

中信证券研究部



敖翀
 首席周期产业
 分析师
 S1010515020001

核心观点

公司聚焦黄金主业，依托优质金矿开展稳定经营，海域金矿投产后公司黄金产量增幅预计达到 50%，高品位优势带来公司金矿业务利润率提升。公司作为国内黄金行业最纯正标的之一，估值水平随金价上涨有显著抬升空间。给予公司 2019 年 14 倍 EV/EBITDA 估值，目标价 11.5 港元，维持“买入”评级。

资源禀赋优异，黄金储量名列前茅。公司在国内拥有 29 座矿山，对应金矿资源储量 1252 吨，可采储量 528 吨（截止 2017 年底），其中夏甸金矿、早子沟金矿黄金年产量超过 3 吨，位列国内十大金矿之列。

聚焦金矿主业，实现黄金业务稳健经营。2017 年公司黄金产量 33.74 吨，其中自产金 20.30 吨，居于国内金矿生产企业前三位，2018 年上半年公司自产金 10.1 吨，产量保持稳定。公司依托优质金矿，黄金业务保持稳定运营，2018 年上半年黄金业务营收和毛利润分别占公司整体比例为 89%和 96%，是国内黄金行业最纯正的标的之一。

收购海域矿业，未来扩张潜力巨大。公司于 2015 年获得海域金矿 63.86%股权，海域金矿是我国已发现的最大单体金矿之一，黄金资源量高达 539.1 吨，储量达到 212.2 吨，平均品位高达 4.4 克/吨。建成投产后预计年产量可达 15 吨，其中归属公司权益产量约 9.6 吨，较公司当前自产金产量增长达到 50%。海域金矿品味显著高于公司当前的在产矿山，投产后克金成本预计低于公司现有水平，在提升产量同时料将显著提升公司自产金业务的利润率。

风险因素：金价波动风险，海域金矿投产不及预期。

投资建议：公司聚焦黄金主业，依托旗下优质矿山实现稳健经营。预计未来海域矿业投产将带来公司矿产产量的大幅提升，公司业绩将显著增厚。维持 2018-2020 年公司归母净利润预测为 5.61/6.84/8.10 亿元，EPS 为 0.17/0.21/0.25 元，对应 PE 为 40/33/28 倍。考虑到公司经营状况保持稳定，EV/EBITDA 法更能反映公司核心资产的经营价值，给予公司 2019 年 14 倍 EV/EBITDA 估值，对应目标价 11.5 港元，维持“买入”评级。

招金矿业	01818.HK
评级	买入（维持）
当前价	8.15 港元
目标价	11.5 港元
总股本	3,221 百万股
港股流通股本	1,049 百万股
52周最高/最低价	8.41/5.77 港元
近 1 月绝对涨幅	11.04%
近 6 月绝对涨幅	36.29%
近 12 月绝对涨幅	29.98%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,665	6,674	6,865	7,471	7,794
营业收入增长率	13.2	0.1	2.9	8.8	4.3
净利润(百万元)	353	644	561	684	810
净利润增长率	14.7	82.3	-12.8	21.8	18.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.20	0.17	0.21	0.25
毛利率%	41.0	39.5	36.7	38.0	39.7
净资产收益率 ROE%	3.9	6.1	5.1	5.8	6.4
每股净资产 (元)	3.06	3.27	3.45	3.66	3.91
PE	59	35	40	33	28
PB	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 2 月 15 日收盘价

目录

估值及投资评级	1
相对估值法.....	1
绝对估值法.....	2
公司概况：稳健经营的金矿巨头	3
行业分析：2019 年金价步入上行周期	4
经济下行压力下黄金配置价值凸显.....	4
加息预期弱化对金价的压制作用减弱.....	5
资金面回暖对金价形成支撑.....	5
招金矿业：	6
优势之一：依托优质矿山实现稳健经营.....	6
优势之二：收购海域金矿，成长空间巨大.....	8
优势之三：业务纯正弹性大的黄金标的.....	11
关键假设及盈利预测	12
关键假设.....	12
盈利预测与估值.....	13

插图目录

图 1: 招金矿业相对估值法与绝对估值法重叠区间	2
图 2: 招金矿业发展历程及大事记	3
图 3: 招金矿业股权结构	3
图 4: 招金矿业营业收入及增速	4
图 5: 招金矿业归母净利润及增速	4
图 6: 公司营业收入构成	4
图 7: 公司 2018 上半年主营业务利润占比	4
图 8: 全球宏观经济增速预期下滑	5
图 9: 全球 PMI 数据进入下行区间	5
图 10: 美国期限利差不断收窄弱化加息预期	5
图 11: 美元指数与金价运行	5
图 12: COMEX 黄金非商业净多头持仓触底反弹	6
图 13: SPDR 黄金 ETF 持仓 2018 年 12 月以来出现回暖	6
图 14: 2019 年金价走势预测	6
图 15: 招金矿业国内金矿分布	7
图 16: 招金矿业黄金产量	8
图 17: 2017 年国内十大黄金企业产量排名 (仅包含国内金矿山)	8
图 18: 海域金矿股权结构	9
图 19: 海域金矿地理位置	9
图 20: 收购前后公司黄金资源量/储量变动情况 (单位: 吨)	10
图 21: 公司黄金资源量分布情况 (截止 2017 年底)	10
图 22: 海域金矿投产对公司业绩影响	10
图 23: 海域金矿与国内主要金矿山品味对比	11
图 24: 招金矿业股价与金价相关性	12

表格目录

表 1: 可比公司估值情况	1
表 2: 绝对估值法敏感性分析	2
表 3: 招金矿业国内金矿概况	7
表 4: 海域金矿资源量储量情况	9
表 5: 招金矿业 2010-2018 年增储情况	11
表 6: 招金矿业净利润与金价关系	11
表 7: 招金矿业主要业务盈利预测及关键假设	12
表 8: 招金矿业 (H) 盈利预测与估值情况	13

■ 估值及投资评级

公司主营业务为金矿和铜矿业务，其中金矿业务占公司利润比例超过 95%。考虑到公司主要业务均在大陆开展，可选取 A 股从事金矿采选冶炼的公司作为可比公司，利用 PE、PB/ROE、EV/EBITDA 等方法对公司进行相对估值；其次，利用 DCF 绝对估值法，对公司资产的内在价值进行合理评估；最后，将几种估值方法和结果进行对比确定公司股价的合理区间，同时考虑公司作为国内黄金行业最纯正标的之一和未來金矿增产带来的业绩成长性，给予一定的估值溢价。

