

买入

2026年1月2日

稀缺钨矿资源开启商业化，估值重构在即

- **总部位于哈萨克斯坦的钨矿开发企业：**佳鑫国际资源 (03858.HK) 是一家总部位于哈萨克斯坦的钨矿开发企业，核心资产为巴库塔钨矿项目。公司业务模式覆盖钨矿的勘探、开采、加工及销售全链条，主要产品为钨精矿。2025年8月28日，公司于港交所主板上市，募集资金主要用于产能扩张、深加工布局及债务偿还。2025年4月巴库塔钨矿已启动一期商业化生产，公司未来也计划在中亚地区探索更多投资有色金属资源的机会。
- **稀缺资源为公司提供长期发展潜力：**公司核心资产为哈萨克斯坦阿拉木图区巴库塔露天钨矿的独家采矿权，权利范围覆盖钨矿勘探与开采，对应的底土使用合约期限为2015年6月2日至2040年6月2日，合计25年，为项目长期稳定运营提供基础保障。该矿为全球第四大三氧化钨矿产资源量矿床，巴库塔钨矿矿产资源量合计约1.08亿吨，平均品位0.211%三氧化钨，对应金属量22.7万吨；其中控制资源量9560万吨（品位0.209%）、推断资源量1190万吨（品位0.228%）。
- **项目进入投产期，产能快速爬坡：**巴库塔钨矿项目已于2025年4月正式进入一期商业生产阶段，2025年2月完成加工厂锅炉供暖系统的建造与调试，为后续产能释放提供硬件支撑。未来公司核心战略目标力争于2027年第一季度推动项目二期商业生产落地。为实现该目标，公司计划于2026年二期投产前完成矿石分选设施的建设与投用准备。二期项目将新增矿石分选环节，碎矿石预选处理能力预计从当前10,000吨/天提升至15,000吨/天。
- **目标价82.4港元，首次覆盖并给予买入评级：**我们认为，公司正处在一个关键的价值释放拐点，且坐拥世界级核心资产，资源禀赋奠定长期增长基石。公司是市场上稀缺的纯钨矿标的，当前股价具备极高的安全边际和吸引力。我们预测公司2025-2027年的归属于母公司的净利润分别为4.4亿港元、18.8亿港元和33.8亿港元。我们给予公司未来12个月的目标价为82.4港元，对应2026年的20倍PE，较现价有76%的上涨空间，给予买入评级。
- **风险因素：**钨价格波动、项目投产进度不达预期、矿山生产安全事故风险

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	有色金属
股价	46.70 港元
目标价	82.40 港元 (+76%)
股票代码	3858
已发行股本	4.56 亿股
总市值	212.8 亿港元
52周高/低	51.65 港元/22.80 港元
每股净资产	-0.07 港元
主要股东	恒兆国际有限公司 32.51% 江西铜业 31.24%

表：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(千港元)	0	0	1,478,084	3,666,913	6,585,684
变动(%)	N/A	N/A	N/A	148%	80%
归母净利润(千港元)	-78,920	-172,970	438,083	1,877,512	3,375,810
变动(%)	-16%	-119.2%	-353.3%	328.6%	79.8%
每股盈利(港元)	-0.24	-0.53	0.96	4.12	7.41
变动(%)	-16%	119.2%	-282.5%	328.6%	79.8%
市盈率@46.7港元(倍)	-194.3	-88.7	48.6	11.3	6.3
每股股息(港元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

公司介绍

佳鑫国际资源（股票代码：03858.HK）是一家总部位于哈萨克斯坦的钨矿开发企业，核心资产为巴库塔钨矿项目。公司业务模式覆盖钨矿的勘探、开采、加工及销售全链条，主要产品为钨精矿。2025年8月28日，公司于港交所主板上市（IPO），募集资金主要用于产能扩张、深加工布局及债务偿还。2025年4月巴库塔钨矿已启动一期商业化生产，公司未来也计划在中亚地区探索更多投资有色金属资源的机会。

