

01818.HK 招金矿业

港股通(深)

买入 (首次) 黄金孕育中期行情, 黄金股反弹在路上

2018年12月12日

市场数据		主要财务指标				
日期	2018.12.11	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
收盘价(港元)	7.65	营业收入(百万元)	6,674	6,286	6,711	7,758
总股本(亿股)	32.21	同比增长(%)	0.1	-5.8	6.8	15.6
流通股本(亿股)	10.49	归属股东净利润(百万元)	644	705	851	1,081
总市值(亿港元)	246.38	同比增长(%)	82.3	9.5	20.7	27.1
流通市值(亿港元)	80.26	毛利率(%)	39.5	38.5	39.8	40.6
净资产(亿元)	167	净利率(%)	9.6	11.2	12.7	13.9
总资产(亿元)	337	净资产收益率(%)	4.9	5.2	6.1	7.4
每股净资产(元)	5.31	每股收益(元)	0.20	0.22	0.26	0.34
		每股净资产(元)	5.21	5.36	5.56	5.82

投资要点

从行业层面, 我们认为 2019 年有望孕育一段黄金的中期行情, 配置黄金的左侧窗口已经开启。美国加息进入后半段, 当美国自身经济和企业盈利有效缓解压力下, 历史经验显示, 美联储往往会及时调整货币政策。如果考虑贸易战增加美国通胀压力或提升通胀预期, 从而带来实际利率在 19 年可能会下降, 这将对金价上涨形成重大支撑。

从公司层面, 我们推荐招金矿业主要基于以下理由:

(1) 作为专注纯金业务的公司, 从金价上涨增厚 EPS 的角度公司的业绩弹性更大, 1%的金价波动对应公司 4.5%的 EPS 变动。

(2) 公司资源储备丰富, 勘探增储积极, 采选能力相对当前储量和品位有大幅提升空间, 静待扩产后带来的业绩爆发。

(3) 海域金矿将于 2020 年投产, 资源储量大, 品位高, 成本低, 有望成为未来增长引擎。

(4) 公司的吨资源量市值、吨产量市值、一致预期 PE 均低于行业平均水平, 存在一定低估。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 9.56 港元, 对应 2019 年 32 倍 PE。假设公司 2018-2019 年维持产量平稳, 2020 年海域金矿投产贡献 3.76t 矿产金, 2019 年、2020 年黄金均价温和上涨至 285 元/克, 则公司 2018-2020 归母净利润分别为 7.05 亿元/8.51 亿元/10.81 亿元, 同比+9.5%/+20.7%/+27.1%。

风险提示: 黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、短期债务压力、安全事故及环保风险

海外周期研究

分析师: 张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
海外研究中心
总经理
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳
SAC: S0190517080003
hanyij@xyzq.com.cn



Buy

(Initial)

Zhaojin Mining (1818.HK)

Stock Connect (SZ)

Gold Price On Rise , Stock Rebound Continues

12/12/2018

Nonferrous Metals

Key Data

Nov. 01, 2018

Closing Price (HKD)	7.65
Total Shares (Mn)	3221
Shares Outstanding (Mn)	1049
Market Cap(HKD/Mn)	24638
Market Float(HKD/Mn)	8026
Net Assets (CNY /Mn)	16702
Total Assets (CNY /Mn)	33725
BVPS(CNY)	5.31

Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/CNY)	6,674	6,286	6,711	7,758
YoY (%)	0.1	-5.8	6.8	15.6
Net Profit (Mn/CNY)	644	705	851	1,081
YoY (%)	82.3	9.5	20.7	27.1
Gross Margin (%)	39.5	38.5	39.8	40.6
Net Profit Margin (%)	9.6	11.2	12.7	13.9
ROE (%)	4.9	5.2	6.1	7.4
EPS (CNY)	0.20	0.22	0.26	0.34
BVPS (CNY)	5.21	5.36	5.56	5.82

Analyst

Zhang Yidong

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

Contact

Han Yijia

hanyij@xyzq.com.cn

SAC: S0190517080003

Company Profile

Zhaojin Mining Industry Co., Ltd. was listed on the main board of HK in 2006. The company is a comprehensive large-scale enterprise which integrates exploration, mining, mineral processing, smelting and market operations into one and is engaged in the development of the gold industry. So far, the company has 17.645 million ounces of recoverable gold reserves and 39.7229 million ounces of gold mineral resources. It is China's leading gold producer and one of China's largest gold smelting companies.

Highlights

From the industry level, we believe that the gold price is expected to rally by multiple forces in 2019 and the opportunity prepared in advance comes. Similar to the 2016H1, the gold price has a rebound of 30%. In the second half of US Fed Interest Rate Hike Cycle, the US economy, There is risk that US stock goes weak and US economic growth and firm's earning growth rate goes down. History tells that each time when US stock market underperformed, US Fed Interest Rate Hike would end, with the first reduction possible in the second half of next year. If we consider that the trade war is likely to raise US inflation or inflation expectations, as a result, the 'real' interest rates may fall in 2019, which will form a major support for the rise in the gold prices.

From the company level, we recommend Zhaojin Mining Industry for the following reasons:

- (1) As a company focusing on the development of gold, Zhaojin's earning will be boosted. 1% of gold price fluctuations correspond to 4.5% EPS changes of Zhaojin.
- (2) The company has abundant gold reserves, active exploration, and require huge improvements in production capacity. The capacity expansions in the planning stage which will turn into huge production and booming performance.
- (3) Zhaojin's earnings will be boosted by its new Haiyu mine in 2020, with 500t tons of gold reserves, high-grade ore and lower production cost.
- (4) Zhaojin could be undervalued. The market value by the company's resources per ton, Mine output per ton and forward PE ratios is below average.

Earnings forecasts and investment recommendations:

Initiating coverage is given a "Buy" rating with a target price of HK\$9.56, corresponding to 32x PE in 2019. Assume that the company maintains stable production in 2018-2019 and the Haiyu Gold Mine will contribute 3.76 tons of gold In 2020, the gold price will gently rise to 285 yuan/g In 2019 and 2020, then the net profit attributed to parent company from 2018 to 2020 will be 705 million / 851 million / 1081 million yuan, respectably +9.5% / +20.7% / +27.1%.

Potential risks: gold price fluctuation risk; mine output is less than expected; short-term debt pressure; safety accidents and environmental risks.

