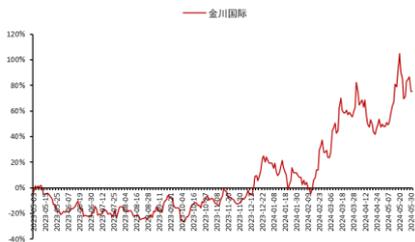


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	0.88
总股本/流通股本(亿股)	125.02 / 125.02
总市值/流通市值(亿元)	110 / 110
52周内最高/最低价	1.15 / 0.37
资产负债率(%)	47.02%
市盈率	-121.7
第一大股东	金川(BVI)有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

金川国际 (HK2362)

金川集团境外资源平台，优质铜钴矿投产可期

● 投资要点

**金川集团境外资源平台，打造全球矿产公司。**公司实控人为甘肃国资委，大股东为金川集团，公司定位是集团开发境外矿产资源的旗舰平台，旗下现有包括2座在运矿山：Ruashi 和 Kinsenda，1座开发中矿山 Musonoi 项目，1座出租矿山 Chibuluma 南矿，和1座勘探状态的矿山 Lubembe。金川集团资源优势显著，2023年金川集团镍产量居世界第三，钴产量居世界第五，矿产铂族金属产量亚洲第一，铜产量国内第四。

**铜钴价格变动是影响公司业绩的主要因素。**2019-2023年公司业绩经历从波谷-波峰-波谷的大幅震荡。其中公司采矿业务收入在2019-2022年持续上涨，从3.68亿美元上升至6.49亿美元，年复合增长率达20.82%，贸易业务自2020年起大幅下滑，2020年至今基本在2亿美元左右小幅波动，公司业绩变动主因是铜、钴价格涨跌，此外公共事件、政策变动、电力供应不稳、汇率波动等因素对公司业绩造成扰动。

**资源储量丰富，Musonoi 项目即将投产。**Ruashi 矿/Kinsenda 矿是公司在产主力矿山，产量相对稳定，其中 Kinsenda 矿是全球最高品位的铜矿床之一，品位达5%以上。Musonoi 项目是公司在建矿山，目前项目主体工程基本完成，铜钴品位较 Ruashi 矿高出0.97/0.64pct，根据相关报道，Musonoi 矿山投产后可带来3.8万吨铜产量和0.78万吨钴产能，是公司未来主要增长动力。

**铜价长期看涨，钴价预期平稳。**2024年以来铜供给持续紧张，矿端紧缺传导至冶炼端，TC/RC 加工费降至历史低位，冶炼厂大面积亏损，铜价中枢不断抬高，考虑未来绿色能源转型需求，未来三年供需缺口预期扩大，此外国内外宏观环境回暖助推铜价上涨。钴的主要下游新能源汽车增长迅速，供给方面洛钼、嘉能可、印尼镍矿项目等持续放量，钴市场将维持供过于求状态。

**投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营收7.47/11.89/14.22亿美元，实现归母净利润0.75/1.88/2.62亿美元，按照美元兑港币汇率7.82计算，约合5.85/14.68/20.50亿港元，EPS为0.05/0.12/0.16港元，对应PE为18.8/7.5/5.4。

● 风险提示：

Musonoi 项目投产不及预期风险；金属价格波动风险；地缘政治风险；汇率波动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	639	747	1,189	1,422
增长率 (%)	-27.53	16.96	59.10	19.66
归属母公司净利润 (百万美元)	-11.56	74.82	187.74	262.21
增长率 (%)	-1,224.32	-747.4	150.9	39.7
EPS (美元/股)	0.00	0.01	0.02	0.02
市盈率 (P/E)	-	18.8	7.5	5.4
市净率 (P/B)	1.4	1.3	1.1	0.9

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 金川集团控股，资源优势显著 .....	5
1.1 金川集团境外资源平台，打造全球矿产公司 .....	5
1.2 大股东为金川集团，实控人为甘肃国资委 .....	5
1.3 大股东资源优势显著 .....	6
2 财务分析 .....	7
2.1 近5年业绩大幅震荡，铜、钴价格是核心影响因素 .....	7
2.2 Ruashi 矿营收下滑，Kinsenda 矿营收小幅增长 .....	9
2.3 C1 现金成本小幅上扬 .....	9
3 资源储量丰富，Musonoi 项目即将投产 .....	10
3.1 Ruashi 矿：公司主力矿山，处于矿山生命周期中后期 .....	10
3.2 Kinsenda 矿：公司主力矿山，品位居全球前列，增储扩产潜力大 .....	11
3.3 Musonoi 项目：品位更高的铜钴矿，公司未来主要增长点 .....	12
3.4 Lubembe 项目：勘探状态，铜资源量最多 .....	12
3.5 Chibuluma 南矿及 Chifupu 矿床：租赁状态 .....	13
4 价格展望 .....	13
4.1 铜：供给偏紧，能源转型带动需求稳步增长 .....	13
4.2 钴：整体供过于求，价格相对稳定 .....	14
5 盈利预测 .....	14
6 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 金川集团控股及参股矿山储量情况.....	7
图表 4: 公司年度营收情况 (亿美元).....	8
图表 5: 公司年度毛利、经营溢利、归母净利润对比 (亿美元).....	8
图表 6: 公司年度三费情况 (%).....	8
图表 7: 公司年度所得税情况 (亿美元).....	8
图表 8: 公司各矿山营收情况 (百万美元).....	9
图表 9: 公司矿产铜销量情况 (吨).....	9
图表 10: 公司钴产销量情况 (吨).....	9
图表 11: 公司矿产铜产量情况 (吨).....	9
图表 12: 公司 C1 铜现金成本 (美元/吨).....	10
图表 13: 公司铜钴资源量、储量情况.....	10
图表 14: Ruashi 矿铜钴资源量、储量情况.....	11
图表 15: Kinsenda 矿铜资源量、储量情况.....	11
图表 16: Musonoi 项目铜钴资源量、储量情况.....	12
图表 17: Lubembe 项目铜资源量情况.....	12
图表 18: 铜供需平衡表.....	13
图表 19: 市场预期美联储最早或于 11 月开启降息.....	14
图表 20: 钴金属下游需求.....	14
图表 21: 全球钴产量变化 (吨).....	14
图表 22: 可比公司估值.....	15

