



黄金不语自高贵，投资、消费两相宜 ——集海资源（拟港交所 IPO）投资价值分析报告

核心观点

◎金矿处于中国黄金核心成矿带

公司拥有宋家沟露天矿山以及宋家沟地下矿山两座，两座矿山均位于烟台三大黄金成矿带之一的牟平-乳山黄金成矿带宋家沟。依据 SRK 报告，两座矿山的探明矿石储量、控制矿石资源量及推断矿石资源量分别约为 23,512 千吨、36,150 千吨及 39,820 千吨，公司金矿有害杂质较少，具有选矿成本优势。两座矿山已探明的金矿储量合计为 23,512 千吨，预计可产黄金 27,463 千克，长期金价按人民币（下同，如无特指）300 元/克计算，已探明的金矿储量未来预计累计黄金销售额可达 8,238.90 百万元。公司 2022 年度上半年已实现收入 217.33 百万元，同比增长 127.86%，实现母公司拥有人溢利 51.44 百万元，同比增长 276.06%。

◎将受益于国内黄金消费和投资上升的发展需求

2016 年至 2021 年中国对首饰黄金的需求稳定增长，考虑到中国对疫情的有效控制及黄金首饰零售活动的恢复以及人民收入水平的持续增加及消费升级，黄金首饰的消费预计将持续增长。中国市场的黄金投资自 2016 年的约 288.8 吨略微增加至 2021 年的约 319.9 吨，复合年增长率为约 2.1%。于可预见未来，受以黄金对冲日后金融市场的不确定性的需求日益增加及预期金价上涨的影响，中国的黄金投资预计将呈现上行趋势。

◎未来业务规划可以支撑公司长期持续发展

自 2021 年起公司开始持续建设额外采矿基础设施，包括扩张宋家沟露天矿山现有边界以南约 150 米采矿地表面积，以及通过剥离矿石的方式开始建造新采矿层区域的工作台，进一步优化建设采矿基础设施。此外还通过现有矿区的额外勘探活动升级黄金储备以延长矿山服务年限，在宋家沟露天矿山采矿许可证涵盖的临近无开采区域及露天采矿矿坑以下区域，通过开展进一步的勘探寻找更多的矿产资源。公司未来计划通过内生性增长及战略性收购继续加强公司在牟平-乳山黄金成矿带的领先市场地位，巩固公司在山东省的市场地位及扩大公司的市场份额。

◎公司盈利预测与估值

预计公司 2022 年-2024 年每股收益（EPS）分别为 3.37 元、3.90 元和 4.52 元，未来三年母公司拥有人溢利将保持 43.86% 的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为人民币 89.54 元。相对估值模型下：目前行业可比公司 2022 年平均 PE 为 27 倍，综合考虑公司的成长性与竞争优势，同时考虑近期恒生指数下行趋势较为明显，我们给予公司 2022 年 22-32 倍 PE，对应每股合理估值区间在人民币 74.14-107.84 元之间。

◎风险提示

黄金市价波动可能产生风险、对黄金冶炼供应商依赖风险、实际产量不及预期风险、新矿山收购不达预期风险以及新兴商品资产替代黄金投资造成黄金需求下降风险。

财务摘要

(千元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	247,872	434,673	481,029	542,293
(+/-) (%)	-31.34%	75.36%	10.66%	12.74%
母公司溢利	40,343	89,319	103,295	120,104
(+/-) (%)	-48.69%	95.52%	15.90%	16.40%
每股收益 (元)	1.55	3.37	3.90	4.53
每股股利 (元)	1.14	1.08	0.27	0.03

数据来源：华通证券研究部

港股研究报告

华通证券国际有限公司研究部
新股价值研究组

SFC:AAK004

Email:yjb@huatongzq.com

估值结论

DCF 合理估值(¥) 89.54 元/股

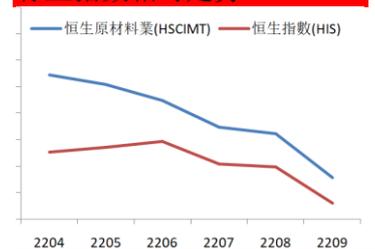
PE 合理估值(¥) 74.14-107.84 元/股

主要数据

截至 2022.06.30

资产总额 (百万元)	842
净资产 (百万元)	602
法定股本数 (万股)	3,700
职工人数 (人)	423
收入 (百万元)	217
年内/期内溢利 (百万元)	72
毛利率	54%
净利率	33.35%
每股收益 (元)	1.96

行业指数相对走势



数据来源：东方财富 Choice 数据



正文目录

一、位于中国核心金矿成矿带，金矿资源储备丰富	3
(一)、公司概况	3
(二)、公司发行前股权架构	3
(三)、公司历史产销数据及溢利概览	4
二、黄金生产行业全球概况	4
1. 全球黄金供应情况	4
2. 全球黄金需求情况	4
三、中国黄金需求及山东省黄金生产情况	5
1. 中国黄金需求情况	5
2. 黄金价格	6
3. 中国黄金资源情况	7
4. 中国黄金产量	7
5. 山东省黄金生产情况	8
四、市场有利驱动因素	8
1. 日益增加的需求	8
2. 日益增加的黄金储量	9
3. 日益上涨的金价	9
4. 先进的开采技术	9
五、公司经营优势及未来业务规划	9
(一)、公司主要经营优势	9
1. 金矿处于中国黄金主产地的核心地带且有害杂质含量低	9
2. 强大的技术团队足以支撑其低于行业平均水平的生产成本及提高营运效率	9
3. 拥有优秀的管理层团队	10
(二)、公司未来业务规划	10
1. 根据矿山优化计划，进一步建设采矿基础设施	10
2. 通过现有矿区的额外勘探活动升级黄金储备以延长矿山服务年限	10
3. 通过选择性收购黄金矿业资产扩张业务及提高市场份额	10
六、募投项目概要	11
七、盈利预测与估值分析	11
1. 盈利预测	11
2. 估值分析	11
(1) 绝对估值	11
(2) 相对估值	12
八、风险提示	12

图表目录

图 1: 2019 年-2022 年产销量比较	4
图 2: 2019 年-2022 年收入及年内/期内溢利	4
图 3: 全球及中国的黄金供应 (2016 年-2026 年)	4
图 4: 全球的黄金需求 (2016 年-2026 年)	5
图 5: 中国的黄金需求 (2016 年-2026 年)	6
图 6: 全球黄金现货价格 (2016 年-2026 年)	6
图 7: 中国黄金现货价格 (2016 年-2026 年)	6
图 8: 2016 年-2021 年中国及山东的黄金探明储量	7
图 9: 2021 年中国各省的黄金探明资源量	7
图 10: 中国的黄金产量 (2016 年-2026 年)	8
图 11: 山东金矿生产的黄金	8
图 12: 2016 年-2021 年中国黄金开采总生产成本	10
图 13: 2021 年中国黄金生产成本构成	10
表 1: 收入预测表	11
表 2: DCF 估值模型	11
表 3: 可比公司估值表	12
表附录: 综合财务报表预测与比率分析	13