目 录

1、公司基本情况	5 -
1.1、公司专注黄金业务	5 -
1.2、公司股权结构	6 -
1.3、历史股价表现	7 -
1.4、同业比较	7 -
2、配置黄金的左侧窗口已经开启	8 -
2.1、黄金行业概况	8 -
2.2、黄金价格决定因素	10 -
3、公司勘探增储积极，2020 将迎来重大矿山产能投放.....	13 -
3.1、从立足国内到逐鹿全球，向国际一流矿业集团前进.....	13 -
3.2、资源储备丰富，海域金矿有望成为未来增长引擎.....	15 -
4、盈利预测与投资建议	17 -
5、风险提示	18 -
图表 1、 收入结构（%）:黄金 VS 非黄金	5 -
图表 2、 收入结构（%）:开采 VS 冶炼	5 -
图表 3、 按来源划分黄金总产量	6 -
图表 4、 公司历年资源储备	6 -
图表 5、 公司股权结构	6 -
图表 6、 招金矿业的股价与金价高度相关，波动更大.....	7 -
图表 7、 招金矿业较其它黄金股的表现	7 -
图表 8、 国内主要黄金企业资源储量比较，2017 年底.....	7 -
图表 9、 国内黄金生产企业业务比较，2017 年.....	7 -
图表 10、 国内主要黄金企业矿产金成本比较，2016 年.....	8 -
图表 11、 2017 年国内黄金生产企业财务比较（亿元，%）	8 -
图表 12、 黄金产量趋于稳定，未来产量或逐步下滑.....	8 -
图表 13、 勘探预算在增加，但金矿的发掘速度一路走低.....	8 -
图表 14、 全球黄金需求情况，单位：吨	9 -
图表 15、 黄金生产流程主要包括采矿、选矿、冶炼等环节，开采环节毛利率较高.....	9 -
图表 16、 黄金的核心分析框架	10 -
图表 17、 金价和实际利率具有很强的负相关性.....	10 -
图表 18、 股市见大顶和黄金见底往往同时出现，反之也成立，如 1982 年、2000 年.....	10 -
图表 19、 美联储加息后期，美元指数下跌概率大，金价上涨的压制作用减弱...- 11 -	11 -
图表 20、 加息周期下，美联储实际利率没有实际突破.....	11 -
图表 21、 黄金/SP500 的百分比已经在近 20 年的 20% 中位数水平	11 -
图表 22、 18Q2 全球黄金总维持成本曲线，公司位于全球成本线前 20%.....	13 -
图表 23、 公司黄金生产成本	14 -
图表 24、 一家典型企业的黄金生产成本拆分	14 -
图表 25、 矿产金按来源划分产量，2017 年	14 -
图表 26、 公司矿产金产量自 2013 年逐渐平稳.....	14 -
图表 27、 近年来，公司矿产金产量及剩余可开采年限.....	14 -
图表 28、 公司埠外矿石资源汇总	15 -

图表 29、 公司重视地勘投入，每年支出约 1.5 亿用于提高现有矿山周边和深度找矿力度.....	- 16 -
图表 30、 招金矿业的采选能力仍有大幅提升空间.....	- 16 -
图表 31、 公司盈利预测主要假设	- 17 -
图表 32、 公司盈利预测结果	- 17 -
图表 33、 公司盈利预测主要假设	- 18 -
图表 34、 可比公司估值	- 18 -
附表.....	- 19 -

报告正文

1、公司基本情况

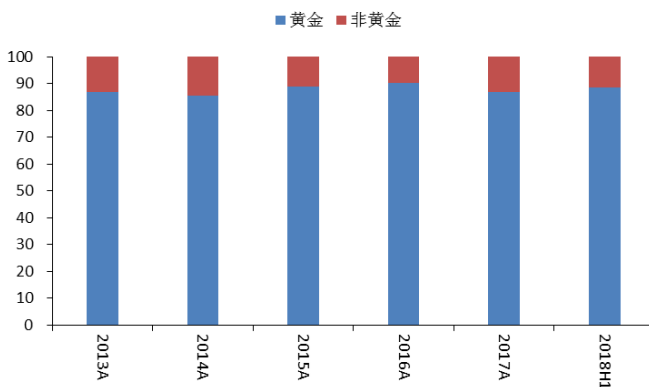
招金矿业成立于 2004 年，是由山东招金集团作为主发起人，联合上海复兴产业投资有限公司、上海豫园旅游商城股份有限公司、深圳广信投资有限公司和上海老庙黄金有限公司共同发起设立，2006 年于联交所上市。

1.1、公司专注黄金业务

公司主要从事黄金的勘探、开采、选矿、冶炼和销售业务，主要产品为黄金，副产品有白银和铜，是中国大型黄金企业之一。公司专注于黄金业务，业务处于黄金产业链上毛利率较高的前端开采环节。自产金比例高，自产金毛利率一般维持在 70% 左右，是公司主要的收入和利润来源；外购金为公司外购黄金矿石进行冶炼形成标准金，外购金的毛利率较低；加工金业务是公司消化剩余产能对外承接的来料精加工业务，收取加工费，毛利率较低。

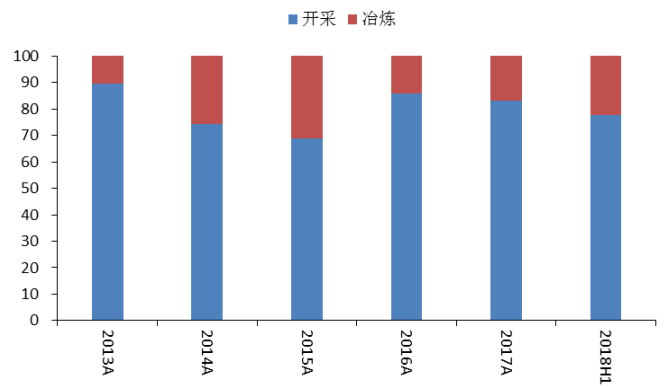
公司 2017 年生产黄金 33.74 吨，其中矿产黄金 20.30 吨，占全国矿产金的 5.5%，冶炼加工黄金 13.44 吨。矿产金主要来源于自产金，自产金占比 91.2%，外购金及副产金占比 8.8%。另外，公司矿产铜 1.84 万吨，白银 42 吨。2017 年公司实现收入 66.7 亿元，归属母公司股东净利润 6.44 亿元，2018 前三季度实现收入 45.6 亿元，归母净利润 3.56 亿元。

图表1、收入结构(%)：黄金 VS 非黄金



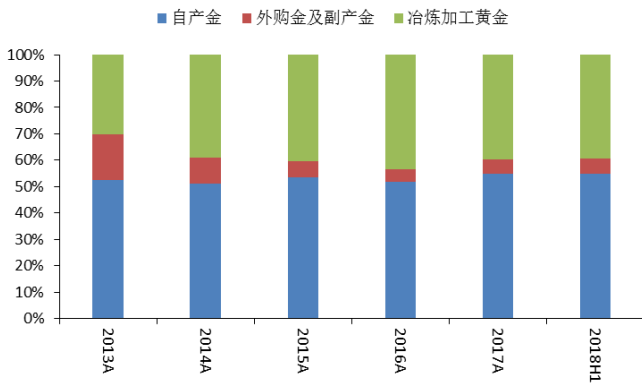
数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表2、收入结构(%)：开采 VS 冶炼



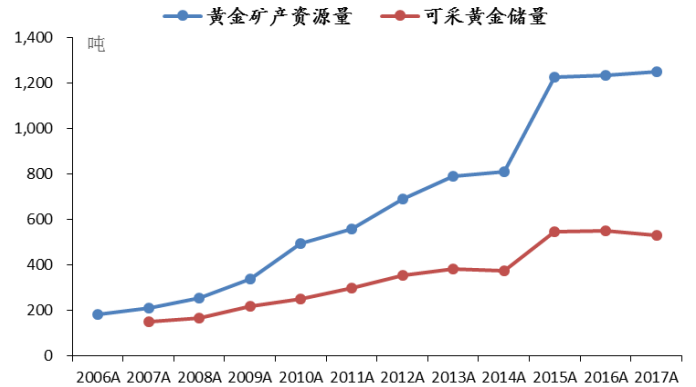
数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表3、按来源划分黄金总产量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表4、公司历年资源储备



