

买入

2025 年 5 月 19 日

甲玛矿复产有序推进，扩建提产未来可期

►**2025 年一季度业绩超预期：**2025 年一季度受益于甲玛矿复产有序进行以及金价上涨，公司实现收入 2.73 亿美元，同比增长 351%；单季度实现归母净利润 8598 万美元，上年同期亏损 2605 万美元，实现扭亏为盈。

►**长山壕量价齐升，盈利大幅增长：**一季度长山壕产量超预期，单季度黄金产量达到 23,739 盎司，同比增长 37%。黄金平均实现价格为 2886 美元/盎司，同比增加 36%。得益于量价齐升，一季度矿山经营利润达到 3460 万美元，同比增长 330%；单位黄金销售成本 1625 美元/盎司，同比下降 1.7%。长山壕矿由于露天矿坑进入末期生产，以衔接井下工程完成，全年黄金产量预计下降至 2.6 吨，金价上涨趋势将对冲减产影响，未来 2 年矿山盈利趋于稳定。

►**甲玛矿复产稳定盈利修复：**2025 年甲玛矿区恢复有序生产，日选矿能力已恢复至 3.4 万吨水平。一季度甲玛矿实现铜产量 1.7 万吨，同比增长 708%；磅铜生产成本为 3.41 美元/磅，同比下降 70%。复产带动甲玛矿盈利快速修复，一季度毛利率提升至 43%。根据公司发布的产量指引，预计甲玛矿 2025 全年铜产量 6.7 万吨，黄金产量 2.3 吨。甲玛三期尾矿库建设预计 2027 年上半年建成并投入营运，投产后日选矿能力将增加至 4.4 万吨/日，未来公司还将积极推动采矿证上限提高至 5 万吨/日，未来矿山盈利能力有望得到进一步释放。

►**甲玛矿增储潜力巨大，扩建提产未来可期：**公司甲玛矿资源增储空间巨大，目前在则古朗北以及八一牧场的勘探项目正有序推进，目前两个矿区已展示出巨大资源潜力，预计 2026 年将出具最新勘探报告，将为公司未来在甲玛矿区扩建提产夯实基础。

►**目标价 73.47 港币，维持买入评级：**截至 5 月 16 日国内金价 780.19 元/克，较年初同比上涨 26.9%，甲玛矿全年复产有望迎来量价齐升局面。公司将进入业绩释放期，且目前矿山均在境内，无任何地缘政治风险，盈利可预测性强。公司目前整体估值在有色金属板块中偏低，仍有较大修复空间。我们预测公司 2025-27 年归母净利润分别为 3.16 亿/3.73 亿/4.45 亿美元，上调目标价至 73.47 港元，对应 2025 年 12 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	53.25 港元
目标价	73.47 港元 (+38%)
股票代码	2099
已发行 H 股股本	3.96 亿股
H 股市值	211 亿港元
52 周高/低	59.25/27.68 港元
每股净资产	4.68 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	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入(千美元)	459,434	756,646	1,109,662	1,192,757	1,391,577
变动(%)	-58%	65%	47%	7%	17%
归母净利润(千美元)	-25,500	62,732	315,498	372,527	444,870
变动(%)	-111.4%	346.0%	402.9%	18.1%	19.4%
每股盈利(美元)	-0.06	0.16	0.80	0.94	1.12
变动(%)	-111.4%	346.0%	402.9%	18.1%	19.4%
市盈率@53.25港元(倍)	N/A	43.7	8.7	7.4	6.2
每股股息(美元)	0.00	0.08	0.40	0.47	0.56



