

买入

2025 年 11 月 14 日

甲玛矿持续放量驱动盈利再创新高

► **盈利能力亮眼，三季度业绩再创新高：** 三季度公司实现收入 3.45 亿美元，同比增长 36%，这一增长主要由铜销量增加及金属平均售价上涨共同驱动。三季度净利润 1.42 亿美元，同比飙升 410%。连续两季度净利润创造历史新高，凸显了公司在当前市场环境下强大的盈利能力。三季度公司铜产量的和铜与黄金价格的共同发力。虽然黄金产量环比小幅下滑，但公司整体业绩增长并未因此受到破坏，反而凸显了铜业务作为第二增长曲线的重要性。

► **甲玛矿持续放量，成为业绩的“压舱石”与“推进器”：** 本季度甲玛矿铜产量达到 1.9 万吨，同环比分别增长 10.9%/6%，延续了强劲的增长势头。得益于甲玛矿产能的持续爬坡，三季度磅铜成本持续下降至 2.63 美元，同环比分别下降 37.5%/4.7%。公司预计 2025 年甲玛矿黄金产量 2.15 吨-2.3 吨之间，铜产量 6.3 万吨-6.7 万吨之间。目前三期尾矿库正在加紧建设，预计于 2027 年上半年投入运营，届时甲玛矿日选矿能力将提升至 4.4 万吨/日水平（若政府批准提高采矿证上限，将提升至 5 万吨/日水平）。随着甲玛矿未来稳定运营和产能持续爬坡，将成为公司未来业绩的“压舱石”与“推进器”。

► **黄金产量阶段性下滑，高金价提供安全垫：** 本季度公司黄金产量 41,150 盎司，同比下降 18%。产量的下滑主要由于长山壕金矿露天开采作业正逐步接近矿山寿命末期，公司调整其生产计划以衔接井下工程完成所致。尽管三季度矿山黄金产量下滑，但国际金价在 2025 年持续高位运行，极大地对冲了产量下降对收入的负面影响。公司预计 2025 年长山壕矿黄金产量 2.4 吨-2.6 吨之间。在黄金价格持续走高的预期下，预计未来 2 年长山壕盈利能力趋于稳定。

► **目标价 185.63 港元，维持买入评级：** 我们认为，甲玛矿的增长是可见且可持续的，公司的“三步走”规划是解锁下一阶段产能瓶颈的关键，直接驱动公司主要金属产量未来大幅增长。叠加在全球通胀和地缘政治不确定性支撑贵金属和工业金属价格的背景下，公司将持续享受高利润弹性。外围勘探的巨大潜力则为公司打开了更长远的想象空间。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.1 亿/5.31 亿/7.16 亿美元，上调目标价至 185.63 港元，对应 2026 年 18 倍 PE，较现价有 26%空间，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	147.30 港元
目标价	185.63 港元 (+26%)
股票代码	2099
已发行 H 股股本	3.96 亿股
H 股市值	584 亿港元
52 周高/低	156.6/30.45 港元
每股净资产	4.94 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	1,213,942	1,383,170	1,727,776
变动(%)	-58%	65%	60%	14%	25%
归母净利润(千美元)	(25,500)	62,732	410,056	531,464	715,539
变动(%)	-111.4%	346.0%	553.7%	29.6%	34.6%
每股盈利(美元)	-0.06	0.16	1.03	1.34	1.81
变动(%)	-111.4%	346.0%	553.7%	29.6%	34.6%
市盈率@147.3港元(倍)	N/A	130.3	19.9	15.4	11.4
每股股息(美元)	0.00	0.08	0.52	0.67	0.90

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	1,213,942	1,383,170	1,727,776	盈利能力					
销售成本	(379,069)	(569,726)	(610,718)	(616,850)	(719,780)	经营利润率 (%)	17.5%	24.7%	49.7%	55.4%	58.3%
矿山经营溢利	80,365	186,920	603,224	766,320	1,007,996	EBITDA 利率 (%)	26.9%	34.0%	58.2%	61.8%	62.5%
						净利率 (%)	-5.6%	8.3%	33.8%	38.4%	41.4%
勘探开支	(744)	(438)	(438)	(438)	(438)						
行政开支	(38,950)	(47,566)	(60,697)	(82,990)	(103,667)	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)	(24,279)	(27,663)	(34,556)	实际税率 (%)	-23.0%	30.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他收入	(825)	2,548	9,656	16,526	25,213	库存周转	195.5	195.5	195.5	195.5	195.5
营运收入	31,964	123,194	517,810	655,229	869,336	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)	632	13,686	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	506,035	655,861	883,022						
所得税	(4,298)	(27,922)	(91,086)	(118,055)	(158,944)	财务状况					
年度利润	(22,969)	65,298	414,949	537,806	724,078	净负债/权益	0.65	0.65	0.42	0.31	0.24
股东利润	(25,500)	62,732	410,056	531,464	715,539	收入/总资产	0.16	0.26	0.37	0.39	0.44
少数股东利润	2,531	2,566	4,893	6,342	8,539	总资产/股本	1.66	1.67	1.43	1.32	1.26
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	24.16	41.23	75.42
EBITDA	123,661	257,356	706,426	854,144	1,079,980						
EPS (基本)	(0.1)	0.2	1.0	1.3	1.8	回报率 (%)					
增长						ROE	-1.4%	3.6%	20.1%	21.3%	24.9%
总收入 (%)	-58%	65%	60%	14%	25%	ROA	-0.8%	2.2%	13.1%	15.6%	19.3%
EBITDA (%)	-76%	108%	174%	21%	26%	股息支付率	0.0%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
每股收益 (%)	N/A	146%	554%	30%	35%						

资产负债表						现金流量表					
<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	314,531	479,862	688,199	税前盈利	(18,671)	93,220	506,035	655,861	883,022
应收账款	17,076	7,393	19,955	22,737	28,402	折旧和摊销	117,358	141,746	178,960	182,389	185,432
存货	291,553	290,405	327,172	330,457	385,598	营运资金变化	128,524	260,733	696,770	837,618	1,054,767
其他流动资产	70,318	186,457	186,457	186,457	186,457	其他	(52,547)	389,960	490,497	695,102	822,544
总流动资产	476,184	668,034	848,115	1,019,513	1,288,656	营运活动现金流	1,574	306,896	537,375	699,385	853,420
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	16,526	25,213
总资产	2,834,716	2,935,979	3,322,460	3,511,468	3,895,180	投资活动现金流	(121,302)	(204,875)	(190,344)	(183,474)	(274,787)
应付帐款	158,250	175,132	177,583	179,366	209,296	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)	(205,028)	(265,732)
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)	(350,581)	(370,296)
总短期负债	305,425	341,046	328,628	303,646	312,163						
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	130,752	165,331	208,337
总负债	1,106,975	1,149,773	967,658	823,888	749,254	汇兑损益	(6,255)	692	0	0	0
少数股东权益	20,883	23,768	28,661	35,003	43,542						
股东权益	1,706,858	1,762,438	2,326,141	2,652,577	3,102,384	期初持有现金	428,453	97,237	183,779	314,531	479,862
负债权益合计	2,834,716	2,935,979	3,322,460	3,511,468	3,895,180	期末持有现金	97,237	183,779	314,531	479,862	688,199

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。