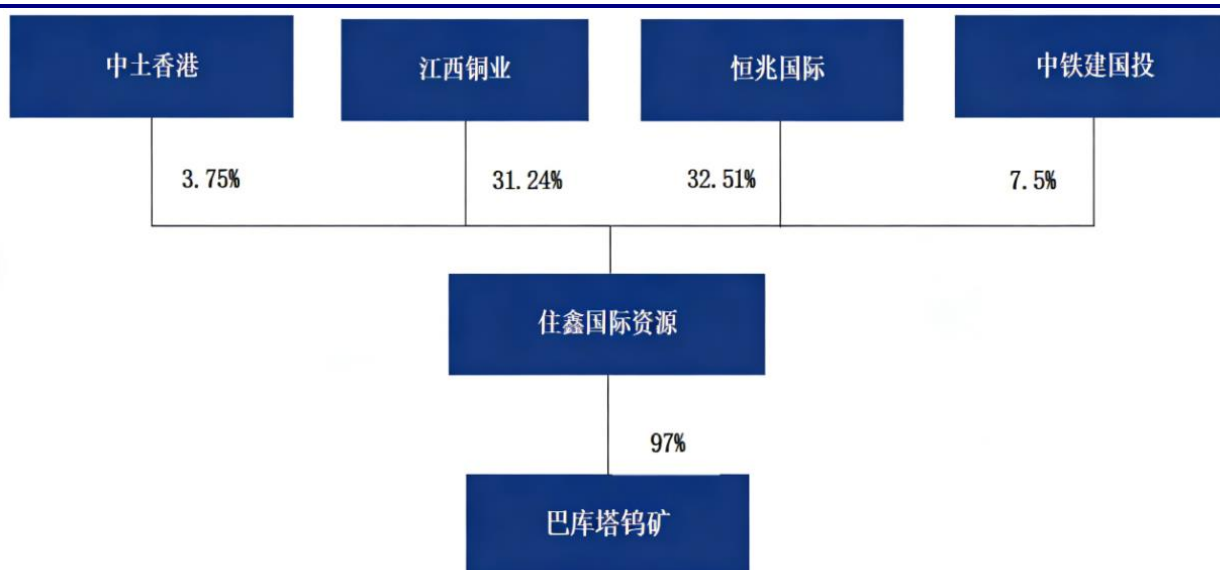
佳鑫国际资源实际控制人为刘子嘉（恒兆国际），第一大股东恒兆（中国香港）直接持股 32.51%，第二大股东江西铜业集团（国有控股背景）间接持股 31.24%，第三、四大股东中铁建国投（香港）、中土香港分别直接持股 7.50%与 3.75%，前四大股东合计持股 75.00%，集中度显著高于行业平均水平。公司通核心资产巴库塔钨矿运营主体股权达 97%，实现关键资源绝对控制，既为产能释放与利润兑现提供股权保障，也强化了附属公司与母公司在供应链、技术端的协同效应，对公司后续钨矿业务拓展及战略落地具备正向支撑。

图表 1:公司发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

图表 2:公司股权结构

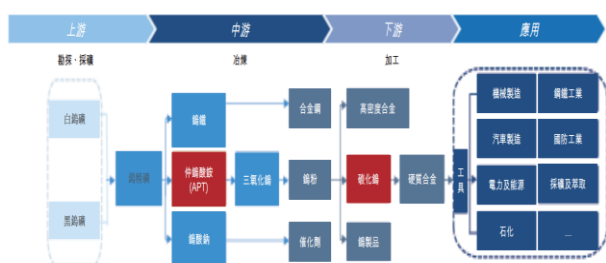


资料来源：公司资料，第一上海

收入与利润

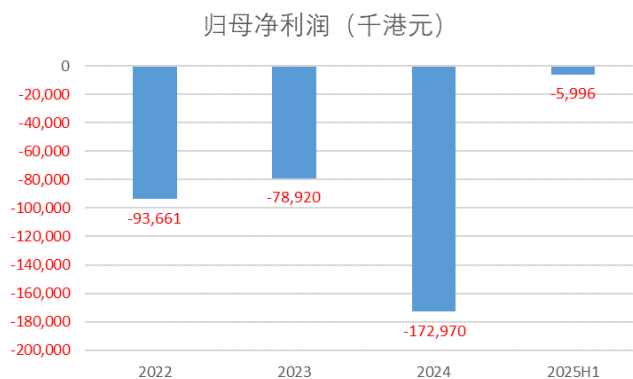
2025 年上半年佳鑫国际资源核心项目启动一期商业化生产，标志公司盈利拐点显现，此前公司因项目投产前无主营收入且费用化投入较高，历史净利润持续为负。而 2025 年上半年期内实现营业收入约 1.15 亿元，同步录得毛利约 1639.8 万元，验证了项目营收转化能力与基础盈利空间，虽经营层面仍受行政开支、财务费用拖累，但凭借产能爬坡与固定费用摊薄效应带来的单位成本缓解，叠加递延税项确认的会计端利润改善，归母净亏损收窄至约 547 万元归母净利润水平及上年同期均显著改善，凸显“产能爬坡→营收增长→费用摊薄→亏损收窄”的正向循环已启动，为后续二期产能建设、原材料储备等资本开支提供基础，减少外部融资依赖，为全年盈利弹性释放与业务扩张稳定性筑牢基础。

