

中国罕王（3788.HK）调研纪要：布局全球矿业，成长进入快车道

12月11日，笔者在深圳参加了由格隆汇举办的“决战港股 2018---海外投资系列峰会”，也因此有机会参与了综合性国际化矿业公司---中国罕王（3788.HK）的全程路演，现将路演的核心内容整理出来，以供错过活动的投资者参考。



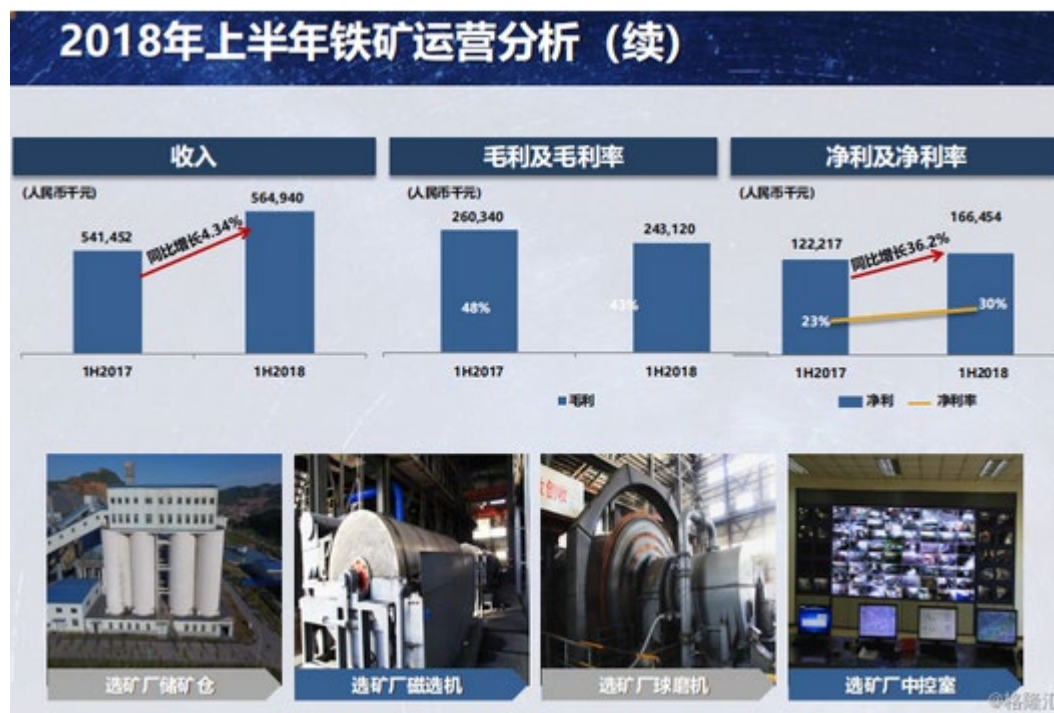
一. 业务简概

1) 中国铁矿资产

中国罕王侧重于在国际上进行矿业开发，实际上也是一家黄金公司。目前公司有两块资产，一块是在辽宁的铁矿资产，另外一块是在澳洲的金矿资产。铁矿主要的收入来源是今年上半年的产料 94 万吨，销量约 91 万吨，平均售价 623 元（不含税）。



通过技术改造、数字化管理、规模化生产等综合措施，中国罕王的铁精矿生产成本是行业中最底的三位之一，非常具有竞争力。从2018年上半年开始，中国罕王的销售成本占总成本的仅53%，所以即便在整个铁矿的价格不是特别理想的情况下，公司的铁精矿毛利率依然能够达到43%的高水平，净利率也有13%。



中国罕王也一直在提高铁精矿的品位品质。目前国外的铁矿石品位大部分在60%-62%，而中国的铁精矿品位则大多在65%-66%。通过技术改造，公司已经将铁精矿品位提升到68%以上，平均销售品位达到68.5%。

铁精矿品位的提升，能够增强中国罕王在铁矿石供应市场上的竞争力。因为高炉的容积是固定的，提高熔炉的品位，等于它能够多生产出来更多的生铁，这样变相的降低了单位生产成本。提高熔炉品位，也能降低尾气和环保支出费用。所以每提高一个品位，公司能够跟客户加价是21块/吨，获取更高的溢价。

对于铁矿业务来说，中国罕王目前着眼于开发公司现有的资源，并没有在开拓新项目的计划。未来，管理层也在路演中表示会做一些产业链延伸的探索，例如将品位提到70%以上做超精粉，或者是延伸其他领域。

