

中信证券研究部



李超
 首席有色钢铁
 分析师
 S1010520010001



商力
 有色分析师
 S1010520020002



敖舫
 首席周期产业
 分析师
 S1010515020001

核心观点

公司 2019 年全年黄金产量下降，综合成本上升，业绩有所影响。公司聚焦黄金主业，受益于矿产金产量恢复和工艺提升对成本的控制，预计 2020 年业绩因金价上涨而显著提升，中长期海域金矿投产后公司黄金产量增幅预计达到 50%。给予公司 2020 年 16 倍 EV/EBITDA 估值，上调目标价至 11.2 港元，维持“买入”评级。

黄金产量下降使得综合成本上升，公司业绩受到影响。2019 年公司实现营业收入 63.30 亿元，同比下降 11.08%；实现净利润 4.38 亿元，同比减少 23.96%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增加 1.05%。主要原因：1) 黄金产销量下降；2) 克金成本同比增加 10.6%至 171.2 元/克；3) 财务费用同比增加 1.07 亿元。

聚焦黄金主业，受益于黄金价格上涨，预计 2020 年公司业绩显著提升。2019 年公司黄金业务的营业收入分别为 56.65 亿元，同比下降 1.8%，对应利润分别为 9.90 亿元，同比下降 6.6%。2019 年公司矿产金/冶炼金产量 19.77/12.93 吨，同比-5.1%/-3.1%，其中下半年矿产金/冶炼金产量分别为 9.64/7.18 吨，环比-4.8%/+24.9%。公司计划 2020 年黄金总产量 32.37 吨，基本稳定，叠加黄金价格上涨和工艺提升带来的成本控制，预计公司 2020 年业绩显著提升。

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，截止 2019 年底黄金资源量高达 562.4 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，黄金产量不及预期，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金产量的大幅提升，公司业绩将显著增厚。调整公司 2020-2021 年归母净利润预测为 7.29/9.24 亿元（原预测 6.41/7.68 亿元，根据金价假设调整），新增 2022 年预测 14.47 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 0.22/0.28/0.44 元。给予公司 2020 年 16 倍 EV/EBITDA 估值，上调目标价至 11.2 港元（原预测 10.7 港元），维持“买入”评级。

招金矿业	01818
评级	买入（维持）
当前价	9.05 港元
目标价	11.2 港元
总股本	3,270 百万股
港股流通股本	1,049 百万股
52 周最高/最低价	11.28/6.54 港元
近 1 月绝对涨幅	38.38%
近 6 月绝对涨幅	4.02%
近 12 月绝对涨幅	28.20%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,277	6,431	8,093	8,861	10,927
营业收入增长率	7.4%	-11.6%	25.8%	9.5%	23.3%
净利润(百万元)	474	479	729	924	1,447
净利润增长率	-26.3%	1.1%	52.2%	26.6%	56.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.15	0.15	0.22	0.28	0.44
毛利率%	35.5%	37.2%	39.7%	40.7%	42.2%
净资产收益率 ROE%	3.6%	3.4%	5.0%	6.1%	8.9%
每股净资产	4.1	4.3	4.4	4.6	5.0
PE	50	52	34	26	17
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.17	0.17	0.26	0.33	0.51
每股净资产 (港元)	4.89	4.88	5.13	5.40	5.73

