

中国有色矿业 (01258.HK)

矿山年产铜接近 17 万吨，中长期成长性值得期待

优于大市

核心观点

公司是全球领先的铜生产商：公司深耕赞比亚和刚果(金)多年，专注经营铜开采、选矿、湿法冶炼、火法冶炼及销售的垂直综合业务。公司于 2023 年生产粗铜及阳极铜 28.57 万吨，生产阴极铜 14.24 万吨；另外，公司致力于矿山资源开发，自有矿山产铜作为公司最核心的业务，公司于 2023 年自有矿山产铜合计约 16.93 万吨，同比增加 12.01%，原料自给率 39.55%。公司重视投资者回报，2023 年拟派发现金股利约 1.11 亿美元，分红率处同行业领先水平，也是连续 4 年保持在 40% 左右的分红率。

公司自有矿山年产铜接近 17 万吨，中长期有望逐步提升至约 30 万吨：公司目前在赞比亚和刚果(金)的主力矿山项目主要包括谦比希主、西矿和谦比希东南矿，中色卢安夏穆利亚希露天矿，谦比希湿法穆旺巴希矿山以及刚波夫矿业主矿体。公司于 2023 年自有矿山生产粗铜及阳极铜约 8.77 万吨，自有矿山生产阴极铜约 8.17 万吨，合计约 16.93 万吨。公司自有矿山产铜成本相对稳定，铜价上涨能够给公司带来较大的利润弹性。另外，公司目前在在建和筹建矿山项目共有 4 个，包括中色卢安夏巴鲁巴中露天矿项目、刚波夫门赛萨矿体项目、刚波夫西矿体项目、谦比希东南矿体二期项目，待以上 4 个项目全部投产且达产之后，预计公司将新增年产 13 万吨铜产能，在 2023 年自有矿山年产铜约 17 万吨基础上，预计 2030 年自有矿山年产铜金属量将达到约 30 万吨，年均复合增速达到约 8%。

资源稀缺性推升铜价长周期上行：短期来看，产业层面最突出的矛盾是铜矿短缺，尤其是在巴拿马铜矿停产，影响持续存在，现货加工费指数跌至 10 美元/吨以下，对铜价有向上驱动。从中长期角度来看，过去十年全球有色矿业资本开支总体不足，新发现铜矿难度显著增加，制约了中长期铜矿供应释放的空间；需求端，铜作为新能源领域发展的关键金属，风电、光伏、新能源车等领域都会拉动铜需求增长；所以全球铜中长期供应不足的问题可能会逐步凸显。

盈利预测与估值：公司铜矿产量持续提升，有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.04/4.50/4.86 亿美元 (+45.5%/11.4%/8.0%)，EPS 分别为 0.10/0.12/0.12 美元。通过多角度估值，预计公司合理估值在 9.79-10.51 港元之间，2024 年动态市盈率约 12-13 倍，相对目前股价有 41%-51% 溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险，海外国家矿产资源相关政策变动的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	4,095	3,606	4,114	4,315	4,516
(+/-%)	1.1%	-11.9%	14.1%	4.9%	4.7%
归母净利润(百万美元)	264	278	404	450	486
(+/-%)	-26.2%	5.3%	45.5%	11.4%	8.0%
每股收益(美元)	0.07	0.07	0.10	0.12	0.12
EBIT Margin	14.7%	18.5%	19.7%	20.9%	21.5%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	15.1%	19.0%	18.4%	17.5%
市盈率 (PE)	13.2	12.5	8.6	7.7	7.1
EV/EBITDA	6.2	5.5	4.8	4.4	4.2
市净率 (PB)	2.09	1.88	1.63	1.42	1.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司深度报告

有色金属 · 工业金属

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

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

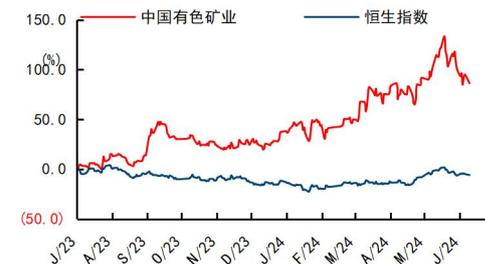
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	9.79 - 10.51 港元
收盘价	6.95 港元
总市值/流通市值	27119/27119 百万港元
52 周最高价/最低价	9.07/3.42 港元
近 3 个月日均成交额	145.09 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
铜行业分析：资源稀缺性推升铜价长周期上行	7
公司业务分析	12
公司深耕赞比亚和刚果(金)多年	12
公司资源储量丰富，自有矿山年产铜约 17 万吨	15
公司火法冶炼伴生硫酸，贡献可观利润	17
股东背景强大，有望助力公司成为全球领先的矿业企业	18
财务分析	20
盈利能力	20
营运能力	20
偿债能力	21
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年业绩预测	22
估值与投资建议	23
绝对估值：9.79-11.25 港元	23
绝对估值的敏感性分析	24
相对估值：9.70-10.51 港元	24
投资建议	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 中国有色矿业历史沿革	5
图 2: 中国有色矿业股权结构	6
图 3: 公司营业收入及增速	6
图 4: 公司归母净利润及增速	6
图 5: 公司营业收入构成	6
图 6: 公司毛利构成	6
图 7: 全球铜资源储量	7
图 8: 全球铜矿山勘探开支 (分地区)	7
图 9: 全球铜矿产量增速	8
图 10: 近几年铜矿产量往往不及预期 (万吨)	8
图 11: 铜精矿现货加工费 (美元/吨)	8
图 12: 铜精矿加工费对铜价的指向意义	8
图 13: 全球铜精矿产量增速预测 (亿美元)	9
图 14: 全球铜矿山资本开支 (亿美元)	9
图 15: 铜矿的成本支撑 (美元/吨)	9
图 16: 全球铜矿山品位下滑 (%)	9
图 17: 铜的远期供需存在缺口 (2023 年)	10
图 18: 开采成本越高, 激励价格越高 (美分/磅)	10
图 19: 全球铜需求-按照需求领域	10
图 20: 全球铜需求-按照使用功能	10
图 21: 美国制造业 PMI 与铜价	11
图 22: 美国耐用品库销比与铜价	11
图 23: 公司矿山及生产设施分布	12
图 24: 公司在赞比亚的生产经营框架图	13
图 25: 公司湿法冶炼所采用的浸出工艺流程	14
图 26: 公司粗铜及阳极铜产量 (吨)	16
图 27: 公司阴极铜产量 (吨)	16
图 28: 公司铜产品毛利率变化	16
图 29: 公司自有矿山产铜单位成本 (美元/吨)	16
图 30: 公司自有矿山产铜年产量预测 (万吨)	17
图 31: 公司硫酸产销量 (万吨)	17
图 32: 公司硫酸单位售价和成本 (美元/吨)	17
图 33: 中国有色矿业集团有限公司营业收入及增速	18
图 34: 中国有色矿业集团有限公司归母净利润及增速	18
图 35: 行业内公司毛利率对比	20
图 36: 行业内公司净利率对比	20
图 37: 行业内公司 ROE 对比	20

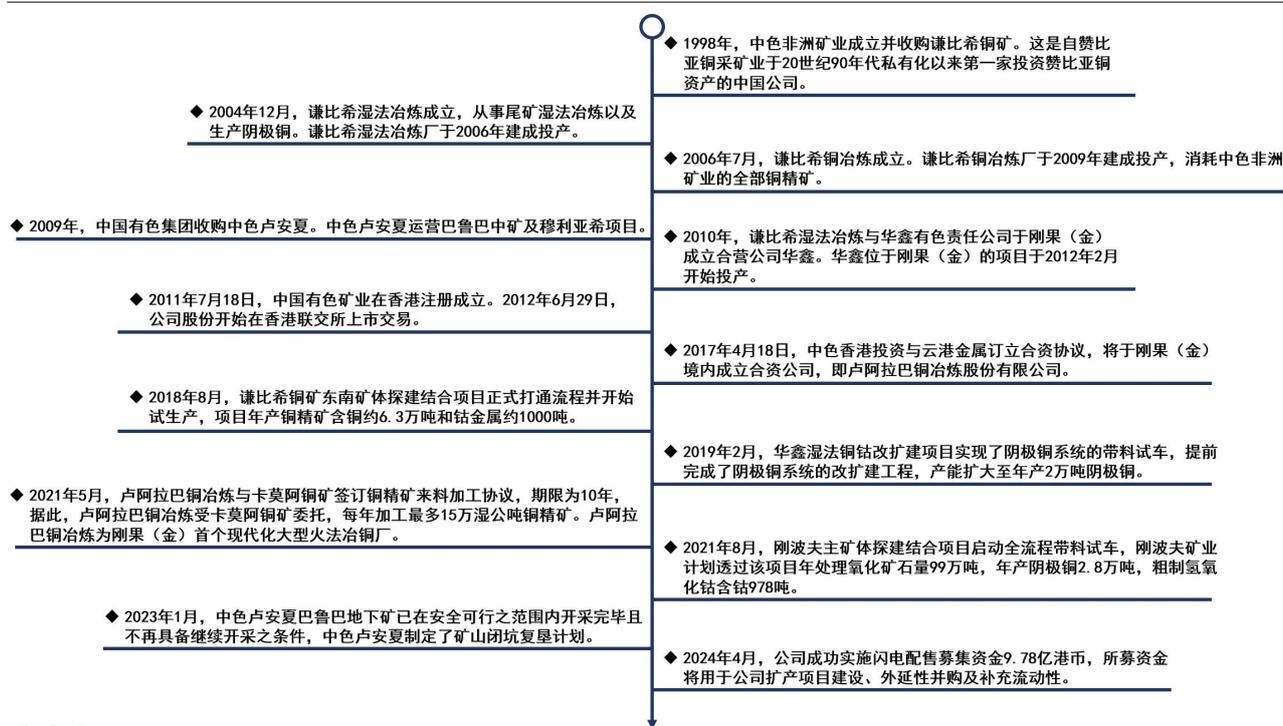
图 38: 行业内公司 ROA 对比	20
图 39: 行业内公司存货周转天数对比	21
图 40: 行业内公司总资产周转率对比	21
图 41: 行业内公司资产负债率对比	21
图 42: 行业内公司货币资金/流动负债对比	21
表 1: 全球铜供需平衡表 (万吨)	11
表 2: 公司铜资源量	15
表 3: 刚果(金)和赞比亚铜资源储量和产量数据 (万吨)	18
表 4: 中国有色矿业集团有限公司主要子公司 (亿元, 截至 2023 年 6 月)	18
表 5: 中国有色矿业集团有限公司资源储量情况 (金属量)	19
表 6: 中国有色矿业集团有限公司近年来主要精矿产量情况 (万吨)	19
表 7: 主营业务营收及毛利预测	22
表 8: 未来 3 年盈利预测表	23
表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)	23
表 10: 资本成本假设	23
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)	24
表 12: 可比公司估值情况	24

