

买入

2025 年 9 月 16 日

甲玛矿“三步走”规划奠定增长基石，盈利释放进入快车道

►铜金价格景气周期提供强劲东风：甲玛矿作为公司的“利润奶牛”，其稳定运营是公司价值的基石。甲玛矿二期选厂已于 2024 年 5 月 30 日成功恢复运营，并迅速达到日处理矿石量 3.4 万吨的稳定水平。上半年公司黄金产量、铜产量分别同比增长 69%/230%，已显示出超预期的强劲复苏势头。叠加当前全球宏观环境下铜、金价格持续高位运行的预期，以及甲玛矿自身显著的低成本优势，预计公司未来的盈利能力将迎来爆发式增长。

►甲玛矿“三步走”扩产规划，中长期增长可见性高：公司管理层近期公布了清晰的甲玛矿“三步走”发展战略。第一阶段，2027 年中期从目前 3.4 万吨恢复到 5 万吨/天的处理量；第二阶段，正常日处理量从 5 万吨提升到 8 万吨，并加大低品位矿石堆浸工艺，上堆量 3 万吨/天，总计日处理量 10-12 万吨/天，这阶段初步计划在十五五期内完成；第三阶段，日处理量 8 万吨提升到 20 万吨/天。该战略以短期稳产、中期扩产、长期勘探为核心，旨在充分释放甲玛矿世界级矿产资源的巨大潜力。

►外围勘探有望再造一个甲玛矿：公司甲玛矿资源增储潜力巨大，目前公司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，直至 2025 年 7 月 8 日矿区 2 公里的连接路以及 5.9 平方公里的泥土采样已经完成。待资源量更新后，扩建提产或将成为未来业绩增长的主要推动力。

►目标价 167.07 港元，维持买入评级：我们认为，甲玛矿的复产不仅是公司业绩的拐点，更是新一轮增长周期的起点。公司的“三步走”规划，是解锁下一阶段产能瓶颈的关键，直接驱动铜、金等主要金属产量的大幅增长。叠加当前全球宏观环境下铜、金价格持续高位运行的预期，以及甲玛矿自身显著的低成本优势，我们预计公司未来的盈利能力将迎来爆发式增长。外围勘探的巨大潜力则为公司打开了更长远想象空间。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.8 亿/4.6 亿/6.4 亿美元，上调目标价至 167.07 港元，对应 2026 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	132.9 港元
目标价	167.07 港元 (+25.7%)
股票代码	2099
已发行 H 股股本	3.96 亿股
H 股市值	527 亿港元
52 周高/低	139.70/29.56 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

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	1,175,312	1,293,625	1,716,701
变动(%)	-58%	65%	55%	10%	33%
归母净利润(千美元)	(25,500)	62,732	383,074	463,600	641,722
变动(%)	-111.4%	346.0%	510.7%	21.0%	38.4%
每股盈利(美元)	-0.06	0.16	0.97	1.17	1.62
变动(%)	-111.4%	346.0%	510.7%	21.0%	38.4%
市盈率@132.9港元(倍)	N/A	117.6	19.3	15.9	11.5
每股股息(美元)	0.00	0.08	0.48	0.58	0.81

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



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	1,175,312	1,293,625	1,716,701	盈利能力					
销售成本	(379,069)	(569,726)	(608,090)	(616,850)	(796,430)	经营利润率 (%)	17.5%	24.7%	48.3%	52.3%	53.6%
矿山经营溢利	80,365	186,920	567,222	676,775	920,271	EBITDA 利率 (%)	26.9%	34.0%	57.3%	59.6%	57.6%
						净利率 (%)	-5.6%	8.3%	32.6%	35.8%	37.4%
勘探开支	(744)	(438)	(438)	(438)	(438)						
行政开支	(38,950)	(47,566)	(58,766)	(77,618)	(103,002)	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)	(23,506)	(25,873)	(34,334)	实际税率 (%)	-23.0%	30.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他收入	(825)	2,548	9,656	15,159	20,956	库存周转	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
营运收入	31,964	123,194	484,513	572,847	782,497	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)	(735)	9,429	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	472,738	572,112	791,926						
所得税	(4,298)	(27,922)	(85,093)	(102,980)	(142,547)	财务状况					
年度利润	(22,969)	65,298	387,645	469,132	649,379	净负债/权益	0.65	0.65	0.42	0.32	0.26
股东利润	(25,500)	62,732	383,074	463,600	641,722	收入/总资产	0.16	0.26	0.36	0.38	0.45
少数股东利润	2,531	2,566	4,571	5,532	7,658	总资产/股本	1.66	1.67	1.43	1.33	1.27
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	22.61	36.04	67.88
EBITDA	123,661	257,356	673,129	770,395	988,885						
EPS (基本)	(0.1)	0.2	1.0	1.2	1.6	回报率 (%)					
增长						ROE	-1.4%	3.6%	18.9%	19.0%	23.1%
总收入 (%)	-58%	65%	55%	10%	33%	ROA	-0.8%	2.2%	12.3%	13.8%	17.8%
EBITDA (%)	-76%	108%	162%	14%	28%	股息支付率	0.0%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
每股收益 (%)	N/A	146%	511%	21%	38%						

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					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	97,237	183,779	288,506	398,847	546,353	税前盈利	(18,671)	93,220	472,738	572,112	791,926
应收账款	17,076	7,393	19,320	21,265	28,220	折旧和摊销	117,358	141,746	178,960	182,389	185,432
存货	291,553	290,405	325,764	330,457	426,661	营运资金变化	128,524	260,733	663,473	755,236	967,929
其他流动资产	70,318	186,457	186,457	186,457	186,457	其他	(52,547)	389,960	465,751	628,182	711,973
总流动资产	476,184	668,034	820,047	937,026	1,187,691	营运活动现金流	1,574	306,896	511,350	632,272	762,914
固定资产	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						
其他长期资产	63,723	94,076	94,076	94,076	94,076	其他投资活动	(59,831)	(144,146)	9,656	15,159	20,956
总资产	2,834,716	2,935,979	3,294,392	3,428,982	3,794,215	投资活动现金流	(121,302)	(204,875)	(190,344)	(184,841)	(279,044)
应付账款	158,250	175,132	176,819	179,366	231,584	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)	(191,537)	(231,800)
其他短期负债	3,652	17,218	17,218	17,218	17,218	融资活动现金流	(205,233)	(16,171)	(216,280)	(337,090)	(336,364)
总短期负债	305,425	341,046	327,864	303,646	334,451						
长期借款	594,711	565,656	395,959	277,171	194,020						
其他负债	206,839	243,071	243,071	243,071	243,071	现金变化	(324,961)	85,850	104,727	110,341	147,507
总负债	1,106,975	1,149,773	966,894	823,888	771,542	汇兑损益	(6,255)	692	0	0	0
少数股东权益	20,883	23,768	28,339	33,871	41,529						
股东权益	1,706,858	1,762,438	2,299,159	2,571,222	2,981,144	期初持有现金	428,453	97,237	183,779	288,506	398,847
负债权益合计	2,834,716	2,935,979	3,294,392	3,428,982	3,794,215	期末持有现金	97,237	183,779	288,506	398,847	546,353

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。