相对估值法

(1) PE 估值：公司主营黄金采选和冶炼业务，黄金业务营收和毛利润分别占公司整体营收和毛利润比为 89%和 96%。对比行业内具有同类业务的可比公司，2019 年黄金可比公司的 PE (Wind 一致预期) 平均值 36 倍。公司作为国内黄金行业上市公司中最纯正标的之一，旗下金矿资源禀赋在行业内居于领先地位，海域金矿投产将带来公司自产金产量增长达 50%。给予公司 2019 年 35-45 倍 PE 估值，**对应公司股价区间 7.35-9.45 元 (对应港币 8.51-10.95 港元)**。鉴于公司的优质黄金资源、对成本控制能力，产量增长预计会支撑公司未来的业绩增量，我们给予公司 45 倍 PE 估值，**对应目标价 10.95 港元**。

表 1：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB /ROE	EV/ EBITDA
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
601899.SH	紫金矿业	3.25	672.88	0.20	0.24	0.30	16.25	13.54	10.83	16.73	8.62
600489.SH	中金黄金	8.43	290.59	0.08	0.12	0.17	105.38	70.25	49.59	79.06	13.12
600547.SH	山东黄金	31.59	641.03	0.53	0.76	0.96	59.60	41.57	32.91	38.76	16.92
000975.SZ	银泰资源	10.92	210.24	0.34	0.47	0.58	32.12	23.23	18.83	21.42	35.29
002155.SZ	湖南黄金	8.16	97.12	0.20	0.26	0.34	40.80	31.38	24.00	33.50	14.44
平均		-	-	-	-	-	50.83	35.99	27.23	37.89	17.68
1818.HK	招金矿业	8.15	262.49	0.20	0.25	0.37	33.96	28.10	18.95	30.74	17.77

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：股价为 2019 年 2 月 15 日收盘价，招金矿业股价单位为港币，可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

2) PB/ROE 估值：2019 年黄金行业可比公司 PB/ROE 均值为 38，考虑到公司未来黄金产量大幅增长带来的业绩增量，我们给予公司 40-45 倍 PB/ROE 估值，预测招金矿业 2019 年 ROE 为 5.8%，计算可得 PB 估值为 2.3-2.6 倍，**对应价格区间 8.5-9.6 元**。给予公司一定的估值溢价，2.6 倍 PB 估值，**对应目标价 11.1 港元**。

3) EV/EBITDA 估值：2019 年黄金行业可比公司的 EV/EBITDA 平均值为 17.7，剔除异常值后为 13.3。给予公司 13-15 倍 EV/EBITDA 估值，根据拟合结果和公司 2019 年预测 EBITDA 值 29.12 亿元，得到市值范围在 290.5-350.2 亿元，**对应目标价 9.0-10.9 元 (10.4-12.6 港元)**。给予公司 14 倍 EV/EBITDA 目标值，**对应目标价 11.5 港元**。

绝对估值法

折现现金流 (DCF): 采用的现金流为企业自由现金流。假设公司 2022 年期末之后增长率为 1.5%。对于其他参数, 假设公司 β 值为 0.67; 无风险利率为 3.60%, 假设股票风险溢价 9%; 公司债务成本为 6.50%; 随着公司业务不断扩展, 预期债务比例增加到 40%, 公司适用的所得税税率为 18%。计算得到公司 WACC 约为 6.8%。再根据盈利预测模型, 在 1.35%-1.65% 的永续增长率下, 估计**公司合理价值区间在 9.6-10.8 港元**; 按照中值 6.8% 的 WACC 和 1.5% 的永续增长率条件, **给予公司每股价值 10.2 港元。**

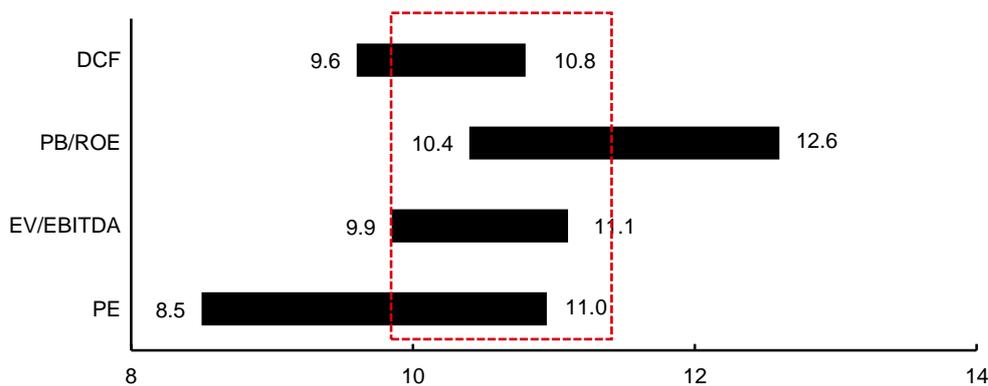
表 2: 绝对估值法敏感性分析

		WACC						
		5.6%	6.1%	6.5%	6.8%	7.1%	7.5%	8.0%
TV	1.00%	13.1	11.3	10.1	9.3	8.6	7.8	6.9
	1.20%	13.6	11.7	10.5	9.6	8.9	8.0	7.1
	1.35%	14.1	12.1	10.8	9.9	9.1	8.2	7.2
	1.50%	14.6	12.5	11.1	10.2	9.3	8.4	7.4
	1.65%	15.1	12.9	11.4	10.4	9.6	8.6	7.6
	1.80%	15.7	13.3	11.8	10.8	9.9	8.8	7.7
	2.00%	16.6	13.9	12.3	11.2	10.2	9.1	8.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

对比绝对估值和相对估值方法, 考虑到公司依托优质矿山实现稳定经营, EV/EBITDA 方法更能反映公司核心资产的持续经营价值, 且公司作为港股上市公司, EV/EBITDA 方法更适合比较全球不同市场公司的资产价值。考虑选用 EV/EBITDA 方法对公司进行估值, 2019 年股价中枢为 10.4-12.6 港元。公司作为国内黄金行业最纯正标的之一, 在金价上涨周期中公司估值水平提升明显, 叠加海域金矿投产后带来的业绩增厚预期。给予公司 2019 年 14 倍 EV/EBITDA 估值水平, 对应目标价 11.5 港元, 维持“买入”评级。