一、位于中国核心金矿成矿带，金矿资源储备丰富

（一）、公司概况

集海资源集团是一家于 2019 年 5 月 21 日在开曼群岛注册成立的外商独资公司，通过注册于开曼群岛的全资子公司 Majestic Yantai BVI 控股唯一黄金开采子公司烟台中嘉矿业有限公司从事黄金开采业务。烟台中嘉是一家于 2005 年成立的黄金勘探、开采及加工公司，主要销售自加工金精矿制成的金锭，其位置战略性地位于中国山东省烟台市。根据弗若斯特沙利文报告，烟台中嘉为 2021 年山东省第五大黄金开采公司，市场份额为 2.2%（按矿山产量计）。山东省为中国最大的黄金生产省份，2021 年黄金产量约为 27.6 吨，占当年中国黄金总产量的 10.7% 左右，而烟台市约占 2021 年山东省黄金产量的 90%。因而烟台中嘉享有由于在烟台市的战略位置所带来的增长机遇。

根据 SRK 报告，截至 2022 年 6 月 30 日，公司探明矿石储量、控制矿石资源量及推断矿石资源量分别约为 23,512.0 千吨、36,150.0 千吨及 39,820.0 千吨。目前公司运营两座在营金矿，即宋家沟露天矿山及宋家沟地下矿山。两座矿山均位于烟台的三大黄金成矿带之一的牟平-乳山黄金成矿带宋家沟。

宋家沟露天矿山面积约为 0.594 平方公里，于海拔 150 米至海拔-400 米之间的不同高度作业，矿石许可年产量为 900.0 千吨。宋家沟地下矿山面积约为 0.414 平方公里，在海拔 142 米至海拔-270 米之间的不同高度作业，矿石许可年产量为 90.0 千吨。两座矿山相距约 400 米，此外矿山还配套有选矿厂及尾矿坝等其他配套设施。

依据 SRK 报告，宋家沟露天矿山按目前已探明金矿储量为 22,900 千吨以及按每吨矿石可提取黄金 1.16 克计算，宋家沟露天矿山已探明储量预计可生产黄金 26,600 千克。宋家沟地下矿山按目前已探明的矿石储量 612 千吨以及每吨矿石产黄金 1.41 克计算，宋家沟地下矿山探明储量预计可生产黄金 863 千克。如果长期金价按 300 元/克计算，公司已探明的金矿未来预计销售额累计可达 8,239 百万元，而此销售金额尚未包含公司控制及推断的矿石资源将来所产生的收入。

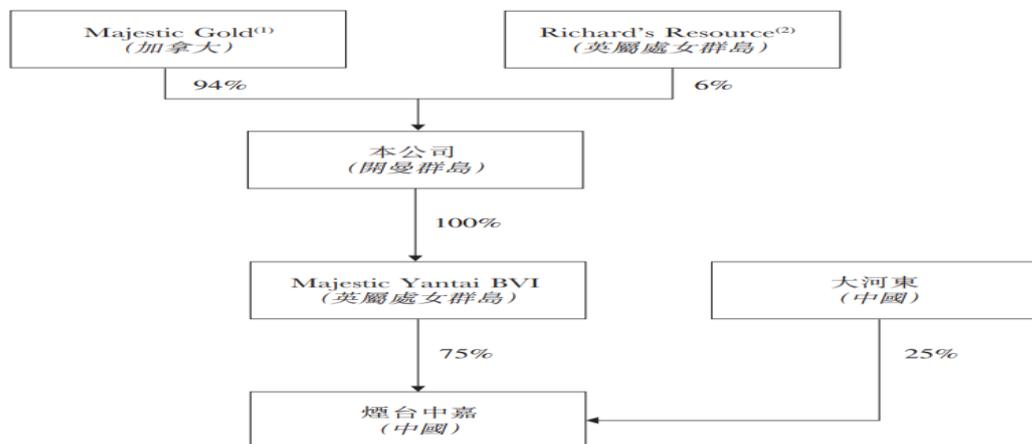
假设未发现任何新矿石储量，按年产能约 3,300 千吨/年计，截至 2022 年 6 月 30 日，宋家沟露天矿山的矿山服务年限约为 8.5 年。按年产能约 90 千吨/年计，宋家沟地下矿山的矿山服务年限约为 7.5 年。此外公司还经营一家年矿石处理产能约为 2,000 千吨的选矿厂以及拥有一个总存储容量为 42.2 百万立方米的尾矿坝，选矿厂距离公司矿山仅 4 公里。公司的矿山资产及选矿厂得到烟台市及黄金供应链上下游产业的有力支持，矿山和选矿厂靠近公路且交通便利。

注：SRK 是一家独立的国际性咨询机构，旨在为客户提供矿产方面专业的咨询建议和问题解决方案。

（二）、公司发行前股权架构

集海资源集团法定股本为 370,000 港元，具体为每股面值 0.01 港元的普通股 3,700 万股。其中加拿大的 Majestic Gold 公司持股 94%，注册于维京群岛的 Richard's Resource 公司持股 6%。集海资源集团通过注册于开曼群岛的全资子公司 Majestic Yantai BVI 持股烟台中嘉 75%，烟台中嘉的另外 25% 股权由烟台大河东公司持有。

图 1：集海资源集团发行前股权架构



资料来源：公司招股书及华通证券研究部

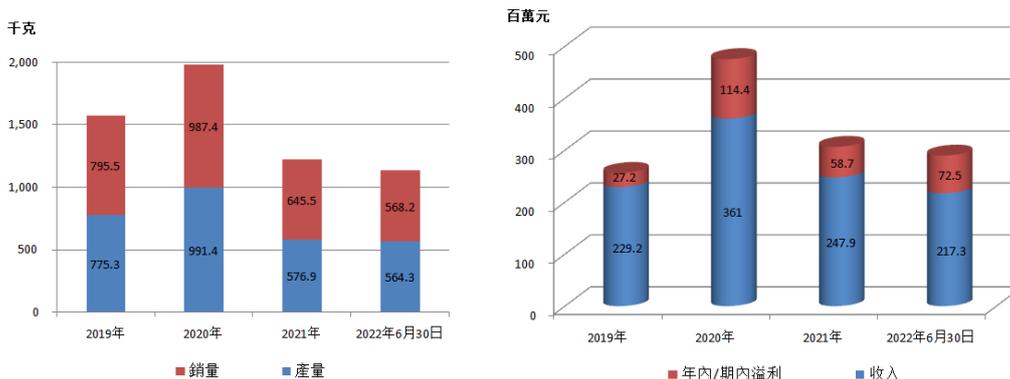
注（1）. Majestic Gold 是一家于多伦多证券交易所创业板(TSX Venture Exchange) 上市的公司；

（2）. Richard's Resource 由独立第三方 Cheung 女士全资拥有。

（三）、公司历史产销数据及溢利概览

公司 2019 年-2022 年 6 月 30 日产销量数据及收入、年内/期内溢利如下图：

图 1: 2019 年-2022 年产销量比较(单位:千克) 图 2: 2019 年-2022 年收入及年内/期内溢利 (单位:百万元)