## 1 金川集团控股，资源优势显著

### 1.1 金川集团境外资源平台，打造全球矿产公司

金川国际是金川集团旗下港股上市公司，旨在成为金川集团开发境外矿产资源的旗舰平台。公司主要从事有色金属采选及贸易业务，主要产品为铜、钴、镍等有色金属。

2010年11月，金川集团通过认购澳门投资16.67亿股股份入主上市公司，并于2011年1月更名为金川国际。

2013年11月14日，金川集团将Metorex公司股权注入上市公司，Metorex公司旗下共有在产矿山Ruashi, Chibuluma南矿，在建矿山Kinsenda，以及探矿项目Lubembe项目、Musonoi项目，公司正式迈出转型全球矿产公司的第一步。

2016年11月Chibuluma矿床储量接替计划完成，开发的附近Chifupu矿床提前投产，矿山寿命延长至2022年。

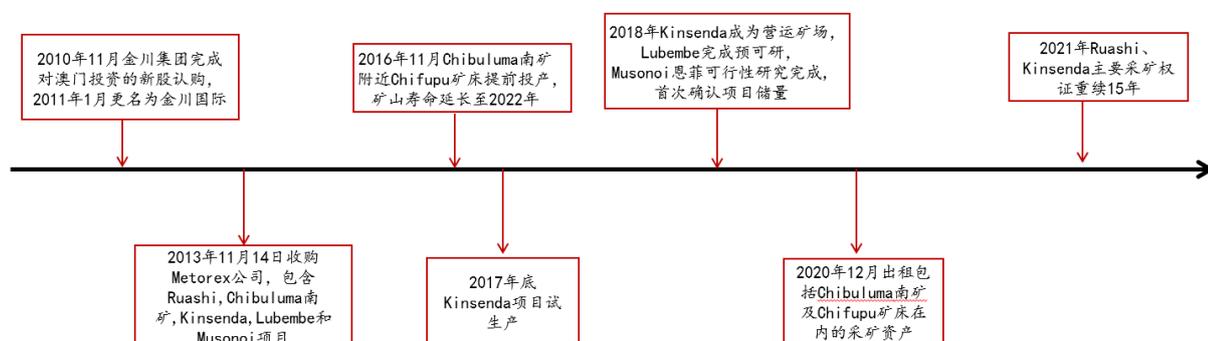
2017年底，Kinsenda项目进入试生产阶段，并计划在2018年进入商业运作阶段。

2018年，Kinsenda项目全面达产，Lubembe项目完成预可研，Musonoi项目恩菲可行性研究完成，首次确认项目储量。

2020年12月，由于接近矿山开采生命期末期，公司出租包括Chibuluma南矿及Chifupu矿床在内的采矿资产。

2021年，Ruashi矿、Kinsenda矿主要采矿权证重续15年，将于2036年期满。

图表1：公司发展历程



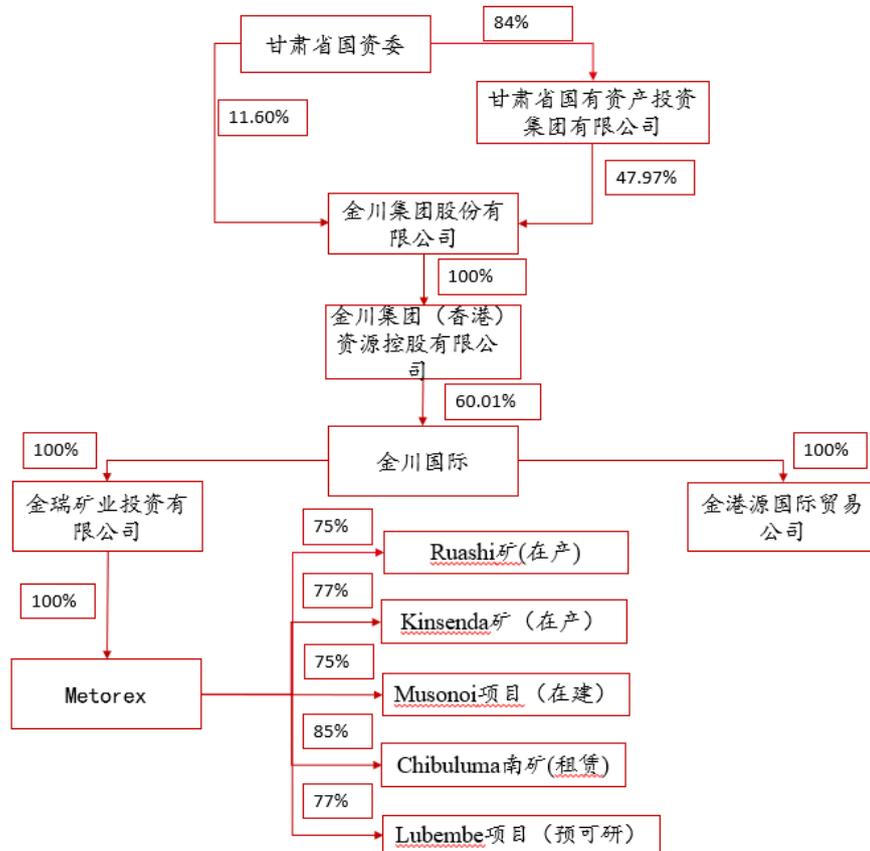
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.2 大股东为金川集团，实控人为甘肃国资委