图表 3: 钨产业链



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海

巴库塔钨矿资源

世界级的稀缺资源为公司提供了无可比拟的长期发展潜力。

公司核心资产为哈萨克斯坦阿拉木图区巴库塔露天钨矿的独家采矿权，权利范围覆盖钨矿石勘探与开采，对应的底土使用合约期限为 2015 年 6 月 2 日至 2040 年 6 月 2 日，合计 25 年，为项目长期稳定运营提供基础保障。

从行业地位看，巴库塔钨矿具备显著稀缺性：其一，该矿为全球第四大三氧化钨矿床；其二，在单一钨矿中拥有全球最大设计产能，规模优势突出。当前公司战略重心聚焦于该矿商业生产筹备，项目推进节奏明确——2025 年 4 月已启动一期商业生产，2025 年目标实现采矿及矿物加工能力 330 万吨/年，产能释放路径清晰。

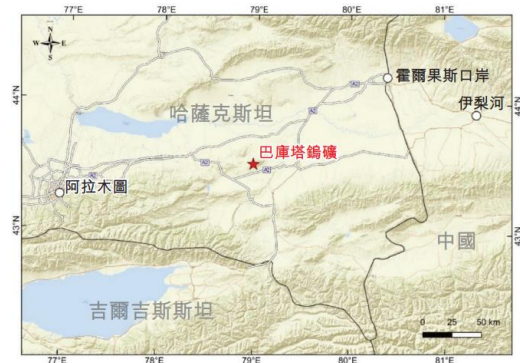
从资源禀赋看，根据 JORC（澳大利亚矿产资源和矿石储量报告规范）标准，截至 2025 年 6 月 30 日，巴库塔钨矿矿产资源量合计约 1.08 亿吨，平均品位 0.211% 三氧化钨，对应金属量 22.7 万吨；其中控制资源量 9560 万吨（品位 0.209%）、推断资源量 1190 万吨（品位 0.228%），资源基础扎实且品位稳定。可信矿石储量为 6840 万吨，平均品位 0.206% 三氧化钨，对应金属量 14.08 万吨，为短期产能释放提供直接保障。

从开发条件看，该矿具备显著成本与效率优势。作为矿体集中且厚度可观的露天矿，其开发难度低、适用性强；据独立技术报告，矿山服务年限内剥采比预计为 1.53，显著优于行业平均水平，直接反映其采矿条件优越，可有效降低单位采矿成本。此外，露天采矿模式无空间限制，可适配重型采矿设备与机械化作业，进一步提升开采效率、控制人工成本。

图表 5:巴库塔钨矿资源量

资源量	矿石量 (百万吨)	品位	WO ₃ 含量 (万吨)
控制	95.6	0.21%	20
推断	11.9	0.23%	2.7
合计	107.5	0.21%	22.7
储量	矿石量 (百万吨)	品位	WO ₃ 含量 (万吨)
可信	68.4	0.21%	14.1

