

紫金矿业 (601899): 波格拉事件扰动矿金产量, 公司黄金业务仍处增长阶段

2020年04月27日

推荐/维持

紫金矿业 | 公司报告

- **事件:** 2020年4月24日, 公司和巴理克黄金公司在巴布新几内亚的合资公司巴理克新几内亚(BNL)持有的95%项目权益的波格拉金矿(Porgera)采矿权延期申请不被巴新政府批准(公司占波格拉金矿权益47.5%)。
- **波格拉金矿是紫金矿业最大的黄金矿山:** 波格拉金矿位于巴布亚新几内亚, 是全球十大金矿之一, 黄金资源量314吨, 品味4.2克/吨, 日矿石处理量1.7万吨, 年处理能力580万吨, 年均产黄金15.5吨。该矿资源剩余可开采年限为露采9年, 地采11年。2019年波格拉金矿的矿产金产量对公司权益贡献8.83吨, 占公司矿产金总量21.6%, 是公司十大金矿中排名第一的大型矿山。
- **波格拉矿是公司黄金板块净利润贡献最高的矿山:** 波格拉矿2019年归属公司的权益营收为27.96亿元, 归属公司净利润5.27亿元, 净利润在公司六大核心金矿排名第一, 占公司核心黄金板块净利约30.4%。从公司2019年总净利观察, 波格拉金矿占公司总净利润约12.3%, 对公司的实际盈利状态或产生结构性影响。
- **紫金矿业2020年矿产金产量或降至37吨左右, 2021年矿产金产量有望重归40吨:** 受波格拉金矿事件影响, 公司2020年的矿产金产量或会降至37吨左右, 较2019年产量下降9.3%。考虑到波格拉金矿在2019年8.8吨的权益贡献以及年内前四个月的实际产量释放(综合疫情考虑), 预计今年波格拉金矿对紫金的黄金产量贡献将减少6.6吨。而鉴于武里蒂卡金矿在2020年Q1结束才开始试车, 按2020年总矿产金产量5吨计算, 紫金占68.77%权益, 预计年内归属紫金的权益矿产金增量约3.4吨。此外, 公司表示将加速陇南紫金的黄金产出量。陇南紫金原计划2020年底建成试车, 该矿金属储量111.8吨, 技改升级后的日处理量1万吨, 紫金权益占比84.2%。按陇南紫金27年开采周期推算, 对公司的年权益矿产金贡献约3.5吨。考虑到该矿原计划在2020年底建成试车, 即使加速今年下半年开始试产, 预计年内对紫金的矿产金贡献约0.875吨-1吨。综合观察, 2020年紫金矿业的矿产金产量大概率为37吨左右。至2021年, 考虑到武里蒂卡金矿及陇南紫金的有效达产, 以及叠加其他矿山产量的后续释放(包括TIMOK上带矿, RTB Bor一期技改完成等), 预计公司矿产金产量有望回到40吨之上, 至2022年有进一步增至48吨的可能。
- **公司海外四大金矿占黄金总产量比例高, 海外政策风险仍需关注:** 公司海外的六大金矿合计储量1257.5吨, 权益储量925.9吨, 占公司总储量43.5%。合计权益产量24.1吨(暂时只考虑波格拉、帕丁顿、左岸以及吉旁/塔罗金矿), 占公司矿产金总产量59.1%。考虑到疫情的全球扩散化导致各个国家遭遇不同程度的经济压力, 不排除区域的政策性风险开始加大, 从而令公司面临海外生产的不可抗力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2020年-2022年的营收分别为1379.7亿元、1656.5亿元和188.7亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为51.46亿元、61.45亿元和74.25亿元, 每股收益分别为0.18元、0.21元和0.26元, 对应PE分别为24X、19.8X、16X, 继续给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 金属价格持续大跌; 产量不及预期风险, 贸易货运及政策风险。

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994.	136,097.	137,969.	165,654.	183,869.
净利润(百万元)	4,682.68	5,060.90	5,146.06	6,145.27	7,425.52
增长率(%)	44.19%	8.08%	1.68%	19.42%	20.83%
每股收益(元)	0.18	0.18	0.18	0.21	0.26
PE	23.50	23.50	24.05	19.82	15.98

