



## Company Report: China Gold International (02099 HK) 中文版

公司报告: 中国黄金国际 (02099 HK)

Chinese version

Kevin Guo 郭勇

(852) 2509 5317

yong.guo@gtjas.com.hk

10 April 2024

### 甲玛矿生产将恢复正常，维持“收集”

- 由于市盈率估值水平较高，我们将中国黄金国际(“公司”)的目标价上调至 **56.10 港元**，并维持“**收集**”评级。我们的目标价对应 16.4 倍、9.0 倍和 7.6 倍 2024-2026 年市盈率。我们预测，公司净利润将在 2024-2026 年稳步增长，主要受金属价格上涨和矿产品产量增加的推动。
- 公司 2023 年录得 **2,550 万美元** 亏损。甲玛矿因尾矿库尾砂外溢，自 2023 年 3 月 27 日起停产。因此，公司的矿产品总产量大幅下降，公司从 2023 年第二季度开始未从甲玛矿录得任何收入。2023 年公司矿产铜总产量同比下降 76% 至 20,051 吨，是造成亏损的主因。矿产金总产量也同比下降 38%，至 147,963 盎司。
- 我们预测，随着美联储降息，金价将在 2024 年上涨。在美联储降息期间，黄金资产具有较高价值。如果我们回顾一下从加息到降息周期中金价的表现，我们会发现，在美联储货币政策发生重大变化的时期，黄金资产具有较高价值。当市场确认美联储将开始降息时，黄金价格又会经历一轮上涨。市场普遍预计美联储将在 2024 年降息，唯一的分歧是降息的时间和次数，但这两个因素不会影响金价走势。
- 公司预计甲玛矿的生产将于 2024 年年中恢复正常。2023 年，公司按要求完成了尾矿库坝体修复和加固工作。公司预计甲玛矿复产可能在 5 月份获得政府批准。公司计划在 2024 年生产 43,200-44,500 吨矿产铜和 148,536-157,861 盎司矿产金。
- 催化剂：金价、铜价上涨；甲玛矿生产恢复正常。
- 风险：金价下跌；矿产金和矿产铜产量受外部因素影响。

Rating:

**Accumulate**

Maintained

评级:

收集 (维持)

6-18m TP 目标价:

**HK\$56.10**

Revised from 原目标价:

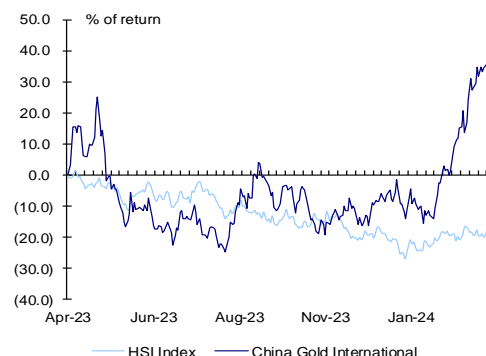
HK\$32.06

Share price 股价:

HK\$51.000

### Stock performance

股价表现



| Change in Share Price             | 1 M  | 3 M  | 1 Y  |
|-----------------------------------|------|------|------|
| 股价变动                              | 1 个月 | 3 个月 | 1 年  |
| Abs. % 绝对变动 %                     | 21.3 | 51.6 | 51.2 |
| Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %       | 18.4 | 47.0 | 68.4 |
| Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元) | 47.8 | 38.9 | 34.7 |

