



招金礦業 (1818.HK)

投資評等及目標價



1818.HK
評級：買進
目標價：8.7 HKD

基本資料

| 股票資訊 | |
|---------------|------------------|
| 目前股價 | 6.99 |
| 股票代碼 | 1818.HK |
| 日成交量(百萬股) | 16.83 |
| 52周最高價/最低價 | 14.48/4.46 |
| 發行股數(百萬股) | 2965 |
| 其中：H股流通股(百萬股) | 1153 |
| 第一大股東 | 山東招金集團有限公司 (39%) |

| 最近估值走勢 | 1-w | 1-m | 3-m | YTD |
|---------|------|------|-------|--------|
| 1818.HK | 15% | 26% | -8% | -45% |
| 紅籌指數 | 0.6% | 2.8% | -1.9% | -9.0% |
| 國企指數 | 0.8% | 2.4% | -7.1% | -16.0% |

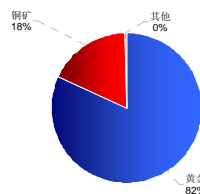
資料來源：元富上海

近一年股價走勢 (相對漲幅)



資料來源：元富上海

1H13 產品主結構



資料來源：元富上海

元富上海代表處

電郵：research@masterlink-cn.com

黃金價格觸底反彈，公司投資價值重現

- **1H13淨利潤下降4成，低於我們及市場預期。**報告期公司實現營業收入24.53億元，YoY+23%，HoH-57%，歸屬於上市公司股東淨利潤3億元，YoY-40%，HoH-79%，每股收益為0.10元，低於我們及市場預期，主要是報告期公司黃金銷售價格降幅高於預期。
- **1H13收入增長主要是公司源于黃金業務銷量增加，其中礦產金占比進一步提高至82%，盈利結構得以優化。**1H13公司完成黃金總產量12351.6千克，YoY-1.35%，礦產金產量達8624.1千克，YoY+10.99%，冶煉金為3727.5千克，YoY-21.53%，礦產金占比提升至69.8%。根據公司克金單價及收入推導1H13黃金銷售量約為6680千克，YoY+45.59%，整體黃金業務收入YoY+25.8%，占總營收比重回升至82%。
- **1H13黃金價格處於下滑通道，且公司黃金銷售價格低於市場價，均價同比回落13.7%。**1H13國內黃金期貨均價為306元/克，YoY-9.7%；COMEX黃金期貨均價為1523美元/盎司，YoY-7.8%。1H13公司克金銷售價格為290元，YoY-13.7%，較交易所平均價格低16元/克。
- **評價及投資建議：**近兩個月黃金價格強勢反彈，6月末至今COMEX黃金和滬金分別累計上漲15.8%和14.1%，8月23日ETF大幅增持黃金6噸，加上進入9月後黃金將步入傳統消費旺季，實物需求也將推動金價上行，預計短期內黃金價格上漲態勢有望保持。我們下調2013年EPS至0.29元，預計2014年EPS為0.40元，對應H股13-14年PE分別為19.3倍和13.9倍，公司業績對黃金價格敏感性較高，上調評級至“買進”，目標價為8.7元。

