

中信建投证券股份有限公司

关于

白银有色集团股份有限公司

关于

中国证券监督管理委员会上市公司并购重组委员会

审核意见的回复

之核查意见

独立财务顾问



中信建投证券股份有限公司  
CHINA SECURITIES CO., LTD.

二零一八年五月

**中国证券监督管理委员会：**

2018 年 5 月 10 日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2018 年第 24 次会议审核，白银有色集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案获有条件通过。

根据并购重组委审核意见，中信建投证券股份有限公司作为白银有色集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的独立财务顾问，就审核意见要求独立财务顾问核查的内容进行了审慎核查，并出具本核查意见。

如无特别说明，本核查意见中的简称或名词的释义与《重组报告书》中相同，修订内容在《重组报告书》中以楷体加粗列示。

**问题：**

请申请人结合标的资产的经营风险，进一步说明标的资产交易作价的公允性，请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

**回复：**

**一、标的公司的经营风险、应对措施及对应评估参数的合理性**

本次交易标的公司为中非黄金，中非黄金系持股型公司，无实际经营业务。中非黄金的核心资产为对第一黄金的长期股权投资，直接持有其 29.60%股权。第一黄金的主营业务为南非金矿的勘探开发、开采、运营及销售，因此标的公司的经营风险首先面对的是与黄金销售相关的宏观及行业风险；其次是在金矿的勘探开发、开采、运营中面临的生产及运营风险；最后考虑第一黄金所在地南非的政治、经济、法律、税收、罢工、汇率等风险对标的资产的生产经营所带来的影响。

本次交易前，上市公司通过白银贵金属公司、CX 黄金合计持有第一黄金 70.40%的股份，对第一黄金实施控制。因此，上市公司、第一黄金针对上述经营风险，制定和采取了积极的风险控制措施，确保对标的资产生产经营的稳定和盈利能力的持续。

针对上述标的公司的经营风险，评估师在评估过程中通过收入、成本、资本性支出、折现率等具体参数进行了合理考虑，独立财务顾问进行了核查，具体情况如下：

**（一）第一黄金所拥有的矿权的续期、临期情况及对第一黄金持续经营能力的影响。**

第一黄金评估基准日拥有 3 项采矿权、3 个采矿许可证及 21 项探矿权，预期在产矿山东摩德项目（ModderEast）预计可开采至 2026 年，霍尔方丹项目（Holfontein）预计在 2021 年开始生产，预计可开采至 2033 年。第一黄金处于开拓中的项目包括 Ventersburg 项目、整合的 Nigel 项目、整合的 Modder 项目、Grootvlei 下倾延伸项目及其他东兰德盆地（EastRand）勘探项目（整合的 SubNigel 项目）。以上项目所对应的矿权的有效性对第一黄金的持续经营能力有重要影响。

针对以上问题，独立财务顾问进行了详细核查，根据第一黄金的矿业权最新状态，详见下表：

## 1、矿业权最新状态

| 第一黄金南非子公司矿业权情况 |         |                                           |          |       |                 |                 |                  |                                                                  |                                                                                                         |                                           |
|----------------|---------|-------------------------------------------|----------|-------|-----------------|-----------------|------------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 序号             | 持有人     | 项目                                        | 权证编号     | 矿业权种类 | 开采面积            | 签发日期            | 到期日              | 开采信息                                                             | 期限延展情况                                                                                                  | 有效期状况                                     |
|                |         |                                           |          |       | (公顷)            |                 |                  |                                                                  |                                                                                                         |                                           |
| 1              | NKGM    | 东摩德<br>Modder East<br>及霍尔方丹<br>Holfontein | GP182MRC | 采矿权   | 3,989.2093      | 2012 年 4 月 24 日 | 2027 年 3 月 22 日  | 开 采 深 度<br>300-500 米，地<br>下开采，生产规<br>模 110 万吨/年。                 | 期限 15 年                                                                                                 | 有效（在<br>有 效 期<br>内）                       |
|                |         |                                           | GP98MP   | 采矿许可  | 1.5000          | 2008 年 8 月 21 日 | 2018 年 10 月 16 日 | 地表废石加工<br>利用。                                                    | 有效期二年，可续期三<br>次，每次不超过一年。<br>最近一次续期是 2017 年<br>10 月 17 日，有效期至<br>2018 年 10 月 16 日。到期<br>前根据相关规定仍可续<br>期。 | 有效（在<br>有 效 期<br>内）                       |
|                |         |                                           | GP139PR  | 探矿权   | 2,180.5000      | 2006 年 6 月 14 日 | 2016 年 7 月 1 日   | 计划开采深度<br>300-700 米，地<br>下开采，计划生<br>产规模 60 万吨/<br>年。             | 已经合并到采矿权<br>GP182MRC 内                                                                                  | 采 矿 权<br>GP182M<br>RC 有效<br>期 至<br>2027 年 |
| 2              | FAREAST | 整合的萨博奈<br>杰尔 Cons Sub<br>Nigel            | GP28MR   | 采矿权   | 3,013.3142      | 2013 年 5 月 14 日 | 2038 年 7 月 14 日  | 计划开采深度<br>0-2000 米，地<br>下开采，计划开<br>采规模 90 万吨/<br>年。              | 期限 30 年                                                                                                 | 有效（在<br>有 效 期<br>内）                       |
|                |         |                                           | GP45PR   | 探矿权   | 2,643.3942<br>. | 2006 年 2 月 6 日  | 2015 年 3 月 22 日  | 已到期。第一黄金已根据南非《矿产和石油资源开发法》<br>第 102 章规定于 2016 年 2 月 18 日提交了书面申请，拟 |                                                                                                         |                                           |

| 第一黄金南非子公司矿业权情况 |              |                  |                   |       |             |                 |                  |                                                                                                                   |                                                                                  |           |
|----------------|--------------|------------------|-------------------|-------|-------------|-----------------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 序号             | 持有人          | 项目               | 权证编号              | 矿业权种类 | 开采面积        | 签发日期            | 到期日              | 开采信息                                                                                                              | 期限延展情况                                                                           | 有效期状况     |
|                |              |                  |                   |       | (公顷)        |                 |                  |                                                                                                                   |                                                                                  |           |
|                |              |                  | GP142PR           | 探矿权   | 3,860.5435  | 2006 年 6 月 14 日 | 2015 年 3 月 22 日  | 将该 4 个探矿权合并到已有的采矿权 GP28MR 中，并于 2016 年 6 月 23 日收到政府开始受理的回执函。2018 年 4 月 25 日，第一黄金根据矿产资源部的要求，提交了更新后的环评，目前该续期仍在审批过程中。 |                                                                                  |           |
|                |              |                  | GP260PR/GP10072PR | 探矿权   | 3,797.3381  | 2012 年 1 月 26 日 | 2016 年 10 月 8 日  |                                                                                                                   |                                                                                  |           |
|                |              |                  | GP73PR/GP10021PR  | 探矿权   | 21,268.2400 | 2014 年 2 月 12 日 | 2016 年 10 月 8 日  |                                                                                                                   |                                                                                  |           |
|                |              |                  |                   |       |             |                 |                  |                                                                                                                   |                                                                                  |           |
| 3              | NEWSHELF1186 | 整合奈杰尔 Cons Nigel | GP10173PR         | 探矿权   | 15,964.9912 | 2014 年 1 月 20 日 | 2018 年 10 月 31 日 | 计划开采深度 315-1000 米，地下开采，计划生产规模 60 万吨/年。                                                                            | 尚未申请过延期，按照南非相关法律，该探矿权可再延期 3 年。第一黄金管理层已经决定于 2018 年 8 月开始该探矿权的续期工作，相关续期申请的文件正在备置中。 | 有效（在有效期内） |

| 第一黄金南非子公司矿业权情况 |     |           |                      |           |                    |                   |                                                                                  |                     |                                      |                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------|-----|-----------|----------------------|-----------|--------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 序号             | 持有人 | 项目        | 权证编号                 | 矿业权种类     | 开采面积               | 签发日期              | 到期日                                                                              | 开采信息                | 期限延展情况                               | 有效期状况                                                                                                                                                                                                                                         |
|                |     |           |                      |           | (公顷)               |                   |                                                                                  |                     |                                      |                                                                                                                                                                                                                                               |
|                |     |           | 整合的莫德<br>Cons Modder | GP10172PR | 探矿权                | 11,192.447<br>3   | 2014 年 1<br>月 20 日                                                               | 2018 年 10<br>月 31 日 | 计划开采深度 0-450 米，地下开采, 计划生产规模 80 万吨/年。 | 第一黄金已根据南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章规定于 2017 年 10 月 4 日提交了书面申请，拟将该探矿权申请为采矿权（编号 GP30/5/1/2/2/10061MR），政府于 2017 年 10 月 31 日受理，期间第一黄金和政府积极沟通，并于 2018 年 1 月 29 日和 2018 年 3 月 29 日按政府要求补充了相应材料，目前正在审批中。<br>根据相关法律规定，矿业权变更期间，不中断公司按照原探矿权继续经营，不会对公司业务造成不利影响。 |
|                |     | GP10098MP | 采矿许可                 | 4.9949    | 2016 年 4<br>月 14 日 | 2018 年 3<br>月 3 日 | 不计划进行开采，到期后不续期，持有人正在根据 MPRDA 的第 43 章要求申请终止该证书。由于此两个采矿许可为仍处于有效期的探矿权 GP10172PR 内或拟 |                     |                                      |                                                                                                                                                                                                                                               |