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

| Year End                                | Turnover | Net Profit | EPS     | EPS             | PER                                    | BPS    | PBR | DPS    | Yield | ROE              |
|---|----------|------------|---------|-----------------|--|--------|-----|--------|-------|------------------|
| 年结                                      | 收入       | 股东净利       | 每股净利    | 每股净利变动          | 市盈率                                    | 每股净资产  | 市净率 | 每股股息   | 股息率   | 净资产收益率           |
| 12/31                                   | (US\$ m) | (US\$ m)   | (US\$)  | (Δ %)           | (x)                                    | (US\$) | (x) | (US\$) | (%)   | (%)              |
| 2022A                                   | 1,105    | 223        | 0.562   | (16.6)          | 11.6                                   | 4.802  | 1.4 | 0.000  | 0.0   | 0.0              |
| 2023A                                   | 459      | (26)       | (0.064) | (111.4)         | (102.0)                                | 4.358  | 1.5 | 0.000  | 0.0   | (1.4)            |
| 2024F                                   | 808      | 173        | 0.436   | n.a.            | 14.9                                   | 4.735  | 1.4 | 0.087  | 1.3   | 9.8              |
| 2025F                                   | 1,171    | 315        | 0.796   | 82.6            | 8.2                                    | 5.250  | 1.2 | 0.278  | 4.3   | 16.2             |
| 2026F                                   | 1,194    | 343        | 0.865   | 8.7             | 7.5                                    | 5.812  | 1.1 | 0.303  | 4.6   | 16.0             |
| Shares in issue (m) 总股数 (m)             |          |            |         | 396.4           | Major shareholder 大股东                  |        |     |        |       | China Gold 39.5% |
| Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)        |          |            |         | 20,216.4        | Free float(%) 自由流通比率(%)                |        |     |        |       | 60.5%            |
| 3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)   |          |            |         | 1,790.6         | FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%) |        |     |        |       | 27.5             |
| 52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$) |          |            |         | 53.100 / 27.400 | FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)    |        |     |        |       | 62.3             |

Source: the Company, Guotai Junan International.

**表-1: 同业比较**

| 公司名称                  | 股票代码      | 货币  | 收市价       | 市盈率  |      |      |      | 市净率  |      |      |      | ROE(%) |
|-----------------------|-----------|-----|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
|                       |           |     |           | 23A  | 24F  | 25F  | 26F  | 23A  | 24F  | 25F  | 26F  | 24F    |
| Barrick Gold Corp     | ABX CN    | CAD | 24.44     | 25.2 | 18.8 | 14.7 | 14.9 | 1.4  | 1.3  | 1.3  | 1.2  | 7.3    |
| Newcrest Mining Ltd   | NCM AU    | AUD | n.a.      | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 6.9    |
| Newmont Mining Corp   | NEM US    | USD | 39.67     | n.a. | 18.9 | 14.8 | 15.7 | 1.6  | 1.5  | 1.4  | 1.3  | 8.4    |
| Anglogold Ashanti Ltd | ANG SJ    | ZAr | 43,715.00 | n.a. | 11.1 | 10.2 | 13.2 | 2.7  | 2.0  | 1.7  | 1.6  | 19.3   |
| Kinross Gold Corp     | K CN      | CAD | 8.76      | 19.1 | 17.3 | 19.0 | 23.9 | 1.3  | 1.2  | 1.2  | 1.1  | (0.3)  |
| Gold Fields Ltd       | GFI SJ    | ZAr | 33,004.00 | 22.6 | 15.2 | 11.7 | 13.1 | 3.6  | 3.0  | 2.5  | 2.2  | 21.5   |
| 简单平均                  |           |     |           | 22.3 | 16.3 | 14.1 | 16.2 | 2.1  | 1.8  | 1.6  | 1.5  | 10.5   |
| 加权平均                  |           |     |           | 6.5  | 17.5 | 14.2 | 15.5 | 1.9  | 1.7  | 1.5  | 1.4  | 10.3   |
| 紫金矿业-A 股              | 601899 CH | CNY | 17.01     | 21.3 | 16.9 | 13.6 | 12.1 | 4.1  | 3.5  | 2.9  | 2.5  | 21.3   |
| 山东黄金-A 股              | 600547 CH | CNY | 31.36     | 74.7 | 37.4 | 28.5 | 23.0 | 6.1  | 3.9  | 3.6  | 3.2  | 10.6   |
| 中金黄金-A 股              | 600489 CH | CNY | 13.43     | n.a. | 21.2 | 20.6 | 1.3  | n.a. | 2.3  | 2.2  | n.a. | 11.2   |
| 简单平均                  |           |     |           | 48.0 | 25.2 | 20.9 | 12.1 | 5.1  | 3.2  | 2.9  | 2.8  | 14.4   |
| 加权平均                  |           |     |           | 29.9 | 21.5 | 17.4 | 13.2 | 4.1  | 3.4  | 2.9  | 2.4  | 18.1   |
| 招金矿业-H 股              | 01818 HK  | HKD | 13.42     | 57.8 | 35.1 | 25.4 | 19.1 | 3.4  | 2.1  | 1.9  | 1.8  | 6.0    |
| 紫金矿业-H 股              | 02899 HK  | HKD | 16.80     | 19.0 | 14.8 | 11.6 | 10.6 | 3.7  | 3.2  | 2.7  | 2.3  | 22.5   |
| 中国黄金国际                | 02099 HK  | HKD | 51.00     | n.a. | 18.0 | 7.7  | 7.1  | n.a. | 1.4  | 1.3  | 1.2  | 7.9    |
| 山东黄金-H 股              | 01787 HK  | HKD | 19.12     | 41.2 | 22.2 | 16.0 | 14.0 | 3.4  | 2.2  | 2.1  | 1.8  | 9.2    |
| 简单平均                  |           |     |           | 39.3 | 22.6 | 15.2 | 12.7 | 3.5  | 2.2  | 2.0  | 1.8  | 11.4   |
| 加权平均                  |           |     |           | 25.5 | 17.8 | 13.3 | 11.8 | 3.5  | 2.8  | 2.5  | 2.1  | 18.3   |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