主要財務分析

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 4,157.20 | 5,921.95 | 7,660.06 | 4,973.39 | 5,870.00 |
| 年增率 (%) | 46.90 | 42.45 | 29.35 | -35.07 | 18.03 |
| 營業毛利 | 2,310.84 | 3,244.59 | 3,752.08 | 2,418.59 | 2,763.00 |
| 營業利潤 | 1,676.53 | 2,323.20 | 2,805.60 | 1,441.36 | 1,830.15 |
| 年增率 (%) | 67.61 | 38.57 | 20.76 | -48.63 | 26.97 |
| 利潤總額 | 1,651.90 | 2,286.52 | 2,664.58 | 1,159.98 | 1,587.15 |
| 歸屬母公司淨利潤 | 1,201.73 | 1,661.58 | 1,923.52 | 858.17 | 1,187.98 |
| 年增率 (%) | 59.38 | 38.27 | 15.76 | -55.39 | 38.43 |
| 每股收益 | 0.412 | 0.569 | 0.649 | 0.289 | 0.401 |
| 毛利率 | 55.59 | 54.79 | 48.98 | 48.63 | 47.07 |
| 營業利潤率 | 40.33 | 39.23 | 36.63 | 28.98 | 31.18 |
| 總利潤率 | 39.74 | 38.61 | 34.79 | 23.32 | 27.04 |
| 歸屬母公司淨利率 | 28.91 | 28.06 | 25.11 | 17.26 | 20.24 |
| ROA (%) | 12.76 | 12.50 | 10.71 | 3.84 | 5.13 |
| ROE (%) | 20.81 | 23.75 | 20.80 | 15.21 | 6.73 |
| ROCE (%) | 16.38 | 19.22 | 16.05 | 10.16 | 5.81 |

資料來源：元富上海預估整理



2013年上半年淨利潤下降4成，低於我們及市場預期

招金礦業發佈 2013 年中期業績，報告期公司實現營業收入 24.53 億元，同比增加 23%，環比減少 57%，歸屬於上市公司股東淨利潤 3 億元，同比減少 40%，環比減少 79%，每股收益為 0.10 元，低於我們及市場預期，主要是報告期公司黃金銷售價格降幅高於預期。

招金礦業半年業績情況

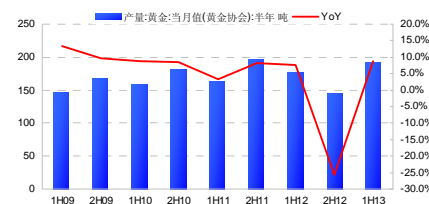
| | 單位 | 2H11 | 1H12 | 2H12 | 1H13 | YoY | HoH |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 營業收入 | 百萬元 | 3,382 | 1,991 | 5,669 | 2,453 | 23% | -57% |
| 營業成本 | 百萬元 | 1,485 | 842 | 3,066 | 1,329 | 58% | -57% |
| 毛利 | 百萬元 | 1,897 | 1,149 | 2,603 | 1,124 | -2% | -57% |
| 毛利率 | % | 56.1% | 57.7% | 45.9% | 45.8% | | |
| 銷售、行政及一般費用 | 百萬元 | 391 | 354 | 497 | 402 | 13% | -19% |
| 費用率 | % | 12% | 18% | 9% | 16% | | |
| 營業利潤 | 百萬元 | 1,300 | 758 | 2,048 | 588 | -22% | -71% |
| 母公司淨利潤 | 百萬元 | 941 | 495 | 1,428 | 300 | -40% | -79% |
| EPS (攤薄後) | 元 | 0.32 | 0.17 | 0.48 | 0.10 | -41% | -79% |

資料來源：公司資料，元富上海

收入增長主要是公司源于黃金業務銷量增加，其中礦產金占比進一步提高至69.8%，盈利結構得以優化

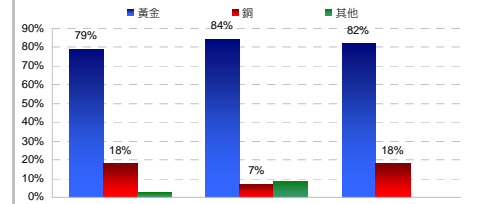
1H13公司營收同比增長主要源于黃金業務銷售量增加。報告期公司完成黃金總產量12351.6千克，同比減少1.35%，其中得益于阜外金礦產能釋放，集團礦產金產量達8624.1千克，同比增長10.99%，黃金冶煉加工為3727.5千克，同比減少21.53%，礦產金占比同比提升7.7個百分點至69.8%。公司在中報中未披露銷量資料，根據公司克金單價及收入推導1H13黃金銷售量約為6680千克，同比增加45.59%，整體黃金業務收入同比增加25.8%，占總營收比重回升至82%。

