

灵宝黄金 (03330.HK)

业绩同比高增，成本控制优异

公司发布 2024 年业绩：2024 年实现营业收入 118.7 亿元，同比+12.7%；实现归母净利润 7.0 亿元，同比+119.4%；24H2 实现营业收入 75.9 亿元，同比/环比分别 +61.5%/+77.3%，实现归母净利润 5.5 亿元，同比/环比分别 +175.0%/+260.3%。

- 利润接近预告上限，海外矿山和冶炼业务扭亏为盈。2024 年实现归母净利润 6.98 亿元(1 月预告为 6.17-7.06 亿元)，同比+119%，24H1/H2 分别 1.53/5.45 亿元；吉国矿山 2024 年实现利润 0.11 亿元，2023 年亏损 1 亿元；冶炼业务 2024 年实现利润 0.48 亿元，2023 年亏损 0.24 亿元。
- 矿山金产能利用率提升，下半年产量环比大幅提升。2024 年公司自产金 5.2 吨，其中金精粉 4.32 吨，合质金 0.85 吨，2024H1/H2 分别 1.8/3.4 吨，同比 2023 年下降 0.3 吨，主要因上半年河南省内矿山受省相关部门对全省矿山企业统一监管影响，导致南山分公司和桐柏兴源矿业产量下降，随着下半年复工复产，矿山金产能利用率大幅提升，下半年自产金 3.4 吨，环比+86.3%。
- 2024 年下半年自产金成本下降明显。2024 年自产金完全成本（不含税）为 320 元/克，较 2023 年下降 27 元/克，24H1/H2 分别为 345/308 元/克。按照采矿分部口径，2024 年自产金完全成本（不含税）为 282 元/克，较 2023 年下降 13 元/克，24H1/H2 分别为 293/277 元/克。
- 公司发布《2024 年管理层工作报告及 2025 年展望》。探矿增储方面，公司计划 2025 年整体勘探规划钻探 15 万米，坑探 27 万米，力争在 2026 年底完成各矿山基地阶段性勘探成果，目标提交备案黄金金属储量近百吨；产能提升方面，公司规划现有矿山 5 年内保持每年 10%以上矿产金属量增速；成本方面，2025 年公司各矿山目标克金成本约 300 元/克（约 1,100 美金/盎司），未来目标常年控制在 1,000 美金/盎司以内。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑金价中枢上行，我们上调盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润 11.2/15.9/20.1 亿元，对应市盈率 6.8/4.8/3.8 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：贵金属价格下行、投产项目进度不达预期、公司矿山或同业事故性风险、地缘政治风险、汇兑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10535	11867	14979	15984	17324
同比增长	4%	13%	26%	7%	8%
营业利润(百万元)	590	1022	1639	2265	2837
同比增长	31%	73%	60%	38%	25%
归母净利润(百万元)	318	698	1118	1585	2013
同比增长	32%	119%	60%	42%	27%
每股收益(元)	0.37	0.56	0.87	1.23	1.56
PE	16.0	10.5	6.8	4.8	3.8
PB	1.9	2.2	1.7	1.3	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

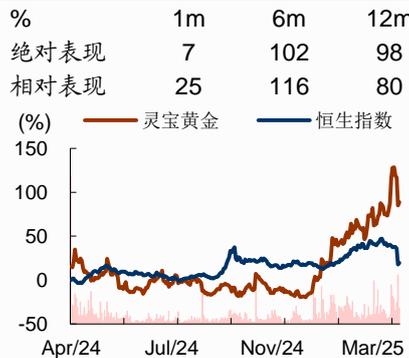
周期/金属及材料

当前股价：6.36 港元

基础数据

总股本(百万股)	1287
香港股(百万股)	1106
总市值(十亿港元)	8.0
香港股市值(十亿港元)	6.9
每股净资产(港元)	2.6
ROE(TTM)	20.6
资产负债率	56.2%
主要股东	深圳杰思伟业控股股份有限公司
主要股东持股比例	25.716%

