

海外铜企专题1-南方铜业 (SCCO.N)

坐拥优质铜资源，低成本、高成长

行业研究 · 专题报告

有色金属 · 工业金属

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

- ◆ **概况：**公司成立于2005年4月，由南秘鲁铜业与墨西哥矿业合并而成，大股东墨西哥集团持股比例88.91%。南方铜业是全球前5大铜矿公司，2023年产铜91.1万吨，主要有4座在产主力矿山，2座在墨西哥北部，位于北美斑岩铜矿集区“大集群”，由墨西哥矿业运营；2座在秘鲁南部，位于秘鲁南部古新世斑岩铜矿成矿带，由南秘鲁铜业运营。公司4座主力矿山运营时间都超过了40年，通过改扩建，近10年铜年产量从60万吨增加到90-100万吨。
- ◆ **公司优势1：资源储量丰富。**截至2022年末，公司拥有铜金属储量4497万吨，钼金属储量150万吨，是全球铜储量最大的矿企，由于资源储备丰富，虽然公司矿山均已服役超过40年，但可采年限还有70年左右，即使考虑到2028年后公司扩产，可采年限仍有50年。
- ◆ **公司优势2：全球成本最低的大型铜企。**公司是全球成本最低的大型铜企，生产成本位于全球铜矿山成本曲线前15%，2022年不考虑副产品收益的现金成本4453美元/吨，考虑副产品收益的现金成本仅1720美元/吨。公司生产成本低主要有2个原因：
 - ①副产品收益。公司4座在产主力矿山都是铜钼伴生，在产主力矿山都是典型的铜钼伴生矿，2023年公司钼产量2.69万吨，是全球第二大钼生产商，钼营收占比10%。以2022年为例，考虑副产品收益的现金成本是1720美元/吨，不考虑副产品收益的现金成本则为4453美元/吨，副产品抵掉了大部分成本，这是南方铜业保持低成本的关键。
 - ②火法+湿法冶炼工艺结合，处理不同品位矿石。公司湿法铜年产量占公司总产量17%，湿法炼铜成本极低，根据机构数据C1成本不到1400美元/吨，有效降低公司成本。尤其这两年国外通胀，人工、能源、耗材价格大幅上涨，湿法工艺所需人工、能耗极少，有效平抑了成本上升趋势。
- ◆ **公司优势3：储备项目丰富，10年内产能扩到160万吨。**得益于丰富的资源储备，公司将在墨西哥和秘鲁继续新建铜矿山，未来10年规划的主要开支项目包括7个铜矿项目和2个铜冶炼厂，2020-2030年间公司资本开支将超过150亿美元，预计到2032年铜产量达到161.5万吨，比2022年增长80%。
- ◆ **盈利能力强，股息率高。**由于公司资源禀赋好，采选成本低，公司盈利能力强于同行业公司，2021-2023年ROE分别为44.2%/32.5%/31.3%，同时公司坚持高分红，2021-2023年股息率分别为5.8%/5.8%/4.4%。
- ◆ **风险提示：**因宏观经济波动铜价大幅下跌风险，社区冲突导致新建铜矿项目进度推迟风险，开采深度增加带来的矿坑地质灾害、成本抬升风险，罢工等突发事件导致产量下降风险。

公司概况

公司概况

➤ 公司成立于2005年4月，由南秘鲁铜业与墨西哥矿业合并而成。公司在秘鲁的业务通过南秘鲁铜业（SPCC）运营，在墨西哥的业务通过墨西哥矿业（Minera Mexico）运营。股权结构：公司大股东是墨西哥集团（Grupo Mexico），持有公司88.91%股权，其余为公众持股。

➤ **大股东简介：**墨西哥集团成立于1978年，German Larrea Mota Velasco收购了位于墨西哥Cananea和Nacozari等地的关键铜矿资源。2004年，墨西哥集团从美国矿企 ASARCO LLC 收购了南秘鲁铜业（Southern Peru Copper Corporation）。目前German Larrea Mota Velasco是墨西哥集团第一大股东，自1999年以来一直担任墨西哥集团和南方铜业的董事会主席。

➤ **高分红：**回溯过去十几年，2013-2016年，全球铜价单边下跌，公司盈利下降，在此期间公司扩建Buenavista铜矿，每年资本开支在10亿美元以上，因此分红比例较低。除此之外，公司均保持较高分红比例。尤其2021年以来受益于铜价上涨，公司盈利大增，虽然每年仍有9-10亿美元资本开支，但2021-2023年公司分红比例达到99.6%，2021-2023年股息率分别为5.8%/5.8%/4.4%。

图：公司股权结构



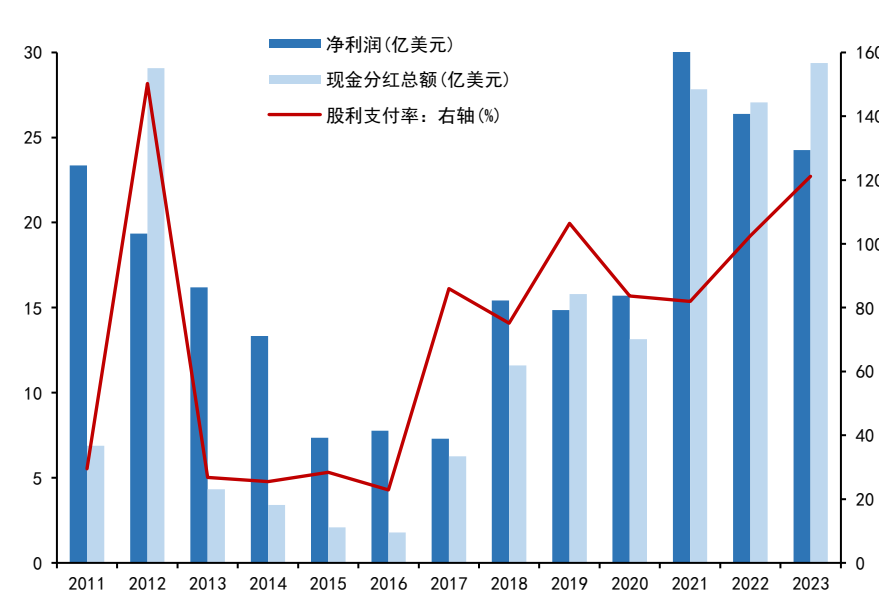
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：全球前10大铜矿公司

公司	2023年铜产量（万吨）	占全球比例（%）
Codelco	142.4	6.3
BHP Group	137.3	6.1
Freeport-McMoRan	129.9	5.8
Glencore	97.2	4.3
Southern Copper	96.2	4.3
Zijin Mining	78.5	3.5
First Quantum Minerals	66.8	3.0
Rio Tinto	59.2	2.6
Anglo American plc	57.7	2.6
KGHM Polska Miedz	52.2	2.3

资料来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

图：公司历年分红



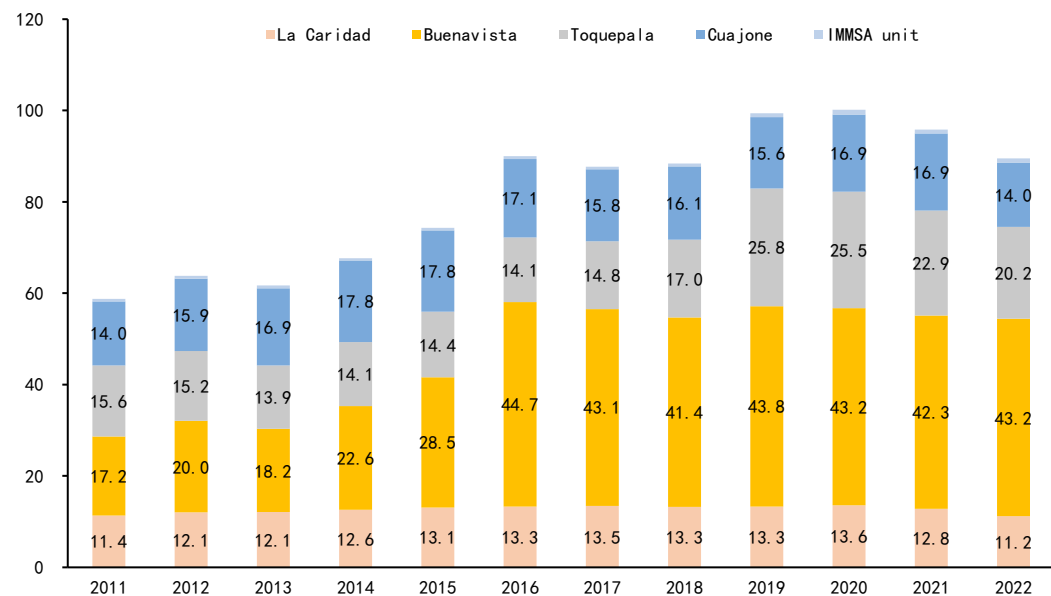
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

历年产量变化

➤ 如下图所示，最近10年公司产铜量从60万吨增加到目前100万吨左右，主要来自于两个矿山扩建，即Buenavista矿和Toquepala矿，B矿在2016年前后扩建，T矿在2019年前后扩建。2023年公司铜矿产量91.1万吨，同比增加1.8%；2024年的铜产量指引是93.6万吨，同比增2.7%。

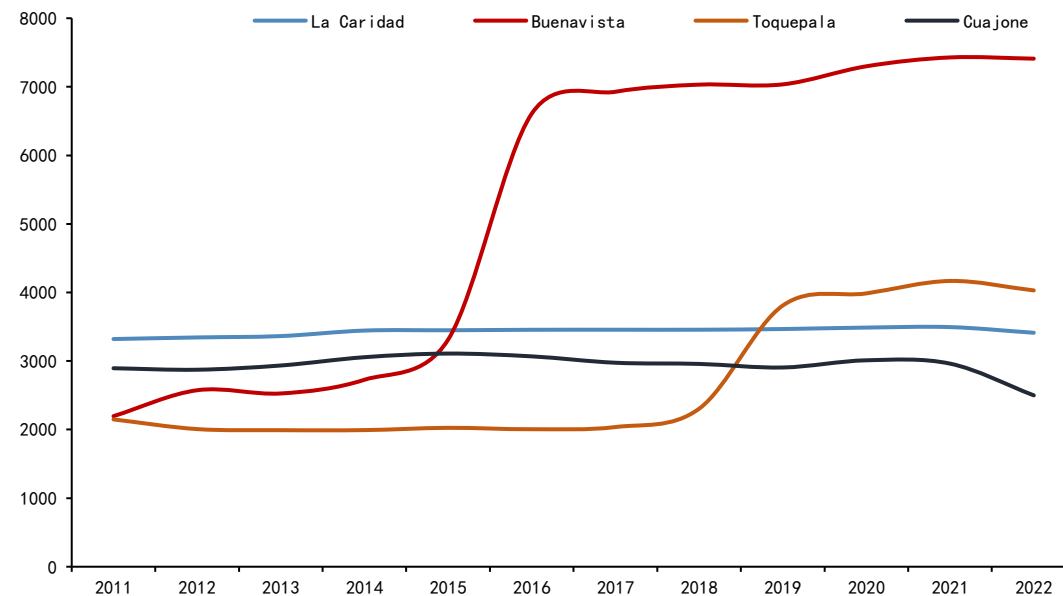
➤ **公司在产4座主力矿山都是老矿山。**与国内迅速成长的铜矿企业不同，南方铜业旗下的矿山投运时间大都在20世纪60-70年代，主力矿山Buenavista矿山甚至从十九世纪末就开始运营。得益于优异的资源禀赋和良好的维护保养，这些矿山至今仍在稳定运营，并且还可以开采50年以上。**La Caridad矿**自1979年开始采选，1995年建成湿法冶炼项目，采选规模一直没有明显变化，近十年来年产铜在11-14万吨左右，比较稳定；**Buenavista矿**是北美运营时间最久的铜矿，从1899年开始运营。2014年6月建成了12万吨产能的湿法工厂，产能18.8万吨的选矿厂于2015年建成，使该矿铜产量自2016年开始大幅攀升。这也是公司近年来最大的扩张项目。**Toquepala矿**自1960年开始运营，2018年四季度第2个选矿厂建成投产，采选量从2300万吨增加到3800万吨，年产铜从15万吨增加到26万吨左右。**Cuajone矿**自1976年开始运营，配套的选矿厂日处理量9万吨左右，产量平稳。

