

证券研究报告

黄金行业


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

1818.HK 招金矿业

港股通(深)

买入 (维持)

金价上行带来业绩高弹性，海域蓄势待发

2020年08月26日

## 市场数据

日期	2020.08.25
收盘价(港元)	9.07
总股本(亿股)	32.70
流通股本(亿股)	26.10
总市值(亿港元)	305
流通市值(亿港元)	243
净资产(亿元)	136
总资产(亿元)	438
每股净资产(元)	4.19

数据来源: Wind

## 相关报告

行业跟踪:《黄金的配置良机归来,这是一个长逻辑》\_20200325  
19年业绩点评:《开采量和财务费用拖累业绩》\_20200325  
行业跟踪:《复盘08年,危机中的黄金》\_20200312  
行业跟踪:《黄金上涨背后的逻辑》\_20200224  
19Q3业绩点评:《开采量不及预期,仍看好板块弹性》\_20191028  
19H1业绩点评:《股价弹性大,下半年业绩有望改善》\_20190826  
行业跟踪:《黄金王者归来—从全球货币体系说起》\_20190627  
18年业绩点评:《业绩符合预期,前景大有可为》\_20190325  
行业跟踪:《回首50年金价,有望重演2016》\_20190321  
招金首次覆盖报告:《黄金孕育中期行情,黄金股反弹在路上》\_20181212

## 海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,330	7,361	7,438	8,181
同比增长(%)	-11.8	16.3	1.0	10.0
归属股东净利润(百万元)	479	875	903	1,084
同比增长(%)	1.1	82.6	3.2	20.1
毛利率(%)	36.2	47.5	48.3	49.0
净利润率(%)	7.6	11.9	12.1	13.3
净资产收益率(%)	3.4	6.1	6.0	6.9
每股收益(元)	0.15	0.27	0.28	0.33
每股净资产(元)	4.33	4.42	4.65	4.85

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

招金矿业发布2020年半年度业绩,收入31.32亿元,比去年同期增长了11.14%。毛利为13.57亿元,同比增长26.6%。股东应占溢利为4.12亿元,比去年同期增长约72.65%。

## 我们点评如下:

- **开采量下降,全年指引不变。**公司黄金产量15.23吨,同比下降约4.13%,环比下降5.87%,其中,矿产金(自产金+外购金及副产品)产量7.92吨,同比下降21.85%,环比下降17.78%,但自采金产量降幅较小,自采金产量7.44吨,同比下降2.52%。全年生产计划指引不变,三四季度有望追回上半年受疫情影响的部分。
- **黄金价格大幅上升带动公司收入增长和毛利率提升。**期间,国内交易所平均金价369元/克,同比上涨80元/+28%。2020年Q1/Q2/Q3(截至8月25日)均金价同比上涨+25%\+32%\+24%。得益于金价上涨,综合毛利率43.32%,同比提升5.3ppt。
- **黄金开采量下降导致折旧摊销占比增加,单位黄金成本有所上升,20H1综合克金成本167.39元,同比升4.51%,但较去年全年降2.24%,反应开采量下降带来的成本阵痛期渐进尾声。**
- **费用率保持稳定,三费收入占比27.6%,去年同期28.1%。**但黄金开采量下降导致克金分摊的三费提升,三费109元/克金,去年同期为78元/克。
- **净利润4.56亿元,同比增78.24%,净利润率14.56%,同比提升5.5ppt,**主要原因是本期间黄金价格大幅上升;股东应占溢利为4.12亿元,比去年同期增长约72.65%。

**盈利预测及评级:**金价如期达到我们3月份报告《黄金的配置良机归来,这是一个长逻辑》的预判“未来两年金价有希望挑战历史新高”。公司作为纯正的黄金矿业公司,量价弹性十足,按照计划,海域金矿有望于2020年底拿到采矿证,2022年贡献产量,产能爬坡期结束后产量可达15吨/年。金价上行,我们上调公司2020-2022E归母净利润分别为8.75亿元/9.03亿元/10.84亿元。目标价维持12.38港元,对应2021E为40×PE,“买入”评级。

**风险提示:** 黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

招金矿业发布 2020 年半年度业绩，收入 31.32 亿元，比去年同期增长了 11.14%。毛利为 13.57 亿元，同比增长 26.6%。股东应占溢利为 4.12 亿元，比去年同期增长约 72.65%。

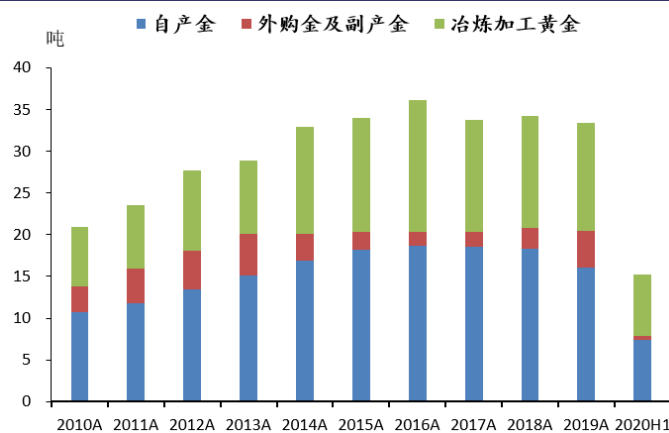
### 我们点评如下：

**开采量下降，全年指引不变。**公司黄金产量 15.23 吨，同比下降约 4.13%，环比下降 5.87%，其中，矿产金（自产金+外购金及副产品）产量 7.92 吨，同比下降 21.85%，环比下降 17.78%，但自采金产量降幅较小，自采金产量 7.44 吨，同比下降 2.52%。全年生产计划指引不变，三四季度有望追回上半年受疫情影响的部分。

