

**买入**

2024年4月12日

**业绩由盈转亏，铜金价格持续走高，甲玛矿区全面复产在即**

- 业绩由盈转亏：**2023年全年，公司实现总收入4.59亿美元，同比减少58%；净亏损为2300万美元，同比由盈转亏。公司收入和利润的下滑主要由于甲玛矿山果朗沟尾矿库尾砂外溢，甲玛矿山已于2023年3月27日起暂停生产影响了整体的产量和业绩。公司综合矿山经营利润率为17.49%，与去年同期相比下滑18.31个百分点。公司2023年全年矿产铜产量为2万吨，同比下滑76%，全年矿产铜销售均价为6989美元/吨，同比下滑4.23%；公司2023年全年矿产金产量为14.79万盎司，同比下滑38%，矿产金平均价格为1962美元/盎司，同比提升8.64%。
- 铜金价格持续走高：**随着美联储降息预期的发酵，有色金属价格有了大幅度的提升。截至目前，国际黄金现货价为2322.59美元/盎司，相比年初涨幅超过16%，突破2300美元/盎司的关口，创下历史新高。长江有色铜目前均价达到了76020元人民币/吨，处于历史高位运行，主要由于供应端预期的收紧以及需求复苏所导致，我们预计铜和金价格将持续提升，这将对公司盈利水平形成有力支撑。
- 甲玛矿区全面复产在即：**自甲玛矿山由于果朗沟尾矿库尾砂外溢事件后，甲玛矿区暂停了生产经营活动。进入2023年12月，甲玛矿山一期正式恢复运营，本次复工为部分采空区治理以及一期选矿厂恢复运营生产，日处理矿石量为6000吨。截至目前，公司发布了2024年的产量指引，预计2024年长山壕金矿黄金产量区间为106097盎司至1122528盎司；甲玛矿铜产量区间为4.32万吨至4.45万吨，黄金产量区间为42439盎司至45333盎司，公司预计甲玛矿山在5月初将获得政府的复工批准，届时将按照2期选厂的设计规模日处理矿量约3.4万吨/日复产。
- 目标价 61.59 港币，维持买入评级：**基于公司生产经营逐步回到正轨叠加高企的产品价格，我们分别调整24/25/26年收入预测至7.30亿/11.92亿/12.03亿美元；调整归母净利润预测至1.14亿/3.75亿/3.87亿美元，给予目标价61.59港币，对应2025年9倍PE，维持买入评级。

许尚青

+852-25321539

tim.xu@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

(852)25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

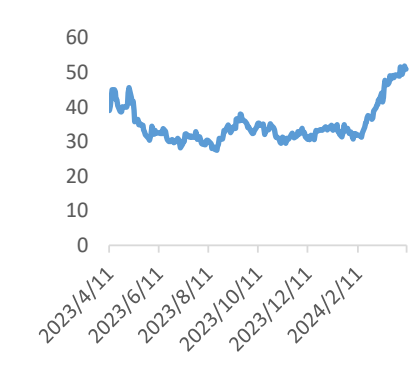
**主要资料**

行业	原材料
股价	48.10 港元
目标价	61.59 港元 (+28.0%)
股票代码	2099
已发行H股股本	3.96 亿股
H股市值	190.68 亿港元
52周高/低	53.10/27.40 港元
每股净资产	33.65 港元
主要股东	中国黄金集团香港有限公司 40.01%

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
收入(千美元)	1,104,949	459,434	730,705	1,192,709	1,203,689
变动(%)	-3%	-58%	59%	63%	1%
归母净利润(千美元)	222,743	-25,500	114,699	375,173	387,026
变动(%)	-16.7%	-111.4%	N/A	227.1%	3.2%
每股盈利(美元)	0.56	-0.06	0.29	0.95	0.98
变动(%)	-16.7%	-111.4%	N/A	227.1%	3.2%
市盈率@48.1港元(倍)	11.8	-103.4	23.0	7.0	6.8
每股股息(美元)	0.37	0.00	0.14	0.57	0.59
息率(%)	5.6%	0.0%	2.2%	8.5%	8.8%