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

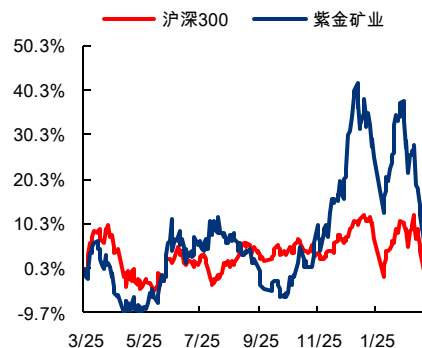
公司简介:

公司在2019年《福布斯》全球有色金属企业排第10位、全球黄金企业排第1位。公司是中国规模最大的多金属矿业集团之一, 亦是中国矿企在海外拥有矿产资源储量最多的企业之一。公司主营金、铜、锌等金属矿产资源的勘发及销售。

交易数据

52周股价区间(元)	3.46-3.64
总市值(亿元)	878.05
流通市值(亿元)	665.07
总股本/流通A股(万股)	2537726/1922177
流通B股/H股(万股)	/573694
52周日均换手率	1.1

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

研究助理: 张天丰

021-25102858 tfzhang901@126.com

执业证书编号: S1480118100014

事件:

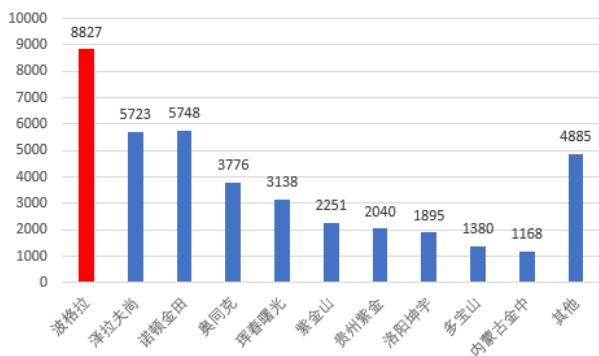
2020年4月24日, 公司和巴理克黄金公司在巴布新几内亚(巴新)的合资公司巴理克新几内亚(BNL)持有的95%项目权益的波格拉金矿(Porgera)采矿权延期申请不被巴新政府批准(公司占波格拉金矿权益47.5%)。巴新政府将组成国家谈判团队, 就后续事宜进行协商。BNL的波格拉金矿采矿权已于2019年8月17日到期, 但2017年6月BNL与巴新政府就该矿采矿权延期20年进行了申请并已获受理。此次事件发生后, BNL因巴新政府未有经过正当程序且违反法律义务而要求政府重新考虑矿权延期的授予决定, 并形成新的合作方案; 若谈判不成, BNL将采取法律手段维护权利。当前BNL拥有波格拉金矿矿山设备和设施的所有权。

主要观点:

1. 波格拉金矿是紫金矿业最大的黄金矿山

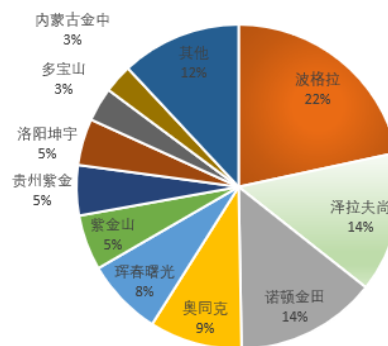
波格拉金矿位于巴布亚新几内亚, 是全球十大金矿之一, 黄金资源量314吨, 品味4.2克/吨, 日矿石处理量1.7万吨, 年处理能力580万吨, 年均产黄金15.5吨。该矿资源剩余可开采年限为露采9年, 地采11年。2019年波格拉金矿的矿产金产量对公司权益贡献8.83吨, 占公司矿产金总量21.6%, 是公司十大金矿中排名第一的大型矿山。