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

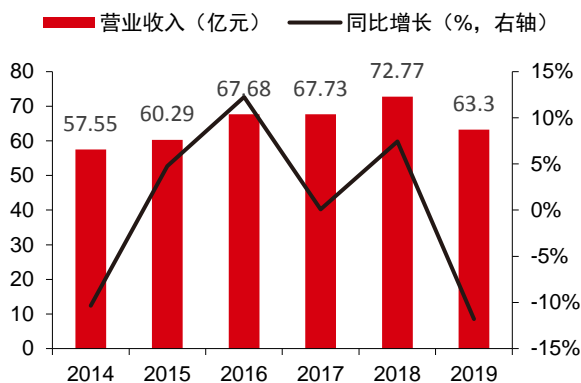
注：股价为 2020 年 4 月 23 日收盘价

招金矿业年报解读

主要财务数据变动及分析

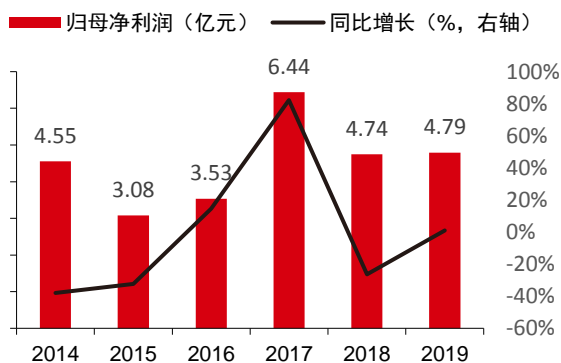
销量影响营业收入，金价上升下公司净利润有所增长。2019 年公司实现营业收入 63.30 亿元，同比下降 11.80%；实现净利润 4.38 亿元，同比减少 23.96%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增加 1.05%。主要原因：1) 本期黄金销售量减少，营业收入减少；2) 2019 年黄金均价同比上升 9.9%，黄金产品的毛利率提升。

图 1：2014-2019 年招金矿业营业收入及增速



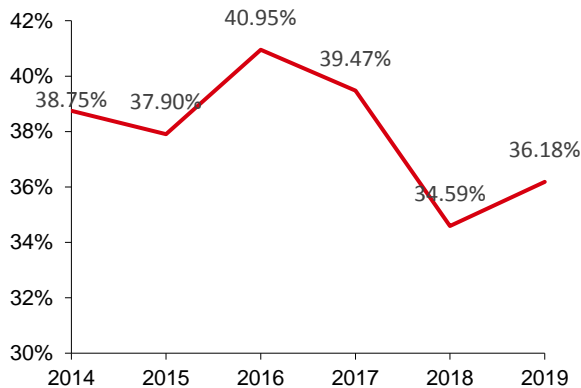
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：2014-2019 年招金矿业归属于母公司股东净利润及增速



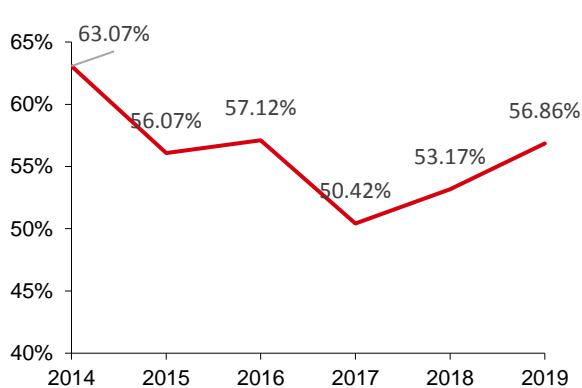
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2014-2019 年招金矿业毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：2014-2019 年招金矿业资产负债率



资料来源：Wind，中信证券研究部

资产负债率基本稳定，毛利率同比上升。2015-2019 年，公司资产负债率表现平稳，2019 年小幅上升至 56.86%，相对较高，主要是本期新发 15 亿的 3 年期企业债。2019 年毛利率 36.18%，同比有所提升，主要受金价抬升影响。

表 1: 2019 年财务报表相关科目变动情况 (单位: 百万元)

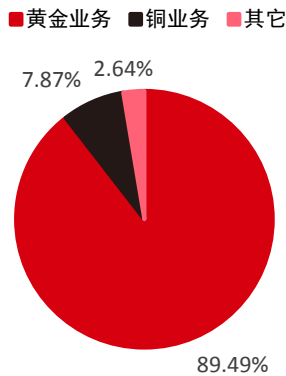
项目名称	本期数	上年同期数	变动比例 (%)	情况说明
收入	6330	7177.1	-11.8%	本期间本集团黄金销售量减少所致
净利润	438.2	576.3	-23.96%	本期间毛利减少所致
销售成本	4040	4694.8	-13.95%	本期间本集团黄金销售量减少所致
毛利	2290	2482.2	-7.74%	本期间本集团黄金销售量减少, 单位销售成本上升所致
其他收入及收益	157.9	440.1	13.06%	本期间公司利息收入增加所致
销售及分销开支	55.8	55.6	基本持平	
行政开支及其他经营开支	1426	1653	-13.73%	本年长期资产及商誉减少所致
融资成本	662.2	480.5	37.8%	本期间公司计入损益的有息债务正价所致
现金及现金等价物	3508.3	1143.3	206.9%	本期间集团经营和筹资活动的流入大于投资活动的流出

