

买入

2024年11月4日

金铜价格持续走高，新项目推动产量持续提升

- 三季度业绩：**2024年前三季度公司取得营业收入 2303.96 亿元，同比增加 2.39%；归母净利润 243.57 亿元，同比增加 50.68%；三季度单季度，公司营业收入 799.8 亿元，同比增加 7.11%；归母净利润 92.73 亿元，同比增加 63.64%。
- 金铜价格持续走高带动盈利提升：**随着美联储降息方向确定、及政治经济不确定性带来的避险需求，今年黄金价格持续高位运行。目前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；长江有色铜目前均价达到了 7.67 万元人民币/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。
- 金铜产量持续提升稳定成本水平：**公司前三季度主营产品产量：矿产金产量 54.3 吨，同比增长 8.33%；矿产银 331.1 吨，同比增长 6.69%；矿产铜 789,459 吨，同比增长 4.67%；矿产锌 309,735 吨，同比减少 4.18%。成本方面，公司前三季度铜精矿、电积铜和电解铜单位销售成本分别为 1.88/3.27/3.57 万元/吨，同比变化分别为 -4.16%/+5.49%/-13.05%。金锭、金精矿单位销售成本分别为 286.46/155.06 元/克，同比变化分别为 +1.32%/-0.54%。随着公司四季度产量持续提升的预期，预计公司成本仍有下降空间。
- 新项目助力公司黄金产量提升：**公司 10 月披露收购加纳 Akyem 金矿项目 100% 股权。截至 2023 年 12 月 31 日，Akyem 探明+控制+推断的金金属资源量（不含储量）为 54.4 吨，证实+可信的金金属储量为 34.6 吨，另有约 83 吨的地下黄金资源储备，后续有望升级为资源量。在公司未来对矿山进行设计改造后，有望延长露天开采时间，未来保持 8-10 吨黄金产量的水平。
- 目标价 22.34 港币，维持买入评级：**基于公司项目建设稳步推进，矿石产量未来逐渐释放，金、铜价格中短期内有望维持高位带动整体盈利提升，我们分别调整 2024-2026 年收入预测至 3258 亿/3625 亿/3792 元；调整归母净利润预测至 300 亿/386 亿/419 亿元，上调目标价至 22.34 港元，对应 2024 年 18 倍 PE，维持买入评级。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	有色金属
股价	16.92 港元
目标价	22.34 港元 (+32%)
股票代码	2899
已发行 H 股股本	59.89 亿股
H 股市值	1013 亿港元
52 周高/低	19.74/10.51 港元
每股净资产	5.05 港元
主要股东	闽西兴杭国有资产 投资经营有限公司 22.89%

盈利摘要
股价表现

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(百万元)	270,329	293,403	325,810	362,490	379,155
变动(%)	20%	9%	11%	11%	5%
归母净利润(百万元)	20,042	21,119	29,981	38,609	41,935
变动(%)	27.9%	5.4%	42.0%	28.8%	8.6%
每股盈利(元)	0.76	0.80	1.14	1.47	1.60
变动(%)	26.7%	5.3%	42.7%	28.8%	8.6%
市盈率@16.92港元(倍)	20.5	19.5	13.6	10.6	9.7
每股股息(元)	0.20	0.20	0.28	0.37	0.40
息率(%)	1.3%	1.3%	1.8%	2.3%	2.6%