| 第一黄金南非子公司矿业权情况 |                  |                    |           |       |                 |                 |                  |                                                                   |                                                                                  |           |
|----------------|------------------|--------------------|-----------|-------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 序号             | 持有人              | 项目                 | 权证编号      | 矿业权种类 | 开采面积<br>(公顷)    | 签发日期            | 到期日              | 开采信息                                                              | 期限延展情况                                                                           | 有效期<br>状况 |
|                |                  |                    | GP10192MP | 采矿许可  | 4.9568          | 2016 年 4 月 14 日 | 2017 年 10 月 28 日 | 申请的采矿权 GP30/5/1/2/2/10061MR 内，到期后不再续期不会对第一黄金在相应区域内的资源权力和开展工作造成影响。 |                                                                                  |           |
| 4              | NEWSHE<br>LF1198 | 赫鲁特弗莱<br>Grootvlei | GP10174PR | 探矿权   | 2,290.8576      | 2014 年 1 月 20 日 | 2018 年 10 月 31 日 | 计划开采深度 315-1000 米，地下开采，计划生产规模 30 万吨/年。                            | 尚未申请过延期，按照南非相关法律，该探矿权可再延期 3 年。第一黄金管理层已经决定于 2018 年 8 月开始该探矿权的续期工作，相关续期申请的文件正在备置中。 | 有效（在有效期内） |
| 5              | NEWSHE<br>LF1201 | 西开普<br>重砂矿         | WC397PR   | 探矿权   | 555.0096        | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 | 重砂矿项目，暂无开采计划                                                      | 2018 年 11 月 18 日到期，根据南非相关规定，第一黄金将在该 8 个探矿权到期前提交相应的申请。                            | 有效（在有效期内） |
|                |                  |                    | WC398PR   | 探矿权   | 881.9145        | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                   |                                                                                  |           |
|                |                  |                    | WC399PR   | 探矿权   | 3,296.9910      | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                   |                                                                                  |           |
|                |                  |                    | WC400PR   | 探矿权   | 2,867.3626      | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                   |                                                                                  |           |
|                |                  |                    | WC401PR   | 探矿权   | 11,170.275<br>5 | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                   |                                                                                  |           |

| 第一黄金南非子公司矿业权情况 |                           |                     |                     |       |             |                 |                  |                                                                                                             |         |           |
|----------------|---------------------------|---------------------|---------------------|-------|-------------|-----------------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-----------|
| 序号             | 持有人                       | 项目                  | 权证编号                | 矿业权种类 | 开采面积        | 签发日期            | 到期日              | 开采信息                                                                                                        | 期限延展情况  | 有效期状况     |
|                |                           |                     |                     |       | (公顷)        |                 |                  |                                                                                                             |         |           |
| 6              | GoldOneAfrica             | 芬特斯堡<br>Ventersburg | WC402PR             | 探矿权   | 2,151.8173  | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 | 已到期,第一黄金已根据南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章规定提交了书面申请,拟将 5 个探矿权合并转成一个采矿权(拟申请的采矿权编号为 FS30/5/1/2/2/10036MR),政府已受理,正在进行审批。 |         |           |
|                |                           |                     | WC403PR             | 探矿权   | 1,064.9990  | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     | WC405PR             | 探矿权   | 5,478.8578  | 2014 年 8 月 2 日  | 2018 年 11 月 18 日 |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     | FS24PR/FS10087PR    | 探矿权   | 9,757.8000  | 2009 年 7 月 24 日 | 2017 年 5 月 22 日  |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     | FS477PR/FS10140PR   | 探矿权   | 2,842.0614  | 2008 年 8 月 22 日 | 2017 年 5 月 22 日  |                                                                                                             |         |           |
| 7              | GOLDON<br>EMOZA<br>MBIQUE | Tulo                | FS565PR/FS10228PR   | 探矿权   | 416.0100    | 2009 年 7 月 24 日 | 2017 年 5 月 22 日  | 持有人拟注销,无开采计划                                                                                                | 期限 25 年 | 有效(在有效期内) |
|                |                           |                     | FS865PR/FS10229PR   | 探矿权   | 494.1358    | 2012 年 1 月 6 日  | 2017 年 5 月 22 日  |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     | FS10080PR/FS10423PR | 探矿权   | 326.8512    | 2013 年 8 月 30 日 | 2016 年 7 月 22 日  |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     | 557C                | 采矿权   | 22,800.0000 | 2006 年 7 月 25 日 | 2031 年 7 月 25 日  |                                                                                                             |         |           |
|                |                           |                     |                     |       |             |                 |                  |                                                                                                             |         |           |

## 2、南非关于矿业权期限、续期申请等方面的相关规定

根据南非《矿产和石油资源开发法》，①第 4 章矿产和环境规定（Mineral and Environmental Regulation）之 24 条，采矿权更新申请（Application for renewal of mining right），采矿权（mining right）有效期不超过 30 年；可多次延期，每次不超过 30 年；有排它申请和被授予采矿权变更的权利；②第 4 章矿产和环境规定（Mineral and Environmental Regulation）之 27 条，采矿许可证的申请、办法和期限（Application for issuing and duration of mining permit）授予持有人进入土地，进行厂房建设及地下基础设施建设、根据水法使用水、开采矿产的权力；不超过 2 年；不得转让、中止、出租、转租、留置或处置；但是在得到部长许可的情况下，可以为了融资的目的进行抵押；可延期 3 次，每次不超过 1 年；③第 4 章矿产和环境规定（Mineral and Environmental Regulation）之 18 条探矿权更新申请（Application for renewal of prospecting right），探矿权（prospecting right）有效期不超过 5 年，可延期，延期时间不超过 3 年。持有人在探矿权延期和申请采矿权方面拥有排他权，同时在法律许可的情况下，有权利移走和处置矿业权。

## 3、矿业权续期、临期等办理的具体情况以及对第一黄金的影响分析

目前上述矿业权的情况：

### （1）已经完成变更的：

霍尔方丹（Holfontein）项目对应的探矿权 GP139PR 到期后，经过第一黄金的申请，根据南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章，合并到采矿权 GP182MRC 内已经获得南非矿业部的批准。

### （2）正在变更进行中的：

①整合的萨博奈杰尔 Cons Sub Nigel 的 4 个探矿权 GP260PR/GP10072PR、GP45PR、GP142PR、GP73PR/GP10021PR 已过期。第一黄金已根据南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章规定于 2016 年 2 月 18 日提交了书面申请，拟将该 4 个探矿权合并到已有的采矿权 GP28MR 中，并于 2016 年 6 月 23 日收到政府开始受理的回执函。第一黄金与南非矿权续期办理部门保持持续的沟通。2018 年 4 月 25 日，第一黄金根据南非矿产资源部的要求，提交了更新后的环评，目前该续期申请仍在审批过程中。根据南非《矿产和石油资源开发法》等相关规定，该 4 个探矿权到期以及申请矿权变更期间，不会对第一黄金业务造成不利影响。

②芬特斯堡 Ventersburg 的 5 个探矿权 FS24PR/FS10087PR、

FS477PR/FS10140PR 、 FS565PR/FS10228PR 、 FS865PR/FS10229PR 、 FS10080PR/FS10423PR 已经过期。第一黄金已按照南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章规定申请将该项目的 5 个探矿权合并转成一个采矿权 (FS30/5/1/2/2/10036MR)，并于 2017 年 2 月 7 日收到政府开始受理的回执函，目前仍在审批过程中。根据南非《矿产和石油资源开发法》等相关规定，该 5 个探矿权到期以及矿业权变更期间，不会对公司业务造成不利影响。

③整合的莫德 Cons Modder 项目的探矿权 GP10172PR 将于 2018 年 10 月 31 日到期。第一黄金已根据南非《矿产和石油资源开发法》第 102 章规定于 2017 年 10 月 4 日提交了书面申请，拟将该探矿权申请为采矿权 (编号 GP30/5/1/2/2/10061MR)，政府于 2017 年 10 月 31 日受理，期间第一黄金和政府积极沟通，并于 2018 年 1 月 29 日和 2018 年 3 月 29 日按政府要求补充了相应材料，目前正在审批中。