从下图可以看出，2018年国内铁矿石的市场走势比较稳健，没有进口铁矿石价格波动大。例如近期铁矿石期货价格在470元/吨左右（62%的品位），是期货标准的铁矿石价格。公司主要客户之一新钢铁现在给中国罕王66%的基准价格则在640元/吨，最终结算价格在710元/吨，因为有品位和品质的加价。

铁矿石价格走势

2018年铁矿石价格走势



- ◆ 2018年, 由于四大矿山进一步扩产导致铁矿石供货量充足, 港口库存始终较高, 铁矿石进口矿(普氏, 62%品位)二月份达到上半年最高价79.95美元/吨之后, 进口矿价格一直在每吨60-70美元之间震荡。
- ◆ 随着中国供给侧改革深入, 未来15年至20年, 高炉生产占比较大, 因此对铁矿石的需求依然较大, 而伴随着钢铁去产能措施的深入推进以及行业结构的调整, 下游钢材利润维持相对较高水准, 铁矿石价格下方支撑较强, 且受益于汇率影响, 2018年下半年铁矿石总体维持区间震荡格局。
- ◆ 由于环境保护措施的压力, 钢铁企业对于稳定的高品位铁矿石原料需求将持续旺盛, 高品位铁矿石原料将保持较为稳定的溢利空间。中国罕王铁精矿品质优, 产量稳定, 具备高溢价能力, 拥有明显的竞争优势。

从去年开始, 中国罕王也尝试利用尾矿通过发泡技术制成发泡陶瓷, 属于目前国家鼓励的绿色建材当中的一种板材, 可以做隔墙板、保温装饰一体板。目前第一条线已经建成, 而且也实现销售, 在客户的工地开始使用了。

2) 国际矿业资产

2011年上市以后, 中国罕王在澳洲组建了矿业发展团队去寻找合适的项目;

2013年4月, 公司成功地收购了西澳南十字 SXO 黄金项目, 当时的收购价格是约 2000 万澳元;

2014年3月, 公司入股了一家澳洲黄金上市公司 PGO;

2014年8月, 公司将南十字项目启动生产;

2015年2月, 南十字项目生产出第一桶金;

2016年完整的生产年度, 南十字项目生产 13 万盎司黄金。

自 2016 年以来, 不管是战略还是实际业务, 中国罕王均将重点转向了黄金板块。2017 年, 出于调整公司资产负债结构的考虑, 中国罕王将南十字项目出售, 同时回笼资金为未来的发展筹措资源。

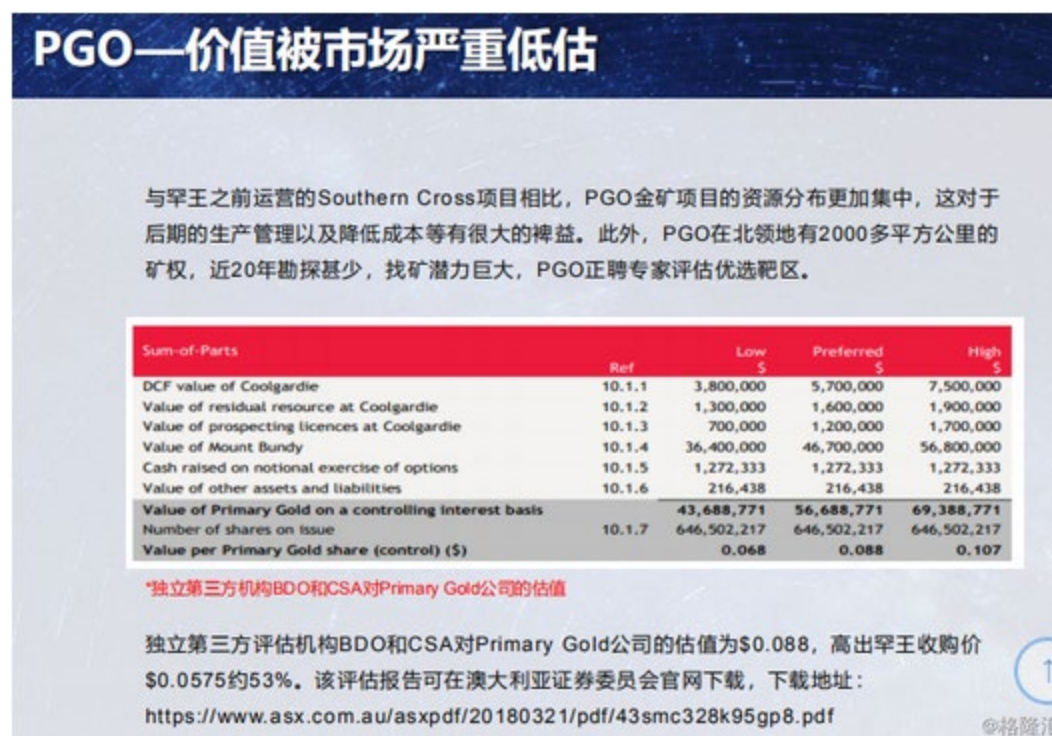
在 2017 年底, 因为澳洲资本市场特别是小型矿业公司的股价下跌比较厉害, 于 2018 年 2 月中国罕王又以约 3750 万澳元的价格完成了对澳洲上市公司 PGO 的私有化。

