

中信证券研究部

核心观点



**拜俊飞**  
 金属行业联席首席  
 分析师  
 S1010521070006



**敖翀**  
 金属行业首席分析  
 师  
 S1010515020001

高纯度矿产金业务结构促进公司业绩在金价上涨过程中释放出巨大弹性，叠加铁拓矿业实现完整并表，2024Q1-3 公司业绩同比增长超 140%。随着海域金矿全面实现井下贯通，建设进入冲刺阶段，增量释放在即。此外，招金系联手紫金矿业并入主中润，公司海外资源布局再度提速，未来瓦图科拉金矿的增产和降本值得期待。我们维持公司 2024-26 年 EPS 预测为 0.44/0.64/0.80 元/股，维持公司 2024 年目标价为 17 港元/股，维持“买入”评级。

■ **2024Q3 公司业绩维持高速增长。**根据公司公告，2024Q1-3 公司实现收入 80.86 亿元，同比+26.6%；实现归母净利润 8.81 亿元，同比+141.1%。其中 2024Q3 公司实现收入 34.59 亿元，同比+17.7%/环比+30.7%；实现归母净利润 3.28 亿元，同比+192.7%/环比-1.3%。我们认为，公司 Q3 业绩实现同比高增，主要得益于金价上涨、成本控制以及公司高纯度矿产金业务结构所带来的巨大弹性，叠加铁拓在季度内实现完整并表；Q3 业绩环比小幅下滑，主要受部分非生产性费用在季度内阶段性集中计提的影响。

■ **持续推进优产增产和降本控费。**我们测算 2024Q3 公司实现自产金销量 3.5-3.6 吨（不含铁拓），基本维持 Q2 水平，并维持小幅同比增长，主要得益于公司把握金价高位运行机遇，科学组织生产，推动优产增产的成效；2024Q3 铁拓实现完整并表，我们预计铁拓单季度产销量达到 1 吨以上的设计产能水平。2024Q1-3 公司综合毛利率为 44.8%，同比+6.0pcts；其中 2024Q3 为 47.6%，同比+9.0pcts/环比+4.4pcts。我们认为，2024Q3 公司毛利率同比上升，一方面得益于金价上涨，另一方面受益于成本管控，我们测算公司克金生产成本控制在 210-220 元/克，克金综合费用（销售+管理+研发+财务费用以及税金及附加）控制在 150 元/克左右，均维持在 2024H1 水平。随着公司深耕“五个竞赛”、“六降六保”等精细化成本管控措施，未来公司降本控费仍有较大空间。

■ **海域金矿全面实现井下贯通，建设持续冲刺，中期增量释放在即。**根据公司公告，公司加速推进瑞海矿业采选工程（海域金矿）、早子沟金矿稳产增产和深部开拓、北山矿业开发，以及蚕庄金矿、大尹格庄金矿增产扩能等重点工程。根据公司网站，截至 2024 年 9 月底，瑞海矿业副井与通风井在-1060m 中段顺利贯通，至此“五竖一斜”重点工程全面实现井下贯通，后续将推进供电工程和永久排水系统等建设。随着瑞海矿业采选工程快速推进，公司中期增量释放在即，叠加主力在产矿山扩产扩能，公司长期可持续成长具备较高保障。

■ **强强联手紫金入主中润，海外资源布局再提速。**根据公司公告，10 月 9 日，公司、招金集团、紫金投资和宁波冉盛盛通签署协议，共同出资设立瑞宁矿业（分别出资 2.2 亿元、4 亿元、1 亿元和 1.8 亿元，占瑞宁矿业注册资本 24%、44%、11%和 20%）。根据\*ST 中润公告，10 月 13 日，\*ST 中润控股股东冉盛盛远及其一致行动人将其所持公司 20%股份转让给瑞宁矿业，\*ST 中润控股股东变更为瑞宁矿业，实控人变更为招远市人民政府。根据\*ST 中润公告，公司旗下核心资产为位于斐济的瓦图科拉金矿（持股 79.52%），截至 2023 年底保有黄金资源量 116.95t（其中 M&I 资源量 60t），黄金储量 33.1t（其中井下原生矿 20.4t@5.36g/t+尾矿 12.7t@1.27g/t）。瓦图科拉金矿已有 90 年开采历史，累计采出黄金 240t 以上，但由于目前项目设备老化程度较高，产量释放和成本优化方面受到制约，2023 年黄金产销量仅为 0.53 吨，单位销售成本接近 500 元/克。我们认为，瓦图科拉金矿拥有丰富的资源储备，而公司和紫金矿业在地下

