

# 招金矿业

## NDR 纪要：业务稳健；海域金矿有望成为未来增长引擎

### 公司动态

#### 公司近况

我们在香港和深圳组织了招金矿业 NDR。管理层讨论了业务前景、海域金矿进展、黄金市场展望。

#### 评论

**成本具备优势。**2017年，招金矿业黄金单位成本 631 美元/盎司，同比增长 1.7%，处于全球 25%分位以下，在国内地下金矿中具备竞争力。此外，销售和渠道成本同比下降 37.5%，主要因为铜精矿运输成本开始由买家承担。

**海域金矿有望成为未来增长引擎。**总体而言，预计招金矿业 2018-2019 年运营将维持平稳。山东海域金矿黄金资源量约为 470 吨，金矿品位约为 4.5 克/吨。该金矿正在建设中，公司正在申请开采许可。公司预计海域金矿将在 2020 年开始生产，并在一年左右放量至 15-18 吨。公司预计单位成本约为 100 元/克。

**业务前景。**招金矿业将自身定位为纯金矿公司。此外，公司提出“省内一半、省外一半；国内一半，国外一半”的黄金产量策略。对于潜在海外资源，公司将评估矿产规模、预期内部收益率和当地开采政策等。

**管理层对黄金市场的展望。**管理层提到，黄金行业资本支出从 2013 年开始显著增长，预计 2019 年全球黄金产量将下降。此外，管理层预计投资者将会购买更多黄金，以对冲美国股市将近 10 年的牛市，同时作为国内房地产政策收紧背景下的另类投资资产。同时，公司预计成本支撑大约在 1200 美元/盎司，全球不确定性上升有望支撑黄金需求。

#### 估值建议

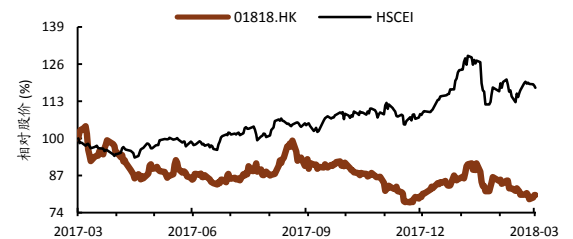
我们认为美元疲软有望支撑金价。我们同样看好黄金作为另类投资资产和储备资产的潜力。**维持 2018-2019 年每股盈利预测 0.23 元和 0.24 元。维持推荐评级和目标价 9.8 港元，对应 33 倍 2018 年市盈率。**

#### 风险

金价跌幅超预期。

### 维持推荐

股票代码	01818.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 5.95
目标价	港币 9.80
52 周最高价/最低价	港币 7.66~5.51
总市值(亿)	港币 190
30 日均成交额(百万)	港币 30.53
发行股数(百万)	3,221
其中：自由流通股(%)	33
30 日日均成交量(百万股)	5.11
主营行业	有色金属



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	6,665	6,674	6,456	6,650
增速	13.2%	0.1%	-3.3%	3.0%
归属母公司净利润	353	644	755	765
增速	14.7%	82.3%	17.2%	1.3%
每股净利润	0.11	0.20	0.23	0.24
每股净资产	3.48	4.10	4.24	4.38
每股股利	0.04	0.06	0.09	0.09
每股经营现金流	0.58	0.72	1.35	0.78
市盈率	48.6	24.8	20.1	19.9
市净率	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	16.0	15.1	12.9	11.9
股息收益率	0.7%	1.2%	2.0%	2.0%
平均总资产收益率	1.1%	1.9%	2.1%	2.0%
平均净资产收益率	3.2%	5.3%	5.6%	5.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