图 1: 紫金矿业主要黄金矿山矿产金年产量



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 紫金矿业各矿产金公司产量占比



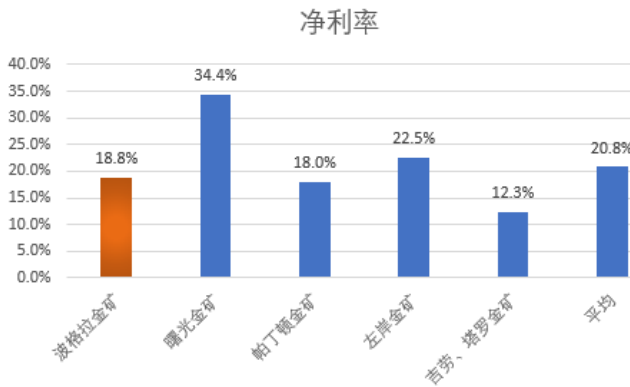
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 波格拉矿是公司黄金板块净利润贡献最高的矿山

波格拉矿2019年归属公司的权益营收为27.96亿元, 归属公司净利润5.27亿元, 净利润在公司六大核心金矿排名第一, 占公司核心黄金板块净利约30.4%。从公司2019年总净利观察, 波格拉金矿占公司总净利润约12.3%, 对公司的实际盈利状态或产生结构性影响。

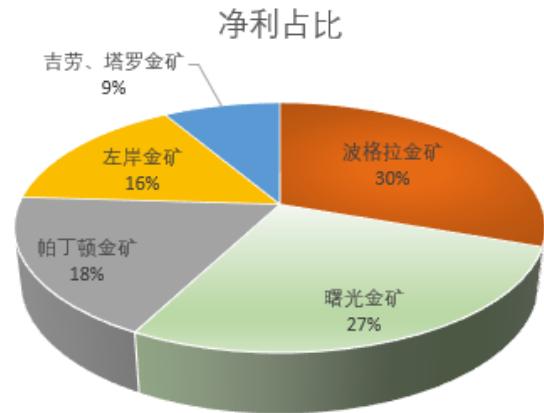
但另一方面, 从毛利率观察, 波格拉的矿产金毛利率相对偏低。2019年波格拉矿产金毛利28%, 较公司2019年矿产金平均毛利42%低了14个百分点; 波格拉矿产金净利18.8%, 公司五大金矿平均净利约21%低了2.2个百分点。

图 1: 紫金矿业各黄金矿山净利率对比



资料来源: 公司公告, Wind, 东兴证券研究所

图 2: 紫金矿业各黄金矿山净利贡献比例



资料来源: 公司公告, Wind, 东兴证券研究所

3、紫金矿业 2020 年矿产金产量或降至 37 吨左右, 2021 年矿产金产量有望重归 40 吨

受波格拉金矿事件影响, 公司 2020 年的矿产金产量或会降至 37 吨左右, 较 2019 年产量下降 9.3%。考虑到波格拉金矿在 2019 年 8.8 吨的权益贡献以及年内前四个月的实际产量释放 (综合疫情考虑), 预计今年波格拉金矿对紫金的黄金产量贡献将减少 6.6 吨。而鉴于武里蒂卡金矿在 2020 年 Q1 结束才开始试车, 按 2020 年总矿产金产量 5 吨计算, 紫金占 68.77% 权益, 预计年内归属紫金的权益矿产金增量约 3.4 吨。此外, 公司表示将加速陇南紫金的黄金产出量。陇南紫金原计划 2020 年底建成试车, 该矿金金属储量 111.8 吨, 技改升级后的日处理量 1 万吨, 紫金权益占比 84.2%。按陇南紫金 27 年开采周期推算, 对公司的年权益矿产金贡献约 3.5 吨。考虑到该矿原计划在 2020 年底建成试车, 即使加速今年下半年开始试产, 预计年内对紫金的矿产金贡献约 0.875 吨-1 吨。综合观察, 2020 年紫金矿业的矿产金产量大概率为 37 吨左右。至 2021 年, 考虑到武里蒂卡金矿及陇南紫金的有效达产, 以及叠加其他矿山产量的后续释放 (包括 TIMOK 上带矿, RTB Bor 一期技改完成等), 预计公司矿产金产量有望回到 40 吨之上, 至 2022 年或增至 48 吨。

表 1: 紫金矿业核心矿产量增长预估

RTB	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024
矿产铜	万吨	2.68	4.13	5.16	6.67	7.18	7.68
冶炼铜	万吨	5.04	5.04	5.04	7.68	8.57	9.45
矿产金	吨			0.37	0.55	0.73	0.91
矿产银	吨			2.67	4	5.34	6.68

