

买入

2025年4月15日

金铜量价齐升驱动高增长，业绩再创新高

- 一季度业绩创历史新高：**2025年一季度公司实现营业收入 7893 亿元，同环比分别增加 5.6%/7.8%；归母净利润 102 亿元，同环比分别增加 62.4%/32.2%。一季度铜金量价齐升，带动公司业绩再创历史新高。
- 有色金属价格高位带动盈利释放：**得益于一季度有色金属价格高位运行，铜/金/银/锌销售单价分别为 62030/641.51/5.5/15018 元，同比分别增加 17%/40%/40%/23%；一季度公司矿产品铜/金/银/锌毛利率分别达到 61.14%/60.86%/63.68%/31.71%，均实现明显提升。随着黄金需求大幅增加，金价进入上涨通道，公司黄金业务将为公司业绩提供充足增量。
- 内生项目产能加速释放：**公司通过内生增量扩产与技术升级，实现核心矿种产能快速增长。一季度实现矿产铜 28.8 万吨（同比+9.4%）、矿产金 19 吨（同比+13.4%）、矿产银 104 吨（同比+2.1%）。2025 年公司计划多个改扩建项目投产，将为公司提供持续产能增量。卡莫阿三期达产后，铜产量将提升至 60 万吨，并配套冶炼厂降低运营成本。巨龙铜矿二期改扩建计划于 2025 年底建成投产，矿产铜将达到 30-35 万吨。海外金矿技改和境内海域金矿投产、新疆金矿产能爬坡也将带动黄金产量提升。公司计划 2025 年矿产金产量 85 吨、矿产铜产量 115 万吨。
- 全球化布局，资源储备实现突破：**公司资产分布全球各地，52% 的利润来自于海外。2024 年同时公司资源储量大幅增长，黑龙江铜山铜矿新增铜资源量 365 万吨；新并购加纳和秘鲁金矿分别贡献金资源量 89 吨和 188 吨。截至 2024 年年底，公司铜、金、锌、碳酸锂权益资源量分别为 8518 万吨/3484 吨/1132 万吨/1432 万吨，资源储量在全球名列前茅。公司全球资产的分散布局有效降低地缘风险对公司利润的影响，丰富的资源储备支撑公司长久发展。
- 目标价 24.27 港币，维持买入评级：**未来公司矿山产量逐步释放，叠加黄金价格继续走高，黄金利润贡献将大幅增加。公司作为世界级矿企价值低估具备修复空间。我们分别调整 2025-2027 年归母净利润预测至 404 亿/453 亿/495 亿元，上调目标价至 24.27 港元，对应 2025 年 15 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	17.22 港元
目标价	24.27 港元 (+41%)
股票代码	2899
已发行 H 股股本	59.89 亿股
H 股市值	1031 亿港元
52 周高/低	19.74/13.52 港元
每股净资产	5.26 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	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入(百万元)	293,403	303,640	333,190	353,137	373,585
变动(%)	9%	3%	10%	6%	6%
归母净利润(百万元)	21,119	32,051	40,430	45,308	49,477
变动(%)	5.4%	51.8%	26.1%	12.1%	9.2%
每股盈利(元)	0.80	1.21	1.52	1.70	1.86
变动(%)	5.3%	51.3%	25.7%	12.1%	9.2%
市盈率@17.22港元(倍)	20.2	13.4	10.6	9.5	8.7
每股股息(元)	0.26	0.38	0.49	0.54	0.59
息率(%)	1.6%	2.4%	3.0%	3.4%	3.7%