数据来源：公司招股书及华通证券研究部

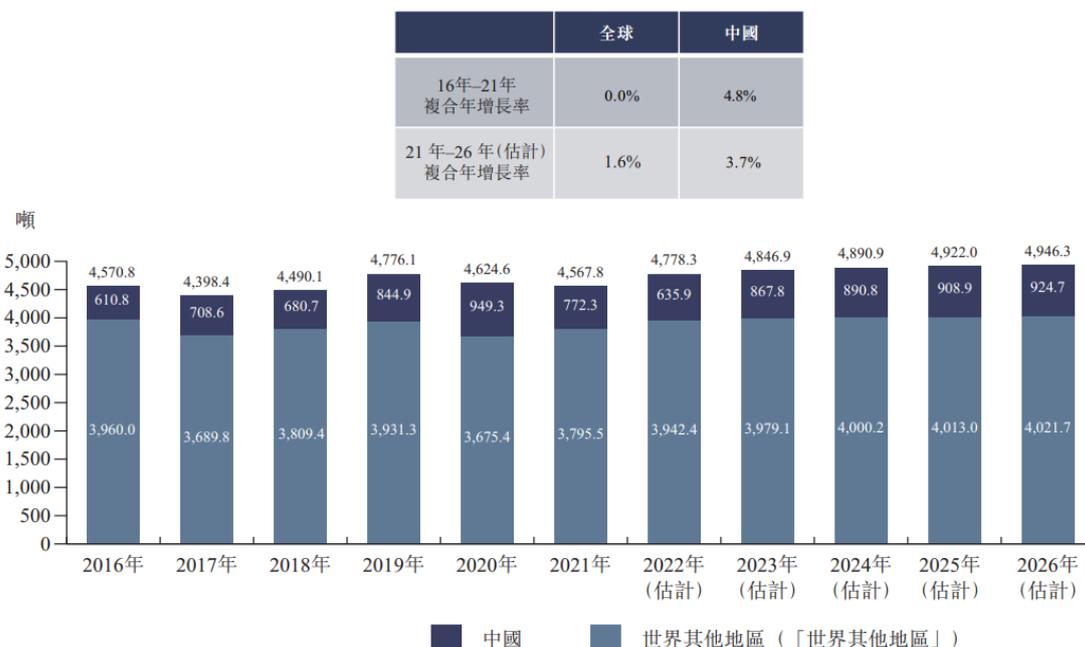
注：2021 年数值偏低为山东省进行安全检查而停产影响

二、黄金生产行业全球概况

1. 全球黄金供应情况

一般而言，黄金供应与金价成正比，原因是当金价上涨时，黄金开采商受鼓励会生产更多黄金。在全球范围内，中国、澳洲、俄罗斯及美国等国家是主要的黄金供应国。自 2007 年以来，中国为全球最大的金矿生产国，占黄金供应超过 15%。2016 年至 2021 年 6 年间，全球黄金供应几乎保持不变，波动较小。2016 年全球黄金供应约为 4,570.8 吨。2017 年全球黄金供应减少至 4,398.4 吨，原因是投资流出（因为全球股票市场的强劲表现所致）。2017 年-2019 年，全球黄金供应稳定增长，达到了 4,776.1 吨，原因是同期黄金需求增加。2020 年受疫情影响，黄金供应减少，于 2021 年持续减少，原因为 COVID 变异区域复苏及黄金回收活动受到影响，全球经济复苏缓慢。2021 年黄金供应与 2016 年持平，导致 2016 年-2021 年的复合年增长率约为零。同时期中国的黄金供应显示按 4.8% 的复合年增长率增长，但在 2018 年有所下降，主要原因是中国政府保护自然资源储备及于该等区域暂停黄金开采活动背景下，黄金开采产量下降。2021 年则因山东省安全事故发生后，山东省暂停黄金开采活动以供安全检查。

图 3: 全球及中国的黄金供应 (2016 年-2026 年)



资料来源：世界黄金协会、中国黄金协会及弗若斯特沙利文

2. 全球黄金需求情况

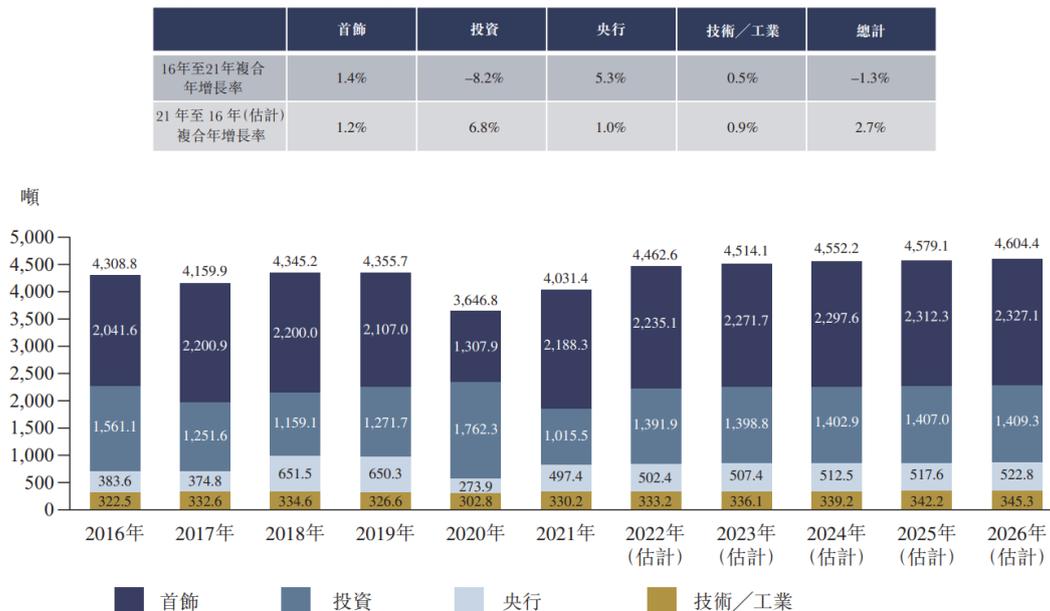
黄金的需求主要源于首饰制造、投资、技术/工业及央行储备，其中首饰及投资是黄金需求的主动力。消费者对首饰的购买与金价波动及购买力以及政治环境的变动密切相关。

2016年至2020年，全球首饰的黄金需求有所下降，主要原因是：（1）印度政府自2016年起对黄金征收进口关税，导致当地金价上涨。（2）2016年经济衰退及信贷政策收紧，导致中国的黄金需求疲软。由于各国政府的强制封锁政策、金价上涨及经济衰退，黄金首饰的需求于2020年出现急剧下跌。受COVID-19疫苗推广、消费者信心改善及经济复苏的驱动，首饰需求于2021年实现反弹，较2020年增加超过60%。展望未来，鉴于社会经济从疫情中稳固复苏及黄金首饰零售活动逐渐恢复，以及人们的收入水平持续上升和消费升级，黄金首饰的全球需求预期将有望进一步增加。