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

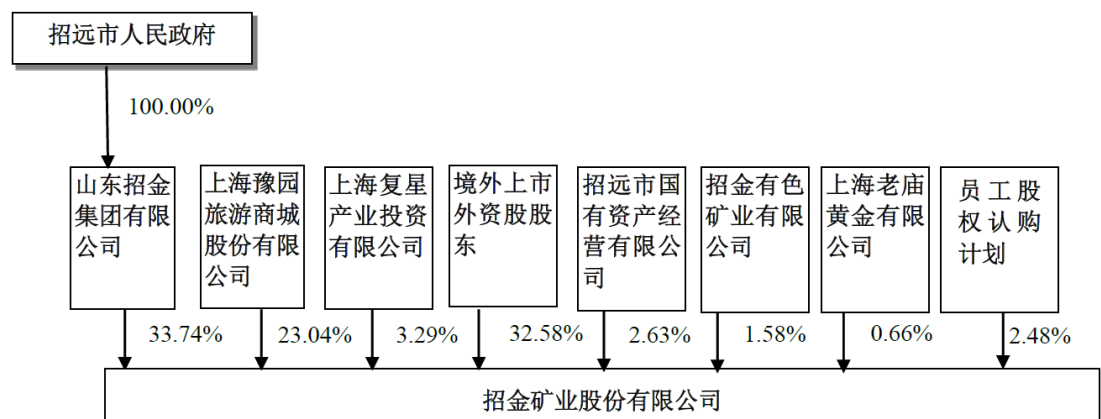
1.2、公司股权结构

公司于 2006 年 12 月在港股上市，目前总股本 32.21 亿股，拥有 53 家境内全资、控股子公司，7 家境外子公司。

公司控股股东为招金集团，持有公司 33.74% 股份，招金集团前身为 1974 年成立的招远县黄金矿山局，为中国黄金行业规模最大的企业集团之一，招远市人民政府持有招金集团 100% 股权，为公司实际控制人。第二大股东为上海豫园旅游商城，持股比例为 23.04%。

除境外上市外资股和员工股权认购外，其余股本均为不可流通的内资股，占比 66%。

图表5、公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、历史股价表现

从股价表现来看，公司股价与黄金价格具有高度相关性，股价往往领先于金价的波动，股价波幅更大，且招金矿业较其它黄金类股票有更大的弹性。

图表6、招金矿业的股价与金价高度相关，波动更大



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表7、招金矿业较其它黄金股的表现



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：区间内含2轮完整牛熊市，为了方便比较，将初始时间2008-11-7的股价设为“1”

1.4、同业比较

中国黄金集团是唯一一家央企，在全国范围内的资源并购中具有较大优势；紫金矿业控制金属矿产资源最多，具备雄厚的资金实力；山东黄金为省属国有企业，专注于黄金生产，在莱州等地的资源整合中占有绝对优势。

从资源储量来看，招金矿业位列全国第四位，资源储备实力与前三大黄金企业基本持平，行业地位稳固。公司黄金总产量位列第四位，特别是矿产金比例很高，业务处于黄金产业链上毛利较高的前端，矿产金成本品位较高，因此具有很高的盈利能力，其营业毛利率明显高于国内其他大型黄金生产企业。负债率方面，公司处于行业较好水平。

图表8、国内主要黄金企业资源储量比较，2017年底

	矿产资源量 (吨)
中国黄金集团	1,908.00
山东黄金集团	1,699.50
紫金矿业	1,320.07
招金矿业	1,251.77
灵宝黄金	136.25
湖南黄金	132.51

数据来源：公司信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表9、国内黄金生产企业业务比较，2017年

	黄金总产量 (吨)	矿产金 (吨)
中国黄金集团	131.03	42.42
山东黄金集团	213.77	35.88
紫金矿业	191.59	35.88
招金矿业	33.74	20.30
灵宝黄金	31.77	4.97
湖南黄金	12.70	2.56

数据来源：公司信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表10、国内主要黄金企业矿产金成本比较，2016年

矿产金生产成本 (元/克)	
山东黄金	130.48
紫金矿业	135.62
招金矿业	138.38
中国黄金	159.56

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表11、2017年国内黄金生产企业财务比较 (亿元, %)

	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	资产负债率 (%)
中国黄金集团	1,003.14	9.15	69.37
山东黄金集团	945.49	13.94	57.85
紫金矿业	510.41	9.07	59.23
招金矿业	69.78	40.87	50.48
灵宝黄金	103.26	12.25	32.67
湖南黄金	59.11	13.30	82.59

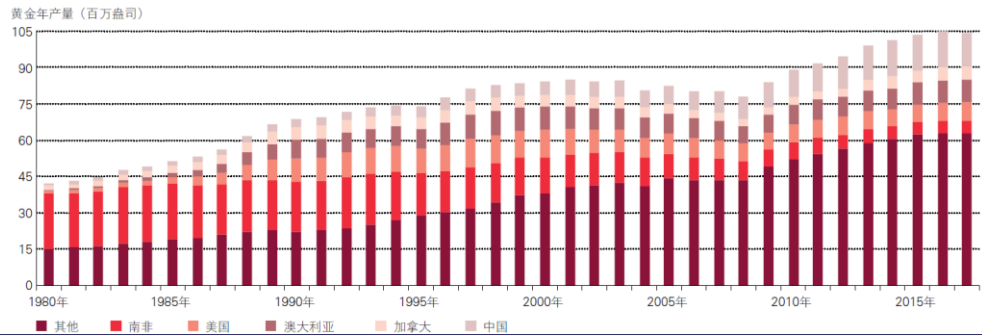
数据来源：公司信用评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、配置黄金的左侧窗口已经开启

2.1、黄金行业概况

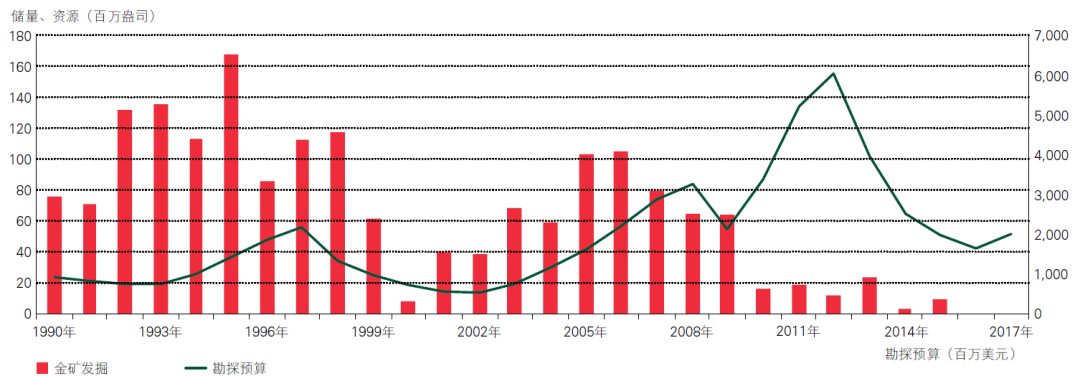
二战之后，随着工业生产的介入，全球黄金开采量大幅增加。但近年来，由于开采成本上升和缺乏重大矿区发现等原因，全球矿产黄金年产量趋于稳定，维持在3000吨左右，再生金产量与金价呈正相关，近3年平均产量约1200吨。考虑到黄金的不可再生性和开采难度加大等影响因素，未来黄金产量或逐步下滑。