大陸黃金半年度產量及增速走勢圖



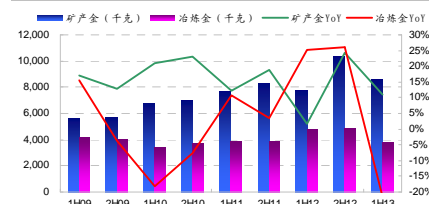
資料來源：元富上海

營收收入占比變化圖



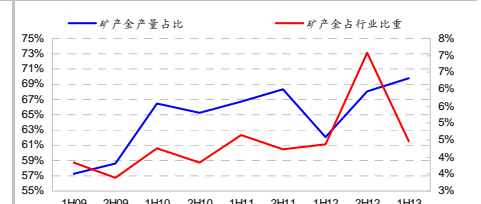
資料來源：元富上海

公司礦產金產量保持穩定增長



資料來源：元富上海

公司礦產金產量占比走勢圖



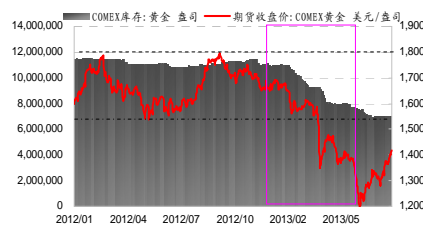
資料來源：元富上海



1H13黃金價格處於下滑通道，且公司黃金銷售價格低於市場價，均價同比回落13.7%

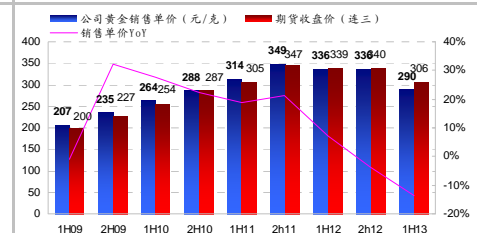
2013年上半年黃金價格一直處於下滑通道，並有兩次重大的下挫，分別發生在4月中旬及6月底，我們認為金價回落主要有兩方面原因：1、2013年全球經濟復甦勢頭良好，日歐PMI資料穩步攀升，並於6月份創出1年來的新高，全球風險偏好有所上升；2、美國資料表現好於市場預期，美元指數迎來反彈，截止6月底，美元指數收於83.18，較年初上漲4.3%。上半年國內黃金期貨均價為306元/克，同比減少9.7%；COMEX黃金期貨均價為1523美元/盎司，同比減少7.8%。公司方面，上半年公司克金銷售價格為290元，同比減少13.7%，較交易所平均價格低16元/克。

