

招金矿业 (1818)

一方诸侯, 显著低估

--招金矿业首次覆盖报告

| | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------------|------------------------|
|  | 刘华峰 (分析师) | 汤龔 (分析师) | 朱敏 (研究助理) |
|  | 0755-23976751 | 0755-23976656 | 021-38031657 |
|  | liuhuafeng@gtjas.com | tangyan@gtjas.com | zhumin020830@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880515060003 | S0880519010001 | S0880118080078 |

本报告导读:

公司深耕山东招远本地金矿, 权益资源量 909.18 吨, 产能 20 吨。2020 年海域金矿投产后公司产量将进一步增长, 结合金价的中期机会, 目前显著低估。

摘要:

首次覆盖增持评级。综合 PB 和 FCFE 估值法, 考虑到公司海域金矿将于 2020 年投产, 同时结合金价中期机会, 首次覆盖给予目标价人民币 10.20 元 (折合 11.56 港币/股), 预测公司 2018-2020 EPS 0.16/0.23/0.44 元, 对应 2018-2020 年 PE 40/28/15 倍估值, 当前价格 7.52 港币/股, 折合人民币 6.51 元/股, 空间 57%, 增持评级预测。

与众不同的观点:市场认为美元加息进程中金价难有表现; 而我们认为金价取决于经济体及其货币政策之间的相对表现。近期美股调整、美债长短利差开始倒挂、房产及非农等数据呈现颓态, 预示美国经济见顶可能性日益凸显。迫于经济压力, 美联储近期频频释放鸽派信号, 2019 年联储加息或因经济见顶回落而实质性终结, 对金价的抑制将消失。同时, 美国经济见顶之后, 将对美元及美元资产价格形成冲击, 黄金作为美元信用体系的对标物, 将体现出避险属性, 出现中期投资机会。公司受益于自身产量的增加以及金价的强势, 业绩将持续释放。

公司黄金业务立足招远市, 海域金矿达产后矿金产量将增加 50%, 贡献归母净利润 11 亿元。公司上市后资本性支出共 188.33 亿元, 其中投入超过 90 亿人民币用于收购各类矿山资源, 2017 年末公司黄金权益资源量 909.18 吨, 权益储量 405.73 吨。较 2007 年末分别增长 595%/351%。2017 年公司矿产金产量达到 20.30 吨。未来公司最大业绩增量在于 2020 年海域金矿的投产, 该项目达产后产量为 15.6 吨/年, 公司权益 63.86%, 权益产量为 9.96 吨/年, 以 290 元/克金价测算, 瑞海矿业满产将实现约 17 亿元净利润, 增厚公司归母净利润约 11 亿元。假设 2020 年项目投产进度为 50%, 届时公司权益矿产金产量或达到 24.98 吨, 业绩弹性将大幅增厚。假设公司 2020 年产量为 24.98 吨, 届时金价每上涨 10 元/克, 公司业绩将增厚 1.84 亿元, 公司业绩将超市场预期。

催化剂: 金价快速上涨

风险: 公司矿金产量不及预期, 套期保值意外亏损

| 财务摘要 (百万港元) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 6,028.54 | 6,768.35 | 6,773.28 | 6,419.32 | 6,826.24 | 8,472.64 |
| (+/-)% | 4.76% | 12.27% | 0.07% | -5.23% | 6.34% | 24.12% |
| 毛利润 | 2,231.09 | 2,729.32 | 2,634.53 | 2,620.37 | 2,855.58 | 3,964.41 |
| 净利润 | 308.14 | 353.32 | 643.95 | 523.56 | 750.08 | 1,410.04 |
| (+/-)% | -32.33% | 14.66% | 82.26% | -18.70% | 43.27% | 87.99% |
| PE | 65.1 | 54.25 | 37.26 | 40.05 | 27.95 | 14.87 |
| PB | 2.24 | 2.13 | 1.43 | 1.2 | 1.15 | 1.07 |

评级: **增持**

当前价格 (港元): 7.52

2019.01.27

交易数据

| | |
|----------------|-----------|
| 52 周内股价区间 (港元) | 5.45-8.35 |
| 当前股本 (百万股) | 3,220.70 |
| 当前市值 (百万港元) | 24,200.00 |

相关报告

山东黄金首次覆盖报告《内外并进, 迎风起舞》

年度策略《行至水穷“新”待起, 翱于苍穹“金”作翼》

《关于美元指数及实际利率对金价影响的若干讨论》

《50 年黄金历史复盘及展望: 2019 或迎来绽放》

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 深耕招远的一方霸主..... | 3 |
| 1.1. 实控人为招远市政府..... | 3 |
| 1.2. 纯粹的矿产金公司..... | 3 |
| 2. 收购不断, 逆周期并购海域矿成最大亮点..... | 4 |
| 3. 海域金矿达成后, 权益矿金产能将增加 50%..... | 10 |
| 4. 盈利预测: 公司业绩或迎来量价齐升..... | 13 |
| 4.1. 金价迎来中期机会..... | 13 |
| 4.2. 估值: 结合 PB 法和绝对估值法给予公司目标价 10.20 元 | 13 |
| 4.2.1. PB 估值法..... | 13 |
| 4.2.2. FCFE 估值法..... | 14 |
| 5. 风险提示..... | 14 |

