

全球优质铜生产商，“走出去”的践行者

——中国有色矿业（1258.HK）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

李帅华/张亚桐

中邮证券研究所 有色新材料团队

2023年11月29日

- **规划自有铜矿产能如期落地，自有铜供给率不断提升：**谦比希东南矿和刚波夫主矿为近期主要增量项目。两个项目合计新增铜精矿产能约8.6万吨，较之前产能增长超50%。2023年上半年，矿产铜产量为8.74万吨，全年产量有望超17万吨。
- **公司积极开展改扩建工作，提升经营效率：**巴鲁巴中矿项目设计规模为年产150万吨优质氧化铜矿，用于支撑中色卢安夏穆利亚希湿法冶炼厂项目的日常运营，项目于2022年7月启动基建剥离工作，预计2024年可投产使用；刚波夫西矿复产项目该项目于2022年10月正式立项，预计2026年投产，2022年完成投资24.54万美元，累计完成投资260.69万美元，建设期约3-4年。
- **投资建议：**预计公司2023/2024/2025年实现营业收入42.43/44.21/44.96亿美元，分别同比增长4%/4%/2%；归母净利润分别为2.81/3.06/3.17亿美元，分别同比增长7%/9%/4%，对应EPS分别为0.08/0.08/0.08美元。以2023年11月29日收盘价4.82港元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为8.21/7.55/7.29倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，政策不确定性；项目进度不及预期等。

目录

- 一 | **全球领先铜厂商，海外铜钴资源丰富**
- 二 | **铜矿资源多点开花，持续优化产品结构**
- 三 | **顺周期利好金属板块，低库存构筑底部支撑**
- 四 | **投资建议：公司资产优质，处于低估区间**

—

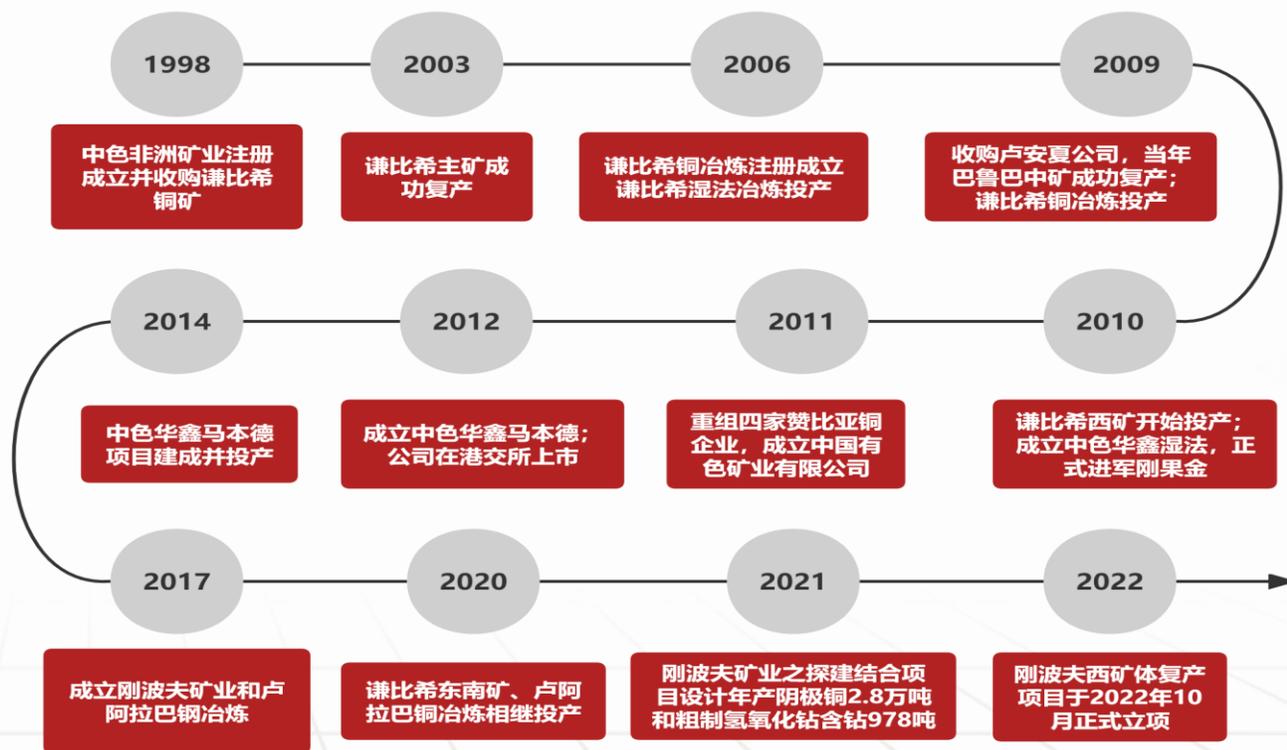
全球领先铜厂商，海外铜钴资源丰富

全球领先铜厂商，拥有优质铜钴资源

- 中国有色矿业集团有限公司于1998年接触赞比亚谦比希铜矿，是最早一批践行“走出去”倡议的中资矿业企业。公司是全球领先的铜生产商，拥有丰富的铜、钴资源和先进的铜、钴开采、选矿、冶金技术，是集铜、钴采选冶及销售于一身、产业链完整的国际化矿业公司。
- 公司业务主要分布在赞比亚铜带省和刚果(金)上加丹加省与卢阿拉巴省。

图表1：公司发展历程

- 1998年中色非洲矿业注册成立；
- 1998-2009年，谦比希铜矿复产，以及收购卢安夏公司；
- 2010-2014年，公司重点发力刚果(金)铜产业；
- 2011年重组四家赞比亚铜业公司，成立中国有色矿业集团有限公司；
- 2012年公司在港交所上市；
- 2015年至今，公司进一步扩展产业版图，已经发展成为一家领先的垂直综合铜生产商。

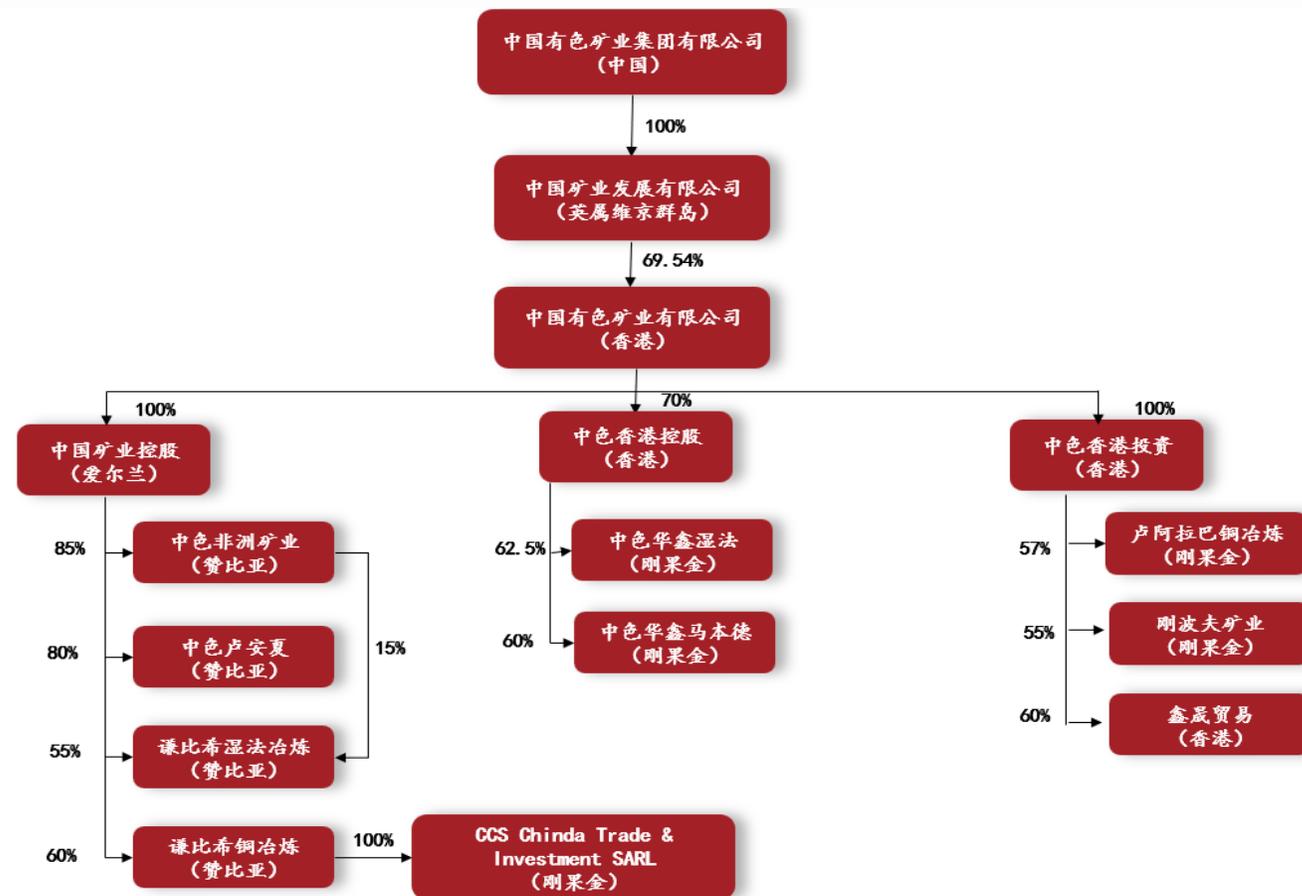


资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

股权：国资委实控人，管理层实力雄厚

- 公司控股股东为中国有色矿业集团有限公司，持有公司69.54%的股权，中国有色集团是国资委直属（直接管理）的大型中央国有企业，于中国及海外从事有色金属矿产资源开发、建筑工程和相关贸易及技术服务，亦是中国有色集团于铜及钴资源开发的海外平台。
- 公司实际控制人为国务院国资委。国务院国资委持有中国有色集团90%的股权，是公司的实际控制人。
- 公司目前在赞比亚和非洲拥有多个矿权及冶炼厂。公司的业务主要由位于赞比亚的中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希铜冶炼和谦比希湿法冶炼四家公司，以及位于刚果金的中色华鑫湿法、中色华鑫马本德、卢阿拉巴铜冶炼和刚波夫矿业四家公司经营。