图 1: 招金矿业相对估值法与绝对估值法重叠区间

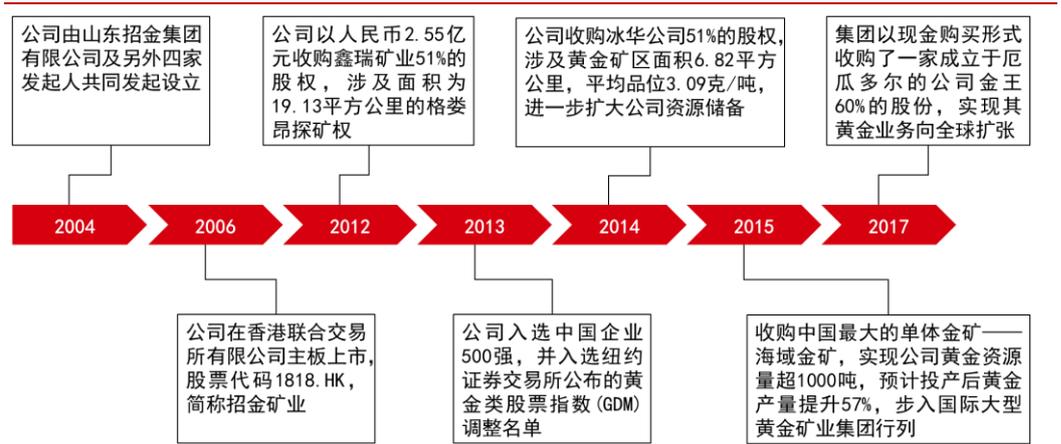


资料来源: 中信证券研究部预测

■ 公司概况：稳健经营的金矿巨头

历史沿革：招金矿业股份有限公司成立于 2004 年，于 2006 年在香港联合交易所上市，股票代码 1818.HK。公司专注于黄金矿业开发，是集勘探、开采、选矿及冶炼营运于一体的综合性大型企业。2015 年公司收购国内最大的单体金矿之一—海域金矿，公司当前拥有 29 座矿山，涉及黄金资源量 1,251.77 吨，可采储量 528.14 吨，是中国最大的黄金冶炼企业之一，未来海域金矿投产后，公司自产金产量有望大幅增长，成长性显著。

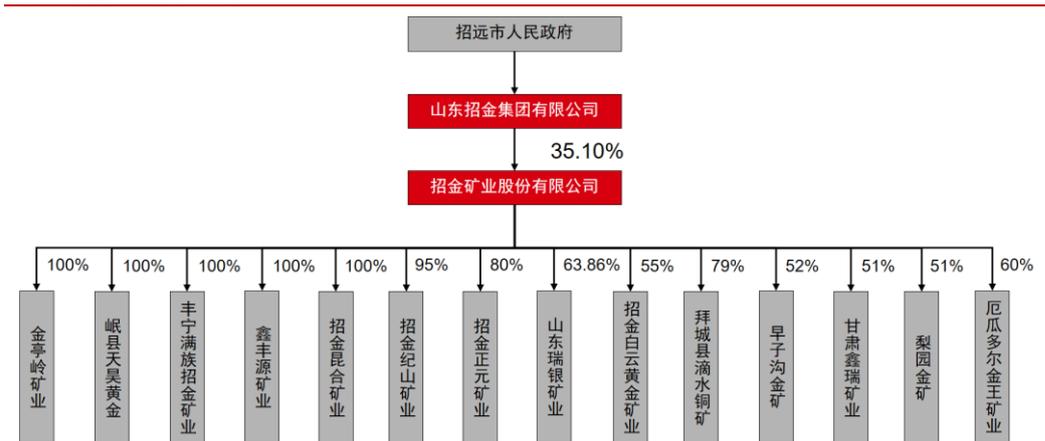
图 2：招金矿业发展历程及大事记



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：根据公司 2018 年中期报告内容，公司控股股东为山东招金集团有限公司，持股比例为 35.10%，公司实控人为招远市人民政府。

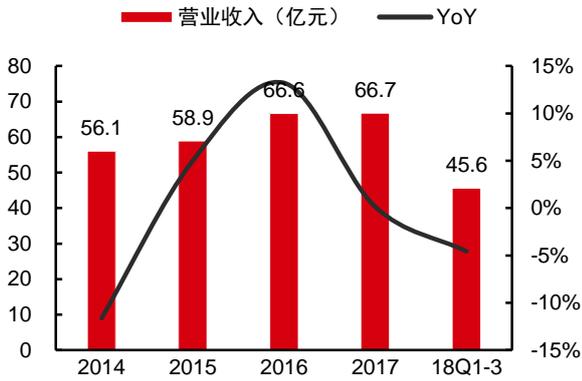
图 3：招金矿业股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

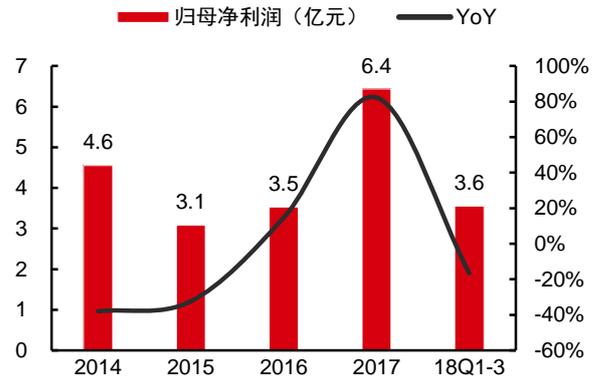
营业收入与净利润：2017 年公司实现营收 66.74 亿元，同比增长 0.14%，实现归母净利润 6.44 亿元，同比增长 82.26%。2018 年前三季度，公司实现营收 45.59 亿元，同比下滑 4.57%，实现归母净利润 3.56 亿元，同比下滑 16.53%。

图 4: 招金矿业营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

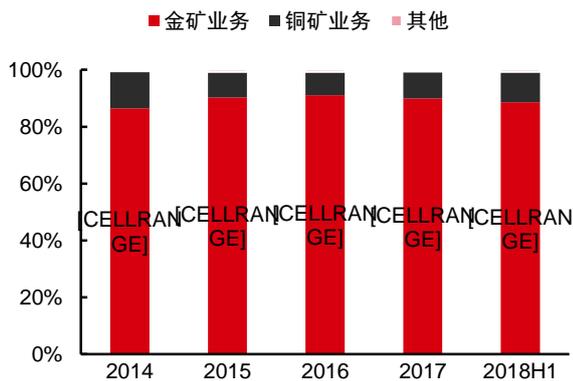
图 5: 招金矿业归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