**财务报表和比率**

| 损益表                         |       |         |       |       |       | 资产负债表                         |       |       |       |       |       |
|-----------------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Year end 31 Dec (US\$ m)    | 2022A | 2023A   | 2024F | 2025F | 2026F | Year end 31 Dec (US\$ m)      | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| Total Revenue               | 1,105 | 459     | 808   | 1,171 | 1,194 | PP&E                          | 1,579 | 1,482 | 1,749 | 1,840 | 1,934 |
| Cost of sales               | (709) | (379)   | (521) | (700) | (703) | Lease prepayments             | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| Gross profit                | 396   | 80      | 287   | 472   | 491   | Mining rights                 | 784   | 773   | 700   | 663   | 626   |
| Administrative expenses     | (78)  | (48)    | (52)  | (76)  | (78)  | Equity investments            | 37    | 47    | 50    | 53    | 56    |
| Exploration expenditure     | (0)   | (1)     | (1)   | (1)   | (1)   | Other non-current assets      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Other income and gains      | (11)  | (1)     | 4     | 14    | 19    | Total Non-current Assets      | 2,462 | 2,359 | 2,499 | 2,556 | 2,617 |
| Other Expenses and Losses   | 0     | (25)    | 0     | 0     | 0     | Cash & Cash Equivalents       | 428   | 97    | 194   | 328   | 334   |
| Operating Profit            | 306   | 6       | 238   | 408   | 432   | Inventories                   | 293   | 292   | 218   | 316   | 322   |
| Finance costs               | (31)  | (25)    | (28)  | (30)  | (23)  | Trade & other receivable      | 9     | 17    | 17    | 25    | 25    |
| Profit Before Tax           | 275   | (19)    | 210   | 378   | 409   | Prepayments                   | 1     | 3     | 5     | 7     | 7     |
| Income Tax                  | (50)  | (4)     | (31)  | (53)  | (56)  | Other current assets          | 2     | 68    | 0     | 0     | 0     |
| profit After Tax            | 225   | (23)    | 178   | 325   | 353   | Total Current Assets          | 733   | 476   | 434   | 676   | 689   |
| Non-controlling Interest    | (3)   | (3)     | (5)   | (10)  | (11)  | Total Assets                  | 3,195 | 2,835 | 2,933 | 3,232 | 3,307 |
| Shareholders' Profit / Loss | 223   | (26)    | 173   | 315   | 343   | Trade & other payables        | 218   | 158   | 160   | 161   | 163   |
| Basic EPS                   | 0.562 | (0.064) | 0.436 | 0.796 | 0.865 | Short term loans              | 400   | 144   | 366   | 326   | 162   |
|                             |       |         |       |       |       | Other current liabilities     | 14    | 3     | 3     | 3     | 3     |
|                             |       |         |       |       |       | Total Current Liabilities     | 639   | 305   | 529   | 490   | 328   |
|                             |       |         |       |       |       | Long-term Borrowings          | 434   | 595   | 323   | 410   | 418   |
|                             |       |         |       |       |       | Deferred tax liabilities      | 125   | 102   | 97    | 141   | 143   |
|                             |       |         |       |       |       | Environmental rehabilitation  | 92    | 76    | 77    | 79    | 81    |
|                             |       |         |       |       |       | Other non-current liabilities | 0     | 28    | 30    | 31    | 33    |
|                             |       |         |       |       |       | Total Non-current Liabilities | 653   | 802   | 527   | 661   | 675   |
|                             |       |         |       |       |       | Total Liabilities             | 1,291 | 1,107 | 1,056 | 1,151 | 1,002 |
|                             |       |         |       |       |       | Total Shareholders' Equity    | 1,884 | 1,707 | 1,840 | 2,041 | 2,259 |
|                             |       |         |       |       |       | Minority Interest             | 19    | 21    | 37    | 41    | 45    |
|                             |       |         |       |       |       | Total Equity                  | 1,903 | 1,728 | 1,877 | 2,081 | 2,304 |