图：公司铜年产量分矿山（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

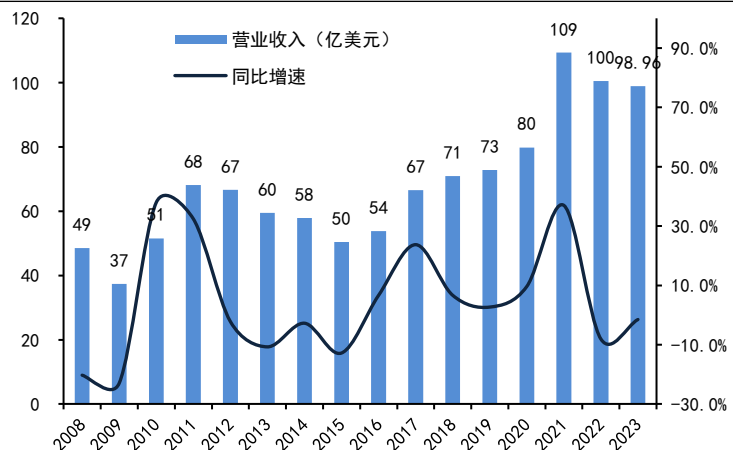
图：公司4座主力矿山入磨矿石量变化（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

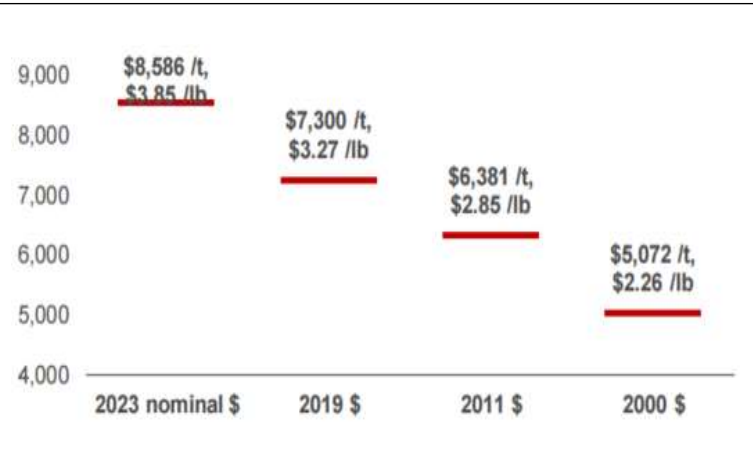
- 2021年以来公司营收站在100亿美元以上，主要得益于铜价上涨。对于2023年，根据公司2024年的8K文件，2023年公司营业收入98.96亿美元，同比下降1.5%。营收的增量来自铜、钼销量增加，其中铜销量同比+2.2%，钼销量同比+2.3%，钼价同比+27.5%，银价同比+7.6%。营收的减量来自铜价下跌（-3.8%）、锌价下跌（-24.1%），以及银销量下降（-4.3%）、锌销量下降（-1.4%）。
- 公司是较为纯粹的铜矿标的。从营收结构来看，铜一直占公司营业收入80%左右，其次是伴生的钼和锌。全球前几大铜矿生产企业当中，有几家是综合性的矿业公司，主业包含铁矿石、煤炭、黄金、锌等，铜矿业务占营收或者利润的比例不是很高；另有几家虽然以铜为主业，但可能面临丧失主力矿山控制权的风险。因此南方铜业被认为是较为鲜明且稳健的铜矿标的。

图：南方铜业营业收入



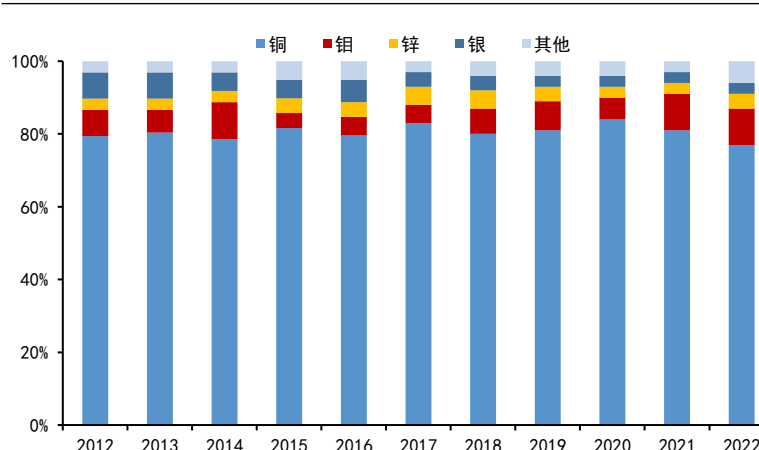
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：全球铜价上行趋势



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

图：公司营业收入构成

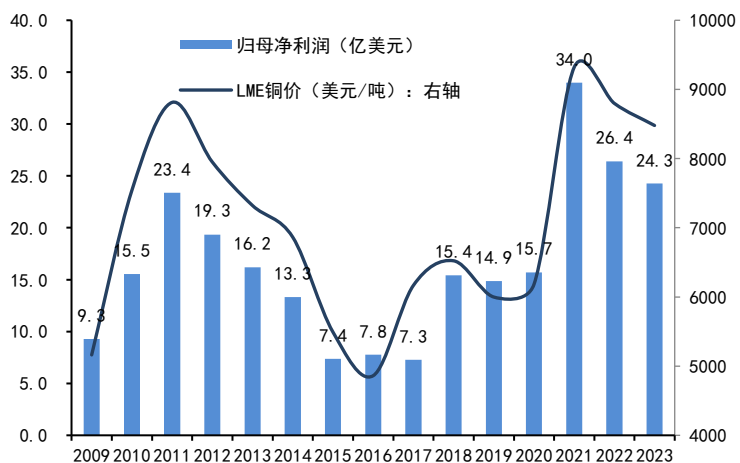


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力变化

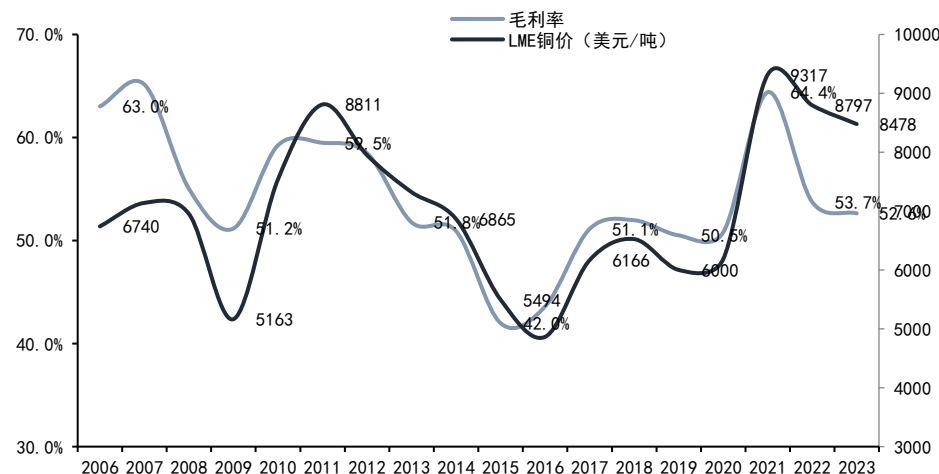
- 与其他以铜矿为主业的公司类似，公司盈利水平高度依赖于铜价走势。最近10年两轮周期高峰，2011年和2021年，LME铜均价分别是8811美元/吨和9317美元/吨，公司归母净利润分别是23.4亿美元和34亿美元。根据公司最新公告的8K文件，2023年公司归母净利润24.25亿美元，同比下降8.1%；2023年公司经营活动产生的现金流量净额是35.7亿美元，同比增长27.5%，主因营运资金下降。
- 当铜价处于高位的时候，公司毛利率在60%附近，2015年大宗商品价格低位，毛利率在40%左右，其他年份毛利率均值在50%左右，属于有色金属矿业的正常利润水平。一般矿业公司的所得税率较高，公司近两年的所得税率都在38%附近。

图：南方铜业盈利依赖于铜价



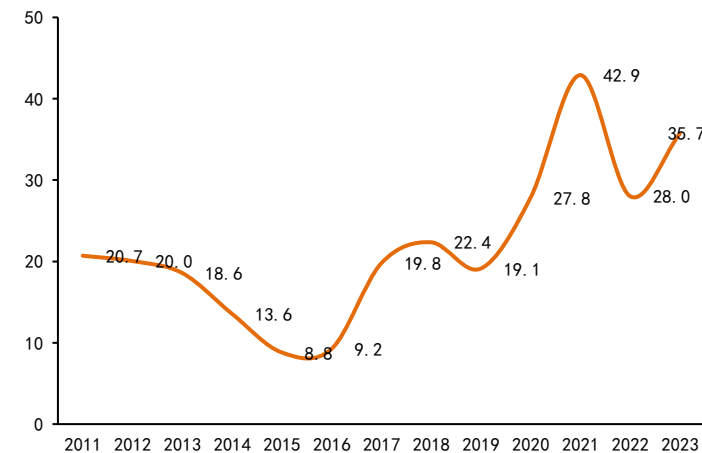
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：南方铜业毛利率与铜价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：南方铜业经营性净现金流 (亿美元)