图表目录

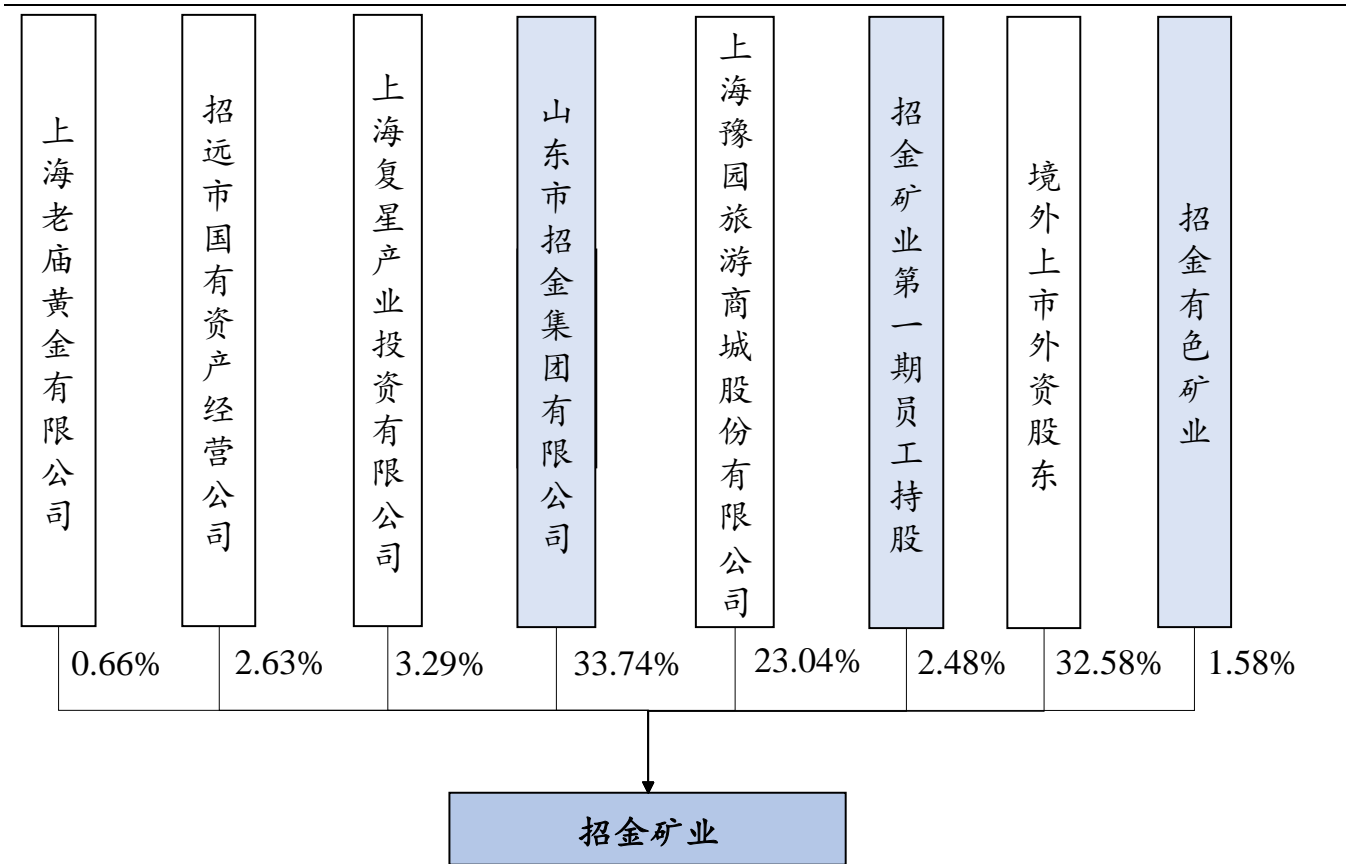
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 实控人为招远市人民政府..... | 3 |
| 图 2: 公司近年来收入情况 (万元)..... | 4 |
| 图 3: 公司近年来净利润情况 (万元)..... | 4 |
| 图 4: 金矿业务贡献公司 88.56% 收入..... | 4 |
| 图 5: 金矿业务贡献绝大部分净利润..... | 4 |
| 图 6: 公司在 H 股上市之后不断收购金矿资源..... | 5 |
| 图 7: 公司在上市后不断进行资源收购..... | 6 |
| 图 8: 金矿储量从 2007 年末至今增长 351% 左右..... | 6 |
| 图 9: 收购完成后招金控制海域 53% 股权..... | 8 |
| 图 10: 后续由于小股东退出, 控制权达 63.86%..... | 8 |
| 图 11: 公司克金成本较低, 但近年逐渐增加..... | 11 |
| 图 12: 公司矿金完全成本在全球 50% 分位以下..... | 12 |
| 表 1: 公司资源储量丰富..... | 4 |
| 表 2: 公司矿山可采储量..... | 5 |
| 表 3: 公司历史矿业收购..... | 6 |
| 表 4: 公司矿山储量明细..... | 8 |
| 表 5: 公司矿金产能产量..... | 10 |
| 表 6: 公司主力金矿产量详情 (吨)..... | 10 |
| 表 7: 公司产销预测..... | 13 |
| 表 8: 2020 年公司业绩弹性测算 (亿元)..... | 13 |
| 表 9: 可比公司估值..... | 14 |

1. 深耕招远的一方霸主

1.1. 实控人为招远市政府

公司实控人为招远市人民政府。公司背靠山东招金集团有限公司（招远市政府 100% 控股），由招金集团联合上海豫园旅游商城股份有限公司、上海复星产业投资有限公司等四家股东成立，法人代表翁占斌，主要产品为矿产金及冶炼金。

图 1: 实控人为招远市人民政府

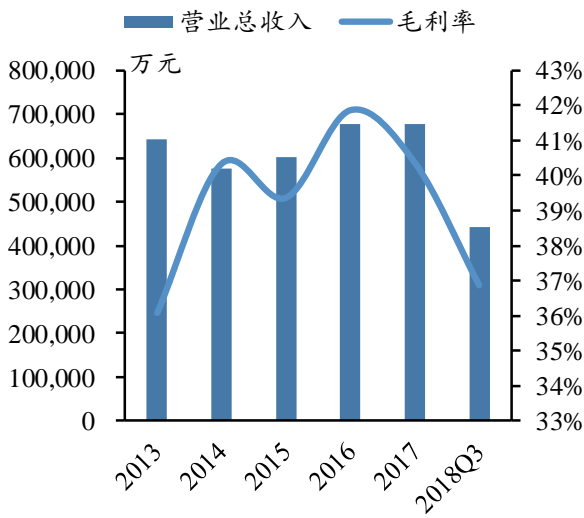


数据来源：公司港股招股说明书，国泰君安证券研究

1.2. 纯粹的矿产金公司

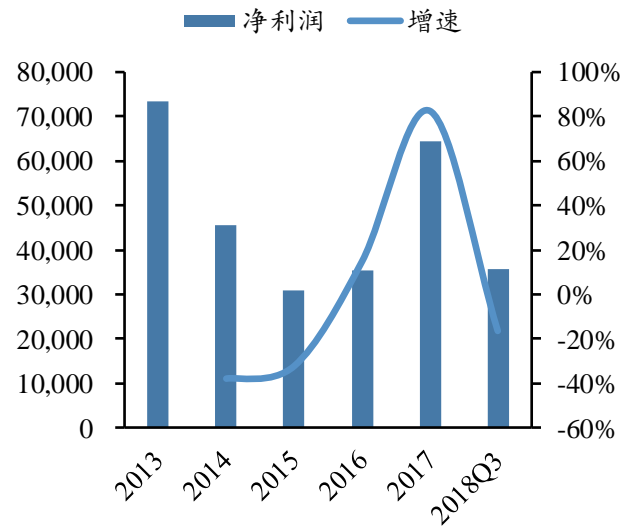
公司核心业务为矿产金。招金矿业聚焦矿金业务，2018 H1 收入/净利润分别为 28.69/3.87 亿元。其中 2018 H1，金矿业务贡献了公司 88.56% 的收入以及 95.78% 的净利润（港股年报口径）。故而，公司的收入及净利润情况与金价息息相关，公司 2017 年收入/净利润分别为 66.73/7.54 亿元，同比增 0.14%/73.93%。究其原因，2016/2017 两年随着国际金价的回暖，使得公司的业绩得到了增厚，同时公司 2016/2017 两年自产金占比逐步抬高，也使得公司的毛利率从 2015 年的 37.90% 提升至 2016/2017 年的 40.95%/39.47%。

图 2: 公司近年来收入情况 (万元)



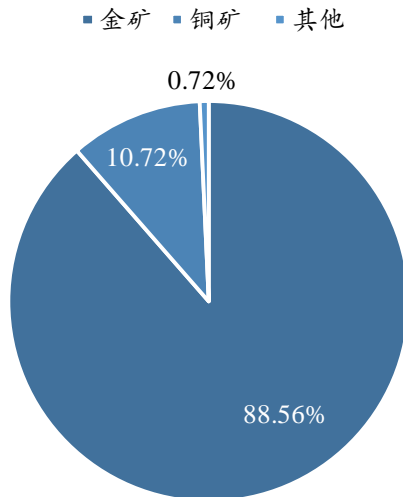
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 公司近年来净利润情况 (万元)