图表12、黄金产量趋于稳定，未来产量或逐步下滑



资料来源：WGC, Metals Focus, 兴业证券经济与金融研究院整理

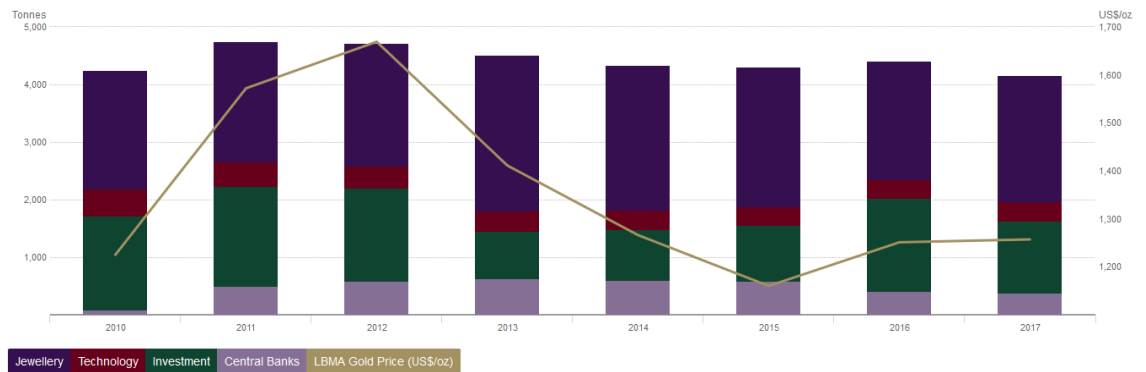
图表13、勘探预算在增加，但金矿的发掘速度一路走低



资料来源：WGC, S&P Global Market Intelligence, 兴业证券经济与金融研究院整理

全球黄金需求主要来自四个方面：金饰制造、投资需求、工业需求以及官方部门购买。金饰需求是黄金需求的重要方面，中国和印度是全球最大的金饰购买国，而欧美发达国家金饰需求止跌企稳。对经济衰退和金融危机的预期、及货币和资产市场的波动或将支撑黄金投资需求。2010年以来，新兴国家政府大量购入黄金储备，同时欧洲各国央行在金融危机和欧债危机出现后，基本已停止出售黄金。工业用金年需求量比较平稳。

图表14、全球黄金需求情况，单位：吨

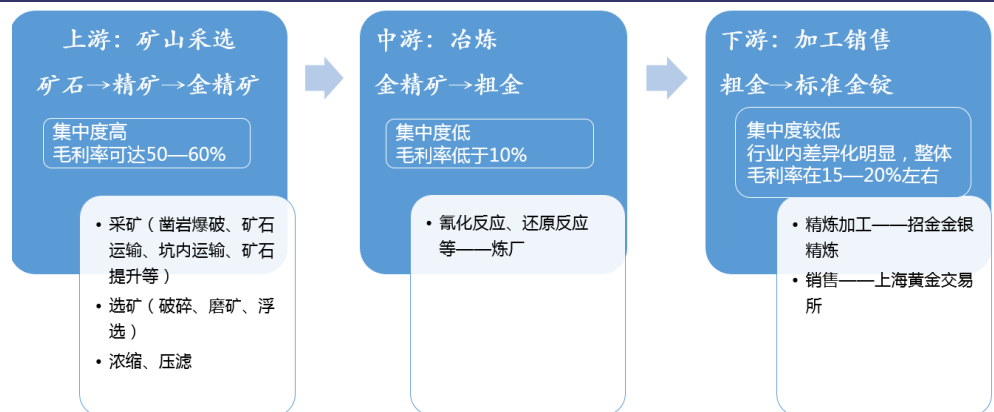


资料来源：WGC，兴业证券经济与金融研究院整理

中国是世界上最大的黄金进口国、消费国，也是世界上最大的黄金开采国，占全球产量的13%，黄金产量自2008年以来连续11年居世界首位，中国占全球消费需求的30%左右，自2013年起成为全球最大黄金消费国。

中国中部、东部地区是探明黄金矿资源、储量相对集中的地区，其中山东、河北、辽宁、福建、黑龙江、吉林、河南等省探明的资源储量均在百吨以上。受环保政策趋严部分黄金矿山企业减产或关停整改，矿产金产量有所减少，黄金行业集中度不断提升，形成了中国黄金、紫金矿业、山东黄金、山东招金等大型黄金生产企业，2017年TOP4成品金产量和矿产金产量分别占52.24%和40.39%。

图表15、黄金生产流程主要包括采矿、选矿、冶炼等环节，开采环节毛利率较高



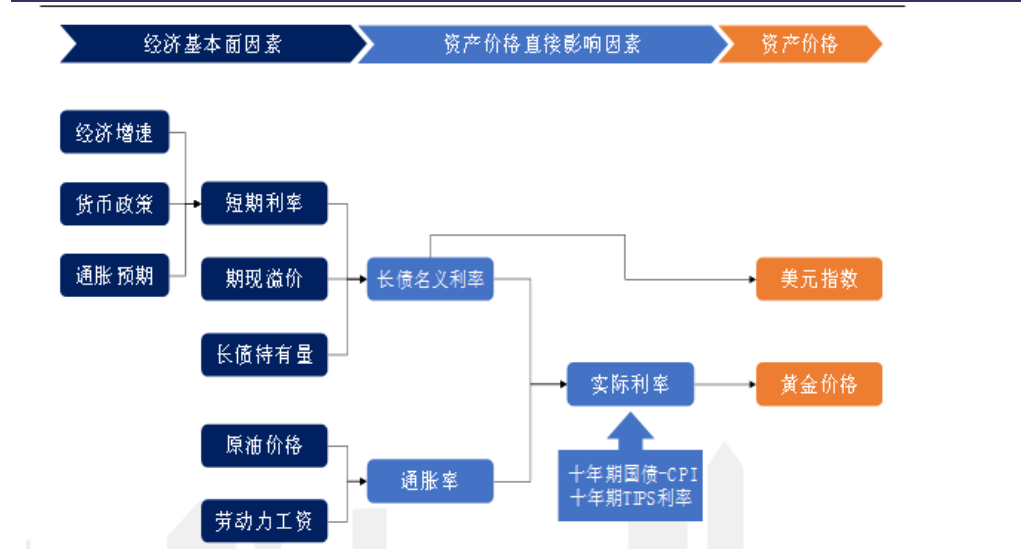
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、黄金价格决定因素

从影响黄金价格的驱动因素来看，传统的供需影响很小（黄金的商品属性），抗通胀和投资（黄金的金融属性）是决定黄金价格走势的关键因素，而史上两轮黄金超级大牛市 1971-1980 年及 2001-2011 年是从根本上反映了全球货币体系不稳定的结果（黄金的货币属性）。