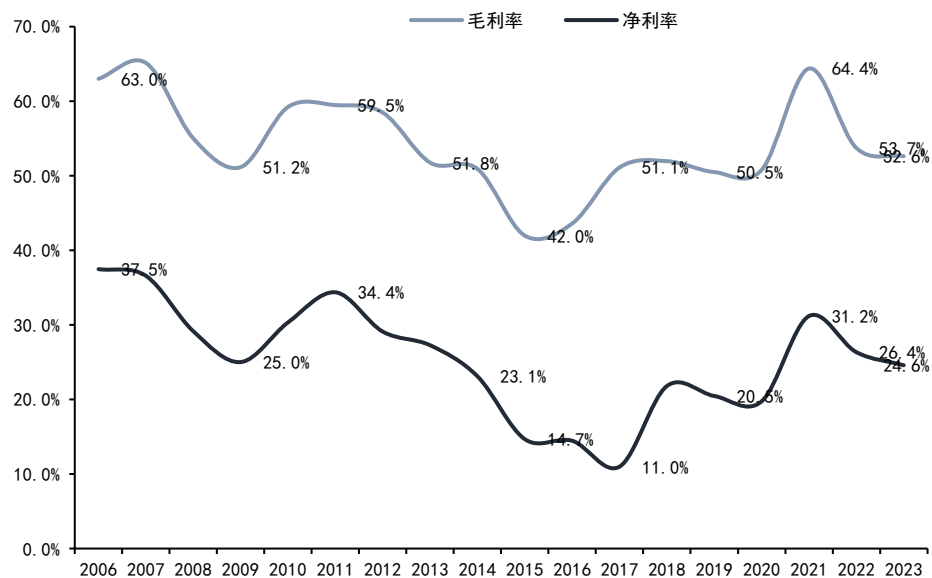


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力对比

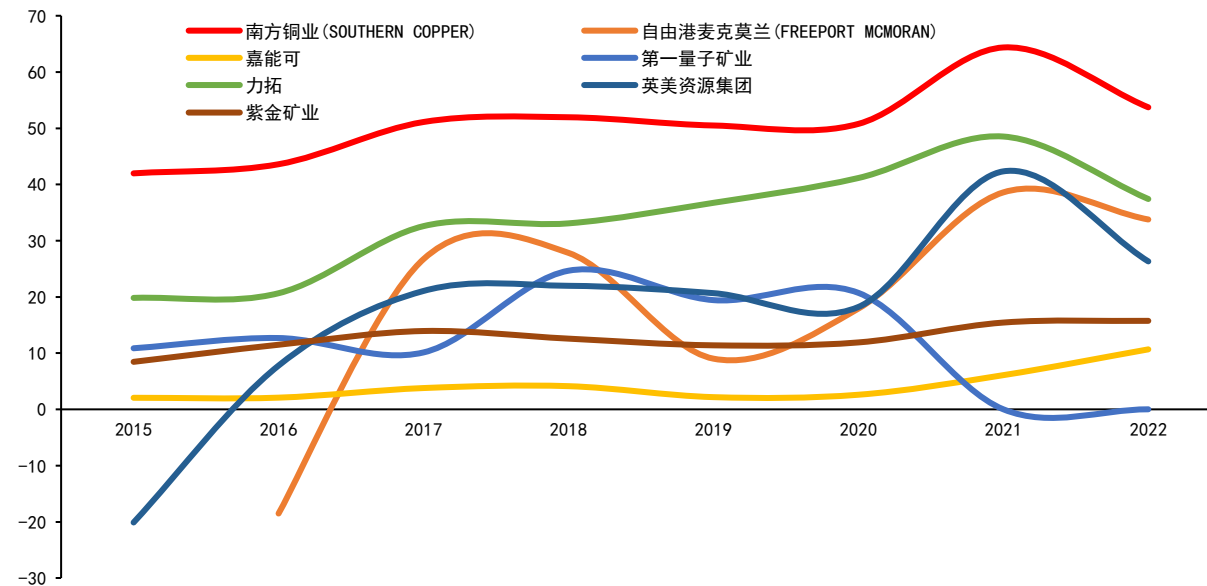
➤ 对比同行业公司，南方铜业毛利率偏高。如果单看有色矿业采选业务，公司与同行业并没有那么大的领先优势，一般情况下毛利率都能做到50%左右。但有些公司体内有较大体量的贸易业务或者冶炼业务，冶炼业务毛利率一般在10%以内，贸易业务的毛利率一般在2%以内，拉低了公司总体的毛利率水平。

图：南方铜业毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：部分头部铜矿公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

主力矿山概况-分布在两大成矿带

➢ 公司4座主力矿山都是露天矿（右图4个红色虚线框），2座在墨西哥北部，位于北美斑岩铜矿集区“大集群”，2座在秘鲁南部，位于秘鲁南部古新世斑岩铜矿成矿带。其中墨西哥的Buenavista矿产量最大，2022年产量43万吨，接近公司铜产量一半。还有一个IMMSA项目体量很小，是位于墨西哥的地下开采项目，包括5个地下矿（右图中蓝色圆点）生产锌、铜、铅、银、金，还包括一个锌冶炼厂。

➢ 每座矿山附近都配套冶炼厂，如秘鲁的Ilo冶炼厂，配套Cua jone矿和Toquepala矿，墨西哥的La Caridad冶炼厂，配套Buenavista矿和La Caridad矿。

➢ 2022年公司铜产量89.5万吨，同比下滑6.6%，主要原因是Cua jone矿临时停产、Toquepala矿和La Caridad矿品位下滑产量下降。

图：公司产能分布



表：公司在产铜矿山概览

矿山	墨西哥			秘鲁	
	La Caridad	Buenavista	IMMSA unit	Toquepala	Cua jone
铜储量（万吨）	460	1125	-	1398	656
2022年铜产量（万吨）	11.18	43.19	0.91	20.15	14.03
其中：用于火法冶炼	8.85	33.86	0.91	17.51	14.03
用于湿法冶炼	2.33	9.33	-	2.65	-
2022年钼产量（吨）	9560	5370	-	7680	3630

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

墨西哥地区：La Caridad 铜矿

➢ La Caridad 位于纳科扎里镇东北部，属于北美斑岩铜矿集区“大集群”，是世界重要的铜产区。该矿于1968年被发现，并于1979年开始露天开采。

➢ 1982年和1986年分别建成钼选厂和冶炼厂，2022年钼产量占公司36%。

➢ 1988年和1995年分别建成制酸厂和湿法冶炼项目，1997年建成铜精炼厂。

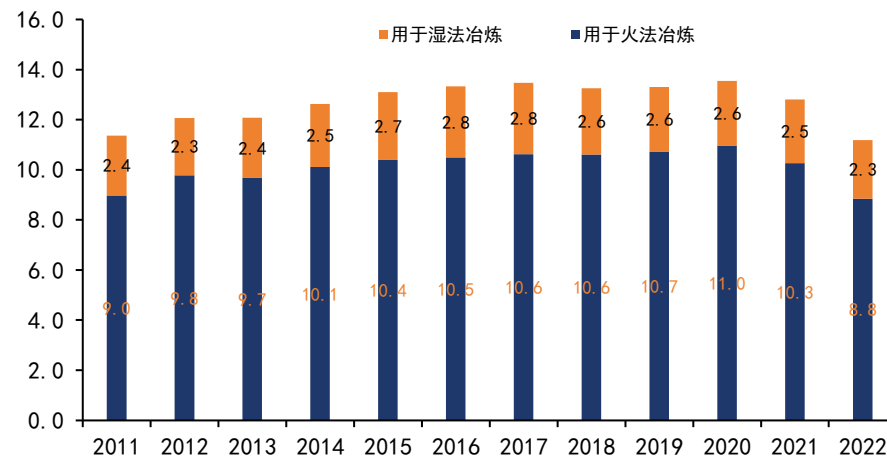
➢ 1998年建成铜杆厂，1999年建成贵金属精炼厂。

表：La Caridad铜矿概况

地理位置	墨西哥索诺拉州纳科扎里		
项目状态	在产		
矿床类型	斑岩铜矿		
储量	铜460万吨，钼70万吨		
采选方式	露天开采		
用于火法冶炼：			
	2020年	2021年	2022年
磨矿量（万吨）	3486	3493	3411
铜品位（%）	0.36	0.34	0.30
铜回收率（%）	87.14	86.44	85.71
铜金属产量（万吨）	10.97	10.27	8.85
钼品位（%）	0.036	0.035	0.034
钼回收率（%）	82.82	82.44	81.67
钼金属产量（万吨）	1.05	1.02	0.96
用于湿法冶炼：			
	2020年	2021年	2022年
堆浸矿石量（万吨）	2956	3523	3011
堆浸矿石品位（%）	0.22	0.21	0.20
估测回收率（%）	38.04	38.11	34.46
铜金属产量（万吨）	2.33	2.54	2.56
铜金属产量合计（万吨）	13.3	12.81	11.41
钼金属产量合计（万吨）	1.05	1.02	0.96

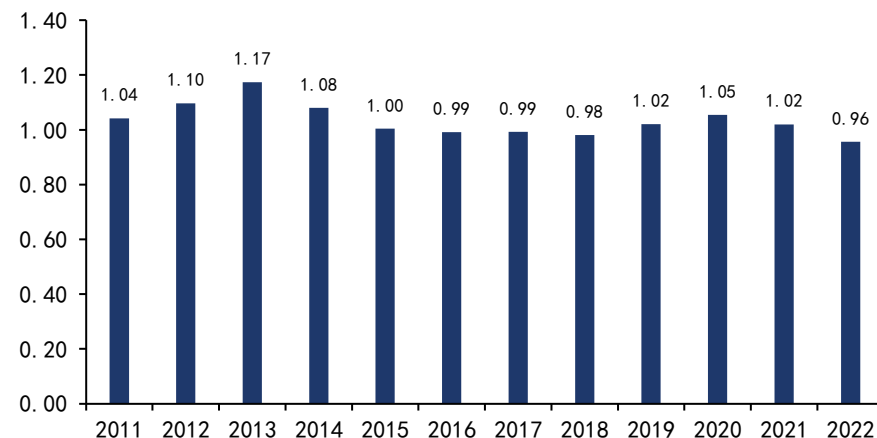
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：La Caridad矿历年铜产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：La Caridad矿历年钼产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

墨西哥地区：Buenavista 铜矿

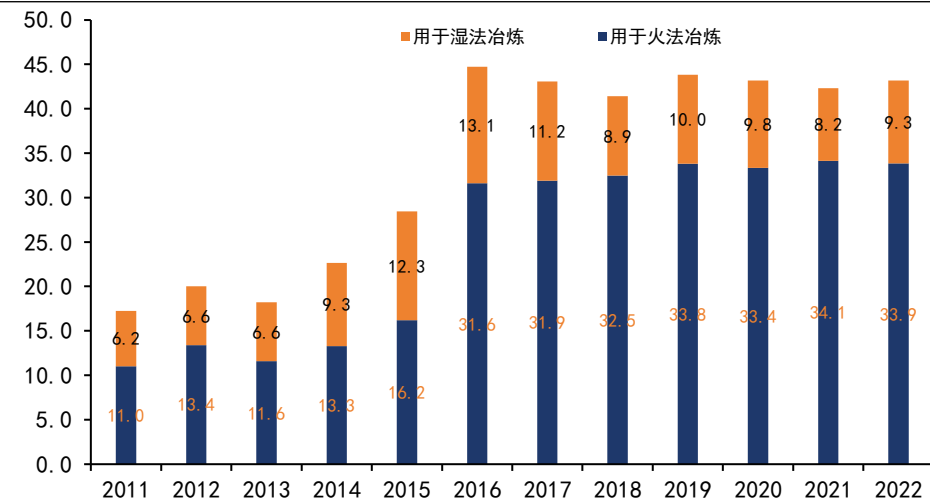
- 该铜矿自 1899 年开始生产，是北美最古老的运营铜矿。1990年墨西哥矿业花费4.75亿美金购买该矿。2016年公司在墨西哥完成了35亿美金资本开支，其中年产12万吨的湿法冶炼工厂在2014年6月建成，产能18.8万吨的选矿厂于2015年建成，使该矿铜产量大幅攀升。目前Buenavista矿配套2个选矿厂和3个湿法冶炼厂。
- 钼方面，2013年建成第一个配套钼冶炼厂，年产2000吨钼，2016年7月建成第二个钼冶炼厂。
- 铜选矿厂的入选品位是0.3%，生产的精矿运往La Caridad冶炼厂火法冶炼；品位在0.15%-0.3%之间的矿，送往堆场堆浸-萃取-电积，即湿法冶炼。

表：Buenavista铜矿概况

地理位置	墨西哥索诺拉州卡纳内阿		
项目状态	在产		
矿床类型	斑岩铜矿		
储量	铜1125万吨，钼15万吨		
采选方式	露天开采		
用于火法冶炼：			
	2020年	2021年	2022年
磨矿量（万吨）	7301	7430	7412
铜品位（%）	0.53	0.53	0.53
铜回收率（%）	86.72	87.18	86.57
铜金属产量（万吨）	33.4	34.1	33.9
钼品位（%）	0.01	0.01	0.01
钼回收率（%）	67.26	68.97	70.46
钼金属产量（万吨）	0.55	0.52	0.54
用于湿法冶炼：			
	2020年	2021年	2022年
堆浸矿石量（万吨）	12811	13907	12263
堆浸矿石品位（%）	0.21	0.20	0.21
估测回收率（%）	67.26	68.97	70.46
铜金属产量（万吨）	9.8	8.2	9.3
铜金属产量合计（万吨）	43.2	42.3	43.2
钼金属产量合计（万吨）	0.55	0.52	0.54

