

买入

2024年10月14日

三季度盈利水平持续提升，增量项目有序推进

- 三季度利润水平持续提升：**2024年前三季度公司取得营业收入80.86亿元，同比增加26.64%；归母净利润8.81亿元，同比增加141.07%；基本每股收益0.26元。三季度单季度，公司营业收入34.58亿元，同比增加17.7%；归母净利润3.28亿元，同比增加192.86%。
- 金价持续走高带动公司业绩增长：**根据公司2024年半年报披露，公司黄金收入占比达到89%，毛利占比达到99%，贡献了公司近乎所有的利润。截至10月11日，伦敦现货黄金收盘价到达2648.8美元/盎司，相较6月底增长了13.64%。金价的持续走高助力公司三季度的业绩增长。随着全球地缘政治风险升级提升避险情绪，以及美联储降息方向确定、美元信用弱化及政治经济不确定性带来的避险需求，金价未来价格中枢将继续上移。
- 公司增量项目有序推进：**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。铁拓的资源金储量达40多吨，年产量有望达到约5吨水平。此外，公司先前成功收购海域金矿，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，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，预计2025年投产，并在2027年达产至至少15吨/年的水平。公司海域金矿得到了紫金矿业的相关支持，为项目的工程推进以及超深井开采提供了有力保障。公司海外项目有序推进且增量空间巨大，有望带动公司未来业绩持续高速增长。
- 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，现有矿山稳健生产，并购铁拓以及海外项目投产为公司未来业绩增长提供持续动力。目前地缘政治风险升级提升资金避险需求以及美联储降息方向确定、美元信用弱化等因素。金价有望在中长期内有望保持上升趋势，增强公司整体盈利能力。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，给予公司目标价17.39港元，对应2025年的30倍PE，较现价有32.7%的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李玲玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

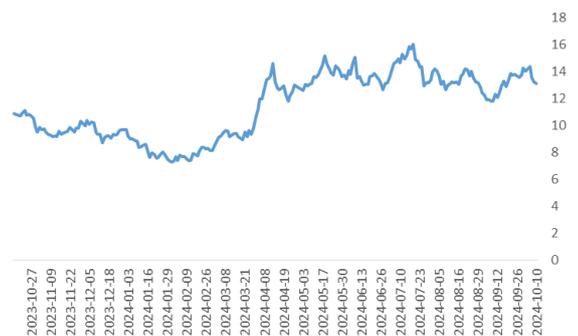
行业	有色金属
股价	13.10 港元
目标价	17.39 港元 (+32.7%)
股票代码	1818
已发行H股股本	34.02 亿股
H股市值	445.66 亿港元
52周高/低	16.70 港元/7.03 港元
每股净资产	6.08 元
主要股东	招金集团 33.39% 紫金矿业 19.22%