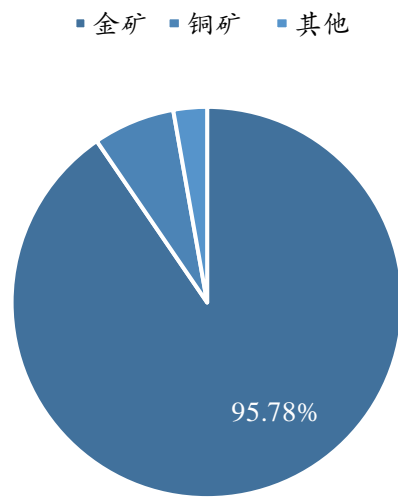
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 金矿业务贡献公司 88.56% 收入



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 金矿业务贡献绝大部分净利润



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 收购不断, 逆周期并购海域矿成最大亮点

公司资源储量丰富。截止 2017 年末, 公司拥有探矿权 42 个, 探矿权面积 629.16 平方公里; 拥有采矿权 40 个, 采矿权面积 162.20 平方公里。以 JORC 的标准测算, 公司目前拥有黄金矿产资源量 1251.77 吨 (权益量 909.18 吨), 同比增长 1.32%, 黄金可采储量 528.14 吨 (权益量 405.73 吨), 同比下降 3.77%。

表 1: 公司资源储量丰富

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 探矿权 (个) | 50.00 | 43.00 | 41.00 | 44.00 | 42.00 |
| 采矿权 (个) | 37.00 | 38.00 | 36.00 | 40.00 | 40.00 |
| 黄金矿产资源量 (吨) | 791.35 | 811.12 | 1228.01 | 1235.52 | 1251.77 |

| | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 黄金可采储量 (吨) | 382.20 | 372.48 | 544.13 | 548.81 | 528.14 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

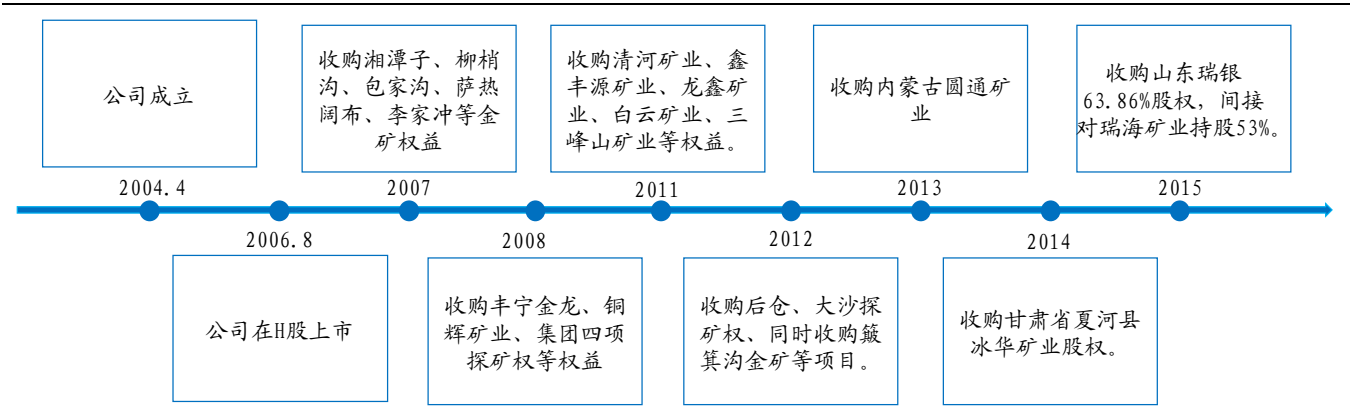
表 2: 公司矿山可采储量

| 序号 | 矿山名称 | 矿种 | 单位 | 探明 | 控制 | 控制 | 推断 | 证实的 | 概略的 | 合计 |
|--------|------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| 各矿山合计 | | 金 | 矿石量(Mt) | 29.61 | 133.99 | 163.60 | 195.01 | 28.58 | 131.64 | 160.22 |
| | | | 品位(g/t) | 4.58 | 3.39 | 3.61 | 3.39 | 4.16 | 3.11 | 3.30 |
| | | | 金属量(t) | 135.73 | 454.39 | 590.12 | 661.65 | 118.76 | 409.38 | 528.14 |
| | 铜 | 矿石量(Mt) | 4.06 | 9.76 | 13.82 | 18.23 | 3.87 | 9.40 | 13.27 | |
| | | 品位(%) | 1.13 | 1.31 | 1.26 | 1.06 | 1.02 | 1.21 | 1.16 | |
| | | 金属量(kt) | 45.91 | 127.51 | 173.42 | 192.41 | 39.65 | 114.12 | 153.77 | |
| 属于招金总计 | 金 | 矿石量(Mt) | 21.81 | 111.27 | 133.08 | 138.98 | 21.23 | 110.10 | 131.33 | |
| | | 品位(g/t) | 4.05 | 3.23 | 3.36 | 3.32 | 3.69 | 2.97 | 3.09 | |
| | | 金属量(t) | 88.30 | 359.16 | 447.46 | 461.72 | 78.33 | 327.40 | 405.73 | |
| | 铜 | 矿石量(Mt) | 3.25 | 8.11 | 11.36 | 14.58 | 3.10 | 7.83 | 10.93 | |
| | | 品位(%) | 1.30 | 1.32 | 1.27 | 1.06 | 1.03 | 1.23 | 1.18 | |
| | | 金属量(kt) | 36.92 | 107.44 | 144.36 | 154.18 | 31.93 | 96.51 | 128.44 | |

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

上市以来收购不断, 近年以挖潜为主。公司于 2004 年 4 月成立, 2006 年 12 月于港股上市, 共筹集资金 26.09 亿元。上市之后十年间, 公司利用募集资金收购金矿资源, 背后大股东招金集团亦持续将黄金板块业务注入上市公司, 产量及资源储量不断增厚。