图表 6:巴库塔钨矿位置



资料来源：公司资料，第一上海

公司资料，第一上海

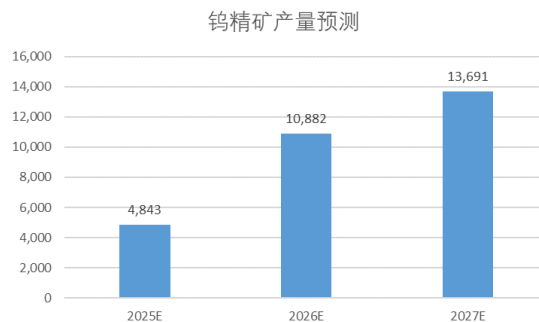
巴库塔项目投产后产能快速提升

项目进入投产期，产能快速爬坡，且具备成本优势

在矿山开采领域，露天采矿模式因作业空间开阔、开采效率较高，天然具备单位成本优势。公司巴库塔钨矿项目计划通过“自卸车转运+固定式运输带”的二段式运输方案：采出矿石先由自卸车运送至粗碎站，粗碎后再通过长约 2 公里的固定式运输带输送至选矿厂粗矿堆。该方案一方面可显著降低极端天气（如暴雨、暴雪）对运输环节的干扰，保障运营连续性；另一方面相较于传统全卡车运输，既能减少燃油消耗、车辆维护等刚性支出，有效降低单位运输成本，又能规避道路通行风险，提升运输作业的安全性与稳定性。根据弗若斯特沙利文数据，哈萨克斯坦在土地使用、水电、天然气及劳动力等核心生产要素成本上，较中国等其他大型钨矿主产国具备显著竞争优势，成本水平更低且更稳定。这一产地优势预计将进一步摊薄项目单位生产成本，为矿山长期可持续运营及盈利能力提升奠定坚实基础。

公司旗下巴库塔钨矿项目已于 2025 年 4 月正式进入一期商业生产阶段，前期建设进度有序推进：2024 年完成加工厂综合体建设及核心设备安装，2025 年 2 月进一步完成加工厂锅炉供暖系统的建造与调试，为后续产能释放提供硬件支撑。未来公司核心战略目标力争于 2027 年第一季度推动项目二期商业生产落地。为实现该目标，公司计划于 2026 年二期投产前完成矿石分选设施的建设与投用准备。二期项目将新增矿石分选环节，碎矿石预选处理能力预计从当前 10,000 吨/天提升至 15,000 吨/天，抛废率可达 33.33%（即剔除约 1/3 废石），项目整体钨回收率预计稳定在 78.85%的较高水平。

图表 7:公司钨矿产量预测（吨）



资料来源：公司资料，第一上海

钨行业

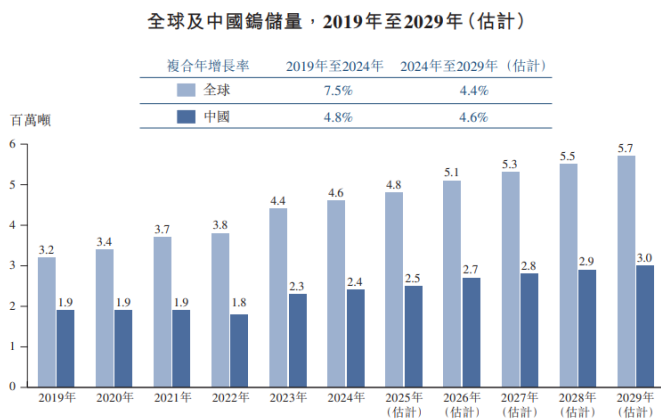
三氧化钨（ WO_3 ）作为钨产业链中游核心冶炼产品，其价格波动受供需格局、技术迭代、政策调控及新兴需求释放等多重因素驱动。钨作为不可再生的稀缺战略资源，中国在全球钨供应链中占据绝对主导地位，2024年中国钨精矿产量达6.7万吨（金属量），占全球总产量的81.48%；同时国内实施严格的出口管制及生产配额管理机制，进一步强化了钨的战略资源属性。从产业价值来看，钨因资源稀缺性、工业应用不可替代性，以及在国家经济、国防建设和高科技产业中的核心地位，其战略价值持续凸显。钨产业链呈现清晰的垂直分工体系：上游聚焦钨矿勘探与开采，核心标的为白钨矿与黑钨矿；中游为矿石冶炼环节，产出钨精矿、仲钨酸铵（APT）、氧化钨（含 WO_3 ）等关键中间体；下游则是钨深度加工领域，主要产品包括碳化钨、硬质合金等，终端应用覆盖机械制造、新能源、国防工业等核心领域。

全球钨资源分布与产量格局：中国主导供给，海外增量有限

全球钨矿资源分布高度集中，2024年全球钨储量约460万吨（金属量），其中中国储量240万吨，占比达52.17%，俄罗斯、哈萨克斯坦等国为次要资源国。超大型钨矿床多分布于全球重要成矿带，2024年全球前五大钨矿分别为中国大湖塘钨矿、柿竹园钨矿，英国Hemerdon钨矿，哈萨克斯坦巴库塔钨矿及加拿大Sisson钨矿。全球钨行业存在三大核心计量指标：储量以金属钨计量、矿产资源量以三氧化钨（ WO_3 ）计量、设计产能以钨精矿量计量，这一计量体系构成了行业供需分析的基础框架。中国产量直接决定全球钨供给总量，2024年中国钨精矿产量占全球比重超80%。2020年受新冠疫情影响，全球钨精矿产量大幅下滑，随着疫情影响消退，2021年全球产量反弹至8.38万吨。展望2024-2029年，尽管新技术提升开采效率，且澳大利亚、韩国、英国部分矿山重启，但受中国钨精矿产量复合增速-4.0%的拖累，预计2029年全球钨精矿产量仅达8.27万吨，期间复合年增长率（CAGR）为0.4%，供给端增长弹性显著不足。