投资包括购买金条及金币以及与金价挂钩的交易所交易基金（「ETF」）。黄金投资在2016年至2020年期间呈增长趋势，乃主要归因于金价上涨及消费者购买金条与金币作保值目的的拉动ETF投资增长。2020年由于疫情危机导致全球金融市场动荡及金价呈现上涨趋势，黄金投资（尤其是黄金ETF）创下2015年以来的历史新高，展现出市场对全球政治及经济不确定性的担忧。2021年黄金投资较2020年的水平下降超过40%，主要由于通过ETF进行的黄金投资减少所致。2021年随着全球步入复苏阶段，ETF黄金投资降温，资金涌入股权等其他投资产品。鉴于可能爆发COVID-19新变种的不确定性，以及中国与美国在双边贸易事务方面的长期争斗和磋商，黄金投资预期于2021年-2026年期间将实现约6.8%的复合年增长率。

此外，除投资目的外，黄金于在很多用途上具有需求。黄金于珠宝、中央银行储备以及技术及行业生产用途上具有需求，于2021年占黄金总需求的70%以上，而有关需求与主要用于投资目的的新兴商品投资类别不同。因此，新兴商品资产投资类别对黄金需求的影响较小。

图4: 全球的黄金需求（2016年-2026年）



资料来源：世界黄金协会及弗若斯特沙利文

三、中国黄金需求及山东省黄金生产情况

1. 中国黄金需求情况

中国的黄金需求于2021年增加至约1,127.9吨，较2020年增加30%以上，主要是因为对首饰及投资的黄金需求的增长，受新冠疫苗推出带来的经济环境改善以及消费者情绪好转的驱动，首饰需求呈现出自2020年以来的反弹。此外，投资者更加重视黄金投资，致使金条及金币等黄金投资增加。

2016年-2021年，中国对首饰黄金的需求稳定增长。2021年受疫苗推出带来的经济环境改善以及消费者情绪驱动，首饰需求、黄金首饰需求自2016年的约631.2吨增加至2021年的约711.3吨。展望未来，考虑到中国对疫情的有效控制及黄金首饰零售活动的恢复以及人民收入水平的持续增加及消费升级，黄金首饰的消费预计将持续增长。

中国的黄金投资自2016年的约288.8吨略微增加至2021年的约319.9吨，复合年增长率为约2.1%。于可预见的未来，受以黄金对冲日后金融市场的不确定性的需求日益增加以及预期金价上涨的影响，中国的黄金投资预计将呈现上行趋势。

图5: 中国的黄金需求（2016年-2026年）

	首飾	投資	央行	技術/工業	總計
16年至21年複合年增長率	2.4%	2.1%	-100.0%	5.1%	1.0%
21年至26年(估計)複合年增長率	2.3%	2.0%	不適用	5.0%	2.8%



资料来源：世界黄金协会及弗若斯特沙利文

2. 黄金价格

中国的黄金现货均价与全球黄金现货均价密切相关以防止套利。两种价格之间的差异主要来自人民币/美元汇率波动以及中国政府实施的黄金进出口管制。金价主要受到全球政治经济形势的影响，当政治经济环境不稳定或股市动荡时，黄金通常被视为风险对冲工具之一，其价格通常将呈现上升趋势。此外，央行的货币政策（例如货币汇率的波动）及宏观经济因素（例如利率及通胀预期）也是金价的重要影响因素。

中国黄金现货价格由2016年1月4日的约人民币224.8元/克上涨至2020年12月30日的约人民币390.0元/克，并进一步回落至2021年12月31日的人民币373.8元/克，与全球黄金价格变动大体一致。中国黄金现货均价由2016年的人民币268.1元/克上涨约39.6%至2021年的人民币374.3元/克，人民币金价较2020年的均价人民币387.1元/克略微下降3.3%。全球黄金现货均价由2016年1月4日的约1,082.3美元/盎司上涨至2021年12月31日的约1,820.1美元/盎司。全球黄金现货均价由2016年的1,250.0美元/盎司上涨约43.9%至2021年的1,798.9美元/盎司。

图6:全球黄金现货价格（2016年-2026年）



图7:中国黄金现货价格（2016年-2026年）



资料来源：伦敦金银市场协会、上海黄金交易所及弗若斯特沙利文

中国黄金现货价格通常与全球黄金现货价格一致，2018年全球黄金现货均价高于2017年而2018年中国黄金现货均价较2017年下降则除外，主要是由于美元兑人民币贬值所致。2016年至2021年期间全球黄金现货均价及中国黄金现货均价的上涨趋势，主要是由于利用黄金进行投资多元化以发展黄金挂钩金融工具之需求增加，以及为阻止COVID-19疫情传播进行封锁导致对全球经济及政治环境不确定性以及经济衰退的担忧带来的对冲风险。2020年全球黄金现货均价及中国黄金现货均价均呈现上升趋势，是因为面临疫情引起的经济下滑风险，投资情绪有利于黄金，且美国政府实施低利率政策刺激美国经济。2021年全球现货均价及中国黄金现货均价轻微下跌，是因为人民币兑美元升值，以及经济缓慢复苏时代对黄金的投资情绪冷却。

2020年的大部分时间，黄金为表现最佳的投资品种之一，且各个国家已推出财政及货币政策刺激以应对很可能出现的经济衰退。2021年全球缓慢稳定地自COVID-19疫情影响中恢复，黄金投资逐步冷却，市场情绪逐渐恢复正常。整体而言，2021年美元金价较2020年轻微上涨1.9%。为应对通胀，美联储已于2022年结束量化宽松并实施大幅加息，导致全球

及中国黄金价格因黄金投资需求减少而下跌。2022 年上半年，全球平均黄金现货价格为每盎司 1,873.9 美元，到 2022 年 8 月跌至每盎司 1,765.7 美元，跌幅约为 6%。2022 年上半年中国平均黄金现货价格为每克人民币 391.7 元，到 2022 年 8 月跌至每克人民币 387.4 元。尽管如此，2022 年第四季度-2026 年第三季度预测期间，通胀增长预期将逐步达到顶峰及下降。因此，美国及其他主要经济体紧缩货币政策的步伐预计将放缓，且对黄金价格的负面影响将略微减弱。此外，考虑到 COVID 变种可能再次出现，全球市场多元化投资组合的趋势，高通胀背景下未来经济低迷的不确定性，导致市场投资黄金保值，平均全球黄金现货价格及平均中国黄金现货价格预计于预测期间略微增长。

3. 中国黄金资源情况

中国的黄金资源总量已经历连续逾十年的持续增长，并于 2015 年首次突破 10,000 吨。2021 年底中国黄金资源总量约为 15,383.9 吨，自 2016 年以来年复合增长率约为 4.8%。山东省为中国最高黄金探明资源量（4,494.9 吨，约占中国黄金探明资源总量 29.2%）的省份。山东黄金探明资源量自 2016 年的约 3,378.0 吨增加至 2021 年的约 4,494.9 吨，年复合增长率约为 5.9%。山东在中国黄金开采行业拥有丰富的黄金资源及完善的供应链。山东在中国十大金矿中占据五个席位，而山东的大部分黄金储量集中在招远及莱州一带。

