

**买入**

2024年11月18日

**甲玛复产带动三季度扭亏，公司估值有待修复**

- 三季度实现扭亏：**2024年前三季度，公司实现收入 4.63 亿美元，同比增长 19%；净亏损为 300 万美元，同比减亏 250 万美元。公司销售成本同比增加 30%，主要由于过往 7 年采矿权在三季度确认一次性支出 5440 万美元。三季度单季度得益于金铜量价齐升，公司实现收入 2.55 亿美元，同比增长 309%；净利润 2790 万美元，扭亏 5870 万美元。
- 三季度铜金价格高位运行：**随着美联储降息方向确定，三季度黄金价格持续高位运行。截至 9 月底，伦敦现货黄金收盘价到达 2629.95 美元/盎司，相较 6 月底增长了 12.8%。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 7.42 万元人民币/吨，由于供应端预期的收紧以及新能源的发展对于铜需求的推动，铜价仍在历史高位运行，我们预计铜和金价格未来仍将持续提升，这对公司盈利水平将形成有力支撑。
- 甲玛矿区复产持续推进带动成本下降：**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。2024年5月，经西藏自治区政府及中央政府相关部门批准，二期选矿厂已恢复运营，日选矿能力为 34,000 吨。得益于甲玛矿二期矿厂的投运，公司三季度总现金生产成本下降至 3.85 美元/磅，环比二季度下降 4.9%。目前公司发布 2024 年的产量指引，预计 2024 年长山壕金矿黄金产量区间为 3.3 至 3.5 吨；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 1.32 吨至 1.41 吨，公司正在积极推进三期尾矿库建设，预计于 2027 年上半年建成并投入运营。三期尾矿库一旦完成，总计日选矿能力预计将增加至 44,000 吨/日。
- 目标价 63.42 港币，维持买入评级：**基于公司甲玛矿区复产带动产量逐步恢复以及铜金价格维持高位运行，公司未来业绩将进入高速增长通道。公司整体估值在铜金板块偏低，仍有较大修复空间。我们分别调整 2024-26 年收入预测至 7.6 亿/10.8 亿/11.3 亿美元；调整归母净利润预测至 0.9 亿/3.6 亿/3.9 亿美元，给予目标价 63.42 港元，对应 2025 年 9 倍 PE，维持买入评级。

陈晓霞

(852)25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

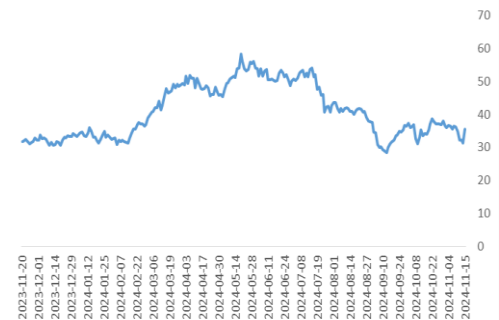
david.li@firstshanghai.com.hk

**主要资料**

行业	有色金属
股价	35.50 港元
目标价	63.42 港元 (+79%)
股票代码	2099
已发行 H 股股本	3.96 亿股
H 股市值	140.58 亿港元
52 周高/低	58.16/28.00 港元
每股净资产	4.34 美元
主要股东	中国黄金集团香港有限公司 40.01%

**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(千美元)	1,104,949	459,434	764,008	1,075,500	1,129,408
变动(%)	-3%	-58%	66%	41%	5%
归母净利润(千美元)	222,743	-25,500	95,397	363,153	388,782
变动(%)	-16.7%	-111.4%	474.1%	280.7%	7.1%
每股盈利(美元)	0.56	-0.06	0.24	0.92	0.98
变动(%)	-16.7%	-111.4%	474.1%	280.7%	7.1%
市盈率@35.5港元(倍)	8.2	N/A	19.2	5.0	4.7
每股股息(美元)	0.37	0.00	0.12	0.55	0.59
息率(%)	8.0%	0.0%	2.6%	11.9%	12.8%