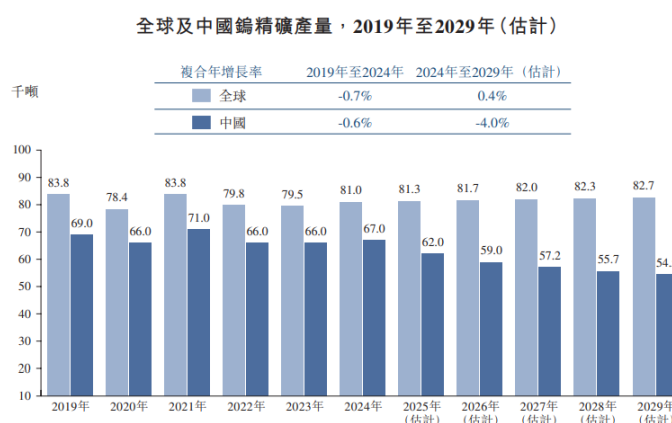
全球钨消费量随经济复苏及产业升级持续攀升，预计2029年将达到15.82万吨，供需格局趋紧态势明确。钨的核心应用载体为硬质合金，广泛覆盖航天、军工、光伏（PV）等高端制造领域，其高硬度、耐磨性及耐腐蚀性的材料特性，使其成为高端工业制造的“刚需品”。钨丝作为光伏硅片切割领域的新型材料，相比传统碳金刚丝具备显著技术优势：钨丝直径可细至 $28\mu m$ （碳金刚丝为 $35\mu m$ ），硅片碎片率降低50%，单片硅料损耗减少0.3g，单GW光伏组件可节约成本超2000万元。随着产能扩张与规模化应用，钨丝性价比持续提升，2025年全球光伏钨丝渗透率已达60%，预计2026年市场规模将突破80亿元，成为光伏行业金刚线的核心替代产品。碳化钨工具是计算机数控（CNC）车床的核心部件，CNC车床高速切削、重负荷加工的作业需求，对工具的硬度、耐磨性及耐高温性提出严苛要求，而钨作为硬质合金主要成分，可赋予工具优异的物理性能，显著延长使用寿命。此外，硬质合金钻头凭借碳化钨颗粒的高硬度与耐磨性，可在金属、木材、塑料等材料的高转速、重载加工中保持切削稳定性，成为工业钻削领域的主流选择。综合来看，钨在材料性能上的压倒性竞争优势，叠加光伏、高端装备制造等新兴领域的需求爆发，将持续驱动钨市场规模扩容，而三氧化钨作为产业链中游核心产品，其价格亦将随行业供需格局变化呈现长期上行趋势。

图表 8: 钨矿全球储量



资料来源：公司资料，第一上海

图表 9: 钨矿全球储量钨矿全球产量



资料来源：公司资料，第一上海

盈利预测与财务分析

公司巴库塔钨矿规划了明确的两期发展计划。一期生产目标为年处理 330 万吨矿石，已于 2025 年启动。二期计划于 2027 年第一季度投产，届时年处理矿石能力将提升至 495 万吨。根据公司披露，2025 年上半年已处理矿石 94.5 万吨，生产钨精矿 1205 吨；下半年目标处理矿石 165 万吨，生产钨精矿约 3638 吨。预计到 2027 年，钨精矿年产量将达到约 1.37 万吨。届时公司将成为全球钨市场举足轻重的供应商。根据公司的产能规划我们假设 2025 年钨精矿产量为 4,843 吨，2026 年随着一期产能完全释放达到 7,000 吨，2027 年二期部分投产后产量增至 11,000 吨。

图表 10: 未来三年公司盈利预测

	2025年	2026年	2027年
收入 (千港元)	1,266,929	3,352,606	5,268,547
钨矿产量 (吨)	4,843	9,612	15,105
钨价 (元/吨)	280,000	350,000	350,000
单位成本 (元/吨)	110,000	90,000	70,000
归母净利润 (千港元)	438,083	1,877,512	2,845,662