招金矿业	01818.HK
评级	买入 (维持)
当前价	13.48 港元
目标价	17.00 港元
总股本	3,402 百万股
港股流通股本	2,742 百万股
总市值	459 亿港元
近三月日均成交额	188 百万港元
52 周最高/最低价	16.02/7.3 港元
近 1 月绝对涨幅	7.50%
近 6 月绝对涨幅	-7.51%
近 12 月绝对涨幅	24.06%

矿山开采、深部找矿、低成本采选冶方面具备显著优势，随着招金系入主并推进项目的运营和优化，项目增产和降本值得期待。

- **风险因素：**金价大幅波动；海域金矿项目建设进度不及预期；因环保、安全等扰动事件导致停产或减产；成本管控力度不及预期
- **盈利预测、估值与评级：**高纯度矿产金业务结构促进公司业绩在金价上涨过程中释放出巨大弹性，叠加铁拓矿业实现完整并表，2024Q1-3 公司业绩同比增长超 140%。随着海域金矿全面实现井下贯通，建设进入冲刺阶段，增量释放在即。此外，招金系联手紫金矿业并入主中润，公司海外资源布局再度提速，未来瓦图科拉金矿的增产和降本值得期待。我们维持 2024-2026 年公司归母净利润预测为 14.8/21.8/27.1 亿元，对应 2024-26 年 EPS 预测为 0.44/0.64/0.80 元/股。当前可比公司（山东黄金、山金国际、湖南黄金）EV/EBITDA 均值 11 倍，考虑到公司中长期显著的成长性，给予公司 2024 年 16 倍 EV/EBITDA 估值，维持目标价为 17 港元/股，维持公司“买入”评级。

项目/年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,886	8,424	11,407	13,774	15,716
营业收入(百万港元)	9,639	9,466	12,535	15,137	17,270
营业收入增长率 YoY	15.0%	6.8%	35.4%	20.8%	14.1%
净利润(百万元)	402	686	1,481	2,182	2,714
净利润(百万港元)	491	771	1,627	2,398	2,983
净利润增长率 YoY	1092.7%	70.8%	115.7%	47.4%	24.4%
核心净利润(百万元)	349	713	1,574	2,284	2,821
核心净利润(百万港元)	427	801	1,729	2,509	3,100
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.20	0.44	0.64	0.80
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.14	0.23	0.48	0.70	0.88
每股净资产 (元)	4.88	5.54	6.40	6.94	7.59
每股净资产 (港元)	5.97	6.23	7.04	7.63	8.34
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.21	0.46	0.67	0.83
核心净利润每股收益 EPS(基本)(港元)	0.13	0.24	0.51	0.74	0.91
毛利率	33.7%	40.0%	45.7%	45.6%	46.5%
净利率	5.1%	8.1%	13.0%	15.8%	17.3%
核心净利润率	4.4%	8.5%	13.8%	16.6%	18.0%
净资产收益率 ROE	2.4%	3.6%	6.8%	9.2%	10.5%
PE	96.3	58.6	28.1	19.3	15.3
PE*	103.7	56.2	26.4	18.2	14.8
PB	2.3	2.2	1.9	1.8	1.6
PS	4.8	4.8	3.7	3.0	2.7
EV/EBITDA	26.4	21.9	13.3	10.6	8.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2024 年 10 月 14 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,886	8,424	11,407	13,774	15,716
营业成本	(5,230)	(5,053)	(6,198)	(7,491)	(8,402)
毛利	2,656	3,370	5,209	6,283	7,314
销售费用	(33)	(31)	(34)	(35)	(38)
管理费用	(1,306)	(1,302)	(1,597)	(1,562)	(1,562)
融资收入净额	(533)	(608)	(584)	(620)	(654)
投资收益	133	62	123	106	97
利润总额	739	1,127	2,474	3,503	4,470
所得税费用	(179)	(288)	(676)	(901)	(1,171)
税后利润	560	838	1,798	2,603	3,299
少数股东损益	158	152	317	421	584
归属于母公司股东的净利润	402	686	1,481	2,182	2,714
核心净利润	349	713	1,574	2,284	2,821
EBITDA	2,259	2,730	4,500	5,659	6,736

