

证券研究报告

黄金行业


**兴业证券**  
INDUSTRIAL SECURITIES

01818.HK 招金矿业

港股通(深)

买入 (维持)

业绩符合预期, 前景大有可为

2019年03月25日

## 市场数据

日期	2019.03.25
收盘价(港元)	8.80
总股本(亿股)	32.21
流通股本(亿股)	10.49
总市值(亿港元)	283.45
流通市值(亿港元)	92.31
净资产(亿元)	168
总资产(亿元)	359
每股净资产(元)	5.41

数据来源: Wind

## 相关报告

行业深度报告:《黄金行业深度报告:回首50年金价,有望重演2016》(20190321)

首次覆盖报告:《黄金孕育中期行情,黄金股反弹在路上》(2181212)

## 海外周期研究

分析师:张忆东

SFC: B1S749

SAC: S0190510110012

联系人:韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,177	7,451	7,810	8,851
同比增长(%)	7.5	3.8	4.8	13.3
归属股东净利润(百万元)	474	822	844	896
同比增长(%)	-26.3	73.2	2.7	6.2
毛利率(%)	34.6	38.5	38.6	38.7
净利润率(%)	6.6	11.0	10.8	10.1
净资产收益率(%)	3.6	6.0	5.9	6.1
每股收益(元)	0.15	0.26	0.26	0.28
每股净资产(元)	5.21	5.41	5.61	5.82

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **公司发布2018年业绩:**收入71.77亿元(人民币,下同),同比上升7.54%,主要由于18年金价中枢较17年降低5.08元(2018年271.21元/克,2017年276.29元/克)。毛利24.82亿,毛利率34.59%,同比下降4.88pct,销售单价下降而克金成本上升所致,18年自产金生产成本154.77元/克,同比增14.02元。股东应占溢利4.74亿元,同比下跌26.35%。每股盈利0.15元,拟派发股息0.04元。  
4季度金价震荡向上,Q4股东应占溢利1.19亿,同比降46%,环比增120%受国家环保趋严影响,计提约3.5亿无形资产减值拨备对营业利润造成一定影响。
- **黄金生产及指引:**国内黄金产量18年下滑5.87%,公司于18年生产黄金34.17吨,同比增1.28%。其中:矿产黄金20.83吨,同比增2.63%,冶炼加工黄金13.34吨。管理层对19年的产量指引为33.96吨,海域金矿预计于20年投产,3年左右时间可达满产,满产后可达15-18吨/年,同时,该矿成本较低,有望拉低公司开采成本,将成为未来增长引擎。  
公司在国内地产勘探和增加黄金储备方面非常积极,并提出“国内一半,国外一半”的发展策略,寻求南美、澳大利亚等海外市场的并购机会。
- **行业观点:**我们认为本轮行情会类似2016年上半年,货币宽松预期+冲突事件不断,催化黄金上涨行情。联储最新3月议息会议“再放鸽”,联储预期向市场预期快速收拢,我们认为压制金价的市场阶段性不确定消除,黄金有望再次迎来一波行情。
- **盈利预测及评级:**维持“买入”评级,对金价保持乐观,上调目标价至10.43港元(较前值增9%),对应2019年35倍PE。预计公司2019-2021归母净利润分别为8.22亿元(较前值减3%)/8.44亿元(较前值减22%,我们下调了海域金矿投产进度)/8.96亿元。