图表2：公司股权结构

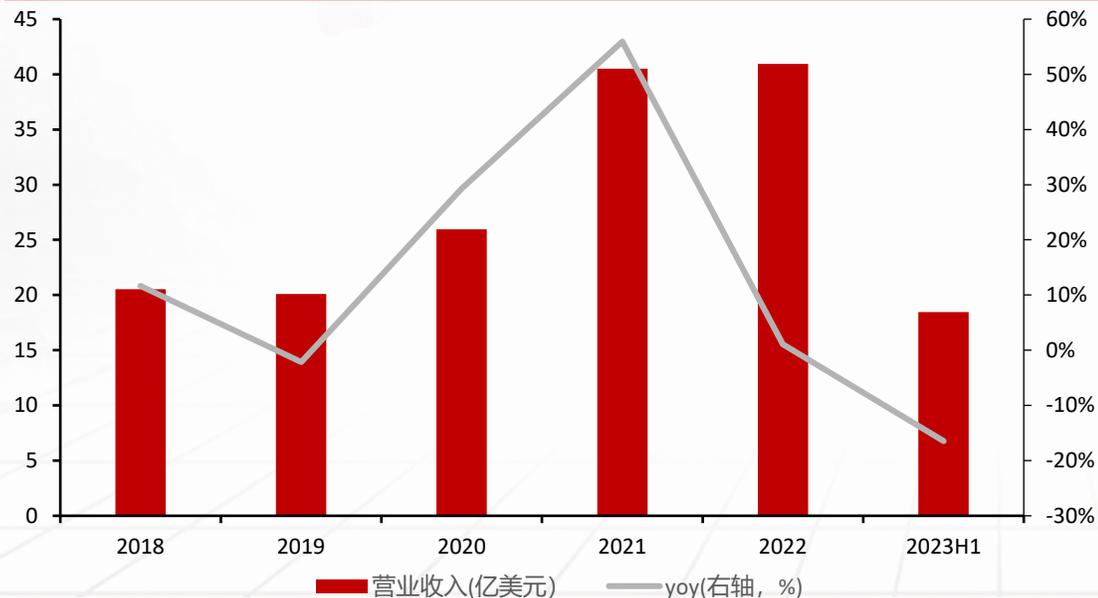


资料来源：公司公告，ifind，中邮证券研究所

受销量下降和国际铜价波动，业绩受到影响

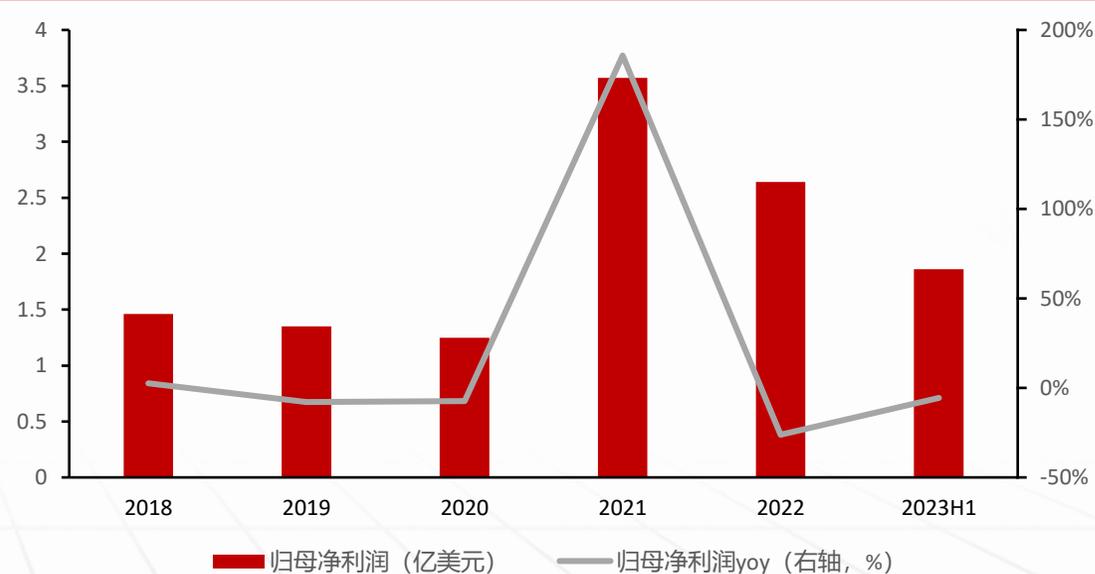
- 业绩略有下滑，主要受销量及售价下滑所拖累。2023上半年，公司营业收入为18.44亿美元，同比减少16.5%，归母净利润为1.86亿美元，同比减少5.6%。主要原因是铜产品产销量较去年同期下降及国际铜价波动影响。
- 2022年，全年营收为40.95亿美元，同比增长1.1%。归母净利润为2.64亿美元，同比下降26.2%；净利率（归母）为6.4%，同比下降了2.4pct。

图表3：营收及同比（亿美元）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表4：归母净利润及同比（亿美元）