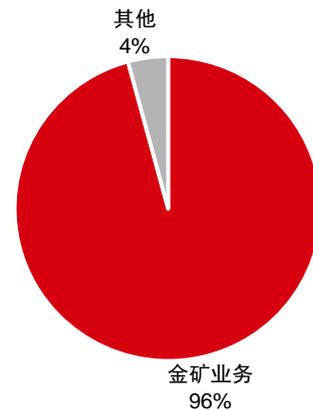
矿产黄金贡献公司主要利润来源。公司营业收入主要来自黄金开采和冶炼业务, 2018 年中报显示金矿业务占营业收入比例为 88.6%, 铜矿业务占比为 10.7%。公司主要利润来源为金矿业务, 2018 年上半年息税前利润占比为 96%。

图 6: 公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 公司 2018 上半年主营业务利润占比



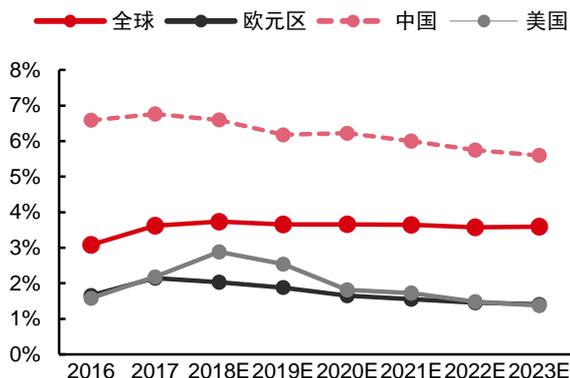
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

行业分析: 预计 2019 年金价步入上行周期

经济下行压力下黄金配置价值凸显

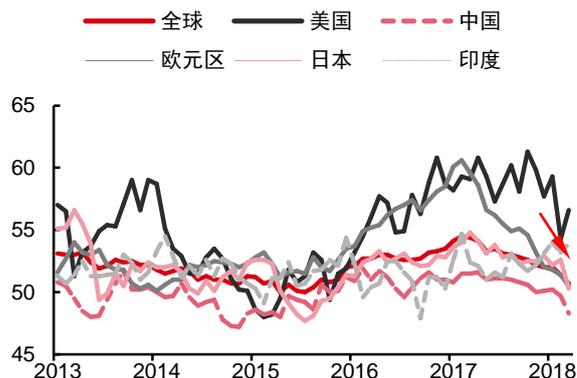
全球经济增速预期下滑。国际货币基金组织 2019 年 1 月最新发布《世界经济展望》中预计 2019 年和 2020 年全球经济增速分别放缓至 3.5% 和 3.6%, 较 2018 年 10 月预测下调 0.2 和 0.1 个百分点, 反映了对全球经济增速下滑的担忧。全球主要经济体制造业 PMI 数据 2018 年以来进入下行区间, 2019 年 1 月全球制造业 PMI 降至 2016 年 10 月以来最低水平, 反映出全球经济增长呈现趋势性向下。

图 8: 全球宏观经济增速预期下滑



资料来源: IMF, 中信证券研究部

图 9: 全球 PMI 数据进入下行区间



资料来源: Wind, 中信证券研究部

加息预期弱化，对金价的压制作用减弱

油价下跌，美国通胀水平保持温和，期限利差不断收窄甚至出现倒挂，美国经济见顶未来下行压力逐渐凸显，2019 年以来，美联储不断释放加息的鸽派信号。加息周期和强势美元对金价的压制作用在 2019 年预计逐渐减弱。

图 10: 美国期限利差不断收窄弱化加息预期



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 美元指数与金价运行

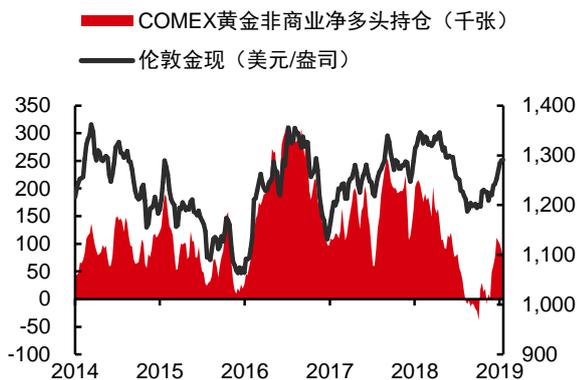


资料来源: Wind, 中信证券研究部

资金面回暖对金价形成支撑

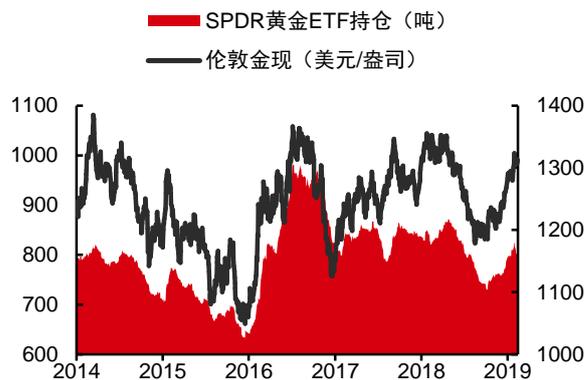
COMEX 黄金非商业净多头持仓和 SPDR 黄金 ETF 持仓与金价同向变动，2018 年四季度以来，两项指标均出现触底回升，截止 2019 年 2 月，COMEX 黄金非商业净多头持仓反弹至五个月高位，SPDR 黄金 ETF 持仓量增加 68 吨，也达到五个月高位水平。持仓增加反应市场看多黄金情绪浓厚，对金价后市形成支撑。

图 12: COMEX 黄金非商业净多头持仓触底反弹



资料来源: Wind, 中信证券研究部

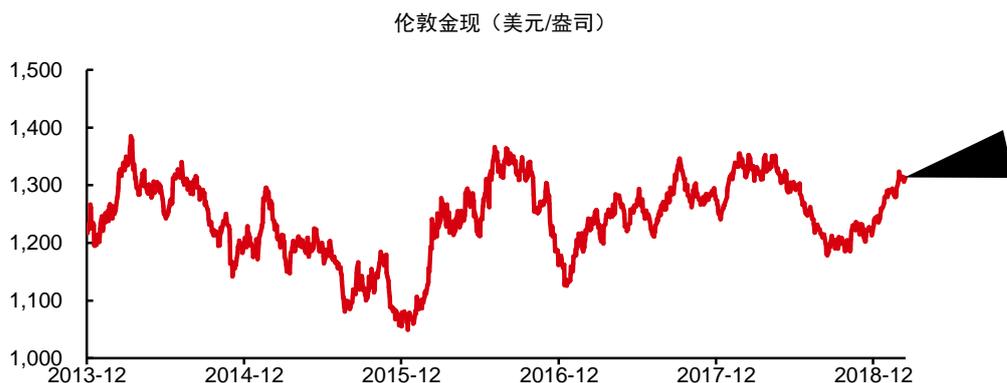
图 13: SPDR 黄金 ETF 持仓 2018 年 12 月以来出现回暖



资料来源: Wind, 中信证券研究部

预计 2019 年金价步入上行周期。2019 年在全球宏观经济运行趋弱的背景下，黄金配置价值凸显；同时美国加息和强势美元对金价的压制作用弱化；资金面回暖支撑金价上行。预计 2019 年黄金均价将达到 1330 美元/盎司，并有望冲击 1380 美元/盎司的高位。