资料来源：公司资料，第一上海预测

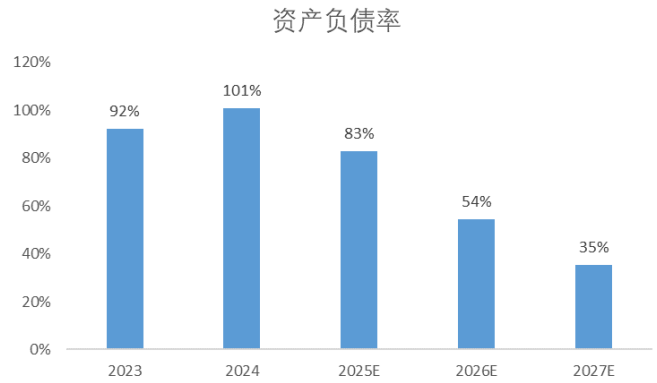
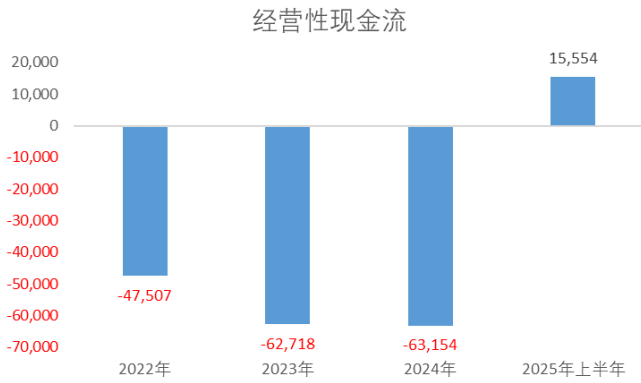
图表 11: 钨精矿价格 (万元/吨)



在 2025 年之前，佳鑫国际作为一家处于开发阶段的矿业公司，其利润表只有成本费用，没有营业收入，因此持续录得巨额亏损。截至 2025 年 6 月 30 日的六个月，公司实现营业收入 1.26 亿港元。是公司历史上首次录得有意义的收入，标志着巴库塔钨矿项目已成功从建设期过渡到运营期，公司的商业模式得到初步验证，同时经营性现金流首次录得净流入 0.15 亿港元，正向的现金流为公司偿还债务、支付利息以及应对未来的资本开支提供了基础。它极大地提升了公司财务的稳健性和独立性，降低了对再融资的迫切依赖。此外，公司长期的项目开发导致积累了较高的负债，但随着巴库塔项目的投产，公司发展进入了运营期，而非建设期。项目资本开支将逐步减少，公司负债率未来逐步修复。

图表 12: 公司经营性现金流 (千港元)

图表 13: 公司负债率



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

项目投产后成本持续下降

2025 年上半年, 巴库塔钨矿项目的营运现金成本总额约为人民币 118.4 百万元, 预计 2025 年巴库塔钨矿项目的营运现金成本总额为人民币 331.0 百万元, 其中成本为每吨矿石人民币 200 元及每吨精矿人民币 91,000 元。未来公司将有足够的营运资金为巴库塔钨矿项目提供资金, 公司于 2024 年 4 月从中国知名商业银行获得 265 百万港元的额外信贷额度, 以支持巴库塔钨矿项目的建设及补充公司的资本支出。到 2027 年, 由于巴库塔钨矿项目预期将达到 4.95 百万吨/年的目标产量, 且预期将安装二期商业生产的矿石分选系统, 2027 年营运现金成本总额预期将增加至人民币 606.1 百万元, 而营运现金单位成本预计将大幅下降至每吨矿石人民币 122 元及每吨精矿人民币 44,400 元。随着二期项目投产带来的规模效应, 公司的单位营运现金成本预计将从 2025 年的每吨精矿人民币 77,500 元, 下降至 2027 年的每吨精矿人民币 60,400 元, 成本优势将进一步扩大, 盈利能力大幅增强。

图表 14: 巴库塔钨矿项目技术报告概要

	2025年 下半年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年	2036年	2037年	2038年	2039年
选矿量 (吨)	1.65	3.80	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	3.58
品位 (WO ₃ %)	0.191	0.227	0.228	0.187	0.140	0.169	0.176	0.243	0.215	0.204	0.209	0.242	0.251	0.235	0.147
回收率 (%)	75.00	83.00 /78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85	78.85
吨精矿产量 (吨)	3.638	10.900	13.665	11.228	8.382	10.172	10.596	14.578	12.936	12.276	12.549	14.527	15.065	14.119	6.371
单位运营成本 (元/吨)	106,900	67,600	54,800	70,400	95,400	78,300	71,900	53,600	55,200	61,100	58,900	50,900	48,600	52,200	100,700