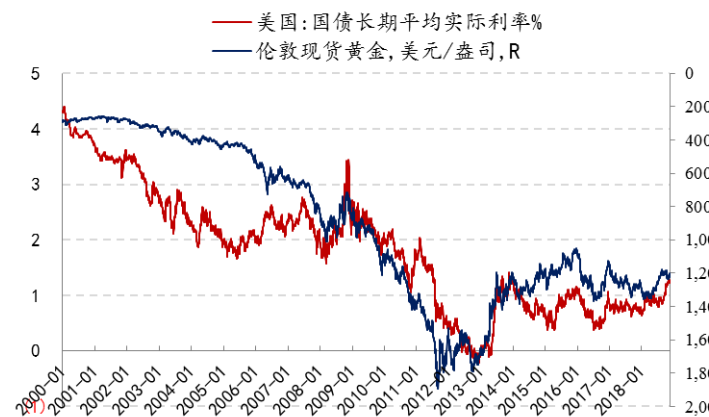
美元、美债、美股和黄金存在隐性的替代关系，美国实际利率和美元基本保持同步，两者和黄金价格通常存在很强的反向关系，可以理解为黄金作为非生息资产的持有机会成本，金价和股票市场的走势也呈反向关系。

图表16、黄金的核心分析框架



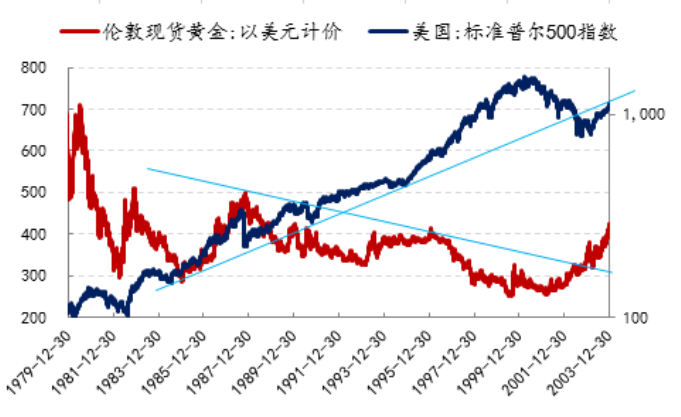
资料来源：兴业证券经济与金融研究院 A 股有色团队整理

图表17、金价和实际利率具有很强的负相关性，可以理解为黄金作为非生息资产的持有机会成本



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表18、股市见大顶和黄金见底往往同时出现，反之也成立，如 1982 年、2000 年¹



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

¹ 但在市场发生系统性危机、波及实体经济时，美元、黄金、美债往往在恐慌情绪下共同走强，如 08 年年金融危机期间。

站在当前时点，我们认为 2019 年有望孕育一段黄金的中期行情，现在属于配置黄金的左侧窗口。

- 美国加息进入后半段，美国经济和美国股市遭遇下行风险的压力，而美联储往往可及时调整货币政策，但这大概率要等到 19 年中期。如果考虑贸易战带来的通胀预期升温，实际利率在 19 年可能会有明显下降，这将对金价上涨形成重大支撑。
- 从大类资产轮动的角度，金价和标普 500 指数的百分比已经在近 20 年的 20% 中位数水平，随着市场对美国股市见顶和振幅加大的担忧，黄金的配置价值进一步提升。
- 加息未必一定压制黄金价格，尽管美联储自 2015 年底已提高了目标利率 200bp，但美国实际利率并没有实际突破当初水平，从历史的经验来看，加息期间金价涨跌的情况都有，但加息后半段金价的表現更强。

图表19、美联储加息后期，美元指数下跌概率大，金价上涨的压制作用减弱

时间跨度	历时（月）	加息（bp）	加息前半段金价涨跌幅（%）	后半段金价涨跌幅（%）
1972.2-1974.7	29	1000	45.74%	68.09%
1975.4-1980.12	68	1700	4.18%	193.24%
1988.3-1989.5	14	360	-7.80%	-12.77%
1994.1-1995.2	13	300	-1.18%	-2.66%
1999.5-2000.5	12	160	1.66%	-5.41%
2004.5-2006.6	25	430	7.92%	49.08%
均值	27	658	8.42%	48.26%
2015.12-至今?	35	200	15.57%	?

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表20、加息周期下，美联储实际利率没有实际突破



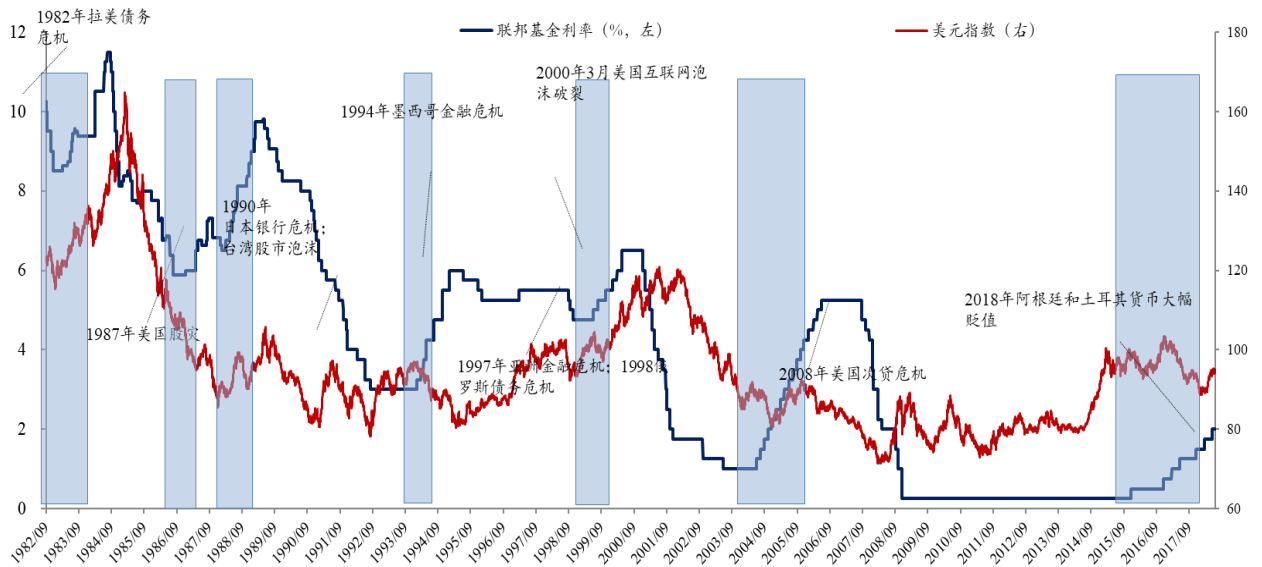
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表21、黄金/SP500 的百分比已经在近 20 年的 20% 中位数水平



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表22、每次危机当美国难以独善其身时，联储往往会停止加息甚至降息

