

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)

22年迈入大项目建设年

2022年03月22日

市场数据

日期	2022.03.21
收盘价(港元)	7.10
总股本(亿股)	32.70
流通股本(亿股)	26.10
总市值(亿港元)	232
流通市值(亿港元)	185
净资产(亿元)	163
总资产(亿元)	430
每股净资产(元)	4.98

数据来源: Wind

相关报告

三季报点评_《金价反弹,成长性优选》_20211121
 行业跟踪:《黄金有望迎来战术性机会》_20211031
 中报点评_安全生产排查影响产量,海域取得突破_20210824
 年报点评_《净利翻番,海域延后》_20210325
 三季报点评_《量价齐升,业绩高增》_20201027
 20中报点评:《金价上行带来业绩高弹性,海域蓄势待发》_20200826
 行业跟踪:《黄金的配置良机归来,这是一个长逻辑》_20200325
 19年业绩点评:《开采量和财务费用拖累业绩》_20200325
 行业跟踪:《复盘08年,危机中的黄金》_20200312
 19Q3业绩点评:《开采量不及预期,仍看好板块弹性》_20191028
 19中报点评:《股价弹性大,下半年业绩有望改善》_20190826
 18年业绩点评:《业绩符合预期,前景大有可为》_20190325

海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,859	7,911	8,675	9,439
同比增长(%)	-10.3	15.3	9.7	8.8
归母净利润(百万元)	34	862	1,086	1,264
同比增长(%)	-96.8	2,458.9	25.9	16.4
毛利率(%)	39.2	41.1	43.6	45.2
净利率(%)	2.8	12.9	15.8	17.5
净资产收益率(%)	0.2	5.1	6.1	6.8
每股收益(元)	0.01	0.26	0.33	0.39
每股净资产(元)	4.98	5.17	5.41	5.69

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

招金矿业公告 2021 年业绩: 全年营收 68.6 亿元, 同比-10.3%; 毛利 26.9 亿元, 同比降 25.5%; 归母净利润为 3369.7 万元, 同比下降 96.8%。本年度未计划派息。
21Q4 产能已全面恢复, 生产经营步入正轨。 山东省进行安全生产大排查, 以及烟台市对非煤矿山开展清理整顿工作, 致使 21Q1-Q3 产量严重受损。公司全年矿产金产量 12.6 吨, 同比下降 37.2%, 冶炼加工黄金 11.0 吨, 同比下降约 28.9%。虽 3 季度末已经全面恢复至证载产能, 较高基数下, 下半年矿产金产量同比依然下降了 40.1% 至 7.3 吨, 但环比增加 36.7%。

产量下降导致克金综合成本大幅上升, 预计单 4 季度成本依然高于往年水平。 产量大幅下降导致单位折旧摊销增多, 我们预计 2021 年综合生产成本有大幅上升, 公司全年毛利率同比下降 8.0ppt 至 39.2%, 依然是下半年好于上半年, H2 毛利率 44.8%, 环比增加 11.0ppt。单看 4 季度, 由于公司严格依定证载能力开采矿石, 我们预计单 4 季度成本依然高于往年水平。行业监管趋严, 生产成本走高将是常态。
全年国内交易所平均金价 373.9 元/克, 同比降 3.2%。销售费用和财务费用小幅下降。管理费用和其它开支维持在较高水平。少数股东损益占比大幅提高至 82.4%。

我们的观点: 2022 年公司将迈入海域项目的建设年, 未来 5 年, 公司产量有翻倍空间, 确定性高。海域金矿已顺利取得采矿证, 完成环评批复, 安全设施设计也获评审通过, 该矿具备“储量大、成本低”的优点, 2022 年开始大规模基建工作, 选矿、生产依次进行, 预计 2025 年达产, 达产产量 16 吨/年, 较公司在产金矿产量有翻倍空间。在金价平稳的假设下, 公司 2022-2026 年归母净利润 CAGR=29.0%。
参考以往美联储“缩表”或“加息”规律, 黄金往往在靴子落地后有一段反弹, 反弹幅度 15-30%, 持续时间 1 个季度-大半年。 当地时间 3 月 16 日, 美联储如期加息 25bp, 并展现出更为鹰派的态度, 目前, 市场预期 2022 年加息超过 4 次, 市场对紧缩已充分预期, 预计下半年加息压力逐步下降 (CPI 前高后低)。

公司当下仍处于低估状态, EV 企业价值/资源量仅为同行的 1/3, 金价反弹和海域金矿的释放将是估值修复的催化剂。

极端假设, 黄金走熊, 招金依然具备绝对收益。 若金价再跌 15% (假设黄金走一个完整熊市), 海域投产后, 招金 2026 年的利润约 11 亿元人民币, 予 20x 估值, 公司估值锚在 300 亿港元市值, 用 DCF (贴现率 3%) 贴现的股权价值也超 300 亿港元。
指引 2022 年矿产金产量同比增 16.6% 至 14.7 吨 (同比 2020 年-26.7%)。 我们预计公司 22/23/24 年归母净利润为 8.6/10.9/12.6 亿元, 同比分别为 +2458.9%/+25.9%/+16.4%。目标价维持 12.5 港元, 维持“买入”评级。

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