公司大股东为金川集团，实控人为甘肃国资委。甘肃国资委为金川集团实控人，金川集团通过持有金川集团（香港）资源控股有限公司60.01%股权控制上市公司。

公司采矿业务通过Metorex公司开展，包括2座在运矿山：Ruashi（如瓦西矿）和Kinsenda（金森达矿），1座开发中矿山Musonoi项目（穆松尼项目），1座出租矿山Chibuluma南矿（奇布卢马南矿），和1座勘探状态的矿山Lubembe（卢班巴项目）。

贸易业务主要通过金港源国际贸易公司开展。

**图表2：公司股权结构**


资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 大股东资源优势显著

**金川集团资源禀赋优越。**储量端，截止 2023 年 3 月末，金川集团在境内拥有控股矿山 3 座，在境外拥有 10 座，其中国内在产矿山 2 座，国外在产矿山 3 座，合计镍/铜/钴金属储量达 556.74/1090.93/62.92 万吨，金/银/铂族金属储量为 266.12/3837.45/540.42 吨。

**镍、钴产量位居世界前列。**产量端，2023 年金川集团镍产量居世界第三，钴产量居世界第五，矿产铂族金属产量亚洲第一，铜产量国内第四。

目前国外矿山资源中尚有南非思威铂矿、赞比亚穆纳利镍矿、印尼 WP&RKA 红土镍矿、墨西哥巴霍拉齐项目未注入上市公司体内。

图表3：金川集团控股及参股矿山储量情况

区域	项目	镍(万吨)	铜(万吨)	钴(万吨)	金(吨)	银(吨)	PGE(吨)	持股比例(%)	矿山状态
国内	白家嘴子镍铜矿	338.89	222.06	9.56	34.00	834.38	120.58	100.00	在产
	甘肃黑山铜镍硫化矿	9.62	4.67	0.37	2.40	60.90	1.25	100.00	待开发
	西藏谢通门铜金矿	--	208.76	--	202.70	1,041.90	--	55.00	待开发
	青海夏日哈木镍矿	118.30	23.83	4.29	--	--	--	20.00	在产
国外	刚果(金)如瓦西铜钴矿	--	61.30	7.37	--	--	--	75.00	在产
	刚果(金)金森达铜矿	--	95.00	--	--	--	--	77.00	在产
	刚果(金)穆松尼铜钴矿	--	108.48	36.29	--	--	--	75.00	在建
	刚果(金)鲁班巴铜矿	--	190.89	--	--	--	--	77.00	待开发
	赞比亚齐布鲁马铜矿	--	5.40	--	--	--	--	85.00	租赁经营
	南非思威铂矿	--	--	--	10.27	--	418.59	28.05	试生产
	赞比亚穆纳利镍矿	5.10	--	--	--	--	--	100.00	租赁经营
	印尼WP&RKA红土镍矿	84.83	--	5.04	--	--	--	60.00	在产
	墨西哥巴霍拉齐	--	170.54	--	16.75	1,900.27	--	100.00	待开发
	合计	556.74	1,090.93	62.92	266.12	3,837.45	540.42	--	--

资料来源：中诚信国际，中邮证券研究所

## 2 财务分析

### 2.1 近5年业绩大幅震荡，铜、钴价格是核心影响因素

2019-2023 年公司业绩经历从波谷-波峰-波谷的大幅震荡。其中公司采矿业务收入在 2019-2022 年持续上涨，从 3.68 亿美元上升至 6.49 亿美元，年复合增长率达 20.82%，贸易业务自 2020 年起大幅下滑，2020 年至今基本在 2 亿美元左右小幅波动，公司业绩变动主因是铜、钴价格涨跌，此外公共事件、政策变动、电力供应不稳、汇率波动等因素对公司业绩造成扰动。

**2019：铜钴价格下跌，刚果金上调矿权使用费。**2019 年公司实现营收 12.47 亿美元，同比下滑 10.93%，实现毛利 0.89 亿美元，同比下滑 55.28%，经营溢利 0.06 亿美元，较 2018 年下降 1.43 亿美元，实现归母净利润 0.09 亿美元，较 2018 年下降 0.58 亿美元。公司营收下滑主要由于铜、钴价格下滑 8.02%/54.09%，此外刚果金矿权使用费由 2%上调至 3.5%，导致净利润下降。此外，公司因减值亏损拨回获得收益 970 万美元。

**2020：2020H2 铜钴价格反弹，严控成本驱动业绩回暖。**2020 年公司实现营收 6.65 亿美元，同比下滑 46.67%，实现毛利 1.24 亿美元，同比增长 39.33%，经营溢利 0.65 亿美元，较 2019 年增加 0.59 亿美元，实现归母净利润 0.30 亿美元，较 2019 年增加 0.21 亿美元。公司 2020 年营收下滑主要由于贸易业务收入因公共事件减少 7.12 亿美元，采矿业务收入受下半年铜、钴价格反弹带动增加 1.3 亿美元，成本因严格控制与 2019 年相似，Kinsenda 矿开始销售粗铜产品降低物流和税收成本，公司因减值亏损拨回获得收益 2700 万美元。

**2021：宏观环境回暖，铜钴价格大幅上涨。**2021 年公司实现营收 8.32 亿美元，同比增长 25.11%，实现毛利 3.01 亿美元，同比增长 142.74%，经营溢利 2.79 亿美元，较 2020 年增加 2.14 亿美元，实现归母净利润 1.21 亿美元，较 2020 年增加 0.91 亿美元。公司业绩增长主要由于各国出现经济复苏迹象，货币政策宽松叠加新能源需求快速增长，铜、钴价格上涨 50.75%/63.40%。