公司概况

公司沿革及经营概况

中国有色矿业（1258.HK）是全球领先的铜生产商，在赞比亚和刚果（金）专注经营铜开采、选矿、湿法冶炼、火法冶炼及销售的垂直综合业务。公司于2011年7月18日在香港注册成立，其股份于香港联合交易所上市。公司的直接控股股东为中色矿业发展有限公司（于英属维尔京群岛注册成立的私营公司），而实际控制人为中国有色矿业集团有限公司，是国资委直属（直接管理）的大型中央（中国国有企业），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以及技术服务，亦是中国有色集团于铜及钴资源开发的海外平台。

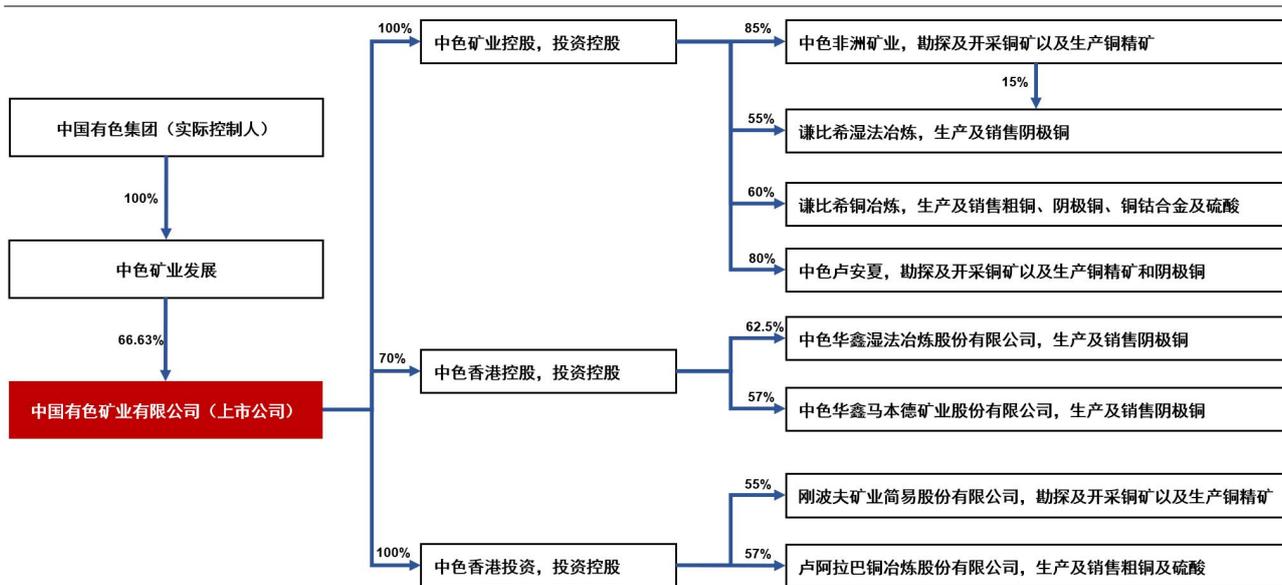
图1：中国有色矿业历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

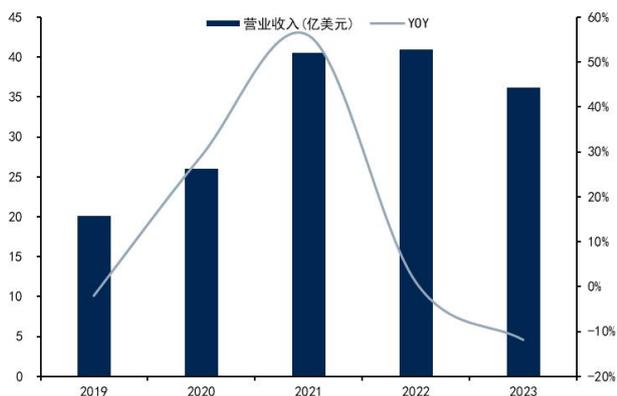
公司目前在赞比亚和刚果（金）主要有8家经营主体，主营产品包括粗铜、阴极铜、铜钴合金和硫酸。2023年，公司实现营业收入约36.06亿美元，同比减少11.9%，实现归母净利润约2.78亿美元，同比增加4.2%；从营收结构看，粗铜及阳极铜占比约62%，阴极铜占比约30%，硫酸占比约6%，从毛利结构看，粗铜及阳极铜占比约33%，阴极铜占比约50%，硫酸占比约16%。公司于2023年生产粗铜及阳极铜28.57万吨，同比减少10.5%，生产阴极铜14.24万吨，同比增加1.2%，生产硫酸95.54万吨，同比-5.4%。另外，公司致力于矿山资源的开发，自有矿山产铜作为公司最核心的业务，公司于2023年自有矿山产铜合计约16.93万吨，同比增加12.01%，原料自给率约39.55%。公司重视投资者回报，2023年拟派发现金股利约1.11亿美元，约占当期利润总额的40%，分红率处同行业领先水平，也是连续4年保持在40%左右的分红率。

图2：中国有色矿业股权结构



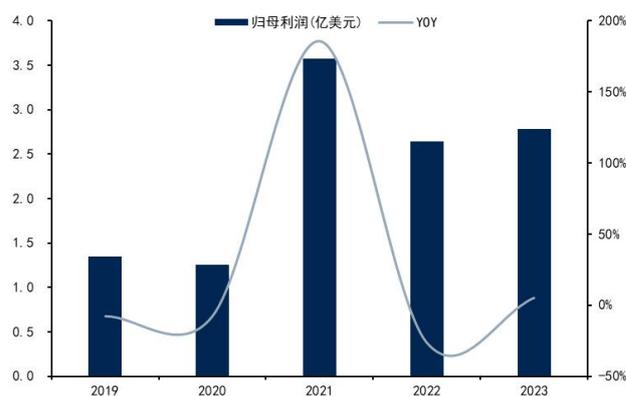
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：公司营业收入及增速



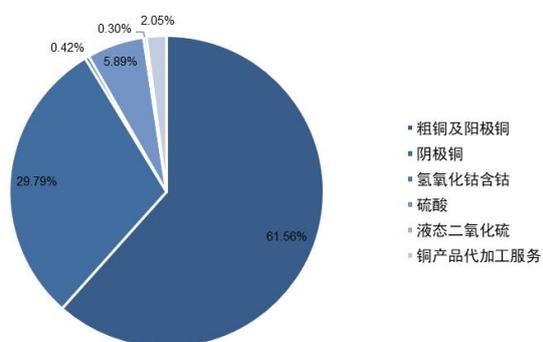
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速



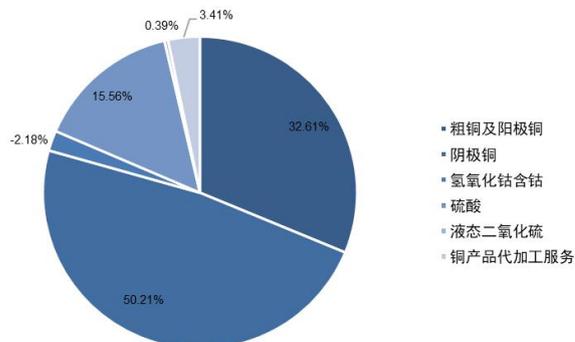
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：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