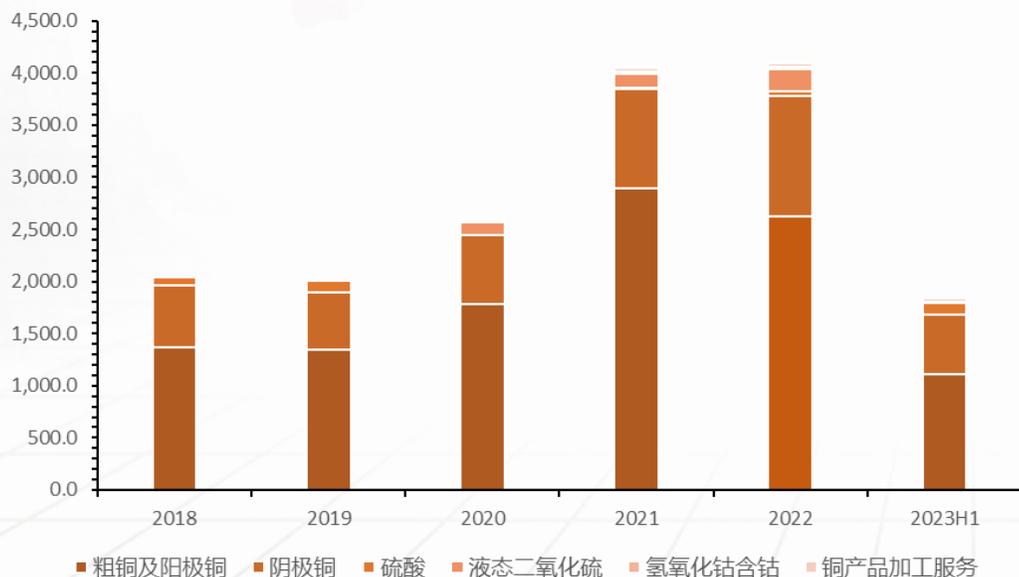


资料来源：ifind，中邮证券研究所

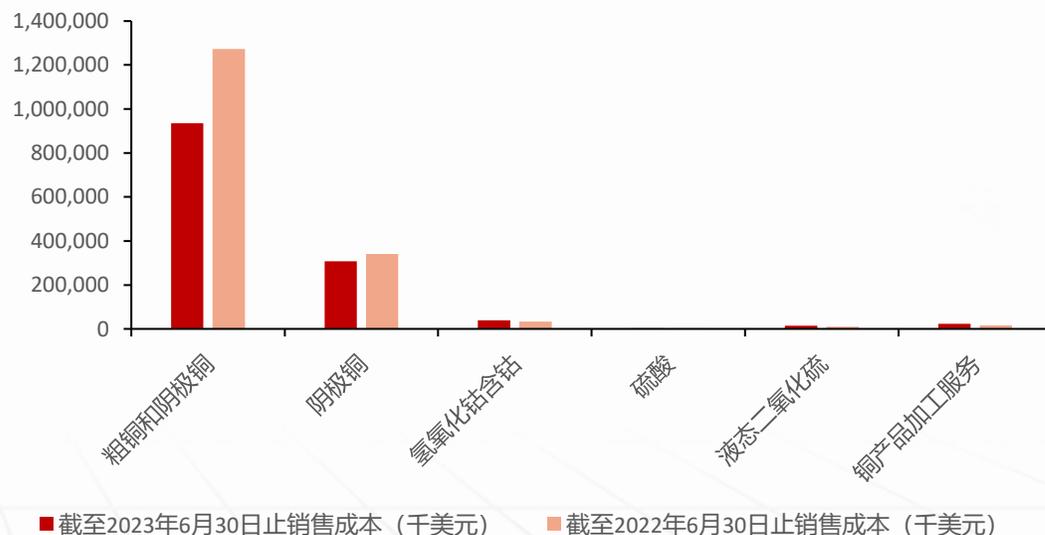
受销量下降和国际铜价波动，业绩受到影响

- **铜产品为营收的主要来源，稳定占比90%以上。**2023年上半年，粗铜及阳极铜%/阴极铜%/硫酸%/液态二氧化硫%/氢氧化钴含钴以及铜产品代加工的收入占比分别为60.3%/30.9%/6.3%/0.4%/0.1%/2.0%。
- **2023年上半年，粗铜及阳极铜营收为1,111.6百万美元，同比下降20.4%，**主要原因是矿石品位下降及冶炼检修等因素使得产量下降，以及平均售价较去年同期下降。其中，阴极铜收入为570.4百万美元，同比减少10.9%，主要原因是平均售价较去年同期下降；硫酸收入为114.8百万美元，同比增加20.8%，主要原因是硫酸平均售价较去年同期上涨。
- **销售成本同比减少。**公司2023年上半年的销售成本为1,322.4百万美元，比2022年上半年的1,676.0百万美元减少21.1%，主要原因是粗铜及阳极铜销量较去年同期下降，以及国际铜价波动导致外购铜精矿及氧化矿原料成本下降。

图表5：营收构成（百万美元）



图表6：各类产品销售成本对比（千美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

多数产品产量同比下降，自产铜产量超预期

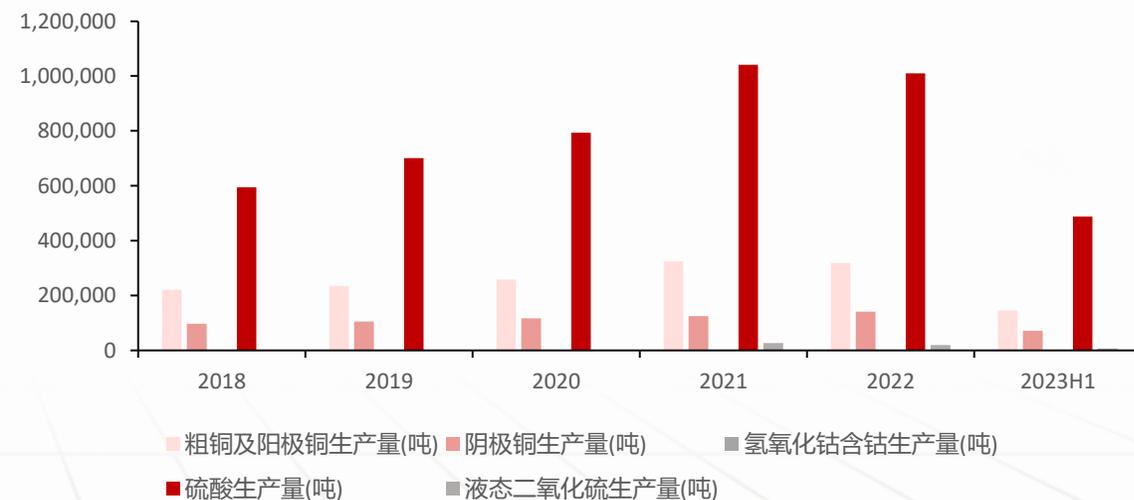
- **主要产品产量同比下降。**2023年上半年公司生产粗铜和阴极铜14.48万吨，同比减少12.2%；生产阴极铜7.16万吨，同比减少0.4%；生产氢氧化钴含钴745吨，同比减少11.8%；生产硫酸48.77万吨，同比减少6.7%；生产液态二氧化硫0.66万吨，同比减少51.7%；代加工生产铜产品4.63万吨，同比增长26.6%。
- **自产铜产量超预期。**2023年上半年自产粗铜产量为4.64万吨，同比增长44.5%，自产铜合计为8.7万吨，同比增长23.3%，完成年度生产计划的54.4%。主要原因是刚波夫矿业产量增长至1.67万吨，同比增13.7%，谦比希东南矿体产量增长至2.5万吨，同比增长86.3%。

图表7：主要产品产量对比（吨）

	截至2023年 6月30日止 六个月 产量（吨）	截至2022年 6月30日止 六个月 产量（吨）	同比增幅/ (降幅) (%)
粗铜和阴极铜	144,833	165,042	-12.2
阴极铜	71,648	71,932	-0.4
氢氧化钴含钴	745	845	-11.8
硫酸	487,670	522,409	-6.7
液态二氧化硫	6,591	13,655	-51.7
铜产品加工服务	46,347	36,602	26.6
自产铜	87,392	70,854	23.3

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：主要产品产量（吨）

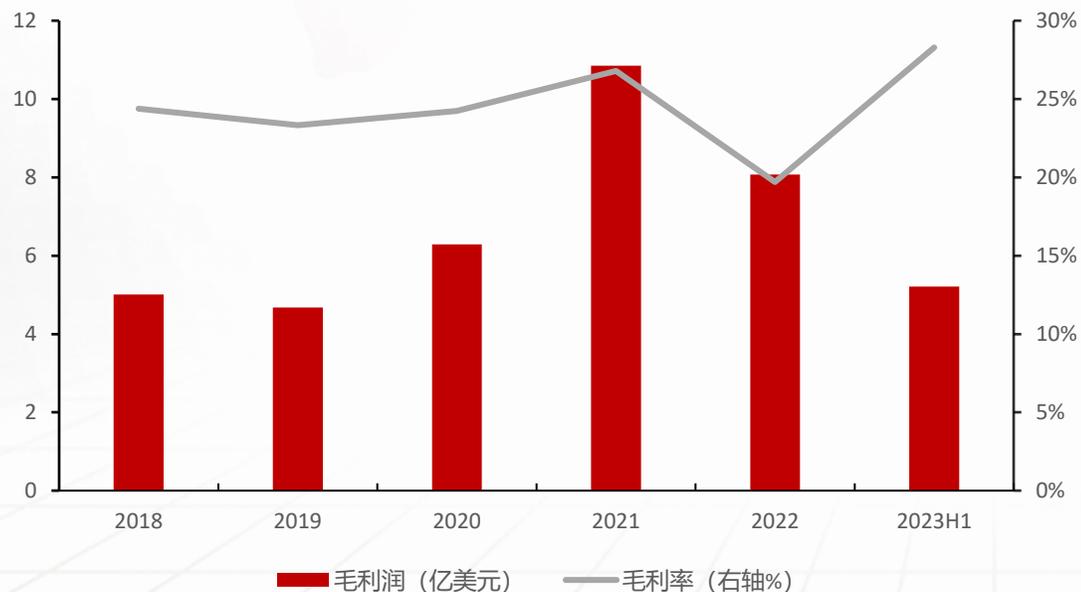


资料来源：公司公告，ifind，中邮证券研究所

整体毛利同比减少，毛利率同比上升

- **整体毛利同比减少。**2023年上半年公司实现毛利521.4百万美元，较2022年同期的531.0百万美元减少1.8%。公司2023年上半年整体毛利同比减少941万美元。其中，阴极铜、液态二氧化硫、氢氧化钴含钴毛利分别同比减少3606、910、4344万美元；粗铜、硫酸、铜产品加工服务毛利同比增长5425、1359、1134万美元。
- **毛利率同比上升。**受国际铜价波动导致外购铜精矿及氧化矿原料成本下降影响，毛利率从2022年上半年的24.1%上升至2023年上半年的28.3%。2023年上半年，粗铜及阴极铜、硫酸、液态二氧化硫、铜产品加工服务毛利率为正，氢氧化钴含钴毛利率为负。