陈彦, CFA

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

董宇博, CFA, CPA

分析师

yubo.dong@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080515080001

SFC CE Ref: BFE045



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	6,665	6,674	6,456	6,650	营业收入	13.2%	0.1%	-3.3%	3.0%
营业成本	-3,935	-4,039	-3,658	-3,849	营业利润	16.8%	3.9%	21.1%	1.2%
营业费用	72	45	39	40	EBITDA	6.4%	3.9%	19.9%	5.5%
管理费用	1,055	894	872	865	净利润	14.7%	82.3%	17.2%	1.3%
其他	-704	-643	-560	-550	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,259	1,307	1,582	1,601	毛利率	41.0%	39.5%	43.3%	42.1%
财务费用	-465	-433	-500	-505	营业利润率	18.9%	19.6%	24.5%	24.1%
其他利润	6	14	4	4	EBITDA 利润率	29.6%	30.7%	38.1%	39.0%
利润总额	799	888	1,086	1,101	净利润率	5.3%	9.6%	11.7%	11.5%
所得税	-366	-134	-166	-168	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	80	110	166	168	流动比率	0.48	0.58	0.34	0.40
归属母公司净利润	353	644	755	765	速动比率	0.25	0.32	0.20	0.26
EBITDA	1,973	2,050	2,458	2,595	现金比率	0.09	0.13	0.05	0.13
扣非后净利润	353	644	755	765	资产负债率	57.1%	50.4%	44.0%	43.7%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	81.4%	67.8%	73.7%	65.2%
货币资金	1,438	1,847	693	1,707	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	1,724	2,069	1,355	1,179	总资产收益率	1.1%	1.9%	2.1%	2.0%
存货	3,631	3,565	1,829	1,925	净资产收益率	3.2%	5.3%	5.6%	5.5%
其他流动资产	818	557	557	557	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	7,610	8,038	4,433	5,367	每股净利润 (元)	0.11	0.20	0.23	0.24
固定资产及在建工程	12,974	13,630	15,208	14,929	每股净资产 (元)	3.48	4.10	4.24	4.38
无形资产及其他长期资产	12,379	12,145	18,715	18,631	每股股利 (元)	0.04	0.06	0.09	0.09
非流动资产合计	25,353	25,775	33,924	33,560	每股经营现金流 (元)	0.58	0.72	1.35	0.78
资产合计	32,964	33,813	38,357	38,927	<b>估值分析</b>				
短期借款	10,884	10,780	10,676	10,571	市盈率	48.6	24.8	20.1	19.9
应付账款	390	446	366	665	市净率	1.5	1.2	1.1	1.1
其他流动负债	4,602	2,552	2,181	2,074	EV/EBITDA	16.0	15.1	12.9	11.9
流动负债合计	15,876	13,778	13,222	13,311	股息收益率	0.7%	1.2%	2.0%	2.0%
长期借款	2,056	2,439	2,821	2,871					
非流动负债合计	2,952	3,271	3,653	3,703					
负债合计	18,828	17,049	16,875	17,013					
股本	3,221	3,221	3,221	3,221					
未分配利润	8,001	9,979	10,432	10,891					
股东权益合计	11,222	13,200	13,653	14,112					
负债及股东权益合计	32,964	33,813	34,257	35,023					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	799	888	1,086	1,101					
折旧和摊销	714	743	876	994					
营运资本变动	-811	-340	1,999	78					
其他	1,161	1,031	389	336					
经营活动现金流	1,863	2,323	4,351	2,509					
资本开支	-1,731	-5,448	-4,980	-630					
其他	-723	0	0	0					
投资活动现金流	-2,454	-5,448	-4,980	-630					
股权融资	13,408	277	277	-54					
银行借款	-12,927	0	0	0					
其他	-502	-683	-802	-810					
筹资活动现金流	-21	-406	-525	-865					
汇率变动对现金的影响	17	0	0	0					
现金净增加额	-595	-3,531	-1,155	1,014					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

招金矿业位于中国山东省胶东半岛的招远市，是一间集勘探、开采、选矿及冶炼于一体，专注于开发黄金产业的综合性大型企业，是中国领先的黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一。公司主要产品为「9999 金」及「9995 金」标准金锭。公司及其附属公司主要于中国从事黄金产品的勘探、开采、选矿、冶炼、销售业务以及铜产品的开采、选矿以及销售业务，其主要生产工艺技术及设备达到国内领先和国际先进水平。公司也从事银产品的冶炼及销售业务。公司业务遍及全国主要产金区域，另外公司还以股权投资的形式在澳大利亚投资一家黄金上市公司，涉足海外资源。公司于 2006 年在香港联交所上市。