图6：公司毛利构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

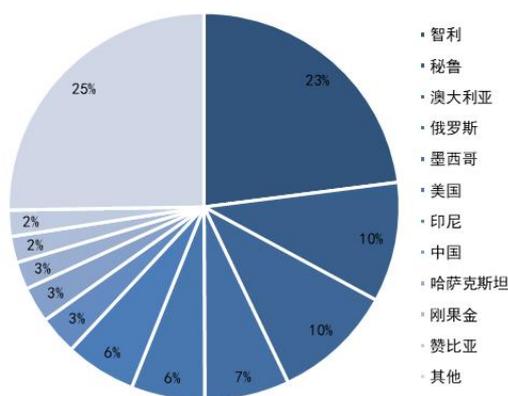
铜行业分析：资源稀缺性推升铜价长周期上行

铜具有良好的延展性、导电性和导热性，可加工成各类杆、管、板带和箔，广泛应用于电力、建筑、汽车、家电和机械等领域。铜产业链从上游到下游大致分为采选、冶炼、加工和终端需求。原矿经过开采和选矿成为铜精矿，铜精矿冶炼成为金属铜。铜冶炼分为火法和湿法两种，火法冶炼是主要的炼铜工艺，全球火法铜产量占总产量 85%。

全球铜矿资源比较丰富。美国地质调查局(USGS)数据显示，全球铜储量(经济可采储量)8.7 亿吨，资源储量达 56 亿吨，近 10 年以来全球铜可采年限始终维持在 40 年左右。另外，铜资源储量较为集中，尤其是环太平洋成矿域(重点为南美安第斯成矿带)，其中南美的智利和秘鲁储量分别为 2 亿吨和 0.87 亿吨，分别占全球总储量的 23%和 10%。

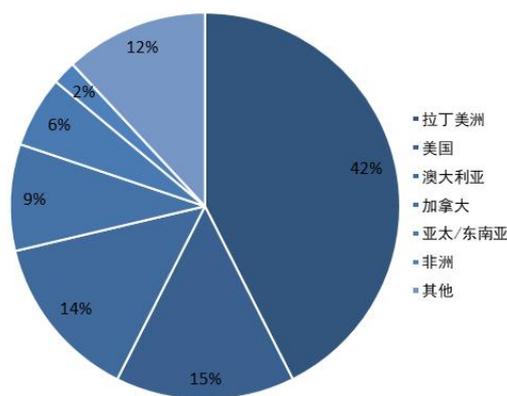
全球铜矿供给集中度高。从铜精矿产量来看，2023 年智利生产铜精矿 528 万吨，居全球首位，占比 23.8%；秘鲁生产铜精矿 271 万吨，居全球第二位。从趋势来看，刚果(金)是近 10 年来产量增速最快的国家，2023 年产量 265 万吨，占比 12%。智利、秘鲁铜产量早已趋于稳定，但由于基数大，仍然是影响全球铜精矿产量的主要变量之一。如下图所示，南美洲每年铜矿山勘探开支仍占全球最大比例。

图7：全球铜资源储量



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图8：全球铜矿山勘探开支（分地区）

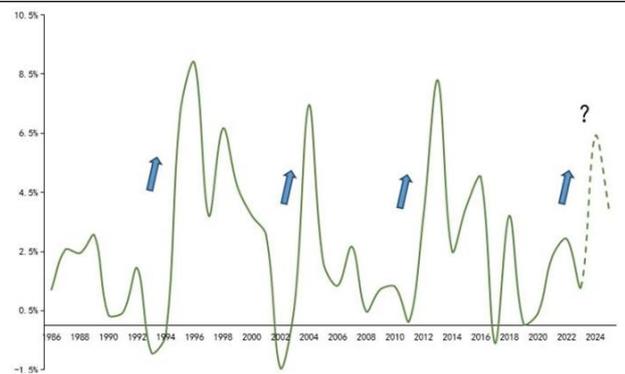


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

当前全球铜矿山处于 2021 年以来的扩张周期，持续到 2025 年。增量项目主要有 Quellaveco、QB2、TFM 混合矿项目、KFM、Oyu Tolgoi、Kamoa 三期、巨龙二期和 Udokan 等。这些项目大多是在上一轮价格高峰期，即 2018 年前后建设，有价格驱动的因素，也有矿企逆周期扩张的项目，如卡莫阿、TFM 项目，均为中资企业借助 2015 年大宗商品熊市底部逆周期并购的项目，拿到项目后快速开发，近几年逐渐放量。

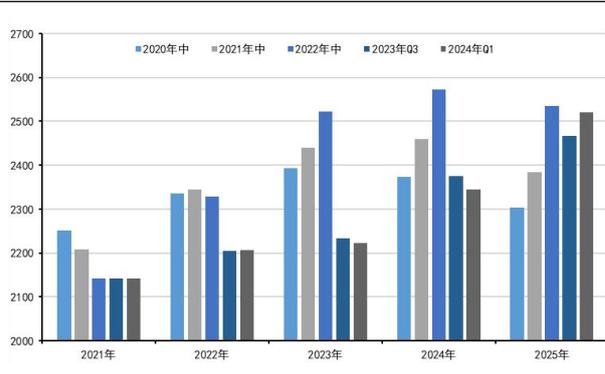
回顾过去 30 多年的三轮扩张周期，此轮扩张可能幅度最小。虽然机构普遍预测 2024 年全球铜矿增速偏高，但受制于长期资本开支不足等因素，这几年铜矿产量显著低于预测值。当前有色金属价格高于上一轮周期高峰(2011 年前后)，但有色金属矿山勘探开支远不及 10 年前。尤其在 2023 年 11 月巴拿马铜矿停产后，以及英美资源下调产量指引，市场对 2024 年全球铜矿增量从 80 万吨，下调到 40 万吨附近，增速 1.9%，供需平衡表也由之前的过剩 0.5%-1%转变为短缺 1.5%。

图9：全球铜矿产量增速



资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

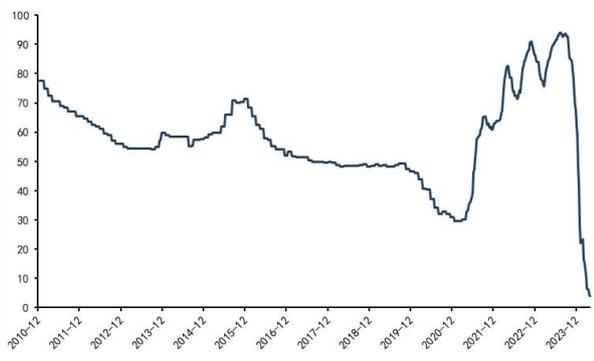
图10：近几年铜矿产量往往不及预期（万吨）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

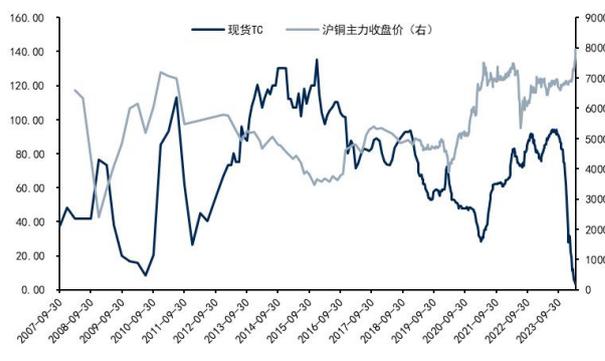
铜矿供应紧张，铜矿现货加工费低至4美元/吨，据此测算冶炼厂普遍严重亏损。巴拿马铜矿停产后续影响持续，全球铜矿供应出现短缺。4月底上海有色网报的铜精矿现货TC指数已经跌至4.2美元/吨。自去年10月份现货TC从90美元/吨跌至目前10美元/吨以下，是近年来罕见的大跌，反映出产业链较大的供需矛盾，是非常明确的铜精矿短缺信号。在当前加工费水平下，我们简单换算人民币加工费收入， $5 \text{ 美元} \times (1/25\% + 0.1 \times 22.04) \times \text{汇率} = 220 \text{ 元/吨铜}$ 。冶炼厂普遍的冶炼成本在1500-2500元/吨。现在硫酸价格低迷，副产品收益不好，按照现货加工费估算，冶炼厂全部处于亏损状态。但一般冶炼厂长单比例比较高，长单加工费还是80美元/吨的水平，现货TC大跌对冶炼利润短期影响有限。

图11：铜精矿现货加工费（美元/吨）



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

图12：铜精矿加工费对铜价的指向意义



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球铜矿企业资本开支不足，会影响中长期铜矿产能的释放。矿山资本开支呈现周期性波动。虽然全球铜资源储量丰富，但铜矿增产依赖于铜矿企业持续的资本开支，而矿山企业的资本开支受铜价影响，具有较强的周期性。过去20年有三轮明显的铜矿开发投资热潮：

