

买入

2025 年 4 月 25 日

量价齐升推动业绩进入加速释放期

- **一季度业绩大幅增长：**2025 年第一季度公司实现了营业收入 30.41 亿元，同比增长 53.5%；归母净利润为 6.59 亿元，比去年同期大幅增长约 198.2%。公司一季度业绩实现大幅增长，彰显核心金矿业务盈利能力再度增强。
- **黄金量价齐升带动业绩增长：**伴随着全球经贸环境以及地缘政治的不确定性不断增强，避险情绪带动黄金价格不断触及历史新高。2025 年一季度上海交易所黄金价格达到 676.78 元/克，同比增长 37%。得益于金价大幅上涨，公司一季度毛利率达到 50.34%，同比增长 8.24 个百分点。此外，去年 6 月份公司完成对铁拓矿业的资产收购，估计为公司一季度黄金产量提供约 1.2 吨增量，预计全年铁拓黄金产量贡献约 4.5 吨。金价向上通道开启叠加产能进入释放期，公司未来业绩增长将进入快车道。
- **海域金矿推动业绩加速释放：**海域金矿为公司未来增量的主要来源，根据 JORC 标准，拥有探明+控制+推断黄金资源量总计 561.93 吨，平均品位超过 4 克/吨，预计在 2027 年达产后至少贡献 15 吨/年的增量。达产后的克金完全成本仅 120 元/克，远领先行业平均水平。属于资源禀赋极其优秀的黄金资源。目前海域项目“五竖一斜”井筒全部贯通，选矿厂、尾矿库等主体设施建设进度超前。此外，项目采用 TBM（全断面硬岩隧道掘进机）技术，掘进效率较传统钻爆法提升 4 倍，加速了深部矿体开发。今年年底海域金矿有望进行试生产，未来达产后将推动公司业绩进入加速释放期。
- **目标价 24 港元，维持买入评级：**目前伴随地缘政治风险升级以及美元信用弱化等因素，各国央行购金力度有望持续，叠加 ETF 资金也在持续流入，增量资金将支撑金价进入长期上涨通道。公司坐拥禀赋优异的海域金矿，现有矿山生产稳健可持续。公司有望享受金价上涨红利，叠加黄金产能随着海域金矿逐步达产，盈利能力将得到大幅提升，我们看好公司长期成长性。预计公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 31.7/34.8/48.7 亿元人民币，给予公司目标价 24 港元，分别对应 2025 年 25 倍 PE，较现价有 28.5% 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	18.68 港元
目标价	24 港元
	(+28.5%)
股票代码	1818
已发行 H 股股本	35.42 亿股
H 股市值	661.7 亿港元
52 周高/低	20.85 港元 / 10.08 港元
每股净资产	6.15 元
主要股东	招金集团 35.63%
	紫金矿业 18.95%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入(千元人民币)	8,423,618	11,550,680	16,723,182	18,022,992	22,916,096
变动(%)	7%	37%	45%	8%	27%
归母净利润(千元人民币)	686,430	1,450,799	3,171,264	3,480,788	4,870,943
变动(%)	70.8%	111.4%	118.6%	9.8%	39.9%
每股盈利(元人民币)	0.14	0.43	0.90	0.98	1.38
变动(%)	100.0%	205%	110%	10%	40%
市盈率@18.68港元(倍)	125.4	41.2	19.6	17.9	12.8