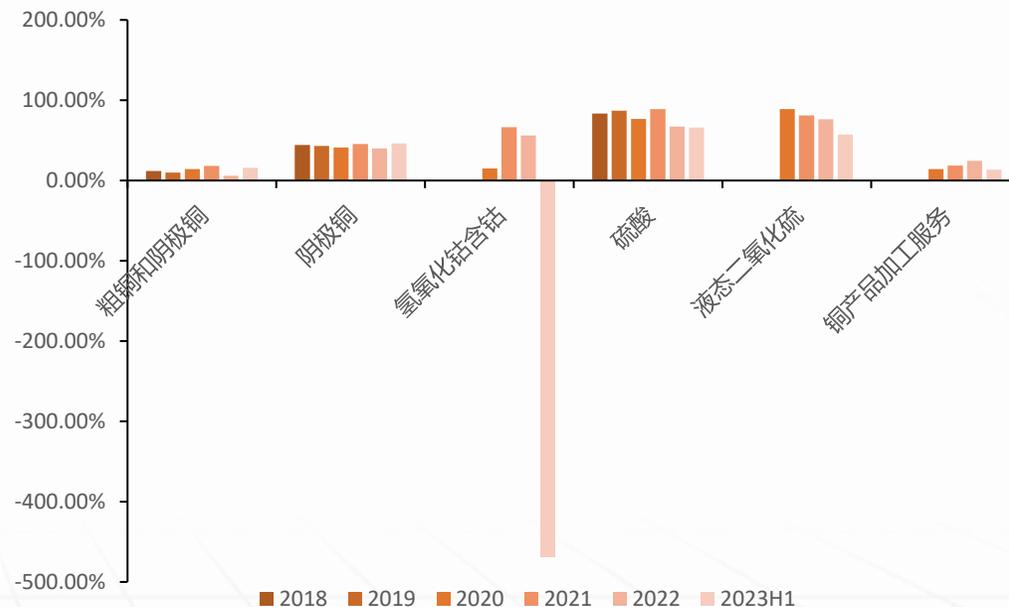
图表9：毛利润及毛利率（亿美元）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：产品毛利率（%）

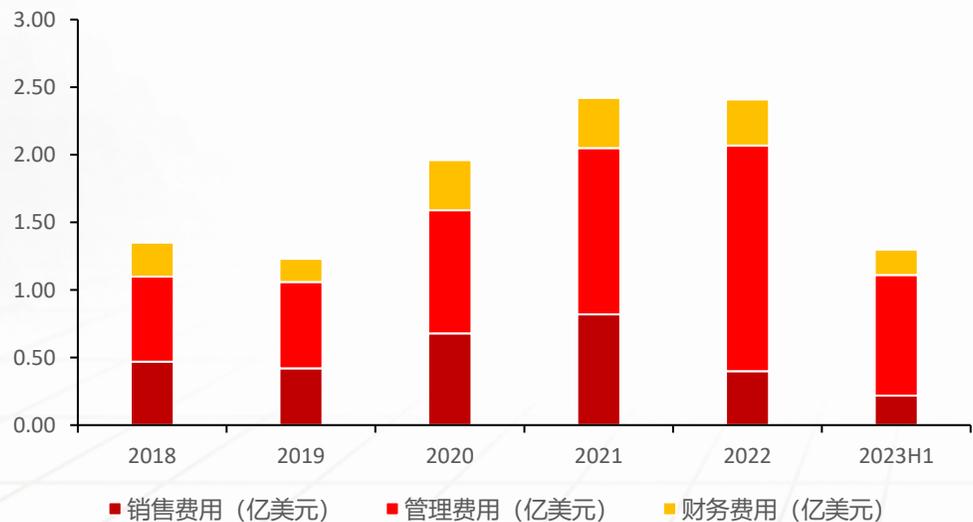


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

致力于持续降费增效，利率抬升推高融资成本

- 2023年上半年，公司三费合计为1.3亿美元；2022年，公司三费合计为2.41亿美元，同比基本持平。
- **销售费用增加。**2023年上半年公司分销及销售费用为21.7百万美元，较2022年上半年的3.3百万美元增加18.4百万美元，主要原因是本期自销售成本中区分清关费。
- **融资成本增加。**2023年上半年融资成公司本为19.2百万美元，较2022年同期的14.0百万美元增长37.1%。主要原因是带息负债为浮动利率，由于美元伦敦银行同业拆息上升，导致带息负债利率上升，进而导致融资成本增加。

图表11：销售成本及销售费用（亿美元）



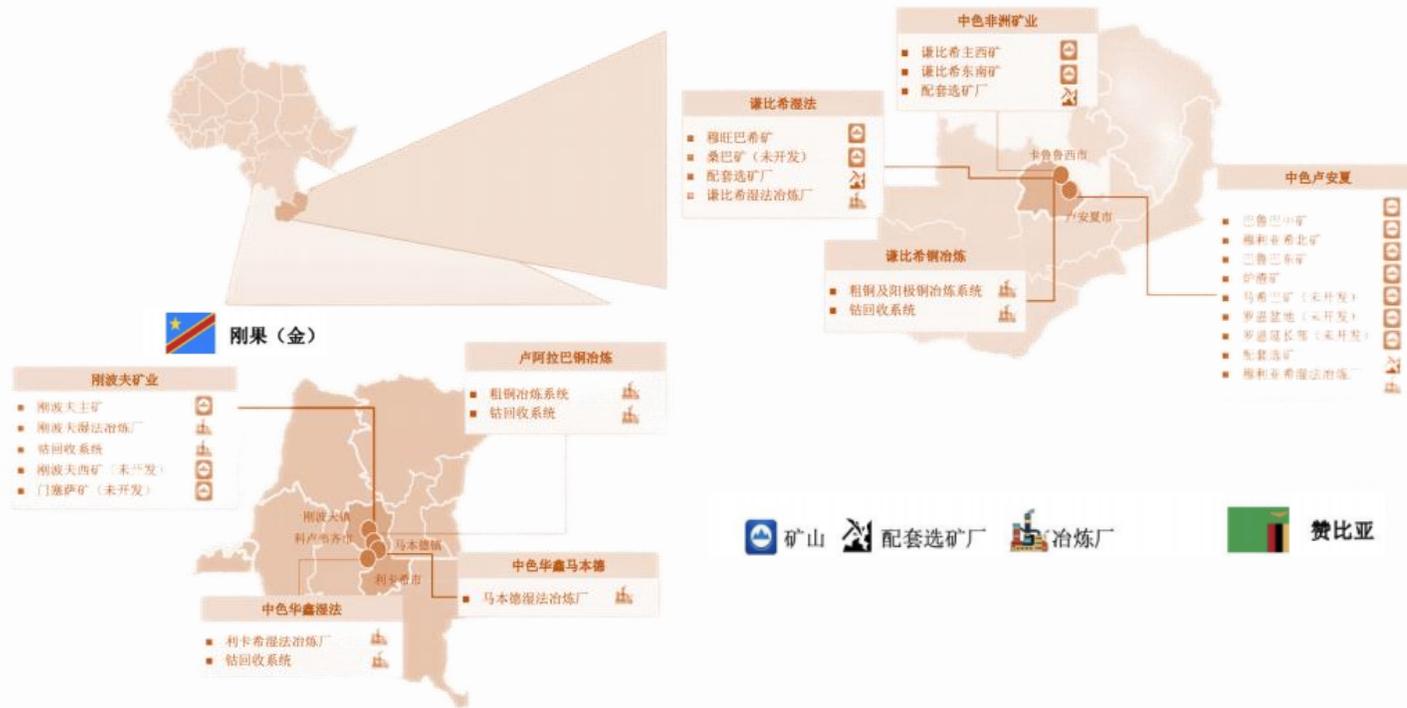
资料来源：ifind，中邮证券研究所

二

铜矿资源多点开花，持续优化产品结构

■ 公司业务模式多元化。公司产业分布在赞比亚和刚果（金）两个地区，通过多个项目展开生产经营，中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希湿法以及刚波夫矿业主营铜矿采选业务；中色华鑫马本德和中色华鑫湿法主营阴极铜冶炼业务；卢阿拉巴铜冶炼和谦比希铜冶炼主营粗铜和阳极铜火法冶炼业务。业务模式多元使得公司盈利更加稳定，更能抵抗产业链局部波动的影响。