**黄金价格大幅上升带动公司收入增长和毛利率提升。**期间，国内交易所平均金价 369 元/克，同比上涨 80 元/+28%。2020 年 Q1\Q2\Q3（截至 8 月 25 日）均金价同比上涨+25%\+32%\+24%。得益于金价上涨，综合毛利率 43.32%，同比提升 5.3ppt。

黄金开采量下降导致折旧摊销占比增加，单位黄金成本有所上升，20H1 综合克金成本 167.39 元，同比升 4.51%，但较去年全年降 2.24%，反应开采量下降带来的成本阵痛期渐进尾声。

### 表 1、黄金产量



数据来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

### 图表 2、黄金价格



数据来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

费用率保持稳定，三费收入占比 27.6%，去年同期 28.1%。但黄金开采量下降导致克金分摊的三费提升，三费 109 元/克金，去年同期为 78 元/克。

净利润 4.56 亿元，同比增 78.24%，净利润率 14.56%，同比提升 5.5ppt，主要原因是本期间黄金价格大幅上升；股东应占溢利为 4.12 亿元，比去年同期增长约 72.65%。

### 盈利预测及评级：

金价如期达到我们在 3 月份报告《黄金的配置良机归来，这是一个长逻辑》的预判“未来两年金价有望挑战历史新高”。公司作为纯正的黄金矿业公司，量价弹

性十足，按照计划，海域金矿有望于 2020 年底拿到采矿证，2022 年贡献产量，产能爬坡期结束后产量可达 15 吨/年，海域开采成本低，品味高，储量大，将会在两年后成为公司的增长引擎。

金价上行，我们上调公司 2020-2022E 归母净利润分别为 8.75 亿元/9.03 亿元/10.84 亿元。目标价维持 12.38 港元，对应 2021E 为 40×PE，“买入”评级。

**风险提示：**黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险

## 海外跟踪报告(评级)

## 附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,330	7,361	7,438	8,181
营业成本	-4,040	-3,866	-3,848	-4,168
销售费用	-56	-44	-46	-53
管理费用	-956	-1,085	-1,097	-1,215
财务费用	-662	-768	-799	-799
其他收益及亏损	-21	-303	-310	-339
除税前溢利	596	1,296	1,337	1,606
所得税	-157	-324	-334	-402
年度全面收益	438	972	1,003	1,205
少数股东损益	-41	97	100	120
归属股东净利润	479	875	903	1,084
EPS	0.15	0.27	0.28	0.33

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,997	13,380	13,341	13,804
货币资金	3,508	4,975	4,944	4,981
应收账款	142	894	903	994
存货	4,310	4,067	4,049	4,386
其它	4,036	3,444	3,444	3,444
非流动资产	28,254	28,967	29,617	30,100
物业、厂房及设备	14,989	15,778	16,460	17,037
预付租金	768	760	757	759
无形资产	9,604	9,527	9,490	9,387
于联营公司的投资	893	900	907	915
其它	2,001	2,001	2,001	2,001
资产总计	40,252	42,347	42,958	43,904
流动负债	12,535	13,232	13,223	13,396
短期借款	8,387	9,641	9,641	9,641
应付账款	368	2,091	2,082	2,255
其他	3,780	1,501	1,501	1,501
非流动负债	10,354	11,155	11,155	11,155
长期借款	388	10,359	10,359	10,359
其他	9,965	795	795	795
负债合计	22,889	24,387	24,378	24,551
股本	3,270	3,270	3,270	3,270
储备	8,015	8,514	9,035	9,687
少数股东权益	3,413	3,510	3,611	3,731
股东权益合计	17,363	17,960	18,580	19,354
负债及权益合计	40,252	42,347	42,958	43,904

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	596	1,296	1,337	1,606
折旧和摊销	1,021	1,137	1,238	1,321
经营资本变动	-553	35	-1	-254
其它	716	957	1,006	968
经营活动现金流	1,780	3,426	3,581	3,642
资本开支	-1,807	-2,363	-2,430	-2,376
其它	-404	0	0	0
投资活动现金流	-2,212	-2,363	-2,430	-2,376
融资活动现金流	2,778	403	-1,181	-1,230
现金净变动	2,346	1,466	-30	36
现金的期初余额	1,143	3,508	4,975	4,944
现金的期末余额	3,508	4,975	4,944	4,981

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-11.8	16.3	1.0	10.0
净利润增长率	1.1	82.6	3.2	20.1
盈利能力(%)				
毛利率	36.2	47.5	48.3	49.0
归属股东净利率	7.6	11.9	12.1	13.3
ROE	3.4	6.1	6.0	6.9
偿债能力(%)				
净资产负债率	131.8	135.8	131.2	126.9
流动比率	95.7	101.1	100.9	103.0
速动比率	61.3	70.4	70.3	70.3
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	8.2	8.2	8.2	8.2
每股资料(元)				
每股收益	0.15	0.27	0.28	0.33
每股净资产	4.33	4.42	4.65	4.85
估值比率(倍)				
PE	54.3	30.2	29.3	24.4
PB	1.87	1.83	1.74	1.67

## 海外跟踪报告(评级)

## 分析师声明

本人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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。本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。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。