图 8: 2016 年-2021 年中国及山东的黄金探明储量



图 9: 2021 年中国各省的黄金探明资源量



资料来源: 弗若斯特沙利文

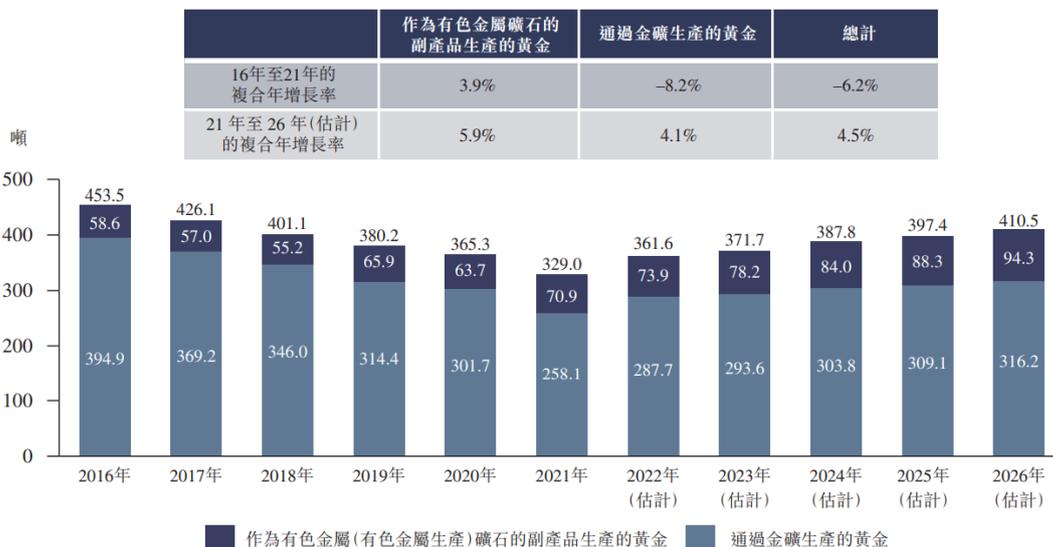
4. 中国黄金产量

自 2007 年以来中国一直为全球最大的金矿生产国。中国的黄金市场于 2017 年经历了低迷的黄金市场消费（例如金饰）及收紧的监管控制，对之后的黄金供应造成了影响。中央政府发布一系列政策，包括《关于加快建设绿色矿山的实施意见》及《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》，强调环境保护的重要性并要求新矿山必须达到环境保护标准。

2017 年 7 月，自然资源部颁布《自然保护区内矿业权清理工作方案》，规定全面调查及逐步取消自然保护区中的现有矿业权，导致数个省份的金矿关闭。自 2017 年以来，中国黄金产量有所下降。此外，国家政策要求矿业加速绿色开采及逐步淘汰使用过时技术的采矿项目。黄金开采企业正面临环保及技术升级的巨大压力，此压力也导致黄金产量有所下降。

通过对中国主要金矿的黄金产量的分析，发现大多数金矿的年度勘探量及产量超过采矿公司的采矿许可证所规定的数量。这表示黄金产量将在很大程度上由主要参与者的产能决定，而非采矿许可证。2020 年 COVID-19 疫情对黄金开采行业的影响主要为对工作日减少及原材料及产品供应减少的影响，如炸药、支护材料及充填材料。此外，大多数黄金开采公司的生产被延迟几周。此外，原材料及产品的运输因 COVID-19 疫情造成的交通管制也受到了影响。

图 10: 中国的黄金产量（2016 年-2026 年）



资料来源：中国黄金协会及弗若斯特沙利文

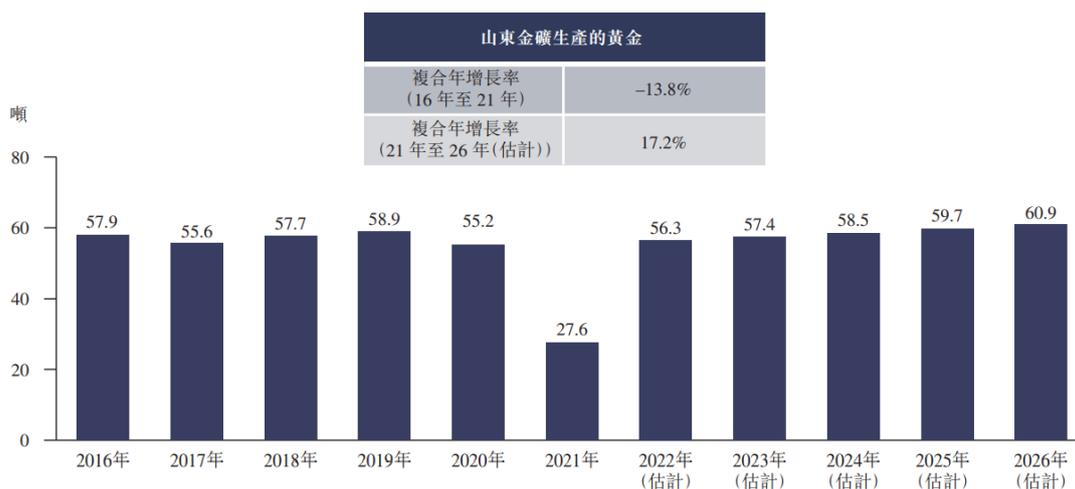
5. 山东省黄金生产情况

2021 年对山东金矿的安全检查在当年 9 月结束，预计山东金矿的黄金产量将于 2022 年大幅增加。连同对黄金不断增长的需求及不断上涨的黄金价格等其他正面因素，中国黄金产量将于 2026 年稳定增长至约 410.5 吨，2021 年-2026 年的年复合增长率约为 4.5%。有关需求预计在《中国制造 2025 年》的背景下将受到黄金开采行业的加速自动化及机械化以及电子制造业黄金回收活动驱动带来的供应所支持。

山东金矿生产的黄金由 2016 年的约 57.9 吨减少至 2021 年的约 27.6 吨，复合年增长率约为-13.8%。除 COVID-19 疫情对产量的负面影响外，有关减少的另一个主要原因是严格的安全及环保政策。2021 年 2 月至 9 月，山东省非煤矿山（包括金矿）因安全检查而停产。对该年山东黄金产量产生了巨大影响。

由于对山东省金矿的安全检查于 2021 年 9 月结束，预计山东省金矿生产的黄金将于 2022 年大幅增加至约 56.3 吨，并最终于 2026 年达约 60.9 吨，2021 年-2026 年的年复合增长率约为 17.2%。其他主要增长驱动因素预计为不断增长的黄金需求、不断上涨的黄金价格及技术进步等。

图 11: 山东金矿生产的黄金



资料来源：中国黄金协会及弗若斯特沙利文

四、市场有利驱动因素

黄金开采行业作为有色金属产业的重要组成部分，目前市场主要有利驱动因素大致如下：

1. 日益增加的需求

日益增加的黄金需求将刺激黄金开采公司加大力度开采金矿及扩大生产规模。随着人民生活标准的提高及购买力的加强，消费者对首饰等奢侈品的需求也急剧上升。同时，自 2018 年以来，在 COVID-19、英国脱欧及美国总统选举的背景下，全球经济形势严峻，导致黄金