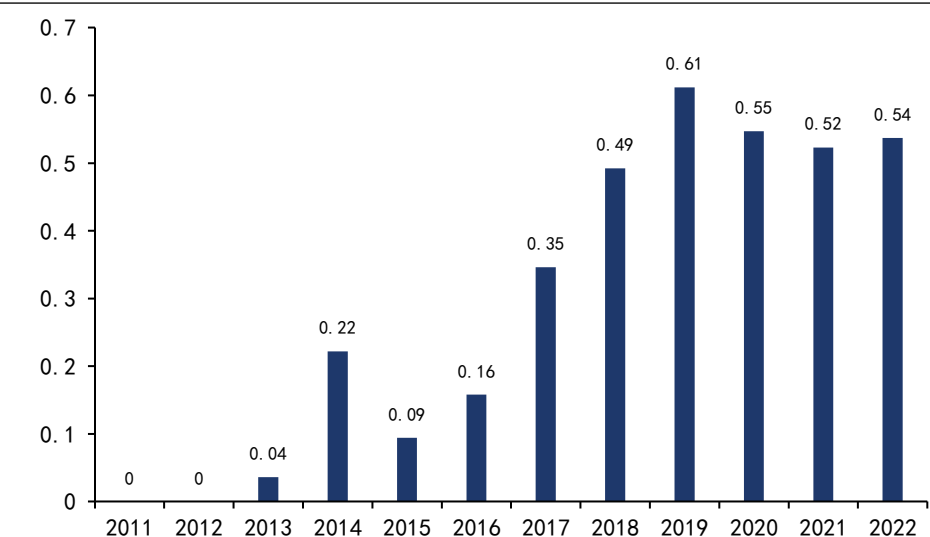
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：Buenavista矿历年铜产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Buenavista矿历年钼产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

秘鲁地区：Toquepala 铜矿

- Toquepala铜矿于1960年投入运营，有一个露天矿坑、2个选矿厂和1个湿法工厂。选矿厂生产的铜精矿运往Ilo冶炼厂进行火法冶炼。
- Toquepala的湿法工厂自1995年开始运营，处理Toquepala和Cujone的低品位矿，设计产能3.56万吨/年阴极铜产量，1999年产能扩到5.63万吨。湿法工厂处理0.065%-0.33%品位的铜矿，Cujone的浸出液通过两个矿之间的8英尺管道运到Toquepala。

表：Toquepala铜矿概况

地理位置	秘鲁安第斯山脉
项目状态	在产
矿床类型	斑岩铜矿
储量	铜1398万吨，钼46万吨
采选方式	露天开采

用于火法冶炼：

	2020年	2021年	2022年
磨矿量（万吨）	3989	4170	4032
铜品位（%）	0.63	0.54	0.48
铜回收率（%）	90.44	90.60	91.21
铜金属产量（万吨）	22.9	20.4	17.5
钼品位（%）	0.036	0.035	0.026
钼回收率（%）	69.76	72.91	73.27
钼金属产量（万吨）	1.00	1.10	0.77

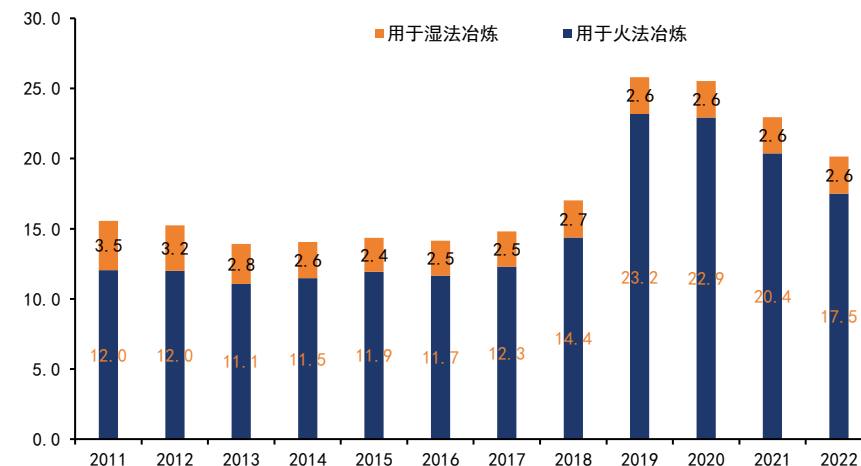
用于湿法冶炼：

	2020年	2021年	2022年
堆浸矿石量（万吨）	5284	5323	4150
堆浸矿石品位（%）	0.2	0.23	0.21
估测回收率（%）	23.71	23.54	23.60
铜金属产量（万吨）	2.6	2.6	2.7

	2020年	2021年	2022年
铜金属产量合计（万吨）	25.5	23.0	20.2
钼金属产量合计（万吨）	1.00	1.10	0.77

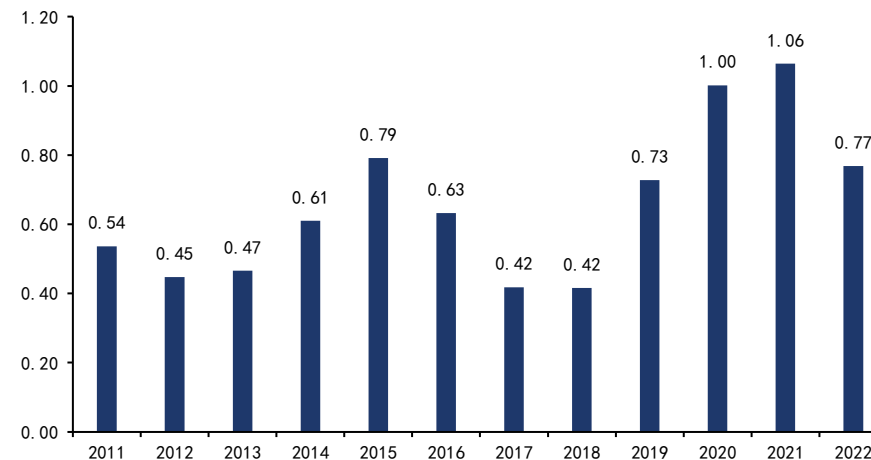
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：Toquepala矿历年铜产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Toquepala矿历年钼产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

秘鲁地区：Cujone 铜矿

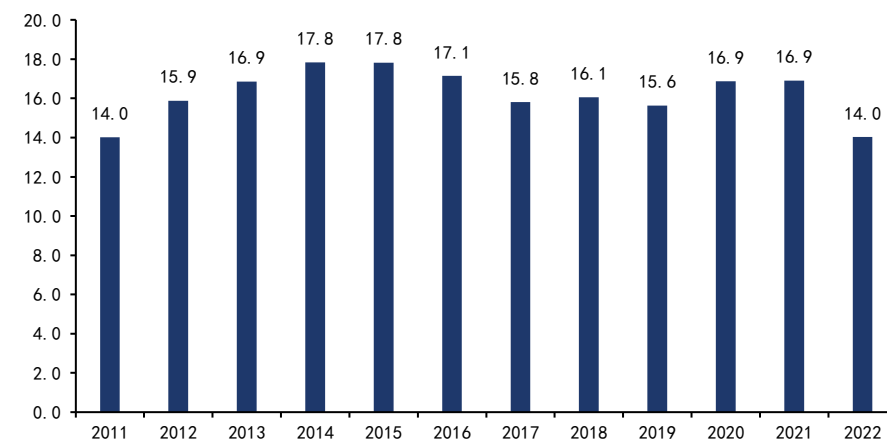
- 公司的Cujone矿和Toquepala矿都位于秘鲁南部古新世斑岩铜矿成矿带，该区域有多个超大型斑岩铜矿，除上述2个矿，还有自由港麦克莫伦公司的Cerro Verde铜矿（年产量45万吨）、英美资源的Quellaveco铜矿（年产量31万吨）。
- Cujone矿自1976年开始露天开采，选矿厂处理含铜量0.35%以上的矿石，日处理量9万吨左右，选出的铜精矿运往附近的Ilo冶炼厂，钼精矿直接外售给客户。

表：Cujone矿概况

地理位置	秘鲁莫克瓜地区		
项目状态	在产		
矿床类型	斑岩铜矿		
储量	铜656万吨，钼23万吨		
采选方式	露天开采		
用于火法冶炼：			
	2020年	2021年	2022年
磨矿量（万吨）	3011	2962	2499
铜品位（%）	0.67	0.67	0.66
铜回收率（%）	84.23	84.70	85.30
铜金属产量（万吨）	16.9	16.9	14.0
钼品位（%）	0.022	0.022	0.023
钼回收率（%）	64.28	63.27	63.22
钼金属产量（万吨）	0.42	0.42	0.36
铜金属产量合计（万吨）	16.9	16.9	14.0
钼金属产量合计（万吨）	0.42	0.42	0.36

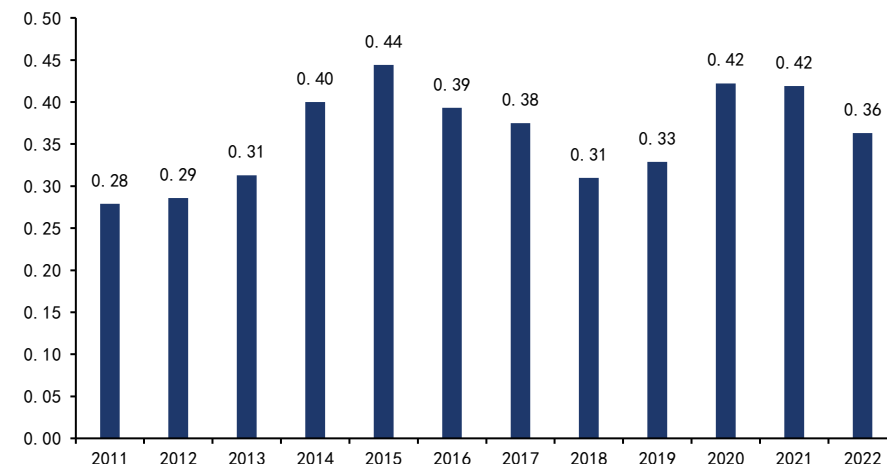
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：Cujone矿历年铜产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Cujone矿历年钼产量（万吨）