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					
<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	764,008	1,075,500	1,129,408	<b>盈利能力</b>					
销售成本	-709,390	-379,069	-529,907	-558,614	-584,048	经营利润率 (%)	35.8%	17.5%	30.6%	48.1%	48.3%
矿山经营溢利	395,559	80,365	234,101	516,885	545,360	EBITDA 利率 (%)	46.2%	26.9%	36.3%	58.8%	58.9%
						净利率 (%)	20.2%	-5.6%	12.5%	33.8%	34.4%
勘探开支	-479	-744	-744	-744	-744	<b>营运表现</b>					
行政开支	-52,850	-38,950	-29,570	-43,020	-45,176	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	-15,280	-21,510	-22,588	库存周转	148.3	195.5	195.5	195.5	195.5
其他收入	-10,857	-825	1,596	1,750	5,766	应付账款天数	110.3	106.1	106.1	106.1	106.1
营运收入	316,859	31,964	188,507	451,611	476,852	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	-19,275	-14,003	<b>财务状况</b>					
除税前利润	275,264	-18,671	113,571	432,337	462,848	净负债/权益	0.69	0.65	0.59	0.49	0.44
所得税	-49,863	-4,298	-17,036	-64,851	-69,427	收入/总资产	0.35	0.16	0.26	0.34	0.34
年度利润	225,401	-22,969	96,536	367,486	393,421	总资产/股本	1.70	1.66	1.60	1.50	1.45
股东利润	222,743	-25,500	95,397	363,153	388,782	盈利对利息倍数	10.31	1.28	8.52	21.48	24.12
少数股东利润	2,658	2,531	1,138	4,334	4,639	<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%	5.4%	18.5%	17.6%
EBITDA	510,825	123,661	277,448	632,322	665,006	ROA	6.9%	-0.8%	3.3%	12.0%	12.0%
EPS (基本)	0.56	-0.06	0.24	0.92	0.98	股息支付率	65.8%	0.0%	50.0%	60.0%	60.0%
增长											
总收入 (%)	-3%	-58%	66%	41%	5%						
EBITDA (%)	-2%	-76%	124%	128%	5%						
每股收益 (%)	-17%	N/A	274%	281%	7%						

## 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	106,632	351,344	463,039	税前盈利	275,264	-18,671	113,571	432,337	462,848
应收账款	8,718	17,076	12,559	17,679	18,566	折旧和摊销	204,823	117,358	141,746	178,960	182,389
存货	293,089	291,553	283,880	299,259	312,885	营运资金变化	510,259	128,524	275,852	630,572	659,241
其他流动资产	2,382	70,318	70,318	70,318	70,318	其他	449,646	-52,547	252,736	520,393	555,813
总流动资产	732,642	476,184	473,389	738,601	864,808	营运活动现金流	447,279	1,574	244,711	532,545	562,929
<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	1,750	5,766
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	-198,250	-194,234
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	2,890,175	3,176,427	3,320,244	其他融资活动	-100,419	167,906	0	-47,699	-217,892
应付账款	218,058	158,250	154,085	162,433	169,828	融资活动现金流	-185,312	-205,233	-36,912	-89,582	-256,999
短期银行贷款	399,567	143,523	136,347	122,712	110,441	现金变化	228,629	-324,961	9,395	244,713	111,695
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	294,084	288,797	283,921	<b>期初持有现金</b>	208,128	428,453	97,237	106,632	351,344
长期借款	433,501	594,711	564,975	536,727	509,890	<b>期末持有现金</b>	428,453	97,237	106,632	351,344	463,039
其他负债	219,345	206,839	206,839	206,839	206,839						
总负债	1,291,481	1,106,975	1,065,899	1,032,363	1,000,651						
少数股东权益	19,451	20,883	22,021	26,355	30,994						
股东权益	1,883,979	1,706,858	1,802,255	2,117,709	2,288,599						
负债权益合计	3,194,911	2,834,716	2,890,175	3,176,427	3,320,244						

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。