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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	8,423,618	11,550,680	16,723,182	18,022,992	22,916,096	盈利能力					
销售成本	-5,053,333	-7,028,727	-8,634,077	-9,225,797	-11,107,707	毛利率 (%)	40.0%	39.1%	48.4%	48.8%	51.5%
毛利	3,370,285	4,521,953	8,089,105	8,797,195	11,808,389	EBITDA 利率 (%)	7.6%	12.3%	25.0%	26.0%	30.2%
销售开支	-31,401	-48,470	-70,175	-75,630	-96,163	净利率 (%)	8.1%	12.6%	19.0%	19.3%	21.3%
行政开支	-1,302,072	-1,473,587	-2,133,473	-2,299,297	-2,923,539						
财务费用	-607,694	-544,594	-788,468	-849,752	-1,080,453	营运表现					
						SG&A/收入 (%)	15.8%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
其他收入	526,967	582,509	582,509	582,509	582,509	实际税率 (%)	25.6%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
分占联营公司损益	1,000	11,680	11,680	11,680	11,680	库存周转	337.6	278.6	226.8	212.2	176.3
分占合营公司损益	0	-1,494	0	0	0	应付账款天数	191.6	183.9	152.4	145.0	126.8
除税前利润	1,126,525	2,228,888	4,872,069	5,347,596	7,483,315	应收账款天数	9.9	5.6	10.0	9.9	10.0
所得税	-288,107	-377,555	-825,288	-905,838	-1,267,611						
年度利润	838,418	1,851,333	4,046,781	4,441,758	6,215,704	财务状况					
股东利润	686,430	1,450,799	3,171,264	3,480,788	4,870,943	净负债/权益	1.31	1.34	1.29	1.25	1.12
少数股东利润	151,988	400,534	875,517	960,970	1,344,761	收入/总资产	0.18	0.22	0.30	0.30	0.36
折旧及摊销	1,093,081	1,358,273	1,472,825	1,503,614	1,649,414	总资产/股本	2.48	2.53	2.51	2.50	2.39
EBITDA	641,138	1,415,209	4,187,712	4,693,734	6,914,354						
增长						回报率 (%)					
总收入 (%)	7%	37%	45%	8%	27%	ROE	3.9%	7.2%	14.5%	15.0%	19.4%
EBITDA (%)	99%	121%	196%	12%	47%	ROA	1.5%	2.9%	5.8%	6.0%	7.9%
每股收益 (%)	100%	150%	110%	10%	40%	股息支付率	19.8%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%

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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	2,916,103	2,029,825	2,839,440	3,262,172	3,459,788	税前盈利	1,126,525	2,228,888	4,872,069	5,347,596	7,483,315
应收账款	227,799	175,974	456,741	490,615	625,190	折旧和摊销	-1,093,081	-1,358,273	-1,472,825	-1,503,614	-1,649,414
存货	5,154,577	6,246,351	7,673,007	7,688,165	9,256,423	营运资金变化	-943,996	-1,324,891	-1,643,386	11,947	-1,508,899
其他流动资产	4,738,383	5,438,800	5,438,800	5,438,800	5,438,800	其他	2,743,057	3,051,441	1,614,792	1,482,952	1,390,204
总流动资产	13,036,862	13,890,950	16,407,988	16,879,751	18,780,200	营运活动现金流	1,832,505	2,597,165	3,370,650	5,338,880	5,715,206
固定资产	16,495,003	18,456,366	18,983,541	21,479,927	22,830,513						
无形资产	13,134,172	17,127,803	17,127,803	17,127,803	17,127,803	资本开支	-1,549,401	-1,892,622	-2,000,000	-4,000,000	-3,000,000
长期投资	35,701	22,186	22,186	22,186	22,186						
其他长期资产	4,165,658	4,070,640	4,068,924	4,194,464	4,343,211	其他投资活动	-410,544	-3,403,407	0	0	0
总资产	46,867,396	53,567,945	56,610,442	59,704,130	63,103,913	投资活动现金流	-1,959,945	-5,296,029	-2,000,000	-4,000,000	-3,000,000
应付账款	2,652,356	3,540,428	3,604,465	3,665,443	3,859,377	借款变化	-1,713,197	3,217,403	649,236	681,698	-715,783
短期银行贷款	4,824,267	7,573,647	7,952,329	8,349,946	7,932,449	股息	-333,141	-311,167	-170,120	-380,552	-417,695
其他短期负债	4,767,068	3,321,082	3,416,148	3,440,037	3,529,968	其他融资活动	1,494,657	608,789	-1,040,151	-1,217,295	-1,384,113
总短期负债	12,243,691	14,435,157	14,972,943	15,455,426	15,321,793	融资活动现金流	-551,681	3,515,025	-561,035	-916,149	-2,517,590
长期借款	4,943,050	5,411,072	5,681,626	5,965,707	5,667,422						
其他负债	7,436,329	8,529,425	8,529,425	8,529,425	8,529,425	现金变化	-679,121	816,161	809,615	422,732	197,615
总负债	24,623,070	28,375,654	29,183,993	29,950,558	29,518,640	汇兑损益	12,009	0	0	0	1
少数股东权益	3,382,366	4,008,689	4,884,206	5,845,176	7,189,937						
股东权益	18,861,960	21,183,602	22,542,243	23,908,396	26,395,336	期初持有现金	3,583,213	2,916,103	2,029,825	2,839,440	3,262,172
负债权益合计	46,867,396	53,567,945	56,610,442	59,704,130	63,103,913	期末持有现金	2,916,103	2,029,825	2,839,440	3,262,172	3,459,788

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。