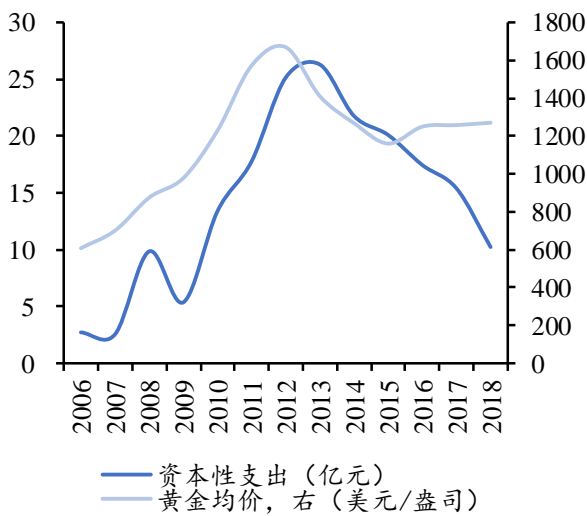
图 6: 公司在 H 股上市之后不断收购金矿资源



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

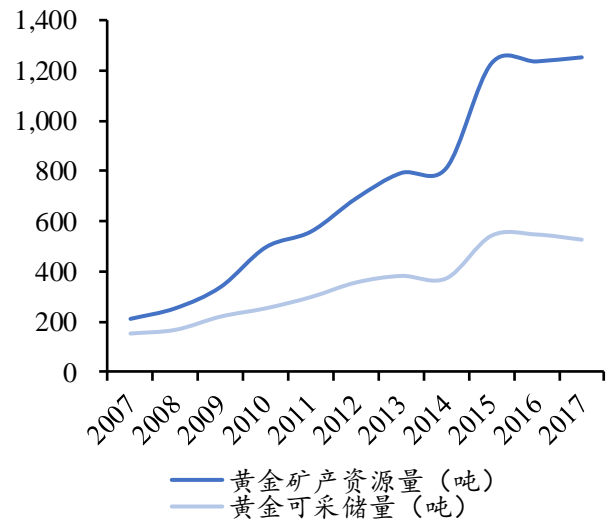
根据公司年报披露的样本, 公司上市后资本性支出共 188.33 亿元, 其中投入超过 90 亿人民币用于收购各类矿山资源、探矿权、采矿权, 公司 07 年末黄金资源量为 210.52 吨, 黄金储量为 150.34 吨; 2017 年末拥有黄金矿产资源量 1251.77 吨, 黄金可采储量 528.14 吨, 分别增长 595%/351%。

图 7: 公司在上市后不断进行资源收购



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 8: 金矿储量从 2007 年末至今增长 351%左右



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 3: 公司历史矿业收购

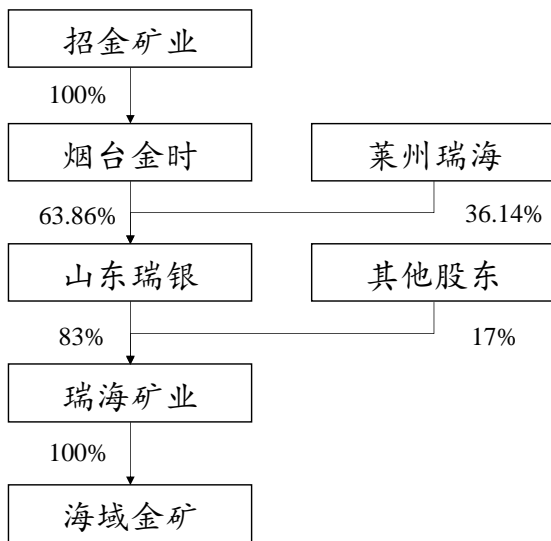
| 首次披露日 | 交易标的 | 交易总价值(万元) |
|------------|---------------------------------------------------------------|-----------|
| 2007-10-15 | 收购富康矿业有限责任公司 100% 股权 | 2700.00 |
| 2007-6-22 | 收购招金集团旗下西峡招金 51% 股权 | 996.53 |
| 2007-6-22 | 收购招金集团旗下托里招金 90% 股权 | 6687.00 |
| 2007-6-22 | 收购招金集团旗下岷县天昊 80% 股权 | 5231.34 |
| 2007-6-22 | 向独立第三方收购西峡招金 49% 股权 | 957.45 |
| 2007-6-22 | 向独立第三方收购托里招金 10% 股权 | 743.00 |
| 2007-6-22 | 向独立第三方收购岷县天昊 20% 股权 | 1307.84 |
| 2007-6-17 | 与甘肃省地质矿产勘查开发局合作开发湘潭子金矿和柳梢沟矿, 占 70% 权益 | 1500.00 |
| 2007-6-30 | 收购甘肃省包家沟金矿探矿权 | 185.00 |
| 2007-6-28 | 收购萨热阔布金矿 100% 股权 | 665.00 |
| 2007-8-19 | 华北招金与中色地科组建北京中色, 占权益 90%, 对湖南李家冲金矿、四川董家院金矿, 内蒙古鄂伦纯旗西陵梯金矿进行勘探。 | |
| 2007-8-20 | 收购星塔矿业 100% 股份 | 2090.39 |
| 2007-8-20 | 收购富康矿业 100% 权益 | 2700.00 |
| 2008-1-2 | 收购丰宁金龙 52% 股权 | 34700.00 |
| 2008-1-10 | 收购楼里头探矿权 100% 股权 | 832.60 |
| 2008-1-31 | 收购铜辉矿业 51% 股权 | 11000.00 |
| 2008-1-31 | 收购喀什地区新鑫矿业 51% 股权 | 14000.00 |
| 2008-5-9 | 收购招金集团四项探矿权 | 15894.07 |
| 2008-11-4 | 收购鑫慧铜业 51% 股权 | 14100.00 |
| 2009-1-19 | 收购早子沟金矿 52% 股权 | 5500.00 |
| 2009-2-18 | 收购天山泽公司 100% 股权 | 1000.00 |
| 2009-2-18 | 收购新疆天蕴公司 100% 股权 | 2000.00 |
| 2009-6-28 | 全资子公司招金北疆入股鑫源矿业, 占 80% | 2672.00 |
| 2009-12-14 | 收购山东省招远市蚕庄金矿 100% 股权 | 42700.00 |
| 2009-12-15 | 收购蠡庄金矿 100% 股权 | 42661.00 |

| | | |
|------------|--------------------------------------|-----------|
| 2010-3-5 | 青河县金都矿业 80% 股权 | 18500.00 |
| 2010-4-28 | 收购广西贵港市龙鑫矿业 100% 股权 | 4700.00 |
| 2010-5-28 | 收购鑫丰源矿业 100% 股权 | 4760.00 |
| 2010-7-25 | 认购 Citigold 2.15% 股本 | 200 万澳元 |
| 2010-10-15 | 新疆三峰山金矿 50% 股权 | 10000.00 |
| 2010-10-15 | 收购白云矿业 55% 股权 | 20000.00 |
| 2010-11-25 | 收购铜辉矿业 19.23% 股权及鑫慧矿业 41% 股权 | 15608.30 |
| 2011-1-1 | 成立大秦家矿业, 占股 90% | |
| 2011-5-2 | 收购和政鑫源 15% 股权 | 900.00 |
| 2011-5-2 | 青河县金都矿业 15% 股权 | 4600.00 |
| 2011-5-28 | 托里县鑫源黄金 20% 股权 | 730.00 |
| 2011-11-2 | 收购库布苏北金矿 49% 权益 | 20000.00 |
| 2011-12-1 | 与招远张星政府合资成立纪山矿业, 招金占股 95% | |
| 2011-12-07 | 早阳山金矿普查探矿权及其附属资产 | 2800.00 |
| 2012-6-28 | 岷县天昊吸收合并鹿儿壩箕沟金矿进行重组 | |
| 2012-9-22 | 收购梨园金矿 51% 股权 | 14280.00 |
| 2012-12-30 | 收购滴水铜矿公司 79% 股份 | 60000.00 |
| 2012-3-23 | 收购后仓探矿权及新疆金瀚尊全部股权 | 59784.52 |
| 2012-5-17 | 收购大青山金矿探矿权和骆驼峰金矿探矿权 | 6000.00 |
| 2012-8-28 | 收购澳大利亚诺斯曼黄金 8.95% 股权 | 400 万澳元 |
| 2012-12-13 | 收购鑫瑞矿业 51% 股权 | 25500.00 |
| 2012-12-17 | 收购金鹰黄金 51% 股权 | 9180.00 |
| 2012-12-26 | 收购山东五彩龙投资 34.85 股权和新疆鑫宝来矿业 38.13% 股权 | 22334.18 |
| 2013-10-17 | 收购额济纳旗矿业 70% 股权 | 17850.00 |
| 2014-12-15 | 收购冰华公司 51% 股权 | 90000.00 |
| 2011-1-22 | 黑龙江逊克县富强西北村 | 156.00 |
| 2015-05-31 | 收购山东瑞银 63.86% 股权 | 272250.00 |
| 2015-06-16 | 收购东方燕京 60% 股权 | 1013.70 |