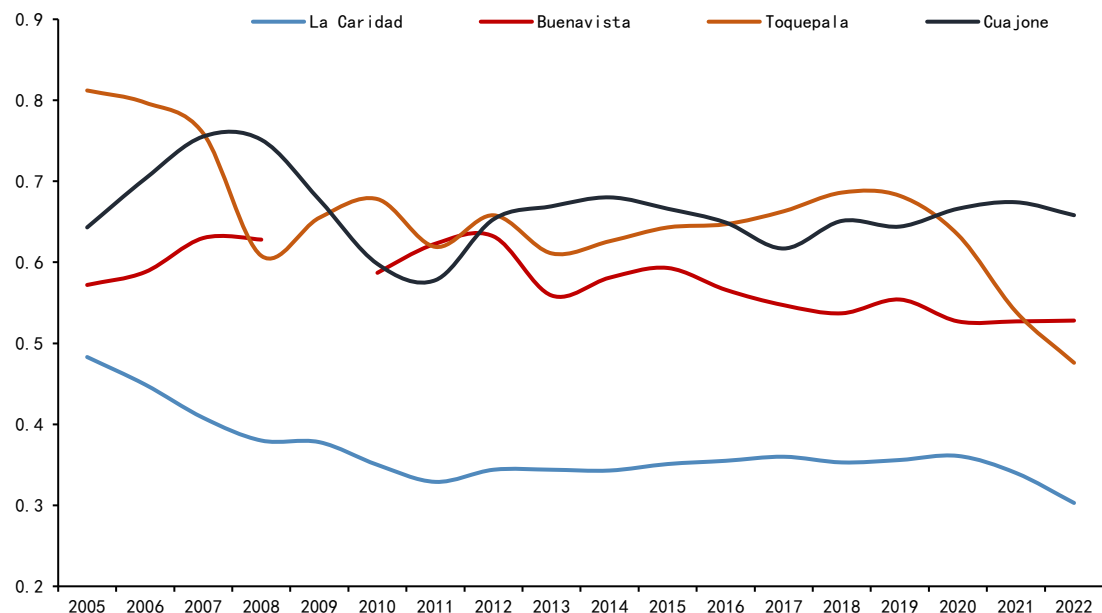


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

面临矿山老化问题

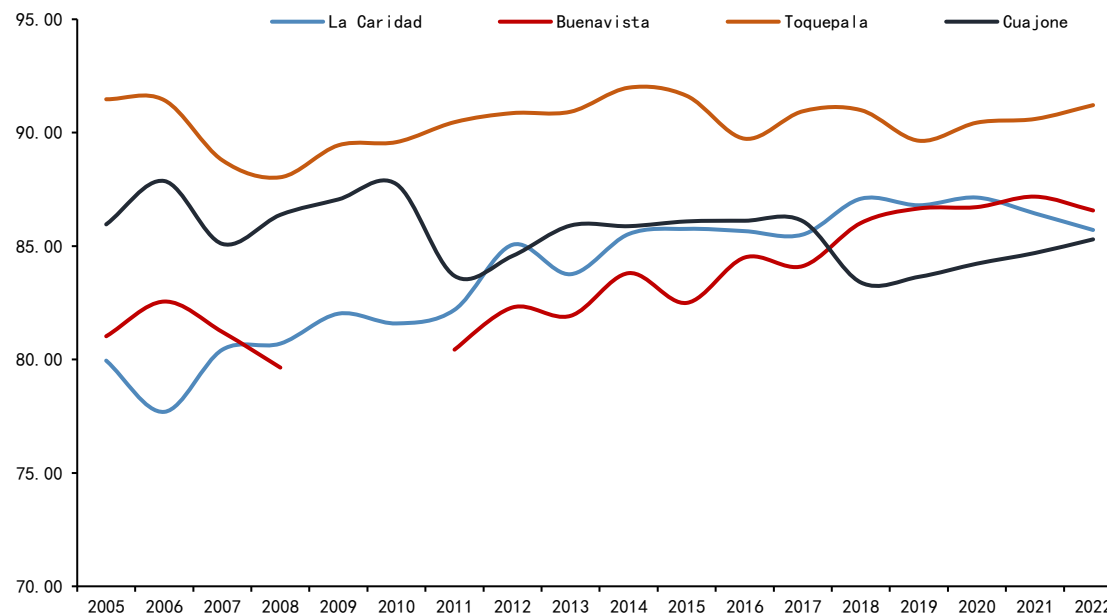
- **品位下降：**前文提到公司4座主力矿山开发年限较久，最年轻的La Caridad矿山也是在1979年开始运营，普遍面临品位下滑问题，如左图所示。公司通过一系列措施稳产增产，如通过持续技改增加回收率，如右图所示。或者继续扩建选矿厂、尾矿库，增加入磨矿石量，如2015年前后扩建Buenavista矿，2018年前后扩建Toquepala矿。然而采选回收率有上限，达到一定数值后很难再增加。
- 另外矿坑深度不断增加，矿坑的地质风险增加，如滑坡等，会对产量造成潜在影响；另外为了维护边坡稳定性，势必增加投入。秘鲁Cua jone矿坑深度已达930米，并预计未来会达到1320米深；秘鲁Toquepala矿坑深度已达1005米，并预计未来会达到1665米深。

图：主力矿山铜品位变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：主力矿山铜回收率变化（%）



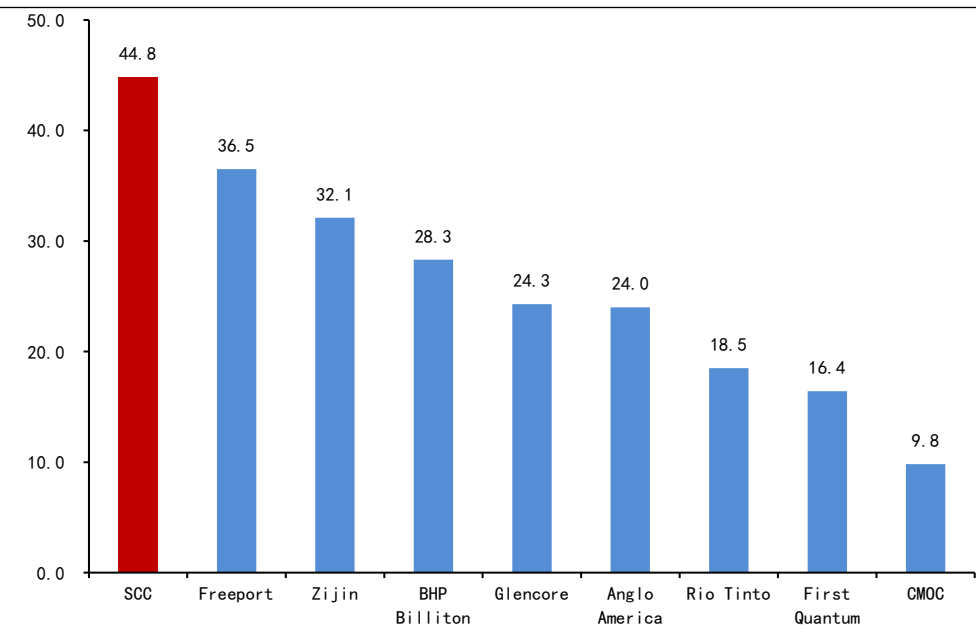
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务分析

一、储量领先于其他铜企

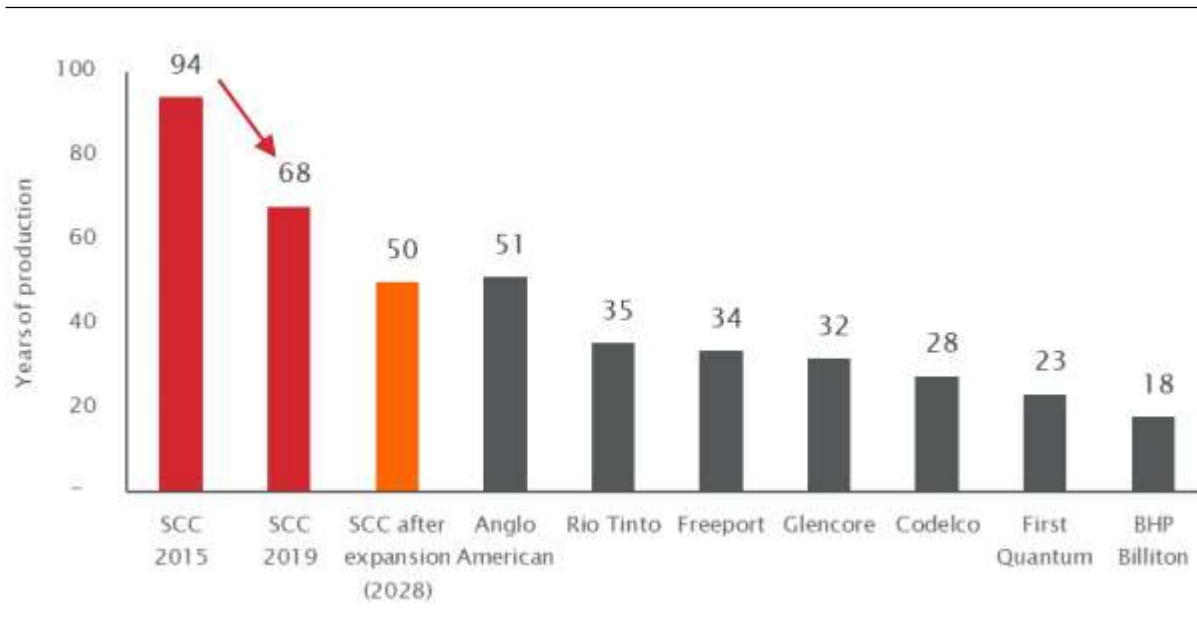
- 截至2022年末，公司铜储量4480万吨，显著高于其他主流铜矿公司。当然每家铜矿公司遵循的储量认定标准可能不同，口径有一定差异。但南方铜业仍然是全球铜储量最大的公司之一，主要得益于公司4座在产主力矿山丰富的资源储备。
- 由于资源储备丰富，虽然公司矿山均已服役超过40年，但可采年限还有70年左右，即使考虑到2028年后公司扩产，可采年限仍有50年。

图：全球部分主流铜矿公司铜储量（百万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：铜矿可采年限



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4座在产铜矿山储量都非常大

- **储量：**截至2022年末，公司拥有铜金属储量4497万吨，钼金属储量150万吨。在定期报告中，公司将同一矿山当中，不同处理工艺的矿石分开统计，粗略来看，将品位稍高的用火法处理，即“磨矿-浮选-火法冶炼”，品位稍低的用湿法冶炼，即“堆浸-萃取-电积”。
- 分矿山来看，公司4个在产主力铜矿山储量都非常丰富，可采年限久。秘鲁的Toquepala矿铜储量最大，达到1398万吨，Cujone矿储量656万吨。墨西哥的Buena Vista矿储量1125万吨，La Caridad储量460万吨。

表：公司铜、钼储量

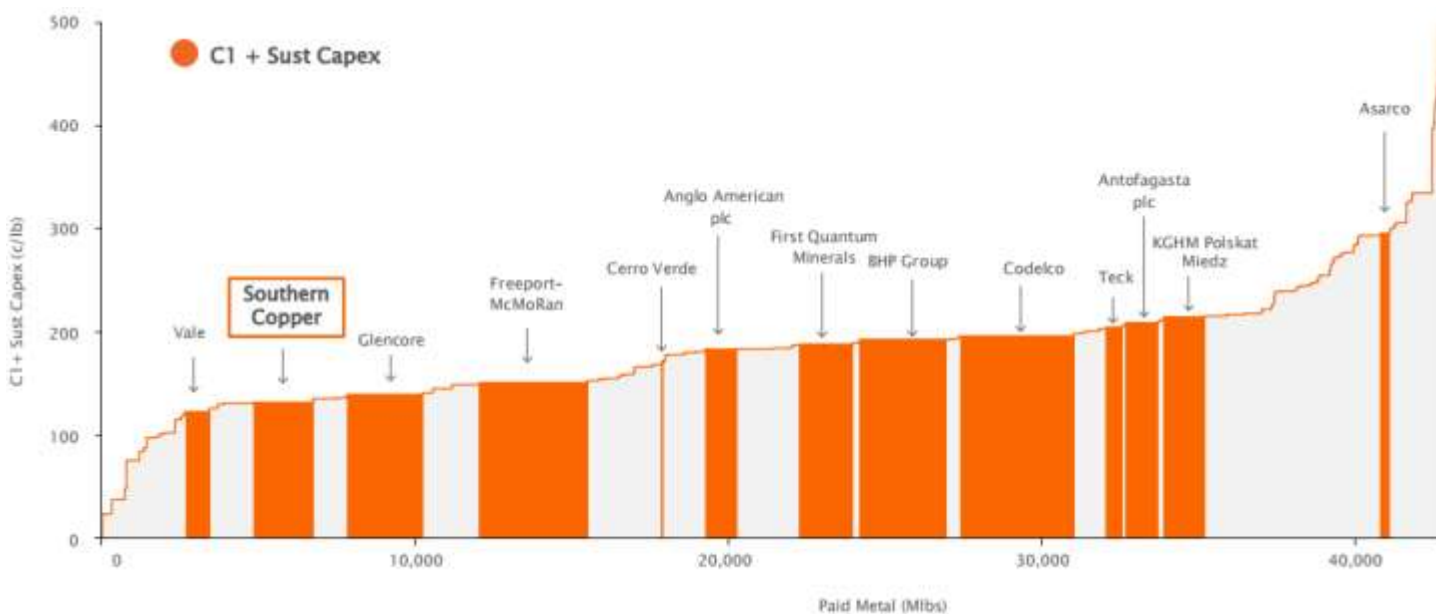
项目	矿石量（百万吨）	品位	金属量（万吨）
铜			
<i>秘鲁</i>			
Cujone 火法	1,336.10	0.48%	644.86
Cujone 湿法	21.50	0.51%	11.09
Toquepala 火法	2,144.60	0.47%	1,005.03
Toquepala 湿法	2,503.30	0.15%	393.18
La Tapada 未开发	487.60	0.41%	201.81
Tia Maria 未开发	223.80	0.29%	64.07
<i>墨西哥</i>			
Buena Vista 硫化矿	2,116.00	0.41%	877.84
Buena Vista 湿法	1,132.00	0.22%	247.48
La Caridad 火法	2,100.00	0.21%	441.66
La Caridad 湿法	198.00	0.09%	17.92
El Arco 火法	1,229.50	0.40%	490.88
El Arco 湿法	140.50	0.27%	38.39
El Pilar	254.00	0.25%	62.30
总计	13,887.00		4,496.52
钼			
<i>秘鲁</i>			
Cujone	1,336.10	0.02%	23.06
Toquepala	2,144.60	0.02%	45.99
<i>墨西哥</i>			
Buena Vista	2,020.00	0.01%	15.10
La Caridad	2,100.00	0.03%	58.33
El Arco	1,229.50	0.01%	7.56
总计	8,830.20		150.05

