

买入

2024 年 9 月 25 日

业绩大幅增长，海外项目稳步推进，增产空间巨大

► **量价齐升带动业绩大幅增长：**2024 年上半年，公司实现总收入 46.27 亿元人民币，同比增长 34.24%；实现归母净利润 5.53 亿元人民币，同比提升 118.62%。公司收入的增长主要得益于矿产金产量的提升以及金价走高的影响。公司上半年黄金产量提升至 13.18 吨，同比增长 12%，其中自产金 9 吨，同比增长 6.9%，冶炼金 4.18 吨，同比增长 24.8%；此外公司成本控制显著，克金成本同比下降 4.7 元，公司上半年毛利率同比提升 3.72pct。

► **金价有望持续走高：**随着美联储降息预期的发酵以及各国央行持续购入黄金，上半年黄金价格持续走高。截至 6 月末收盘价，伦敦黄金现货价为 2322.7 美元/盎司，相比年初涨幅超过 13%，突破 2300 美元/盎司的关口。沪金交易所 Au9999 收盘价 549.88 元/克，较年初提升 14.4%。未来黄金价格有望维持高位运行，将为公司业绩提供稳定保障。

► **未来国内+海外增量空间巨大：**公司上半年完成对铁拓的全资收购，扩大在海外市场的布局，并于 6 月起并表贡献利润。铁拓矿产的克金成本与金山水平相近，资源金储量达 40 多吨，年产量有望达到 4-5 吨水平。此前，公司收购瑞海矿业 70% 股权，成功收购中国最大的单体金矿-海域金矿，根据 JORC 标准，海域金矿拥有探明+控制+推断黄金资源量总计 562.37 吨，拥有可采黄金储量 212.21 吨，是目前中国最大的单体金矿，金矿平均品位为 4.42 克/吨，属于资源禀赋极其优秀的黄金资源。目前该项目稳步推进，2024 年开启试验性钻探，预计 2027 年达产至 15 吨水平。公司海内外项目有序推进且增量空间巨大，未来有望带动业绩稳定高速增长。

► **目标价 17.39 港币，维持买入评级：**公司坐拥禀赋极其优秀的黄金资源，海域金矿探矿增储增产的潜力显著，为公司未来提供持续增量。此外，公司与紫金的协同合作也将进一步优化资源布局。我们预测公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 12.5/19.8/27 亿元人民币。基于高企的黄金价格以及公司未来黄金产能的持续释放，我们调整公司目标价至 17.39 港元，对应 2025 年的 30 倍 PE，较现价有 26.2% 的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	有色金属
股价	13.78 港元
目标价	17.39 港元 (+26.2%)
股票代码	1818
已发行 H 股股本	34.02 亿股
H 股市值	468.85 亿港元
52 周高/低	16.70 港元/7.03 港元
每股净资产	6.04 元
主要股东	招金集团 37.15% 紫金矿业 20%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入(千元人民币)	7,885,557	8,423,618	12,848,978	15,848,127	19,414,039
变动(%)	15%	7%	53%	23%	23%
归母净利润(千元人民币)	401,952	686,430	1,249,352	1,971,734	2,699,087
变动(%)	1092.8%	70.8%	82.0%	57.8%	36.9%
每股盈利(元人民币)	0.07	0.14	0.37	0.58	0.79
变动(%)	600.0%	100.0%	162%	58%	37%
市盈率@13.78港元(倍)	177.2	88.6	33.8	21.4	15.6
每股股息(元人民币)	0.04	0.04	0.07	0.12	0.16
息率(%)	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：Bloomberg

主要财务报表

财务报表摘要

损益表							财务分析						
<人民币千元>, 财务年度截至12/31							<人民币千元>, 财务年度截至12/31						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	6,859,446	7,885,557	8,423,618	12,848,978	15,848,127	19,414,039	盈利能力						
销售成本	-4,167,369	-5,229,645	-5,053,333	-7,041,619	-8,363,420	-9,920,802	毛利率 (%)	39.2%	33.7%	40.0%	45.2%	47.2%	48.9%
毛利	2,692,077	2,655,912	3,370,285	5,807,359	7,484,707	9,493,236	EBITDA 利率 (%)	11.2%	4.1%	7.6%	16.3%	20.2%	23.9%
销售开支	-31,460	-33,126	-31,401	-47,898	-59,078	-72,370	净利率 (%)	0.5%	5.1%	8.1%	9.7%	12.4%	13.9%
行政开支	-1,495,844	-1,306,307	-1,302,072	-1,986,117	-2,449,708	-3,000,905	营运表现						
财务费用	-607,867	-533,191	-607,694	-978,130	-1,030,128	-1,261,913	SG&A/收入 (%)	22.3%	17.0%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
其他收入	557,978	565,875	526,967	526,967	526,967	526,967	实际税率 (%)	32.2%	24.2%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
分占联营公司损益	25	-2,533	1,000	1,000	1,000	1,000	库存周转	367.8	308.4	337.6	243.1	209.4	180.7
分占合营公司损益	73	7	0	0	0	0	应付账款天数	198.8	211.6	191.6	151.9	133.8	118.7
除税前利润	281,683	739,205	1,126,525	2,135,645	3,286,223	4,498,479	应收账款天数	10.0	10.0	9.9	10.0	10.0	9.9
所得税	-90,650	-179,019	-288,107	-533,911	-821,556	-1,124,620	财务状况						
年度利润	191,033	560,186	838,418	1,601,733	2,464,667	3,373,859	净负债/权益	1.43	1.56	1.31	1.47	1.40	1.30
股东利润	33,697	401,952	686,430	1,249,352	1,971,734	2,699,087	收入/总资产	0.16	0.17	0.18	0.24	0.28	0.32
少数股东利润	157,336	158,234	151,988	352,381	492,933	674,772	总资产/股本	2.64	2.76	2.48	2.66	2.59	2.50
折旧及摊销	120,608	950,496	1,093,081	1,015,402	1,108,676	1,129,129	回报率 (%)						
EBITDA	768,942	321,900	641,138	2,098,372	3,207,676	4,631,262	Roe		2.4%	3.9%	6.4%	9.3%	11.6%
增长							ROA		0.9%	1.5%	2.5%	3.6%	4.6%
总收入 (%)		15%	7%	53%	23%	23%	股息支付率		32.5%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
EBITDA (%)		-58%	99%	227%	53%	44%							
每股收益 (%)		600%	100%	76%	58%	37%							