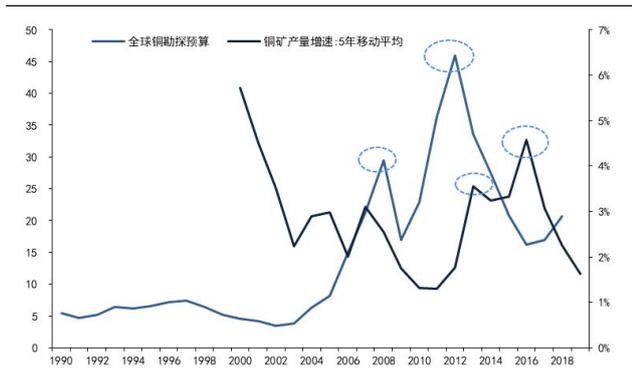
第一轮是在2004年前后，驱动是中国工业化和城镇化进程加速增加铜需求，根据Wood Mackenzie数据，2007年全球铜需求量比2002年增加了约500万吨，其中中国需求量增加了350万吨，增量占比70%，导致铜价在2004-2006年走出一轮大牛市，刺激矿山企业增加资本开支和勘探投入；

第二轮出现在2010年前后，驱动是各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策，尤其是中国“四万亿”计划增加铜需求，铜价在2009-2011年再次走出一轮单边牛市，矿山勘探开发投资达到历史高位。2011年之后，中国发展逐渐进入新常态，全球

铜在内的大宗商品需求增速也出现放缓，铜价持续阴跌到 2016 年初才触底，在此期间铜矿山勘探开发投入大幅下滑。

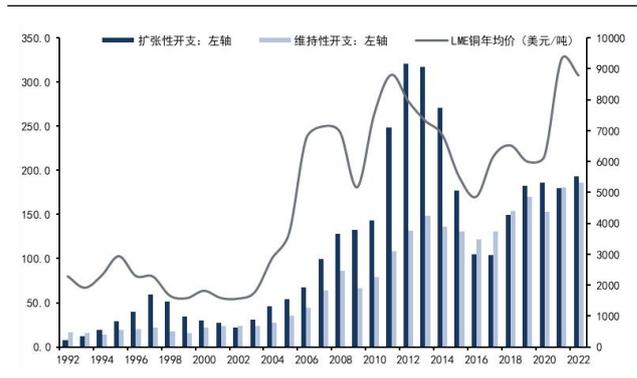
第三轮是在 2020 年以来，疫后经济复苏铜价大涨，刺激了矿山资本开支，但开支规模远小于上一轮高峰。2020 年下半年开始有色金属价格大幅上涨，并持续维持历史高位，刺激了勘探开支增加，但远低于 10 年前那轮扩张高峰，尤其是扩张性开支远不及上一轮周期高点。根据彭博数据，2023 年全球铜矿勘探预算同比增加 12%到 31.2 亿美元，仍远不及 2012 年 47 亿美元的水平。

图13: 全球铜精矿产量增速预测 (亿美元)



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

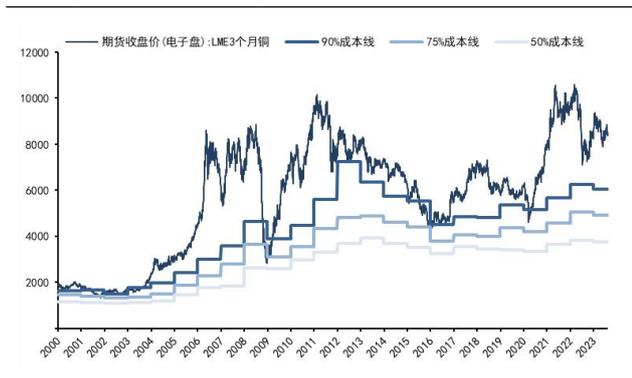
图14: 全球铜矿山资本开支 (亿美元)



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

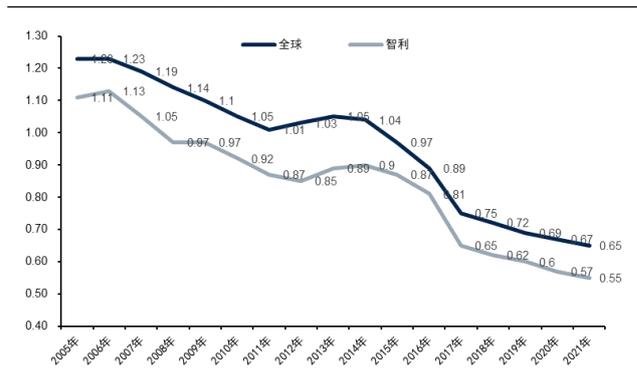
全球铜矿成本稳步抬升，成本端也有一定的支撑。分析过去 20 年铜价运行区间，在大多数时间，铜价运行在 90%成本分位线之上，铜矿 90%成本分位线具有较强的支撑作用，只有全球宏观经济遭受大的冲击时，铜价才会跌破 90%分位线，继而在 75%成本分位线获得支撑，如 2001 年、2008 年和 2015 年。而随着全球铜矿品位下滑，成本曲线整体上移，反映的是铜矿资源的稀缺性逐渐显现，价格底部在逐渐抬升。

图15: 铜矿的成本支撑 (美元/吨)



资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

图16: 全球铜矿品位下滑 (%)



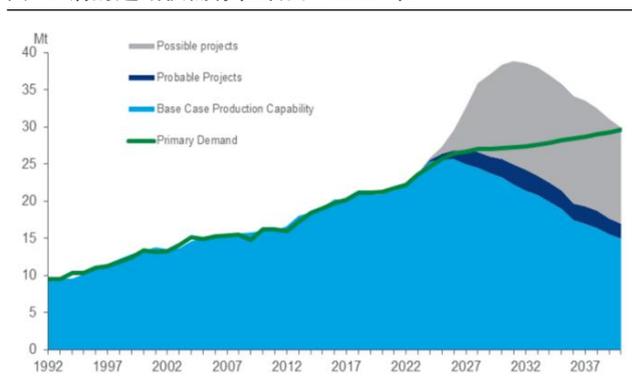
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

当前市场普遍看好铜的主要逻辑是 2025 年之后全球铜矿山产量见顶回落；需求稳步增长，供需缺口越来越大。又因为铜矿从增加资本开支到形成产量至少需要 5 年左右时间，因此当前必须使铜价维持在高位，激励铜矿商增加资本开支，以弥补 5 年甚至更远期的供需缺口。根据 CRU 的测算，当前铜的激励价格是 370 美分/磅，折合 8150 美元/吨。从另一个角度，市场对铜的远期供需缺口假设是动态的。2018 年 Wood Mackenzie 绘制的铜远期供需展望图，显示全球铜矿山产量在 2022 年前后见顶，而到了 2023 年，铜远期供需展望图显示产量会在 2025 年前后

见顶，供应顶部一直在后移。这并非说明预测无效，而是供应紧张刺激价格上涨，进而出现了更多的供给，使缺口后移。据此我们判断 2025 年后全球铜市场不一定出现长久的供需缺口，但铜价重心肯定逐步上移，使一些开采难度大、成本高的矿开采出来弥补潜在缺口。

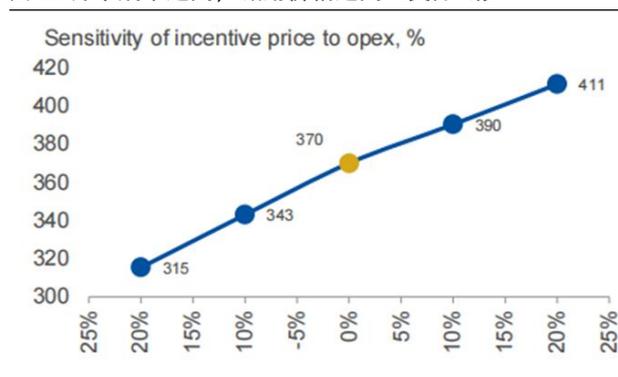
回溯过去 20 多年，铜价呈稳定上涨趋势，中资企业曾借助 2008 年金融危机以及 2016 年大宗商品熊市底部，国外部分矿企经营困难时，逆周期收购一批优质铜矿项目，这也造就了国内几家铜矿企业近几年的高成长，自此以后这类机会就比较少。因此大型在产铜矿山显得尤为稀缺。

图17: 铜的远期供需存在缺口 (2023 年)



资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

图18: 开采成本越高，激励价格越高 (美分/磅)