股价表现



相关报告

- 1、《灵宝黄金 (03330)：黄金新星，立足中原放眼全球》2025-02-19

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

lairuchuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2965	3009	3635	4487	5686
现金及现金等价物	257	280	252	958	1921
交易性金融资产	3	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	237	193	244	261	282
其它应收款	177	283	357	381	413
存货	1591	1633	2000	2053	2165
其他流动资产	700	620	782	835	905
非流动资产	3872	4206	4706	5206	5706
长期投资	5	44	44	44	44
固定资产	2383	2709	3209	3709	4209
无形资产	1150	1111	1111	1111	1111
其他	334	342	342	342	342
资产总计	6836	7215	8341	9693	11392
流动负债	3706	3025	3121	3147	3201
应付账款	441	465	569	584	616
应交税金	39	148	148	148	148
短期借款	2725	2082	2000	2000	2000
其他	501	330	403	414	436
长期负债	693	1032	1032	1032	1032
长期借款	128	563	563	563	563
其他	565	469	469	469	469
负债合计	4400	4057	4153	4179	4233
股本	237	249	249	249	249
储备	2425	3137	4152	5457	7074
少数股东权益	(226)	(228)	(212)	(191)	(164)
归属于母公司所有者权益	2662	3386	4401	5706	7323
负债及权益合计	6836	7215	8341	9693	11392

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	467	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润	318	698	N/A	N/A	N/A
折旧与摊销	276	N/A	N/A	N/A	N/A
营运资本变动	(348)	N/A	N/A	N/A	N/A
其他非现金调整	221	N/A	N/A	N/A	N/A
投资活动现金流	(437)	N/A	N/A	N/A	N/A
资本性支出	(445)	N/A	N/A	N/A	N/A
出售资产获得的现金	4	N/A	N/A	N/A	N/A
投资增减	3	N/A	N/A	N/A	N/A
其它	8	N/A	N/A	N/A	N/A
筹资活动现金流	53	N/A	N/A	N/A	N/A
债务增减	(850)	N/A	N/A	N/A	N/A
股本增减	250	N/A	N/A	N/A	N/A
股利支付	0	N/A	N/A	N/A	N/A
其它筹资	653	N/A	N/A	N/A	N/A
其它调整	(0)	N/A	N/A	N/A	N/A
现金净增加额	84	N/A	N/A	N/A	N/A

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	10535	11867	14979	15984	17324
主营业务收入	10534	11867	14979	15984	17324
营业成本	9564	10405	12741	13080	13794
毛利	970	1462	2238	2904	3530
营业支出	381	440	599	639	693
营业利润	590	1022	1639	2265	2837
利息支出	52	135	130	128	128
利息收入	27	0	2	5	12
权益性投资损益	(3)	0	0	0	0
其他非经营性损益	(145)	25	0	0	0
非经常项目损益	1	0	0	0	0
除税前利润	418	912	1511	2141	2720
所得税	124	213	378	535	680
少数股东损益	(24)	1	15	21	27
归属普通股股东净利润	318	698	1118	1585	2013
EPS(元)	0.37	0.56	0.87	1.23	1.56

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4%	13%	26%	7%	8%
营业利润	31%	73%	60%	38%	25%
净利润	32%	119%	60%	42%	27%
获利能力					
毛利率	9.2%	12.3%	14.9%	18.2%	20.4%
净利率	3.0%	5.9%	7.5%	9.9%	11.6%
ROE	11.9%	20.6%	25.4%	27.8%	27.5%
ROIC	6.3%	13.8%	18.2%	21.1%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	56.2%	49.8%	43.1%	37.2%
净负债比率	41.7%	36.7%	30.7%	26.4%	22.5%
流动比率	0.8	1.0	1.2	1.4	1.8
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	1.5	1.6	1.8	1.6	1.5
存货周转率	6.7	6.5	7.0	6.5	6.5
应收帐款周转率	26.5	26.7	27.8	25.7	25.9
应付帐款周转率	27.3	23.0	24.6	22.7	23.0
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.56	0.87	1.23	1.56
每股经营现金	0.54	0.00	0.61	1.25	1.53
每股净资产	3.08	2.72	3.42	4.43	5.69
每股股利	0.09	0.08	0.22	0.31	0.39
估值比率					
PE	16.0	10.5	6.8	4.8	3.8
PB	1.9	2.2	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	12.1	8.6	5.5	4.0	3.2

资料来源：公司数据、招商证券 注：公司 2024 年现金流量表暂未公布，表中数据以 NA 列示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。