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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	459,434	756,646	1,109,662	1,192,757	1,391,577	盈利能力					
销售成本	(379,069)	(569,726)	(630,428)	(632,618)	(733,468)	经营利润率 (%)	17.5%	24.7%	43.2%	47.0%	47.3%
矿山经营溢利	80,365	186,920	479,234	560,139	658,109	EBITDA 利率 (%)	26.9%	34.0%	53.1%	55.2%	53.6%
						净利率 (%)	-5.6%	8.3%	28.4%	31.2%	32.0%
勘探开支	(744)	(438)	(438)	(438)	(438)						
行政开支	(38,950)	(47,566)	(55,483)	(71,565)	(83,495)	营运表现					
财务费用	(24,974)	(22,390)	(21,431)	(15,894)	(11,527)	SG&A/收入 (%)	8.5%	6.3%	5.0%	6.0%	6.0%
研发开支	(8,707)	(15,722)	(22,193)	(23,855)	(27,832)	实际税率 (%)	-23.0%	30.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他收入	(825)	2,548	9,656	11,335	14,180	库存周转	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
营运收入	31,964	123,194	401,119	464,280	546,345	应付账款天数	106.1	106.1	106.1	106.1	106.1
营业外收支	(25,799)	(19,842)	(11,774)	(4,559)	2,653	应收账款天数	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0
除税前利润	(18,671)	93,220	389,345	459,722	548,999						
所得税	(4,298)	(27,922)	(70,082)	(82,750)	(98,820)	财务状况					
年度利润	(22,969)	65,298	319,263	376,972	450,179	净负债/权益	0.65	0.65	0.44	0.34	0.28
股东利润	(25,500)	62,732	315,498	372,527	444,870	收入/总资产	0.16	0.26	0.34	0.36	0.40
少数股东利润	2,531	2,566	3,765	4,445	5,309	总资产/股本	1.66	1.67	1.45	1.35	1.29
折旧及摊销	(117,358)	(141,746)	(178,960)	(182,389)	(185,432)	盈利对利息倍数	1.28	5.50	18.72	29.21	47.40
EBITDA	123,661	257,356	589,736	658,005	745,957						
EPS (基本)	(0.1)	0.2	0.8	0.9	1.1	回报率 (%)					
增长						ROE	-1.4%	3.6%	15.8%	15.9%	17.3%
总收入 (%)	-58%	65%	47%	7%	17%	ROA	-0.8%	2.2%	10.2%	11.4%	13.1%
EBITDA (%)	-76%	108%	129%	12%	13%	股息支付率	0.0%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
每股收益 (%)	N/A	146%	403%	18%	19%						

资产负债表

<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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	97,237	183,779	215,731	269,888	286,701	税前盈利	(18,671)	93,220	389,345	459,722	548,999
应收账款	17,076	7,393	18,241	19,607	22,875	折旧和摊销	117,358	141,746	178,960	182,389	185,432
存货	291,553	290,405	337,731	338,904	392,931	营运资金变化	128,524	260,733	580,080	646,670	731,777
其他流动资产	70,318	186,457	186,457	186,457	186,457	其他	(52,547)	389,960	388,584	544,221	565,490
总流动资产	476,184	668,034	758,160	814,856	888,965	营运活动现金流	1,574	306,896	438,576	546,124	593,460
固定Ⓐ产	1,481,901	1,375,498	1,621,739	1,674,840	1,823,130						
无形资产	773,117	752,414	712,573	677,083	643,361	资本开支	(61,471)	(60,729)	(200,000)	(200,000)	(300,000)
使用权资产	39,791	45,957	45,957	45,957	45,957						
其他Ⓐ期资产	63,723	94,076	94,076	94,076	94,076	其他投资活动	(59,831)	(144,146)	9,656	11,335	14,180
总资产	2,834,716	2,935,979	3,232,505	3,306,812	3,495,489	投资活动现金流	(121,302)	(204,875)	(190,344)	(188,665)	(285,820)
应付Ⓐ款	158,250	175,132	183,315	183,951	213,276	借款变化	(373,139)	(156,955)	(184,566)	(145,553)	(104,564)
短期银行贷款	143,523	148,696	133,826	107,061	85,649	其他融资活动	167,906	140,784	(31,713)	(157,749)	(186,263)
其他短期Ⓐ债	3,652	17,218	17,218	17,218	17,218	融资活动现金流	(205,233)	(16,171)	(216,280)	(303,302)	(290,827)
总短期Ⓐ债	305,425	341,046	334,359	308,231	316,143						
Ⓐ期借款	594,711	565,656	395,959	277,171	194,020						
其他Ⓐ债	206,839	243,071	243,071	243,071	243,071	现金变化	(324,961)	85,850	31,952	54,157	16,813
总Ⓐ债	1,106,975	1,149,773	973,389	828,473	753,234	汇兑损益	(6,255)	692	0	0	0
少数Ⓐ东权益	20,883	23,768	27,533	31,978	37,287						
Ⓐ东权益	1,706,858	1,762,438	2,231,583	2,446,361	2,704,968	Ⓐ期初持有Ⓐ金	428,453	97,237	183,779	215,731	269,888
Ⓐ债权益Ⓐ合Ⓐ	2,834,716	2,935,979	3,232,505	3,306,812	3,495,489	Ⓐ期末持有Ⓐ金	97,237	183,779	215,731	269,888	286,701

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。