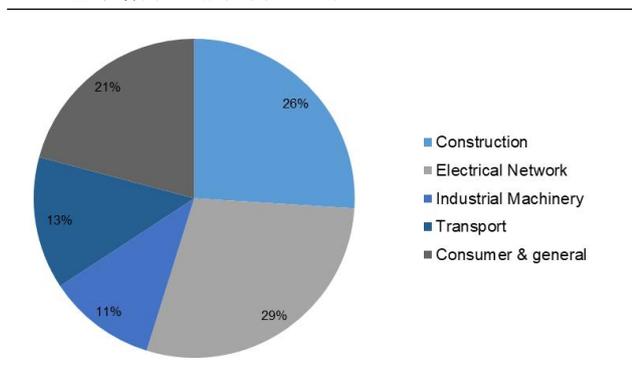


资料来源: CRU, 国信证券经济研究所整理

铜需求端，新能源领域打开新的需求空间。中国作为基建和制造业大国，2023 年铜消费占全球 50%，其次是欧美发达国家，其中美国占比 7%，欧洲占比 16%。我国铜消费领域较为集中，大规模电网建设使得电力领域铜消费占国内铜消费总量近一半。

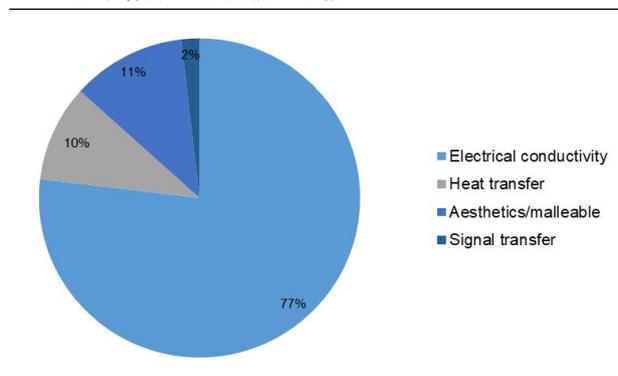
全球范围内铜消费领域分布较为均衡，主要是电力、建筑、交通等领域。从铜最终使用形态来看，主要是利用铜良好的导电性，电力传导占总量 77%，这也决定了铜在涉及电力的新兴领域有着广阔的应用前景，如新能源汽车、光伏、大数据中心等。2023 年全球铜的需求结构为：电网 29%，建筑 26%，消费品 21%，交通运输 13%，机械制造 11%，需求领域较为分散，与宏观经济走势息息相关。参照历史数据较长的美国 ISM 制造业 PMI 与伦敦铜价格，可以看出制造业 PMI 与铜价走势大方向趋同，反映的是铜的工业品属性。

图19: 全球铜需求-按照需求领域



资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

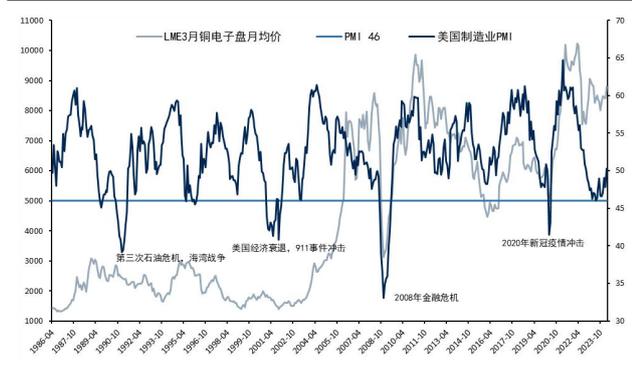
图20: 全球铜需求-按照使用功能



资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

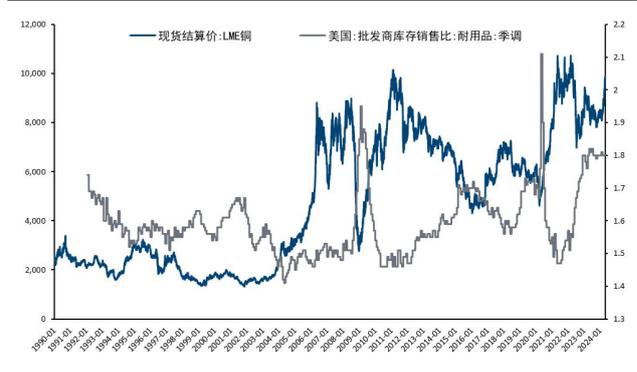
国内外制造业复苏带动铜需求上行。2024年4月初公布的3月美国制造业PMI为50.3，这是自2022年9月份以来首次站上荣枯线；欧元区制造业PMI还处在46.1的低位水平；中国制造业PMI指数也录得50.8，自2023年9月以来，重回扩张区间。回溯发达经济体的耐用品库存或库销比与铜价关系，库销比的拐点也是铜价的拐点，目前的耐用品库销比处于历史偏高位置，已经有拐点迹象。另外美国耐用品销售额同比数据也有低位反转趋势。

图21: 美国制造业 PMI 与铜价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 美国耐用品库销比与铜价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

铜供需平衡表从预期过剩到短缺。去年11月份之前，普遍预计2024年全球铜矿产量同比增加80万吨，但是去年11月份以来铜矿供给端发生两大事件：1) 第一量子在巴拿马年产35万吨的铜矿停产；2) 英美资源下调2024年产量指引20多万吨。自此之后铜精矿供应紧张的问题开始显现，现货加工费开始大幅下跌，从90美元/吨下跌到4月底不到5美元/吨，是近10年来罕见的大跌。市场对2024年铜矿产量增长下调到40万吨甚至更低，供需平衡表也从之前预期过剩0.5%~1%到现在预期短缺1.5%。

表1: 全球铜供需平衡表 (万吨)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
铜精矿产量	1799	1844	1860	1884	2048	2121
铜精矿产量增速		2.5%	0.8%	1.3%	8.7%	3.6%
阴极铜产量	2497	2533	2578	2641	2798	2880
阴极铜产量增速		1.4%	1.8%	2.4%	6.0%	2.9%
铜需求量	2495	2523	2592	2680	2772	2853
铜需求增速		1.1%	2.7%	3.4%	3.5%	2.9%
供需平衡	2	10	-14	-39	26	27

资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

公司业务分析

公司深耕赞比亚和刚果(金)多年

公司于 20 世纪 90 年代开始进入非洲市场，深耕赞比亚和刚果(金)多年。赞比亚位于非洲中南部，矿产资源储量丰富，以铜为主，铜矿开发时间周期长，属于是比较成熟的市场，营商环境好，政治环境稳定。刚果(金)位于非洲中部，是非洲面积第二大国家，也是世界上资源最为丰富的国家之一。刚果(金)铜矿开发时间周期较短，中资企业大规模进入，使其成为近 10 年来铜产量增速最快的国家。

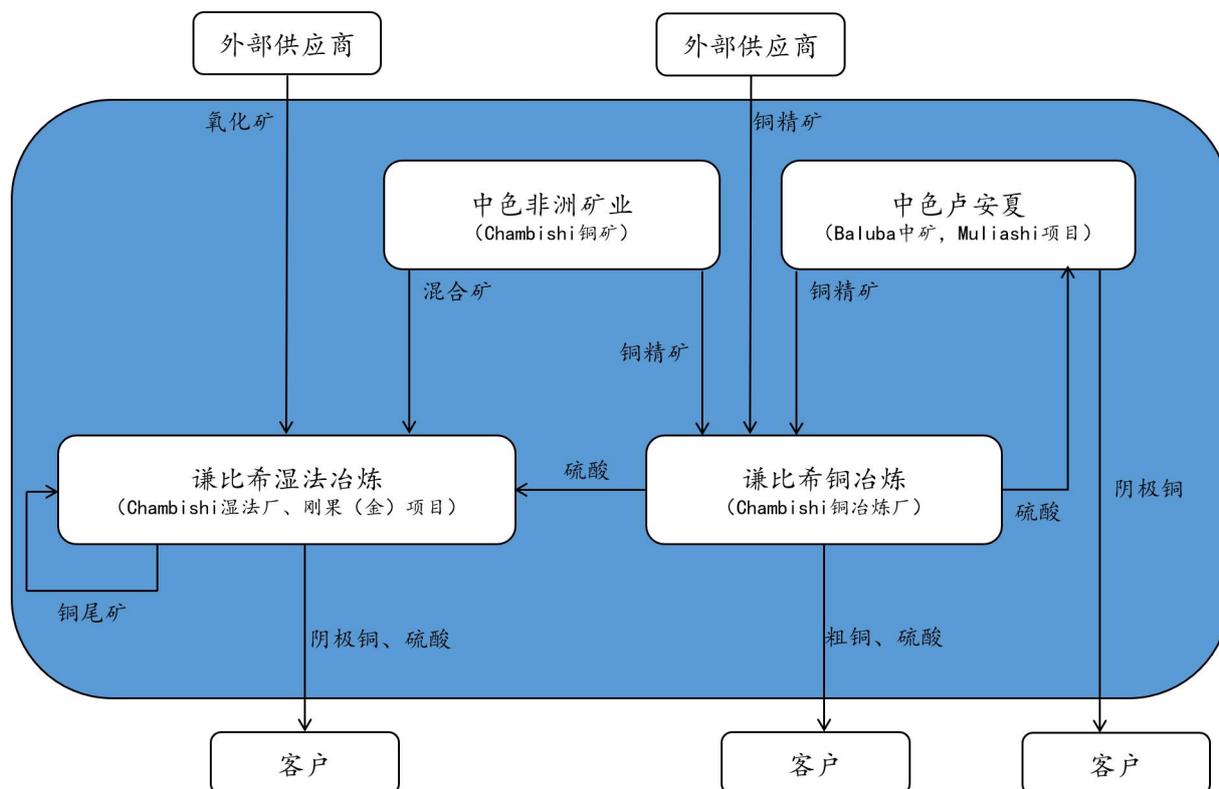
图23: 公司矿山及生产设施分布



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

目前中国有色矿业有限公司在赞比亚的经营主要通过四家附属公司来进行：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。其中，中色非洲矿业和中色卢安夏经营铜采矿业务，谦比希铜冶炼经营粗铜冶炼厂，谦比希湿法冶炼经营阴极铜冶炼厂。公司自产铜资源供自有冶炼厂使用，同时还外购原料资源来满足产能的需求。