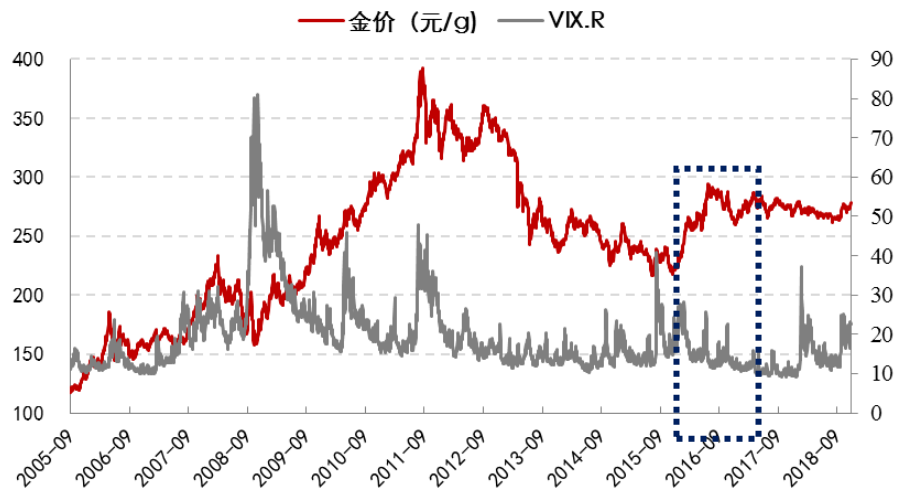


资料来源：兴业证券经济与金融研究院港股策略团队整理

2019年美国自身经济和企业盈利有放缓的压力，区域发展不均衡继续阻碍欧洲一体化进程，加息后期仍需警惕新兴市场债务及货币危机。类似2016年上半年风险事件驱动金价的逻辑可能再次重演：VIX波动率攀升，加息预期落空，2016上半年美国实际利率在下行近60bp，黄金上涨30%，以山东黄金、招金矿业为代表的黄金股涨幅接近200%。

从长期来看，贸易战的背后是美国重新调整全球竞争策略，从过去三十年的“全球化”战略，回到“反全球化”战略，是全球经济缺乏技术进步背景下，特朗普审视大国关系，“洗牌”和“分饼”的战略调整，这是中国在崛起道路上必然面临的挑战。这背后似乎嗅到一丝国际货币体系巨变的可能性，伴随的是黄金价格的超级大牛市，不过这一情景在近年来发生的概率较小。

图表23、波动率驱动金价



资料来源：WIND，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

3、公司勘探增储积极，2020 将迎来重大矿山产能投放

回到公司层面，我们推荐招金矿业基于以下理由：

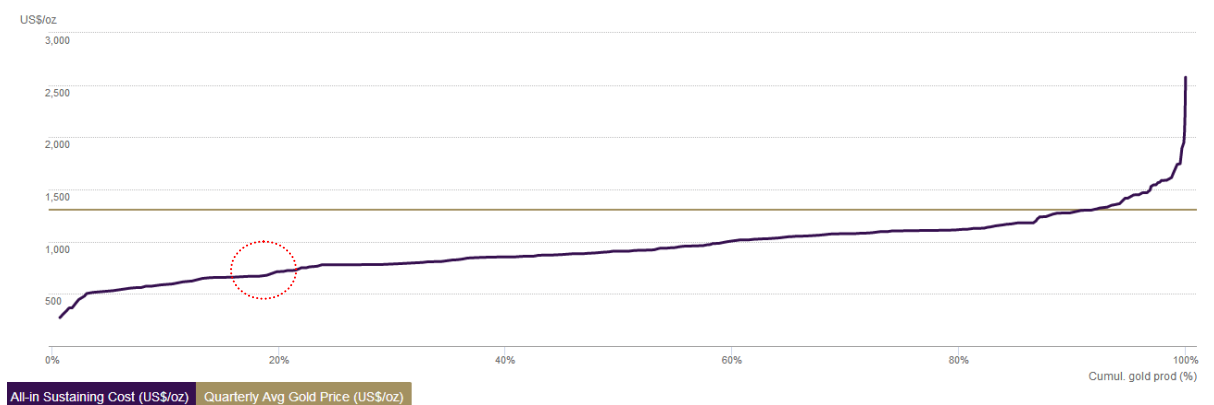
- 作为专注纯金业务的公司，从金价上涨增厚 EPS 的角度公司的业绩弹性更大；
- 公司资源储备丰富，勘探增储积极，静待扩产后带来的业绩爆发；
- 海域金矿 2020 年投产，有望成为未来增长引擎；
- 公司的吨资源量市值、吨产量市值、一致预期 PE 均低于行业平均水平，存在一定低估。

3.1、从立足国内到逐鹿全球，向国际一流矿业集团前进

山东是国内黄金富集地区，是中国第一大产金大省，省内黄金资源主要集中分布于招远、莱州、莱西等胶东半岛地区，整体矿石品位较高。公司所在的招远市黄金资源约占全国的 1/10，被誉为“中国金都”，市内具有较好的资源存量和较好的成矿条件，公司矿山储量优势和开采成本优势得益于此。

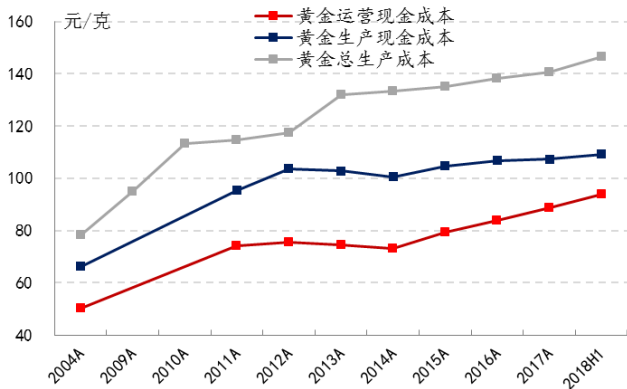
得益于省内较好的资源条件，公司金矿含硫、砷、锑等元素较少，基本不属于难浸金矿，较好的节约了生产成本。18 年上半年，公司单位可维持成本约 190 元/克，约 850 美元/盎司，矿产金成本与山金、紫金位列国内第一梯队，处于全球 20% 分位数以下水平。

图表24、18Q2 全球黄金总维持成本曲线，公司位于全球成本线前 20%



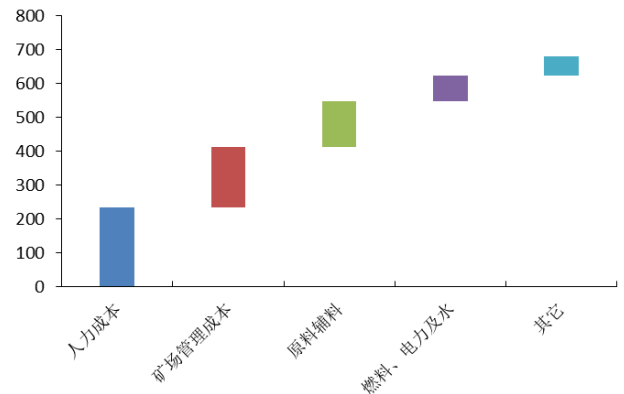
资料来源：公司公告，WGC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表25、公司黄金生产成本



