

01818.HK 招金矿业

港股通（深）

买入（维持）

超额完成生产任务，强强联合共探海域潜力

2022年10月21日

市场数据

日期	2022.10.20
收盘价(港元)	5.96
总股本(亿股)	32.70
流通股本(亿股)	26.10
总市值(亿港元)	195
流通市值(亿港元)	156
净资产(亿元)	159
总资产(亿元)	465
每股净资产(元)	4.86

数据来源: Wind

相关报告

中报点评_《产量、成本任务双达成，海域项目即将全面建设》_20220823

21 年报点评_《22 年迈入大项目建设年》_20220322

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

海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,859	8,554	8,827	9,841
同比增长(%)	-10.3	24.7	3.2	11.5
归母净利润(百万元)	34	455	645	1,078
同比增长(%)	-96.8	1,251.7	41.5	67.3
毛利率(%)	39.2	38.0	39.6	42.0
净利润率(%)	2.8	7.7	9.6	13.0
净资产收益率(%)	0.2	2.8	3.8	6.1
每股收益(元)	0.01	0.14	0.20	0.33
每股净资产(元)	4.98	5.06	5.19	5.42

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

投资要点

招金矿业公告 2022 年前 9 个月业绩，单看 Q3，收入同比增长 36.1% 至 22.5 亿元，毛利同比增长 81.9% 至 7.5 亿元，归母净利润同比增长 825.5% 至 1.6 亿元。

点评: 前三季度自产金产量超额达成任务，国内金价同比增约 2.8%，公司克金成本控制较好，Q3 毛利率同比恢复 8.4ppt 至 33.3%。

费用把控稳定。 Q3 管理费用同比增长 606 万元；销售费用同比增长 0.2 亿元，预计主要是矿产金销量增加所致；财务费用同比节约 0.5 亿元。

Q3 公允价值变动收益同比减少 0.9 亿元，投资收益同比增加 1.5 亿元，净利润同比增长 115.6% 至 2.0 亿元，归母净利润同比录得高增 825.5% 至 1.6 亿元。

公司联手紫金矿业完成对山东瑞银股权收购，招金持有山东瑞银股权增至 70%，紫金矿业收购剩余 30% 股权，紫金矿业过往有多次成功并购经验，本次合作是对海域金矿项目潜力的认证。海域金矿项目进展顺利，安全设施设计通过审查，安全三同时 8 月正式批复，项目即将全面建设，2025/2026 年将大规模贡献利润。

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（上市公司权益占比提升至 70%）于今年 8 月拿到“安全三同时”批复，生产准备工作正在进行中。该矿计规模为采选 12,000 吨/日，资源储量达 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，具备“储量大、成本低”的优点，预计 2025 年达产，达产产量 16 吨/年，较公司在产金矿的产量有翻倍空间。在金价平稳的假设下，公司 2022-2026 年归母净利润 CAGR=29.0%。

建议关注黄金。 当前市场预期联储的加息终点将在明年 3 月，加息至 4.5%-5% 的水平，而之后维持并缓慢降息。金价对利率高度敏感，美联储政策转向即为金价的买入时点。近期需关注 11 月美国中期选举后政治层面加息诉求的降温。

公司当下仍处于价值低估状态，EV 企业价值/资源量不到同行头部企业的 1/3，金价反弹和海域金矿的释放将是估值修复的催化剂。 我们上调盈利预测，预计公司 22/23/24 年归母净利润为 4.6/6.5/10.8 亿元，同比分别为 +1251.7%/+41.5%/+67.3%。目标价 9.1 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

报告正文

招金矿业公告 2022 年前 9 个月业绩：收入同比增长 7.9% 至 57.9 亿元，毛利同比增长 18.6% 至 21.3 亿元，归母净利润同比增长 659.8% 至 2.7 亿元。

单看 Q3，收入同比增长 36.1% 至 22.5 亿元，毛利同比增长 81.9% 至 7.5 亿元，归母净利润同比增长 825.5% 至 1.6 亿元。

我们点评如下：

前三季度自产金产量超额达成任务，国内金价同比增约 2.8%，公司克金成本控制较好，Q3 毛利率同比恢复 8.4ppt 至 33.3%。

费用把控稳定。Q3 管理费用同比增长 606 万元；销售费用同比增长 0.2 亿元，预计主要是矿产金销量增加所致；财务费用同比节约 0.5 亿元。

Q3 公允价值变动收益同比减少 0.9 亿元，投资收益同比增加 1.5 亿元，净利润同比增长 115.6% 至 2.0 亿元，归母净利润同比录得高增 825.5% 至 1.6 亿元。

公司联手紫金矿业完成对山东瑞银股权收购，招金持有山东瑞银股权增至 70%，紫金矿业收购剩余 30% 股权，紫金矿业过往有多次成功并购经验，本次合作是对海域金矿项目潜力的认证。海域金矿项目进展顺利，安全设施设计通过审查，安全三同时近日正式批复，项目即将全面建设，2025/2026 年将大规模贡献利润。