下面说一下南十字项目的增值过程。2013 年, 中国罕王收购南十字项目的价格是 1970 万澳元, 2014 年公司开始剥岩, 2018 年正式商业生产, 2017 年以 3.3 亿澳元的确定价格将南十字项目出售, 获得投资收益 7.63 亿人民币, 收回现金 11.7 亿人民币。

除了初始的 1970 万澳元外，之后公司仅再投入了 4000 多万澳元的开发资金。四年时间能够达到高速增长，反映了中国罕王在黄金项目开发过程中对资源量进行了大幅度的增加（接手时储量为零），将一个已经停产的项目变成再产的项目。



2018年2月，中国罕王抓住了资本市场的时间窗口，以0.0575澳元的价格收购了PGO所有股票。PGO主要有 Tom's Gully 和 Rustlers Roost 两个矿，收购时独立机构的建议估值是0.088澳元，比公司收购价格还高出了53%。因为当时整个资本市场不太好，所以收购价格低于公允价值。



从投行及财务顾问角度出发，跟澳洲同类公司相比，一百万到两百万盎司左右的公司平均下来大概是 58 澳元/盎司，而最后中国罕王的收购价格是 13 澳元/盎司，反映公司以较低的估值收购了 PGO 黄金项目。

PGO 项目共有三个金矿。第一个金矿是 Tom's Gully 的 8.9 克/吨矿，第二个是 Rustlers Roost 金矿，品位相对低一点为 1.1 克/吨，但剥采比比较低，从而使得整体生产成本较低。从前两年 PGO 自己做的工作来看，资源量也是从 77 万盎司增加到 133 万盎司，经过公司收购完成到现在的勘探工作还会有更大的资源增长空间。Coolgardie 金矿则是小的露天矿，规模比较小，公司将寻找跟周边的场进行合作，自己不会建选场。

中国罕王预计明年会将 Tom's Gully 项目进行建设，明年年底进行投产，同时着手 Rustlers Roost 的生产，所以也是具备一定的产量规模。届时，中国罕王将成为真正的黄金公司。

二. 战略规划

中国罕王目前主要的策略是盯住澳洲还有其他风险比较低地区的一些高级项目，像南十字和 PGO 这种已经完成了资源勘探，但是原有公司没有能力将其开发和生产的项目。中国罕王拥有团队、财务资源和经营矿业的经验，能够将高级项目收购后再去建设、投产，实现项目价格增幅最大的阶段。

同时公司也关注一些战略性的金属，例如钴、镍等。2017 年，中国罕王入股了一家矿产公司并成为主要股东。管理层表示如果这家公司的勘探结果比较好的话，中国罕王也会在适当的时机将其控制。

