

买入

2025 年 10 月 24 日

业绩超市场预期，金铜双轮驱动彰显强大韧性

- **三季度财务表现亮眼：** 2025 年第三季度，公司单季营收达 864.89 亿元，同比增长 8.14%；归母净利润 145.72 亿元，同比增长 57.14%；前三季度累计营收 2542 亿元，同比增长 10.33%，归母净利润 378.64 亿元，同比增长 55.45%。加权平均净资产收益率（ROE）为 25.45%，同比上升 5.23 个百分点；经营活动现金流净额 521.07 亿元，同比增长 44.31%，显示强劲的自身造血能力。
- **黄金产量超预期，对冲铜矿短期扰动：** 2025 年前三季度，公司矿产金产量达到 65 吨，同比增长 20%。增量主要来自加纳金矿、山西、贵州及塞尔维亚项目。金精矿、金锭毛利率分别为 55.8%/72.8%，同比分别增长 11.22/4.71 个百分点。其中，集团主产黄金的矿山合计产金 52 吨，紫金黄金国际贡献 32 吨，国内矿山及波格拉上半年产金合计 20 吨。矿产铜前三季度产量 83 万吨，同比增长 5.1%，受刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿淹井事件影响，产量环比小幅下降。公司巨龙铜矿二期工程尾矿库排洪隧道已贯通，选厂可开展清水试车，2025 年底具备大料生产条件，投产后将新增铜产量 15-20 万吨，是未来公司铜增量核心来源。
- **全球多元化矿产布局，风险得到有效分摊：** 公司实施全球化战略，覆盖铜、金、锂等主要矿产。展现出卓越的全球化资源并购与整合能力。近期对 RG Gold Mine、Raygorodok 金矿等项目的收购，不仅直接增加了公司的黄金资源储备，也进一步扩大了其全球影响力。此外，公司战略性地进入新能源金属领域，特别是锂资源。尽管锂业务目前贡献有限，但作为未来重要的增长极，其进展将成为市场关注的焦点。公司在金、铜、钼、锂多元化布局，降低单一金属价格波动影响。
- **目标价 43.29 港元，维持买入评级：** 公司的长期增长逻辑清晰，各大世界级矿山（如刚果金卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、西藏巨龙铜矿等）的持续扩产和产能释放，将为公司未来几年的产量增长提供强大保障。公司制定的 2025 年及以后宏伟的产量目标正在稳步实现。我们分别调整 2025-2027 年归母净利润预测至 530 亿/698 亿/869 亿元，上调目标价至 43.29 港元，对应 2026 年 16 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	31.76 港元
目标价	43.29 港元 (+36%)
股票代码	2899
已发行 H 股股本	59.89 亿股
H 股市值	8600 亿港元
52 周高/低	36.92/13.51 港元
每股净资产	6.37 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	363,213	419,531	461,046
变动(%)	9%	3%	20%	16%	10%
归母净利润(百万元)	21,119	32,051	53,092	69,818	86,923
变动(%)	5.4%	51.8%	65.7%	31.5%	24.5%
每股盈利(元)	0.80	1.21	2.00	2.63	3.27
变动(%)	5.3%	51.3%	65.1%	31.5%	24.5%
市盈率@31.76港元(倍)	40.9	27.0	16.4	12.5	10.0
每股股息(元)	0.26	0.38	0.64	0.84	1.04
息率(%)	0.8%	1.2%	1.9%	2.6%	3.2%