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

主营业务分析

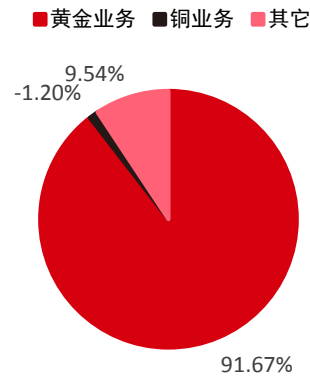
黄金业务为营收和利润的主要来源。2019 年公司黄金/铜营业收入分别为 56.65/4.98 亿元, 其中黄金业务营收占比约 89.49%。受销量下降影响, 黄金板块营收同比下降 1.80%。2019 年公司黄金业务贡献了 9.90 亿的利润, 占比 91.67%, 受金价升高的影响, 黄金业务利润率上升 5.89 个百分点。但受限于销量减少, 板块利润同比下降 6.60%。

图 5: 2019 年招金矿业营收结构



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 6: 2019 年招金矿业利润结构



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 2: 2019 年公司各业务及同比

	营业收入(亿元)	利润 (亿元)	利润率(%)	营收同比(%)	利润同比(%)	利润率同比(%)
黄金业务	56.65	9.90	17.48%	-11.80%	-6.60%	+5.89%
铜业务	4.98	-0.13	-2.61%	-27.30%	-101.47%	-102.2%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

生产经营分析

黄金产量下降，黄金综合成本上升。2019 年公司的矿产黄金/冶炼黄金的产量为 19.76/12.93 吨，同比-5.12%/-3.07%；铜产量为 11142 吨，同比下降 32.16%。2019 年公司矿产金平均成本为 171.2 元/克，同比上升 10.6%。根据公司公告，公司计划 2020 年黄金总产量 32.37 吨，同比-1.0%，基本稳定。

表 3：2019 年招金矿业各金属产量（单位：吨）

	2019	同比
矿产黄金	19.76	-5.12%
冶炼黄金	12.93	-3.07%
铜	11142	32.16%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续增强探矿增储，公司黄金储量和资源量有所提高。2019 年公司完成地质探矿投资人民币 0.85 亿元，新增金金属量 21.08 吨，新增铜金属量 2195.85 吨。截至 2019 年底，公司权益金资源量/铜资源量分别为 944.33 吨/27.10 万吨，基本维持稳定。根据公司公告，公司计划 2020 年新增黄金资源量 21.5 吨，新增铜金属量 1500 吨，持续保障公司的资源储量。

表 4：2019 年招金矿业各金属的资源量和储量（单位：吨）

	2019 年	2018 年	同比
金储量（吨）	402.36	412.66	-2.50%
金资源量（吨）	944.33	948.45	-0.43%
铜储量（万吨）	10.69	11.21	-4.61%
铜资源量（万吨）	27.10	27.92	-2.94%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

相关研究

招金矿业 (01818.HK) 2019 年三季报点评：财务费用和矿产金产量拖累，业绩低于预期
(2019-10-22)