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



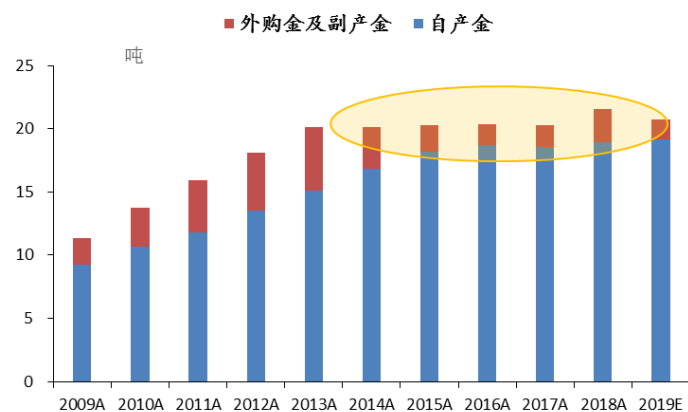
## 报告正文

- **公司发布 2018 年业绩:** 收入 71.77 亿元 (人民币, 下同), 同比上升 7.54%, 主要由于 18 年金价中枢较 17 年降低 5.08 元 (2018 年 271.21 元/克, 2017 年 276.29 元/克)。毛利 24.82 亿, 毛利率 34.59%, 同比下降 4.88pct, 销售单价下降而克金成本上升所致, 18 年自产金生产成本 154.77 元/克, 同比增 14.02 元。股东应占溢利 4.74 亿元, 同比下跌 26.35%。每股盈利 0.15 元, 拟派发股息 0.04 元。
- 4 季度金价震荡向上, Q4 股东应占溢利 1.19 亿, 同比降 46%, 环比增 120% 受国家环保趋严影响, 计提约 3.5 亿无形资产减值拨备对营业利润造成一定影响。
- **黄金生产及指引:** 国内黄金产量 18 年下滑 5.87%, 公司于 18 年生产黄金 34.17 吨, 同比增 1.28%。其中: 矿产黄金 20.83 吨, 同比增 2.63%, 冶炼加工黄金 13.34 吨。管理层对 19 年的产量指引为 33.96 吨, 海域金矿预计于 20 年投产, 3 年左右时间可达满产, 满产后可达 15-18 吨/年, 同时, 该矿成本较低, 有望拉低公司开采成本, 将成为未来增长引擎。

公司在国内地产勘探和增加黄金储备方面非常积极, 并提出“国内一半, 国外一半”的发展策略, 寻求南美、澳大利亚等海外市场的并购机会。

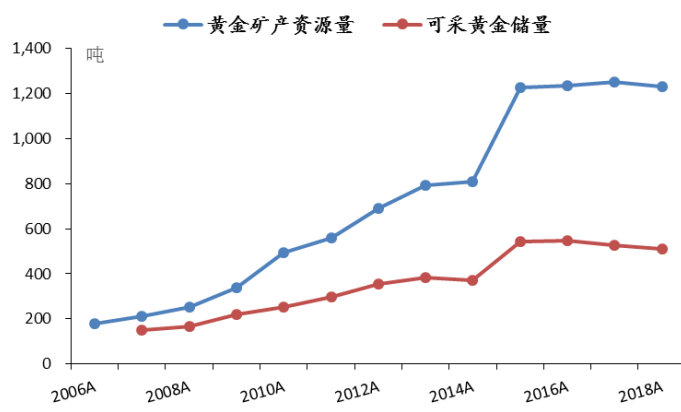
- **行业观点:** 我们认为本轮行情会类似 2016 年上半年, 货币宽松预期+冲突事件不断, 催化黄金上涨行情。联储最新 3 月议息会议“再放鸽”, 联储预期向市场预期快速收拢, 我们认为压制金价的阶段不确定性消除, 黄金有望再次迎来一波行情。
- **盈利预测及评级:** 维持“买入”评级, 对金价保持乐观, 上调目标价至 10.43 港元 (较前值增 9%), 对应 2019 年 35 倍 PE。预计公司 2019-2021 归母净利润分别为 8.22 亿元 (较前值减 3%) / 8.44 亿元 (较前值减 22%, 我们下调了海域金矿投产进度) / 8.96 亿元。