图 14: 2019 年金价走势预测



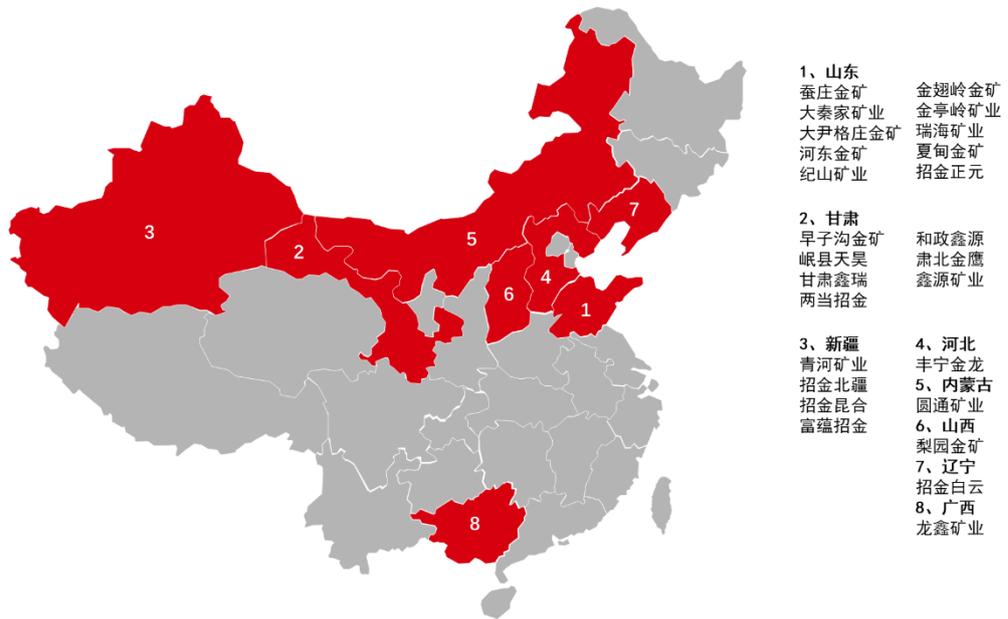
资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

招金矿业：兼具成长与价值的黄金巨头

优势之一：依托优质矿山实现稳健经营

公司在国内拥有 29 座矿山，其中 26 座为金矿，3 座为铜矿。黄金矿山中有 10 座位于山东，其余资产分布在甘肃、新疆等省份。公司旗下夏甸金矿、早子沟金矿黄金年产量超过 3 吨，位列国内十大金矿之列，大尹格庄金矿、丰宁金龙、圆通矿业 3 家矿山黄金年产量均超过 1 吨。

图 15: 招金矿业国内金矿分布



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司国内金矿资源储量 1252 吨, 可采储量 528 吨。截止 2017 年 12 月 31 日, 公司国内 26 座矿山黄金资源量总计为 1251.77 吨, 其中公司应占 909.18 吨。黄金储量总计 528.14 吨, 其中公司应占储量为 405.73 吨。

表 3: 招金矿业国内金矿概况

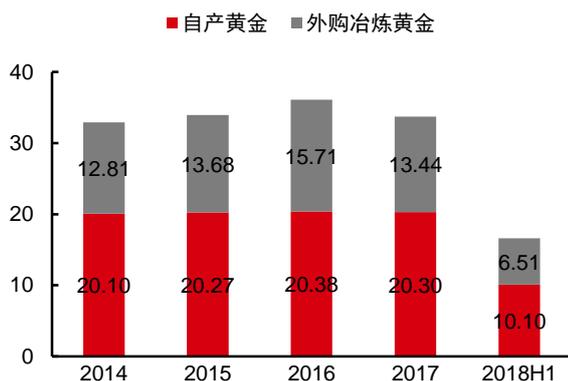
金矿	权益占比(%)	资源量/吨	储量/吨	矿石量/百万吨	品位(克/吨)
山东					
瑞海矿业	63.86	539.05	212.21	48.031	4.42
大尹格庄金矿	100	227.46	131.85	54.101	2.44
夏甸金矿	100	117.32	73.20	27.156	2.70
蚕庄金矿	100	33.74	8.70	2.902	3.00
河东金矿	100	18.91	7.25	1.919	3.78
金亭岭矿业	100	27.11	6.24	1.945	3.21
金翅岭金矿	100	6.92	2.40	0.468	5.12
大秦家矿业	90	1.87	1.01	0.279	3.62
纪山矿业	95	1.25	0.66	0.187	3.51
招金正元	80	3.19	0.34	0.065	5.24
甘肃					
早子沟金矿	52	55.23	18.97	4.161	4.56
岷县天昊	100	9.87	7.73	3.282	2.36
甘肃鑫瑞	51	20.81	6.62	2.908	2.28
两当招金	70	20.71	2.59	1.119	2.31
和政鑫源	100	5.21	1.18	0.221	5.33
肃北金鹰	51	11.07	0.87	0.192	4.56
鑫源矿业	100	0.96	0.36	0.063	5.75
新疆					
青河矿业	95	27.15	18.36	3.896	4.71
招金北疆	100	16.36	5.33	1.409	3.78

招金混合	100	1.35	0.62	0.139	4.47
富蕴招金	100	7.74	0.43	0.163	2.62
其他省					
丰宁金龙	52	14.07	5.92	1.782	3.32
龙鑫矿业	100	12.29	5.79	1.207	4.80
梨园金矿	51	9.19	5.22	1.402	3.72
招金白云	55	46.78	3.03	1.013	2.99
圆通矿业	70	4.98	1.28	0.208	6.16
国内总计:		1251.77	528.14	160.217	3.30
其中: 本集团应占		909.18	405.73	131.326	3.09

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 (截止 2017 年 12 月 31 日)