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

图表 15: 巴库塔钨矿项目资本开支 (百万元)

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 上半年	2025年 下半年	2026年	2027年至 2033年	2034年至 2040年
矿山剥离	0.0	0.0	16.7	40.0	4.7	0.0	1.2	3.0	0.0	0.0
加工厂系统	1.0	31.0	132.6	274.2	3.8	21.0	45.9	101.3	0.0	0.0
尾矿存储设施	0.0	50.6	34.4	96.6	114.5	0.0	50.4	100.1	121.2	211.7
加工设备	0.0	16.1	56.4	134.5	135.6	0.0	18.9	16.4	0.0	0.0
供电	0.0	1.6	3.1	40.6	48.6	0.0	2.2	1.7	0.0	0.0
供热系统	0.0	0.0	0.0	5.0	41.2	0.0	0.6	0.5	0.0	0.0
电信系统	0.0	0.0	0.0	5.0	3.5	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
供水及网状系统	0.0	6.0	0.0	17.7	39.0	0.0	17.7	1.8	0.0	0.0
道路及其他附属设备	0.0	11.7	10.0	20.8	60.2	0.0	37.5	3.0	0.0	0.0
办公室、营地及其他	0.0	0.0	0.0	0.0	36.7	0.0	1.4	1.1	0.0	0.0
矿山分选系统	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	73.7	52.1	0.0	0.0
其他	24.2	16.4	17.4	58.7	80.8	0.0	38.3	0.0	0.0	0.0
闭矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.9
预备费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.0	28.0	12.1	21.1
合计	25.2	133.4	270.6	693.1	568.6	21.0	315.1	309.2	133.3	249.7

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

目标价 82.4 港元，首次覆盖并给予买入评级

我们认为，公司正处在一个关键的价值释放拐点，且坐拥世界级核心资产，资源禀赋奠定长期增长基石。巴库塔钨矿是全球第四大钨矿资源，钨储量巨大、开采成本低的显著优势。这一世界级的稀缺资源为公司提供了无可比拟的长期发展潜力。钨行业景气度整体上行，供给格局重塑利好非中资企业。在全球钨矿市场供需紧平衡的背景下，作为最大生产国的中国持续收紧开采指标和出口配额，为海外优质钨矿企业创造了历史性机遇。钨价持续上涨的趋势将显著增厚公司盈利。公司自2025年4月起正式进入商业化生产标志着从投入期转向收获期。随着一期项目产能爬坡及二期扩产计划的稳步推进，公司营收和利润将迎来爆发式增长，单位生产成本也将随着规模效应而显著下降。公司估值严重低估，价值重估空间巨大。与同行业公司相比，佳鑫国际钨精矿业务占比更高。公司是市场上稀缺的纯钨矿标的，当前股价具备极高的安全边际和吸引力。

我们预测公司2025-2027年的收入分别为14.8亿港元、36.7亿港元和65.9亿港元，归属于母公司的净利润分别为4.4亿港元、18.8亿港元和33.8亿港元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来12个月的目标价为82.4港元，对应2026年的20倍PE，较现价有76%的上涨空间，给予买入评级。

图表 16:同类公司估值情况

公司	代码	市值(亿元)	储量(吨)	市值储量比	利润(亿元)			PE		
					2025	2026	2027	2025	2026	2027
佳鑫国际资源	3858.HK	191	14.1	13.56	4.05	16.86	30.32	47.2	11.3	6.3
中钨高新	000657.SZ	708	146	4.85	13.29	18.43	20.93	53.3	38.4	33.8
厦门钨业	600549.SH	683	37	18.46	25.54	30.98	34.19	26.7	22.0	20.0
章源钨业	002378.SZ	195	9.5	20.61	2.26	2.73	3.16	86.3	71.4	61.7