图表12：公司主要业务分布图



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

矿产资源储量丰厚，资源禀赋优异

- 资源禀赋优异，铜钴储量丰富。截至2022年12月31日止，公司主要矿山储量丰富，拥有矿石储量94.91百万吨，铜和钴品位较高，资源禀赋优异。

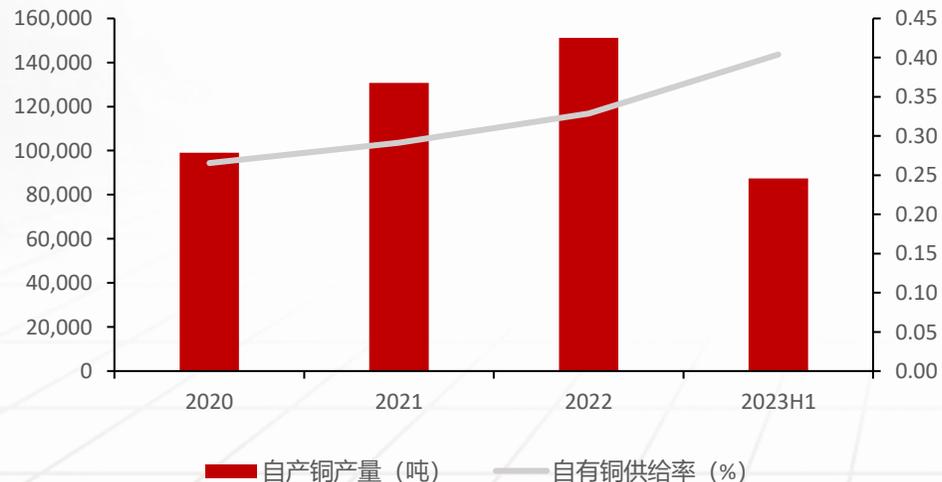
图表13：主要矿山资源量情况

公司名称	矿山名称	矿山	矿石量（百万吨）	平均品味		
				铜合计	氧化铜	钴
中色非洲矿业	谦比希主矿（硫化矿为主）	证实	5.88	1.81%		
		概略	1.67	1.69%		
	谦比希西矿（硫化矿）	证实	10.74	1.75%		
		概略	1.33	1.85%		
	谦比希东南矿	证实	36.36	1.93%		0.11%
		概略	9.37	1.69%		0.08%
谦比希湿法冶炼	穆旺巴希矿山	证实	0.53	2.26%	1.18%	
		概略	1.40	2.32%	0.96%	
中色卢安夏	巴鲁巴中矿（氧化矿）	证实	2.17	2.07%	1.42%	
		概略	1.92	2.17%	1.47%	
	穆利亚希北矿	证实	0.21	2.18%	0.91%	
		概略	0.73	2.01%	0.66%	
	马希巴矿山	证实	2.71	1.93%	0.30%	
		概略	1.78	1.83%	0.19%	
	巴鲁巴东矿	证实	3.53	2.06%	0.89%	
		概略	0.04	1.48%	0.48%	
	罗恩东延长部	证实	2.42	2.37%	1.99%	
		概略	0.74	2.27%	2.01%	
	罗恩盆地	证实	1.21	2.73%	1.71%	
		概略	0.09	2.80%	2.12%	
冶炼炉渣	证实					
	概略	4.33	0.98%	0.28%		
刚波夫矿业	刚波夫矿体	证实				
		概略	5.75	2.59%		0.11%

自有铜矿产量不断攀升，待开发矿山潜力大

- 自有铜矿产量逐年提升，利润空间增长。2022年，公司矿产铜产量为15.12万吨，同比增长15.6%。2023年上半年，矿产铜产量为8.74万吨，全年产量有望超17万吨。
- 尚有众多潜力矿山未开发，公司开展探矿工作进展顺利，未来增量可期。目前，刚波夫西矿区、桑巴矿、马希巴矿等尚未被开发利用，其增量可期。截止于2023年上半年，中色非洲矿业完成坑内探矿钻探8986.65米，东南矿体完成坑内探矿掘进量420米；中色卢安夏在罗恩延长部至穆利亚希南深部资源勘察项目完成地表钻孔3个、进尺3179.26米；刚波夫矿业完成主矿体生产探矿钻探1053.8米，主矿体工程勘察钻探1022.75米等。

图表14：自有铜矿产量（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表15：公司矿山开采活动开支

公司	开采活动开支 (百万美元)			
	矿山	勘探活动	开发活动 (含矿山建设)	开采活动 (不含选矿)
中色非洲矿业	谦比希主西矿	0.34	1.96	42.8
	谦比希东南矿	0.88	8.93	82.76
中色卢安夏	巴鲁巴氧化矿	0.15	0.09	8.07
	罗恩延长至穆利亚希南深部硫化矿	0.51	0.65	14.16
	罗恩盆地氧化矿	0.15	/	0.61
谦比希湿法冶炼	穆旺巴希矿		/	2.53
	Samba矿	0.56	/	
刚波夫矿业	主矿体	0.31	/	10.01
	MSESA矿体	0.51	/	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

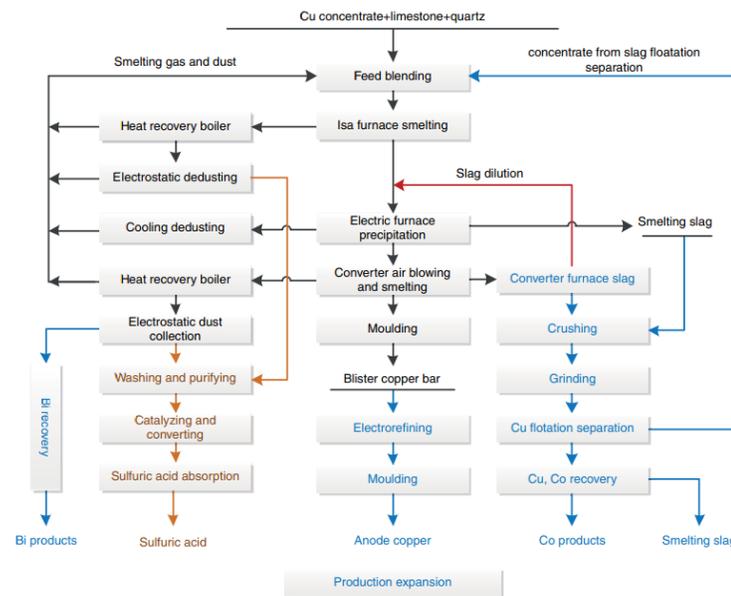
谦比希铜矿资源丰富，配套一流

- 中色非洲矿业位于赞比亚卡鲁鲁市的赞比亚中国经济贸易合作区内，其主要资产是谦比希铜矿，包括主矿、西矿和东南矿，储量含铜约120万吨、钴4.7万吨。谦比希铜矿是中国在境外建成的第一座也是迄今为止最大的一座有色金属矿山。
- 谦比希铜冶炼厂是赞比亚三大冶炼厂之一，亦是国内在海外唯一的大型火法冶炼厂。截至目前，产能为25万吨。
- 谦比希湿法冶炼公司（67.75%股权）旗下拥有谦比希湿法冶炼厂、木瓦巴西项目、刚果中色华鑫利卡西湿法冶炼厂和马本德等项目。除此之外，谦比希湿法冶炼经营穆旺巴希矿山和Samba矿山，截至22年底，拥有铜储量约4.4万吨。

图表16：谦比希铜矿竖井



图表17：火法冶炼流程图



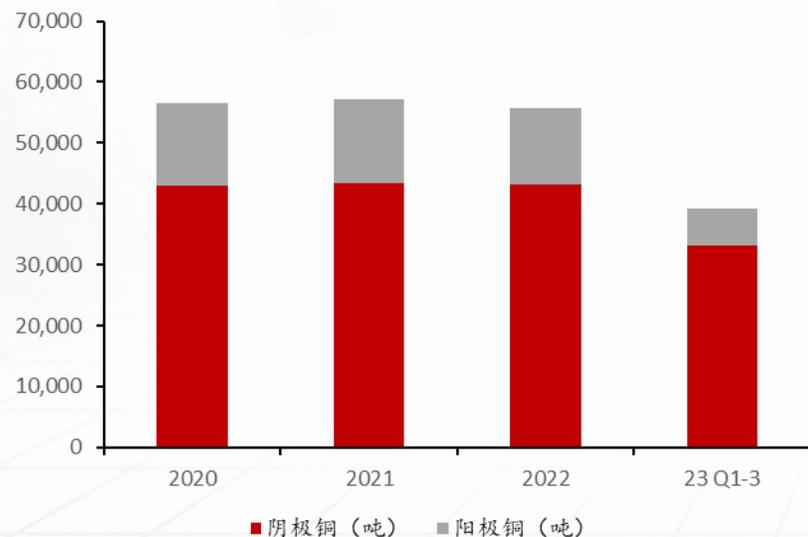
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

卢安夏铜矿为公司第二大矿产铜来源

- 中色卢安夏亦位于赞比亚，运营五处在产铜矿：巴鲁巴井下矿（于2022年底关闭）、巴鲁巴东矿、穆利亚希北矿、罗恩东延长部和罗恩盆地，同时运营穆利亚希湿法冶炼厂。资源量含铜约153万吨，含钴约3万吨。
- 2022年，中色卢安夏生产阴极铜4.3万吨，同比持平；生产阳极铜1.2万吨，同比减少9.8%，主要系炉渣原矿品位降低以及巴鲁巴原矿处理量和入选平均品位降低。

图表18：中色卢安夏铜产量（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表19：公司矿山开采活动开支