图24: 公司在赞比亚的生产经营框架图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

中色非洲矿业位于赞比亚铜带省，其主要资产是谦比希铜矿。中国有色集团于1996年以2000万美元对价成功投标获得谦比希矿，由中赞双方投资成立的中色非洲矿业有限公司负责运营，其中，中国有色集团公司持有85%的股权，赞比亚铜矿联合投资公司(ZCCM-IH)持有15%的股权。这是我国政府批准在境外开发建设的第一个有色金属矿山项目，也是自赞比亚铜采矿业20世纪90年代私有化开始以来第一家投资赞比亚铜资产的中国公司。

谦比希铜矿包括主矿、西矿和东南矿，其资源量含铜451万吨、钴16.2万吨，被称为“中非合作的标志性项目”。目前，矿山生产能力已经超过400万吨/年采选能力，年产铜金属量约7万吨。其中，谦比希东南矿体探建结合项目是公司重点开发的矿山项目，总投资8.3亿美元，年采选矿石330万吨，年产铜精矿含铜约6.3万吨，氢氧化钴含钴金属约1000吨，该项目已于2018年8月22日开始投入生产。东南矿体目前作为公司的主力矿体，产能还在持续爬坡，预计24、25年还会有年产1-2万吨铜精矿含铜的增量，且未来还有扩产的空间，公司目前正在对谦比希东南矿体进行二期项目的规划。中色非洲矿业于2023年生产阳极铜7.65万吨，同比+12.4%。

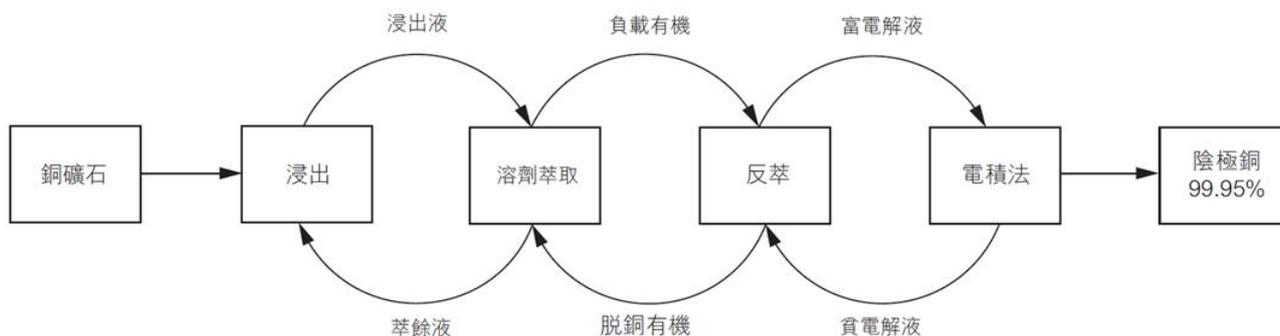
中色卢安夏位于赞比亚铜带省，距离谦比希铜矿只有35公里，是铜带省开发最早并一直连续生产的铜企业，其主要资产包括巴鲁巴中矿、巴鲁巴东矿、穆利亚希北矿及其配套湿法项目等。中国有色集团于2009年以5000万美元对价成功投标赞比亚卢安夏铜业公司，公司更名为“中色卢安夏铜业有限公司”，其中，中国有色集团持有80%的股权，赞比亚铜业公司持有20%的股权。卢安夏铜业公司此前由于国际金融危机的影响，有色金属价格大幅下降，于2008年底全面停产，所以中国有色集团也是抓住了行业底部的机会，成功实施逆周期并购。

中色卢安夏所属的穆利亚希项目于 2010 年 10 月正式开工建设,于 2012 年 4 月产出第一批阴极铜,标志着一座年产 4 万吨阴极铜的现代化露天矿以及湿法冶炼厂正式建成投产,该项目目前已成为中色卢安夏重要的利润支撑。另外中色卢安夏巴鲁巴地下矿自上世纪 70 年代开发以来,于 2023 年 1 月闭坑,公司聘请第三方机构开展巴鲁巴地下矿闭坑前的环境审计和环境影响评价,并制定矿山闭坑复垦计划。此外公司于今年 4 月发布中色卢安夏资源更新的公告,资源量估算工作以边界品位 1.0%计算,截至 2024 年 2 月 29 日,卢安夏铜矿 28 号竖井抽排水恢复开发专案所涉及的控制级别铜金属资源量为 94 万吨,推断级别铜金属资源量 24 万吨,铜金属资源量合计 118 万吨,卢安夏铜矿总计铜金属资源量也进一步提升至 262.37 万吨。中色卢安夏目前正在开发巴鲁巴中露天矿项目,项目设计规模为年产 150 万吨优质氧化铜矿,预计项目在达产之后将新增年产 4 万吨铜精矿含铜产能,且预计项目在 2026 年底能够建成投产。中色卢安夏于 2023 年生产阴极铜 4.35 万吨,同比+0.9%;生产阳极铜 7865 吨,同比-37.0%,主要原因是巴鲁巴地下矿已于 2022 年底闭坑。

谦比希铜冶炼位于赞比亚铜带省,其主要资产是谦比希铜冶炼厂,该厂是赞比亚三大冶炼厂之一。项目一期产能为年产粗铜 15 万吨,硫酸 40 万吨;二期扩建之后,粗铜(阳极铜)年产能达到 25 万吨,硫酸 60 万吨。谦比希铜冶炼于 2023 年生产粗铜和阳极铜 21.64 万吨,同比-14.0%,生产硫酸 59.60 万吨,同比-16.4%。

谦比希湿法冶炼位于赞比亚铜带省,其主要资产是谦比希湿法冶炼厂和穆旺巴希项目。谦比希湿法冶炼于 2023 年生产阴极铜 6784 吨,同比-9.1%;生产粗铜和阳极铜 5981 吨,同比-38.2%。

图 25: 公司湿法冶炼所采用的浸出工艺流程



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

目前中国有色矿业有限公司在刚果(金)的经营主要通过四家附属公司来进行:刚波夫矿业、卢阿拉巴铜冶炼、中色华鑫湿法和中色华鑫马本德。其中,刚波夫矿业经营铜采矿业,卢阿拉巴铜冶炼经营粗铜冶炼厂,中色华鑫湿法和中色华鑫马本德经营阴极铜冶炼厂。

刚波夫矿业于 2017 年 6 月在刚果(金)上加丹加省本巴希市成立,系中国有色矿业香港投资有限公司与刚果(金)国家矿业公司吉卡明为合作开发 Kambove 矿区铜钴矿产资源而成立的合资公司,其中,中色矿业香港投资占股 55%,吉卡明占股 45%。公司在 Kambove 矿区拥有三个矿体,分别是西矿体、主矿体、门赛萨矿体,还有多个具有较好找矿潜力的矿(化)点。刚波夫矿业主矿体探建结合项目于 2021 年 8 月 18 日启动全流程带料试车,该项目年处理氧化矿石 99 万吨,预计年产阴极铜 2.8 万吨,粗制氢氧化钴 978 吨。另外,刚波夫门赛萨矿体规划了年产 2 万吨铜产能,预计将于 2026 年投产;刚波夫西矿体规划了年产 2.5 万吨铜产能,预计将

于 2028 年投产。刚波夫矿业于 2023 年生产阴极铜 3.32 万吨，同比+17.5%，

卢阿拉巴铜冶炼(LCS)于 2017 年 4 月在刚果(金)南部卢阿拉巴省科卢韦齐市成立，系中色矿业香港投资与云港金属(云铜集团的全资附属公司)合资成立。卢阿拉巴铜冶炼为刚果(金)首个现代化大型火法冶铜厂。LCS 项目于 2018 年 3 月开工建设，项目一期于 2019 年 10 月建成并顺利投产。LCS 一期可以处理 40 万吨铜精矿/年，年产 12 万吨粗铜、25 万吨硫酸和 3 万吨液体二氧化硫。LCS 将适时启动二期项目的建设，使产能翻倍。卢阿拉巴铜冶炼于 2023 年生产粗铜 15.70 万吨，同比+24.2%，生产硫酸 35.47 万吨，同比+24.9%，生产液态二氧化硫 1.20 万吨，同比-39.1%。