数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表26、一家典型企业的黄金生产成本拆分

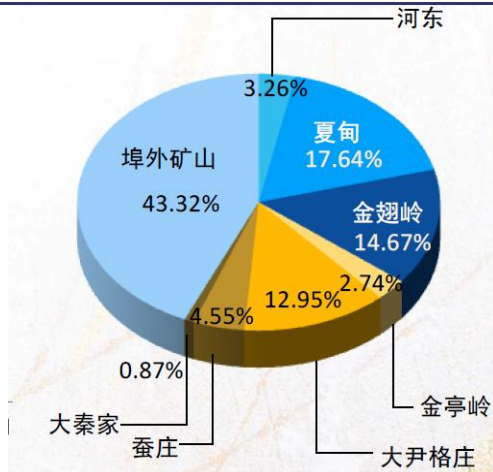


数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在招远地区经营 8 个金矿，分别为大尹格庄金矿、金翅岭金矿、夏甸金矿、河东金矿、蚕庄金矿、金亭岭矿业、大秦家矿业及纪山矿业。8 个经营金矿开采时间长，运营相对成熟，占公司矿产金产量的 56.68%。其中，大尹格庄金矿和夏甸金矿是产金主力，2017 年产量分别过 2.5 和 3.5 吨，克金综合成本低于 80 元，剩余开采年限依然可观。

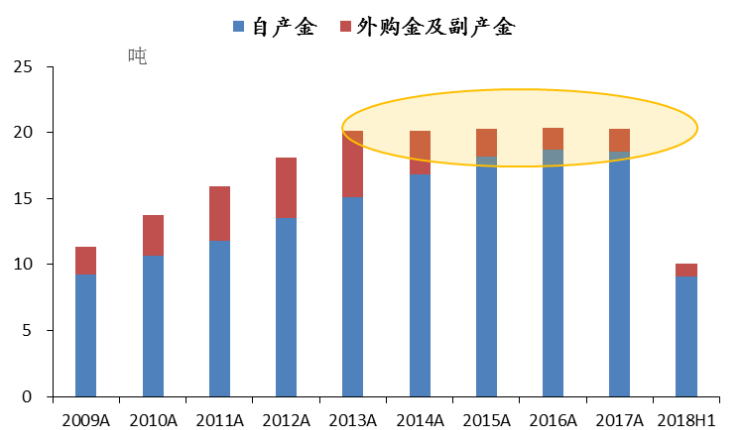
公司在招远埠外的矿山资源逐年增多，弥补部分埠内金矿的逐渐衰竭，公司目前拥有（或控制）19 座金矿，遍及新疆、甘肃、海南、河北、辽宁等全国主要产金区域。其中，早子沟金矿产量过 3.5 吨，丰宁金龙、圆通矿业黄金产量过吨。

图表27、矿产金按来源划分产量，2017 年



数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表28、公司矿产金产量自 2013 年逐渐平稳



数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表29、近年来，公司矿产金产量及剩余可开采年限

Kg、年	2013 产量	2014 产量	2015 产量	2016 产量	2017 产量	控制+探明的金含量	剩余可开采年限(年)
夏甸金矿	3,879	3,612	3,731	3,689	3,545	78,910	21.59
河东金矿	599	661	704	691	662	7,550	11.02
大尹格庄金矿	1,802	1,895	2,238	2,480	2,629	139,060	56.78

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

金翅岭金矿	5,641	3,979	2,632	2,600	2,978	2,530	0.92
金亭岭矿业	680	693	691	632	556	6,590	10.52
蚕庄金矿	780	820	845	893	924	9,020	10.17
大秦家矿业	330	338	328	259	177	1,070	4.20
埠外	6,395	8,097	9,105	9,136	8,795	344,630	38.24
合计 (kg)	20,111	20,098	20,275	20,380	20,301	590,120	29.04

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：剩余可开采年限的粗略估计等于该矿“最新控制+探明的金含量”/“近3年平均产量”

图表30、公司埠外矿石资源汇总

序号	矿山名称	矿石量 (Mt)		含金量 (t)		品位 (g/t)	
		控制 + 探明	推断	控制 + 探明	推断	控制 + 探明	推断
1	瑞海矿业	51.370	75.310	249.66	289.39	4.86	3.84
2	招金北疆	1.411	2.192	5.83	10.53	4.13	4.80
3	岷县天昊	3.273	0.503	8.31	1.56	2.54	3.11
4	招金昆合	0.137	0.130	0.67	0.68	4.90	5.26
5	富蕴招金	0.158	1.505	0.47	7.27	3.01	4.83
6	丰宁金龙	1.735	1.866	6.65	7.42	3.83	3.97
7	早子沟金矿	4.104	10.453	20.19	35.04	4.92	3.35
8	鑫源矿业	0.059	0.152	0.38	0.58	6.39	3.79
9	两当招金	1.122	8.415	2.75	17.96	2.45	2.13
10	招金白云	1.120	15.902	3.55	43.23	3.17	2.72
11	清河矿业	3.293	1.117	21.70	5.45	6.59	4.87
12	龙鑫矿业	1.219	2.127	6.43	5.86	5.28	2.75
13	和政鑫源	0.232	0.736	1.38	3.83	5.97	5.20
14	甘肃鑫瑞	2.975	5.299	7.79	13.02	2.62	2.46
15	招金正元	0.062	0.825	0.36	2.83	5.79	3.43
16	梨园金矿	1.476	0.644	6.08	3.11	4.12	4.83
17	肃北金鹰	0.208	1.711	1.02	10.05	4.92	5.87
18	圆通矿业	0.219	0.730	1.40	3.58	6.38	4.91
19	三峰山金矿	-	0.578	-	2.18	-	3.77

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

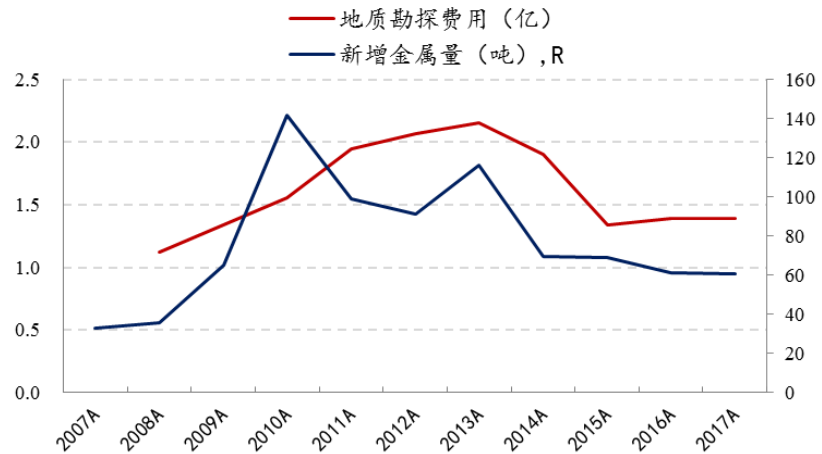
除了依托现有矿山积极勘探增储外，公司将未来重心放于海外市场，关注南美、加拿大、澳大利亚等地已经投产或接近投产的项目。招金集团海外投资团队成功试水财务投资后，逐步转向战略投资定增和股权并购控股阶段，争取2025年之前实现“国内一半，国际一半”的发展战略目标，当前黄金类矿业公司估值处于相对低谷期，正是国内企业进行海外价值投资的较好时间窗口。

3.2、资源储备丰富，海域金矿有望成为未来增长引擎

公司具备丰富的黄金资源储备，地勘增储积极。截止2017年末，公司经JORC评审的黄金资源量1252吨，可开采储备为528吨，省内一半、省外一半。黄金矿产

资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的核心竞争力和发展空间，若公司保持近3年的开采速度，粗略估计现有可开采储量可服务年限接近29年。公司在地产勘探和增加黄金储备方面非常积极，每年花费约1.4亿探矿增厚黄金储备约60吨。