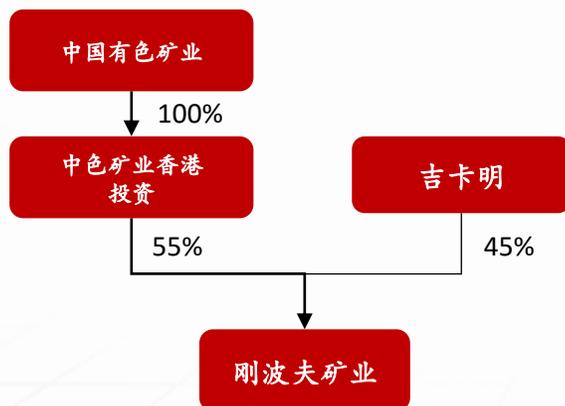
矿山	种类	JORC资源分类	2022/12/31 平均品位				2021/12/31 平均品位			
			矿石量 (百万吨)	铜合计	氧化铜	钴	矿石量 (百万吨)	铜合计	氧化铜	钴
巴鲁巴中矿	氧化矿	探明	3.61	1.93%	1.11%	0.12%	3.86	1.98%	1.15%	0.12%
		控制	5.07	1.80%	0.78%	0.11%	5.53	1.86%	0.87%	0.12%
		推断	1.43	2.06%	1.15%	0.17%	1.33	2.18%	1.36%	0.19%
	硫化矿	探明	1.03	2.22%	0.13%	0.15%	1.59	2.23%	0.11%	0.15%
		控制	1.76	2.05%	0.19%	0.15%	2.61	2.02%	0.15%	0.14%
		推断	1.07	2.10%	0.24%	0.15%	1.56	2.01%	0.22%	0.14%
穆利亚希北矿	氧化矿	探明	1.35	1.33%	0.53%	0.04%	3.14	1.26%	0.47%	0.03%
		控制	3.69	1.73%	0.58%	0.01%	4.83	1.66%	0.56%	0.02%
		推断	11.88	1.48%	0.52%	0.02%	18.5	1.31%	0.43%	0.02%
	硫化矿	探明	0.03	1.32%	0.13%	0.06%	-	-	-	-
		控制	6.04	1.46%	0.23%	0.04%	-	-	-	-
		推断	6.85	1.47%	0.21%	0.04%	-	-	-	-
马希巴矿山	探明	6.62	1.88%	0.42%	0.03%	-	-	-	-	
	控制	3.03	1.92%	0.20%	0.01%	6.62	1.88%	-	0.03%	
	推断	1.05	1.68%	0.27%	0.01%	1.05	1.68%	-	0.01%	
巴鲁巴东矿	探明	10.47	1.67%	0.56%	-	10.47	1.67%	0.56%	-	
	控制	1.67	1.23%	0.20%	-	1.67	1.23%	0.20%	-	
	推断	0.79	1.08%	0.18%	-	0.79	1.08%	0.18%	-	
罗恩盆地	探明	5.9	2.44%	1.76%	0.02%	5.32	2.38%	1.75%	0.02%	
	控制	2.01	2.13%	1.53%	0.02%	1.95	2.10%	1.51%	0.02%	
	推断	1.24	2.29%	1.51%	0.02%	1.24	2.29%	1.51%	0.02%	
罗恩西延长部	探明	1.17	2.57%	2.18%	-	1.17	2.57%	2.18%	-	
	控制	-	-	-	-	-	-	-	-	
	推断	-	-	-	-	-	-	-	-	
罗恩东延长部	探明	3.65	2.57%	2.00%	-	4.7	2.54%	2.03%	-	
	控制	1.28	2.36%	2.06%	-	-	-	-	-	
	推断	0.2	1.75%	1.83%	-	-	-	-	-	
冶炼炉渣	探明	-	-	-	-	-	-	-	-	
	控制	4.33	0.98%	0.28%	-	6.58	1.03%	0.31%	-	
	推断	-	-	-	-	-	-	-	-	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

刚波夫重建复产，焕发新生机

- 刚波夫（55%股权）刚波夫主矿体探建结合项目于2020年1月投产，计划工期21个月，计划年处理99万吨氧化矿石和50万吨尾砂，阴极铜新增产能约2.8万吨，粗制氢氧化钴含钴产能约978吨。
- 刚波夫主体矿实现达产达标。2022年，其生产阴极铜2.8万吨，氢氧化钴含钴1328吨。
- 按照发展规划，到2025年末，实现露天开采年产矿石140万吨，地下开采年产矿石80万吨，年产阴极铜3.5万吨，铜精矿含铜2万吨，氢氧化钴含钴2000吨。

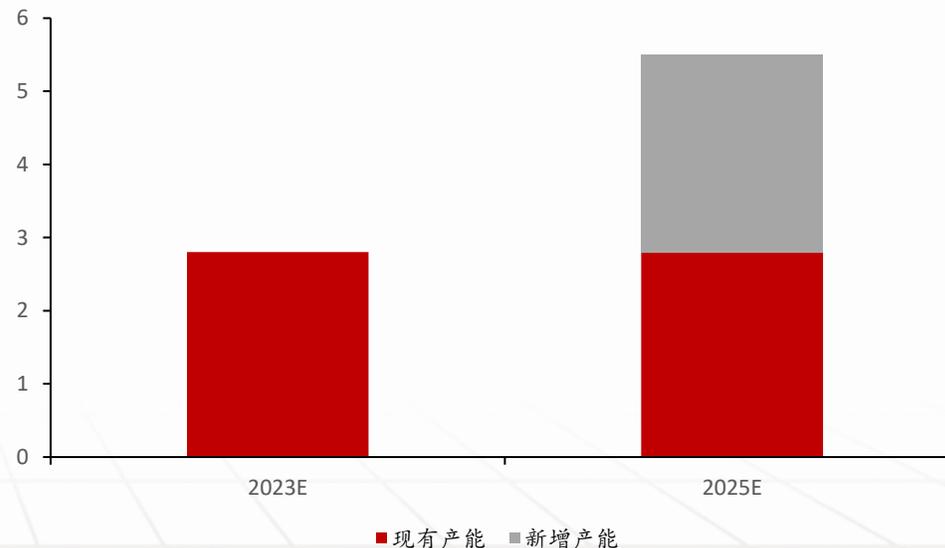
图表20：刚波夫矿业股权结构



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表21：刚波夫铜产量预测（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

积极推进扩产改建，增量可期

- 公司多个项目在建，增量可期。据公司2022年年报和2023年半年报披露，公司扩建增储稳步推进，多个项目在建，资源储备良好，增量可期，盈利能力不断提升。

图表22：公司新建或在建项目概览

新建或在建项目情况概览	
项目名称	项目进展
巴鲁巴中矿露天矿山项目	设计规模为年产150万吨优质氧化铜矿，用于支撑中色卢安夏穆利亚希湿法冶炼厂项目的日常运营，项目于2022年7月启动基建剥离工作，预计2024年可投产使用。
刚波夫西矿体复产项目	该项目于2022年10月正式立项，预计2026年投产，2022年完成投资24.54万美元，累计完成投资260.69万美元，建设期约3-4年。
谦比希铜冶炼	阳极炉火法精炼系统技术改造项目。通过提高冶炼直收率，整治车间生产环境，实现铜产品的升级和多样化，提高浇铸段作业的工作效率和安全性。该项目计划投资总额2,025.47万美元，已经于2023年8月31日成功点火； 精矿仓堆场改造项目、硫酸一期转化3#换热器改造项目、DCS控制系统升级改造项目、新建100平方米深冷制氧装置项目、UPS配电室改造项目，目前均按项目计划实施中。
卢阿拉巴铜冶炼	尾气脱硫系统优化升级改造项目，计划投资98万美元，通过优化改造，使得系统更加适宜稳产、高产、安全运行，运行指标达到最优；硫酸脱硫技改项目，计划投资98万美元，目前大部分设备及管道全部安装就位； 渣浮选项目计划投资2,000万美元。目前工程项目还在进行初补设计阶段； 渣浮选系统工程建设项目已经于2023年上半年完成可研设计。

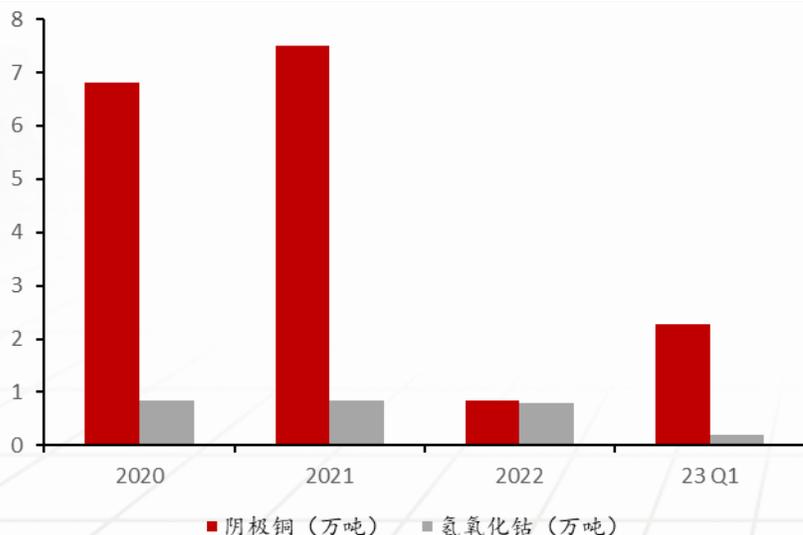
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

集团优质资产，发展潜力良好

- 迪兹瓦矿业由中国有色集团和刚果（金）国家矿业总公司联合于2017年7月创立，中国有色集团控股，负责公司运营。
- 迪兹瓦矿业，铜金属资源量460万吨、钴金属资源量42万吨。迪兹瓦矿业项目计划总投资8.8亿美元，采用露天开采和湿法冶炼工艺生产阴极铜和钴盐，年处理矿石450万吨，年产阴极铜8万吨，金属钴8000吨，2019年底建成投产；目前正在筹建二期项目。