中色矿业香港控股有限公司下设**中色华鑫湿法**和**中色华鑫马本德**，其主要产品为阴极铜与氢氧化钴。中色华鑫湿法年产 1 万吨阴极铜湿法冶炼项目于 2011 年 3 月开工建设，于 2012 年 2 月正式进入生产阶段；于 2019 年 2 月，中色华鑫湿法铜钴改扩建项目实现了阴极铜系统的带料试车，提前完成了阴极铜系统的改扩建工程，产能扩大至年产 2 万吨阴极铜。中色华鑫马本德年产 2 万吨湿法厂于 2013 年 4 月开工建设，经过 8 个月时间建设，于 2013 年 12 月底基本建成并开始单体试车，于 2014 年 2 月 10 日开始全线投料试车；于 2019 年 4 月，公司计划对中色华鑫马本德进行增资扩产，将产能进一步提升至年产 4.5 万吨阴极铜。中色华鑫湿法 2023 年生产阴极铜 2.42 万吨，同比-1.8%，生产氢氧化钴含钴 185 吨，同比-46.4%；中色华鑫马本德 2023 年生产阴极铜 3.68 万吨，同比-3.3%。

公司资源储量丰富，自有矿山年产铜约 17 万吨

公司资源储量丰富。根据 2023 年年报披露的数据推算，公司探明+控制+推断的铜资源量接近 600 万吨金属量，平均品位约为 1.9%。目前公司还在赞比亚和刚果(金)等区域对新的探矿采矿项目开发进行研究，积极推进增加资源储量以及扩大冶炼产能以保证公司的持续稳步增长。

表2: 公司铜资源量

矿山	探明矿石量(百万吨)	铜平均品位	控制矿石量(百万吨)	铜平均品位	推断矿石量(百万吨)	铜平均品位
谦比希主矿	9.80	2.28%	7.26	2.47%	6.67	2.18%
谦比希西矿氧化矿	3.64	2.03%	1.46	1.83%	1.45	2.32%
谦比希西矿硫化矿	14.44	1.99%	4.50	2.15%	6.59	1.89%
谦比希东南矿	38.72	2.24%	28.33	1.92%	57.79	1.74%
穆旺巴希矿山	0.34	1.42%	4.53	1.95%	2.83	2.11%
Samba 矿山	—	—	9.24	1.65%	8.58	1.60%
巴鲁巴中矿氧化矿	13.58	1.52%	2.35	1.14%	0.29	1.04%
巴鲁巴中矿硫化矿	1.03	2.22%	1.76	2.05%	1.07	2.10%
穆利亚希北矿氧化矿	1.24	1.38%	3.65	1.74%	11.92	1.48%
穆利亚希北矿硫化矿	0.03	1.35%	6.00	1.46%	6.85	1.47%
马希巴矿山	6.62	1.88%	3.03	1.92%	1.05	1.68%
巴鲁巴东矿	11.99	1.36%	1.70	1.04%	0.03	1.05%
罗恩盆地	5.76	2.40%	2.08	2.17%	1.13	2.12%
罗恩西延长部	1.17	2.57%	—	—	—	—
罗恩东延长部	0.34	2.09%	1.34	2.10%	0.26	1.81%
冶炼炉渣	—	—	2.23	0.97%	—	—
刚波夫主矿体	—	—	4.82	2.85%	5.80	2.96%
刚波夫主露天坑尾矿	—	—	—	—	2.28	0.95%
刚波夫西露天坑尾矿	—	—	—	—	2.35	1.15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

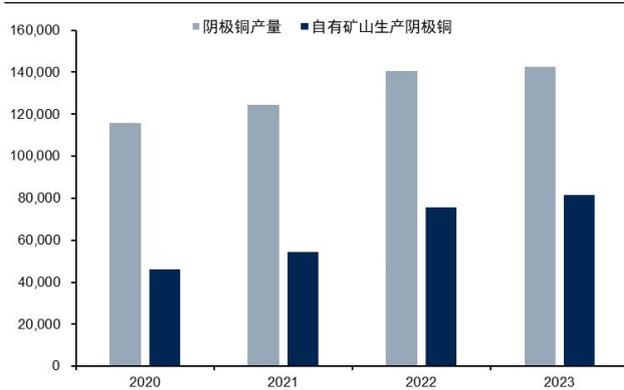
公司目前在赞比亚和刚果(金)的主力矿山项目主要包括谦比希主、西矿和谦比希东南矿,中色卢安夏穆利亚希露天矿,谦比希湿法穆旺巴希矿山以及刚波夫矿业主矿体。公司于2023年自有矿山生产粗铜及阳极铜约8.77万吨,同比+16.17%,粗铜及阳极铜原料自给率约30.69%,自有矿山生产阴极铜约8.17万吨,同比+7.87%,阴极铜原料自给率约57.33%;公司于2023年自有矿山产铜合计约16.93万吨,同比+12.01%,原料自给率约39.55%。与此同时,公司自有矿山产铜成本相对稳定,根据我们的测算,公司自有矿山产粗铜及阳极铜单位成本稳定在将近5000美元/吨,公司自有矿山产阴极铜单位成本稳定在3500-3700美元/吨。公司自有矿山产铜产量持续提升,且成本保持相对稳定,当铜价上涨时给了公司较大的利润弹性。

图26: 公司粗铜及阳极铜产量(吨)



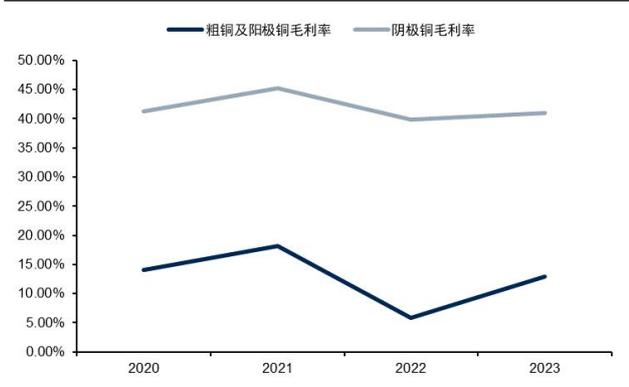
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司阴极铜产量(吨)



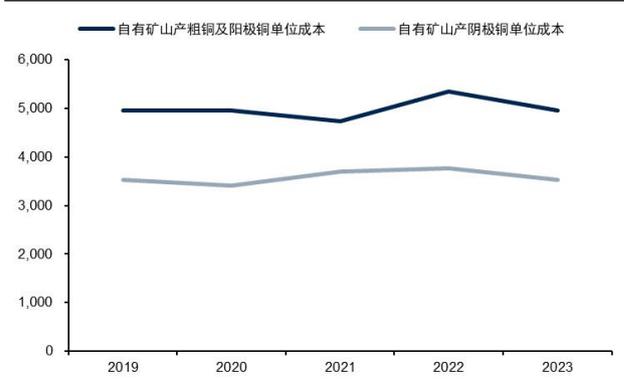
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司铜产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

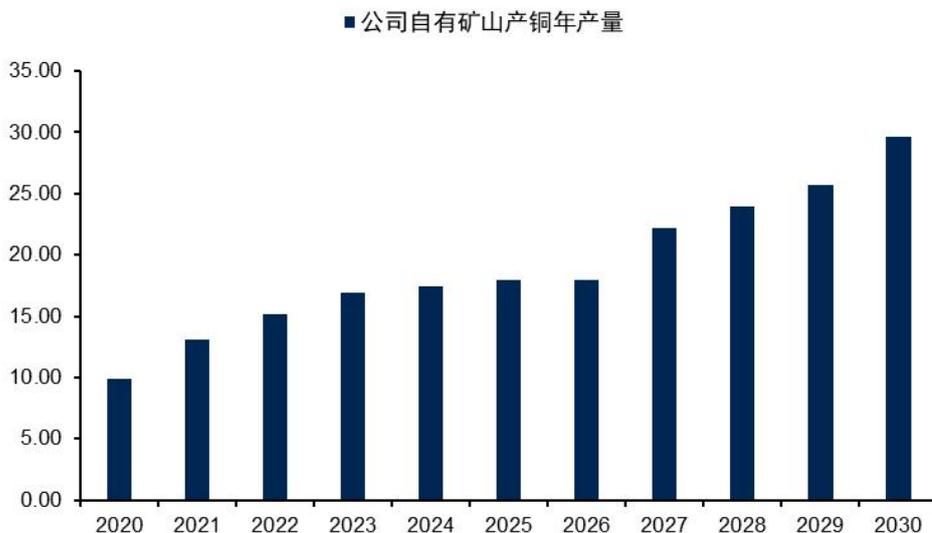
图29: 公司自有矿山产铜单位成本(美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司目前在建和筹建矿山项目共有4个,待所有项目都完成之后,自有矿山年产铜金属量将达到约30万吨,中长期成长性值得期待。具体来看:1)中色卢安夏巴鲁巴中露天矿项目,预计将新增年产4万吨铜精矿含铜产能,预计将于2026年底建成投产;2)刚波夫门赛萨矿体规划年产2万吨铜产能,预计将于2026年投产;3)刚波夫西矿体规划年产2.5万吨铜产能,预计将于2028年投产;4)谦比希东南矿体目前正在对二期项目进行规划,仍然处于可研阶段,预计项目建设周期在5年左右。待以上4个项目全部投产且达产之后,预计公司将新增年产13万吨铜产能,在2023年自有矿山年产铜约17万吨基础上,预计2030年自有矿山年产铜金属量将达到约30万吨,年均复合增速达到约8%。