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

二、全球成本最低的大型铜企

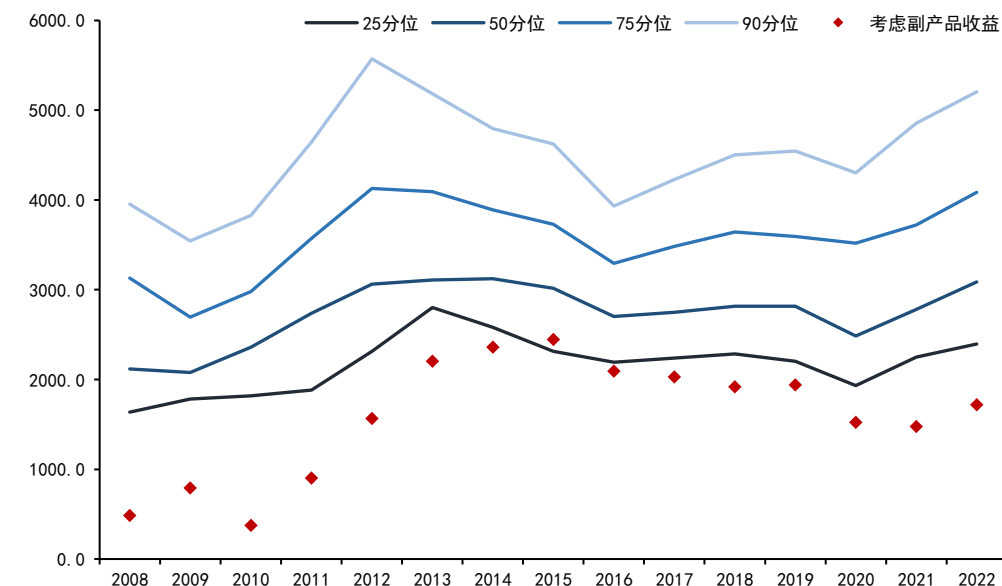
- 如左图所示，在全球大型铜矿企当中，公司的铜矿成本处于前15%，具备显著的成本优势。
- 2022年不考虑副产品收益的现金成本2.02美元/磅，折4453美元/吨，比2021年增加了22.8%，主因2022年产量同比下滑了7.2%考虑副产品收益的现金成本仅0.78美元/磅，折1720美元/吨。
- 2023年未经审计的现金成本是2.19美元/磅，考虑副产品收益则为1.03美元/磅，比2022年上涨了550美元/吨或32.6%，主因生产成本同比增加了375美元/吨，副产品收益同比减少了175美元/吨。

图：公司矿山铜成本处于全球前15%（2022年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司铜现金成本始终位于全球铜矿前25%（单位：美元/吨）

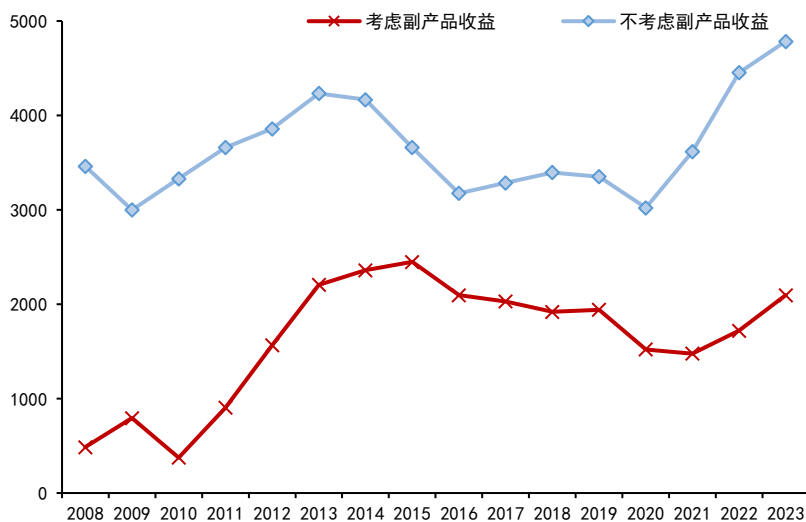


资料来源：公司公告，Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

为什么成本低-伴生钼矿摊低成本

- 公司矿山铜钼伴生，是全球第二大钼生产商：**公司钼储量达150万吨，在产主力矿山都是典型的铜钼伴生矿，2023年公司钼产量2.69万吨，是全球第二大钼生产商。钼是公司第二大营收来源，2022年公司铜营收占比77%，钼营收占比10%。公司4座在产主力矿山La Caridad、Buenavista、Toquepala、Guacone在2022年钼产量分别为9560吨、5370吨、7680吨、3630吨，产量都非常可观。
- 伴生钼显著降低公司成本：**钼金属的价格很高，2022年均价在40000美元/吨以上，2023年在50000美元/吨以上。以2022年为例，考虑副产品收益的现金成本是1720美元/吨，不考虑副产品收益的现金成本则为4453美元/吨，副产品抵掉了大部分成本，这是南方铜业保持低成本的关键。我们回溯钼价来验证，如右图所示，钼价与是否考虑副产品带来的成本差异高度相关。在钼价高的年份，如2008年、2010年、2022年、2023年，副产品带来的成本差异就特别大；在钼价低迷的年份，如2016年前后，副产品带来的成本差异就比较小。
- 国内有类似矿山，如西部矿业的玉龙铜矿，**2022年产铜13.13万吨，伴生钼产量3373吨，采选阶段钼的成本摊在铜金属上，因此钼的毛利率达到90%以上。2022年玉龙铜矿净利润35.56亿元，如果把钼的收益计入铜，则铜净利润达27000元/吨。

图：南方铜业的铜现金成本（美元/吨）



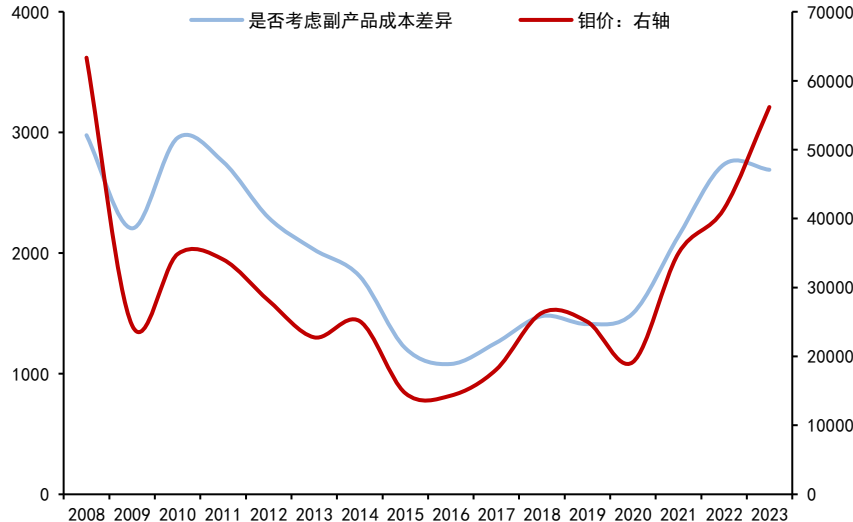
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：全球主要钼生产企业

企业	2023年钼产量 (吨)
美国Freeport-McMoRan铜金公司	37222
墨西哥集团	26862
金钼股份	22514
智利Codelco	16854
鹿鸣矿业	16692
洛钼集团	15635
智利Antofagasta	11500
力拓集团美国Kennecott	3600
智利Sierra Gorda	3479
秘鲁Antamina	3189

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

图：南方铜业的成本高度依赖于钼价（美元/吨）



资料来源：公司公告，iFinD，国信证券经济研究所整理

为什么成本低-湿法项目摊低成本

- **露天开采**：公司4个在产主力矿山均为露天开采，开采成本低；采选规模大，年入磨矿量在2500-7500万吨之间。公司矿山和冶炼厂均配套建设。
- **火法+湿法冶炼结合**：我们在前文介绍公司几个主力矿山中提到，墨西哥的La Caridad矿、Buenavista矿，秘鲁的Toquepala矿都配套了湿法工艺，即“堆浸-萃取-电积”，用来处理品位偏低的矿石，每年湿法冶炼的铜金属量占公司铜产量17%左右。
- 用于堆浸的矿石往往没有选矿经济性，通过堆浸-萃取-电积，就能提取其中的铜元素。虽然湿法工艺效率低、回收率也不高，但过程简单、投资少、能耗少、材料消耗低，因而生产成本低，这也是构成公司成本竞争力的一部分。
- 如下表所示，2022年公司3个湿法冶炼项目C1成本均在1400美元/吨以下，而2022年公司总体的C1成本（考虑副产品收益）是1720美元/吨，说明湿法项目虽然无法回收有价值元素，但成本仍能远低于有副产品收益的火法项目。尤其近几年全球通胀，全球大型铜矿公司成本普遍抬升，而湿法冶炼的人工成本、燃料成本、消耗品的成本极低，有效的平抑了成本上涨。

表：公司矿山-冶炼厂配套

矿山	铜品位 (%)	2022年C1成本 (美元/吨)	配套冶炼厂
La Caridad	0.30	-309	La Caridad冶炼厂，距离24公里
Buenavista	0.53	2892	La Caridad冶炼厂
Toquepala	0.48	2668	Ilo冶炼厂，距离121公里
Guacone	0.66	2344	Ilo冶炼厂，距离147公里

资料来源：公司公告、Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

表：公司湿法炼铜项目

矿山	La Caridad	Buenavista	Toquepala
2022年铜矿产量-用于火法 (万吨)	8.85	33.86	17.51
2023年铜矿产量-用于湿法 (万吨)	2.33	9.33	2.65
处理矿石标准	含铜0.3%用于火法，含铜0.15%-0.3%用于堆浸	含铜0.3%用于火法，含铜0.15%-0.3%用于堆浸	低于0.25%用于堆浸
湿法项目C1成本 (美元/吨)	1049	1396	1023

资料来源：公司公告、Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

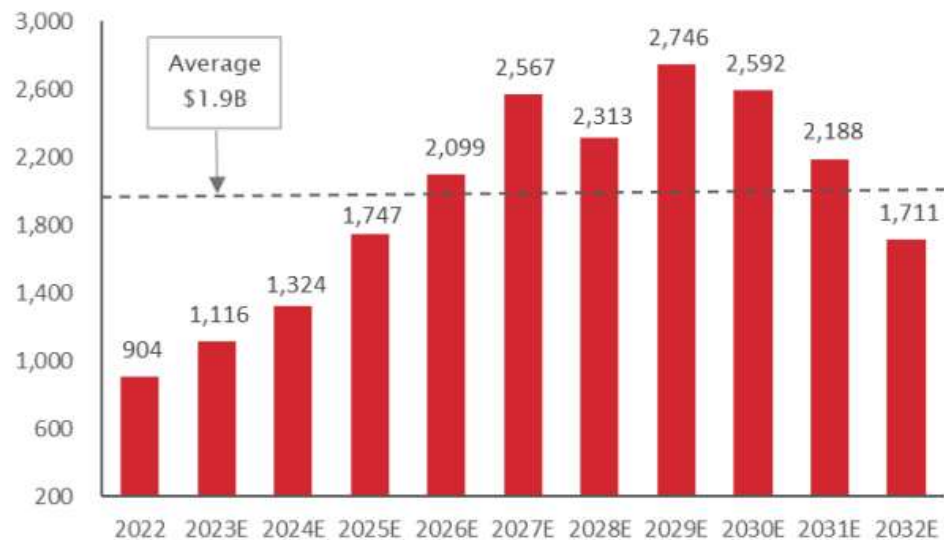
三、扩张潜力大-资本开支

如右表所示，公司2020-2022年资本开支分别为5.92、8.92/9.49亿美元。主要开支围绕现有矿山维护保养、尾矿库维护及扩建、冶炼厂技改扩建等。公司在墨西哥的产能大于秘鲁，所以资本开支大部分集中在墨西哥地区。