RTB 2020 年完成一期项目 80%，2021 年一期达产，按规划 2024 年 RTB 二期将达产
2022 二期产能预计达到 60%，2023 达到 80%，2024 完全达产。

Nevsun TIMOK 上带							
年份	(年)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
铜金属量	万吨			3.1	13.54	14.49	12
金金属量	吨			1.5	6.1	5	3.6
Bisha							
年份	年	2019	2020	2021	2022	2023	2024
锌金属量	万吨	8.4	7.8	7.5			
铜金属量	万吨	1.14	1.14	0.96			
金金属量	吨	0.18	0.18	0.18			
银金属量	吨	35.82	35.94	33.96			
万吨		2019	2020	2021	2022	2023	2024
卡库拉	万吨			10.8	24	30	36
坎索克	万吨						
卡库拉西	万吨						
合计	万吨			10.8	24	30	36
归属紫金权益	万吨			4.7	10.4	13.1	15.7

注: Timok 上带矿及卡库拉矿均计划于 2021 年 Q3 实现产出, 因此产出量为原年计划量的 60% 预估;

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

4、公司海外四大金矿占黄金总产量比例高, 海外政策风险仍需关注

公司海外的六大金矿合计储量 1257.5 吨, 权益储量 925.9 吨, 占公司总储量 43.5%。合计权益产量 24.1 吨 (暂时只考虑波格拉、帕丁顿、左岸以及吉劳/塔罗金矿), 占公司矿产金总产量 59.1%。考虑到疫情的全球扩散化导致各个国家遭遇不同程度的经济压力, 不排除区域的政策性风险开始加大, 从而令公司面临海外生产的不可抗力。

表 2: 紫金矿业各黄金矿储量产量等相关细节数据统计

吨	储量	权益储量	品味	权益产量	采矿权	可开采年限	所在国家
波格拉金矿	314.3	149.29	4.22	8.83	2019.08.17到期, 延期申请被受理	露采9年, 地采11年	巴布亚新几内亚
帕丁顿金矿	342.2	342.20	1.27	5.75	167个均在有效期内	4	澳大利亚
左岸金矿	64.1	38.46	5.91	3.78	采矿权2个至2026年1月5日	14	吉尔吉斯共和国
吉劳、塔罗金矿	102.4	71.68	2.05	5.72	采矿权2个至2021年1月27日; 2个至2023年2月25日	4 (吉劳)、23 (塔罗)	塔吉克斯坦
TMOK上带矿	81.5	81.50	1.91	暂无	探矿权至2022年4月19日	11	塞尔维亚
大陆黄金	353	242.76	9.3	计划5.36	采矿权12个, 至2041年 (到期后可延续30年)	一期14年	哥伦比亚

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

5、警惕股价波动风险

从公司的产量变化考虑, 鉴于平均 42% 的毛利水平, 大约 4 吨的矿产金产量收缩在今年金价 360 元/克的基础上计算, 这意味着公司的毛利损失或会为 6.05 亿元 (按总收入 14.4 亿元测算); 如果结合 18.8% 的波格拉净利率测算, 预计公司的净利润损失或为 2.71 亿元; 毛利和净利润损失或分别占公司 2019 年总计毛利及净利的 8.3% 及 6.3%。考虑到风险溢价等因素影响, 不排除股价有 10% 左右的波动。

结论:

我们预计公司 2020 年-2022 年的营业收入分别为 1379.7 亿元、1656.5 亿元和 188.7 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 51.46 亿元、61.45 亿元和 74.25 亿元, 每股收益分别为 0.18 元、0.21 元和 0.26 元, 对应 PE 分别为 24X、19.8X、16X, 继续给予“推荐”评级。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	30449	28594	33476	35630	49364	营业收入	105994	136098	137969	165654	183870		
货币资金	10090	6225	9722	10654	22507	营业成本	92651	120583	121545	145593	161084		
应收账款	1010	944	1136	1256	1454	营业税金及附加	1599	1874	1863	2319	2758		
其他应收款	1392	881	893	1072	1190	营业费用	887	574	524	1077	1379		
预付款项	1419	1323	1324	1267	1236	管理费用	2965	3689	3863	5467	6068		
存货	12670	14887	16583	18919	21455	财务费用	1254	1467	1636	1181	802		
其他流动资产	2504	1352	1233	-181	-1227	资产减值损失	1500.40	-368.38	1500.00	1500.00	1500.00		
非流动资产合计	82431	95237	88300	84502	79586	公允价值变动收益	-135.78	-59.75	-97.77	0.00	0.00		
长期股权投资	7042	6924	6924	6924	6924	投资净收益	1060.52	34.41	0.00	0.00	0.00		
固定资产	34144	38625	35602	32574	29540	营业利润	6181	7242	6683	8194	9901		
无形资产	22510	24163	22713	21350	20069	营业外收入	365.95	50.08	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	8199	11444	9821	10633	10227	营业外支出	417.14	317.88	0.00	0.00	0.00		
资产总计	112879	123831	121776	120132	128950	利润总额	6130	6974	6683	8194	9901		
流动负债合计	37223	33363	29174	19531	20313	所得税	1448	1913	1537	2048	2475		
短期借款	15617	14441	10498	0	0	净利润	4683	5061	5146	6145	7426		
应付账款	4540	4382	5116	5673	6528	少数股东损益	589	777	683	730	706		
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4094	4284	4463	5415	6719		
一年内到期的非流	9707	5769	5769	5769	5769	EBITDA	33397	37424	12862	13836	15088		
非流动负债合计	28382	33389	27746	28484	28019	EV/EBITDA	4.03	3.93	8.85	9.21	7.64		
长期借款	12918	13826	13826	13826	13826	主要财务比率							
应付债券	8879	11966	10423	11195	10809		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	65606	66751	56919	48014	48332	成长能力							
少数股东权益	6818	5894	6577	7306	8013	营业收入增长	12.11%	28.40%	1.38%	20.07%	11.00%		
实收资本(或股本)	23031	25377	25377	25377	25377	营业利润增长	22.97%	17.16%	-7.72%	22.60%	20.83%		
资本公积	11095	18690	18690	18690	18690	归属于母公司净利	4.18%	21.33%	4.18%	21.33%	24.08%		
未分配利润	22181	24006	28326	33568	40072	获利能力							
归属母公司股东权	40455	51186	74529	81061	88854	毛利率(%)	12.59%	11.40%	11.90%	12.11%	12.39%		
负债和所有者权益	112879	123831	121776	120132	128950	净利率(%)	4.42%	3.72%	3.73%	3.71%	4.04%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	3.63%	3.46%	3.67%	4.51%			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.12%	8.37%	5.99%	6.68%	7.56%		
经营活动现金流	10233	10666	8659	13016	13216	偿债能力							
净利润	4683	5061	5146	6145	7426	资产负债率(%)	58%	54%	47%	40%	37%		
折旧摊销	25961.68	28715.46	0.00	3098.38	3103.98	流动比率	0.82	0.86	1.15	1.82	2.43		
财务费用	1254	1467	1636	1181	802	速动比率	0.48	0.41	0.58	0.86	1.37		
应付帐款的变化	0	0	-192	-121	-198	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.05	1.15	1.12	1.37	1.48		
投资活动现金流	-13640	-14103	2303	-1086	81	应收账款周转率	92	139	133	138	136		
公允价值变动收益	-136	-60	-98	0	0	应付账款周转率	24.21	30.51	29.05	30.71	30.14		
长期股权投资减少	0	0	449	-83	-94	每股指标(元)							
投资收益	1061	34	0	0	0	每股收益(最新摊	0.18	0.18	0.18	0.21	0.26		
筹资活动现金流	7655	-326	-7464	-10999	-1444	每股净现金流(最	0.18	-0.15	0.14	0.04	0.47		
应付债券增加	0	0	-1544	772	-386	每股净资产(最新	1.76	2.02	2.94	3.19	3.50		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	20728	2346	0	0	0	P/E	23.50	23.50	24.05	19.82	15.98		
资本公积增加	-15	7596	0	0	0	P/B	2.41	2.10	1.44	1.32	1.21		
现金净增加额	4248	-3763	3497	932	11853	EV/EBITDA	4.03	3.93	8.85	9.21	7.64		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士, 北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验, 曾任职东兴期货投资咨询部总经理, 有色金属、期权及量化策略组组长; 曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖; 曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖, 中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。