**2022：铜钴价格大幅波动，采选冶炼成本提升。**2022 年公司实现营收 8.82 亿美元，同比增长 6.01%，实现毛利 1.35 亿美元，同比减少 55.15%，经营溢利 0.61 亿美元，较 2021 年减少 2.18 亿美元，实现归母净利润 0.01 亿美元，较 2021 年减少 1.20 亿美元。2022 年铜、钴价格经历巨大波动，LME 铜价在 3 月上涨至 10370 美元新高后回落 35%，钴价 4 月上涨至 39.75

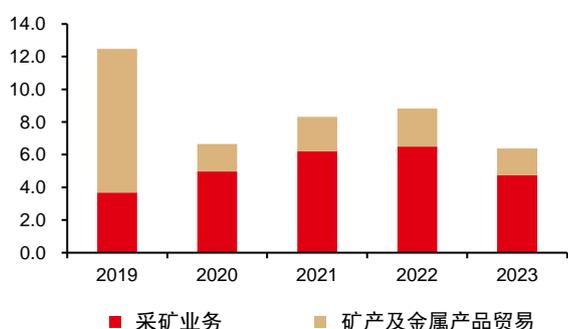
美元/磅后回落 37%，公司业绩受到较大影响。成本方面，公司采矿业务成本由 2021 年的 3.15 亿美元增至 5.13 亿美元，主要由于 Ruashi 矿增加采矿活动以腾空 1 号坑，用于存放 3 号坑废石所致，冶炼成本因电费、溶剂价格上涨等上升 17%。

**2023 年：铜钴价格下滑，Ruashi 矿因电力、品位等因素成本提升，销量下降。**公司实现营收 6.39 亿美元，较 2022 年同比下滑 27.55%，其中采矿业务/贸易业务实现营收 4.74/1.64 亿美元，同比下滑 26.96%/29.61%，实现毛利 1.00 亿美元，同比下滑 25.93%，实现归母净利润-0.12 亿美元，较 2022 年下滑 0.13 亿美元。

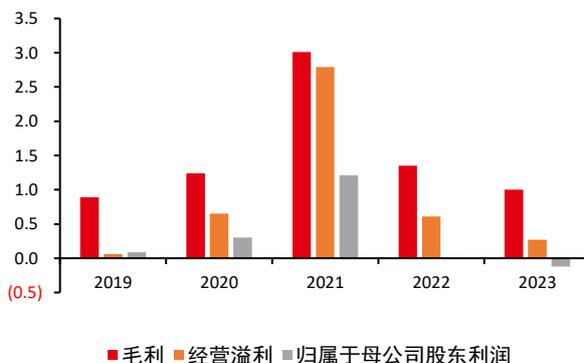
公司业绩下滑主要由于（1）铜、钴价格同比下跌 3.63%/45.79%，（2）电力供应和入选矿石品位较低影响 Ruashi 电解铜产量，钴价下跌影响公司钴生产计划，公司铜、钴产量+4.32%/-44.28%，销量-8.07%/-52.98%。

此外公司生产成本上涨、钴存货和可收回增值税的减值亏损、刚果法郎贬值导致的汇兑亏损等同样对公司损益产生影响。

图表4：公司年度营收情况（亿美元）



图表5：公司年度毛利、经营溢利、归母净利润对比（亿美元）



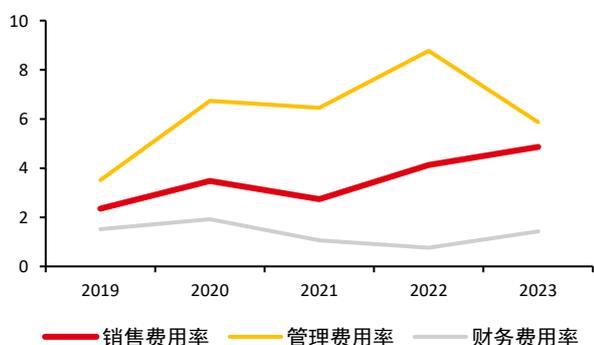
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

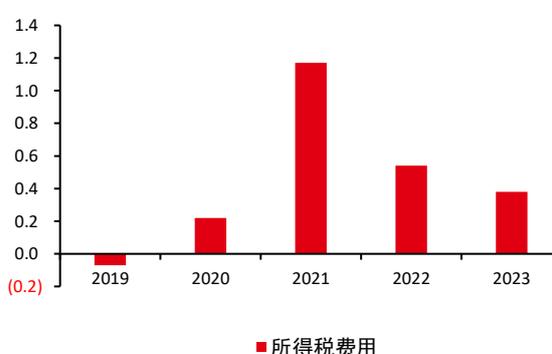
三费方面，2023 年公司销售费用率和财务费用率为 4.86% 和 1.43%，同比上升 0.74/0.67pct，管理费用率为 5.86%，同比下降 2.91pct。

所得税方面，2021 年所得税为 1.17 亿美元，主要由于铜钴价格上涨带动公司利润增长，此外因价格上涨刚果金额外征收超额利润税 360 万美元，2023 年公司所得税费用为 0.38 亿美元，同比-29.63%，但所得税率上升，主要由于公司存在部分可收回增值税的减值亏损。

图表6：公司年度三费情况（%）



图表7：公司年度所得税情况（亿美元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

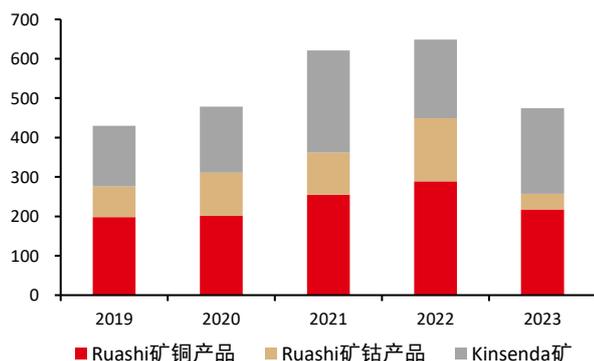
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.2 Ruashi 矿营收下滑，Kinsenda 矿营收小幅增长