资料来源：第一上海预测

风险因素

钨价格波动

钨价波动及下游需求变化将直接影响公司收入和盈利。钨价格受出口管制政策影响，具备不确定性。

项目投产进度不达预期

公司项目二期建设仍在进行，若工程延期将影响公司收入及利润。

矿山生产安全事故风险

矿产资源上游企业经营存在安全事故风险，若发生事故，将对公司业绩造成较大影响。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析				
<千港元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<千港元, 每股除外>, 财务年度截至12/31				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	0	0	1,478,084	3,666,913	6,585,684	盈利能力				
销售成本	0	0	(580,676)	(942,920)	(1,152,495)	经营利润率 (%)				
矿山经营溢利	0	0	897,408	2,723,992	5,433,189	EBITDA 利率 (%)				
						净利率 (%)				
费用支出	(80,129)	(176,529)	(349,804)	(377,102)	(610,604)	营运表现				
财务费用	(4,746)	(16,918)	(44,343)	(110,007)	(197,571)	SG&A/收入 (%)				
行政开支	(67,854)	(75,940)	(221,713)	(183,346)	(329,284)	实际税率 (%)				
其他亏损	(9,437)	(83,749)	(83,749)	(83,749)	(83,749)	库存周转				
财务收入	1,908	78	0	0	0	应付账款天数				
						应收账款天数				
除税前利润	(80,129)	(176,529)	547,604	2,346,890	4,822,585	财务状况				
所得税	0	0	(109,521)	(469,378)	(1,446,776)	净负债/权益				
年度利润	(80,129)	(176,529)	438,083	1,877,512	3,375,810	11.99	-143.50	4.88	1.19	0.49
股东利润	(78,920)	(172,970)	438,083	1,877,512	3,375,810	0.00	0.00	0.52	0.73	0.76
少数股东利润	(1,209)	(3,559)	0	0	0	收入/总资产				
折旧及摊销	(1,658)	(1,845)	(88,627)	(117,325)	(146,093)	12.99	-142.50	5.88	2.19	1.49
EBITDA	(73,725)	(157,766)	680,573	2,574,223	5,166,249	总资产/股本				
						盈利对利息倍数				
增长						回报率 (%)				
总收入 (%)	N/A	N/A	N/A	148%	80%	ROE				
EBITDA (%)	N/A	-114%	531%	278%	101%	ROA				
归母净利润 (%)	N/A	-120%	348%	329%	80%	股息支付率				

资产负债表

资产负债表						现金流量表				
<千港元, 每股除外>, 财务年度截至12/31						<千港元, 每股除外>, 财务年度截至12/31				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	476,687	41,440	191,833	1,705,964	4,682,398	税项盈利	(80,129)	(176,529)	547,604	2,346,890
应收账款	0	0	4,360	25,643	59,330	折旧和摊销	1,658	1,845	88,627	117,325
存货	0	12,941	251,790	248,137	303,288	营运资金变化	35,201	(69,826)	705,087	2,598,806
其他流动资产	11,427	37,512	4,360	25,643	59,330	其他	(186,981)	(69,172)	(377,730)	(497,008)
总流动资产	488,114	91,893	452,343	2,005,387	5,104,347	营运活动现金流	(62,718)	(63,154)	327,357	2,101,798
固定资产	1,001,693	1,494,752	2,132,585	2,737,598	3,313,694	资本开支	(757,954)	(447,090)	(369,000)	(339,000)
使用权资产	11,683	10,075	10,075	10,075	10,075	其他投资活动	2,324	78	0	0
预付款及其他资产	399,964	268,128	268,128	268,128	268,128	投资活动现金流	(755,630)	(447,012)	(369,000)	(339,000)
总资产	1,901,454	1,864,848	2,863,130	5,021,188	8,696,244	借款变化	11,614	12,391	(276,965)	(587,666)
应付账款	0	0	25,000	35,000	35,000	其他融资活动	1,176,156	75,845	469,000	339,000
短期借款银行贷款	3,246	184,643	235,067	271,513	287,210	融资活动现金流	1,187,770	88,236	192,036	(248,666)
其他短期负债	64,218	176,198	118,247	118,247	118,247	现金变化	369,422	(421,930)	150,393	1,514,132
总短期负债	67,464	360,841	378,314	424,760	440,457	汇兑损益	7,769	(13,317)	0	0
长期借款	1,616,687	1,470,386	1,951,337	2,253,891	2,384,194	期初持有现金	99,496	476,687	41,440	191,833
其他负债	70,937	46,708	46,708	46,708	46,708	期末持有现金	476,687	41,440	191,833	1,705,964
总负债	1,755,088	1,877,935	2,376,359	2,725,359	2,871,359					
少数股东权益	-2,886	-5,760	-5,760	-5,760	-5,760					
股东权益	146,366	-13,087	486,771	2,295,829	5,824,885					
负债权益合计	1,898,568	1,859,088	2,857,370	5,015,428	8,690,484					

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。