④整合奈杰尔 Cons Nigel 项目的探矿权 GP10173PR 和赫鲁特弗莱 Grootvlei 项目的探矿权 GP10174PR 均将于 2018 年 10 月 31 日到期。按照南非相关法律，这两个探矿权均可再延期 3 年，第一黄金管理层已经决定于 2018 年 8 月开始该探矿权的续期工作，相关续期申请的文件正在备置中。

⑤西开普重砂矿项目的 8 个探矿权 WC397PR、WC398PR、WC399PR、WC400PR、WC401PR、WC402PR、WC403PR、WC405PR 均将于 2018 年 11 月 18 日到期。根据南非相关规定，第一黄金将在该 8 个探矿权到期前提交相应的申请。

⑥位于东莫德 (Modder East) 内的采矿许可 GP98MP 采矿权利为地表废石加工利用，将于 2018 年 10 月 16 日到期，到期后根据相关规定仍可续期。

⑦整合的莫德 Cons Modder 项目的两个采矿许可 GP10098MP 和 GP10192MP 分别于 2018 年 3 月 3 日和 2017 年 10 月 28 日到期，第一黄金不计划在这两个采矿许可内进行采矿活动，到期后不续期，正在根据 MPRDA 的第 43 章要求申请终止此两个证书。由于此两个采矿许可为仍处于有效期的探矿权 GP10172PR 内或拟申请的采矿权 GP30/5/1/2/2/10061MR 内，GP10098MP 和 GP10192MP 到期后不再续期不会对第一黄金在相应区域内的资源权力和开展工作造成影响。

综合以上矿权续期及申请的具体情况，对于第一黄金目前处于有效期内的矿权状况概况如下：①采矿权均有较长有效期；②探矿权到期后可依法申请延期，

延期到期后可依法申请转为采矿权，目前相关申请处于审批过程中，对于临期矿权，第一黄金已计划到期前做出相关安排。根据相关法律规定，矿业权变更期间，不会中断公司的继续经营，不会对公司采矿业务造成不利影响；③采矿许可到期后可依法申请延期或终止，且终止不会对第一黄金在相应区域内的资源权力和开展工作造成影响。

经核查，基于上述事实，本次评估对于矿业权证到期是否能够续展进行了评估假设，本次评估假设“相关探矿权可顺利取得采矿权许可证，并在证照到期后可顺利完成延续，直至矿山服务年限届满。”本次的评估假设是合理的。

## **（二）宏观及行业风险**

### **1、宏观经济波动的风险**

国际、国内宏观经济的波动，均将影响下游行业及居民日常消费对于金、银等贵金属的需求量，进而影响金、银价格走势。

目前，国际、国内宏观经济发展趋势仍然具有不确定性，也相应增加了公司未来业绩的波动风险。

### **2、市场环境风险**

有色及贵金属行业是国民经济、人民日常生活及国防工业等领域的基础原材料产业，是典型的周期性行业，与宏观经济运行状况密切相关，宏观经济波动对公司产品价格和盈利有较大影响。如果未来全球宏观经济景气度不能持续回升或再次出现波动，可能会导致有色及贵金属行业景气度相应波动，并对公司的生产经营产生影响。

### **3、黄金价格波动的风险**

标的公司的主营业务为南非金矿的开发、运营，以及自产矿产品的加工、销售。黄金为标的公司的主要产品，标的公司所有的收益都来自黄金销售。

黄金价格受多项因素的影响，包括：美元（黄金报价通用的货币）及其他货币升值或贬值；工业及珠宝用途的黄金需求；相对新兴市场（尤其是巴西、俄罗斯、印度及中国）以及该等市场的新兴中产阶级的黄金需求；南非中央银行或其他大型金锭持有人或交易商的实际、预期或可能的金锭购买量及销量；反映黄金具体表现的交易型开放式指数基金需求；央行储备需求；投资所用的黄金需求；投资者对黄金及黄金业务的信心；黄金的投机买卖活动；黄金生产商远期销售的整体水平；黄金的整体生产水平及成本；国际或区域政治及经济事件或趋势；金

融市场对通胀率的预期以及利率。

受以上多种因素的影响，黄金价格将会产生波动。黄金价格持续大幅波动可能对标的资产和上市公司未来的业绩带来不确定性。

**4、宏观及行业风险在本次评估中的考虑**

针对上述宏观及行业风险，本次评估作价过程中对于折现率的计算已经体现上述风险，折现率中对于市场风险溢价的计算过程如下：

对于南非市场风险溢价的测算方式是经由美国市场风险溢价调整而来，南非市场风险溢价=美国股票市场风险溢价+南非股票市场违约贴息

**（1）美国股票市场风险溢价**

美国股票市场风险溢价=美国股票市场收益率-美国无风险收益率

美国股票市场收益率选取标普 500 指数进行测算，标普 500 指数数据来源于雅虎财经 <http://finance.yahoo.com/>；美国无风险收益率以美国 10 年期国债到期收益率表示，数据来源于 Wind 资讯终端全球宏观数据板块。

**（2）南非市场违约贴息**

根据国际权威评级机构穆迪投资者服务公司公布的南非债务评级及对风险补偿的相关研究测算，得到南非股票市场违约贴息。

在美国股票市场风险溢价和南非股票市场违约贴息数据的基础上，计算得到评估基准日南非市场风险溢价为 8.92%。

综上所述，宏观经济波动风险普遍存在，而本次对于市场风险溢价的计算数据均来自于美国、南非等国际市场，故本次评估作价过程已考虑宏观经济波动风险。

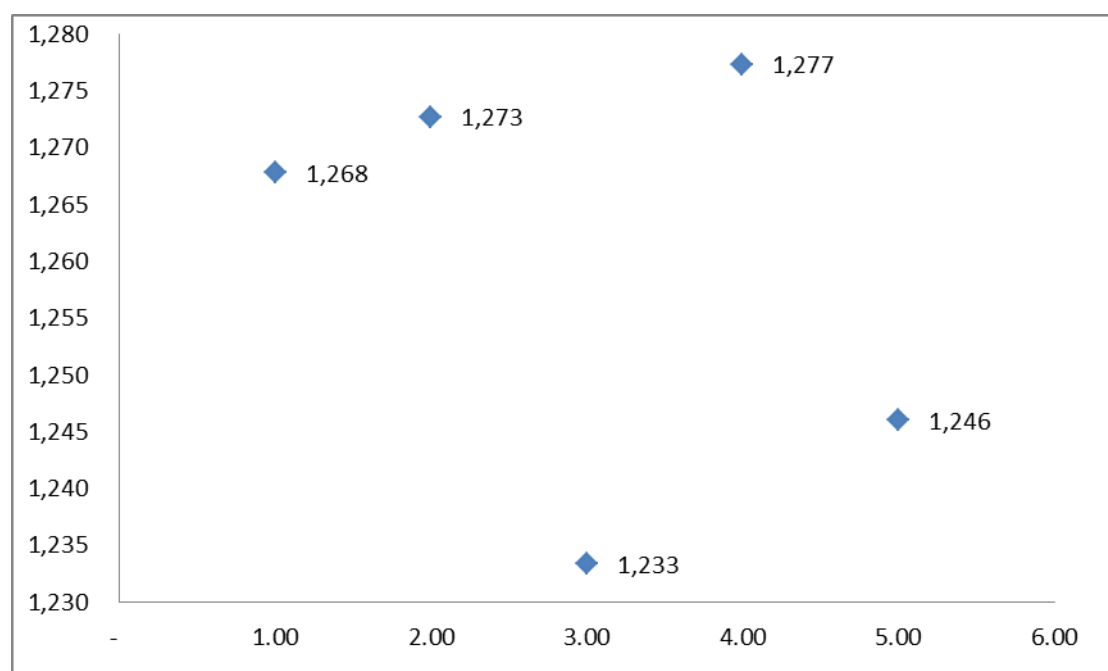
**历史不同时间段黄金价格运行情况统计**

| 项目   | 2008 年至今  | 2013 年至今  | 2015 年至今 | 2017 年至今 |
|------|-----------|-----------|----------|----------|
| 平均   | 1,267.79  | 1,272.74  | 1,233.40 | 1,277.37 |
| 标准误差 | 4.69      | 3.03      | 2.58     | 2.31     |
| 中位数  | 1,256.45  | 1,265.00  | 1,243.94 | 1,276.93 |
| 众数   | 1,198.10  | 1,265.90  | 1,265.90 | 1,244.40 |
| 标准差  | 243.79    | 112.94    | 76.17    | 43.19    |
| 方差   | 59,433.93 | 12,754.79 | 5,801.32 | 1,865.34 |
| 峰度   | -0.31     | 3.18      | -0.61    | -0.68    |
| 偏度   | 0.20      | 1.33      | -0.45    | -0.17    |
| 区域   | 1,187.93  | 641.10    | 314.25   | 199.41   |
| 最小值  | 712.30    | 1,051.60  | 1,051.60 | 1,158.50 |

| 项目  | 2008 年至今     | 2013 年至今     | 2015 年至今     | 2017 年至今   |
|-----|--------------|--------------|--------------|------------|
| 最大值 | 1,900.23     | 1,692.70     | 1,365.85     | 1,357.91   |
| 求和  | 3,420,484.99 | 1,772,932.26 | 1,073,061.92 | 447,081.04 |
| 观测数 | 2,698.00     | 1,393.00     | 870.00       | 350.00     |