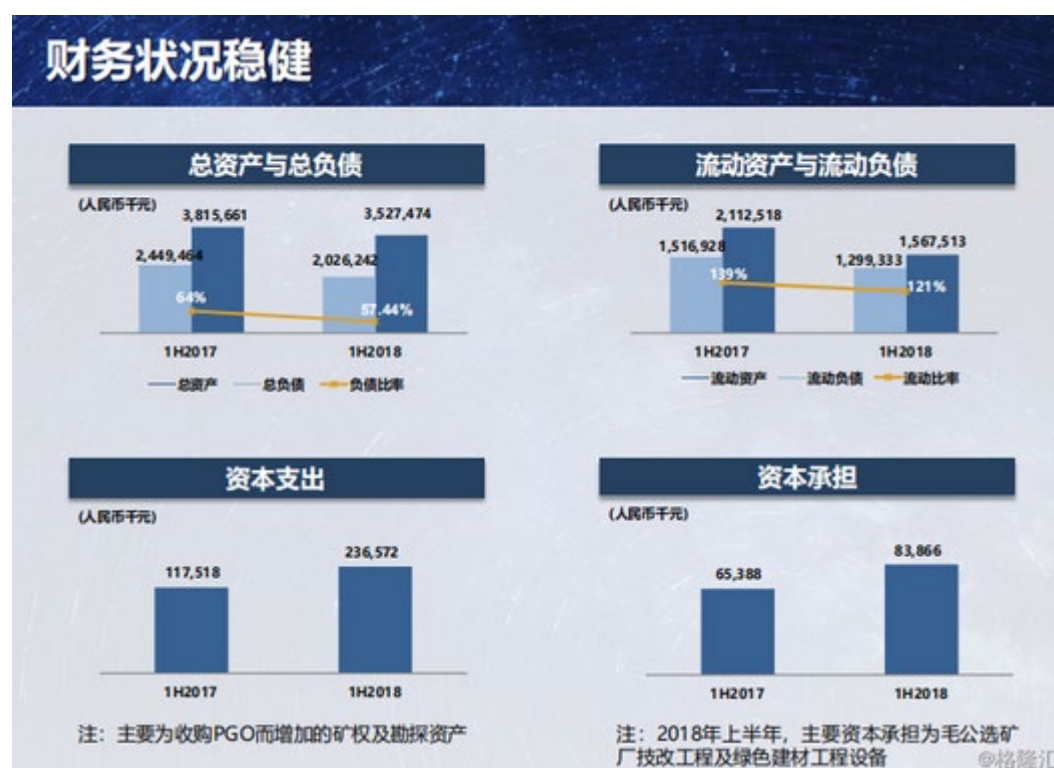
总的来说，公司的战略首先是追求低风险，选择高级项目或成熟项目进行开发。同时，公司也力求项目的高回报率，例如南十字这样的项目。最后，公司在项目本身也要求低成本，从收购、建设、运营都要保证成本的优势。

三. 财务亮点

从中国罕王的整体情况来看，公司今年上半年的收入约为 6 亿，毛利约 2.6 亿，净利润 1.33 亿。自 2011 年上市以来，公司只要有盈利均会进行派息。随着经营发展，如果现金流更多的话，管理层表示也会提升派息额作为回馈股东的一种手段。



从资产负债率来看，中国罕王现在的资产负债率已经从 2017 年 64% 降到 57%，这也是公司 2017 年决定要出售南十字金矿的原因，公司根据情况采取了提前降杠杆的策略。公司的资本支出同样也要控制在经营现金流产生的范围之内。



四. 管理层问答

Q1: 我们基本上都是在海外收购进行优化之后再出售掉，总的来说是这样的战略吗？不会自己进行生产吗？

A1: 我们南十字项目背景比较特殊，2016 年国内金融环境就是去杠杆的大背景，所以我们主要是从调整整个公司的资产负债结构考虑，把已经成熟投产的南十字项目进行出售，我们今后主要还是以我们自己的矿山开发运营为主的，不是说买一个项目就出售一个项目。

Q2: 我们之前出售的项目，单纯的从投资者收益来说的话，的确出售相比收购的市值有蛮大增长，但是我们投入产出比这块呢？

A2: 我们收购的价格大概 2000 万，再投入了不到 5000 万澳元，一共投入 7000 万（收购、建设），最后出售是 3.3 亿。

Q3: 接下来矿业这块以澳洲为主？

A3: 对，我们更多的关注国外这块，因为我们关注资源的品种，像黄金、铜、钴、镍，国内的资源禀赋不是太好，优质资源少。国内矿业开发的成本从我们的感觉也是在很大的提高，比如说征地成本非常高，像 PGO 项目采矿权是 2000 平方公里，在中国是不可想象的，还有其他的环保的成本，是挺

高的。大家感觉在澳洲这样的，人力成本很贵，但是他们其他的很多成本实际上是比较低的，而且如果有一定规模起来以后，整个生产成本也并不是很高。

Q4: 因为公司一直在海外矿业投资眼光蛮不错的，未来有没有继续收购的打算？侧重点在哪里？预计 PGO 项目什么时候可以迎来盈利？

A4:第一个问题当然还在继续的关注好几个项目，而且有一些项目也是在比较深入的关注和探讨之中，因为现在还没有有实质的协议，所以也不方便说，但是我们一直会关注，有些也会很深入的探讨，这是我们未来的一个计划。

另外从 PGO 这个项目来讲，从 2019 年 Tom's Gully 投入建设，在 2020 年我们就会有正面的盈利，如果 PGO 这两个项目都投产大概在 2021 年，黄金产量将达到 15 万盎司，大概 4.5 吨黄金的产量。