

招金矿业

NDR 纪要：受益金价上涨，中期增长可期

公司动态

公司近况

我们在香港组织了招金矿业 NDR。管理层讨论了公司上半年业绩情况，业务前景及对黄金行业的看法。

评论

2H19 产量有望环比恢复。公司 1H19 归母净利润同比下降 21%，主要是由于自产金同比减少 16%至 7.6 吨（内蒙、甘肃矿山整体整治）。目前，公司受影响的矿山已经复产，未来将加强开采品位和回收率相关工作，争取 2H19 产量环比恢复。

单位成本上升，但仍有优势。1H19 公司克金综合成本同比+9.4%至 160 元/克（含折旧摊销、矿山管理费用，不含三费），一方面由于 1H19 自产金规模下降，另一方面近年来公司的单位成本出现上升趋势，主要是由于工资及折旧摊销上升，以及开采深度增加。不过，公司认为招金的单位成本较国内行业平均的 209 元/克仍有优势，而下半年自产金产量有望恢复，使得单位成本回归正常。

中期增长来自海域金矿。海域金矿是公司未来最大的增长点，国土局备案的黄金储量超过 470 吨，品位达到 4.2g/t，公司预计 2022 年投产，2024 年左右达产，达产后矿产金在 15 吨/年以上，克金综合成本~100 元/吨，投产后将显著增厚盈利。招金收购海域金矿成本约 27 亿元，矿山建设总成本约 35 亿元，已投入 17 亿元。目前矿山仍在走审批流程，争取 2H2020 拿到采矿证，之后才能开始大规模建设。

海外战略具备空间。1H19 公司财务费用同比+0.8 亿元，主要由于汇兑损失增加，部分由于年初发行了 3 亿美元 5.5% 的有担保债券，主要考量是潜在的海外资金需求。公司中长期愿景仍是“国内一半、海外一半”的产量比例，而在衡量海外收购机会时，公司会考虑美洲、澳洲和一带一路等地相关机会，但会采取谨慎态度。

金价有望维持高位。公司认为，利率下行，贸易不确定性升温，金价价格有望涨至 1600 美元/盎司以上，进一步空间不确定。

估值建议

我们认为在全球经济增长动能放缓、实际利率趋于下行和矿山缺乏增长的背景下，金价有望维持高位，下半年量价回升带动公司盈利改善。**维持公司 2019/20 年盈利预测 9.1 亿元/10.8 亿元不变。**

风险

金价超预期下跌。

陈彦, CFA

分析师
yan3.chen@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080515060002
SFC CE Ref: ALZ159

董宇博, CFA, CPA

分析师
yubo.dong@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080515080001
SFC CE Ref: BFE045

胡珈铭

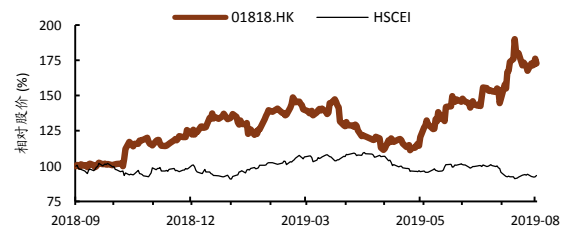
联系人
james.hu@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080118050025
SFC CE Ref: BGF975

林轩

联系人
xuan.lin@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080118090006

维持跑赢行业

股票代码	01818.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 10.26
目标价	港币 13.00
52 周最高价/最低价	港币 11.36~5.85
总市值(亿)	港币 330
30 日日均成交额(百万)	港币 160.64
发行股数(百万)	3,221
其中: 自由流通股(%)	33
30 日日均成交量(百万股)	15.64
主营行业	有色金属