图表 1: 可比公司估值

	代码	评级	目标价	上涨空间(%)	股价	货币	YTD	市值 (百万)	P/B(x)					P/E(x)				BPS			EPS			
					2018/03/20				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>黄金</b>																								
紫金矿业H*	2899.HK	推荐	4.5	20%	3.7	港币	32%	127,081	2.8	2.3	1.9	1.7	38.8	13.1	13.4	11.5	1.2	1.3	1.5	1.60	0.08	0.15	0.23	0.27
紫金矿业A*	601899	推荐	6.0	31%	4.6	人民币	6%	102,374	3.8	3.6	3.2	2.9	57.7	22.3	20.7	17.8	1.2	1.3	1.5	1.60	0.08	0.15	0.23	0.27
招金矿业*	1818.HK	推荐	9.8	67%	5.9	港币	-2%	19,099	1.5	1.2	1.1	1.0	48.6	24.8	20.1	19.9	3.5	4.1	4.2	4.38	0.11	0.20	0.23	0.24
中金黄金*	600489	中性	13.0	48%	8.8	人民币	-10%	30,612	2.3	2.2	2.2	2.1	87.8	67.5	48.8	40.9	3.8	3.9	4.1	4.23	0.10	0.13	0.18	0.21
山东黄金*	600547	中性	40.0	48%	27.0	人民币	-13%	50,588	3.2	3.0	2.7	2.5	38.6	31.8	27.6	25.0	8.4	9.1	10.0	10.99	0.70	0.85	0.98	1.08
<b>基本金属</b>																								
江西铜业H*	0358.HK	推荐	16.6	42%	11.7	港币	-3%	64,444	0.9	0.7	0.7	0.7	45.4	15.4	10.7	10.9	11.9	14.0	14.7	15.3	0.23	0.68	0.87	0.85
江西铜业A*	600362	推荐	23.0	29%	17.8	人民币	-8%	51,915	1.3	1.3	1.2	1.2	77.3	20.6	21.1	21.7	13.5	14.0	14.7	15.3	0.23	0.68	0.87	0.85
中国铝业H*	2600.HK	推荐	7.7	77%	4.4	港币	-17%	91,552	1.5	1.6	1.3	1.2	166.4	26.3	13.7	15.1	2.6	2.7	3.0	3.3	0.03	0.16	0.29	0.26
中国铝业A*	601600	推荐	8.6	69%	5.1	人民币	-33%	73,752	2.0	1.9	1.7	1.6	299.6	49.6	17.6	30.6	2.6	2.7	3.0	3.3	0.03	0.16	0.29	0.26
中金岭南*	000060	推荐	16.3	66%	9.8	人民币	-10%	24,036	2.8	2.5	2.3	2.3	65.4	26.5	18.3	22.2	3.5	3.9	4.3	4.4	0.15	0.37	0.40	0.35
驰宏锌锗*	600497	推荐	9.0	34%	6.7	人民币	-3%	35,130	3.9	2.5	8.2	7.5	n.a.	29.6	25.5	25.5	1.7	2.7	0.8	0.9	-0.32	0.23	0.26	0.26
<b>小金属</b>																								
洛阳钼业H*	3993.HK	推荐	6.5	-2%	6.7	港币	32%	226,293	5.7	3.4	3.6	4.3	119.2	24.8	28.5	28.0	1.1	1.8	1.7	1.4	0.05	0.12	0.18	0.19
洛阳钼业A*	603993	推荐	9.0	-6%	9.6	人民币	33%	182,297	8.9	5.4	5.7	6.9	191.0	40.3	49.9	49.2	1.1	1.8	1.7	1.4	0.05	0.12	0.18	0.19
金钼股份*	601958	中性	9.0	25%	7.2	人民币	4%	24,264	1.8	1.8	1.8	1.8	360.0	360.0	240.0	148.9	4.0	4.0	4.0	3.9	0.02	0.02	0.03	0.05
普华钴业*	002378	中性	11.5	35%	8.5	人民币	-13%	8,225	4.0	4.0	3.9	3.9	170.8	284.7	213.5	363.1	2.1	2.1	2.2	2.2	0.05	0.03	0.04	0.02
湖南黄金*	002155	中性	15.0	75%	8.6	人民币	-10%	10,482	2.4	2.2	2.1	2.0	71.4	35.7	34.3	33.9	3.6	3.8	4.0	4.3	0.12	0.24	0.25	0.25

注: 标注\*的公司为中金公司预测, 其余为市场一致预期。

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

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。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：刘剑  
编辑：樊荣



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