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

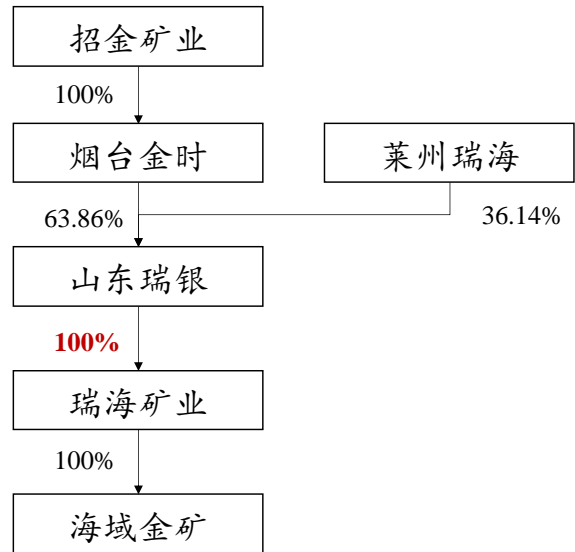
逆周期收购海域矿是公司经营史上一大亮点。2015 年 comex 黄金均价 1158.7 美元/盎司, 为近年低点。公司于 2015 年 5 月以 27.2 亿元收购山东瑞银矿业发展有限公司 63.86% 股权, 其中 332 级别黄金储量作价 1250 万元/吨, 333 级别作价 952 万元/吨, 堪称逆周期收购黄金项目的经典案例。山东瑞银持有莱州市瑞海矿业有限公司 100% 的股权, 间接控制莱州市三山岛北部海域金矿 53% 权益。后续由于小股东退出, 公司已经控制海域金矿 63.86% 探矿权, 预计将于 2019 年内转采。2015 年收购当期该矿区面积为 17.91 平方公里, 金平均品位 4.30 克/吨, 黄金资源储量约为 470.47 吨。截至 2017 年底, 瑞海矿业黄金资源储量增至 539.05 吨。

图 9: 收购完成后招金控制海域 53%股权



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 10: 后续由于小股东退出, 控制权达 63.86%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 4: 公司矿山储量明细

| 序号 | 矿山名称 | 权益 | 矿种 | 单位 | 探明 | 控制 | 控制 | 推断 | 证实的 | 概略的 | 合计 |
|----|--------|--------|----|---------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 1 | 夏甸金矿 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 3.90 | 23.07 | 26.97 | 11.96 | 3.92 | 23.23 | 27.16 |
| | | | | 品位(g/t) | 2.73 | 2.96 | 2.93 | 3.21 | 2.51 | 2.73 | 2.70 |
| | | | | 金属量(t) | 10.63 | 68.28 | 78.91 | 38.41 | 9.86 | 63.34 | 73.20 |
| 2 | 河东金矿 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 0.42 | 1.49 | 1.90 | 2.89 | 0.42 | 1.48 | 1.92 |
| | | | | 品位(g/t) | 3.91 | 3.99 | 3.97 | 3.93 | 3.72 | 3.80 | 3.78 |
| | | | | 金属量(t) | 1.63 | 5.92 | 7.55 | 11.36 | 1.57 | 5.68 | 7.25 |
| 3 | 大尹格庄金矿 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 7.88 | 46.96 | 54.83 | 40.06 | 7.77 | 46.33 | 54.10 |
| | | | | 品位(g/t) | 2.47 | 2.55 | 2.54 | 2.43 | 2.37 | 2.45 | 2.44 |
| | | | | 金属量(t) | 19.44 | 119.62 | 139.06 | 97.40 | 18.43 | 113.42 | 131.85 |
| 4 | 金翅岭金矿 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.44 | 0.44 | 0.63 | — | 0.47 | 0.47 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 5.76 | 5.76 | 6.94 | — | 5.12 | 5.12 |
| | | | | 金属量(t) | — | 2.53 | 2.53 | 4.39 | — | 2.40 | 2.40 |
| 5 | 金亭岭矿业 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 1.98 | 1.98 | 3.30 | — | 1.95 | 1.95 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 3.33 | 3.33 | 6.22 | — | 3.21 | 3.21 |
| | | | | 金属量(t) | — | 6.59 | 6.59 | 20.52 | — | 6.24 | 6.24 |
| 6 | 蚕庄金矿 | 100.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 0.35 | 2.51 | 2.85 | 5.62 | 0.35 | 2.55 | 2.90 |
| | | | | 品位(g/t) | 3.23 | 3.15 | 3.16 | 4.40 | 3.06 | 2.99 | 3.00 |
| | | | | 金属量(t) | 1.12 | 7.90 | 9.02 | 24.72 | 1.08 | 7.62 | 8.70 |
| 7 | 大秦矿业 | 90.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 0.04 | 0.23 | 0.27 | 0.23 | 0.05 | 0.23 | 0.28 |
| | | | | 品位(g/t) | 3.33 | 4.11 | 3.99 | 3.55 | 3.03 | 3.74 | 3.62 |
| | | | | 金属量(t) | 0.15 | 0.92 | 1.07 | 0.80 | 0.14 | 0.87 | 1.01 |
| 8 | 纪山矿业 | 95.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 0.11 | 0.07 | 0.18 | 0.14 | 0.11 | 0.08 | 0.19 |
| | | | | 品位(g/t) | 4.31 | 4.09 | 4.22 | 3.62 | 3.58 | 3.40 | 3.51 |
| | | | | 金属量(t) | 0.47 | 0.30 | 0.76 | 0.49 | 0.40 | 0.26 | 0.66 |
| 9 | 瑞海 | 63.86 | 金 | 矿石量(Mt) | 15.34 | 36.03 | 51.37 | 75.31 | 14.35 | 33.69 | 48.03 |