(人民币 百万)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	6,674	7,177	6,746	7,217
增速	0.1%	7.5%	-6.0%	7.0%
归属母公司净利润	644	474	908	1,083
增速	82.3%	-26.3%	91.4%	19.3%
每股净利润	0.20	0.15	0.28	0.34
每股净资产	4.10	4.13	4.30	4.50
每股股利	0.06	0.04	0.11	0.13
每股经营现金流	0.33	0.53	1.06	1.66
市盈率	42.7	61.2	32.6	27.3
市净率	2.1	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	19.0	20.6	16.0	13.7
股息收益率	0.7%	0.4%	1.2%	1.5%
平均总资产收益率	1.9%	1.4%	2.5%	2.8%
平均净资产收益率	5.3%	3.6%	6.7%	7.6%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E
利润表					成长能力				
营业收入	6,674	7,177	6,746	7,217	营业收入	0.1%	7.5%	-6.0%	7.0%
营业成本	-4,039	-4,695	-3,934	-4,107	营业利润	3.9%	-7.1%	55.9%	12.6%
营业费用	-45	-56	-40	-43	EBITDA	-2.5%	0.4%	30.4%	10.8%
管理费用	-894	-942	-830	-888	净利润	82.3%	-26.3%	91.4%	19.3%
其他	-643	-711	-450	-450	盈利能力				
营业利润	1,307	1,214	1,892	2,130	毛利率	39.5%	34.6%	41.7%	43.1%
财务费用	-433	-481	-519	-491	营业利润率	19.6%	16.9%	28.0%	29.5%
其他利润	14	24	6	6	EBITDA 利润率	33.5%	31.3%	43.4%	44.9%
利润总额	888	757	1,379	1,644	净利润率	9.6%	6.6%	13.5%	15.0%
所得税	-134	-180	-276	-329	偿债能力				
少数股东损益	110	102	195	233	流动比率	0.58	0.76	0.75	0.76
归属母公司净利润	644	474	908	1,083	速动比率	0.32	0.41	0.48	0.60
EBITDA	2,235	2,245	2,928	3,243	现金比率	0.13	0.10	0.20	0.41
扣非后净利润	644	474	908	1,083	资产负债率	50.4%	53.2%	53.4%	52.0%
资产负债表					净债务资本比率	67.8%	81.9%	76.5%	59.3%
货币资金	1,847	1,143	2,580	5,179	回报率分析				
应收账款及票据	2,069	2,702	2,579	1,380	总资产收益率	1.9%	1.4%	2.5%	2.8%
存货	3,565	4,191	3,511	2,053	净资产收益率	5.3%	3.6%	6.7%	7.6%
其他流动资产	557	951	951	951	每股指标				
流动资产合计	8,038	8,986	9,621	9,563	每股净利润 (元)	0.20	0.15	0.28	0.34
固定资产及在建工程	13,630	14,221	15,151	15,643	每股净资产 (元)	4.10	4.13	4.30	4.50
无形资产及其他长期资产	12,145	12,680	12,898	13,218	每股股利 (元)	0.06	0.04	0.11	0.13
非流动资产合计	25,775	26,901	28,048	28,861	每股经营现金流 (元)	0.33	0.53	1.06	1.66
资产合计	33,813	35,887	37,669	38,424	估值分析				
短期借款	10,780	8,366	9,366	9,366	市盈率	42.7	61.2	32.6	27.3
应付账款	446	525	754	722	市净率	2.1	2.2	2.1	2.0
其他流动负债	2,552	2,913	2,626	2,430	EV/EBITDA	19.0	20.6	16.0	13.7
流动负债合计	13,778	11,804	12,745	12,518	股息收益率	0.7%	0.4%	1.2%	1.5%
长期借款	2,439	6,546	6,646	6,746					
其他非流动负债	832	730	730	730					
非流动负债合计	3,271	7,276	7,376	7,476					
负债合计	17,049	19,080	20,122	19,994					
股本	3,221	3,221	3,221	3,221					
未分配利润	9,979	10,078	10,622	11,272					
归母所有者权益	13,200	13,298	13,843	14,493					
少数股东权益	3,564	3,509	3,704	3,937					
负债及股东权益合计	33,813	35,887	37,669	38,424					
现金流量表									
税前利润	888	757	1,379	1,644					
折旧和摊销	928	1,031	1,036	1,113					
营运资本变动	-1,279	-322	744	2,429					
其他	530	241	244	162					
经营活动现金流	1,067	1,706	3,402	5,349					
资本开支	-1,524	-1,941	-2,183	-1,926					
其他	494	-1,089	0	0					
投资活动现金流	-1,030	-3,030	-2,183	-1,926					
股权融资	12,347	16,263	1,100	100					
银行借款	-12,713	-14,752	0	0					
其他	778	-916	-883	-924					
筹资活动现金流	412	595	217	-824					
汇率变动对现金的影响	-40	25	0	0					
现金净增加额	409	-704	1,437	2,599					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

招金矿业位于中国山东省胶东半岛的招远市，是一间集勘探、开采、选矿及冶炼于一体，专注于开发黄金产业的综合性大型企业，是中国领先的黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一。公司主要产品为「9999 金」及「9995 金」标准金锭。公司及其附属公司主要于中国从事黄金产品的勘探、开采、选矿、冶炼、销售业务以及铜产品的开采、选矿以及销售业务，其主要生产工艺技术及设备达到国内领先和国际先进水平。公司也从事银产品的冶炼及销售业务。公司业务遍及全国主要产金区域，另外公司还以股权投资的形式在澳大利亚投资一家黄金上市公司，涉足海外资源。公司于 2006 年在香港联交所上市。