数据来源：WIND 资讯

由上表可知，近 10 年、近 5 年、近 3 年、近 1 年四个不同时间段的平均金价均较为稳定，在 1200 美元/盎司至 1300 美元/盎司之间，同时根据标准差可知，随着时间段逐渐缩小，标准差随着变小，这说明金价的波动逐渐变小，目前金价整体运行情况较为稳定，尽管如此，本次对于黄金价格的预测也是十分谨慎、稳健的，本次评估预测期黄金平均价格为 1246 美元/盎司，与不同时间段黄金平均价格相比如下图：



数据来源：WIND 资讯

如上图可知，本次评估预测平均金价也是在上述不同时段平均金价中等偏下的水平。同时根据第一黄金历史经营过程，第一黄金管理层在经营过程中会及时根据不同时期黄金运行情况，采用适当的金融工具对冲黄金价格波动所带来的风险。

综上所述，独立财务顾问认为本次作价过程已充分考虑到金价波动等宏观及行业风险对标的资产带来的影响。

### （三）与海外经营有关的政治、经济、法律、税收、罢工、汇率等风险

#### 1、政治、经济、法律、税收等风险

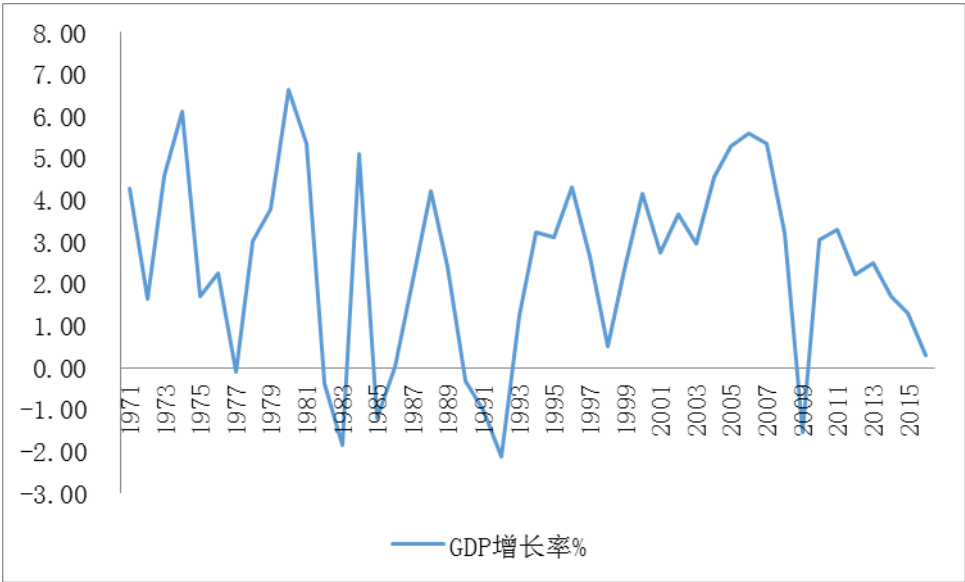
标的资产的主要经营实体为位于南非的第一黄金，第一黄金持有的主要经营

性资产为东摩德项目（Modder East）矿产，以及处于开拓中矿权项目。第一黄金的生产经营以及资产均受到所在国的法律法规管辖，上市公司在进行海外经营的过程中可能受到所在国政治、经济、法律、劳工、治安、外汇、税收等因素的影响，上述因素可能与国内存在差异，从而影响海外公司的正常生产经营。

虽然中国已与南非建立了外交关系，互相促进并保护两国之间的投资贸易，并拥有良好的合作惯例，但是不排除未来南非政治、经济、法律等方面出现恶化的风险。如若发生该等状况，则将对公司未来在南非的生产经营产生不利影响。

根据商务部国际贸易经济合作研究院、商务部投资促进事务局、中国驻南非大使馆经济商务参赞处共同发布的《对外投资合作国别（地区）指南》关于南非的介绍，1994 年 4 月 27 日，南非举行首次不分种族的大选，成立了以非国大为首的新政府。目前，以非国大为首的三方联盟基本实现单独执政。南非新政府采取种族和解和民族团结政策，优先改善黑人的政治、经济和社会地位，并兼顾各方利益。新政府成立以来政局基本稳定，经济平稳增长。

以 1994 年非国大成为南非执政党为时间界限，独立财务顾问通过分析南非 GDP 增长率，对南非经济发展进行分析。我们统计了 1971 年以来南非 GDP 增长情况，详见下图：



数据来源：WIND 资讯

由上图可知，1971 年-1993 年南非 GDP 增长率平均水平为 2.06%，1994 年-2016 年南非 GDP 增长率平均水平为 2.89%，其中以 1994 年为界的前 10 年和后 10 年的南非 GDP 年均增长率分别为 1.04%和 2.97%。通过以上数据，非国大执政以来，南非经济发展总体持续稳定发展，南非政治环境并未出现明显不利于经

济发展的事件。

## 2、汇率风险

标的资产的主要经营实体为位于南非的第一黄金，生产经营主要涉及美元、兰特等外币。由于上市公司的合并报表的记账本位币为人民币，在当前人民币日趋国际化、市场化的宏观环境下，人民币汇率双向波动幅度增大，人民币对美元等外币的汇率变化将导致公司合并财务报表的外币折算风险，对公司未来合并财务报表的盈利水平产生一定的影响。

另外，由于第一黄金的营业收入全部来自于黄金销售，而黄金通常以美元出售，而公司的绝大部分生产成本都以南非兰特计算，汇率的变化对标的公司的经营业绩及财务状况影响较为复杂。

独立财务顾问对近年美元兑人民币汇率及黄金价格变化趋势及对第一黄金的生产经营和本次估值进行了分析：

汇率的决定受经济基本面、国际收支状况、利率平价、汇率政策等因素共同影响。相关研究表明：美元强弱是影响金价高低的重要因素，美元汇率的变化对黄金价格产生很大的影响，两者在长期内具有稳定的负相关关系。根据 wind 资讯数据，2017 年 1 月至 2018 年 4 月底，美元兑人民币累计贬值 8.78%，而黄金价格同期上涨 14.09%。

自 2015 年 8 月 11 日中国人民银行宣布完善人民币中间价报价机制，之后美元兑人民币开始进入升值区间，截至 2016 年末，1 美元兑 6.945 元人民币，美元兑人民币累计升值 10.59%。2017 年随着中国经济企稳回升、人民币汇率形成机制进一步完善，全年美元兑人民币累计贬值 6.74%。根据中国人民银行公布的《2017 年第四季度中国货币政策执行报告》2017 年 5 月份，外汇市场自律机制在“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制基础上，组织各报价行在报价模型中增加了“逆周期因子”，“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的中间价报价机制初步确立，人民币对美元双边汇率弹性进一步增强，双向浮动的特征更加显著，汇率预期平稳。

根据国家外汇管理局于 2018 年 4 月 19 日在国务院新闻办公室就 2018 年一季度外汇收支数据有关情况举行新闻发布会（原文载于中国网），“2018 年一季度，……人民币对美元汇率双向波动并保持基本稳定，汇率预期合理分化。”综上所述，2018 年以来，人民币汇率稳定在合理均衡水平上。

因此，近期美元兑人民币汇率虽然呈现下降趋势，但长期来看汇率预期平稳，且美元汇率下降的同时，黄金价格呈现上涨趋势，而金价上涨将会提升盈利能力，估值将有所提高。

**3、南非的通货膨胀风险**

南非的平均年度通胀率于 2013 年、2014 年、2015 年以及 2016 年分别为 5.7%、6.1%、4.6%及 6.4%。如果南非出现通胀情况，第一黄金就产品及服务支付的价格可能增加，如果价格增幅不能通过黄金的价格上涨或货币贬值进行抵销，则可能对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。