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					
<美元千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<美元千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	1,104,949	459,434	730,705	1,192,709	1,203,689	<b>盈利能力</b>					
销售成本	-709,390	-379,069	-529,980	-654,810	-655,905	经营利润率 (%)	35.8%	17.5%	27.5%	45.1%	45.5%
矿山经营溢利	395,559	80,365	200,725	537,899	547,784	EBITDA 利率 (%)	46.2%	26.9%	41.1%	54.2%	55.1%
						净利率 (%)	20.2%	-5.6%	15.7%	31.5%	32.2%
勘探开支	-479	-744	-744	-744	-744	<b>营运表现</b>					
行政开支	-52,850	-38,950	-28,281	-47,708	-48,148	SG&A/收入 (%)	4.8%	8.5%	3.9%	4.0%	4.0%
财务费用	-30,738	-24,974	-22,131	-21,024	-19,769	实际税率 (%)	18.1%	-23.0%	15.0%	15.0%	15.0%
研发开支	-25,371	-8,707	-14,614	-23,854	-24,074	库存周转	148.3	195.5	195.5	195.5	195.5
其他收入	-10,857	-825	1,596	2,079	5,709	应付账款天数	110.3	106.1	106.1	106.1	106.1
营运收入	316,859	31,964	157,085	465,592	474,818	应收账款天数	2.8	8.0	6.0	6.0	6.0
营业外收支	-41,595	-25,799	-20,535	-18,945	-14,060	<b>财务状况</b>					
除税前利润	275,264	-18,671	136,550	446,647	460,759	净负债/权益	0.69	0.65	0.59	0.50	0.44
所得税	-49,863	-4,298	-20,483	-66,997	-69,114	收入/总资产	0.35	0.16	0.25	0.37	0.36
年度利润	225,401	-22,969	116,068	379,650	391,645	总资产/股本	1.70	1.66	1.60	1.51	1.46
股东利润	222,743	-25,500	114,699	375,173	387,026	盈利对利息倍数	10.31	1.28	7.10	22.15	24.02
少数股东利润	2,658	2,531	1,369	4,477	4,618	<b>回报率 (%)</b>					
折旧及摊销	-204,823	-117,358	-141,746	-178,960	-182,389	ROE	12.0%	-1.4%	6.5%	18.9%	17.4%
<b>EBITDA</b>	510,825	123,661	300,427	646,632	662,917	ROA	6.9%	-0.8%	4.0%	12.2%	11.8%
<b>EPS (基本)</b>	0.56	-0.06	0.29	0.95	0.98	股息支付率	65.8%	0.0%	50.0%	60.0%	60.0%
增长											
总收入 (%)	-3%	-58%	59%	63%	1%						
EBITDA (%)	-2%	-7%	143%	115%	3%						
每股收益 (%)	-17%	N/A	350%	227%	3%						

## 资产负债表

<美元千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						现金流量表					
<美元千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<美元千元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	428,453	97,237	126,693	347,900	457,274	税前盈利	275,264	-18,671	136,550	446,647	460,759
应收账款	8,718	17,076	12,012	19,606	19,787	折旧和摊销	204,823	117,358	141,746	178,960	182,389
存货	293,089	291,553	283,919	350,793	351,379	营运资金变化	510,259	128,524	298,831	644,553	657,207
其他流动资产	2,382	70,318	70,318	70,318	70,318	其他	449,646	-52,547	273,327	480,190	567,427
总流动资产	732,642	476,184	492,942	788,617	898,758	营运活动现金流	447,279	1,574	264,772	518,361	567,876
<b>固定资产</b>	1,579,245	1,481,901	1,563,349	1,621,739	1,674,840	资本开支	-45,576	-61,471	-200,000	-200,000	-200,000
无形资产	784,470	773,117	749,923	712,573	677,083	其他投资活动	12,238	-59,831	1,596	2,079	5,709
使用权资产	42,487	39,791	39,791	39,791	39,791	投资活动现金流	-33,338	-121,302	-198,404	-197,921	-194,291
其他长期资产	56,067	63,723	63,723	63,723	63,723	借款变化	-84,893	-373,139	-36,912	-41,883	-39,108
总资产	3,194,911	2,834,716	2,909,728	3,226,443	3,354,195	其他融资活动	-100,419	167,906	0	-57,349	-225,104
应付账款	218,058	158,250	154,107	190,404	190,723	融资活动现金流	-185,312	-205,233	-36,912	-99,233	-264,211
短期银行贷款	399,567	143,523	136,347	122,712	110,441	现金变化	228,629	-324,961	29,456	221,207	109,374
其他短期负债	21,010	3,652	3,652	3,652	3,652	汇兑损益	-8,304	-6,255	0	0	0
总短期负债	638,635	305,425	294,105	316,769	304,816	<b>期初持有现金</b>	208,128	428,453	97,237	126,693	347,900
<b>长期借款</b>	433,501	594,711	564,975	536,727	509,890	<b>期末持有现金</b>	428,453	97,237	126,693	347,900	457,274
其他负债	219,345	206,839	206,839	206,839	206,839						
总负债	1,291,481	1,106,975	1,065,920	1,060,334	1,021,545						
少数股东权益	19,451	20,883	22,252	26,729	31,347						
<b>股东权益</b>	1,883,979	1,706,858	1,821,557	2,139,380	2,301,303						
<b>负债权益合计</b>	3,194,911	2,834,716	2,909,728	3,226,443	3,354,195						

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。