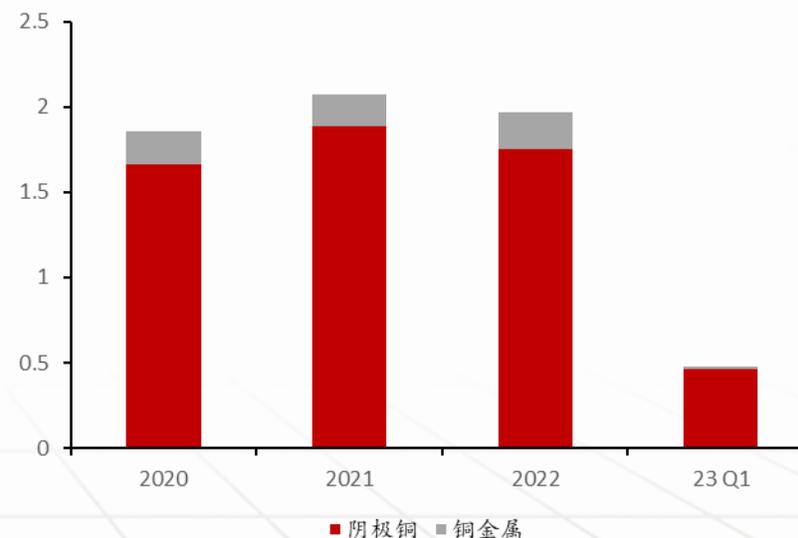
图表23：迪兹瓦产量（万吨）



资料来源：中国有色矿业集团有限公司2023年度第四期超短期融资券募集说明书，中邮证券研究所

- 中国有色集团刚果矿业有限公司主营业务为铜矿资源开采和冶炼加工。
- 目前，中色刚果拥有采选一体的生产线，配套完备的冶炼加工厂，具备年产1.5万吨阴极铜。

图表24：中色刚果产量（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

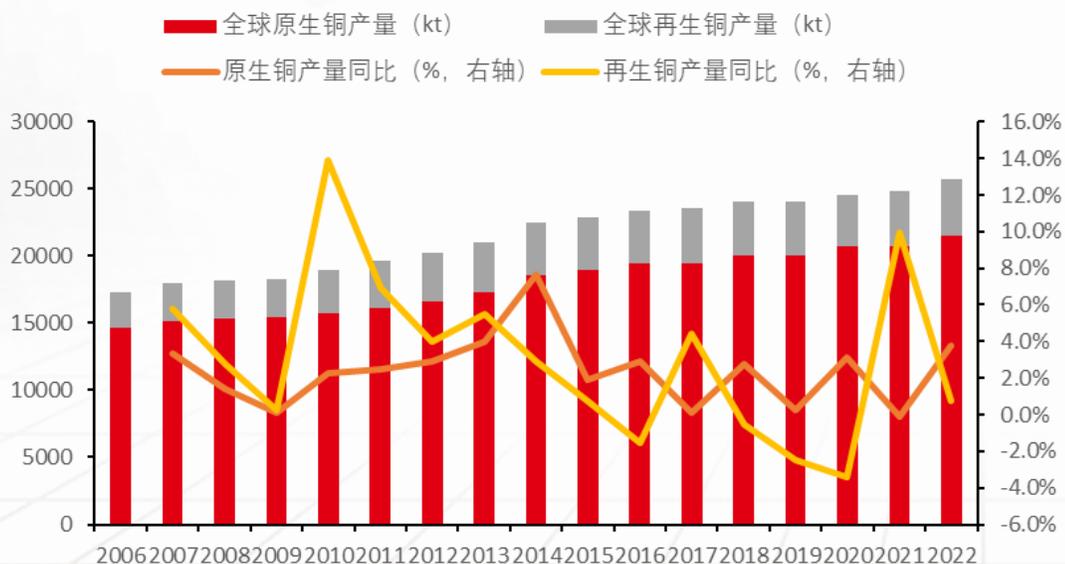
三

顺周期利好铜板块，低库存构筑底部支撑

铜精矿增量有限，新增铜矿产出或于23年见顶

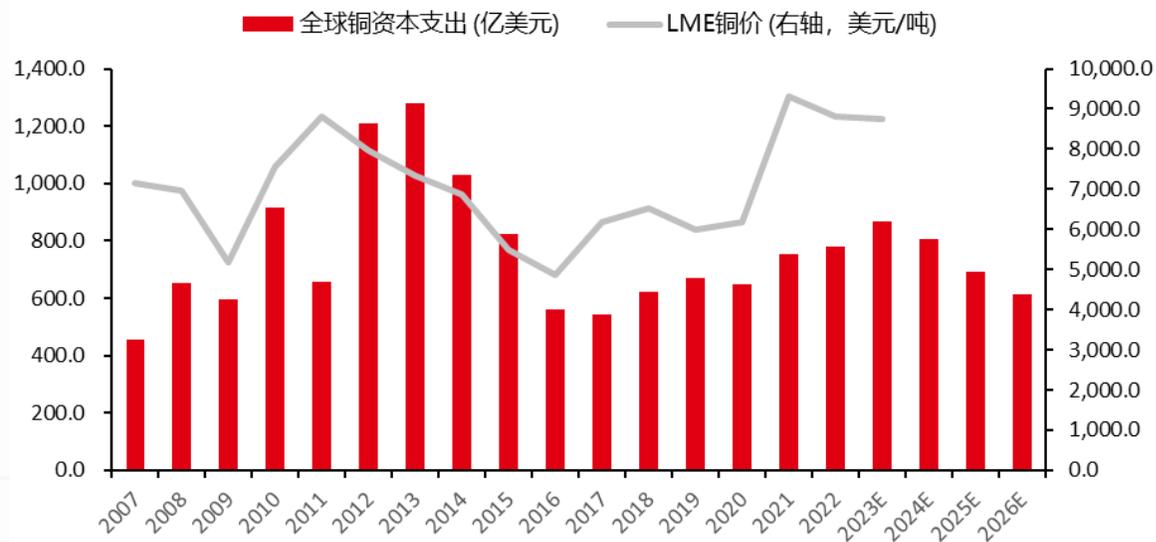
- **品位下行与资本开支下滑制约铜产量扩张。**根据Bloomberg统计数据，全球铜资源品位自2000年以来持续下行，从0.79%下降至0.44%，开采难度和成本提升，同时愈发恶劣的开采环境也导致罢工、技术故障等突发事件频发，进而制约铜矿产量的扩张。此外，近期产能释放主要受益于16-17年持续的资本开支扩张，但2022-2025年新投产项目中，绿地项目占主导达67%，前期筹建周期长，跨国管理工作困难，产能投放亦存在不确定性。
- **头部矿企拖累全球产量增速，新增铜矿产出或于2023年见顶。**根据ICSG，2022年全球精炼铜产量为2567万吨，其中，铜精矿产量为2181万吨，增量为71万吨，增速达3.37%，前10大矿企增量仅为8万吨，增速为0.8%。受大型铜矿发现减少、品位下降以及全球主要铜企资本支出下降等因素的制约，ICSG预计2023-2024年全球新增铜精矿产量分别为65万吨、56万吨，增速分别为3%、2.5%，新增铜矿释放将于2023年见顶，未来增速成下滑趋势。

图表25：全球铜产量及同比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表26：全球铜矿企业资本开支（亿美元，美元/吨）

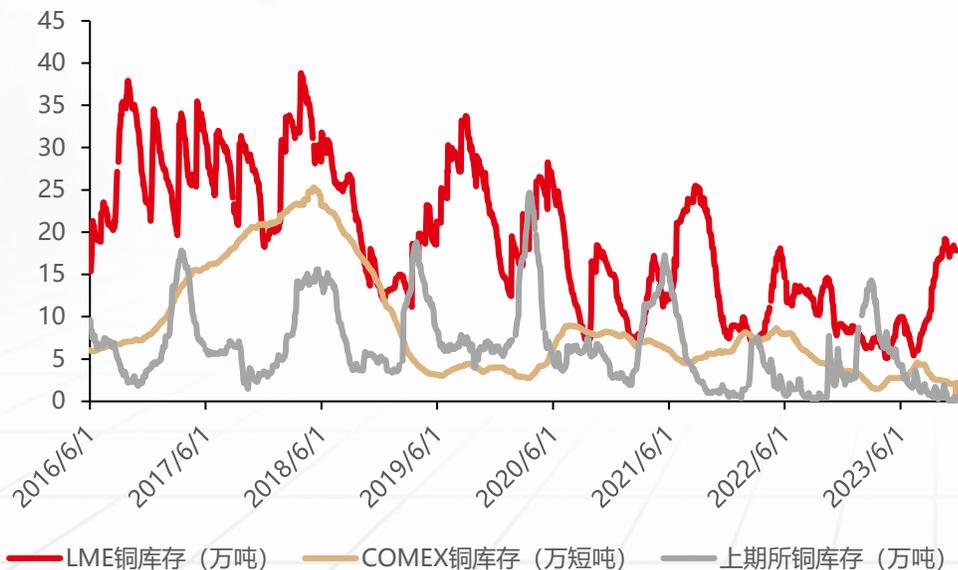


资料来源：彭博，中邮证券研究所

铜供需紧张：新兴领域成新驱动力

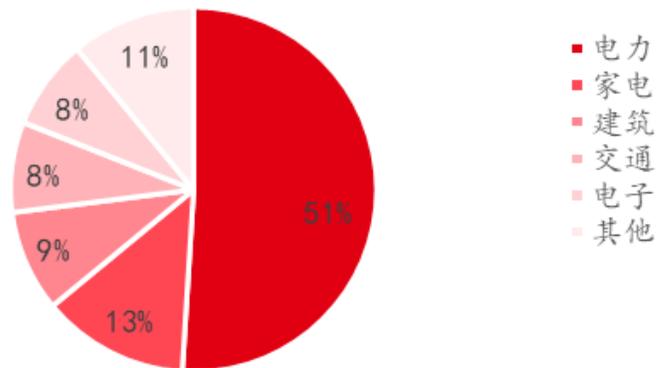
- **低库存支撑铜价。**截至2023年11月24日，铜三大交易所显性库存合计为20.35万吨，海外库存由于需求不振持续累库，国内竣工端回暖及基建需求带动去库，整体全球库存仍处于历史低位，对金属价格起到支撑作用。
- **能源迭代转型或成为铜等传统工业金属的新驱动力。**以铜金属为例，传统行业依然是铜消费的主力战场，电力行业耗铜占比约51%，家电与建筑耗铜占比21%，新兴领域占比尚不足15%。但随着新能源、光伏等领域的持续高速增长，拉动铜等金属的需求不断攀升，或将成为其新的有力驱动
- 铜的供需格局有望重塑，缺口日益加大，叠加美联储加息进入尾声可释放流动性，或将驱动铜价中枢不断上移。