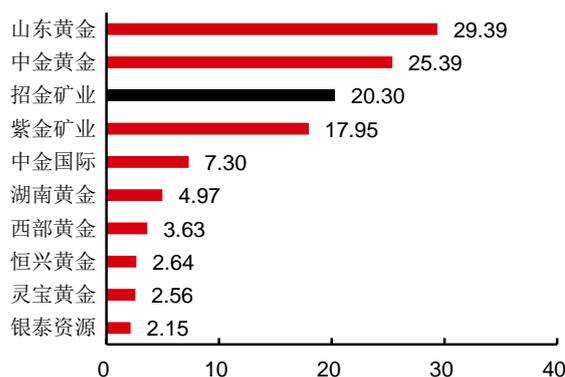
公司黄金产量居国内前三位。2017 年, 公司生产黄金 33.74 吨, 同比下降 6.51%, 其中国内矿山产量 20.30 吨, 按照 2017 年国内金矿总产量 426.14 吨计算, 公司国内矿山金产量占比达 4.8%, 居国内第三, 仅次于山东黄金和中金黄金。2018 上半年, 公司生产黄金 16.61 吨, 其中自产黄金 10.10 吨, 产量保持稳定。

图 16: 招金矿业黄金产量 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 17: 2017 年国内十大黄金企业产量排名 (仅包含国内金矿山)



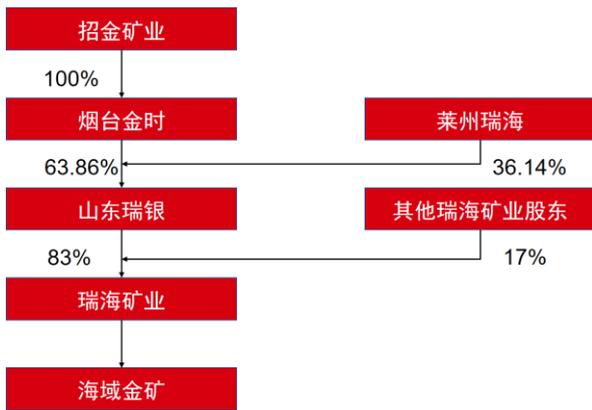
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

优势之二: 收购海域金矿, 成长空间巨大

2012 年公司与山东瑞银订立股权转让协议, 以人民币 27.23 亿元收购其 63.86% 的股权, 间接持有山东瑞银旗下瑞海矿业在莱州市三山岛北部海域金矿探矿权。交易于 2015 年 5 月 31 日完成交割。

海域金矿位于胶东西北部三山岛成矿带之内, 这一区域内金矿资源丰富, 是我国重要的黄金生产基地。所在胶东地区是我国最大的金矿区, 也是全球第三大金矿区, 仅在“十二五”期间, 胶东地区新增金资源储量 2400 余吨, 占全国新增金矿资源储量约 50%, 是全球罕见的金矿富集区。

图 18: 海域金矿股权结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 19: 海域金矿地理位置



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

海域金矿是我国已发现的最大单体金矿山之一。截止 2017 年 12 月 31 日, 海域金矿拥有矿石资源量 1.27 亿吨, 平均品位 4.25g/t, 对应含金量 539.1 吨, 矿石储量 0.48 亿吨, 平均品位 4.42g/t, 对应含金量 212.2 吨。

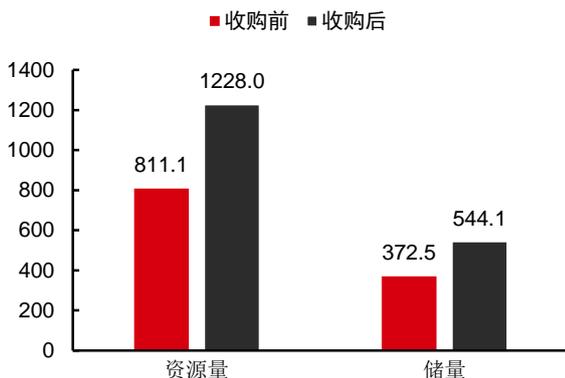
表 4: 海域金矿资源量储量情况

分项	矿石量/万吨	金品味 (g/t)	含金量 (吨)
资源量			
探明+控制	5137	4.86	249.7
推断	7531	3.84	289.4
合计	12668	4.25	539.1
储量			
证实的	1434.5	5.68	81.5
概略的	3368.6	3.88	130.7
合计	4803.1	4.42	212.2

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

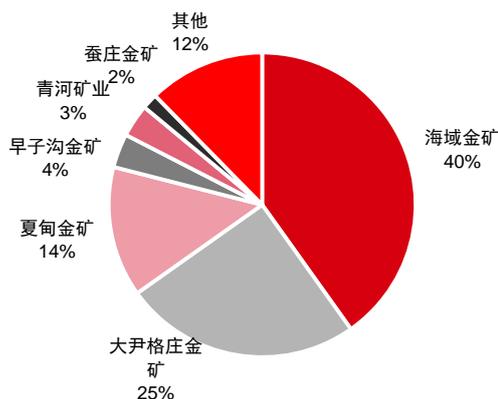
海域金矿是公司未来主要的增量来源。招金矿业收购完成后公司总金矿储量和总资源量增长至 544.1 吨和 1228.0 吨 (2015 年收购当年数据), 增幅约为 50%。海域金矿占公司整体黄金资源储量比例达到 40%, 有望成为公司未来主要的产量增长点。

图 20: 收购前后公司黄金资源量/储量变动情况 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

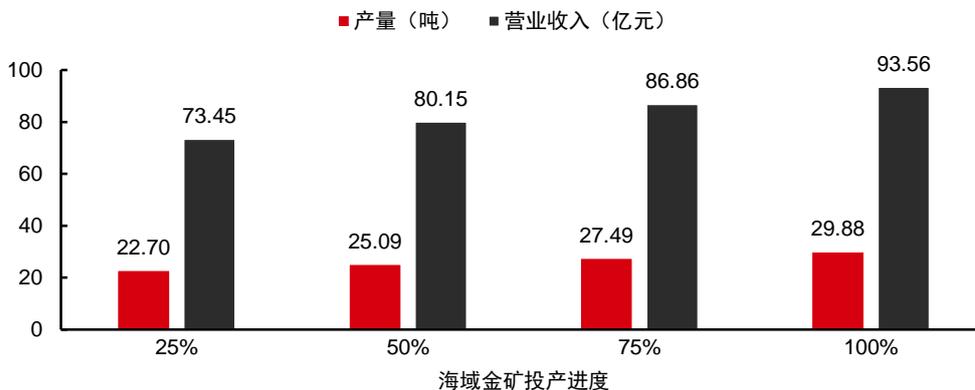
图 21: 公司黄金资源量分布情况 (截止 2017 年底)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

海城金矿投产后公司自产金产量增长 50%。海城金矿预计将于 2021 年建成投产, 满产后年产量将达到 15 吨, 归属于公司的权益产量 9.58 吨, 带来公司黄金产量增幅达到 50%。按照 280 元/克的金价计算, 预计可带来公司营业收入增长 26.8 亿元, 较 2017 年增长 40.2%。