**4、罢工、新订及现有劳动法律可能会对公司的经营及利润造成负面影响**

2012 年第一黄金的东摩德项目（Modder East）作业曾遭遇 1,054 名雇员参与的非法罢工活动，此次罢工由专业运输及联合工人工会带领，并以于 2012 年加薪为目的，此次罢工对公司的业务经营造成重大影响。第一黄金 2012 年已根据相关法规解雇所有曾参与非法罢工的 1,054 名雇员，已经招聘新雇员并逐渐从罢工中恢复。2018 年 2 月，第一黄金已经与南非国家矿工联盟订立《工资协议》，自 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日止，限制雇员就 2018 年 12 月 31 日之前的工资及其他福利提出进一步的要求。尽管如此，但第一黄金无法保证雇员于协议期内或之后不会出现任何劳动纠纷或罢工行为，也无法保证公司能够在工资协议届满后成功续期。此外，近年来新劳动法律的颁布或现有劳动法律的修订也使标的公司增加了额外责任，增加了合规及其他成本。

如果第一黄金今后再次遭遇罢工或停工活动，公司的采矿活动将会受干扰，并可能对公司的生产经营、财务状况造成不利影响。

经核查，本次评估已经考虑了南非汇率、通胀以及人工增长的因素对估值的影响。南非罢工主要是雇员追求自身合法权益，工资协议的谈判基础主要是基于南非国内的物价水平上涨。在本次评估过程中，是以美元为标准进行计价的，同时对于人工成本是按照不变价格进行预测。这是由于在较长的时间内，南非兰特是呈贬值趋势，这是基于南非 CPI 水平逐年增长，从而带动人工上涨。

| 项目   | 南非平均工资增长率 | 兰特兑美元汇率变动率 | CPI   |
|------|-----------|------------|-------|
| 2009 | 10.9%     | 2.1%       | 7.30% |
| 2010 | 14.5%     | -13.1%     | 4.08% |
| 2011 | 7.8%      | -0.8%      | 5.01% |
| 2012 | 8.9%      | 13.2%      | 5.73% |

|      |      |       |       |
|------|------|-------|-------|
| 2013 | 5.7% | 17.4% | 5.78% |
| 2014 | 6.2% | 12.4% | 6.14% |
| 2015 | 6.3% | 17.7% | 4.51% |
| 2016 | 6.3% | 15.2% | 6.59% |
| 2017 | 8.4% | -9.4% | 5.42% |
| 平均   | 6.1% | 6.1%  | 5.62% |

由上表可知，过去近十年间，兰特兑美元汇率年均贬值 6.1%，而同期南非 CPI 为 5.62%，南非人均工资年均涨幅 6.1%。汇率变动与 CPI 以及人均工资呈负相关，而本次估值是以美元为标准进行计价，则南非无通货膨胀，反之如考虑汇率变动，由于南非兰特兑美元汇率变动幅度与 CPI 或者人工变动幅度反向趋于一致，故汇率波动与人工或者 CPI 会形成对冲。综上所述，本次评估过程已经考虑了南非兰特汇率变动、CPI 以及人工的变动情况，且上述因素不会对估值造成重大不利影响。

## 5、南非矿业政策变动的风险

根据相关报道及南非 ENS 的法律意见书，《南非矿业具广泛基础之黑人社会经济授权宪章》（the Broad-Based Black Socio-Economic Empowerment Charter for the South African Mining and Minerals Industry，以下简称“《2017 矿业宪章》”）于 2017 年 6 月 15 日，由南非矿产资源部长莫斯科蒂·扎瓦尼(Mosebenzi Zwane)签发。该《2017 矿业宪章》从矿权所有权、采购、就业公平等方面作出了有利于黑人社会经济权利的强制性要求。

南非矿业商会（the Chamber of Mines of South Africa）随后立刻提起了暂缓实施《2017 矿业宪章》的紧急申请，并向相关法院申请审查并撤销《2017 矿业宪章》。

经境外律师说明和查询政府相关公告，上述撤销申请原定于 2018 年 2 月 19、20 日开庭审理。目前，基于南非总统 Cyril Ramaphosa 的推动，南非矿业商会将和南非矿产资源部将进行新一轮的矿业法案的谈判。

根据 ENS 律师提供的资料和说明以及经查询政府相关公告，南非当地法院于 2018 年 4 月 4 日作出判决，判决内容主要表现为：（1）当矿业企业依据《矿产与石油资源开发法案》（以下简称“MPRDA”）的法定要求获得采矿权后，矿业企业并无法定义务根据原《矿业宪章》的要求，保持黑人 26%的持股比例，即使黑人持股比例降低至 26%以下；（2）矿业企业未达到 26%的的黑人持股比

例要求，不构成对 MPRDA 中对于采矿权的重大违约。南非矿业商会对外表示欢迎该判决。

2018 年 4 月 23 日，南非矿产资源部就 2018 年 4 月 4 日作出的有利于南非矿业商会的判决，向法院提出了上诉申请。目前，由于该案件仍处于司法程序中，故《2017 年矿业宪章》暂不予执行，故南非矿权人无须遵守《2017 年矿业宪章》，因此《2017 年矿业宪章》暂时不会对本交易产生影响。

针对上述情况，独立财务顾问也就《2017 年矿业宪章》的实施影响进行了分析：

《2017 年矿业宪章》新增的要求主要表现在以下几个方面：①就现有的采矿权和探矿权而言，将要求矿业企业在 2017 年宪章生效后 12 个月内将项目公司的黑人持股比例提高 4%，从而达到 30%。②新的探矿权只能由黑人股东居多的公司（50%股权+1 股黑人投票席位）申请。③新的采矿权仅授予 30%股东为黑人的公司。

针对上述情况，结合第一黄金目前情况，如果《2017 年矿业宪章》被执行，对第一黄金的股权结构造成的影响如下：

①第一黄金下属企业拥有探矿权和采矿权的企业，将需要再转让 4%的股权给黑人股东，但结合之前与 BEE 股东签署的合作协议，这一情形不会对第一黄金的股权结构造成实质性影响；

②若第一黄金下属企业申请新的采矿权，将较原《矿业宪章》多转让 4%股权给黑人股东，但结合之前与 BEE 股东签署的合作协议，这一情形不会对第一黄金的股权结构造成实质性影响；

③若第一黄金下属企业申请新的探矿权，将通过与黑人股东新设并由黑人股东控股的企业来申请。根据第一黄金管理层的说明，第一黄金目前并无计划申请新的探矿权，因此，这一情形不会对第一黄金目前的股权结构造成实质性影响。

综上所述，经核查，独立财务顾问认为：1、截止本回复出具之日，第一黄金没有义务执行《2017 年矿业宪章》。2、针对《2017 年矿业宪章》的新的要求，结合第一黄金目前情况、之前与 BEE 股东签署的合作协议，这一情形不会对第一黄金的生产运营及本次估值造成实质性影响。

**6、与海外经营有关的政治、经济、法律、税收、罢工、汇率等风险在本次评估中的考虑**

本次评估对于上述风险也进行了充分考虑：

在折现率的测算中关于企业个别风险按照 3%进行了考虑，其中对于标的资产的经营环境风险，本次评估按照 2%进行考虑，对于其他风险，本次评估按照 1%进行考虑。通过其他海外并购关于境外资产经营环境不同导致的个别风险情况来看，本次 3%的个别风险系数也处于合理范围内，如洛阳钼业海外并购矿业资产时，个别风险为 1%。

基于上述情况，南非经济发展总体持续稳定发展，矿业作为南非经济的支柱行业，其相关的政治、经济、法律、税收等宏观环境和政策相对稳定。南非的工资协议的谈判基础主要是基于南非国内的物价水平上涨。根据近十年汇率、通货膨胀率的统计数据，由于南非兰特兑美元汇率变动幅度与 CPI、人均工资、通货膨胀率反向趋于一致，故汇率波动与通货膨胀率、工资上涨会形成对冲，且第一黄金已制定了切实可行的缓解劳工关系、妥善处置罢工的应对措施。

综上所述，独立财务顾问认为：本次评估合理考虑了南非的政治、经济、法律等环境的不同所产生的风险。

#### （四）生产及运营风险

##### 1、第一黄金的业务目前集中于东摩德项目（Modder East）作业，未来面临目标矿层转换、开采难度加大、厂房及设备更换的风险

截止本核查意见出具日，第一黄金的营运金矿为东摩德项目（Modder East），其位于约翰内斯堡以东约 30 公里的东兰德盆地（East Rand）。预计至霍尔方丹项目（Holfontein）投产前，第一黄金的所有收入将来自东摩德项目（Modder East）矿山所生产的黄金销售收入。随着东摩德项目（Modder East）矿山的开采，可能会面临以下风险：(1)于东摩德项目（Modder East）矿山寿命内，厂房及设备可能需要翻新或更换；(2)由于第一黄金目前专注开发较浅的 Black Reef 矿层，所以东摩德项目（Modder East）矿山目前一直按现有的技术经济指标运营。当第一黄金将开采重心转向 UK9A 矿层时，可能需对经济指标进行调整；(3)接近矿山寿命结束时，矿石开采的风险可能增加。如采矿面深度加深而出现的潜在地质问题，以及可能增加的渗水及泵水规定而令风险增加。东摩德项目（Modder East）矿石开采的风险可能导致第一黄金的业务缩减、中断或停止，继而对第一黄金及标的公司的业务、经营业绩及财务状况造成不利影响。