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（上市公司权益占比提升至 70%）于今年 8 月拿到“安全三同时”批复，生产准备工作正在进行中。该矿计规模为采选 12,000 吨/日，资源储量达 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，具备“储量大、成本低”的优点，预计 2025 年达产，达产产量 16 吨/年，较公司在产金矿的产量有翻倍空间。在金价平稳的假设下，公司 2022-2026 年归母净利润 CAGR=29.0%。

建议关注黄金。当前市场预期联储的加息终点将在明年 3 月，加息至 4.5%-5% 的水平，而之后维持并缓慢降息。金价对利率高度敏感，美联储政策转向即为金价的买入时点。近期需关注 11 月美国中期选举后政治层面加息诉求的降温。

公司当下仍处于价值低估状态，EV 企业价值/资源量不到同行头部企业的 1/3，金价反弹和海域金矿的释放将是估值修复的催化剂。我们上调盈利预测，预计公司 22/23/24 年归母净利润为 4.6/6.5/10.8 亿元，同比分别为 +1251.7%/+41.5%/+67.3%。目标价 9.1 港元，维持“买入”评级。

表 1、招金矿业的估值比较

	市值/储量	市值/产量	EV/储量	EV/产量
招金矿业	0.6%	74%	1.6%	187%
山东黄金	2.2%	123%	3.3%	189%
巴里克黄金	3.7%	58%	4.5%	69%
纽蒙特矿业	3.5%	54%	4.3%	67%

资料来源：Bloomberg，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
数据日期：2022 年 10 月 20 日

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

附表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,859	8,554	8,827	9,841
营业成本	-4,167	-5,304	-5,335	-5,708
销售费用	-31	-41	-42	-49
管理费用	-1,496	-1,700	-1,770	-1,908
财务费用	-608	-560	-560	-560
其他收益及亏损	-275	-75	7	89
除税前溢利	282	874	1,126	1,705
所得税	-91	-218	-282	-426
年度全面收益	191	655	845	1,278
少数股东损益	157	200	200	200
归母净利润	34	455	645	1,078
EPS (元)	0.01	0.14	0.20	0.33

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,625	12,250	12,350	13,084
货币资金	2,998	1,745	1,780	1,986
应收账款	188	950	981	1,093
存货	4,181	5,922	5,957	6,374
其它	4,258	3,632	3,632	3,632
非流动资产	31,398	31,994	32,520	32,976
物业、厂房及设备	15,458	15,996	16,469	16,875
预付租金	741	725	709	694
无形资产	11,612	11,679	11,740	11,797
于联营公司的投资	694	702	710	718
其它	2,892	2,892	2,892	2,892
资产总计	43,023	44,243	44,869	46,060
流动负债	15,773	16,546	16,564	16,778
短期借款	7,829	7,829	7,829	7,829
应付账款	389	3,043	3,061	3,275
其他	7,555	5,675	5,675	5,675
非流动负债	7,521	7,521	7,521	7,521
长期借款	1,299	1,299	1,299	1,299
其他	6,221	6,221	6,221	6,221
负债合计	23,294	24,067	24,085	24,299
股本	3,270	3,270	3,270	3,270
储备	8,493	8,740	9,148	9,925
少数股东权益	3,427	3,627	3,827	4,027
股东权益合计	16,302	16,550	16,958	17,735
负债及权益合计	43,023	44,243	44,869	46,060

会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	282	874	1,126	1,705
折旧和摊销	873	980	1,032	1,084
经营资本变动	728	-1,104	-47	-315
其它	1,238	685	640	513
经营活动现金流	3,120	1,435	2,751	2,987
资本开支	-3,745	-1,920	-1,920	-1,920
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-3,745	-1,920	-1,920	-1,920
融资活动现金流	1,729	-768	-797	-862
现金净变动	1,104	-1,253	35	206
现金的期初余额	1,840	2,998	1,745	1,780
现金的期末余额	2,998	1,745	1,780	1,986

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性(%)				
营业收入增长率	-10.3	24.7	3.2	11.5
归母净利润增长率	-96.8	1251.7	41.5	67.3
盈利能力(%)				
毛利率	39.2	38.0	39.6	42.0
净利率	2.8	7.7	9.6	13.0
ROE	0.2	2.8	3.8	6.1
偿债能力(%)				
净资产负债率	142.9	145.4	142.0	137.0
流动比率	73.7	74.0	74.6	78.0
速动比率	47.2	38.2	38.6	40.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	8.3	9.0	9.0	9.0
每股资料(元)				
每股收益	0.01	0.14	0.20	0.33
每股净资产	4.98	5.06	5.19	5.42
估值比率(倍)				
PE	524.6	38.8	27.4	16.4
PB	1.08	1.07	1.04	1.00

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登记为证券分析师，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.xyqz.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百德医疗投资控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、润歌互动有限公司、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、历城国际发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东方资本有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县鑫鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设投资有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏泉开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、信银(香港)投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南历城控股集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、海口市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、涪博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧

源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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门、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。

兴业证券研究

上海	北京
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编: 200135	邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编: 518035	传真: (852) 35095929
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: ir@xyzq.com.hk