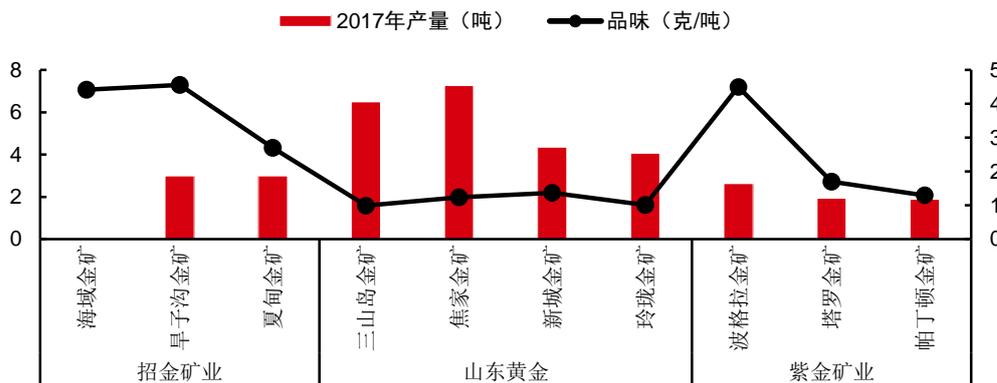
图 22: 海城金矿投产对公司业绩影响



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

海城金矿品味平均品位高达 4.4 克/吨, 在国内主要在产金矿中排名靠前。高品位带来成本优势, 根据公司预测, 海城金矿投产后的克金成本预计仅为 100 元, 远低于公司当前克金成本 146 元 (2018 年上半年数据)。预计海城金矿投产后不仅带来公司黄金产量的大幅上升, 同时也驱动公司成本下行, 提升公司金矿业务的利润率。

图 23：海域金矿与国内主要金矿山品味对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司金矿不断增储，支撑公司未来黄金增产预期。近年来，通过地质探矿投入和矿山并购，招金矿业黄金储量稳步增长。截止 2018 年上半年，公司黄金资源储量达到 1267.0 吨。公司雄厚的资源储量和增储能力为未来产量扩张和持续经营提供支撑。

表 5：招金矿业 2010-2018 年增储情况

年份	探矿费用/亿元	黄金增储量/吨
2010	1.55	141.4
2011	19.5	98.9
2012	2.07	91.5
2013	2.15	116.2
2014	1.90	69.7
2015	1.34	30.0
2016	1.40	61.0
2017	1.39	60.5
2018H1	0.41	25.3
截止 2018 年上半年累计		1267.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势之三：业务纯正弹性大的黄金标的

公司矿产金产量超过 20 吨，是公司利润的主要来源，稳健经营保证公司黄金生产成本相对稳定，金价上涨将带来公司利润增厚。根据测算，以 20.3 吨矿产金产量为基数，金价每上涨 10 元/克，公司利润抬升 0.8 亿元。海域金矿投产后，公司黄金产量大幅增长，按照 30 吨/年的产量计算，预计金价每上涨 10 元/克，公司净利润增长 1.8 亿元。

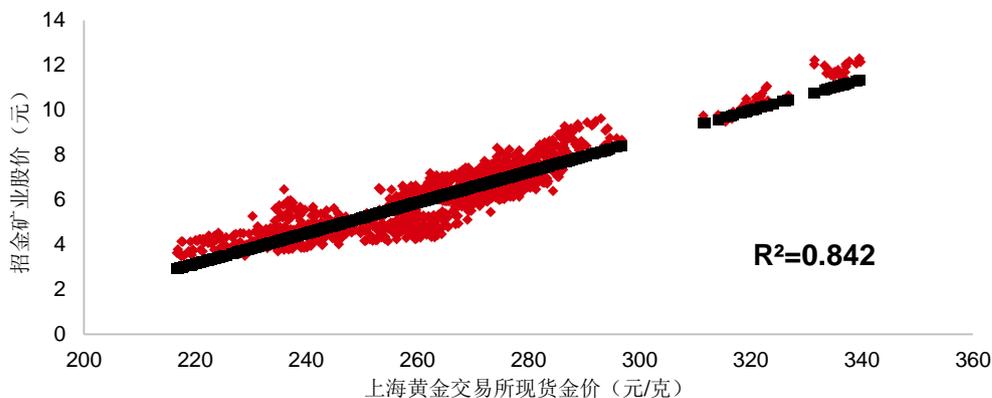
表 6：招金矿业净利润与金价关系

自产金产量 (吨)	金价 (元/克)				
	270	280	290	300	310
20.3	4.55	6.14	6.94	8.34	9.53
22.7	5.12	6.83	7.69	9.18	10.46
25.1	5.7	7.52	8.43	10.03	11.39
27.5	6.27	8.21	9.18	10.87	12.32
29.9	6.85	8.9	9.92	11.71	13.25

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

公司业务纯正，金矿业务占公司营收和利润分别为 89%和 96%。对比近五年来公司股价与金价，呈现较好正相关性，显示出公司在金价上涨周期中市场表现优异。预计在 2019 年金价上涨预期中，公司估值水平将显著抬升。

图 24：招金矿业股价与金价相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 关键假设及盈利预测

关键假设

1、黄金价格：预计 2018-2020 年国际黄金价格分别为 1280/1330/1380 美元/盎司，对应国内黄金价格为 275/290/300 元/克。

2、黄金产量：公司黄金产量过去四年保持稳定，其中自产黄金产量 20.0-20.4 吨，预计公司 2018-2020 年黄金产量分别为 34/35/35 吨，其中自产金产量为 20.2/20.4/20.4 吨，公司旗下海域金矿投产后将带来公司黄金产量的大幅增长，高品位金矿投产带动公司克金成本下行，整体利润率提升，公司业绩将大幅增长。

表 7：招金矿业主要业务盈利预测及关键假设

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E
国际金价	美元/盎司	1257	1280	1330	1380	1400
国内金价	元/克	280	275	290	300	300
黄金产量						
数量	吨	33.7	34.0	35.0	35.0	42.0
总收入	百万元	6002	6533	6758	8110	8689
总成本	百万元	3714	3955	3920	4830	5175
毛利	百万元	2288	2578	2838	3280	3514
单吨收入	元/克	178	177	187	193	193
单吨成本	元/克	110	113	112	115	115
单吨毛利	元/克	68	64	75	78	78
毛利率(%)		38.1%	36.2%	40.1%	40.4%	40.4%
其中：自产金						
数量	吨	20.3	20.2	20.4	20.4	27.0