國際黃金價格走勢圖



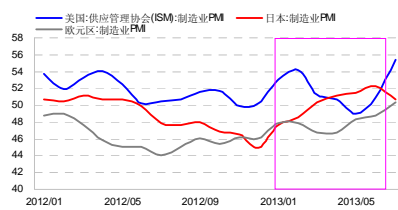
資料來源：元富上海

公司黃金銷售價與期貨收盤價對比



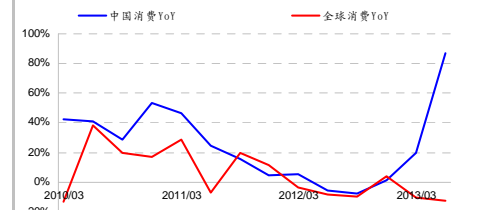
資料來源：元富上海

日歐美三國經濟復甦勢頭良好



資料來源：元富上海

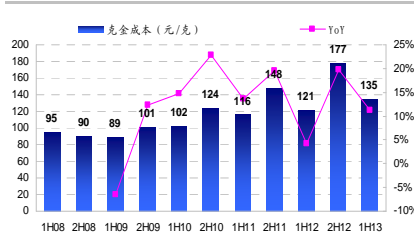
全球及中國黃金消費量增速走勢圖



資料來源：元富上海

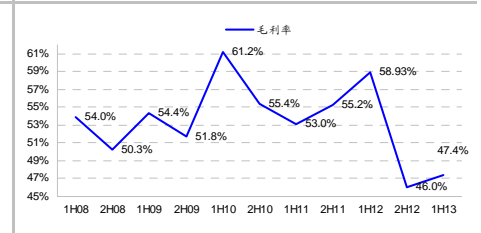
成本方面，上半年公司綜合克金成本為134.63元/克，較去年同期上升了10.39%，主要是公司單位元元元元元人工成本、攤銷及折舊增加所致，公司毛利率同比下降11.5百分點至47.41%，創出上市以來新低。另外受銅及金精礦銷量增長引起運輸費用增長，1H13公司消費及分銷開支同比增加28%至41.38百萬元，同時受人工費用上漲及本期計提存貨跌價準備所致，公司行政開支及其他經營開支同比大幅增長47%至520百萬元。

公司克金成本及增速走勢圖



資料來源：元富上海

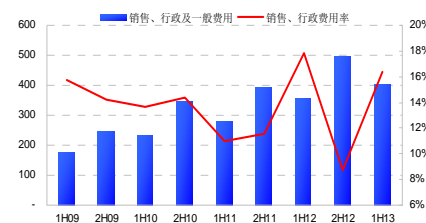
公司半年銷售毛利率走勢圖



資料來源：元富上海

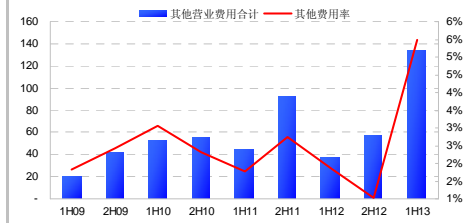


公司銷售及行政費用走勢圖



資料來源：元富上海

公司其他營業費用及費用率逐年攀升



資料來源：元富上海

下調2013年EPS預測至0.29元，考慮到短期內黃金價格仍有上漲空間，上調評級至“買進”，目標價為8.7元

近兩個月黃金價格強勢反彈，6月末至今COMEX黃金和滬金分別累計上漲15.8%和14.1%，低價位黃金對投資者的吸引力重現，8月23日ETF大幅增持黃金6噸，加上進入9月後黃金將步入傳統消費旺季，實物需求也將推動金價上行，此外，近期由於敘利亞國內緊張局勢，黃金避險需求增加，多重因素將推動黃金價格持續上漲，有利於公司盈利能力改善。

我們下調2013年EPS至0.29元，預計2014年EPS為0.40元，對應H股13-14年PE分別為19.3倍和13.9倍，考慮到短期內黃金價格仍有上漲空間，而公司業績對黃金價格敏感性較高，且估值相對便宜，上調評級至“買進”，目標價為8.7元。

招金礦業估值處於行業中等水準（股價截止 8 月 27 日）

| 代碼 | 證券簡稱 | 最新收盤價 (港元) | 港股市值(百萬元) | 市盈率 PE(倍) | 市淨率 PB(倍) | 市銷率 PS(倍) | 市現率經營現金流(倍) |
|---------|--------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 0246.HK | 瑞金礦業 | 8.81 | 8,006 | 8.54 | 1.48 | 4.98 | 6.76 |
| 1051.HK | 國際資源 | 0.30 | 5,582 | -37.30 | 0.91 | 360.44 | -10.24 |
| 1194.HK | 中國貴金屬 | 1.15 | 5,003 | 11.24 | 0.89 | 3.06 | 409.17 |
| 1818.HK | 招金礦業 | 6.99 | 20,731 | 8.74 | 2.00 | 2.19 | 160.43 |
| 2099.HK | 中國黃金國際 | 25.35 | 10,049 | 18.27 | 0.95 | 3.90 | -7.51 |
| 2899.HK | 紫金礦業 | 1.89 | 41,225 | 6.41 | 1.19 | 0.70 | 23.92 |
| 3330.HK | 靈寶黃金 | 1.85 | 1,425 | 6.99 | 0.48 | 0.18 | -14.15 |
| | 行業平均 | 6.62 | 13,146 | 3.27 | 1.13 | 53.64 | 81.20 |