图表27：全球交易所铜库存



图表28：2021年国内电解铜消费结构（%）

国内电解铜消费结构（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：百川盈孚，中邮证券研究所

四

投资建议：公司资产优质，处于低估区间

■ 核心假设：

- **看好后市金属价格：**到年底，经济或将维持“弱复苏”态势，结合库存较低水平支撑，铜价预计将维持高位震荡。中长期来看，需求回暖，看好顺周期趋势，加之美联储加息周期进入尾声，利好金属板块，铜价有望持续上涨。对此，我们假设2023年铜均价为8050美元/吨（含税），2024-2025年以稳定增速上涨。
 - 铜产能维持稳定，2023-2025年铜产品分别为52.1/52.6/52.9万吨。
- 预计公司2023/2024/2025年实现营业收入42.43/44.21/44.96亿美元，分别同比增长4%/4%/2%；归母净利润分别为2.81/3.06/3.17亿美元，分别同比增长7%/9%/4%，对应EPS分别为0.08/0.08/0.08美元。

图表29：收入预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
粗铜及阳极铜（剔除代加工）						
销量(万吨)	28.85	33.35	32.50	35.64	36.06	36.43
粗铜不含税价(美元/吨)	6176.00	8667.00	8069.00	8050.99	8131.50	8212.82
收入(亿美元)	17.82	28.90	26.23	28.20	29.32	29.92
同比(%)	32.50%	62.20%	-9.30%	9.41%	2.19%	2.04%
成本(亿美元)	15.32	23.64	24.69	24.95	26.03	26.58
毛利(亿美元)	2.49	5.27	1.54	2.25	2.30	2.34
毛利率(%)	13.99%	18.22%	5.88%	7.83%	7.83%	7.83%
阴极铜						
销量(万吨)	11.75	11.45	14.68	16.50	16.50	16.50
阴极铜不含税价(美元/吨)	5644.00	8334.00	7870.00	7800.00	7878.00	7956.78
收入(亿美元)	6.63	9.54	11.55	12.37	13.00	13.13
同比(%)	19.73%	43.98%	21.05%	11.40%	1.00%	1.00%
成本(亿美元)	3.90	5.23	6.96	7.25	7.55	7.58
毛利(亿美元)	2.73	4.31	4.59	5.12	5.17	5.22
毛利率(%)	41.20%	45.20%	39.80%	39.76%	39.76%	39.76%
氢氧化钴含钴						
销量(吨)	143.00	363.00	1314.00	1367.27	1399.43	1431.58
氢氧化钴含钴不含税价(美元/吨)	21035.00	40193.00	34008.00	32000.00	32960.00	33948.80
收入(亿美元)	0.03	0.15	0.45	0.44	0.46	0.49
同比(%)		384.84%	206.41%	-2.09%	5.42%	5.37%
成本(亿美元)	0.03	0.05	0.20	0.19	0.20	0.21
毛利(亿美元)	0.00	0.10	0.25	0.25	0.26	0.27
毛利率(%)	15.00%	66.30%	56.10%	56.14%	56.14%	56.14%
硫酸						
销量(万吨)	53.40	76.56	70.55	71.14	71.22	71.48
硫酸价格(美元/吨)	220.00	172.00	301.00	200.00	200.00	200.00
收入(亿美元)	1.18	1.32	2.12	1.42	1.42	1.43
同比(%)	6.60%	12.18%	60.67%	-32.93%	0.11%	0.36%
成本(亿美元)	0.27	0.40	0.70	0.71	0.71	0.71
毛利(亿美元)	0.90	0.92	1.42	0.72	0.72	0.72
毛利率(%)	76.70%	69.80%	67.00%	50.34%	50.34%	50.34%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 以2023年11月29日收盘价4.82港元为基准，对应2023-2025E对应PE分别为8.21/7.55/7.29倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- H股上市公司中，代表性的铜业公司有紫金矿业、洛阳钼业等，参考以上公司的PE，可比公司2023年PE均值为11.42倍。对比来看，公司估值低于业内平均水平。

图表30：铜板块港股上市公司可比估值

代码	公司简称	最新收盘股价 (港元)	PE			EPS (元)			PB
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2024E
1208. HK	五矿资源	2.27	10.64	6.20	4.13	0.20	0.33	0.49	1.04
2899. HK	紫金矿业	12.22	13.18	10.43	8.73	0.88	1.11	1.33	2.97
3993. HK	洛阳钼业	4.42	10.44	7.69	7.35	0.40	0.54	0.57	1.42
	平均值	6.30	11.42	8.11	6.74	0.49	0.66	0.80	1.81
1258. HK	中国有色矿业	4.82	8.21	7.55	7.29	0.53	0.58	0.60	1.08

数据来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来源于ifind一致预期，截止于2023年11月29日

2023年11月29日人民币中间价：人民币美元汇率1USD=7.1031CNY，来源于外汇管理局

风险提示

- 宏观经济不及预期
- 政策不确定性
- 项目进度不及预期等

财务报表和主要财务比率

图表31：财务报表（百万美元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,246	2,651	3,082	4,162	营业收入	4,095	4,243	4,421	4,496
现金	733	911	1,340	1,622	其他收入	5	0	0	0
应收账款及票据	409	470	524	723	营业成本	3,287	3,310	3,449	3,508
存货	820	967	923	1,339	销售费用	40	64	66	60
其他	285	302	295	479	管理费用	167	151	157	160
非流动资产	1,775	1,778	1,778	1,778	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,591	1,591	1,591	1,591	财务费用	27	18	18	18
无形资产	121	121	121	121	除税前溢利	553	613	667	682
其他	63	66	66	66	所得税	170	205	223	222
资产总计	4,021	4,428	4,860	5,940	净利润	382	408	444	459
流动负债	1,124	1,218	1,207	1,828	少数股东损益	118	126	138	142
短期借款	178	178	178	178	归属母公司净利润	264	281	306	317
应付账款及票据	555	644	635	960	EBIT	580	631	685	699
其他	391	396	394	691	EBITDA	817	631	685	699
非流动负债	564	576	576	576	EPS (元)	0.07	0.08	0.08	0.08
长期债务	352	352	352	352					
其他	213	225	225	225					
负债合计	1,688	1,794	1,783	2,404					
普通股股本	740	740	740	740	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
储备	923	1,098	1,403	1,719	成长能力				
归属母公司股东权益	1,663	1,838	2,143	2,459	营业收入	1.09%	3.61%	4.20%	1.71%
少数股东权益	670	796	934	1,076	归属母公司净利润	-26.16%	6.75%	8.77%	3.54%
股东权益合计	2,333	2,634	3,077	3,536	获利能力				
负债和股东权益	4,021	4,428	4,860	5,940	毛利率	19.71%	21.98%	21.98%	21.98%
					销售净利率	6.44%	6.63%	6.93%	7.05%
					ROE	15.86%	15.31%	14.29%	12.89%
					ROIC	14.01%	13.27%	12.63%	11.60%
					偿债能力				
					资产负债率	41.98%	40.51%	36.68%	40.48%
					净负债比率	-8.74%	-14.50%	-26.37%	-30.92%
					流动比率	2.00	2.18	2.55	2.28
					速动比率	1.16	1.30	1.70	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.00	0.95	0.83
					应收账款周转率	8.49	9.65	8.89	7.21
					应付账款周转率	5.74	5.52	5.39	4.40
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.07	0.08	0.08	0.08
					每股经营现金流	0.21	0.09	0.13	0.09
					每股净资产	0.44	0.49	0.57	0.66
					估值比率				
					P/E	7.29	8.21	7.55	7.29
					P/B	1.16	1.26	1.08	0.94
					EV/EBITDA	2.10	3.06	2.19	1.74

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

感谢您的信任与支持！

THANKYOU

姓名：李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

姓名：张亚桐（研究助理）

SAC编号：S1340122080030

邮箱：zhangyatong@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES