

2023年12月13日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

波格拉金矿将重启，公司黄金产量持续增长

—紫金矿业（601899.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
分析师：杜飞 S1050523070001
dufei2@cfsc.com.cn

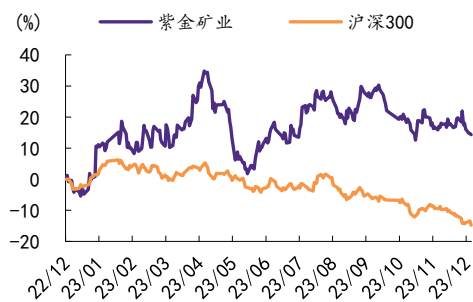
紫金矿业发布公告：公司旗下位于巴布亚新几内亚的波格拉金矿已于近日达成全面复产所需的全部前提条件，并将于2023年12月22日正式启动复产。

基本数据

2023-12-13

当前股价(元)	11.44
总市值(亿元)	3012
总股本(百万股)	26327
流通股本(百万股)	20526
52周价格范围(元)	9.78-13.94
日均成交额(百万元)	1588.15

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《紫金矿业（601899）：多元矿种持续成长，并购扩张资源储量》
2023-09-07
- 2、《紫金矿业（601899）：半年业绩下滑，但多矿种产量持续提升》
2023-07-11
- 3、《紫金矿业（601899）：业绩环比大幅改善，铜金矿产持续成长》
2023-05-19

投资要点

■ 波格拉金矿曾于2020年因采矿权到期停产

波格拉金矿位于巴布亚新几内亚（澳大利亚北部160公里的南部热带地区），是一个世界级浅成热液型金矿，保有资源储量较大。波格拉金矿从1990年建成投产以来，至2014年累计生产黄金1,881万盎司（即585吨）。2015年，紫金矿业以2.98亿美元，从巴理克手中获得了波格拉金矿47.5%的权益。双方各持50%股权成立了合资公司BNL，共同持有波格拉金矿95%权益。波格拉金矿在产期间黄金产量贡献较大，2016年生产归属于公司的黄金产量为7.47吨，占公司矿产金产量的17.56%。但波格拉金矿的采矿权于2019年8月到期，生产可持续到巴新政府作出采矿权延期的决策出台。2020年4月24日，巴新政府决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请，波格拉金矿面临停产，但此时公司已收回全部投资成本。此后，BNL与巴新政府和土地主，就采矿权延期事宜开展了长达3年多的密切磋商，直至2023年10月，BNL获巴新官方颁发的特别采矿租约，为重启波格拉金矿的生产扫清了障碍。

■ 波格拉金矿迎复产倒计时，黄金产量将进一步提升

波格拉金矿拟于2023年12月22日正式启动复产。随着采矿及选矿等生产系统的恢复运转，波格拉金矿复产后第一批合质金预计将于2024年第一季度产出。波格拉金矿全面复产后，仍由公司和巴理克黄金公司在巴新的合资公司负责矿山运营。根据BNL最新规划，波格拉金矿保有黄金资源量417吨，在复产、达产后，矿山预计平均年产黄金21吨，矿山剩余寿命超过20年。

具体权益比例分布：紫金矿业公司和巴理克黄金公司分别持有BNL50%股权；BNL持有波格拉金矿项目公司49%股权，巴新相关方持有项目公司51%股权。按公司通过BNL间接持有波格拉金矿24.5%权益计算，归属公司权益的年黄金产量约5吨，将显著增加公司的黄金产量，并为公司带来持

续稳定的利润贡献。

另据公司 2021 年公告，2021 年 4 月 9 日 BNL 与巴新政府签署了框架协议，对波格拉金矿总开采年限内的经济收益分成比例进行了约定，其中，巴新各方占 53%、BNL 占 47%，且巴新相关方的分成根据现金流分配计算，既包括项目公司税后分红，也包括项目公司本应税前缴纳的政府税费等。这意味着巴新各方所获取的经济收益分成将大部分来自项目公司税前收益，此长彼消，巴新各方对项目公司的税后利润分配则会降低，紫金矿业和巴理克可分配的税后利润比例将有望超出股权比例。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 3367.88、4150.80、5117.40 亿元，归母净利润分别为 233.46、270.53、301.10 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9、11.1、10.0 倍。

本次盈利预测较前次小幅下调，主要因为汇率因素导致公司铜矿及金矿成本意外上升。我们预计成本上升属于短期影响，后续有望回落，且公司铜矿金矿产量仍将保持高速增长，因此我们预计公司业绩仍将保持增长，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 产品大幅降价风险；2) 铜矿扩建及爬产不及预期；3) 金矿扩建及爬产进度不及预期；4) 碳酸锂产能建设进度不及预期；5) 海外开矿政治风险；6) 汇率波动导致成本上升风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	270,329	336,788	415,080	511,740
增长率 (%)	20.1%	24.6%	23.2%	23.3%
归母净利润 (百万元)	20,042	23,346	27,053	30,110
增长率 (%)	27.9%	16.5%	15.9%	11.3%
摊薄每股收益 (元)	0.76	0.89	1.03	1.14
ROE (%)	16.1%	16.7%	17.1%	16.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	20,244	26,454	42,305	57,058
应收款	12,257	15,270	18,820	23,203
存货	28,104	35,516	44,187	55,182
其他流动资产	19,040	22,298	26,136	30,875
流动资产合计	79,644	99,538	131,448	166,318
非流动资产:				
金融类资产	5,787	5,787	5,787	5,787
固定资产	72,746	80,867	80,664	77,362
在建工程	21,617	8,647	3,459	1,383
无形资产	68,280	64,866	61,452	58,209
长期股权投资	25,067	26,067	26,067	26,067
其他非流动资产	38,689	38,689	38,689	38,689
非流动资产合计	226,400	219,136	210,331	201,710
资产总计	306,044	318,674	341,779	368,027
流动负债:				
短期借款	23,666	24,666	25,666	26,666
应付账款、票据	13,493	17,051	21,215	26,493
其他流动负债	26,599	26,599	26,599	26,599
流动负债合计	71,170	68,316	73,479	79,758
非流动负债:				
长期借款	92,690	92,690	92,690	92,690
其他非流动负债	17,729	17,729	17,729	17,729
非流动负债合计	110,419	110,419	110,419	110,419
负债合计	181,589	178,735	183,898	190,177
所有者权益				
股本	26,329	26,327	26,327	26,327
股东权益	124,455	139,939	157,881	177,850
负债和所有者权益	306,044	318,674	341,779	368,027

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24767	28850	33431	37209
少数股东权益	4725	5504	6378	7099
折旧摊销	9727	8264	8634	8450
公允价值变动	-255	-200	-200	-200
营运资金变动	-10286	-17537	-11896	-14837
经营活动现金净流量	28679	24881	36348	37721
投资活动现金净流量	-50981	3850	5391	5378
筹资活动现金净流量	28513	-12367	-14489	-16240
现金流量净额	6,210	16,364	27,250	26,859

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	270,329	336,788	415,080	511,740
营业成本	227,784	282,541	351,586	439,174
营业税金及附加	4,268	5,317	6,553	8,079
销售费用	620	772	952	1,173
管理费用	6,265	7,805	9,620	11,860
财务费用	1,905	4,946	4,859	4,781
研发费用	1,232	1,347	1,660	2,047
费用合计	10,021	14,871	17,091	19,861
资产减值损失	-79	-79	-79	-79
公允价值变动	-255	-200	-200	-200
投资收益	2,874	120	120	120
营业利润	30,946	34,385	40,176	44,952
加:营业外收入	108	60	60	60
减:营业外支出	1,061	500	500	500
利润总额	29,993	33,945	39,736	44,512
所得税费用	5,226	5,094	6,305	7,303
净利润	24,767	28,850	33,431	37,209
少数股东损益	4,725	5,504	6,378	7,099
归母净利润	20,042	23,346	27,053	30,110

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	20.1%	24.6%	23.2%	23.3%
归母净利润增长率	27.9%	16.5%	15.9%	11.3%
盈利能力				
毛利率	15.7%	16.1%	15.3%	14.2%
四项费用/营收	3.7%	4.4%	4.1%	3.9%
净利率	9.2%	8.6%	8.1%	7.3%
ROE	16.1%	16.7%	17.1%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	59.3%	56.1%	53.8%	51.7%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	22.1	22.1	22.1	22.1
存货周转率	8.1	8.1	8.1	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.76	0.89	1.03	1.14
P/E	15.0	12.9	11.1	10.0
P/S	1.1	0.9	0.7	0.6
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。