公司主要在产矿山为 Ruashi 矿和 Kinsenda 矿，Chibuluma 矿处于出租状态。

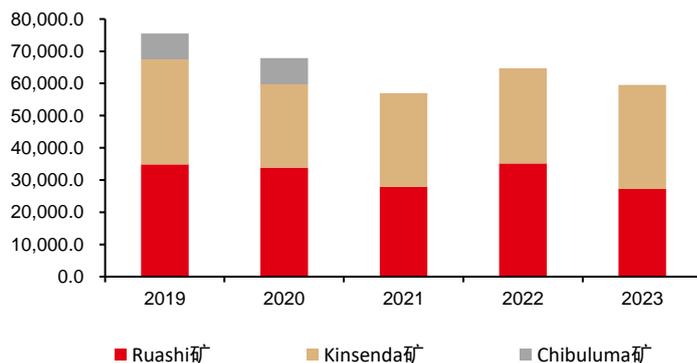
**Ruashi 矿营收下滑，Kinsenda 矿营收小幅增长。**从营收贡献看，2023 年 Ruashi 矿铜产品/钴产品贡献营收 2.18/0.39 亿美元，同比下降 24.48%/75.68%，铜/钴销量下滑 22.57%/52.98%，Kinsenda 矿贡献营收 2.18 亿美元，同比+9.06%，铜产品销量增长 9.16%。

图表8：公司各矿山营收情况（百万美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

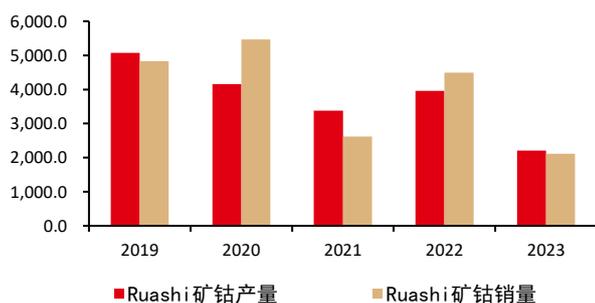
图表9：公司矿产铜销量情况（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

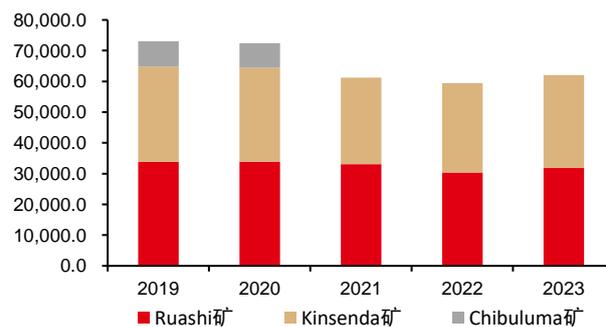
**铜产量小幅增长，钴价低迷影响产量。**2023 年 Ruashi 矿生产铜 31787 吨，同比+4.72%，Kinsenda 矿产铜 30219 吨，同比+3.89%，Ruashi 矿钴产量为 2207 吨，同比-44.28%，主要受钴价低迷影响，公司调整生产计划并减少外购矿石。

图表10：公司钴产销情况（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

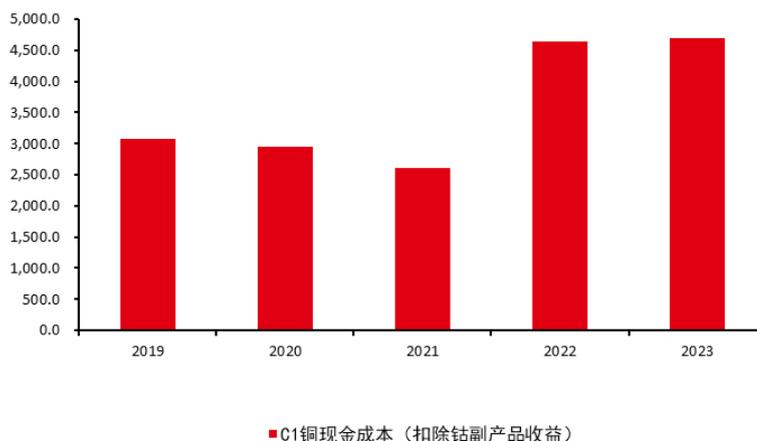
图表11：公司矿产铜产量情况（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.3 C1 现金成本小幅上扬

成本方面，根据公司披露，2023 年 C1 铜现金成本为 4705 美元/吨，较 2022 年提升 1.53%，主要由于钴副产品价格下跌，公司扣除钴副产品收益成本在 2022 年后持续处于高位。

**图表12：公司 C1 铜现金成本（美元/吨）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3 资源储量丰富，Musonoi 项目即将投产

根据公司公告，截止 2023 年，公司合计拥有铜资源量 447.4 万吨，钴资源量 43.2 万吨，合计拥有铜储量 104.8 万吨，钴储量 20.3 万吨。

**图表13：公司铜钴资源量、储量情况**

	矿石量 (百万吨)	铜品位	钴品位	铜 (万吨)	钴 (万吨)
<b>资源量</b>					
探明	22.1	2.56%	0.68%	56.6	15
控制	121	2.29%	0.15%	277.6	17.6
推断	42.7	2.65%	0.25%	113.2	10.6
汇总	185.8	2.41%	0.23%	447.4	43.2
<b>储量</b>					
证实	11.5	3.11%	0.87%	35.8	10
概略	24.9	2.77%	0.41%	69	10.3
汇总	36.4	2.88%	0.56%	104.8	20.3