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E
收入	百万元	5684	5555	5916	6120	8100
成本	百万元	2760.8	3070.4	3162	3223.2	4158
毛利	百万元	2923.2	2484.6	2754	2896.8	3942
单吨收入	元/克	280	275	290	300	300
单吨成本	元/克	136	152	155	158	154
单吨毛利	元/克	144	123	135	142	146
毛利率(%)		51.4%	44.7%	46.6%	47.3%	48.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测与估值

公司聚焦黄金主业，依托旗下优质矿山实现稳定经营，增储工作顺利开展支撑公司未来可持续发展。海域金矿投产将带来公司自产黄金产量的大幅提升，公司业绩将大幅增厚。维持2018-2020年公司归母净利润预测为5.61/6.84/8.10亿元，对应EPS为0.17/0.21/0.25元，PE为40/33/28倍。考虑到EV/EBITDA方法更适合评估公司核心资产的持续经营价值，且适用于比较不同市场的资产价值，选用EV/EBITDA方法对公司进行估值，给予公司2019年14倍EV/EBITDA估值水平，对应目标价11.5港元，维持“买入”评级。

表8：招金矿业（H）盈利预测与估值情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,665	6,674	6,865	7,471	7,794
增长率 YoY%	13.2	0.1	2.9	8.8	4.3
净利润(百万元)	353	644	561	684	810
增长率 YoY%	14.7	82.3	-12.8	21.8	18.5
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.12	0.20	0.17	0.21	0.25
毛利率%	41.0	39.5	36.7	38.0	39.7
净资产收益率 ROE%	3.9	6.1	5.1	5.8	6.4
每股净资产 (元)	3.06	3.27	3.45	3.66	3.91
PE	59	35	40	33	28
PB	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年2月15日收盘价

■ 相关研究

- 黄金行业专题（二）——金价反弹之际，黄金股票的估值与弹性测算 (2018-12-28)
- 黄金行业专题（一）——从 CFTC 非商业净多头观察金价反弹时间窗口 (2018-12-21)
- 山东黄金公司深度报告——黄金龙头，乘势而起 (2018-12-20)
- 有色金属行业重大事项点评——加息兑现,经济运行以及风险波动对金价影响更为关键
(2018-12-20)
- 贵研铂业公司深度报告——贵金属新材料龙头，成长正当时 (2018-12-18)
- 有色金属行业重大事项点评——黄金资管新规发布，央行连发三大关键文件 (2018-12-17)
- 银泰资源公司深度报告——收购优质金矿，黄金新贵发展进入快车道 (2018-12-10)
- 黄金行业深度报告——从周期的波动看金价的运行 (2018-10-25)

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,665	6,674	6,865	7,471	7,794
营业成本	3,935	4,039	4,348	4,634	4,696
毛利率	41.0%	39.5%	36.7%	38.0%	39.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	72	45	55	60	62
营业费用率	1.1%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	1,055	894	906	986	1,029
管理费用率	15.8%	13.4%	13.2%	13.2%	13.2%
财务费用	465	433	485	464	469
财务费用率	7.0%	6.5%	7.1%	6.2%	6.0%
投资收益	6	14	0	0	0
营业利润	1,144	1,277	1,021	1,277	1,487
营业利润率	17.2%	19.1%	14.9%	17.1%	19.1%
营业外收入	360	255	309	322	311
营业外支出	704	643	511	580	609
利润总额	799	888	820	1,019	1,189
所得税	366	134	148	183	214
所得税率	46.1%	15.3%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	80	110	111	151	165
归属于母公司股东的净利润	353	644	561	684	810
净利率	6.5%	11.3%	9.8%	11.2%	12.5%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	799	888	820	1,019	1,189
所得税支出	-366	-134	-148	-183	-214
折旧和摊销	860	928	905	1,000	1,065
营运资金的变化	-426	-1,279	-1,199	-439	-272
其他经营现金流	996	664	535	514	519
经营现金流合计	1,863	1,067	913	1,911	2,288
资本支出	-1,747	-1,542	-1,764	-1,562	-1,571
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-707	511	-290	-200	-100
投资现金流合计	-2,454	-1,030	-2,054	-1,762	-1,671
发行股票	0	1,064	0	0	0
负债变化	704	-924	1,601	476	-62
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-726	271	-485	-464	-469
融资现金流合计	-21	412	1,116	12	-531
现金及现金等价物净增加额	-612	449	-25	161	86

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,438	1,847	1,822	1,983	2,069
存货	3,631	3,565	4,131	4,403	4,461
应收账款	929	1,124	1,373	1,345	1,403
其他流动资产	1,613	1,502	3,445	3,711	3,900
流动资产	7,610	8,038	10,771	11,442	11,833
固定资产	10,438	11,275	11,237	11,421	11,848
长期股权投资	410	403	393	393	393
无形资产	9,422	9,316	9,203	9,091	8,980
其他长期资产	5,084	4,781	6,041	6,681	6,921
非流动资产	25,353	25,775	26,874	27,585	28,141
资产总计	32,964	33,813	37,645	39,027	39,974
短期借款	13,068	11,298	9,693	10,169	10,107
应付账款	390	446	652	695	704
其他流动负债	2,418	2,034	3,386	3,415	3,439
流动负债	15,876	13,778	13,732	14,279	14,251
长期借款	1,088	619	619	619	619
其他长期负债	1,865	2,652	5,857	5,857	5,857
非流动性负债	2,952	3,271	6,476	6,476	6,476
负债合计	18,828	17,049	20,208	20,755	20,727
股本	2,966	3,221	3,221	3,221	3,221
资本公积	2,656	2,656	2,656	2,656	2,656
归属于母公司所有者权益合计	9,075	10,535	11,097	11,781	12,591
少数股东权益	5,060	6,229	6,340	6,491	6,656
股东权益合计	14,135	16,764	17,437	18,272	19,247
负债股东权益总计	32,964	33,813	37,645	39,027	39,974

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	13.2	0.1	2.9	8.8	4.3
营业利润增长率	75.3	11.6	-20.0	25.0	16.5
净利润增长率	8.5	82.3	-12.8	21.8	18.5
毛利率	41.0	39.5	36.7	38.0	39.7
EBITDA Margin	36.9	39.3	35.8	37.4	39.4
净利率	6.5	11.3	9.8	11.2	12.5
净资产收益率	3.9	6.1	5.1	5.8	6.4
总资产收益率	1.3	2.2	1.8	2.1	2.4
资产负债率	57.1	50.4	53.7	53.2	51.9
所得税率	46.1	15.3	18.0	18.0	18.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。