的金融属性日益明显。因此，黄金应用领域日益增加的需求将大大推动黄金开采行业的发展。

2. 日益增加的黄金储量

人民币国际化是中国经济发展、跨境贸易及投资发展不可避免的结果。由于人民币已于2016年10月纳入国际货币基金组织的记账单位特别提款权(SDR)，人民币已完成成为国际储备货币的重要步骤。作为重要的储备及结算方式，黄金在各大央行仍占据一定比例。黄金储备为对冲国际金融市场风险的有效方式。然而，中国黄金储量占全球总储量比例低于全球平均水平。提升黄金储量是满足人民币国际化需求的不可阻挡的趋势。

3. 日益上涨的金价

金价推动黄金供求，而黄金需求受各种因素的影响。近年来，在主要经济体下行压力与日俱增及全球金融市场悲观情绪的共同影响下，黄金的避险功能充分凸显，金价开始上涨。尽管2021年的金价主要因美国政府长期执行紧缩货币政策而导致金价小幅下跌，但COVID-19引起经济放缓亦将推动黄金价格持续上涨。黄金开采企业有动力增加产量以把握高价及获取高额利润，从而推动了黄金开采行业的扩张。

4. 先进的开采技术

在中国政府颁布的《产业结构调整指导目录（2019年本）》文件中，国家鼓励深度的黄金勘探及开采（1,000米及以下），该政策有助于深度开采技术的研究及加快解决深度开采技术问题，从而推动中国黄金产能的提升。此外，该政策也鼓励从尾矿及废石中回收黄金，从而将提高尾矿中的黄金资源利用率及推动黄金开采行业的产能增加。

五、公司经营优势及未来业务规划

（一）、公司主要经营优势

公司的主要经营优势为：公司金矿战略性地位于中国山东省烟台市，烟台市是拥有丰富黄金资源的地区且拥有完善的黄金供应链产业群；公司拥有一支强大的技术团队，有助于公司以低于行业平均水平的生产成本并提高营运效率；公司由一支优秀的综合管理团队所领导。

1. 金矿处于中国黄金主产地的核心地带且有害杂质含量低

（1）公司金矿地理位置优越

公司拥有及运营战略性地位于牟平—乳山黄金成矿带（该黄金成矿带为中国山东省烟台市三大金成矿带之一）的两座在营金矿，两座金矿彼此靠近，相距约400米。且两座金矿均在自有选矿厂4公里范围内，公司能够通过集中式管理及共享技术团队有效地管理公司的开采业务。根据弗若斯特沙利文报告，山东省为中国最大的黄金生产省份，2021年黄金产量约为27.6吨，占该年中国黄金生产总量的约10.7%，而烟台市约占2021年山东省金矿产量的90%。公司享有独特的地理优势，位于山东省第二大工业化城市及最大的黄金矿业城市，有发达的运输网络，可轻易获取黄金供应链上下游产业的各种资源，此可以确保以具竞争力的价格获得稳定的原材料供应及黄金精炼服务等方面的分包商，保证业务不被中断以及支持公司未来的增长及业务扩张。

（2）金矿有害杂质较少，具有选矿成本优势

公司也受益于金矿的矿石化学成分的自然特征，矿石的化学成分中其他矿物质及金属硫化物含量很低，两座金矿的金矿床杂质含量极低或几乎不含砷及碳等杂质，有高纯度的黄铁矿，可通过简单的浮选工艺将黄金从矿石中轻松分离，以合理低廉的选矿成本实现精矿中黄金的高回收率。因此在经营成本上，公司有先天性的优势。结合公司拥有黄金储量及在营矿山，其合理较长的矿山服务年限足以支持公司的业务可持续发展。

2. 强大的技术团队足以支撑低于行业平均水平的生产成本及提高营运效率

公司拥有一支强大的技术团队，团队拥有平均超过15年的采矿经营管理方面的经验。包括四名采矿作业工程师及六名地质学家（其中众多成员先前任职于SRK集团），大部分成员来自矿业内领先的国内机构及国际咨询公司。技术团队对采矿作业的深入了解和通过多年基层经历获得的扎实技能，使其成为公司采矿业务称职的管理人员以确保公司正常运营。公司技术团队保证了高的选矿的进料品位，2019年-2022年6月公司选矿进料品味分别为0.68克金/吨、0.70克金/吨、0.62克金/吨及0.65克金/吨，报告期内公司黄金回收率超过95.3%，远高于行业平均93.8%的水平。

根据弗若斯特沙利文报告，中国黄金开采的总生产成本已由2016年的人民币196.2元

／克增加至 2021 年的人民币 239.9 元／克。虽然黄金开采行业非常注重成本管理，但黄金开采的总生产成本仍然由于安全及环保成本持续增加而上升。报告期内公司的平均生产成本分别为人民币 204.4 元／克、人民币 167.4 元／克、人民币 186.8 元／克及人民币 177.2 元／克，公司能够将营运成本有效地管理及控制在上述行业平均水平以下。

图 12:2016 年-2021 年中国黄金开采总生产成本

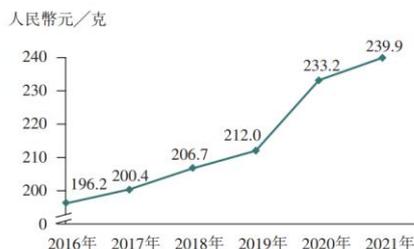
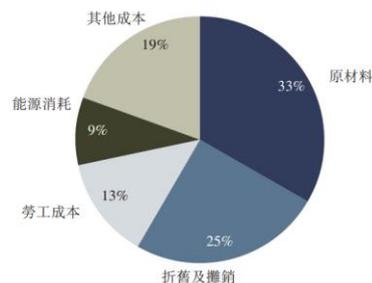


图 13:2021 年中国黄金生产成本构成



资料来源：中国黄金协会及弗若斯特沙利文

3. 拥有优秀的管理层团队

公司拥有一支受过良好教育且经验丰富的人才组成的强大管理团队，中国的高级管理团队平均有超过 30 年的采矿运营管理经验。公司强大的管理团队和团队的知识、经验、能力为公司能够于不久的将来成为中国领先的矿业公司之一奠定了良好的基础。

公司管理团队的经验涵盖了从勘探、采矿到选矿的整个采矿业价值链。管理团队由公司执行董事兼行政总裁邵博士领导，邵博士持有选矿专业博士学位，在选矿、与采矿相关的金融和投资管理方面拥有丰富的经验。邵博士负责集团的整体发展策略并领导本地管理团队。执行董事 James Thomas Mackie 先生在财务管理和行政方面（包括公司治理、政府及证券合规）拥有超过 14 年的经验，曾担任多家在多伦多证券交易所创业板（TSX Venture Exchange）上市的矿业勘探公司的首席财务官。执行董事陈绍惠先生（持有矿物加工专业学士学位及为高级工程师职称）于采矿业拥有逾 38 年的经验，曾担任许多高级管理职位……

（二）、公司未来业务规划

公司致力于通过利用优秀的运营效率及增长机会实现业务的可持续增长，拟进一步开发现有资产以及在中国收购增值资产以扩大公司的采矿业务、金精矿加工作业及增加黄金储量，以巩固公司在山东省的领先地位。