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

#### 3.1 Ruashi 矿：公司主力矿山，处于矿山生命周期中后期

Ruashi 矿位于刚果（金）上加丹加省，矿山类型为露天氧化铜钴矿，深部有潜在硫化物，公司共拥有 75% 股权，Gécamines SA 拥有 25% 股权，主要产品包括电解铜、氢氧化钴及硫化铜精矿。截止 2023 年，Ruashi 矿共有铜/钴资源量 54.4/6.9 万吨，储量 26.2/2.9 万吨。

Ruashi 矿自 2009 年开始生产电解铜和氢氧化钴，2021 年 Ruashi 矿主要采矿许可证 (PE578) 重续 15 年，将于 2036 年 9 月届满，60 万吨处理量浮选和磁选分离工厂建成，用于处理低品

位氧化物和硫化物，矿山寿命进一步延长，2023 年开始生产硫化铜精矿，并将其出售给全球大宗商品贸易商。

2023 年受极端天气影响，入选铜矿品位较低，叠加国家电力供应不稳定影响，公司电解铜产量达 26836 吨，同比下滑 12%，硫化铜产量为 4951 吨。钴产量为 2207 吨氢氧化钴，主要由于公司没有外购含钴量高的矿石进行配矿，导致矿石品位和回收率下降，钴精矿回收率为 69%，此外钴价下跌使得 Ruashi 矿调整了生产计划。

**图表14: Ruashi 矿铜钴资源量、储量情况**

	矿石量 (百万吨)	铜品位	钴品位	铜 (万吨)	钴 (万吨)
<b>资源量</b>					
探明	0.4	2.50%	0.25%	1	0.1
控制	23.3	2.12%	0.26%	49.3	6
推断	2.3	1.78%	0.35%	4.1	0.8
汇总	26	2.09%	0.27%	54.4	6.9
<b>储量</b>					
证实					
概略	12.9	2.03%	0.22%	26.2	2.9
汇总	12.9	2.03%	0.22%	26.2	2.9

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.2 Kinsenda 矿：公司主力矿山，品位居全球前列，增储扩产潜力大

Kinsenda 矿是全球最高品位的铜矿床之一，品位达 5% 以上，矿山位于刚果（金）上加丹加省，以地下铜矿为主，公司拥有 77% 的股权，Sodimico 拥有 23% 的股权，主要产品为铜精矿，目前矿山寿命为 12 年，且含有大量新增矿石资源可将矿山寿命延至 20 年以上。**截止 2023 年，Kinsenda 矿共有铜资源量 93.6 万吨，储量 18 万吨。**

Kinsenda 矿 2017 年试生产，2018 年全面达产，目前已修建第二条斜坡道以开采东部矿体资源。

2023 年 Kinsenda 矿生产 30219 吨铜精矿，同比增加 4%，主要由于矿石入选品位上升 4%，总体矿石处理量下滑 1%，矿石回收率达 98.98%，较 2022 年提升 2pct。

**图表15: Kinsenda 矿铜资源量、储量情况**

	矿石量 (百万吨)	铜品位	钴品位	铜 (万吨)	钴 (万吨)
<b>资源量</b>					
探明	0.7	4.40%		2.9	
控制	9.7	5.10%		49.9	
推断	9.9	4.10%		40.8	
汇总	20.3	4.60%		93.6	
<b>储量</b>					
证实	0	5.30%		0.1	
概略	3.3	5.40%		17.9	
汇总	3.3	5.40%		18	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.3 Musonoi 项目：品位更高的铜钴矿，公司未来主要增长点

Musonoi 项目位于刚果（金）阿拉巴省科卢韦齐以北，是一个正在开发的铜钴矿，公司持有矿山 75% 股权，Gécamines SA 持有 25% 股权，矿山可供开采 16 年。截止 2023 年，矿山共拥有铜资源量 108.5 万吨，钴资源量 36.3 万吨，铜储量 60.6 万吨，钴储量 17.4 万吨。

Musonoi 项目工程包括一条主斜坡道，一口多功能垂直竖井及三口通风井，目前多功能垂直竖井施工完成，主斜坡道项目于 2023 年 3 月竣工，并与垂直竖井相连，柴油发电站等地面设施修建完成，尾矿储存设施按计划推进中，选矿厂建筑合约及采购合约已于 2022 年招标，粗碎矿石堆场、精矿泵站、浮选车间及磨辊车间建设按计划推进。

Musonoi 项目与 Ruashi 矿均为铜钴矿，但铜、钴品位较高，分别为 3% 和 0.86%，较 Ruashi 矿高出 0.97/0.64pct，根据相关报道，Musonoi 矿山投产后可带来 3.8 万吨铜产量和 0.78 万吨钴产能。

图表16：Musonoi 项目铜钴资源量、储量情况

	矿石量（百万吨）	铜品位	钴品位	铜（万吨）	钴（万吨）
<b>资源量</b>					
探明	17.5	2.76%	0.85%	48.3	14.9
控制	14.2	2.22%	0.82%	31.5	11.6
推断	13.1	2.19%	0.75%	28.7	9.8
汇总	44.8	2.42%	0.81%	108.5	36.3
<b>储量</b>					
证实	11.5	3.10%	0.87%	35.7	10
概略	8.7	2.86%	0.85%	24.9	7.4
汇总	20.2	3.00%	0.86%	60.6	17.4

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.4 Lubembe 项目：勘探状态，铜资源量最多

Lubembe 项目位于刚果（金）上加丹加省，目前处于勘探状态，公司持有矿山 77% 股权，Sodimico 持有 23% 股权，2021 年将部分推断矿产资源升级至控制，未来将进一步评估不同采矿方案以及选矿厂、冶炼厂的方法选择。截止 2023 年，矿山共拥有铜资源量 190.9 万吨，铜品位为 2%，其中铜的控制级资源量达 146.9 万吨，是公司现有矿山中资源量最大的矿山，未来有望成为 Musonoi 项目后新的增长点。