针对上述在矿山开采过程中的风险控制，第一黄金每年均会提前进行井下勘

探，为后续生产安排编制预算，并及时更新，确保生产预算可以合理执行。同时在盈利预测中已充分考虑相关可能发生的资本性支出，能够满足厂房及设备对生产经营的需求。

历史期东摩德矿山主要资本性支出是矿山开拓支出，历史期矿山开拓支出2014年至2017年1-3月各期的开拓支出分别为8900万兰特、17500万兰特、13800万兰特以及4200万兰特。根据各期矿石开采量，每开采单位矿石的支出分别为94兰特/吨、180兰特/吨、134兰特/吨和163兰特/吨。本次对于预测期的矿山开拓资本性支出按照近两年一期的平均水平进行测算。根据上述测算思路，矿山开拓资本性支出情况详见下表：

**矿山开拓资本性支出表**

| 项目    | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年<br>1-3 月 | 2017 年<br>4-12 月 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------|--------|--------|--------|-----------------|------------------|--------|--------|
| 矿石开采量 | 950    | 975    | 1,034  | 257             | 723              | 1,032  | 1,072  |
| 资本性支出 | 89     | 175    | 138    | 42              | 115              | 164    | 170    |
| 单位支出  | 94     | 180    | 134    | 163             | 159              | 159    | 159    |
| 项目    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年          | 2024 年           | 2025 年 | 2026 年 |
| 矿石开采量 | 1,100  | 1,100  | 1,100  | 1,100           | 1,100            | 1,100  | 237    |
| 资本性支出 | 175    | 175    | 175    | 175             | 175              | 175    | 38     |
| 单位支出  | 159    | 159    | 159    | 159             | 159              | 159    | 159    |

注：上表计量单位：矿石开采量（千吨）、资本性支出（百万兰特）、单位支出（兰特/吨）

除上述开拓支出外，东摩德矿山的其他资本性支出主要为设备及其他支出，由于东摩德矿山目前的生产设备、厂房等能够满足东摩德矿山的生产经营，本次测算根据现有资产规模按照经济寿命年限对该部分现有资产的未来更新支出需求进行计算。测算结果详见下表：

**其他资本性支出明细表**

金额单位：万兰特

| 项目      | 2017 年 4-12 月 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 其他资本性支出 | -             | 45     | 453    | 3,253  | 3,253  |
| 项目      | 2022 年        | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 |
| 其他资本性支出 | 6,725         | 6,725  | 6,725  | 6,725  | 1,485  |

根据上述两部分对于东摩德矿山的资本性支出的测算，本次评估已经充分考虑了东摩德矿山资本性支出的需求，预测期的资本性支出能够满足东摩德矿山生产经营的支出需求。

截至本核查意见出具之日，东摩德矿山资源储量未发生重大不利变化，本次

评估对于东摩德矿山的资源储量、品位、回收率等指标均根据国土资源部矿产资源储量评审中心评审通过的《储量核实报告》，及企业提供的生产经营数据的平均水平进行测算。

同时，评估利用资源储量在《储量核实报告》的基础上，根据《矿业权价款评估应用指南》（CMVS20100-2008）有关规定：探明的或控制的内蕴经济资源（331）和（332），全部参与评估计算。推断的内蕴经济资源量(333)可参考（预）可行性研究、矿山设计、矿产资源开发利用方案或设计规范的规定等取值。（预）可行性研究、矿山设计或矿产资源开发利用方案等中未予利用的或设计规范未做规定的，采用可信度系数调整，可信度系数在 0.5~0.8 范围取值，具体取值应按矿床（总体）地质工作程度、推断的内蕴经济资源量(333)与其周边探明的或控制的资源储量关系、矿种及矿床勘查类型等确定。矿床地质工作程度高的，或(333)资源量的周边有高级资源储量的，或矿床勘查类型简单的，可信度系数取高值；反之，取低值。本次评估的矿业权勘查类型属 I 类，矿区历史上有生产，成矿潜力较大，原矿业权人在该区的地质工作程度不足，推测仍有部分资源量尚未圈定，且尚未编制设计资料确定设计损失量，经分析并参考同类矿山以往评估可信度系数的取值情况，本次评估(333)资源量可信度系数取值 0.80。

综上所述，评估测算过程中所依据的《储量核实报告》是由独立的具有资质的第三方机构出具并经国土资源部储量评审中心评审通过，是可靠的。盈利预测也已对上述风险可能发生的支出进行了充分考虑，并且在计算评估利用资源储量时已对推断的内蕴经济资源量(333)进行了可信度系数调整，同时第一黄金也采取了相应的应对措施，减少上述风险对第一黄金生产经营不确定性的不利影响。

## **2、第一黄金在产矿山东摩德项目（Modder East）寿命有限及预期项目处于在建状态的风险。**

根据第一黄金东摩德项目（Modder East）的目前保有资源储量及第一黄金管理层的排产计划，东摩德项目（Modder East）矿的余下矿山寿命到 2026 年。基于目前的预测，在可预见的未来，东摩德项目（Modder East）的产量预期不会大幅增加。而第一黄金预期霍尔方丹项目（Holfontein）于 2021 年合计将生产 40,000 盎司，之后按稳定状态每年生产 80,000 盎司，根据霍尔方丹项目（Holfontein）保有资源储量及第一黄金管理层的排产计划，其寿命预期到 2033 年结束。截止本核查意见出具日，尽管根据华勘的储量核实工作，第一黄金还拥

有包括 Ventersburg 项目、整合的 Nigel 项目、整合的 Modder 项目、Grootvlei 下倾延伸项目及其他东兰德盆地（East Rand）勘探项目（整合的 Sub Nigel 项目），且该等项目拥有较为丰富的黄金保有资源储量，但是，第一黄金管理层尚无前述开拓项目的明确投产计划。因此，第一黄金面临在产矿山东摩德项目（Modder East）寿命有限及预期项目处于在建状态的风险。

经核查，目前第一黄金东摩德矿山的的服务年限到 2026 年，距评估基准日尚有 10 年的正常开采期，霍尔方丹项目根据规划矿山服务年限到 2033 年，矿山正常生产服务期 13 年，距评估基准日尚有 17 年，虽然上述两个项目寿命有限，但仍然还能保持 10-17 年的收益期。除上述两个项目外，第一黄金还拥有包括 Ventersburg 项目、整合的 Nigel 项目、整合的 Modder 项目、Grootvlei 下倾延伸项目及其他东兰德盆地（East Rand）勘探项目（整合的 Sub Nigel 项目），且该等项目拥有金金属量 711.14 吨，若按照东摩德和霍尔方丹稳定年度的黄金年产量测算，该等项目作为阶梯工程仍能开采 101.59 年左右。能够有效保障第一黄金的持续经营能力。

第一黄金目前虽然对上述除东摩德与霍尔方丹外的项目无明确投产计划，但是第一黄金持续在对 Ventersburg 项目、整合的 Nigel 项目、整合的 Modder 项目、Grootvlei 下倾延伸项目及其他东兰德盆地（East Rand）勘探项目（整合的 Sub Nigel 项目）进行前期概略性研究、勘查投入等工作，不断提高矿区的勘查精度和储量级别，在适当的条件下，开展投产准备工作，具体如下：

#### （1）东兰德地区项目开发研究及开采计划

第一黄金于 2016 年聘请荷兰皇家瑞豪集团（Royal Haskoning）咨询公司对东兰德地区项目进行了概略性研究作为未来开发规划。咨询公司对该地区的整合的莫德、赫鲁特弗莱、整合的萨博奈杰尔等项目进行了概略性研究。研究表明，该地区的矿山项目在对老矿井进行抽水后即可达到生产条件。在第一黄金现有生产基础上，东兰德地区其他项目投产后可以增加约 30 年的生产寿命，平均每年可增加黄金产量 25 万盎司。

#### （2）芬特斯堡项目开发研究及开采计划

第一黄金对未来芬特斯堡项目的开发情况进行了研究，于 2013 年聘请荷兰皇家瑞豪集团（Royal Haskoning）咨询公司进行了概略性研究作为未来开发规划。根据该概略性研究的设计方案，采用在当地被广泛的应用的生产流程和工艺，矿

山建设需要 4 年的时间，第 5 年可以开始生产，预计可开采 13 年。另外，2016 年 7 月西北矿冶研究院在概略研究报告的基础上做了技术改进，形成了《白银有色集团股份有限公司南非第一黄金公司 Ventersburg 项目可研优化分析报告》。报告改进了开拓方式，进一步降低投资和运营成本，提高效率。