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	363,213	419,531	461,046	盈利能力					
销售成本	(247,024)	(241,776)	(260,708)	(287,379)	(299,559)	毛利率 (%)	15.8%	20.4%	28.2%	31.5%	35.0%
毛利	46,379	61,864	102,505	132,152	161,487	EBITDA 利率 (%)	15.1%	19.7%	26.6%	29.7%	33.1%
税金及附加	(4,850)	(5,819)	(6,960)	(8,040)	(8,835)	净利率 (%)	7.2%	10.6%	14.6%	16.6%	18.9%
销售开支	(766)	(738)	(1,453)	(1,678)	(1,844)						
行政开支	(9,090)	(9,311)	(12,836)	(14,772)	(16,294)	营运表现					
财务费用	(3,268)	(2,029)	(3,632)	(4,195)	(4,610)	SG&A/收入 (%)	3.4%	3.3%	3.9%	3.9%	3.9%
其他损失	(519)	(753)	(445)	(453)	(465)	实际税率 (%)	15.2%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
其他收入	4,051	5,612	5,592	5,597	5,597	库存周转	42.7	49.6	48.4	48.4	48.4
经营利润	31,937	48,827	82,771	108,610	135,035	应付账款天数	21.0	27.4	26.8	26.8	26.8
营业外收支	(649)	(749)	(749)	(749)	(749)	应收账款天数	17.4	14.5	13.5	12.8	12.4
除税前利润	31,287	48,078	82,022	107,861	134,286						
所得税	(4,748)	(8,685)	(14,817)	(19,484)	(24,258)	财务状况					
年度利润	26,540	39,393	67,205	88,377	110,029	净负债/权益	1.90	1.57	1.33	1.12	0.92
股东利润	21,119	32,051	53,092	69,818	86,923	收入/总资产	0.86	0.77	0.85	0.90	0.88
少数股东利润	5,420	7,342	14,113	18,559	23,106	总资产/股本	3.19	2.84	2.66	2.50	2.34
折旧及摊销	(9,741)	(9,847)	(11,099)	(12,423)	(13,744)						
EBITDA	44,297	59,954	96,753	124,479	152,641	回报率 (%)					
增长						ROE	21.5%	25.9%	35.4%	40.2%	42.4%
总收入 (%)	9%	3%	20%	16%	10%	ROA	6.5%	8.7%	12.9%	15.6%	17.6%
EBITDA (%)	7%	35%	61%	29%	23%	股息支付率	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
每股收益 (%)	5%	51%	65%	32%	24%						

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	18,449	31,691	39,689	58,732	93,662
应收账款	13,964	12,054	13,447	14,743	15,699
存货	29,290	33,313	35,049	38,635	40,272
其他流动资产	15,926	21,881	22,706	23,485	24,059
总流动资产	77,629	98,939	110,891	135,595	173,693
固定资产	81,466	92,307	108,501	123,476	137,230
无形资产	67,892	68,588	70,443	72,181	73,865
长期投资	31,632	43,085	43,085	43,085	43,085
其他长期资产	84,387	93,691	93,691	93,691	93,691
总资产	343,006	396,611	426,611	468,028	521,564
应付账款	14,428	18,423	19,383	21,366	22,271
短期银行贷款	20,989	30,713	25,851	28,282	27,067
其他短期负债	85,043	69,960	71,901	58,467	53,287
总短期负债	120,460	119,096	117,135	108,115	102,625
长期借款	77,531	61,453	59,492	50,472	44,982
其他负债	6,652	38,332	37,373	51,735	57,600
总负债	204,643	218,880	214,000	210,322	205,207
少数股东权益	30,857	37,945	52,058	70,617	93,723
股东权益	107,506	139,786	160,553	187,089	222,634
负债权益合计	343,006	396,611	426,611	468,028	521,564

现金流量表

<人民币百万元，每股除外>，财务年度截至12/31

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前盈利	31,287	48,078	82,022	107,861	134,286
折旧和摊销	9,741	9,847	11,099	12,423	13,744
营运资金变化	(876)	540	(2,169)	(2,899)	(1,687)
其他	(3,293)	(9,604)	(16,771)	(20,830)	(24,984)
营运活动现金流	36,860	48,860	74,181	96,555	121,359
资本开支	(30,329)	(24,426)	(30,000)	(35,000)	(35,000)
其他投资活动	(3,636)	(7,813)	0	0	0
投资活动现金流	(33,965)	(32,238)	(30,000)	(35,000)	(35,000)
借款变化	(2,163)	(5,159)	(59,500)	234	(117)
其他融资活动	(3,654)	731	25,360	(42,745)	(51,312)
融资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(34,140)	(42,511)	(51,429)
现金变化	(1,975)	11,956	10,041	19,043	34,930
汇兑损益	947	(237)	0	0	0
期初持有现金	19,667	17,692	29,648	39,689	58,732
期末持有现金	17,692	29,648	39,689	58,732	93,662

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。