图表17：Lubembe 项目铜资源量情况

	矿石量（百万吨）	铜品位	铜（万吨）
<b>资源量</b>			
探明	3.5	1.20%	4.4
控制	73.8	2.00%	146.9
推断	17.4	2.30%	39.6
汇总	94.7	2.00%	190.9

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.5 Chibuluma 南矿及 Chifupu 矿床：租赁状态

Chibuluma 南矿及 Chifupu 矿床及其加工厂于 2020 年 10 月出租给独立第三方，以实现矿山的剩余价值，协议约定租期 5 年，第三方需支付 650 万美元的租赁款，除此之外，公司有权每月收取矿权使用费，计算依据为该项目出售的铜矿量按市场价计算，承租人有权在租赁期满时优先续约。

公司目前已收齐租赁款 650 万美元，承租人于 2023 年生产及出售 3795 吨铜，公司获得矿权使用费 230 万美元，较 2022 年下滑 14.81%。

## 4 价格展望

### 4.1 铜：供给偏紧，能源转型带动需求稳步增长

**矿端紧缺传导至冶炼端。**2024 年全球铜行业供给呈现偏紧态势，2023 年底巴拿马 Cobre 铜矿关闭、英美资源下调 2024 年铜产量目标等事件对 24 年供需平衡造成较大冲击，带来约 41 万吨的供给减量，供需平衡表由过剩转向紧平衡，上游铜矿紧张传导至中游冶炼端，国内 TC/RC 加工费降至历史低位，冶炼厂大面积亏损，供给紧张不断抬高铜价中枢。

**绿色能源转型持续带动需求增长。**需求方面，全球能源转型带动铜需求稳步增长，随着电动汽车、可再生能源设施以及人工智能技术的飞速发展，新兴领域对铜的需求将出现爆发式的增长，从地域看，亚非拉等发展中国家电力基建薄弱，国内电力出海有望持续带动铜需求基本盘。

图表18：铜供需平衡表

(万吨)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球铜精矿产量	2110	2181.1	2239.8	2278.8	2308.8	2336.8
Yoy(%)	2.0%	3.4%	2.7%	1.7%	1.3%	1.2%
<b>全球精炼铜产量</b>	<b>2480.1</b>	<b>2567.2</b>	<b>2653.7</b>	<b>2691.8</b>	<b>2727.3</b>	<b>2760.3</b>
Yoy(%)	0.9%	3.5%	3.4%	1.4%	1.3%	1.2%
其中：原生精炼铜产量	2065.2	2146.2	2204.8	2243.2	2272.7	2300.3
再生精炼铜产量	414.9	421.1	448.9	448.6	454.5	460.1
<b>全球精炼铜消费量</b>	<b>2525.6</b>	<b>2604.8</b>	<b>2654.9</b>	<b>2721.3</b>	<b>2789.3</b>	<b>2859.0</b>
增速 (%)	1.1%	3.1%	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>供需缺口</b>	<b>-45.5</b>	<b>-37.6</b>	<b>-1.2</b>	<b>-29.4</b>	<b>-62.0</b>	<b>-98.7</b>

资料来源：ICSG，中邮证券研究所

**国外降息+国内财政刺激，宏观面回暖。**宏观方面，根据市场最新预测，美联储最早或于今年 11 月开启降息，欧元区大概率在 6 月开启降息，国外宏观环境向好，国内推动大规模设备更新，预期下半年陆续落地，财政政策持续发力。

图表19：市场预期美联储最早或于11月开启降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.9%	1.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	86.8%	1.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	45.1%	49.0%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	16.6%	46.2%	35.3%	0.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.8%	9.4%	32.1%	40.5%	17.0%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.3%	3.7%	17.0%	34.9%	32.7%	11.4%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.7%	9.4%	24.7%	33.9%	23.5%	6.6%	0.1%
2025/4/30	0.6%	4.1%	14.1%	27.6%	30.7%	18.3%	4.5%	0.0%

资料来源：CME，中邮证券研究所

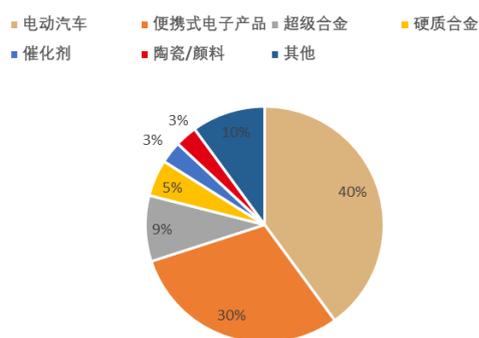
#### 4.2 钴：整体供过于求，价格相对稳定

钴作为能源金属，需求主要来自数码、动力、储能等锂电池应用领域，及传统行业如：高温合金、硬质合金、催化剂、陶瓷颜料、磁性材料、有机材料等行业，其中电动汽车（40%），3C产品（30%），高温合金（9%），硬质合金（9%），催化剂（5%）是主要应用领域。2021年以来新能源汽车发展迅速，弥补了消费电子等传统领域的需求下滑。

供给方面，2023年全球钴产量为23万吨，较2022年增长16.75%，增量为3.3万吨，2024年洛钼、嘉能可、印尼镍矿项目等持续放量，预计24年全球钴供给仍将增长3万吨左右，钴市场将维持供过于求状态。