预计2023年资本开支11亿美元，用于提升产量、降低成本及环境保护。主要用于：①墨西哥Buenavista Zinc精炼厂，10万吨锌+2万吨铜，2023H2投产。②Pilares 3.5万吨铜矿项目；③El Pilar湿法铜项目，3.6万吨年产能，绿地项目，预算3.1亿美元。

公司预计未来10年年均资本开支19亿美金。根据公司规模，到2030年之前，公司资本开支将逐年攀升，尤其在2025年之后要建设墨西哥El Pilar铜矿和秘鲁Tia Maria铜矿，预计资本开支分别为3.1亿美元和14亿美元，将显著增加资本开支水平。由于公司资源储备项目丰富，2029年之后，公司还有2个冶炼厂建设计划和3个大型铜矿建设计划。

图：2022-2032年资本开支规模概况（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：2020-2022年公司资本开支项目（单位：百万美元）

项目	2022	2021	2020
秘鲁项目：			
Toquepala铜矿扩建项目	6.6	21.8	5.1
Quebrada Honda尾矿库扩建项目	20.3	86.3	30.9
Toquepala铜矿设备迁移	6.3	23.8	6.6
Toquepala铜矿卡车采购			9.7
Suches新水管道更新	10.6	6.2	14.3
Quebrada Honda尾矿库清理	1.5	0.8	0.4
llo铜冶炼厂制酸车间维修		0.2	2.0
Quebrada Santallana围堰建设	0.7	6.5	9.5
其他项目	104.5	28.8	21.5
小计	150.5	174.4	100.0
维护或更换项目	196.3	150.6	109.4
未支付的资本开支变动	8.2	-4.1	-14.4
秘鲁项目合计开支	355.0	320.9	195.0
墨西哥项目：			
Buenavista铜矿新选矿厂	15.0	18.9	68.3
Buenavista锌项目	99.8	126.1	58.4
Pilares矿	29.6	30.9	33.4
Buenavista铜矿坑扩建	11.3	24.6	23.9
Sonora石灰厂	19.3	30.7	9.3
Tinajas浸出系统改造	0.2	0.7	10.0
Quebalix IV	6.7	2.8	0.1
Buenavista铜矿尾矿库	27.3	59.7	27.0
La Caridad铜矿尾矿库加高	2.8	1.4	11.0
San Martin矿修复	1.6	20.7	21.1
其他项目	169.8	59.2	17.9
小计	383.4	375.7	280.4
维护与更换项目	212.2	184.0	132.5
未支付的资本开支变动	-2.1	11.7	-15.7
墨西哥项目合计开支	593.5	571.4	397.2
资本开支合计	948.5	892.3	592.2

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

扩张潜力大-公司未来大项目主要在秘鲁

公司的铜矿资源分布在2个世界级的成矿带上，其中墨西哥2个露天铜矿位于北美斑岩铜矿集区“大集群”，秘鲁南部的2个露天铜矿位于古新世斑岩铜矿成矿带，找探矿潜力巨大。根据10K文件披露，墨西哥露天铜矿储量1585万吨，秘鲁铜矿储量2054万吨，待开发项目储量874万吨。

左图列示了未来10年公司规划的主要开支项目，包括7个铜矿项目和2个铜冶炼厂。2020-2030年间公司资本开支将超过150亿美元，得益于丰富的项目储备以及稳步增加的资本开支，公司预计到2032年，铜产量达到161.5万吨，比2022年增长80%。我们简单介绍一下这些扩建项目：

①**墨西哥Pilares铜矿**。该矿位于墨西哥北部索诺拉州，距离La Caridad铜矿6公里，是La Caridad铜矿的一部分，也是斑岩铜矿，Pilares开采出来的矿石也将运往La Caridad的选矿厂和冶炼厂处理。Pilares铜矿推断储量为42万吨，品位在0.78%。该项目预算1.76亿美元，截至2023年末已投入1.45亿美元，预计2024年开始生产，年产铜3.5万吨。

②**墨西哥Buenavista锌项目**，位于墨西哥北部索诺拉州，是Buenavista矿的一部分，公司新建了一个选矿厂，年产10万吨锌和2万吨铜，投产后公司锌产量将实现翻倍，并创造2000个工作岗位。根据2024年8K文件数据，该项目预算4.39亿美元，大部分投资已经落地，在进行设备调试，预计2024年一季度后投产，预计2024年将生产5.45万吨锌和1.19万吨铜，预计未来5年年均生产9万吨锌和2.07万吨铜。

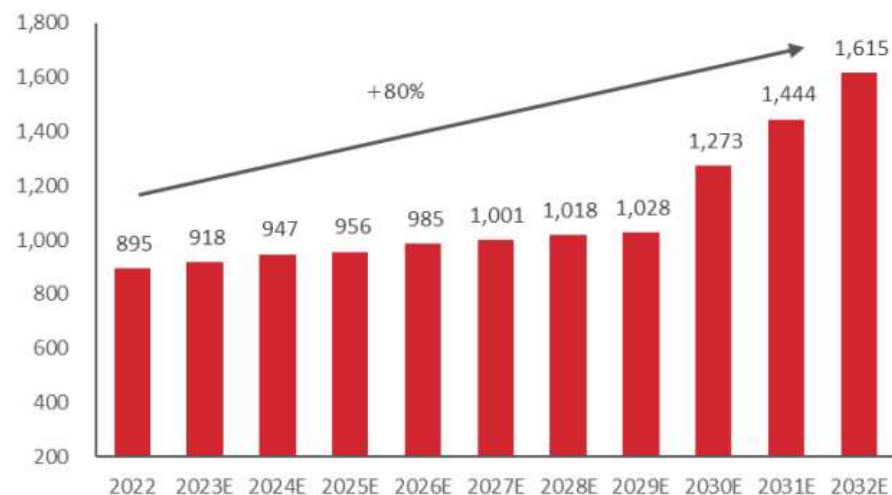
③**墨西哥El Pilar铜矿**。该矿同样位于墨西哥北部索诺拉州，是一个绿地项目，储量79万吨，品位0.25%。

图：公司未来10年主要资本开支项目



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司未来10年铜产量预测（单位：千吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

扩张潜力大-未来主要项目



④**墨西哥El Arco铜矿**。斑岩铜矿，铜储量529万吨，品位0.4%，黄金标示的资源量104吨。位于墨西哥的下加利福尼亚半岛，是一个绿地项目。计划建设露天矿坑、尾矿库、堆浸厂、选矿厂等一系列设施，资本开支预计29亿美元，建成后年产铜19万吨，黄金3.3吨。

➤ 秘鲁项目

①**Tia Maria铜矿**，这是一个绿地项目，位于秘鲁Arequipa地区，该项目资本预算14亿美元，将采用湿法冶炼工艺，年产铜量预计12万吨。

②**Los Chancas铜矿**，这是一个绿地项目，位于秘鲁Aurimac地区，是一个斑岩铜钼矿，其中氧化矿资源储量9800万吨，品位0.45%，硫化矿资源量5200万吨，品位0.59%。预计露天开采，火法和湿法结合，年产铜量13万吨，产钼7500吨。该项目预算26亿美元，预计2030年开始运营。

③**Michiquillay铜矿**。公司于2018年获得该矿，推断资源量22.88亿吨矿石，品位0.43%（铜金属量984万吨）。如果达产，年产铜22.5万吨，寿命25年。该项目预算25亿美元，预计2032年开始生产。截至2023年末，公司在该项目钻孔长度超过63000米，获得了20137个样本。在2024年，公司将完成该项目钻孔作业、地质建模和资源评估。

➤ 未来扩张项目小结

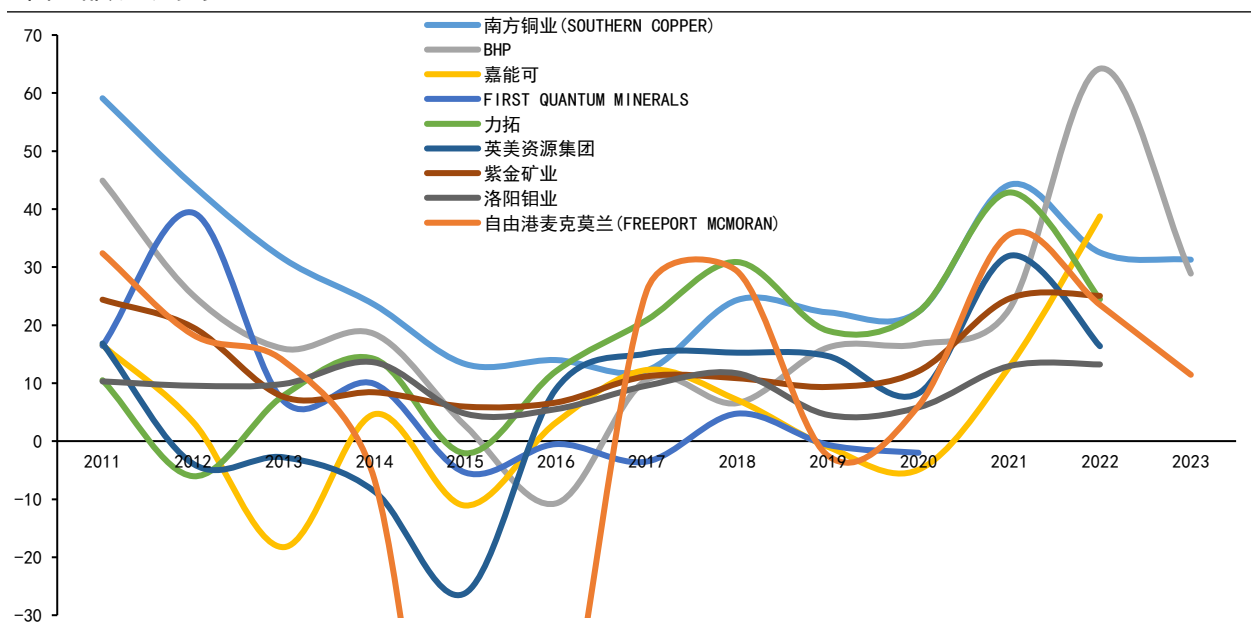
总结一下公司的储备项目，在3年内，新增项目集中在墨西哥，主要是Pilares、El Pilar和Buenvista锌项目，除El Pilar外都是棕地项目，集中在墨西哥北部索诺拉州，单个项目资本开支5亿美元以内，产铜量2-3万吨左右。

远期项目（2026年以后）除了El Pilar在墨西哥，其他都在秘鲁，且都是绿地项目。项目体量都很大，单个项目年产铜都在10万吨以上，单个项目预算也都在15-25亿美元左右。在这些项目的推进过程中，最大的风险是社区关系，例如秘鲁的Tia Maria项目，自从公司于2010年有意开发该项目以来，已经遭遇了三四次社区抵抗，比公司最初计划拖延了10年以上。

➤ 对比几家大型铜矿企业的净利率，南方铜业的净利率波动更小、净利率水平更高。这是低成本的优势，在2015年大宗商品熊市底部、同行业亏损时仍有盈利，在2021年大宗商品价格高位时净利率水平居前。

