生产企业,拥有超过 118 吨的黄金资源量和 70 吨的储量。

表 33: DRDGOLD 资源量和资源储量

	资源量				资源储量				
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属	金属(t)	矿(Mt)	品位	金属	金属(t)	
探明的	216.5	0.6	2.24	69.7	证实的	92	0.7	1.03	32.0
控制的	129.5	0.3	1.05	32.7	推测的	124.6	0.6	1.21	37.6
推断的	76.3	0.2	0.49	15.2					0.0
总计	422.3	1.1	3.79	117.9		216.6	1.3	2.24	69.7

资料来源: 斯班一公告、招商证券

根据公司报告显示,对 DRDGOLD 进行更深层次的开采能够获得约 460 吨的黄金资源。

表 34: DRDGOLD 改进设备可获得的资源

	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属 (t)
改进设备可获得	67.4	6.8	14.795	460.2

资料来源: 斯班一公告、招商证券

库克 (Cooke)

Cooke 矿区是斯班一 2013 年 8 月通过增发约 150,000,000 股普通股 (约占斯班一 Gold 已发行股本 17%) 从第一黄金公司收购而来。

Cooke 采矿操作区域位于约翰内斯堡西南约 30 公里至 40 公里处。Cooke 资源储量丰富,截止 2018 年底,有超过 130 吨黄金资源量。Cooke 为斯班一的尾矿处理设施 WRTRP 提供了稳定的原料来源,二者的协同作用大。

2014 年至 2018 年间, Cooke 矿区共生产约 18.83 吨黄金。

2016 年 9 月起库克 4 号平台由于成本过高减少运营; 2017 年 10 月, 库克 1,2 和 3 平台也宣布为非经济型开采, 决定关闭。目前, 斯班一在寻找新的机会以充分利用 Cooke 的黄金资源。

表 35: 库克近五年产量

		2014	2015	2016	2017	2018
地下 (oz)	koz	119.6	172.2	155.7	75.2	2.6
	t	3.7	5.4	4.8	2.3	0.1
地表 (oz)	koz	18.9	28.8	25.7	24.8	40.7
	t	0.6	0.9	0.8	0.8	1.3
总计	koz	138.5	201.0	181.4	99.9	43.3
	t	4.3	6.3	5.6	3.1	1.3

资料来源: 斯班一公告、招商证券

表 36: 库克资源与资源储量

	资源量				储量			
	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)	矿(Mt)	品位(g/t)	金属(Moz)	金属(t)
地下								
探明的	4	13.1	1.69	52.6				
控制的	3.5	10.1	1.13	35.1				
推断的	3.2	12	1.22	37.9				
地表				0.0				
探明的	16.1	0.3	0.14	4.4	16.1	0.3	0.14	4.4
控制的	1.1	0.4	0.02	0.6	1.1	0.4	0.02	0.6
总计	27.8	4.7	4.20	130.6	17.2	0.3	0.16	5.0

资料来源: 斯班一公告、招商证券

收购 Lonmin

斯班一以每股 Lonmin 股份换取 0.967 股斯班一股份的方式(约 3.8 亿美金),收购 Lonmin 100% 股权。该交易在 2019 年 6 月份完成。与 Lonmin 的整合将实现公司 PGM 业务的重大协同效应,促使斯班一成为全球领先的贵金属生产商。

Lonmin 是全球最大的铂族金属生产商之一,拥有丰富的矿产资源,拥有 3PGM+Au 资源量 5001 吨,储量 970 吨。资源品位 4.4 克/吨左右,储量品位在 3.9 克/吨左右。

2018 年 Lonmin 生产了 3PGM+Au 共 38.2 吨,其中铂金 19.7 吨,钯金 9.2 吨,黄金 0.5 吨,铑 2.8 吨。

表 37: 2018 年 Lonmin 的贵金属矿产量 (吨)