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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	293,403	303,640	333,190	353,137	373,585	盈利能力					
销售成本	(247,024)	(241,776)	(254,099)	(266,417)	(279,074)	毛利率 (%)	15.8%	20.4%	23.7%	24.6%	25.3%
毛利	46,379	61,864	79,091	86,721	94,512	EBITDA 利率 (%)	15.1%	19.7%	23.1%	24.0%	24.8%
税金及附加	(4,850)	(5,819)	(6,385)	(6,767)	(7,159)	净利率 (%)	7.2%	10.6%	12.1%	12.8%	13.2%
销售开支	(766)	(738)	(870)	(858)	(976)	营运表现					
行政开支	(9,090)	(9,311)	(10,442)	(11,022)	(11,708)	SG&A/收入 (%)	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
财务费用	(3,268)	(2,029)	(3,332)	(2,472)	(2,615)	实际税率 (%)	15.2%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
其他损失	(519)	(753)	(445)	(453)	(465)	库存周转	42.7	49.6	48.4	48.4	48.4
其他收入	4,051	5,612	5,592	5,597	5,597	应付账款天数	21.0	27.4	26.8	26.8	26.8
经营利润	31,937	48,827	63,209	70,745	77,185	应收账款天数	17.4	14.5	14.0	13.7	13.4
营业外收支	(649)	(749)	(749)	(749)	(749)	财务状况					
除税前利润	31,287	48,078	62,460	69,996	76,436	净负债/权益	1.90	1.57	1.38	1.24	1.10
所得税	(4,748)	(8,685)	(11,283)	(12,644)	(13,808)	收入/总资产	0.86	0.77	0.80	0.81	0.81
年度利润	26,540	39,393	51,177	57,352	62,629	总资产/股本	3.19	2.84	2.69	2.60	2.50
股东利润	21,119	32,051	40,430	45,308	49,477	回报率 (%)					
少数股东利润	5,420	7,342	10,747	12,044	13,152	ROE	21.5%	25.9%	27.5%	28.1%	28.1%
折旧及摊销	(9,741)	(9,847)	(11,099)	(12,423)	(13,744)	ROA	6.5%	8.7%	9.9%	10.6%	11.0%
EBITDA	44,297	59,954	76,891	84,891	92,795	9% 股息支付率	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
增长											
总收入 (%)	9%	3%	10%	6%	6%						
EBITDA (%)	7%	35%	28%	10%	9%						
每股收益 (%)	5%	51%	26%	12%	9%						

资产负债表

<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	18,449	31,691	31,379	32,488	38,037	税前盈利	31,287	48,078	62,460	69,996	76,436
应收账款	13,964	12,054	12,756	13,215	13,686	折旧和摊销	9,741	9,847	11,099	12,423	13,744
存货	29,290	33,313	34,161	35,817	37,518	营运资金变化	(876)	540	(1,081)	(1,199)	(1,231)
其他流动资产	15,926	21,881	22,290	22,566	22,849	其他	(3,293)	(9,604)	(13,122)	(15,210)	(16,238)
总流动资产	77,629	98,939	100,586	104,086	112,090	营运活动现金流	36,860	48,860	59,356	66,009	72,711
固定资产	81,466	92,307	108,501	123,476	137,230	资本开支	(30,329)	(24,426)	(30,000)	(35,000)	(35,000)
无形资产	67,892	68,588	70,443	72,181	73,865	其他投资活动	(3,636)	(7,813)	0	0	0
长期投资	31,632	43,085	43,085	43,085	43,085	投资活动现金流	(33,965)	(32,238)	(30,000)	(35,000)	(35,000)
其他长期资产	84,387	93,691	93,691	93,691	93,691	借款变化	(2,163)	(5,159)	(59,500)	234	(117)
总资产	343,006	396,611	416,307	436,519	459,962	其他融资活动	(3,654)	731	31,875	(30,135)	(32,045)
应付账款	14,428	18,423	18,891	19,807	20,748	融资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(27,625)	(29,901)	(32,162)
短期银行贷款	20,989	30,713	25,851	28,282	27,067	现金变化	(1,975)	11,956	1,731	1,109	5,549
其他短期负债	85,043	69,960	72,392	60,026	54,810	汇兑损益	947	(237)	0	0	0
总短期负债	120,460	119,096	117,135	108,115	102,625	期初持有现金	19,667	17,692	29,648	31,379	32,488
长期借款	77,531	61,453	59,492	50,472	44,982	期末持有现金	17,692	29,648	31,379	32,488	38,037
其他负债	6,652	38,332	36,387	49,082	54,635						
总负债	204,643	218,880	213,013	207,669	202,242						
少数股东权益	30,857	37,945	48,692	60,736	73,888						
股东权益	107,506	139,786	154,601	168,113	183,832						
负债权益合计	343,006	396,611	416,307	436,519	459,962						

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。