招金矿业 (01818.HK) 2019 年中报点评：综合成本上升，看好纯正黄金公司的业绩弹性
(2019-08-26)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,277	6,431	8,093	8,861	10,927
营业成本	-4,695	-4,040	-4,880	-5,256	-6,316
毛利率	35.48%	37.18%	39.71%	40.68%	42.20%
销售费用	-56	-56	-62	-71	-89
营业费用率	0.76%	0.87%	0.77%	0.80%	0.81%
管理费用	-942	-956	-959	-1,095	-1,429
管理费用率	12.94%	14.86%	11.85%	12.36%	13.08%
财务费用	-380	-487	-605	-621	-649
财务费用率	5.23%	7.57%	7.47%	7.01%	5.94%
投资收益	24	80	10	10	10
营业利润	705	533	1,003	1,251	1,902
营业利润率	9.68%	8.28%	12.39%	14.12%	17.41%
营业外收入	52	63	50	50	50
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	757	596	1,053	1,301	1,952
所得税	-180	-157	-263	-325	-488
所得税率	23.84%	26.43%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	102	-41	60	52	18
归属于母公司股东的净利润	474	479	729	924	1,447
净利率	6.52%	7.45%	9.01%	10.42%	13.24%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,143	3,508	3,197	3,066	3,248
存货	4,191	4,310	4,623	5,093	6,280
应收账款	803	734	985	1,025	1,286
其他流动资产	2,849	3,444	3,444	3,444	3,444
流动资产	8,986	11,997	12,249	12,629	14,259
固定资产	14,221	14,989	15,724	16,428	17,092
长期股权投资	851	893	893	893	893
无形资产	9,399	9,604	9,748	9,894	10,042
其他长期资产	2,430	2,769	2,769	2,769	2,769
非流动资产	26,901	28,254	29,134	29,984	30,797
资产总计	35,887	40,252	41,383	42,613	45,055
短期借款	9,368	9,610	9,961	10,488	11,750
应付账款	525	368	509	538	627
其他流动负债	1,911	2,557	2,586	2,577	2,573
流动负债	11,804	12,535	13,057	13,603	14,951
长期借款	6,335	9,559	9,559	9,559	9,559
其他长期负债	941	795	795	795	795
非流动性负债	7,276	10,354	10,354	10,354	10,354
负债合计	19,080	22,889	23,411	23,957	25,304
股本及储备	3,221	3,270	3,819	4,451	5,528
资本公积	10,087	10,679	10,679	10,679	10,679
归属于母公司所有者权益合计	13,298	13,950	14,499	15,130	16,208
少数股东权益	3,509	3,413	3,474	3,526	3,543
股东权益合计	16,808	17,363	17,972	18,656	19,751
负债股东权益总计	35,887	40,252	41,383	42,613	45,055

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	757	596	1,053	1,301	1,952
所得税支出	-180	-157	-263	-325	-488
折旧和摊销	1,031	1,028	1,207	1,329	1,456
营运资金的变化	-250	-669	-392	-491	-1,363
其他经营现金流	349	982	595	611	639
经营现金流合计	1,706	1,780	2,200	2,424	2,197
资本支出	-1,951	-1,807	-2,087	-2,179	-2,268
投资收益	24	80	10	10	10
其他投资现金流	-1,103	-485	0	0	0
投资现金流合计	-3,030	-2,212	-2,077	-2,169	-2,258
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,511	3,685	351	527	1,262
股息支出	-314	-180	-180	-292	-369
其他融资现金流	-602	-726	-605	-621	-649
融资现金流合计	595	2,778	-434	-386	243
现金及现金等价物净增加额	-729	2,346	-311	-131	182

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	7.4%	-11.6%	25.8%	9.5%	23.3%
营业利润增长率	-10.8%	-24.4%	88.3%	24.7%	52.1%
净利润增长率	-26.3%	1.1%	52.2%	26.6%	56.6%
毛利率	35.5%	37.2%	39.7%	40.7%	42.2%
EBITDA Margin	23.4%	28.6%	28.1%	28.8%	28.0%
净利率	6.5%	7.5%	9.0%	10.4%	13.2%
净资产收益率	3.6%	3.4%	5.0%	6.1%	8.9%
总资产收益率	1.3%	1.2%	1.8%	2.2%	3.2%
资产负债率	53.2%	56.9%	56.6%	56.2%	56.2%
所得税率	23.8%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	67.2%	37.6%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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
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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV 或 CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalam 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INZ000001735，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) 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及35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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA (UK) 或CLSA Europe BV 发布。CLSA (UK) 由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA (UK) 与CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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 2020 版权所有。保留一切权利。