1. 根据矿山优化计划，进一步建设采矿基础设施

公司于 2021 年开始建设额外采矿基础设施，其中包括扩张宋家沟露天矿山现有边界以南约 150 米采矿地表面积，以扩大采矿面积的水平区域。此举可使得矿坑露天区域由 0.34 平方公里扩大到 0.46 平方公里，并将矿坑深度加深到海拔-171 米，使得未开采区域能够开采更多含金矿石，因此未来八年（即直至 2030 年）预计获得约 20,500 千吨探明矿石储量（约占公司宋家沟露天矿山可用探明矿石储量约 22,900.0 千吨的 90%）。

自 2021 年 10 月，公司通过剥离 1,695 千吨废石及 77 千吨矿石开始建造新采矿层区域四个新工作台的第一个工作台及第二个工作台，各自的高度均为 12 米（即海拔高度+117 米及海拔高度+105 米以下），第一个工作台及第二个工作台一期已于 2022 年 5 月及 7 月完工，而第二个工作台二期工程将于 2023 年第二季度之前完工。第一个工作台及第二个工作台一期的建设所需 10.6 百万元资金由公司自有资金提供。公司计划自 2023 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 31 日的 15 个月期间内逐步完成余下两个工作台的施工工作。

2. 通过现有矿区的额外勘探活动升级黄金储备以延长矿山服务年限

作为公司内生性增长计划的一部分及基于之前开展的勘探工作之结果以及 SRK 的推荐建议，公司的宋家沟露天矿山具备充填矿物资源勘探及升级的潜力。因此，公司打算投入资金，通过开展进一步的勘探工作在宋家沟露天矿山采矿许可证涵盖的临近无开采区域及露天采矿矿坑以下区域寻找更多的矿产资源，有关工作涉及地下自上而下钻孔及矿井内斜口，合计共涉及分三期进行总深度超过 6,500 米的 26 次钻探（各深度介于 0 至 550 米），以增加公司的黄金矿石储量及延长宋家沟露天矿山的矿山服务年限。

3. 通过选择性收购黄金矿业资产扩张业务及提高市场份额

过去十年内，公司管理团队拥有在中国及澳大利亚西部收购矿业资产的经验。过去的收购经验包括在 2014 年及 2015 年拟收购中国的两项黄金矿业资产以及于 2019 年收购澳大利

亚西部的一项黄金矿业资产及其他贵金属勘探项目。

公司计划通过内生性增长及战略性的资产收购继续加强公司在牟平-乳山黄金成矿带的领先市场地位，巩固公司在山东省内的市场地位及扩大公司的市场份额。公司拟通过选择性地收购优质金矿以寻求山东省黄金矿业资产的收购机会，以便日后迅速扩大矿产资源及提高选矿厂的金精矿加工能力，以支持公司的可持续增长。预计公司将能够利用公司过往的经验深化公司对山东省黄金矿业的渗透。

六、募投项目概要

此次集海资源上市所募集资金将用于以下几个方面，其一是优化矿山，进一步建设采矿基础设施。其二是增加现有矿区的额外勘探活动以升级黄金矿石储量。其三是选择性收购金矿资产。其四是偿还现有银行贷款担保，剩余资金用于公司运营。

七、盈利预测与估值分析

1. 盈利预测

关键假设：

假设 1：现有产能不受重大异常因素影响；

假设 2：在未来业务规划下，采矿平均成本逐年降低；

假设 3：黄金现货价格在未来一段时间内维持相对稳定。

基于上述假设以及公司目前拥有的金矿已稳定运营，公司的未来业务规划将成为公司业绩增长的重要驱动因素。我们预测公司 2022-2024 年收入为 434,673、481,029、542,293 千元，同比增长 75.36%、10.66%、12.74%，母公司拥有人分别为 89,319、103,295、120,104 千元，同比增长 121.4%、15.65%、16.27%，对应 EPS 分别为 3.37、3.90、4.53 元。

特别提示：所有涉及股数指标，股数均以法定 3,700 万股计算（下同），与公司正式版招股书可能会不同。

表 1：收入预测表

单位：千元、%、千克、元/克

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（千元）	247,872	434,673	481,029	542,293
收入增长率（%）	-31.34%	75.36%	10.66%	12.74%
成本（千元）	107,767	195,603	211,653	233,186
毛利额（千元）	140,105	239,070	269,376	309,107
毛利率（%）	56.50%	55.30%	56.20%	57.10%
Au99.95 金锭 销量（千克）	645.5	1136.4	1,215.95	1361.86
产量（千克）	576.9	1,200	1,300	1,400
产能（千克）	1,000	1,200	1,400	1,500
单价（元/克）	384	383	396	398
单位成本（元/克）	166	172	174	171
单位毛利（元/克）	218	211	222	227

资料来源：Wind 及华通证券研究部

2. 估值分析

(1) 绝对估值

以预测的 2022 年-2024 年 EPS 分别为 3.37 元、3.90 元和 4.52 元为基础，进行绝对估值，对应每股合理的内在价值为人民币 89.55 元。

表 2：DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8%	3.50%	11.40	82.71	94.11
组合二	8%	4.00%	11.02	93.50	104.52
组合三	9%	3.50%	10.64	65.83	76.47
组合四	9%	4.00%	10.28	72.76	83.04
平均					89.54

资料来源：Wind 及华通证券研究部

估值说明：(1). 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；



- (2). DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
- (3). 预测期间为 2022 年-2024 年，永续期自 2025 年开始；
- (4). 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价；
- (5). 公司后继能够通过新开发或收购方式取得新的金矿资源并维持目前产能。

(2) 相对估值

我们选取港交所上市的黄金生产行业的 5 家可比公司，得出 2022 年行业平均 PE 为 27 倍。综合考虑公司的成长性与竞争优势，并考虑近期恒生指数的下行因素，给予公司 2022 年 PE 估值 22-32 倍，对应每股合理估值区间在人民币 74.14-107.84 元之间。

表 3：可比公司估值表（截止 2022 年 10 月 28 日）

证券代码	证券简称	最新收盘价(元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
01787.HK	山东黄金	12.66	-0.1	0.22	0.31	0.33	29	27	18	16
02899.HK	紫金矿业	7.88	0.61	0.63	0.71	0.72	12	9	11	12
00340.HK	潼关黄金	0.37	0.04	0.05	0.06	0.07	17	13	15	18
01818.HK	招金矿业	6.67	0.01	0.15	0.19	0.26	86	75	72	77
00621.HK	坛金矿业	0.02	-0.03	-0.02	0.02	0.03	5	9	8	5
	平均						27	25	26	

资料来源：Wind、东方财富网及华通证券研究部

我们认为公司每股合理价值为人民币 89.54 元，每股合理估值区间为人民币 74.14-107.84 元。

八、风险提示

1. 黄金市价波动可能产生风险

黄金价格波动本身难以预测，取决于多项因素。公司收入来自出售由第三方冶炼厂将公司加工的金精矿进行冶炼所得到的金锭，价格参考中国上海黄金交易所所报黄金现货价格。尽管过往黄金价格随时间推移而增值，但波动较大，且无法保证日后黄金价格将不会继续波动或黄金价格将维持在足够高的水平以支持公司预计的盈利能力及现金流量。