| 现金流量表                          |       |       |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Year end 31 Dec (US\$ m)       | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
| Profit after tax               | 225   | (23)  | 178   | 325   | 353   |
| Adjust for depre. & amort.     | 92    | 92    | 91    | 91    | 90    |
| Change in WC                   | 24    | (9)   | 71    | (108) | (7)   |
| Others                         | 77    | (232) | (127) | (148) | (198) |
| Cash from Operating Activities | 419   | (172) | 214   | 160   | 239   |
| Capital expenditure            | (61)  | (65)  | (68)  | (72)  | (76)  |
| Others                         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Cash from Investing Activities | (61)  | (65)  | (68)  | (72)  | (76)  |
| Share issue                    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Net bank borrowings            | (137) | (95)  | (49)  | 46    | (156) |
| Others                         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Cash from Financing Activities | (137) | (95)  | (49)  | 46    | (156) |
| Net Changes in Cash            | 220   | (331) | 97    | 134   | 6     |
| Cash at Beg of Year            | 208   | 428   | 97    | 194   | 328   |
| Foreign exchange rate changes  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Cash at End of Year            | 428   | 97    | 194   | 328   | 334   |

| 财务比率                  |       |         |       |       |       |
|-----------------------|-------|---------|-------|-------|-------|
|                       | 2022A | 2023A   | 2024F | 2025F | 2026F |
| Gross margin (%)      | 35.8  | 17.5    | 35.5  | 40.3  | 41.1  |
| Net margin (%)        | 20.2  | (5.6)   | 21.4  | 26.9  | 28.7  |
| ROA (%)               | 7.0   | (0.9)   | 5.9   | 9.8   | 10.4  |
| ROE (%)               | 12.0  | (1.4)   | 9.7   | 16.3  | 15.9  |
| Net gearing ratio (%) | 21.7  | 35.3    | 27.5  | 20.6  | 11.2  |
| Free CF (mn)          | 357.8 | (236.4) | 145.5 | 87.8  | 162.4 |

资料来源: 公司、国泰君安国际。

**个股评级标准**

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

| 评级 | 定义                               |
|----|----------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 15%<br>或公司、行业基本面展望良好      |
| 收集 | 相对表现 5% 至 15%<br>或公司、行业基本面展望良好   |
| 中性 | 相对表现-5% 至 5%<br>或公司、行业基本面展望中性    |
| 减持 | 相对表现-5% 至 -15%<br>或公司、行业基本面展望不理想 |
| 卖出 | 相对表现小于-15%<br>或公司、行业基本面展望不理想     |

**行业评级标准**

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

| 评级   | 定义                         |
|------|----------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%<br>或行业基本面展望良好    |
| 中性   | 相对表现-5% 至 5%<br>或行业基本面展望中性 |
| 跑输大市 | 相对表现小于-5%<br>或行业基本面展望不理想   |

**利益披露事项**

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com