铂	钯	黄金	铑	钌	铱
19.7	9.2	0.5	2.8	4.8	1.0

资料来源:公司公告、招商证券

表 38: Lonmin 矿产资源量及储量

矿产	矿 Mt	品位 g/t	资源量			
			金属量 (Moz)	金属量 (t)	其中:铂 (Moz)	其中:铂 (t)
Marikana	700.6	4.75	106.9	3,328	64.5	2,006
Limpopo	128.8	4.07	16.8	524	8.4	261
Limpopo Baobab	46.1	3.91	5.8	180	3	93
Akanani	233.1	3.9	29.2	909	12	373
Loskop JV	9.7	4.05	1.3	39	0.8	25
Sudbury PGM JV	0.4	5.86	0.07	2	0.04	1
Tailings Dams	20.9	1.1	0.75	23	0.5	16
总计	1,139.50	4.39	160.8	5,001	89.2	2,776
储量						
矿产	矿 Mt	品位 g/t	金属量 (Moz)	金属量 (t)	其中:铂 (Moz)	其中:铂 (t)
Marikana	232.5	4.08	30.5	949	18.5	575
Tailings Dams	19.5	1.1	0.69	21	0.42	13
总计	252	3.85	31.2	970	18.9	536

资料来源:斯班一公告、招商证券

图 24 Lonmin 2018 年的财年盈利 1.01 亿美金

	30 September 2018	30 September 2017
Revenue	\$1,345m	\$1,166m
EBITDA ¹	\$115m	\$40m
Operating profit / (loss) ²	\$101m	\$(1,079)m
Impairment to non-financial assets	-	\$(1,053)m
Operating profit / (loss) ² excluding impairment to non-financial assets ³	\$101m	\$(26)m
Profit / (loss) before taxation	\$68m	\$(1,170)m
Earnings / (loss) per share	14.9c	(352.7)c
Unit cost of production per PGM ounce	R12,307/oz	R11,701/oz
Trading cash flow ⁴	\$90m	\$33m
Capital expenditure	\$73m	\$100m
Free cash flow ⁵	\$17m	\$(67)m
Cash and cash equivalents	\$264m	\$253m
Interest bearing loans and borrowings	\$(150)m	\$(150)m
Net cash as defined by the Group ⁶	\$114m	\$103m

资料来源：Lonmin 年报，招商证券

历史盈利分析

尽管贵金属价格上涨，但由于 2017 年的矿难的后续影响，以及 2018 年年底的南非黄金业务罢工，公司黄金产量减少约 7 吨，大幅拖累公司盈利。另外公司计提了 30 亿兰特（2.1 亿美金）的减值，对公司盈利造成较大负面影响。公司 2018 年实现收入 506.6 亿兰特，亏损 25 亿兰特，亏损较 2017 年大幅缩窄。

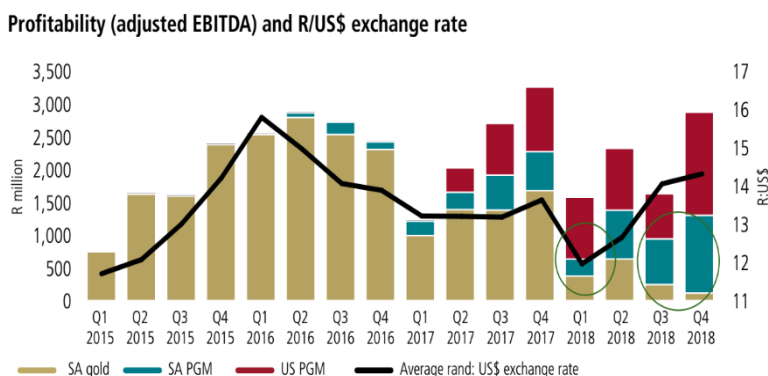
图 25 公司历史盈利简表

GROUP FINANCIAL STATISTICS		2018	2017	2016	2015	2014
Income statement (extract)						
Revenue	R million	50,656	45,912	31,241	22,717	21,781
(Loss)/profit for the year	R million	(2,521)	(4,433)	3,043	538	1,507
Earnings per share	cents	(110)	(229)	225	47	106
Headline earnings per share	cents	(1)	(12)	162	44	97
Number of shares in issue at end of period	000	2,266,261	2,168,721	929,004	916,140	898,840

资料来源：公司公告、招商证券

公司始终在坚持三年战略规划，未来三年实现公司的长期负债下降 400 百万美元，从而实现去杠杆。2018 年 SA 黄金业务受罢工影响，去杠杆进程延迟，但 2019 年产品价格上涨，则会加速公司的去杠杆。