图表31、公司重视地勘投入，每年支出约1.5亿用于提高现有矿山周边和深度找矿力度



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资源储备转化为产量，有望带来超出市场预期增长。与主要矿区也位于胶东半岛的山东黄金相比，公司在黄金储量、平均品位上不逊于山金，但在采选能力和矿产金产量上仍有较大提升空间，资源储备有望转化为产量，带来超出市场预期增长。此外，公司拥有探矿权37个，探矿权面积528.86平方公里。

图表32、招金矿业的采选能力仍有大幅提升空间

	黄金储量 (万吨)	平均品位 (g/吨)	选矿能力 (万吨/年)	勘探增储 (吨/年)	矿产金产量 (18E, 吨)
招金矿业	528	3.09	900	60	20
山东黄金	380	3.10	2000	20	40

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

预计公司未来2年保持产量平稳，2020年将迎来重大矿山产能投放。目前，夏甸金矿和大尹格庄金矿在进行深部开拓项目，海域金矿预计将在2020年投产，2-3年时间可满产，满产后产量达15-18吨/年。重大矿山的产能投放将带来矿产金产量的靓丽增长，且海域金矿资源储量大，品位高，克金综合成本低，海域金矿目前黄金资源量500吨（较公司获得该项目时增加了30吨），金矿品位4.3克/吨，公司预计克金成本约100元。

4、盈利预测与投资建议

从行业层面，随着市场对美国经济和美国股市见顶的担忧，黄金有望迎来中期行情。黄金股目前估值合理，若金价上涨，在当前市场环境下可能面临 EPS 和估值的双重修复，若全球权益市场继续调整，黄金股相对收益将更加明显。

从公司层面，我们推荐招金矿业基于以下三点理由：

- 作为专注纯金业务的公司，从金价上涨增厚 EPS 的角度公司的业绩弹性更大。
- 公司资源储备丰富，勘探增储积极，静待扩产后带来的业绩爆发；
- 海域金矿 2020 年投产，有望成为未来增长引擎。

假设公司 2018-2019 年维持产量平稳，2020 年海域金矿投产贡献 3.76t 矿产金，2019 年、2020 年黄金均价温和上涨至 285 元/克，则公司 2018-2020 归母净利润分别为 7.05 亿元/8.51 亿元/10.81 亿元，同比+9.5%/+20.7%/+27.1%，对应当前收盘价的 PE 分别为 30.9/25.6/20.2 倍。公司将充分享受金价上涨带来的业绩弹性，1%的金价波动对应 4.5%的 EPS 变动。

公司的吨资源量市值、吨产量市值、一致预期 PE 均低于行业平均水平，存在一定低估。考虑到公司在资源储备和矿产金产量方面的积极前景，我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价 9.56 港元，对应 2019 年 32 倍 PE。

图表33、公司盈利预测主要假设

年份	2017	2018E	2019E	2020E
平均售价(元/克)	276.29	272.03	285.00	285.00
单位现金成本(元/克)	140.75	146.38	150.00	151.00
矿产金产量(吨)	20.30	20.20	20.20	23.96

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表34、公司盈利预测结果

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,674	6,286	6,711	7,758
同比增长(%)	0.1	-5.8	6.8	15.6
归属股东净利润(百万元)	644	705	851	1,081
同比增长(%)	82.3	9.5	20.7	27.1
毛利率(%)	39.5	38.5	39.8	40.6
净利润率(%)	9.6	11.2	12.7	13.9
净资产收益率(%)	4.9	5.2	6.1	7.4
每股收益(元)	0.20	0.22	0.26	0.34
每股净资产(元)	5.31	5.36	5.56	5.82
市盈率(倍)	33.8	30.9	25.6	20.2
市净率(倍)	1.27	1.26	1.22	1.16

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表35、公司盈利预测主要假设

金价(元/克)	273.6	279.3	282.15	285.00	287.85	290.7	296.4
变化率(%)	-4%	-2%	-1%	0%	1%	2%	4%
2019年预测EPS	0.217	0.241	0.252	0.264	0.276	0.288	0.312
变化率(%)	-18%	-9%	-4%	0%	4%	9%	18%

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

图表36、可比公司估值

	市值(亿, 本币)	金资源量(吨)	矿产金产量(吨)	吨资源量市值(亿人民币/吨)	吨产量市值(亿人民币/吨)	2018 best PE	2019 best PE
招金矿业(H)	246.38	1251.77	18.52	0.17	11.71	32.21	26.91
山东黄金(H)	673.76	1007.30	35.88	0.59	16.53	29.96	23.06
中国黄金国际(H)	41.18	131.57	7.30	0.28	4.97	12.10	6.34
山东黄金(A)	637.19	1007.30	35.88	0.63	17.76	44.05	35.69
中金黄金(A)	280.92	495.00	25.39	0.57	11.06	81.86	69.58
西部黄金(A)	99.72	-	3.63	-	27.47	-	-
湖南黄金(A)	88.95	132.51	4.97	0.67	17.90	35.57	32.48

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 数据更新至2018-12-11, best PE为彭博一致预期

5、风险提示

黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、短期债务压力、安全事故及环保风险

附表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,674	6,286	6,711	7,758
营业成本	-4,039	-3,868	-4,040	-4,606
销售费用	-45	-48	-47	-56
管理费用	-894	-837	-837	-993
财务费用	-433	-472	-456	-457
其他收益及亏损	-375	-20	-48	-17
除税前溢利	888	1,040	1,282	1,630
所得税	-134	-220	-269	-342
年度全面收益	754	820	1,013	1,287
少数股东损益	110	115	162	206
归属股东净利润	644	705	851	1,081
BPS	0.20	0.22	0.26	0.34

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
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	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	888	1,040	1,282	1,630
折旧和摊销	916	987	1,063	1,141
经营资本变动	-1,279	1,015	-205	-466
其它	542	375	349	254
经营活动现金流	1,067	3,416	2,490	2,558
资本开支	-1,542	-2,174	-2,019	-1,981
其它	511	10	10	10
投资活动现金流	-1,030	-2,164	-2,009	-1,971
融资活动现金流	412	409	-824	-894
现金净变动	449	1,661	-343	-307
现金的期初余额	1,438	1,847	3,508	3,165
现金的期末余额	1,847	3,508	3,165	2,859

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性 (%)				
营业收入增长率	0.1	-5.8	6.8	15.6
净利润增长率	82.3	9.5	20.7	27.1
盈利能力 (%)				
毛利率	39.5	38.5	39.8	40.6
归属股东净利率	9.6	11.2	12.7	13.9
ROE	4.9	5.2	6.1	7.4
偿债能力 (%)				
净资产负债率	101.7	105.7	102.5	99.6
流动比率	58.3	58.8	58.2	60.1
速动比率	32.5	35.2	33.8	33.0
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	3.8	5.6	5.1	4.8
每股资料 (元)				
每股收益	0.20	0.22	0.26	0.34
每股净资产	5.21	5.36	5.56	5.82
估值比率 (倍)				
PE	33.8	30.9	25.6	20.2
PB	1.27	1.26	1.22	1.16

海外公司深度研究报告

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.xyzq.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、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、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、森浩集团股份有限公司、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和天美（控股）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、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。