### 图 1、公司黄金产量



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

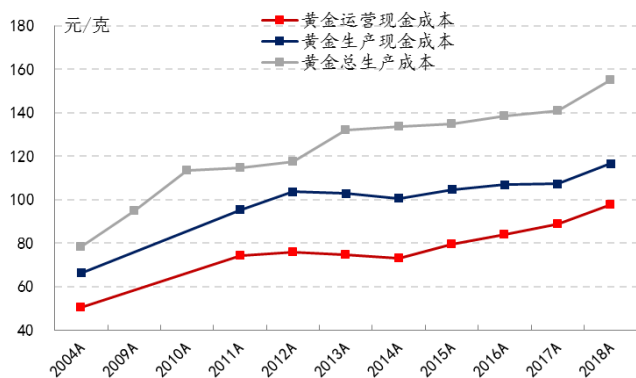
### 图 2、公司黄金储量



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 3、黄金生产成本



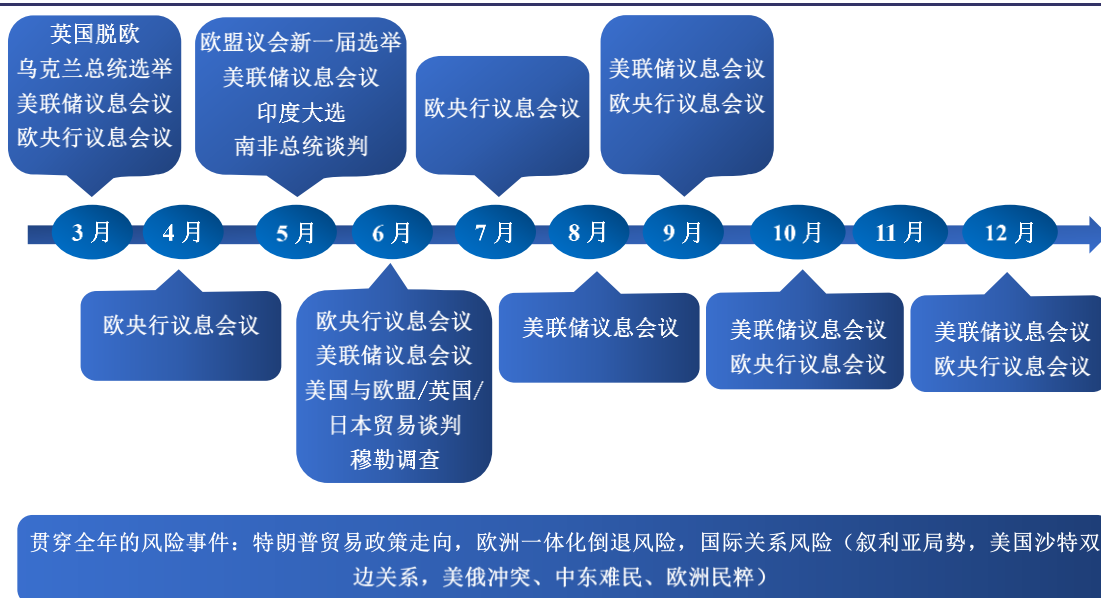
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、美国 TIPS 收益率与金价



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019 年全球风险事件列表



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

**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

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,177	7,451	7,810	8,851
营业成本	-4,695	-4,583	-4,797	-5,424
销售费用	-56	-49	-55	-65
管理费用	-942	-913	-1,039	-1,215
财务费用	-481	-470	-470	-470
其他收益及亏损	-248	-152	-129	-276
除税前溢利	757	1,284	1,319	1,401
所得税	-180	-306	-314	-334
年度全面收益	576	978	1,004	1,067
少数股东损益	102	156	161	171
归属股东净利润	474	822	844	896
EPS	0.15	0.26	0.26	0.28

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,038	8,665	8,645	9,139
货币资金	1,847	3,508	3,165	2,859
应收账款	236	1,127	1,306	1,603
存货	3,565	3,473	3,617	4,120
其它	2,390	557	557	557
非流动资产	25,775	26,830	27,613	28,304
物业、厂房及设备	13,630	14,388	14,809	15,280
预付租金	706	791	846	888
无形资产	9,316	9,522	9,823	9,996
于联营公司的投资	403	409	415	420
其它	1,720	1,720	1,720	1,720
资产总计	33,813	35,495	36,258	37,443
流动负债	13,778	14,743	14,862	15,196
短期借款	10,780	11,765	11,765	11,765
应付账款	446	2,375	2,494	2,828
其他	2,552	603	603	603
非流动负债	3,271	3,492	3,492	3,492
长期借款	619	2,635	2,635	2,635
其他	2,652	857	857	857
负债合计	17,049	18,235	18,354	18,688
股本	3,221	3,221	3,221	3,221
储备	7,315	7,695	8,178	8,823
少数股东权益	3,564	3,679	3,841	4,047
股东权益合计	16,764	17,260	17,905	18,755
负债及权益合计	33,813	35,495	36,258	37,443

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	757	1,284	1,319	1,401
折旧和摊销	1,017	1,067	1,147	1,225
经营资本变动	-1,422	446	-158	-528
其它	787	451	433	453
经营活动现金流	1,139	3,249	2,741	2,551
资本开支	-2,181	-2,021	-1,984	-2,062
其它	0	10	10	10
投资活动现金流	-2,181	-2,011	-1,974	-2,052
融资活动现金流	398	-830	-836	-852
现金净变动	-645	408	-70	-353
现金的期初余额	1,847	1,143	1,552	1,482
现金的期末余额	1,143	1,552	1,482	1,129

## 主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.5	3.8	4.8	13.3
净利润增长率	-26.3	73.2	2.7	6.2
盈利能力(%)				
毛利率	34.6	38.5	38.6	38.7
归属股东净利率	6.6	11.0	10.8	10.1
ROE	3.6	6.0	5.9	6.1
偿债能力(%)				
净资产负债率	113.5	109.6	106.3	104.1
流动比率	76.1	75.9	76.8	78.8
速动比率	40.6	42.1	42.2	41.1
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)				
每股收益	0.15	0.26	0.26	0.28
每股净资产	5.21	5.41	5.61	5.82
估值比率(倍)				
PE	50.2	29.0	28.2	26.6
PB	1.44	1.37	1.32	1.27

## 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。

## 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 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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司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/或其关联人员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。