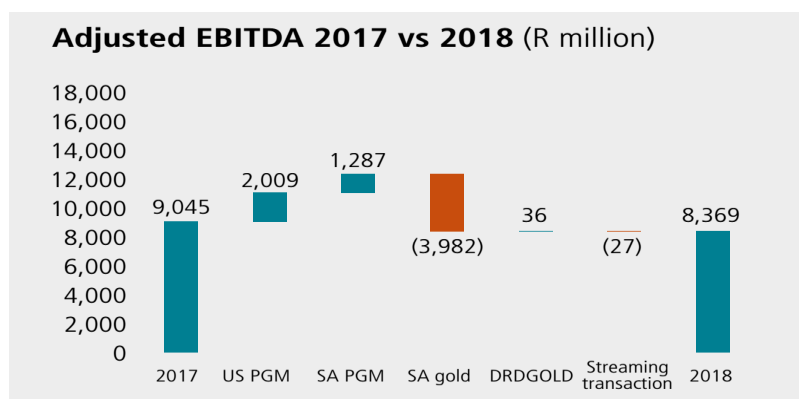
图 26 美国 PGM 和 SA PGM 实现的 EBITDA 大幅改善



资料来源：公司公告，招商证券

由于铂族元素价格上涨，美国 PGM 业务 2018 年实现 EBITDA 8,369 百万兰特（632 百万美金），占公司 EBITDA 50%。美国 PGM 2017 年实现 9,045 百万兰特 EBITDA（680 百万美金）。南非 PGM 实现的 EBITDA 在公司的占比从 2017 年的 18%，提升到 2018 年的 34%。

图 27 南非黄金业务对公司盈利造成重大负贡献



资料来源：公司公告、招商证券

美国 PGM 业务

2018 年 2E PGM 均价上涨 9% 达到 1007 美元，美国 PGM 业务的 EBITDA 从 2017 年的 \$161 million (R2,143 million) 增长到 2018 年的 \$314 million (R4,152 million)。地下开采部分的 EBITDA margin 从 43% 增长到 46%。整体从 2017 年的 23% 上升到 26%。

图 28 美国 PGM 随着价格走强，盈利能力大幅提升

		2018	2017
US PGM operations (acquired in May 2017)			
Production			
Ore milled	000t	1,339	855
2E PGM production	kg	18,432	11,706
	000oz	593	376
Price and costs			
Average PGM basket price	R/2Eoz	13,337	12,330
	US\$/2Eoz	1,007	927
Operating cost ²⁰	R/2Eoz	7,576	7,001
	US\$/2Eoz	572	526
Adjusted EBITDA ²³	R million	4,152	2,143
Adjusted EBITDA margin ²⁴	%	26	23
All-in sustaining cost ²⁵	R/2Eoz	8,994	8,707
	US\$/2Eoz	677	651
All-in sustaining cost margin ²⁵	%	37	29
Total capital expenditure	US\$ million	214	1,654
	R million	2,833	124

资料来源：公司公告、招商证券

美国 PGM 资本开支 214 百万美金 (2833 百万兰特)，其中 119 百万美金 (1654 百万兰特) 用于 Blitz 项目。

Blitz 的生产准备工作仍在进行，2018 年新增了 3 个采矿工作面，预计 2019 年继续新增两个采矿工作面，投产后将每年增加 4-6 万盎司的 2EOZ 产量。预计到 2021 年底将一共增加 10 个采矿工作面。从 2022 年起将每年新增 30 万盎司 (9.3 吨) 的 2EOZ 产量。

公司内部将持续提升优化矿山产量。East Boulder 的 Fill the Mill (FTM) 项目已经被董事会批准。FTM 工程完工后，将从 2020 年之后每年生产 4 万盎司 (1.2 吨) 2E PGM。生产成本下降约 5%。

SA PGM 业务

2018 年 4E PGM 价格达到 R13,838/4Eoz (US\$1,045/4Eoz)，较 2017 年上涨 10%。SA PGM 实现的 EBITDA 2,882 百万兰特 (218 百万美元)，比 2017 年增长了 81%。EBITDA margin 从 12% 增长到 19%。

图 29 SA PGM 生产规模和盈利能力

		2018	'2017	2016
SA PGM operations (attributable)²				
Production				
Ore milled	000t	25,841	26,196	11,612
4E PGM production	kg	36,568	37,148	13,087
	000oz	1,176	1,194	421
Price and costs²⁶				
Average PGM basket price	R/4Eoz	13,838	12,534	12,209
	US\$/4Eoz	1,045	942	832
Operating cost ²⁰	R/4Eoz	11,019	10,831	7,993
	US\$/4Eoz	832	814	545
Adjusted EBITDA ²³	R million	2,882	1,594	350
Adjusted EBITDA margin ²⁴	%	19	12	9
All-in sustaining cost ²⁵	R/4Eoz	10,417	10,399	10,403
	US\$/4Eoz	787	782	709
All-in sustaining cost margin ²⁵	%	14	16	8
Total capital expenditure	R million	1,000	1,035	327
	US\$ million	76	78	23