2. 实际产量不及预期风险

公司黄金产量估计是基于矿石储量估算、黄金回收率、有关地面条件及矿石储量物理特性的假设、公司的开采计划、生产设施利用率、生产成本、以及行业和整体经济状况等预测。实际产量可能因各种原因与估计有所出入从而导致公司未能达致预期产量可能会对业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。

3. 对黄金冶炼供应商及客户依赖风险

公司主要外包山东国大将公司生产的金精矿精炼为 Au99.95 金锭，且公司随后向山东国大出售金锭，以供其随后在上海黄金交易所出售。由于山东国大与公司之间并无独家安排，倘山东国大不续签精炼服务合同或其大幅调整精炼服务的加工费，公司未必能找到及时向公司提供精炼服务并向公司采购金锭的合适分包商或甚至根本无法找到，从而可能对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大影响。

4. 新矿山开发和收购不达预期风险

随着公司生产的黄金增多，宋家沟露天矿山及地下矿山的矿石储量将会减少。作为业务发展策略之一，公司打算通过收购来扩大矿石储量基础。但无法保证该等收购一定会成功。此外，为开发新矿石储量，公司必须取得各种监管批文、牌照及许可证。无法保证公司能够成功收购其他金矿或持有勘探或采矿许可证及其他金矿资产的公司、开发黄金资源或取得必要的政府批文，这可能对公司业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

5. 新兴商品资产替代黄金投资风险

新兴商品资产类别（如加密货币、黄金 NTF 及其他虚拟商品）的发展为投资者提供除黄金及典型金融产品（如股票及债券）外的更多选择，并可以建立投资组合。该等资产对黄金产品及资产的影响可能导致对黄金需求减少的风险。

表附录：综合财务报表预测与比率分析

损益及其他全面收益表（千元）	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	247,872	434,673	481,029	542,293
销售成本	107,767	195,603	211,653	233,186
毛利	140,105	239,070	269,376	309,107
其他收入及收益	3,613	4,335.6	3,974.3	4,154.95
销售及推广费用	0	0	0	0
行政开支	22,490	26,988	28,337	34,005
其他开支	30,194	33,213	34,874	36,618
融资成本	3,824	4,589	5,048	5,300
除税前溢利	87,210	169,944	197,143	229,030
所得税开支	28,494	55,141	64,082	74,147
年内/期内溢利	58,716	114,803	133,061	154,882
换算附属公司财务报表外币汇兑差额	7,614	18,037	19,960	22,502
换算公司财务报表外币汇兑差额	-8,895	-8,136	-8,803	-9,699
年内/期内其他全面收益	-1,281	9,901	11,157	12,803
年内/期内全面收益总额	57,435	124,704	144,217	167,686
母公司拥有人	40,343	89,319	103,295	120,104
非控股权益	17,092	35,385	40,922	47,582

财务状况表（千元）	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	282,083	288,487	284,340	273,666
无形资产	132,322	137,154	138,399	139,778
使用权资产	128,627	122,208	116,828	119,009
其他非流动资产	9,362	12,011	12,943	18,435
非流动资产总额	552,394	559,859	552,510	550,888
存货	19,788	16,925	18,511	5,948
现金及现金等价物	182,398	292,697	460,680	662,673
其他流动资产	21,009	8,956	2,965	-1,902
流动资产总额	223,195	318,578	482,156	666,719
贸易应付款项	15,871	19,152	22,719	27,521
应付关联方款项	60,255	60,412	60,642	63,496
计息银行借款	30,000	10,000	20,000	30,000
其他流动负债	75,169	75,617	79,887	84,340
流动负债总额	181,295	165,181	183,248	205,357
拨备	23,316	24,565	25,869	27,002
其他长期负债	36,158	38,875	32,369	24,632
递延税项负债	5,275	5,567	5,713	5,964
非流动负债总额	64,749	69,007	63,951	57,598
股本	1	1	1	1
储备	488,636	577,955	681,250	801,354
非控股权益	40,908	66,293	106,216	153,297
权益总额	529,545	644,249	787,467	954,652

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	115,440	211,140	241,433	277,179
EVA	3,662	49,678	52,914	57,317
DOL	1.02	0.36	0.68	0.38
DFL	1.12	1.16	0.99	1.01
DTL	1.14	0.42	0.67	0.38
股息率	0.64%	4.55%	0.97%	0.08%

现金流量表（千元）	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	87,210	169,944	197,143	229,030
折旧与摊销	26,852	30,753	32,080	33,693
融资成本	3,824	4,530	4,653	4,762
存货减少	9,201	2,863	-1,586	12,563
经营营运资本变动	-4,805	4,572	4,914	8,275
其他	-8,327	-30,246	-35,885	-40,271
经营活动所得现金流量	113,955	182,417	201,319	248,051
购买物业、厂房及设备	34,619	-26,352	-16,457	-10,354
其他	-124,45	-10,339	-15,031	-16,931
投资活动所得现金流量	-89,831	-36,691	-31,488	-27,285
偿还其他长期负债	1,300	2,000	1,000	-5,000
新增银行贷款	30,000	10,000	20,000	30,000
发行股份	1	1	1	1
已付股东股息	40,000	-10,000	-1,000	-500
其他	54,395	-35,559	-20,387	-43,800
融资活动所得现金流量	-43,096	-33,558	-386	-19,299
现金流量净额	-18,972	112,168	169,445	201,467

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力				
毛利率	56.50%	55.30%	56.20%	57.10%
三费率	7.07%	3.21%	2.89%	3.27%
净利率	23.70%	26.41%	27.66%	28.56%
ROE	11.10%	19.56%	18.59%	17.78%
ROA	7.60%	13.88%	13.91%	13.75%
ROIC	16.27%	26.67%	24.99%	23.74%
EBITDA/销售收入	46.57%	48.57%	50.19%	51.11%
成长能力				
收入增长率	-31.34%	75.36%	10.66%	12.74%
除税前溢利增长率	-48.49%	94.87%	16.00%	16.17%
年内/期内溢利增长率	-48.69%	95.52%	15.90%	16.40%
EBITDA 增长率	-46.23%	82.90%	14.35%	14.81%
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.53	0.50	0.48
固定资产周转率	0.91	1.52	1.68	1.94
贸易应收款项周转率	/	/	/	/
存货周转率	10.16	23.68	27.15	44.34
收现比	0.46	0.42	0.42	0.46
资本结构				
资产负债率	31.72%	26.66%	23.89%	21.60%
带息债务/总负债	12.19%	4.27%	8.09%	11.41%
流动比率	1.2	1.93	2.63	3.25
速动比率	1	1.23	1.64	2.25
股利支付率	8.71%	32.08%	6.93%	0.60%
每股指标				
每股收益	1.55	3.37	3.90	4.53
每股净资产	14.31	17.41	21.28	25.80
每股经营现金	3.08	4.93	5.44	6.70
每股股利	0.14	1.08	0.27	0.03

数据来源：公司招股书、华通证券研究部

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。