

买入

2025年9月8日

量价齐升铸就历史最佳业绩，全球资源龙头价值重估正当时

- 历史最佳半年业绩：**2025年上半年公司实现营业收入1677亿元，同比增加11.5%；归母净利润233亿元，同比增加54.41%。公司核心矿产品铜金“量价齐升”双轮驱动，取得历史最佳半年业绩，充分展现了公司对金属价格高景气度的盈利弹性。
- 精准把握周期，尽享大宗商品牛市红利：**2025年上半年，全球宏观经济环境为有色金属价格提供了强有力的支撑。得益于上半年金价的大幅上涨，公司黄金毛利贡献首次超过铜板块。上半年公司金/铜/铅锌/白银/碳酸锂/其他板块毛利占比分别为38.6%/38.5%/2.1%/2.1%/0.2%/18.5%。产量方面，上半年公司矿产铜产量56.7万吨，同比增长9%；矿产金产量41.2吨，同比增长16%；矿产银产量223.6吨，同比增长6%。其中二季度矿产铜产量为27.9万吨，同比增长9.1%，矿产金产量22.1吨，同比增加18.9%。上半年公司综合毛利率为23.75%，同比增加4.60个百分点，其中矿产品毛利率为60.23%，同比增加2.93个百分点。
- 资源储备持续增长，锂业务估值有待修复：**公司实施全球化战略，在海外17个国家运营一批重要矿业投资项目，覆盖铜、金、锂等主要矿产，47%的资产在海外。上半年公司权益资源量较年初新增铜资源量204.9万吨，储量132.2万吨；新增金资源量88.8吨，金储量34.5吨；新增当量碳酸锂资源量83.4万吨，储量35.8万吨。此外，公司锂资源储备全球前10，旗下阿根廷3Q盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖等项目有序推进，碳酸锂价格近期企稳反弹，公司生产成本行业领先，锂业务价值未来有待重估。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37.61港元，维持买入评级：**我们对公司2025年全年的业绩保持高度乐观。考虑到下半年主要矿山将继续稳产高产，且金属价格中枢预计仍将维持高位，下半年的盈利能力有望维持强劲，公司相较世界级矿企估值偏低仍具备修复空间。我们分别调整2025-2027年归母净利润预测至485亿/541亿/597亿元，上调目标价至37.61港元，对应2025年20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	28.24 港元
目标价	37.61 港元 (+33.2%)
股票代码	2899
已发行H股股本	59.89 亿股
H股市值	1691 亿港元
52周高/低	28.56/13.29 港元
每股净资产	5.35 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	349,899	373,227	398,808
变动(%)	9%	3%	15%	7%	7%
归母净利润(百万元)	21,119	32,051	48,521	54,111	59,694
变动(%)	5.4%	51.8%	51.4%	11.5%	10.3%
每股盈利(元)	0.80	1.21	1.83	2.04	2.25
变动(%)	5.3%	51.3%	50.9%	11.5%	10.3%
市盈率@28.24港元(倍)	36.4	24.0	15.9	14.3	13.0
每股股息(元)	0.26	0.38	0.58	0.65	0.72
息率(%)	0.9%	1.3%	2.0%	2.2%	2.5%



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	349,899	373,227	398,808	盈利能力					
销售成本	(247,024)	(241,776)	(257,254)	(271,704)	(286,994)	毛利率 (%)	15.8%	20.4%	26.5%	27.2%	28.0%
毛利	46,379	61,864	92,645	101,522	111,813	EBITDA 利率 (%)	15.1%	19.7%	25.6%	26.4%	27.3%
税金及附加	(4,850)	(5,819)	(6,705)	(7,152)	(7,642)	净利率 (%)	7.2%	10.6%	13.9%	14.5%	15.0%
销售开支	(766)	(738)	(914)	(907)	(1,042)	营运表现					
行政开支	(9,090)	(9,311)	(10,966)	(11,649)	(12,499)	SG&A/收入 (%)	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
财务费用	(3,268)	(2,029)	(3,499)	(2,613)	(2,792)	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	75,708	84,345	92,971	应收账款天数	17.4	14.5	13.7	13.4	13.1
营业外收支	(649)	(749)	(749)	(749)	(749)	财务状况					
除税前利润	31,287	48,078	74,959	83,596	92,222	净负债/权益	1.90	1.57	1.35	1.18	1.03
所得税	(4,748)	(8,685)	(13,541)	(15,101)	(16,659)	收入/总资产	0.86	0.77	0.83	0.83	0.83
年度利润	26,540	39,393	61,418	68,495	75,563	总资产/股本	3.19	2.84	2.67	2.55	2.44
股东利润	21,119	32,051	48,521	54,111	59,694	回报率 (%)					
少数股东利润	5,420	7,342	12,898	14,384	15,868	ROE	21.5%	25.9%	32.5%	32.3%	32.0%
折旧及摊销	(9,741)	(9,847)	(11,099)	(12,423)	(13,744)	7% ROA	6.5%	8.7%	11.8%	12.4%	12.8%
EBITDA	44,297	59,954	89,557	98,632	108,757	10% 股息支付率	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
增长											
总收入 (%)	9%	3%	15%	7%	7%						
EBITDA (%)	7%	35%	49%	10%	10%						
每股收益 (%)	5%	51%	51%	12%	10%						

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	现金流量表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	<人民币百万元, 每股除外>, 财务年度截至12/31					
现金	18,449	31,691	36,819	44,430	57,485	税前盈利	31,287	48,078	74,959	83,596	92,222
应收账款	13,964	12,054	13,141	13,677	14,266	折旧和摊销	9,741	9,847	11,099	12,423	13,744
存货	29,290	33,313	34,585	36,528	38,583	营运资金变化	(876)	540	(1,655)	(1,405)	(1,508)
其他流动资产	15,926	21,881	22,521	22,844	23,198	其他	(3,293)	(9,604)	(15,444)	(17,573)	(18,983)
总流动资产	77,629	98,939	107,066	117,479	133,532	营运活动现金流	36,860	48,860	68,959	77,041	85,474
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	422,787	449,912	481,404	其他融资活动	(3,654)	731	27,712	(34,664)	(37,303)
应付账款	14,428	18,423	19,126	20,200	21,337	融资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(31,788)	(34,430)	(37,420)
短期银行贷款	20,989	30,713	25,851	28,282	27,067	现金变化	(1,975)	11,956	7,171	7,610	13,055
其他短期负债	85,043	69,960	72,157	59,633	54,221	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	36,819	44,430
长期借款	77,531	61,453	59,492	50,472	44,982	期末持有现金	17,692	29,648	36,819	44,430	57,485
其他负债	6,652	38,332	36,897	49,806	55,639						
总负债	204,643	218,880	213,523	208,394	203,246						
少数股东权益	30,857	37,945	50,843	65,227	81,095						
股东权益	107,506	139,786	158,420	176,292	197,062						
负债权益合计	343,006	396,611	422,787	449,912	481,404						

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。