资料来源：公司公告、招商证券

SA 黄金业务

由于 (1) 2018 年上半年的安全事故，(2) 停电，(3) 下半年的 AMCU 罢工和 (4) 库克矿在 2017 年底的生产中断等事情的影响，SA 黄金仅生产金矿 36.6 吨，造成公司的产量下降了 16%。

其中库克矿仅生产了 0.956 吨，下降 32%。即使不考虑 DRDGOLD 的合并报表的影响，公司的金矿产量也下降了 16% (产量 34.68 吨)。德里方丹 2018 年地下开采了 8.952 吨黄金，同比下降 33%。主要原因是：(1) 矿体底盘的 Masakhane 竖井 2018 年被地震损伤；(2) 竖井修复好之后遇到 AMCU 罢工，生产活动被延迟。

德里方丹地表黄金产量 2018 下降 64% 到 0.621 吨，原因有：(1) 地表资源的枯竭；(2) DRDGOLD 2 和 3 号工厂的处置。

可卢夫的地下开采产量下降 13%，达到 12.933 吨。原矿产量下降 16%，主要原因是罢工和安全事故的波及 (心理层面)，3, 4 and 7 竖井产量下降。由于地下产量下降，造成选矿系统 (磨机) 的产能富裕，地表矿产量上升 39%，至 2.231 吨。管理层决定把可卢夫的地表矿运输至德里方丹和 Ezulwini 生产。

2019 年 4 月份罢工问题得以解决，开始恢复生产。

图 30 SA 黄金生产规模和盈利能力

		2018	2017	2016	2015	2014
SA OPERATIONS						
SA gold operations						
Production						
Ore milled	000t	27,199	19,030	20,181	19,861	18,325
Gold produced	kg	36,600	43,634	47,034	47,775	49,432
	000oz	1,177	1,403	1,512	1,536	1,589
Price and costs						
Gold price	R/kg	535,929	536,378	586,319	475,508	440,615
	US\$/oz	1,259	1,254	1,242	1,160	1,267
Operating cost ²⁰	R/kg	490,209	408,773	369,707	342,857	289,509
Adjusted EBITDA ²³	R million	1,362	5,309	9,920	6,235	7,360
Adjusted EBITDA margin ²⁴	%	7	23	36	27	34
All-in sustaining cost ²⁵	R/kg	557,530	482,693	450,152	422,472	372,492
	US\$/oz	1,309	1,128	954	1,031	1,071
All-in sustaining cost margin ²⁵	%	(4)	10	23	11	15
Total capital expenditure	R million	3,248	3,410	3,824	3,345	3,251
	US\$ million	245	256	261	262	300

资料来源：公司公告、招商证券

尽管折旧摊销前的收入（包括 DRDGOLD 和库克地下业务）与 2017 年持平，但 SA 黄金业务中，重要的固定开支组成了 80% 的运营成本，因此矿山的单位全部维护成本对矿山的总产量特别敏感。产量略有下降，则成本大幅提升。2018 年 16% 的产量下降，造成了全部维持成本（AISC）提升了 15%，达到 1309 美元/盎司。

2018 年的金价与 2017 年持平 R535,929/kg (US\$1,259/oz)。由于产量下降，SA 黄金业务调整后的 EBITDA 从 5,309 百万兰特（399 百万美元）下降到 1,362 百万兰特（103 百万美元）。

扣除掉 DRDGOLD 的影响，南非黄金业务的资本开支从 3410 下降到 2930 百万兰特。下降的主要原因是库克矿的停产，以及 Burnstone 因为停产仅需要少量维护性费用。DRDGOLD 2018 年资本开支 318 百万兰特。

盈利预测及弹性测算

以 2018 年的业绩为基数，假设公司的生产经营情况回复正常，来测算的供应的盈利弹性。若包含 Lonmin，公司 2018 年生产贵金属 129 吨，其中黄金至少 36 吨（PGM 中包含一部分黄金，未计算在内）。贵金属价格上涨 10%，理论上可以带来公司利润增量约 3 亿美金。

表 39: 公司的盈利弹性测算（未考虑成本变动）

	价格基础（美元/盎司）	增长 10%，带来的利润增量（美元）	当前价格（2019 年 7 月）	相对于 2018 年均价涨幅
铂金	890	106,470,700	848	-5%
钯金	986	77,170,296	1,540	56%
PGM	927	193,999,621		
黄金	1,259	103,389,585	1,412	12%
贵金属整体		297,389,207		