| 矿业 | % | | 品位(g/t) | 6.25 | 4.27 | 4.86 | 3.84 | 5.68 | 3.88 | 4.42 | |
|----|---------------|------------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| | | | 金属量(t) | 95.86 | 153.80 | 249.66 | 289.39 | 81.48 | 130.73 | 212.21 | |
| 10 | 招金 北疆 | 100.0 % | 金 | 矿石量(Mt) | 0.36 | 1.06 | 1.41 | 2.19 | 0.36 | 1.05 | 1.41 |
| | | | | 品位(g/t) | 4.17 | 4.12 | 4.13 | 4.80 | 3.81 | 3.77 | 3.78 |
| | | | | 金属量(t) | 1.48 | 4.35 | 5.83 | 10.53 | 1.35 | 3.97 | 5.33 |
| 11 | 岷县 天昊 | 74.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 3.27 | 3.27 | 0.50 | — | 3.28 | 3.28 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 2.54 | 2.54 | 3.11 | — | 2.36 | 2.36 |
| | | | | 金属量(t) | — | 8.31 | 8.31 | 1.56 | — | 7.73 | 7.73 |
| 12 | 招金 昆仑 | 100.0 % | 金 | 矿石量(Mt) | 0.02 | 0.12 | 0.14 | 0.13 | 0.02 | 0.12 | 0.14 |
| | | | | 品位(g/t) | 5.45 | 4.82 | 4.90 | 5.26 | 4.97 | 4.40 | 4.47 |
| | | | | 金属量(t) | 0.09 | 0.58 | 0.67 | 0.68 | 0.08 | 0.54 | 0.62 |
| 13 | 富蕴 招金 | 100.0 % | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.16 | 0.16 | 1.51 | — | 0.16 | 0.16 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 3.01 | 3.01 | 4.83 | — | 2.62 | 2.62 |
| | | | | 金属量(t) | — | 0.47 | 0.47 | 7.27 | — | 0.43 | 0.43 |
| 14 | 丰宁 金龙 | 52.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 1.07 | 0.67 | 1.74 | 1.87 | 1.10 | 0.68 | 1.78 |
| | | | | 品位(g/t) | 3.87 | 3.78 | 3.83 | 3.97 | 3.35 | 3.27 | 3.32 |
| | | | | 金属量(t) | 4.14 | 2.51 | 6.65 | 7.42 | 3.68 | 2.23 | 5.92 |
| 15 | 早子 沟金 矿 | 52.0% | 金 | 矿石量(Mt) | 0.13 | 3.97 | 4.10 | 10.45 | 0.14 | 4.03 | 4.16 |
| | | | | 品位(g/t) | 5.51 | 4.90 | 4.92 | 3.35 | 5.11 | 4.54 | 4.56 |
| | | | | 金属量(t) | 0.74 | 19.45 | 20.19 | 35.04 | 0.69 | 18.28 | 18.97 |
| 16 | 鑫源 矿业 | 100.0 % | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.06 | 0.06 | 0.15 | — | 0.06 | 0.06 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 6.39 | 6.39 | 3.79 | — | 5.75 | 5.75 |
| | | | | 金属量(t) | — | 0.38 | 0.38 | 0.58 | — | 0.36 | 0.36 |
| 17 | 两当 招金 | 70.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 1.12 | 1.12 | 8.42 | — | 1.12 | 1.12 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 2.45 | 2.45 | 2.13 | — | 2.31 | 2.31 |
| | | | | 金属量(t) | — | 2.75 | 2.75 | 17.96 | — | 2.59 | 2.59 |
| 18 | 招金 白云 | 55.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 1.12 | 1.12 | 15.90 | — | 1.01 | 1.01 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 3.17 | 3.17 | 2.72 | — | 2.99 | 2.99 |
| | | | | 金属量(t) | — | 3.55 | 3.55 | 43.23 | — | 3.03 | 3.03 |
| 19 | 青河 矿业 | 95.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 3.29 | 3.29 | 1.12 | — | 3.90 | 3.90 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 6.59 | 6.59 | 4.87 | — | 4.71 | 4.71 |
| | | | | 金属量(t) | — | 21.70 | 21.70 | 5.45 | — | 18.36 | 18.36 |
| 20 | 龙鑫 矿业 | 100.0 % | 金 | 矿石量(Mt) | — | 1.22 | 1.22 | 2.13 | — | 1.21 | 1.21 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 5.28 | 5.28 | 2.75 | — | 4.80 | 4.80 |
| | | | | 金属量(t) | — | 6.43 | 6.43 | 5.86 | — | 5.79 | 5.79 |
| 21 | 和政 鑫源 | 95.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.23 | 0.23 | 0.74 | — | 0.22 | 0.22 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 5.97 | 5.97 | 5.20 | — | 5.33 | 5.33 |
| | | | | 金属量(t) | — | 1.38 | 1.38 | 3.83 | — | 1.18 | 1.18 |
| 22 | 甘肃 鑫瑞 | 51.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 2.98 | 2.98 | 5.30 | — | 2.91 | 2.91 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 2.62 | 2.62 | 2.46 | — | 2.28 | 2.28 |
| | | | | 金属量(t) | — | 7.79 | 7.79 | 13.02 | — | 6.62 | 6.62 |
| 23 | 招金 正元 | 80% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.06 | 0.06 | 0.83 | — | 0.07 | 0.07 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 5.79 | 5.79 | 3.43 | — | 5.24 | 5.24 |
| | | | | 金属量(t) | — | 0.36 | 0.36 | 2.83 | — | 0.34 | 0.34 |
| 24 | 梨园 金矿 | 51.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 1.48 | 1.48 | 0.64 | — | 1.40 | 1.40 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 4.12 | 4.12 | 4.83 | — | 3.72 | 3.72 |

| | | | | 金属量(t) | — | 6.08 | 6.08 | 3.11 | — | 5.22 | 5.22 |
|----|-------|-------|---|---------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 25 | 肃北金鹰 | 51.0% | 金 | 矿石量(Mt) | — | 0.21 | 0.21 | 1.71 | — | 0.19 | 0.19 |
| | | | | 品位(g/t) | — | 4.92 | 4.92 | 5.87 | — | 4.56 | 4.56 |
| | | | | 金属量(t) | — | 1.02 | 1.02 | 10.05 | — | 0.87 | 0.87 |
| | | | | 矿石量(Mt) | — | 0.22 | 0.22 | 0.73 | — | 0.21 | 0.21 |
| 26 | 圆通矿业 | 70.0% | 金 | 品位(g/t) | — | 6.38 | 6.38 | 4.91 | — | 6.16 | 6.16 |
| | | | | 金属量(t) | — | 1.40 | 1.40 | 3.58 | — | 1.28 | 1.28 |
| | | | | 矿石量(Mt) | — | — | — | 0.58 | — | — | — |
| 27 | 三峰山金矿 | 50.0% | 金 | 品位(g/t) | — | — | — | 3.77 | — | — | — |
| | | | | 金属量(t) | — | — | — | 2.18 | — | — | — |
| | | | | 矿石量(Mt) | 0.07 | 0.14 | 0.21 | 0.24 | 0.07 | 0.14 | 0.21 |
| | | | 铜 | 品位(%) | 1.90 | 2.55 | 2.34 | 1.70 | 1.81 | 2.43 | 2.23 |
| | | | | 金属量(kt) | 1.31 | 3.59 | 4.90 | 4.14 | 1.25 | 3.43 | 4.67 |
| | | | | 矿石量(Mt) | 0.45 | 3.43 | 3.89 | 1.86 | 0.45 | 3.41 | 3.86 |
| 28 | 铜辉矿业 | 92.0% | 铜 | 品位(%) | 1.74 | 1.74 | 1.74 | 1.39 | 1.66 | 1.66 | 1.66 |
| | | | | 金属量(kt) | 7.89 | 59.61 | 67.50 | 25.95 | 7.49 | 56.53 | 64.02 |
| | | | | 矿石量(Mt) | 3.54 | 6.19 | 9.72 | 16.13 | 3.35 | 5.86 | 9.20 |
| 29 | 滴水铜矿 | 79.0% | 铜 | 品位(%) | 1.04 | 1.04 | 1.04 | 1.01 | 0.92 | 0.92 | 0.92 |
| | | | | 金属量(kt) | 36.71 | 64.31 | 101.02 | 162.32 | 30.91 | 54.16 | 85.08 |
| | | | | 矿石量(Mt) | 3.54 | 6.19 | 9.72 | 16.13 | 3.35 | 5.86 | 9.20 |