基于上述无明确投产计划的项目，但是存在丰富的黄金保有资源储量，该等资源储量的价值是客观存在的，根据矿业权评估准则及上述项目的现状，本次采用市场途径的可比销售法对该等矿业权进行了评估。针对第一黄金上述项目的勘查阶段，在可比销售法中就勘查程度进行了调整，从而将上述项目处于在建状态的风险进行了考虑，从总体估值结果来看，本次评估结果合理。

综上所述，评估对于上述项目存在的风险已经充分考虑。

## 二、标的资产交易作价的公允性

### （一）从评估方法选择的角度

本次交易标的资产为中非黄金 100%股权，中非黄金作为持股型公司，其企业价值不适合采用收益法和市场法进行评估，本次选择资产基础法对中非黄金进行了评估，其核心资产为持有第一黄金 29.60%的股权。

对于第一黄金的评估本次采用了收益法和市场法进行了评估，第一黄金经收益法评估后的股东全部权益价值为 742,194.74 万元人民币，增值额为 518,012.71 万元人民币，增值率 231.07%。经市场法评估后的股东全部权益价值为 789,064.83 万元人民币，增值额为 564,882.80 万元人民币，增值率 251.98%。

收益法是将评估单位未来期间的收益按照适当折现率折现计算的评估值，该方法是基于评估单位未来的获利能力计算评估值，该方法充分反映了评估单位有形资产和无形资产有机结合后企业创造的价值，是对评估单位内在价值的客观反映。

以市场法对评估单位进行评估，虽然评估人员对评估单位、可比公司的财务状况、经营情况进行分析比较，但股票的二级市场价格受宏观经济政策、有关题材信息等因素的影响较大，股份的价格随着股票市场景气程度而变化，市场本身具有不确定性，可比公司的市场价值较难全面反映企业的内在投资价值。

综上所述，本次对于第一黄金的评估最终以收益法的评估结果 742,194.74 万元人民币最为最终的评估结论。从评估结论的最终评估方法选择上，本次对于标的资产交易作价是谨慎的、合理的。

## （二）从收益法评估过程的角度

本次对于第一黄金是以收益法的评估结论作为最终评估结论，收益法的评估主要包括了对东摩德、霍尔方丹项目以折现现金流的方法计算的部分（对应估值为 26,440 万美元）；对在建工程、无形资产中以可比销售法进行估算的矿业权部分。（对应估值为 75,111 万美元）

对于东摩德、霍尔方丹项目，从评估方法选择的适用性来看，东摩德矿山是在产矿山项目，有可靠的资源储量，有稳定的历史经营数据；霍尔方丹作为东摩德项目的延续，其与东摩德矿山相连，有可靠的资源储量，其未来生产经营数据与东摩德项目有较强的可参考性，选择折现现金流对上述两个项目进行评估，相关参数均来自于企业历史生产经营数据以及经国土资源部储量评审中心评审通过的《储量核实报告》，并且在测算过程中，评估利用资源储量时已对推断的内蕴经济资源量(333)进行了可信度系数调整。

对于在建工程、无形资产中以可比销售法进行估算的矿业权项目，根据中国矿业权评估准则，成本途径的评估方法适用于预查、普查阶段的无可靠资源储量的矿业权，而收益法途径的评估方法适用于有精确可行性研究报告的矿业权，而本次评估的在建工程、无形资产中的矿业权根据《储量核实报告》已经形成了可靠的资源储量，但是由于第一黄金正在做概略性研究，尚未完成精确可行性研究，因此在方法选择上是符合中国矿业权评估准则的，同时也是国际通行的矿业项目估值方法。

可比销售法选择的对比案例也均是南非当地的市场交易案例，在具体测算过程中，评估师也是严格按照矿业权《市场途径评估方法规范》(CMVS 12300-2008)进行具体操作，通过可采储量、矿石品位（质级）、生产规模、产品价格、矿体赋存开发条件、区位基础设施条件、资源储量、物化探异常、地质环境与矿化类型等因素对委估资产进行了评估。从具体参数的选取上，评估利用资源储量在《储量核实报告》的基础上，也对推断的内蕴经济资源量(333)进行了可信度系数调整。同时在可比销售法中通过勘查程度进行了调整。

综上所述，从估值过程来看，评估参数可靠性高，同时也对关键性参数指标如资源储量、勘查程度进行了调整，故本次评估也是谨慎的、合理的。

## （三）从估值结果的角度

### 1、目标公司与可比公司比较

第一黄金的主营业务为南非的黄金开采及勘探开发，选取国内 A 股市场上黄金采掘业公司（中信证券行业分类—CS 有色金属—CS 贵金属-CS 黄金）如下：

| 序号   | 股票代码      | 股票简称 | 市盈率    | 市净率   |
|------|-----------|------|--------|-------|
| 1    | 002155.SZ | 湖南黄金 | 87.93  | 2.88  |
| 2    | 002237.SZ | 恒邦股份 | 53.14  | 2.78  |
| 3    | 600311.SH | 荣华实业 | -58.44 | 4.61  |
| 4    | 600385.SH | 山东金泰 | 937.04 | 28.97 |
| 5    | 600489.SH | 中金黄金 | 105.06 | 2.85  |
| 6    | 600547.SH | 山东黄金 | 46.45  | 3.79  |
| 7    | 600687.SH | 刚泰控股 | 38.64  | 3.35  |
| 8    | 600766.SH | 园城黄金 | 890.48 | 50.49 |
| 9    | 600988.SH | 赤峰黄金 | 30.37  | 3.93  |
| 10   | 601069.SH | 西部黄金 | 113.70 | 8.19  |
| 11   | 601899.SH | 紫金矿业 | 48.51  | 3.06  |
| 中值   |           |      | 53.14  | 3.79  |
| 平均值  |           |      | 65.47  | 3.85  |
| 第一黄金 |           |      | 15.39  | 2.79  |

注：

可比上市公司市盈率=可比上市公司在白银有色 9 月 25 日停牌前 60 个交易日 A 股交易均价×总股本/2016 年度归属母公司所有者的净利润；本次将负值及超过 200 倍 PE 的异常公司对应的值剔除。

可比上市公司市净率=可比上市公司在白银有色 9 月 25 日停牌前 60 个交易日 A 股交易均价×总股本/2017 年 3 月 31 日归属于母公司所有者权益；本次将负值及超过 200 倍 PE 的异常公司对应的值剔除。

标的资产市盈率=交易价格/2016 年度归属母公司所有者的净利润；

标的资产市净率=交易价格/2017 年 3 月 31 日归属于母公司所有者权益。

本次交易标的公司的市盈率和市净率均低于行业平均水平，本次交易标的资产预评估值较为合理，符合上市公司和中小股东利益。

## 2、标的公司与境外矿业公司并购案例估值对比情况

第一黄金 100%股权本次交易作价情况如下：

单位：万美元

| 项目              | 金额       |
|-----------------|----------|
| 归属于母公司股东的净利润    | 6,990.61 |
| 加：归属于母公司股东的利息支出 | 769.28   |

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| 加：归属于母公司股东的所得税费用           | 1,404.66   |
| 归属于母公司股东的息税前利润（EBIT）       | 9,164.54   |
| 加：归属于母公司股东的折旧/摊销           | 1,907.46   |
| 归属于母公司股东的息税折旧摊销前利润（EBITDA） | 11,072.00  |
| 第一黄金 100%股权评估值             | 107,575.37 |
| 交易金额/EBITDA 倍数             | 9.72       |