资料来源：Wind、招商证券估算

根据 Bloomberg 的数据，国外投行预测公司 2019 年盈利 33.87 亿元兰特（约 2.38 亿美元），2020 年盈利 115 亿兰特（8 亿美金）。

表 40: 国外投行对公司的盈利预测（兰特，兰特与美元的汇率为 14.2）

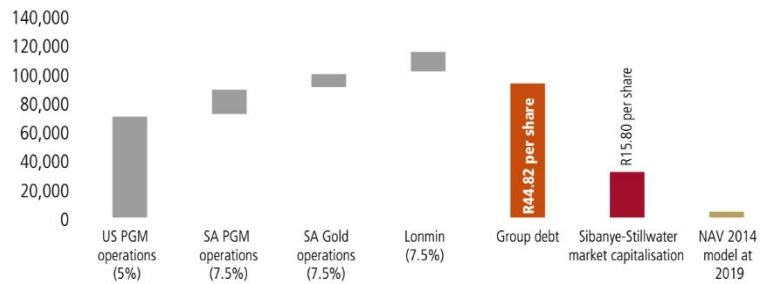
	财年 2018 实际	财年 2019 预测	财年 2020 预测	财年 2021 预测
12 个月截至	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
调整后 EPS+		4	14	14
GAAP 每股收益		6	18	27
营业收入	50,656,400,000	67,000,444,444	85,299,777,778	84,170,285,714
毛利率 %		27	32	30
营业利润	2,228,000,000	6,764,200,000	14,920,200,000	14,956,600,000
息税前利润	1,755,600,000	8,348,600,000	19,210,400,000	15,470,000,000
息税折摊前利润	8,369,400,000	13,843,000,000	25,725,875,000	24,290,333,333
税前利润	1,604,500,000	4,756,125,000	15,012,000,000	16,139,833,333
调整后净利润+	-16,600,000	3,387,750,000	10,581,375,000	11,415,000,000
GAAP 净利润	-2,499,600,000	3,744,000,000	11,537,200,000	13,224,500,000
净债务	21,920,400,000	15,551,000,000	3,857,200,000	-10,538,250,000
BPS		45	61	71
CPS		14	29	17
DPS		0	2	3
股本回报率 %	-10	9	28	23
资产回报率 %	-3			
自由现金流	5,242,300,000	582,365,200	13,297,942,867	12,285,683,200
资本支出	-7,080,700,000	-7,365,250,000	-8,277,250,000	-7,566,666,667
资产净值		74,425,000,000		

资料来源：Bloomberg、招商证券

公司的年报中，根据公司的矿山开采年限，对公司进行的现金流折现估值。其 NAV 测算达到 800 亿兰特，折合 60 亿美金，约是当前股价市价值的两倍。

图 31 公司的 NAV 估值测算，约 800 亿兰特（60 亿美金）

Sibanye-Stillwater NAV analysis at spot on 18 February 2019 – trading at 0.35x (R million)



Source: Company internal model

资料来源：公司公告，招商证券

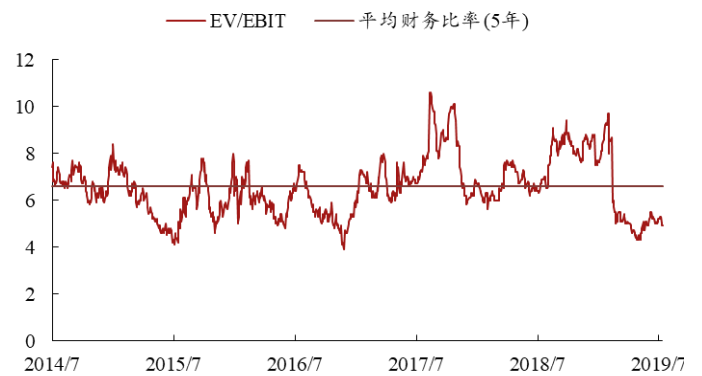
纵向对比，公司的 EV/EBITDA、EV/EBIT 和 P/B 均处于历史均值附近。