資料來源：元富上海，wind



損益表

百萬元

| | 1H11 | 2H11 | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13F | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 營業收入 | 2,540 | 3,382 | 1,991 | 5,669 | 2,453 | 2,520 | 4,157 | 5,922 | 7,660 | 4,973 | 5,870 |
| 營業成本 | 1,192 | 1,485 | 842 | 3,066 | 1,329 | 1,226 | 1,787 | 2,677 | 3,908 | 2,555 | 3,107 |
| 營業毛利 | 1,348 | 1,897 | 1,149 | 2,603 | 1,124 | 1,295 | 2,311 | 3,245 | 3,752 | 2,419 | 2,763 |
| 營業費用 | 324 | 484 | 391 | 555 | 536 | 441 | 694 | 808 | 946 | 977 | 933 |
| 營業利潤 | 1,024 | 1,413 | 758 | 2,048 | 588 | 854 | 1,617 | 2,436 | 2,806 | 1,441 | 1,830 |
| 營業外收支 | -34 | -116 | -91 | -50 | -182 | -99 | 35 | -150 | -141 | -281 | -243 |
| 利潤總額 | 990 | 1,297 | 667 | 1,997 | 405 | 755 | 1,652 | 2,287 | 2,665 | 1,160 | 1,587 |
| 所得稅 | 243 | 320 | 142 | 476 | 84 | 166 | 410 | 564 | 618 | 250 | 349 |
| 少數股東損益 | 26 | 35 | 30 | 93 | 22 | 30 | 40 | 61 | 123 | 52 | 50 |
| 歸屬母公司淨利潤 | 720 | 941 | 495 | 1,428 | 300 | 559 | 1,202 | 1,662 | 1,924 | 858 | 1,188 |
| 每股收益 | 0.25 | 0.32 | 0.17 | 0.48 | 0.10 | 0.19 | 0.41 | 0.57 | 0.65 | 0.29 | 0.40 |
| HoH/YoY(%) | 1H11 | 2H11 | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13F | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
| 營業收入 | 4.66 | 33.16 | (41.13) | 184.75 | (56.72) | 2.72 | 46.90 | 42.45 | 29.35 | (35.07) | 18.03 |
| 營業利潤 | 15.54 | 26.96 | (41.68) | 170.14 | (71.29) | 45.19 | 67.61 | 38.57 | 20.76 | (48.63) | 26.97 |
| 利潤總額 | 9.54 | 31.04 | (48.56) | 199.41 | (79.70) | 86.08 | 58.13 | 38.42 | 16.53 | (56.47) | 36.83 |
| 歸屬母公司淨利潤 | 12.43 | 30.73 | (47.38) | 188.28 | (79.02) | 86.38 | 59.38 | 38.27 | 15.76 | (55.39) | 38.43 |
| 各項比率 | 1H11 | 2H11 | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13F | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
| 毛利率 | 53.06 | 56.08 | 57.73 | 45.91 | 45.82 | 51.37 | 55.59 | 54.79 | 48.98 | 48.63 | 47.07 |
| 營業利潤率 | 40.30 | 41.77 | 38.07 | 36.12 | 23.96 | 33.87 | 38.90 | 41.14 | 36.63 | 28.98 | 31.18 |
| 總利潤率 | 38.97 | 38.34 | 33.51 | 35.23 | 16.53 | 29.94 | 39.74 | 38.61 | 34.79 | 23.32 | 27.04 |
| 歸屬母公司淨利率 | 28.35 | 27.84 | 24.88 | 25.19 | 12.21 | 22.16 | 28.91 | 28.06 | 25.11 | 17.26 | 20.24 |