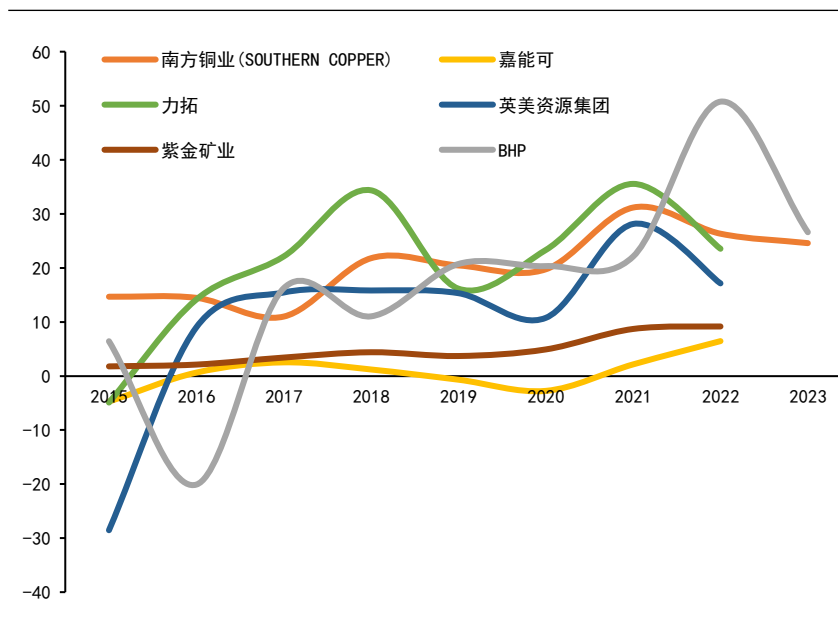
➤ 从净资产收益率来看，南方铜业一直处于业内领先水平，2021-2023年ROE分别为44.2%/32.5%/31.3%。近10年变动趋势是跟随铜价走势，上一轮周期高点在2011年，自此大宗商品价格开启4年熊市，直到2015年年底才见底反弹。在2015年前后，不少国际矿业巨头出现亏损，这也给了国内民营矿企收购国外优质资源的契机。

图：部分公司的ROE (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分公司的净利率 (%)

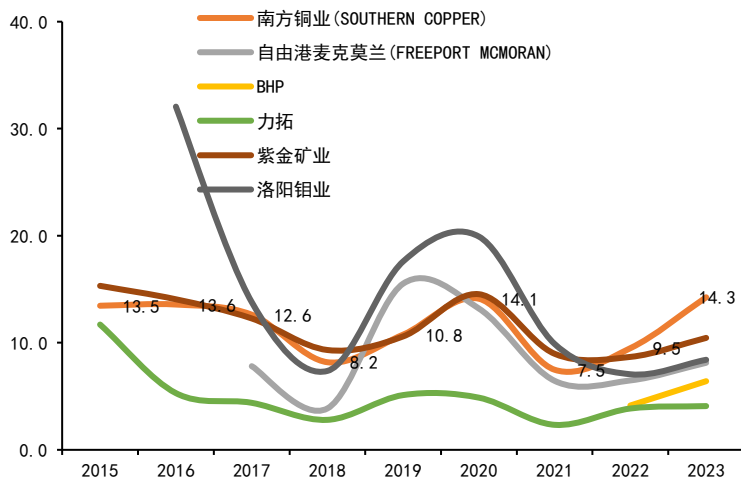


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务表现-估值与分红

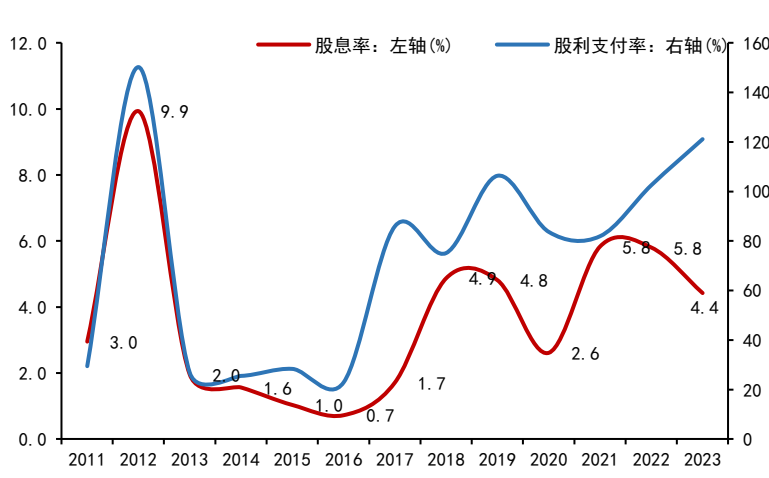
- 前文已提到公司分红比例和股息率都比较高，南方铜业只要在盈利改善时就坚持高分红，在行业内较为突出。
- 由于公司矿山资源禀赋好，过往盈利能力强且稳健，未来扩张潜力大，在行业内较高的股息率，因此公司估值也比同行业上市公司更高。

图：部分矿企的EV/EBITDA



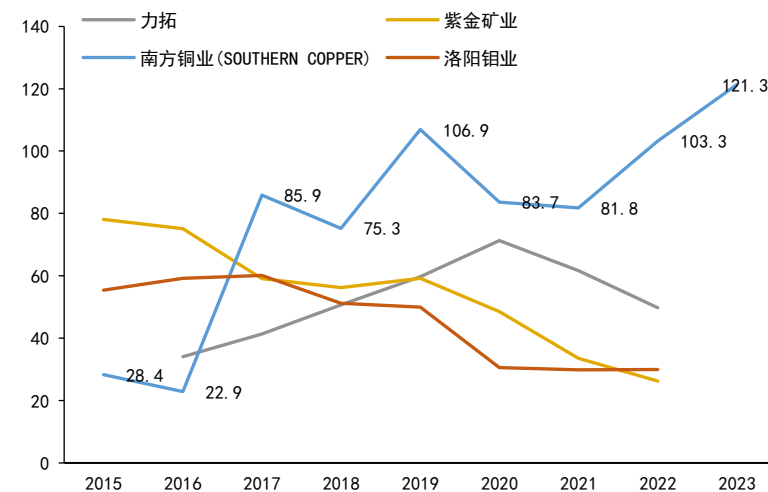
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：南方铜业分红比例与股息率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：几家矿业公司现金分红比例 (%)

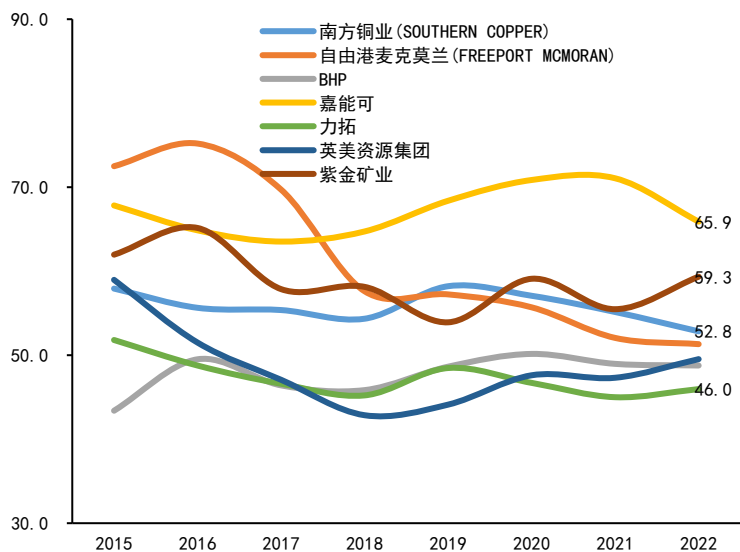


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务表现-资产负债情况

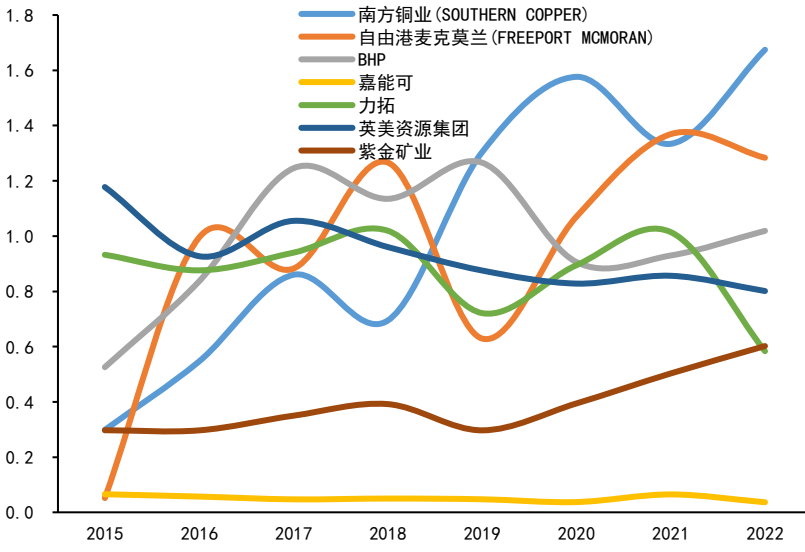
- 全球头部铜矿公司，或综合性矿业公司的资产负债率差别不大，基本在50%-60%左右；个别公司贸易业务规模大，有色金属贸易资金需求量大，因而资产负债率可能超过60%，而这类业务往往是期现套利、跨区域套利业务，毛利率一般不会超过2%，风险也高度可控。南方铜业的资产负债率处于中等水平，截至2023年末为55.3%。
- 最近3年，随着铜价在疫情后大涨并维持在历史高位，矿业公司盈利大增，资产负债率总体呈现下降趋势；一些高速成长期的矿企收并购项目较多，资产负债率呈上行趋势。
- 从一些偿债能力指标来看，几家龙头矿业公司都在改善，南方铜业明显强于同行业公司，更加稳健。

图：部分矿企资产负债率（%）



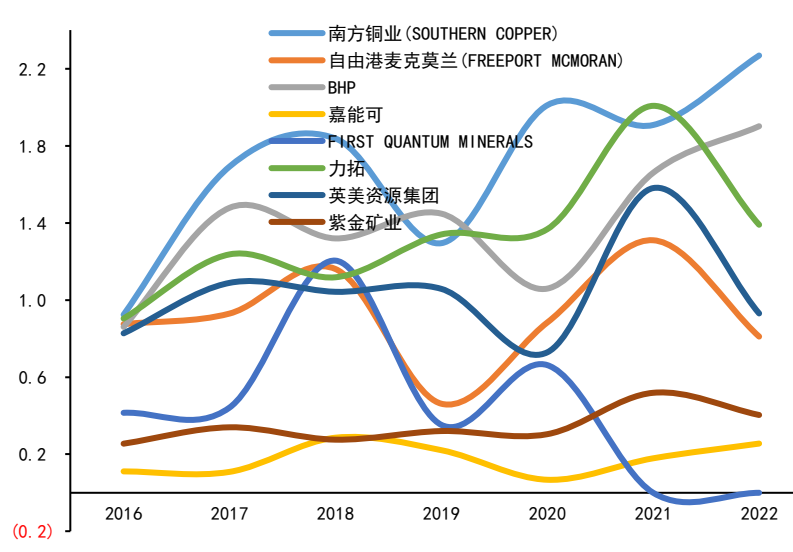
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：货币资金/短期债务比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：经营性净现金流/短期债务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 公司盈利能力与铜价变动高度相关，铜价涨跌受行业供需、宏观经济形势、全球主要央行货币政策等多因素影响，具有较高的不确定性。可能因为供应量超预期，需求疲弱，美联储降息节奏弱于市场预期等原因，导致铜价下跌，公司盈利能力下滑的风险；
- 社区冲突导致新建铜矿项目进度推迟风险。公司铜矿山长期扩张依赖于秘鲁地区的绿地项目，公司曾有项目因社区矛盾大幅延迟，因此存在因社区矛盾导致公司未来扩张进度不及预期的风险；
- 开采深度增加带来的矿坑地质灾害、成本抬升风险。公司主力矿山开采历史都已经超过40年，秘鲁的露天矿坑深度在1000米上下，随着开采深度增加，边坡地质风险增加，维护保养成本增加，可能因此抬升公司生产成本或影响正常生产；
- 罢工等突发事件导致产量下降风险。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
低配		行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032