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至12/31							现金流量表						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2,998,213	3,583,213	2,916,103	2,475,940	3,425,473	4,768,484	税前盈利	191,033	560,186	838,418	1,601,733	2,464,667	3,373,859
应收账款	188,263	216,465	227,799	350,929	432,841	528,481	折旧和摊销	-120,608	-950,496	-1,093,081	-1,015,402	-1,108,676	-1,129,129
存货	4,180,883	4,670,644	5,154,577	6,821,489	8,101,970	9,774,515	营运资金变化	915,033	-1,444,032	-943,996	-1,106,911	-1,336,539	-1,723,573
其他流动资产	4,257,635	4,480,478	4,738,383	4,754,489	4,864,849	4,980,728	其他	1,728,466	2,348,290	2,743,057	2,103,018	2,059,701	2,069,077
总流动资产	11,624,994	12,950,800	13,036,862	14,402,848	16,825,133	20,052,208	营运活动现金流	2,713,924	513,948	1,544,398	1,582,439	2,079,154	2,590,234
固定资产	15,458,321	16,003,636	16,495,003	18,279,601	18,670,925	19,041,796	资本开支	-2,147,972	-1,461,062	-1,549,401	-6,428,000	-1,500,000	-1,500,000
无形资产	12,221,667	12,886,101	13,134,172	13,134,172	13,134,172	13,134,172	其他投资活动	-729,531	-493,987	-410,544	-162,813	-112,299	-122,052
长期投资	16,262	15,470	35,701	35,701	35,701	35,701	投资活动现金流	-2,877,503	-1,955,049	-1,959,945	-6,590,813	-1,612,299	-1,622,052
其他长期资产	3,701,362	4,031,488	4,165,658	8,087,847	8,357,797	8,669,030	借款变化	-51,255	2,352,662	-1,713,197	4,883,659	732,549	769,176
总资产	43,022,606	45,887,495	46,867,396	53,940,168	57,023,728	60,932,907	股息	-410,676	-101,187	-333,141	-130,816	-249,870	-394,347
应付账款	2,269,810	3,031,432	2,652,356	2,929,971	3,066,185	3,226,676	其他融资活动	1,706,373	-426,127	1,494,657	-184,631	0	0
短期银行贷款	7,828,593	9,322,514	4,824,267	7,236,401	7,598,221	7,978,132	融资活动现金流	1,244,442	1,825,348	-551,681	4,568,211	482,678	374,829
其他短期负债	5,674,690	3,217,308	4,767,068	4,760,019	4,760,019	4,760,019	现金变化	1,080,863	384,247	-967,228	-440,163	949,533	1,343,011
总短期负债	15,773,093	15,571,254	12,243,691	14,926,391	15,424,425	15,964,826	汇兑损益	-13,769	21,734	12,009	0	0	0
长期借款	1,299,261	2,158,000	4,943,050	7,414,575	7,785,304	8,174,569	期初持有现金	1,840,469	2,907,563	3,313,544	2,916,103	2,475,940	3,425,473
其他负债	6,221,378	8,110,789	7,436,329	7,548,369	7,548,369	7,548,369	期末持有现金	2,907,563	3,313,544	2,646,434	2,475,940	3,425,473	4,768,484
总负债	23,293,732	25,840,043	24,623,070	29,889,335	30,758,098	31,687,765							
少数股东权益	3,426,532	3,437,509	3,382,366	3,734,747	4,227,681	4,902,453							
股东权益	16,302,342	16,609,943	18,861,960	20,316,086	22,037,949	24,342,690							
负债权益合计	43,022,606	45,887,495	46,867,396	53,940,168	57,023,728	60,932,907							

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。