图表 1: 可比公司估值表

公司名称	Wind 代码	财报货币	评级	目标价 (交易货币)	股价 (交易货币)	每股收益 (财报货币)			市盈率			每股净资产 (财报货币)			市净率		
						2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵金属																	
紫金矿业*	601899.SH	CNY	跑赢行业	4.10	3.66	0.18	0.15	0.18	20.6	23.9	20.9	1.76	1.81	1.92	2.1	2.0	1.9
紫金矿业*	02899.HK	CNY	跑赢行业	3.80	2.93	0.18	0.15	0.18	14.5	17.2	14.9	1.76	1.81	1.92	1.5	1.4	1.4
招金矿业*	01818.HK	CNY	跑赢行业	13.00	10.26	0.15	0.28	0.34	61.2	32.6	27.3	4.13	4.30	4.50	2.2	2.1	2.0
山东黄金*	600547.SH	CNY	中性	38.00	39.88	0.40	0.57	0.64	100.8	70.2	62.8	9.77	10.23	10.73	4.1	3.9	3.7
中金黄金*	600489.SH	CNY	中性	10.00	9.78	0.06	0.06	0.08	172.3	166.0	129.2	3.95	3.99	4.04	2.5	2.5	2.4
湖南黄金*	002155.SZ	CNY	中性	9.00	10.00	0.22	0.15	0.17	44.5	67.4	60.3	4.02	4.13	4.26	2.5	2.4	2.3
基本金属																	
五矿资源*	01208.HK	USD	跑赢行业	2.50	1.62	0.01	-0.01	0.00	24.4	N.A.	54.6	0.16	0.14	0.14	1.3	1.5	1.4
江西铜业*	600362.SH	CNY	跑赢行业	17.00	14.31	0.71	0.72	0.82	20.2	20.0	17.5	14.37	14.89	15.49	1.0	1.0	0.9
江西铜业股份*	00358.HK	CNY	跑赢行业	11.00	8.82	0.71	0.72	0.82	11.0	11.0	9.7	14.37	14.89	15.49	0.5	0.5	0.5
中国铝业*	601600.SH	CNY	中性	3.80	3.60	0.05	0.09	0.10	70.4	38.1	35.4	3.08	3.17	3.28	1.2	1.1	1.1
中国铝业*	02600.HK	CNY	中性	3.10	2.30	0.05	0.09	0.10	39.5	21.8	20.2	3.08	3.17	3.28	0.7	0.6	0.6
驰宏锌锗*	600497.SH	CNY	跑赢行业	6.00	4.49	0.12	0.20	0.19	36.7	22.7	23.1	2.82	2.95	3.03	1.6	1.5	1.5
中金岭南*	000060.SZ	CNY	中性	5.00	4.10	0.26	0.23	0.17	15.9	18.2	23.9	2.89	3.04	3.14	1.4	1.3	1.3
小金属																	
洛阳钼业*	603993.SH	CNY	跑赢行业	5.00	3.59	0.21	0.08	0.12	16.7	42.3	30.9	1.90	1.94	1.99	1.9	1.9	1.8
洛阳钼业*	03993.HK	CNY	跑赢行业	2.80	2.13	0.21	0.08	0.12	8.7	22.5	16.4	1.90	1.94	1.99	1.0	1.0	1.0
厦门钨业*	600549.SH	CNY	中性	13.00	12.96	0.35	0.22	0.28	36.7	60.0	45.6	5.13	5.20	5.40	2.5	2.5	2.4
章源钨业*	002378.SZ	CNY	中性	7.00	6.02	0.05	-0.03	0.04	120.2	N.A.	150.4	2.16	2.10	2.14	2.8	2.9	2.8
天齐锂业*	002466.SZ	CNY	中性	28.00	22.95	1.93	0.70	1.10	11.9	32.6	20.8	8.88	9.40	10.43	2.6	2.4	2.2
金钼股份*	601958.SH	CNY	中性	7.50	6.65	0.12	0.18	0.19	56.2	36.2	35.6	4.04	4.12	4.09	1.6	1.6	1.6
稀土与磁材																	
北方稀土*	600111.SH	CNY	中性	12.00	11.62	0.16	0.12	0.12	72.3	99.0	97.0	2.54	2.61	2.69	4.6	4.5	4.3
中科三环*	000970.SZ	CNY	中性	9.50	10.02	0.23	0.20	0.20	43.0	50.5	49.5	4.18	4.29	4.42	2.4	2.3	2.3
宁波韵升*	600366.SH	CNY	中性	6.50	7.33	0.09	0.13	0.13	81.2	56.1	55.8	4.47	4.50	4.58	1.6	1.6	1.6
正海磁材*	300224.SZ	CNY	中性	8.00	8.41	-0.10	0.11	0.12	N.A.	79.1	69.2	3.23	3.34	3.40	2.6	2.5	2.5
银河磁体*	300127.SZ	CNY	中性	15.00	23.38	0.48	0.44	0.44	48.3	52.6	53.6	3.79	3.88	4.10	6.2	6.0	5.7
新材料与深加工																	
亚太科技*	002540.SZ	CNY	跑赢行业	6.00	4.16	0.30	0.26	0.28	14.1	15.8	14.9	3.85	3.80	4.01	1.1	1.1	1.0
宝钛股份*	600456.SH	CNY	中性	23.00	24.20	0.33	0.40	0.47	73.8	61.1	52.0	8.24	8.53	8.90	2.9	2.8	2.7
云南锗业*	002428.SZ	CNY	中性	7.50	7.86	0.01	0.00	0.02	595.5	1700.4	440.7	2.28	2.29	2.31	3.4	3.4	3.4
东方钽业*	000962.SZ	CNY	中性	8.00	7.08	0.07	0.02	0.02	104.4	439.8	350.3	2.56	2.58	2.60	2.8	2.7	2.7

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据

收盘价信息更新于北京时间 2019 年 9 月 1 日



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

28th Floor, 350 Park Avenue

New York, NY 10022, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229



CICC
中金公司