注：第一黄金相关净利润及折旧摊销及利息支出选取基准日前一完整年度数据，即 2016 年度数据。

可比黄金开采相关并购案例具体情况如下：

单位：百万美元

| 公布日期       | 目标名称                 | 收购方名称                                        | 已公布总价值 | 支付方式  | 交易价值/EBITDA |
|------------|----------------------|----------------------------------------------|--------|-------|-------------|
| 09/30/2015 | Polyus 黄金国际有限公司      | WandleHoldingsLtd                            | 5,760  | 现金    | 9.12        |
| 02/22/2013 | Polyus 黄金国际有限公司      | RecezaLtd                                    | 1,846  | 现金    | 8.47        |
| 02/22/2013 | Polyus 黄金国际有限公司      | LizarazuLtd                                  | 1,770  | 现金    | 6.94        |
| 02/09/2015 | RioAlto 矿业有限公司       | 塔霍资源公司                                       | 1,081  | 现金和股票 | 8.48        |
| 09/19/2012 | CGA 矿业有限公司           | B2Gold 集团                                    | 981    | 股票    | 27.31       |
| 09/29/2016 | 柯克兰莱克黄金公司            | 柯克兰莱克黄金股份有限公司                                | 802    | 股票    | 8.87        |
| 03/04/2013 | Aurizon 矿产有限公司       | 赫克拉矿业公司                                      | 650    | 现金和股票 | 7.26        |
| 02/08/2016 | 湖滨黄金公司               | 塔霍资源公司                                       | 552    | 股票    | 7.98        |
| 09/27/2013 | Archipelago 资源公共有限公司 | RajawaliCorpPT                               | 542    | 现金    | 5.01        |
| 12/16/2013 | Brigus 黄金公司          | Primero 矿业公司                                 | 271    | 现金和股票 | 4.22        |
| 03/07/2016 | Claude 资源股份有限公司      | SSR 矿业股份有限公司                                 | 221    | 现金和股票 | 5.78        |
| 03/10/2016 | Regis 资源有限公司         | 不透露买家                                        | 182    | -     | 6.92        |
| 07/11/2016 | 紫金矿业                 | MinxiXinghangState-ownedAssetsInvestmentCoLt | 134    | 现金    | 15.28       |
| 11/16      | 圣安德鲁金田有              | 柯克兰莱克黄金公                                     | 113    | 股票    | 4.35        |

| 公布日期           | 目标名称          | 收购方名称                 | 已公布总价值   | 支付方式  | 交易价值/EBITDA |
|----------------|---------------|-----------------------|----------|-------|-------------|
| /2015          | 限公司           | 司                     |          |       |             |
| 02/29<br>/2016 | 阿玛拉矿业有限责任公司   | Perseus 矿业有限公<br>司    | 54       | 股票    | 11.56       |
| 02/06<br>/2015 | 诺顿金矿有限公司      | 紫金矿业                  | 32       | 现金    | 3.25        |
| 06/08<br>/2015 | NWMMiningCorp | GFMMineraSAPIde<br>CV | 23       | 现金    | 25.46       |
| 可比案例平均值        |               |                       |          |       | <b>9.78</b> |
| 31/3/<br>2017  | 第一黄金          | 白银有色                  | 1,075.75 | 现金和股票 | 9.72        |

根据上表可比交易案例估值情况，本次交易标的公司的交易价值/EBITDA倍数为 9.72，略低于行业平均水平。本次交易标的资产的交易作价较为合理，符合上市公司和中小股东利益。

### 3、标的公司与境内 A 股黄金上市并购案例估值对比情况

近年 A 股上市公司对金矿并购较为活跃，选取 2014 年至今的境内上市公司黄金矿业并购交易案例，测算单位金金属资源的评估结果，具体情况如下：

| 证券代码          | 可比上市公司 | 评估对象       | 评估基准日            | 保有资源储量(万吨) | 金金属资源量(千克) | 平均品位(g/t) | 标的矿业权评估结果(万元) | 吨金评估结果(万元/吨) |
|---------------|--------|------------|------------------|------------|------------|-----------|---------------|--------------|
| 00215<br>5.SZ | 湖南黄金   | 黄金洞金矿采矿权   | 2013 年 9 月 30 日  | 740.11     | 28,299.00  | 3.82      | 29,410.64     | 1,039.28     |
|               |        | 万古金矿采矿权    | 2013 年 9 月 30 日  | 488.18     | 30,837.00  | 6.32      | 91,612.62     | 2,970.87     |
| 60054<br>7.SH | 山东黄金   | 归来庄矿业权     | 2014 年 12 月 31 日 | 79.84      | 5,340.49   | 6.69      | 13,023.26     | 2,587.31     |
|               |        | 东风矿业权、探矿权  | 2014 年 12 月 31 日 | 5,749.65   | 158,457.00 | 2.76      | 121,646.92    | 767.70       |
|               |        | 虎路线矿业权     | 2014 年 12 月 31 日 | 18.61      | 2,768.00   | 14.87     | 15,273.25     | 5,517.79     |
|               |        | 齐家沟矿业权     | 2014 年 12 月 31 日 | 125.24     | 6,649.34   | 5.31      | 34,387.84     | 5,171.62     |
|               |        | 齐家沟-虎路线探矿权 | 2015 年 12 月 31 日 | 96.23      | 6,675.00   | 6.94      | 20,630.66     | 3,090.74     |
|               |        | 新立探矿权      | 2015 年 12 月 31 日 | 4,598.19   | 141,809.00 | 3.08      | 181,361.61    | 1,278.91     |
| 00040<br>9.SZ | 山东地矿   | 朱郭李家金矿矿业权  | 2016 年 4 月 30 日  | 3,335.89   | 121,856.00 | 3.65      | 243,244.87    | 1,996.10     |
| 60080         | 天业     | 西澳洲南十字金矿项目 | 2016 年 12        | 3,472.00   | 142,143.00 | 4.10      | 127,550.00    | 897.34       |

| 证券代码            | 可比上市公司 | 评估对象                  | 评估基准日            | 保有资源储量(万吨) | 金金属资源量(千克) | 平均品位(g/t) | 标的矿业权评估结果(万元) | 吨金评估结果(万元/吨) |
|-----------------|--------|-----------------------|------------------|------------|------------|-----------|---------------|--------------|
| 7.SH            | 股份     | (SXO) 矿业权             | 月 31 日           |            |            |           |               |              |
| 000975.SZ       | 银泰资源   | 东安金矿矿业权               | 2016 年 12 月 31 日 | 276.63     | 24,304.00  | 8.79      | 169,896.46    | 6,990.47     |
|                 |        | 金英矿业权                 | 2016 年 12 月 31 日 | 638.94     | 28,707.00  | 4.49      | 82,825.74     | 2,885.21     |
| 600490.SH       | 鹏欣资源   | 奥尼金矿矿业权               | 2016 年 12 月 31 日 | 7,131.00   | 501,740.00 | 7.04      | 260,840.59    | 519.87       |
| 600547.SH       | 山东黄金   | 购阿根廷贝拉德罗(Veladero) 金矿 | 2017 年 4 月 6 日   | 35,210.00  | 274,643.91 | 0.85      | 1,323,820.80  | 4,820.14     |
| 市场可比交易案例中位值     |        |                       |                  |            |            | 4.90      |               | 2,736.26     |
| 市场可比交易案例平均值     |        |                       |                  |            |            | 5.62      |               | 2,895.24     |
| 第一黄金(不含斯班一长期投资) |        |                       | 2017 年 3 月 31 日  | 5,982.44   | 808,597.39 | 13.52     | 476,238.57    | 588.97       |

注：由于本次对第一黄金对其持有斯班一股权采用权益法核算，本次评估时对第一黄金持有的斯班一长期投资采用市场法评估并作为非经营性资产加回，因此计算吨金估值指标时未考虑斯班一股权价值。

可比交易案例采用折现现金流量法评估的黄金矿业权的吨金评估结果的中位数、平均数分别为 2,736.26 万元/吨、2,895.24 万元/吨，均明显高于本次交易标的资产采用收益法评估的矿业权评估结果。就 A 股上市公司发行股份购买境外金矿资产的可比交易案例来看，天业股份收购西澳洲南十字金矿项目(SXO)矿业权及鹏欣资源收购奥尼金矿矿业权项目与本次交易可比性较强，其涉及的黄金矿业权的吨金评估结果的平均数为 708.61 万元/吨，本次估值结果对应的吨金评估结果 588.97 万元/吨，同样低于 A 股上市公司发行股份购买境外金矿资产的可比交易案例水平。

综上，本次交易标的公司的市盈率和市净率均低于行业上市公司平均水平，本次交易标的公司涉及的黄金矿业权的吨金评估结果低于行业平均水平。因此，本次交易标的资产的交易作价较为合理，符合上市公司和中小股东利益。

### 三、结合标的资产实际运营情况，说明标的资产交易作价是合理的

经核查，2017 年标的资产的核心资产第一黄金运营正常，生产经营及利润实现达到评估预测水平，说明本次盈利预测是合理的。第一黄金目前的运营资产为东摩德矿山项目，2017 年黄金产量实际为 4,309kg，评估预测 2017 年全年为 4,119kg，实际产量是预测产量的 104.61%。东摩德矿山 2017 年净利润为 3,370

万美元，评估预测矿山净利润为 3,350 万美元，净利润完成率为 100.61%。

综上所述，从 2017 年实际情况与评估预测结果来看，标的资产生产经营稳定，实际运行符合预期，从而印证本次对于标的资产的交易作价是合理的。

#### **四、独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：结合标的公司经营风险，以及对于本次交易作价与市场价值的对比，本次标的资产交易作价是公允的。

（此页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于白银有色集团股份有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组委员会审核意见的回复之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人： \_\_\_\_\_  
陶强 崔登辉

法定代表人： \_\_\_\_\_  
王常青

中信建投证券股份有限公司

年 月 日