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3. 海域金矿达成后,权益矿金产能将增加 50%

公司目前矿金年产能 20 吨。公司主要是利用自有矿山开采含金矿石，经选矿后生产金精矿；冶炼环节主要依靠公司自产矿石与外购粗金冶炼标准金。2017 年公司矿产金 20.30 吨，自产金产量达到 18.52 吨，整体持稳。

表 5: 公司矿金产能产量

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 矿产金 (吨) | 20.11 | 20.09 | 20.27 | 20.37 | 20.30 | 10.1 |
| 其中：自产金 (吨) | 15.13 | 16.84 | 18.14 | 18.67 | 18.52 | 9.12 |
| 冶炼金 (吨) | 8.74 | 12.81 | 13.68 | 15.71 | 13.44 | 6.51 |
| 平均售价 (元/克) | 268.09 | 251.17 | 239.68 | 261.61 | 276.29 | 272.76 |

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

深耕招远，开拓全国。2018H 共产矿金 10.10 吨，其中招远地区矿山贡献 5.79 吨，占比 57.38%。招远市是国内最大的黄金生产基地，公司在招远地区直接拥有五个经营金矿，分别为大尹格庄金矿、金翅岭金矿、夏甸金矿、河东金矿及蚕庄金矿，此外，公司还在招远地区通过子公司金亭岭矿业有限公司、招远市招金大秦家矿业有限公司及纪山矿业拥有黄金矿山。招远地区的金矿开采时间长，运营相对成熟，是目前公司收入和利润的主要来源。在除招远外的其他地区，公司也拥有或控制二十余座金矿，主要分布在新疆、甘肃、海南、河北、辽宁等全国主要产金区域。

表 6: 公司主力金矿产量详情 (吨)

| 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018H | |
|------|----|------|----|------|----|-------|----|
| 占比 | 产量 | 占比 | 产量 | 占比 | 产量 | 占比 | 产量 |
| | | | | | | | |

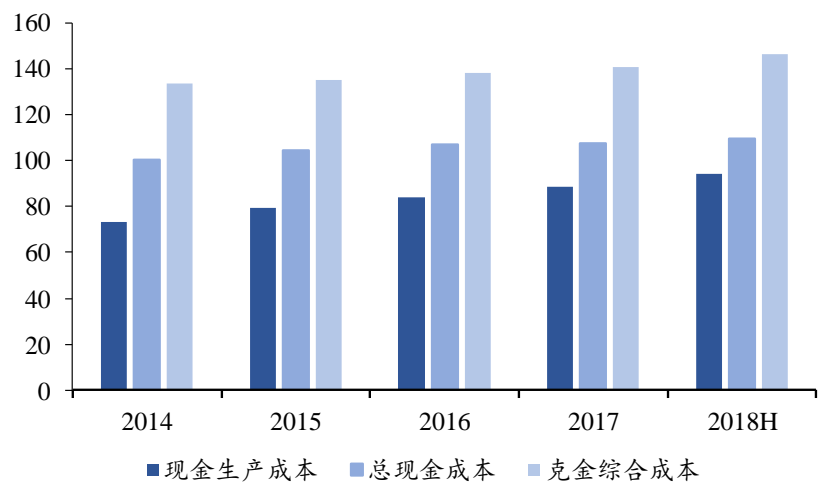
| | | | | | | | | |
|-----------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| 河东 | 3.47% | 0.70 | 3.39% | 0.69 | 3.26% | 0.66 | 3.41% | 0.34 |
| 夏甸 | 18.40% | 3.73 | 18.10% | 3.69 | 17.64% | 3.58 | 18.06% | 1.82 |
| 金翅岭 | 12.98% | 2.63 | 12.76% | 2.60 | 14.67% | 2.98 | 15.64% | 1.58 |
| 金亭岭 | 3.41% | 0.69 | 3.10% | 0.63 | 2.74% | 0.56 | 2.38% | 0.24 |
| 大尹格庄 | 11.04% | 2.24 | 12.17% | 2.48 | 12.95% | 2.63 | 13.30% | 1.34 |
| 蚕庄 | 4.17% | 0.85 | 4.38% | 0.89 | 4.55% | 0.92 | 4.59% | 0.46 |
| 大秦家 | 1.62% | 0.33 | 1.27% | 0.26 | 0.87% | 0.18 | | |
| 埠外矿山 | 44.91% | 9.11 | 44.83% | 9.14 | 43.32% | 8.79 | 42.62% | 4.30 |
| 合计 | 100.00% | 20.27 | 100.00% | 20.38 | 100.00% | 20.30 | 100.00% | 10.10 |

数据来源：公司业绩发布会披露材料，国泰君安证券研究

海域金矿达产后将提供 9.96 吨权益产能，贡献归母净利润约 11 亿元。海域金矿完全达产后产能达 15.6 吨/年，预计公司权益产能将提升至 30 吨/年左右。海域矿的后续开发资本支出约为 48 亿元，将于 2020 年投产。从盈利能力上来看，海域矿矿体较大，易采易选，根据公司在公开调研公布的信息，该项目预计综合克金成本不超过 100 元，以 290 元/克金价测算，瑞海矿业满产将实现约 17 亿元净利润，增厚公司归母净利润约 11 亿元。

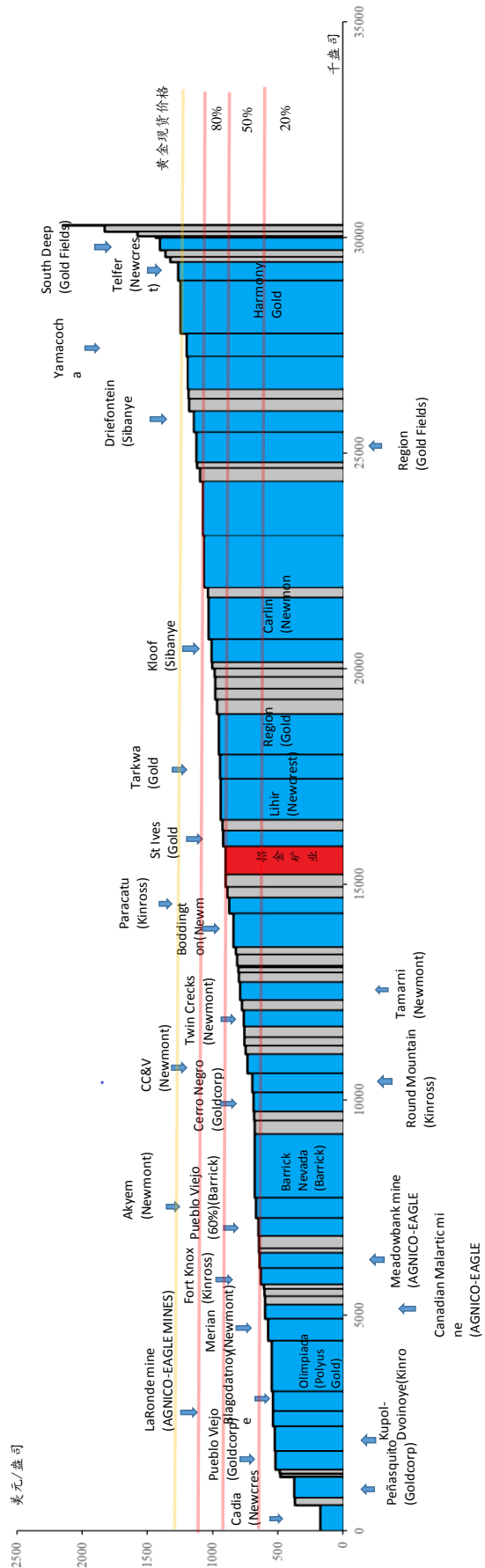
矿金成本上升源于埠外矿山，全球角度位于 50%分位线。近年公司克金成本略有抬升，主要源于收开采深度加大、材料人工费等上涨等。2018 年上半年公司克金综合成本为 146.38 元/克，预计海域矿投产之后公司克金成本将会有所改善。我们根据全球前十大矿金生产公司矿山样本数据构建黄金成本线图，可以看到招金矿业位于 50%分位线位置。