图 32 EV/EBITDA 在历史均值附近



资料来源：公司公告、招商证券

图 33 EV/EBIT 低于历史均值



资料来源：公司公告、招商证券

图 34 公司的 P/B 处于历史均值附近



资料来源：公司公告、招商证券

国内国际贵金属公司对比

与全球黄金巨头相比，公司在资源、产量方面具备明显优势，储量市值比是纽蒙特和巴里克的 15 倍，产量市值比是纽蒙特和巴里克的 8 倍。但因为（1）2017 年的矿难和 2018 年的罢工影响，（2）钼金回收业务会使得公司的成本显得比较高，恢复正常水平下，公司的成本与巴里克和纽蒙特相差不大。

表 41：国内外黄金巨头对比

	斯班一	纽蒙特	巴里克	纽克雷 斯	盎格鲁	紫金矿 业	山东黄 金	中金黄 金	招金矿 业
资源量	14,574	3,746	5,745	5,176	5,416	1,728	968	496	948
储量	2,919	2,140	2,195	1,928	1,371		324		454
产量	129	159	141	72	106	37	39	24	21
成本	239	157	134	204	171	171	154	178	146
市值 A	194	2,060	2,013	1,292	571	857	1,202	353	306
资源量/市值	75	1.82	2.85	4.01	9.48	2.02	0.81	1.41	3.10
储量/市值	15	1.04	1.09	1.49	2.40		0.27		1.48
产量/市值	66%	8%	7%	6%	19%	4%	3%	7%	7%

资料来源：Bloomberg、招商证券。国内采用生产成本，国外采用现金成本，单位元/克；市值为 A 股股价乘以总股本。中金黄金的产量为全部产量，权益值为其 60%；**斯班一成本较高，跟美国的钼金回收有关，购买废料成本较高，盈利能力较低。**

按照国外常用的估值方式，EV/EBITDA 和 EV/EBIT，斯班一的估值优势也比较明显。EV/EBITDA 约 3.4 为行业均值（不包括国内）的 50%；EV/EBIT 为 4.9，为行业均值的三分之一。

表 42：估值对比

名称	市值 (CNY)	EV/EBITDA	P/E	EV/EBIT	P/B
斯班一 Gold 有限公司	231.2	3.4		4.9	1.7
当前相对可比公司均值占比	30%	48%	42%	33%	99%
均值 (包括 SGL SJ)	777.3	7.1	18.4	14.8	1.8
纽蒙特金矿公司	2,101.3	8.5	23.5	20.2	1.6
巴里克黄金公司	2,056.1	9.0	29.8	14.4	1.9
纽克雷斯特矿业有限公司	1,320.6	9.7	23.2	16.8	2.5
Polyus 公开合股公司	928.4	6.9	9.8	8.0	13.8
阿哥尼可老鹰矿场有限公司	894.0	12.5	51.1	28.3	2.8
盎格鲁黄金	521.1	5.3	14.7	10.0	2.8
金罗斯黄金公司	386.6	5.4	18.1	16.1	1.2
金田有限公司	296.1	4.7	18.0	10.2	1.6
布埃纳文图拉矿业公司	292.2	8.6	24.7	30.8	1.5
亚马纳黄金公司	209.3	7.0	35.1	20.2	0.8
哈莫尼黄金有限公司	94.2	2.9	7.4	5.5	0.8
山东黄金 A	965.0	24.4	110.2	51.0	4.5
招金矿业	250.0	21.8	52.7	47.1	1.9
紫金矿业 A	823.0	11.1	17.6	18.8	2.0
中金黄金	311.0	15.7	158.7	39.6	2.3

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

- 1、白银有色铅、锌、铜、金、银等主产品以及斯班一主产品黄金以及铂系金属价格波动风险。价格不及预期，可能会对公司利润造成不利影响。
- 2、行业政策风险。
- 3、汇率风险：公司境外子公司采用外币结算的，汇率波动对公司汇兑损益以及贸易融资产生一定风险，进而影响公司利润。境外收购形成的商誉，公司收购南非第一黄金公司形成的商誉受到外币汇率变动影响产生增减变动。
- 4、在建项目建设和投产进度不及预期。
- 5、稳定运行风险：由于第一黄金南非有限公司注册及生产经营地位于南非，近年来南非矿业企业受罢工影响，不同程度地出现了减产或者停产。出现罢工将影响公司盈利。
- 6、南非和美国当地政治风险。
- 7、矿山生产安全风险：矿产资源开采时公司的主营业务，矿山发生安生事故将会影响正常生产，拖累公司盈利。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获水晶球最佳分析师、金牛分析师奖项、wind、同花顺、金翼奖等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，8年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。