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@13.1港元(倍)	168.4	84.2	32.1	20.3	14.9
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%	1.0%	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					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
收入	7,885,557	8,423,618	12,848,978	15,848,127	19,414,039	盈利能力					
销售成本	-5,229,645	-5,053,333	-7,041,619	-8,363,420	-9,920,802	毛利率 (%)	33.7%	40.0%	45.2%	47.2%	48.9%
毛利	2,655,912	3,370,285	5,807,359	7,484,707	9,493,236	EBITDA 利率 (%)	4.1%	7.6%	16.3%	20.2%	23.9%
销售开支	-33,126	-31,401	-47,898	-59,078	-72,370	净利率 (%)	5.1%	8.1%	9.7%	12.4%	13.9%
行政开支	-1,306,307	-1,302,072	-1,986,117	-2,449,708	-3,000,905	营运表现					
财务费用	-533,191	-607,694	-978,130	-1,030,128	-1,261,913	SG&A/收入 (%)	17.0%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
其他收入	565,875	526,967	526,967	526,967	526,967	实际税率 (%)	24.2%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
分占联营公司损益	-2,533	1,000	1,000	1,000	1,000	库存周转	308.4	337.6	243.1	209.4	180.7
分占合营公司损益	7	0	0	0	0	应付账款天数	211.6	191.6	151.9	133.8	118.7
除税前利润	739,205	1,126,525	2,135,645	3,286,223	4,498,479	应收账款天数	10.0	9.9	10.0	10.0	9.9
所得税	-179,019	-288,107	-533,911	-821,556	-1,124,620	财务状况					
年度利润	560,186	838,418	1,601,733	2,464,667	3,373,859	净负债/权益	1.56	1.31	1.47	1.40	1.30
股东利润	401,952	686,430	1,249,352	1,971,734	2,699,087	收入/总资产	0.17	0.18	0.24	0.28	0.32
少数股东利润	158,234	151,988	352,381	492,933	674,772	总资产/股本	2.76	2.48	2.66	2.59	2.50
折旧及摊销	950,496	1,093,081	1,015,402	1,108,676	1,129,129	回报率 (%)					
EBITDA	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						现金流量表					
<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					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
现金	3,583,213	2,916,103	2,475,940	3,425,473	4,768,484	税前盈利	560,186	838,418	1,601,733	2,464,667	3,373,859
应收账款	216,465	227,799	350,929	432,841	528,481	折旧和摊销	-950,496	-1,093,081	-1,015,402	-1,108,676	-1,129,129
存货	4,670,644	5,154,577	6,821,489	8,101,970	9,774,515	营运资金变化	-1,444,032	-943,996	-1,106,911	-1,336,539	-1,723,573
其他流动资产	4,480,478	4,738,383	4,754,489	4,864,849	4,980,728	其他	2,348,290	2,743,057	2,103,018	2,059,701	2,069,077
总流动资产	12,950,800	13,036,862	14,402,848	16,825,133	20,052,208	营运活动现金流	513,948	1,544,398	1,582,439	2,079,154	2,590,234
固定资产	16,003,636	16,495,003	18,279,601	18,670,925	19,041,796	资本开支	-1,461,062	-1,549,401	-6,428,000	-1,500,000	-1,500,000
无形资产	12,886,101	13,134,172	13,134,172	13,134,172	13,134,172	其他投资活动	-493,987	-410,544	-162,813	-112,299	-122,052
长期投资	15,470	35,701	35,701	35,701	35,701	投资活动现金流	-1,955,049	-1,959,945	-6,590,813	-1,612,299	-1,622,052
其他长期资产	4,031,488	4,165,658	8,087,847	8,357,797	8,669,030	借款变化	2,352,662	-1,713,197	4,883,659	732,549	769,176
总资产	45,887,495	46,867,396	53,940,168	57,023,728	60,932,907	股息	-101,187	-333,141	-130,816	-249,870	-394,347
应付账款	3,031,432	2,652,356	2,929,971	3,066,185	3,226,676	其他融资活动	-426,127	1,494,657	-184,631	0	0
短期银行贷款	9,322,514	4,824,267	7,236,401	7,598,221	7,978,132	融资活动现金流	1,825,348	-551,681	4,568,211	482,678	374,829
其他短期负债	3,217,308	4,767,068	4,760,019	4,760,019	4,760,019	现金变化	384,247	-967,228	-440,163	949,533	1,343,011
总短期负债	15,571,254	12,243,691	14,926,391	15,424,425	15,964,826	汇兑损益	21,734	12,009	0	0	0
长期借款	2,158,000	4,943,050	7,414,575	7,785,304	8,174,569	期初持有现金	2,907,563	3,313,544	2,916,103	2,475,940	3,425,473
其他负债	8,110,789	7,436,329	7,548,369	7,548,369	7,548,369	期末持有现金	3,313,544	2,646,434	2,475,940	3,425,473	4,768,484
总负债	25,840,043	24,623,070	29,889,335	30,758,098	31,687,765						
少数股东权益	3,437,509	3,382,366	3,734,747	4,227,681	4,902,453						
股东权益	16,609,943	18,861,960	20,316,086	22,037,949	24,342,690						
负债权益合计	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给被带往美国、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。