图 11：公司克金成本较低，但近年逐渐增加



数据来源：公司业绩发布会资料，国泰君安证券研究

图 12: 公司矿金完全成本在全球 50%分位以下



数据来源: 全球黄金公司年报, 公司年报, 国泰君安证券研究

4. 盈利预测: 公司业绩迎来量价齐升

4.1. 金价迎来中期机会

核心假设: 我们认为金价取决于经济体及其货币政策之间的相对表现。近期美股调整、美债长短利差开始倒挂、房产及非农等数据呈现颓态, 预示美国经济见顶可能性日益凸显。迫于经济压力, 美联储近期频频释放鸽派信号, 2019 年联储加息或因经济见顶回落而实质性终结, 对金价的抑制将消失。同时, 美国经济见顶之后, 将对美元及美元资产价格形成冲击, 黄金作为美元信用体系的对标物, 将体现出避险属性, 出现中期投资机会。公司受益于自身产量的增加以及金价的强势, 业绩将持续释放。假设公司 19 年矿金产量为 20 吨, 金价每上涨 10 元/克, 公司业绩将增厚 1.30 亿元; 同时假设公司 20 年海域矿达产 50%, 提供 4.98 吨/年权益产量, 公司权益产量将达到 24.98 吨/年, 届时金价每上涨 10 元/克, 公司业绩将增厚 1.85 亿元。

表 7: 公司产销预测

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 黄金现货价格(元/克) | 268.25 | 273.48 | 267.00 | 280.00 | 290.00 |
| 长江现货铜价格(元/吨) | 38221.48 | 49213.00 | 50000.00 | 49000.00 | 49000.00 |
| 矿产金(吨) | 20.38 | 20.30 | 19.40 | 20.00 | 24.98 |
| 单位成本(元/克) | 138.35 | 140.75 | 146.38 | 149.31 | 140.00 |
| 冶炼金(吨) | 15.71 | 13.44 | 12.80 | 12.80 | 12.80 |
| 铜矿业务(吨) | 11742.40 | 18425.18 | 18000.00 | 18000.00 | 18000.00 |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 8: 2020 年公司业绩弹性测算 (亿元)

| 产量(吨) | 金价(元/克) | | | | | |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 267 | 280 | 290 | 300 | 310 | 320 |
| 22.49 (25%) | 7.40 | 9.55 | 11.21 | 14.53 | 16.19 | 17.84 |
| 24.98 (50%) | 9.87 | 12.26 | 14.10 | 17.78 | 19.62 | 21.47 |
| 27.47(75%) | 12.29 | 14.92 | 16.95 | 21.00 | 23.02 | 25.05 |
| 29.96 (100%) | 14.74 | 17.61 | 19.82 | 24.23 | 26.44 | 28.65 |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 括号内为 2020 年海域金矿投产进度

4.2. 估值: 结合 PB 法和绝对估值法给予公司目标价 10.20 元

4.2.1. PB 估值法

PE 估值法对应每股合理估值 10.80 元。 参考盈利预测和可比黄金上市公司 2018 年的 PB 均值 2.23 倍, 我们预计公司 2018 年实现每股净资产为 5.40 元, 保守给予公司 18 年 2 倍 PB 估值, 对应每股合理估值 10.80 元。

表 9: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券名称 | 收盘价 (元) | PE/TTM | EPS | | PB | 评级 |
|---------|----------|------------|--------|-------|-------|------|-----|
| | | | | 2018E | 2019E | | |
| 600547 | 山东黄金(A) | 29.76 | 65.05 | 0.59 | 0.97 | 3.05 | 增持 |
| 002155 | 湖南黄金 | 7.72 | 40.16 | 0.45 | 0.52 | 1.96 | 增持 |
| 000975 | 银泰资源 | 9.51 | 32.79 | 0.7 | 0.97 | 2.26 | 增持 |
| 1787.hk | 山东黄金 (H) | 17.02 | 37.85 | 0.59 | 0.97 | 1.78 | 未评级 |
| 600489 | 中金黄金 | 8.18 | 157.78 | 0.08 | 0.1 | 2.13 | 未评级 |
| | 平均 | | | | | 2.23 | |
| 1818.hk | 招金矿业 | 6.63 | 37.16 | 0.16 | 0.21 | 1.61 | 增持 |

数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 交易日期截止至 2019 年 1 月 25 日, 未评级公司盈利预测取自 Wind 一致预期

4.2.2. FCFF 估值法

绝对估值法合理估值每股 10.20 元。使用 FCFF 模型进行估值, 参考我们对利润表和资产负债表的预测, 预计 2018-2020 年自由现金流为 10.89/17.61/19.73 亿元。假设未来自由现金流永续增长率为 1%, 参考 SW 黄金行业 beta 0.94, 中国五年期国债收益率 3.31%, 沪深 300 指数五年年化收益率 5.9%, 计算得到公司 WACC 为 5.41%, 在此假设下, 公司合理估值每股 10.20 元。

首次覆盖增持评级。综合 PB 和 FCFF 估值法, 考虑到公司未来海域矿将于 2020 年投产, 同时结合金价中期机会, 首次覆盖给予目标价人民币 10.20 元(折合 11.56 港币/股), 预测公司 2018-2020 EPS 0.16/0.23/0.44 元, 对应 2018-2020 年 PE 40/28/15 倍估值, 当前价格 7.52 港币/股, 折合人民币 6.51 元/股, 空间 57%, 增持评级预测。

5. 风险提示

公司矿产金产量意外下滑。目前国内对于矿山开采环保政策较严, 可能对公司金矿开采造成意外影响

公司套期保值意外亏损。全球金价波动具有极高的不确定性, 公司在套期保值期间可能出现敞口过大等问题, 意外亏损。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对香港恒生指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对香港恒生指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于香港恒生指数 |
| | 中性 | 基本与香港恒生指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于香港恒生指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层 | 深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层 | 北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com | | |