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：Bloomberg

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	270,329	293,403	325,810	362,490	379,155	盈利能力					
销售成本	(227,784)	(247,024)	(265,334)	(287,298)	(298,074)	毛利率 (%)	15.7%	15.8%	18.6%	20.7%	21.4%
毛利	42,545	46,379	60,476	75,192	81,082	EBITDA 利率 (%)	15.4%	15.1%	18.2%	20.2%	20.9%
税金及附加	(4,268)	(4,850)	(5,386)	(5,992)	(6,268)	净利率 (%)	7.4%	7.2%	9.2%	10.7%	11.1%
销售开支	(620)	(766)	(977)	(947)	(990)	营运表现					
行政开支	(7,497)	(9,090)	(9,123)	(10,273)	(10,745)	SG&A/收入 (%)	3.0%	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用	(1,905)	(3,268)	(3,258)	(3,625)	(3,792)	实际税率 (%)	17.4%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
其他损失	(408)	(519)	(682)	(523)	(526)	库存周转	44.4	42.7	44.4	44.4	44.4
其他收入	3,098	4,051	4,014	4,014	4,014	应付账款天数	18.6	21.0	20.2	20.2	20.2
经营利润	30,946	31,937	45,064	57,846	62,774	应收账款天数	20.7	17.4	17.1	16.5	16.2
营业外收支	(953)	(649)	(649)	(649)	(649)	财务状况					
除税前利润	29,993	31,287	44,415	57,197	62,125	净负债/权益	2.04	1.90	1.05	0.94	0.84
所得税	(5,226)	(4,748)	(6,740)	(8,680)	(9,427)	收入/总资产	0.88	0.86	0.78	0.83	0.83
年度利润	24,767	26,540	37,675	48,517	52,698	总资产/股本	3.44	3.19	2.26	2.19	2.11
股东利润	20,042	21,119	29,981	38,609	41,935	回报率 (%)					
少数股东利润	4,725	5,420	7,694	9,909	10,762	ROE	25.1%	21.5%	20.5%	20.1%	20.3%
折旧及摊销	(9,687)	(9,741)	(11,634)	(12,532)	(13,363)	ROA	7.8%	6.5%	7.9%	9.0%	9.4%
EBITDA	41,584	44,297	59,308	73,354	79,280	股息支付率	26.2%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
增长											
总收入 (%)	20%	9%	11%	11%	5%						
EBITDA (%)	22%	7%	34%	24%	8%						
每股收益 (%)	27%	5%	43%	29%	9%						

资产负债表

<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	20,244	18,449	19,379	20,730	28,677	税前盈利	29,993	31,287	44,415	57,197	62,125
应收账款	15,294	13,964	15,263	16,347	16,839	折旧和摊销	9,687	9,741	11,634	12,532	13,363
存货	28,104	29,290	32,735	35,445	36,775	营运资金变化	(5,568)	(876)	(4,251)	(2,559)	(1,216)
其他流动资产	16,003	15,926	16,222	16,557	16,709	其他	(5,433)	(3,293)	(7,302)	(8,913)	(9,312)
总流动资产	79,644	77,629	83,600	89,079	99,000	营运活动现金流	28,679	36,860	44,497	58,257	64,960
固定资产	72,746	81,466	138,906	152,182	164,530	资本开支	(24,657)	(6,728)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
无形资产	68,280	67,892	80,473	77,665	74,954	其他投资活动	(26,324)	0	0	0	0
长期投资	25,067	31,632	31,632	31,632	31,632	投资活动现金流	(50,981)	(6,728)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
其他长期资产	60,306	84,387	84,387	84,387	84,387	借款变化	28,863	(53,965)	(15,887)	985	887
总资产	306,044	343,006	418,998	434,945	454,503	其他融资活动	(1,606)	(20,117)	(4,679)	(34,891)	(34,900)
应付账款	11,757	14,428	14,922	16,157	16,763	融资活动现金流	27,258	(74,082)	(20,566)	(33,906)	(34,013)
短期银行贷款	23,666	20,989	18,891	17,001	15,301	现金变化	6,035	(43,950)	931	1,351	7,947
其他短期负债	74,995	85,043	78,895	72,571	67,385	汇兑损益	1,080	0	0	0	0
总短期负债	110,419	120,460	112,707	105,730	99,450	期初持有现金	13,632	19,667	17,692	18,623	19,974
长期借款	68,820	77,531	69,778	62,800	56,520	期末持有现金	19,667	17,692	18,623	19,974	27,921
其他负债	2,350	6,652	12,799	19,123	24,309						
总负债	181,589	204,643	195,284	187,653	180,278						
少数股东权益	35,513	30,857	38,551	48,460	59,222						
股东权益	88,943	107,506	185,162	198,833	215,003						
负债权益合计	306,044	343,006	418,998	434,945	454,503						

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。