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,583	2,916	4,706	5,570	7,223
存货	4,671	5,155	6,897	8,305	9,531
应收及预付款	780	807	1,191	1,373	1,571
其他流动资产	3,917	4,160	4,737	5,403	5,904
流动资产	12,951	13,037	17,531	20,652	24,229
物业、厂房及设备	16,004	16,495	18,029	19,260	19,909
联营及合营公司的权益	901	268	268	268	268
无形资产	12,303	12,551	15,805	15,605	15,405
其他长期资产	3,729	4,517	3,911	3,922	4,016
非流动资产	32,937	33,831	38,013	39,055	39,598
资产总计	45,887	46,867	55,544	59,706	63,827
短期借款	10,527	5,756	7,415	8,265	8,644
应付款及应计费用	431	521	658	800	930
其他流动负债	4,614	5,967	9,123	9,811	10,409
流动负债	15,571	12,244	17,196	18,875	19,983
长期借款	8,153	10,339	10,339	10,339	10,339
其他长期负债	2,115	2,040	2,527	2,748	2,973
非流动性负债	10,269	12,379	12,866	13,087	13,313
负债合计	25,840	24,623	30,062	31,962	33,295
归属于母公司所有者权益合计	16,610	18,862	21,782	23,624	25,828
少数股东权益	3,438	3,382	3,699	4,120	4,704
股东权益合计	20,047	22,244	25,481	27,744	30,532
负债股东权益总计	45,887	46,867	55,544	59,706	63,827

**主要财务指标**

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率</b>					
营业收入(%)	15.0%	6.8%	35.4%	20.8%	14.1%
归母净利润(%)	1092.7%	70.8%	115.7%	47.4%	24.4%
<b>利润率</b>					
毛利率(%)	33.7%	40.0%	45.7%	45.6%	46.5%
EBIT Margin(%)	16.1%	20.6%	26.8%	29.9%	32.6%
EBITDA Margin(%)	28.6%	32.4%	39.4%	41.1%	42.9%
净利率(%)	5.1%	8.1%	13.0%	15.8%	17.3%
<b>回报率</b>					
净资产收益率(%)	2.4%	3.6%	6.8%	9.2%	10.5%
总资产收益率(%)	0.9%	1.5%	2.7%	3.7%	4.3%
<b>其他</b>					
资产负债率(%)	56.3%	52.5%	54.1%	53.5%	52.2%
所得税率(%)	24.2%	25.6%	27.3%	25.7%	26.2%
股利支付率(%)	32.5%	19.1%	23.0%	23.4%	31.3%
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
管理费用率(%)	16.6%	15.5%	14.0%	11.3%	9.9%
研发费用率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用率(%)	6.8%	7.2%	5.1%	4.5%	4.2%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后利润	560	838	1,798	2,603	3,299
折旧和摊销	986	996	1,442	1,536	1,612
营运资金的变化	-1,430	-953	-1,880	-1,448	-1,312
其他经营现金流	576	951	488	539	596
经营现金流合计	693	1,833	1,847	3,230	4,194
资本支出	-1,836	-1,793	-6,154	-2,500	-2,000
其他投资现金流	-119	-166	-72	-677	-589
投资现金流合计	-1,955	-1,960	-6,227	-3,177	-2,589
权益变动	376	-	1,570	-	-
负债变动	1,916	-1,027	3,142	2,396	1,764
股息支出	-101	-333	-131	-340	-510
其他融资现金流	-365	809	1,588	-1,244	-1,205
融资现金流合计	1,825	-552	6,169	811	49
现金及现金等价物净增加额	585	-667	1,790	864	1,653
期初现金及现金等价物	2,998	3,583	2,916	4,706	5,570
期末现金及现金等价物	3,583	2,916	4,706	5,570	7,223

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

**马来西亚：**本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有。保留一切权利。