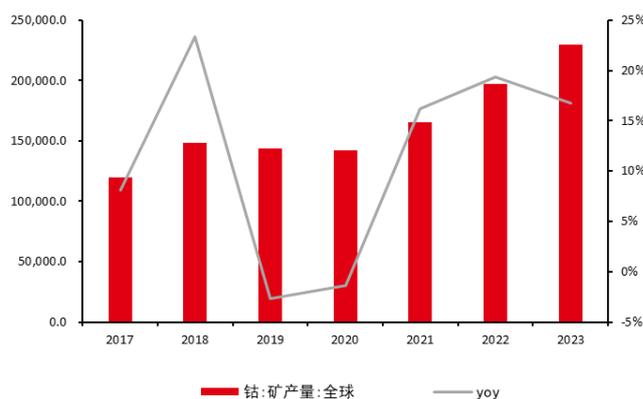
考虑到国内收储动作提振市场信心，下方成本支撑坚实，预计钴价将呈现相对稳定走势。

图表20：钴金属下游需求



资料来源：Benchmark Mineral Intelligence，中邮证券研究所

图表21：全球钴产量变化（吨）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 5 盈利预测

**假设：**

(1) 考虑到美联储高利率难以维持，或于年底前降息，叠加国内制造业复苏，全球绿色能源转型带动铜需求，2024-2026 年铜价为 10000/11000/12000 美元/吨，钴价为 30000/32000/35000 美元/吨。

(2) 公司 Musonoi 项目主体项目基本完成，带动公司铜产销量增长，预计 2024-2026 年公司铜产量为 6.25/8.88/9.79 万吨，钴产量为 0.25/0.93/1.14 万吨。

(3) 美元兑港币汇率维持 7.82。

**盈利预测：**

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 7.47/11.89/14.22 亿美元，实现归母净利润 0.75/1.88/2.62 亿美元，按照美元兑港币汇率 7.82 计算，约合 5.85/14.68/20.50 亿港元，EPS 为 0.05/0.12/0.16 港元，对应 PE 为 18.8/7.5/5.4。

**图表22：可比公司估值**

股票代码	公司	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)	PB	市值(亿港元)
1208	五矿资源	470.36	16.15	7.84	6.44	1.99	330.66
3993	洛阳钼业	14.17	0.00	0.00	0.00	2.80	1869.56
2899	紫金矿业	18.63	14.75	11.76	10.58	3.88	4887.14
1258	中国有色矿业	12.99	17.92	17.38	8.06	1.96	281.73
2099	中国黄金国际	(20.10)	17.48	7.57	7.02	1.54	204.15

资料来源：iFinD，中邮证券研究所，注：可比公司估值来自 iFinD 一致预期，所有数据以 2024 年 6 月 3 日收盘价为基准计算。

## 6 风险提示

**Musonoi 项目投产不及预期风险。**公司未来产量增长主要依赖 Musonoi 项目建设，如投产、达产进度不及预期，公司产销量将受影响。

**金属价格波动风险。**公司主要产品为铜、钴金属，价格波动将影响公司收入及成本。

**地缘政治风险。**公司矿产主要位于刚果(金)区域，当地税收政策等变化将影响公司收益。

**汇率波动风险。**刚果法郎贬值将影响公司汇兑损益。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>									
营业收入	639	747	1189	1422	每股收益(美元/股)	0.00	0.01	0.02	0.02
营业成本	538	540	666	709	每股红利(美元/股)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	0	0	0	0	每股净资产(美元/股)	0.08	0.08	0.10	0.12
销售费用	(31)	22	48	57	ROIC	-4%	6%	13%	15%
管理费用	30	63	93	105	ROE	-1%	7%	15%	17%
财务费用	37	23	36	43	毛利率	16%	28%	44%	50%
投资收益	0	0	0	0	EBIT Margin	16%	16%	32%	39%
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	EBITDA Margin	26%	25%	38%	44%
其他收入	(7)	68	70	72	收入增长	-28%	17%	59%	20%
营业利润	57	166	416	581	净利润增长率	-1224%	-747%	151%	40%
营业外净收支	(30)	0	1	2	资产负债率	55%	66%	67%	65%
利润总额	27	166	417	583	息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税费用	38	50	125	175	P/E	-121.7	18.8	7.5	5.4
少数股东损益	1	42	104	146	P/B	1.4	1.3	1.1	0.9
归母净利润	(12)	75	188	262	EV/EBITDA	72	68	29	22
<b>资产负债表</b>					<b>现金流量表</b>				
现金及现金等价物	46	600	660	726	净利润	(12)	75	188	262
应收款项	67	68	107	129	资产减值准备	0	0	0	0
存货净额	115	7	9	9	折旧摊销	65	68	70	72
其他流动资产	24	112	178	213	公允价值变动损失	0	0	0	0
流动资产合计	271	806	977	1105	财务费用	37	23	36	43
固定资产	1006	1021	1037	1054	营运资本变动	106	256	81	(14)
无形资产及其他	669	1036	1442	1893	其它	1	42	104	146
投资性房地产	224	224	224	224	经营活动现金流	160	440	443	466
长期股权投资	0	0	50	100	资本开支	(239)	(450)	(493)	(539)
资产总计	2170	3087	3732	4376	其它投资现金流	(11)	0	(4)	(5)
短期借款及交易性金融负债	75	639	802	996	投资活动现金流	(251)	(450)	(546)	(594)
应付款项	67	97	112	110	权益性融资	0	0	0	0
其他流动负债	112	132	175	190	负债净变化	82	0	0	0
流动负债合计	253	868	1089	1295	支付股利、利息	0	0	0	0
长期借款及应付债券	209	209	209	209	其它融资现金流	(104)	564	164	193
其他长期负债	558	744	875	905	融资活动现金流	60	564	164	193
长期负债合计	767	953	1084	1114	现金净变动	(31)	554	60	66
负债合计	1021	1821	2173	2410	货币资金的期初余额	77	46	600	660
少数股东权益	164	206	310	456	货币资金的期末余额	46	600	660	726
股东权益	985	1060	1248	1510	企业自由现金流	(108)	(41)	(74)	(95)
负债和股东权益总计	2170	3087	3732	4376	权益自由现金流	(116)	507	64	69

## 中邮证券投资评级说明

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	

## 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。

---

## 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号邮储银行大厦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