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

| Year-end Dec. 31 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | Year-end Dec. 31 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 貨幣資產 | 782 | 1,246 | 1,351 | 2,464 | 淨利潤 | 1,202 | 1,662 | 1,924 | 858 |
| 短期投資 | 16 | 27 | 32 | 32 | 折舊與攤銷 | 384 | 480 | 439 | 440 |
| 應收帳款 | 572 | 567 | 986 | 1,492 | 營運資金變化 | (680) | (347) | (827) | 421 |
| 存貨 | 779 | 2,131 | 2,011 | 1,503 | 其他 | 178 | 284 | 214 | 200 |
| 其他流動資產 | 33 | 0 | 0 | 0 | 來自營運之現金流量 | 1,084 | 2,079 | 1,749 | 1,919 |
| 流動資產 | 2,183 | 3,971 | 4,380 | 5,490 | 資本支出 | 1,327 | 1,778 | 2,498 | 2,583 |
| 長期投資 | 39 | 42 | 46 | 45 | 長投增減 | (20) | 46 | 21 | (1) |
| 固定資產 | 3,691 | 4,927 | 7,373 | 10,000 | 其他 | (567) | (444) | (910) | (300) |
| 其他資產 | 3,502 | 4,351 | 6,169 | 6,807 | 來自投資之現金流量 | (1,873) | (2,269) | (3,429) | (2,882) |
| 總資產 | 9,415 | 13,291 | 17,968 | 22,342 | 自由現金流量 | (789) | (190) | (1,681) | (963) |
| 短期借款 | 370 | 1,510 | 3,168 | 3,200 | 借款增(減) | (241) | 1,224 | 2,564 | 2,500 |
| 應付帳款 | 691 | 1,985 | 927 | 372 | 增資/減資 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流動負債 | 425 | 416 | 860 | 9,327 | 其他 | 244 | 346 | 477 | 125 |
| 流動負債 | 1,485 | 3,911 | 4,954 | 12,899 | 來自融資之現金流量 | (639) | 654 | 1,785 | 2,075 |
| 長期負債 | 1,560 | 1,649 | 2,740 | 2,800 | 匯率調整 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他長期負債 | 594 | 734 | 1,026 | 1,000 | 其他現金流量調整 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 總負債 | 3,639 | 6,294 | 8,720 | 16,699 | 本期產生之現金流量 | (1,428) | 464 | 105 | 1,113 |
| 普通股股本 | 1,457 | 2,915 | 2,966 | 2,966 | Ratio Analysis | | | | |
| 儲備 | 3,930 | 3,669 | 5,438 | 1,838 | Year-end Dec. 31 | | | | |
| 歸屬母公司權益 | 5,387 | 6,584 | 8,404 | 4,804 | ROA(%) | 12.76 | 12.50 | 10.71 | 3.84 |
| 少數股權 | 388 | 414 | 844 | 840 | ROE(%) | 20.81 | 23.75 | 20.80 | 15.21 |
| 股東權益 | 5,776 | 6,997 | 9,248 | 5,644 | ROCE(%) | 16.38 | 19.22 | 16.05 | 10.16 |

資料來源：元富上海

| 公司評級 | 定義 | 產業評級 | 定義 | 免責宣言 |
|-------------|-------------------------|-----------|--------------------|---|
| 強力買進 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50% | 正向 | 行業將超越行業指數表現 20%以上 | 本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。 |
| 買進 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15~50% | 中性 | 行業符合行業指數 | |
| 持有 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內 | 負向 | 行業將低於行業指數表現達 20%以上 | |
| 賣出 | 預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15% | | | |