图30: 公司自有矿山产铜年产量预测 (万吨)

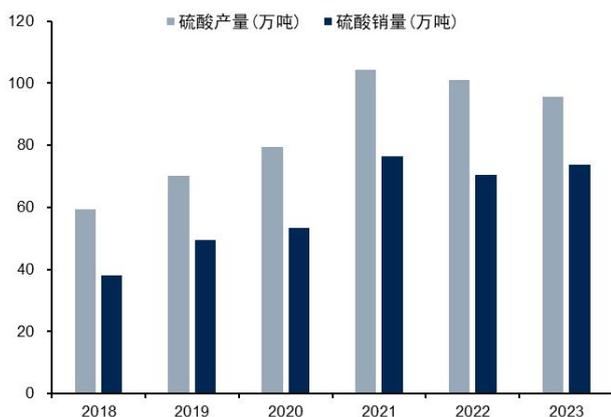


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司火法冶炼伴生硫酸, 贡献可观利润

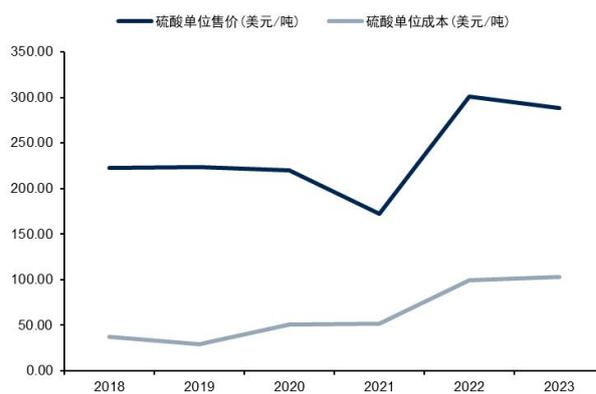
公司火法冶炼伴生硫酸, 平均 1 吨粗铜及阳极铜可伴生 3 吨左右的硫酸, 这部分硫酸除了部分自用之外, 大部分直接对外销售。公司目前硫酸年产量可达约 100 万吨, 对外销售量约 75 万吨。非洲地区硫酸供应紧缺, 所以单位售价远高于国内市场。2018-2023 年, 公司自产硫酸单位售价分别为 223/224/220/172/300/288 美元/吨, 而 2023 年国内硫酸平均价格仅约 250 人民币元/吨(含税); 2018-2023 年, 公司自产硫酸单位成本分别为 37/29/51/52/99/103 美元/吨, 所以硫酸业务能够贡献比较可观的利润。

图31: 公司硫酸产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司硫酸单位售价和成本 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司是为数不多在赞比亚和刚果(金)都拥有火法产能的公司。USGS 数据显示, 2023 年刚果(金)铜矿产量约 250 万吨, 其中精炼铜(含湿法铜和火法铜)产量约 190 万吨, 这其中绝大部分又是以湿法铜的形式产出, 公司卢阿拉巴铜冶炼 2023 年生产粗铜 15.70 万吨, 是当地目前唯一的火法产能, 另外紫金矿业旗下卡莫阿

铜矿配套 50 万吨铜冶炼厂（火法产能）预计将于 2024 年四季度建成投产。2023 年赞比亚铜矿产量约 76 万吨，其中精炼铜（含湿法铜和火法铜）产量约 38 万吨，公司谦比希铜冶炼 2023 年生产粗铜和阳极铜 21.64 万吨，谦比希湿法冶炼 2023 年生产粗铜和阳极铜 5981 吨，生产阴极铜 6784 吨，综上公司赞比亚精炼铜产量约占当地总产量的 60%。

表3: 刚果(金)和赞比亚铜资源储量和产量数据(万吨)

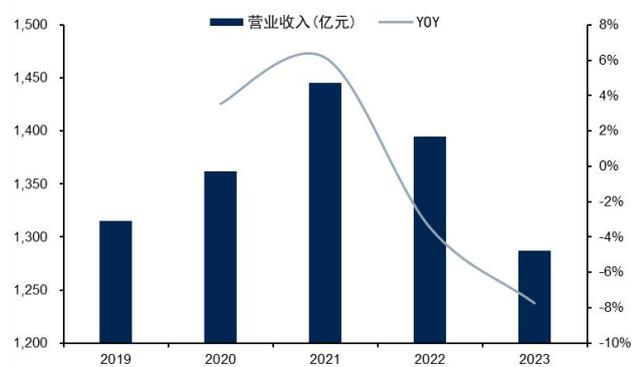
	Mine Production		Refinery production		Reserves
	2022	2023	2022	2023	
Congo (Kinshasa)	235.0	250.0	177.0	190.0	8000.0
Zambia	79.7	76.0	34.9	38.0	2100.0

资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

股东背景强大，有望助力公司成为全球领先的矿业企业

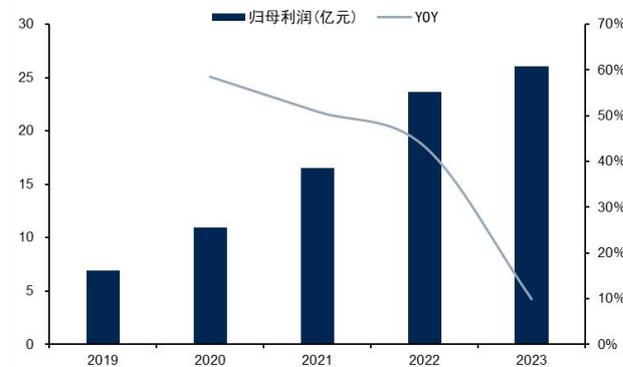
公司实际控制人为中国有色矿业集团有限公司。中国有色矿业集团有限公司成立于 1983 年，是国务院国资委管理的大型中央企业，主营业务为有色金属矿产资源开发、建筑工程、相关贸易及服务。中国有色集团深耕海外市场多年，形成一支以中方为主的矿业开发运营队伍，除了中国有色矿业作为海外铜钴资源开发平台之外，还带动了旗下中色股份（主要从事建筑工程承包国际业务）、中国十五冶（主要从事施工建安和采矿承包）、中色国贸（主要从事采购、物流及产品贸易）、沈阳有色设计院等配套产业链发展。中国有色集团 2023 年实现营收约 1287 亿元人民币，实现归母净利润约 26 亿元人民币。

图33: 中国有色矿业集团有限公司营业收入及增速



资料来源: 中国有色矿业集团公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 中国有色矿业集团有限公司归母净利润及增速



资料来源: 中国有色矿业集团公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 中国有色矿业集团有限公司主要子公司(亿元, 截至2023年6月)

全称	简称	持股比例	2023年6月末		2022年	
			总资产	净资产	营业收入	净利润
中色矿业发展有限公司	中色矿业发展	100%	305.1	185.6	282.6	25.7
大冶有色金属集团控股有限公司	中色大冶	57.99%	297.6	96.1	617.6	0.1
中色国际贸易有限公司	中色国贸	100%	67.1	24.6	418.9	2.4
中色国际发展有限公司	中色国际发展	100%	130.9	71.0	65.0	13.7
中国有色金属建设股份有限公司	中色股份	33.35%	195.3	86.2	73.7	3.8

资料来源: 《2023年中国有色矿业集团有限公司信用评级报告》, 中诚信国际, 国信证券经济研究所整理

中国有色集团作为国内最早“走出去”开展国际化经营的企业之一，境外矿山数量众多，同时保持了较为丰富的资源储备。分品种来看，中国有色矿业主要负责

海外铜资源开发运营；中色大冶主要负责国内铜产业链开发运营；中色股份主要负责国内外铅锌资源开发运营和国际工程承包；中色镍业主要致力于缅甸达贡山镍矿的开发运营。

迪兹瓦矿业是中国有色集团单体投资规模最大的海外铜钴资源开发项目。迪兹瓦矿业拥有铜金属资源量 460 万吨、钴金属资源量 42 万吨。中国有色集团 2017 年与刚果(金)国家矿业公司吉卡明组建合资公司中色经贸来开发迪兹瓦项目，中国有色集团持股 51%，吉卡明持股 49%。项目一期总投资 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，年产阴极铜 8 万吨，金属钴 8000 吨，且项目采用类似于 BOT(即建设、运营和移交)的模式，中方承担投资开发建设并负责之后一段时间内的运营，在规定年限到期后移交给刚方。迪兹瓦项目于 2020 年 1 月全面实现竣工投产，相较于原计划提前了 150 天。中国有色集团在非洲地区的产业协同将有望助力中国有色矿业成为全球领先的矿业企业。

表5: 中国有色矿业集团有限公司资源储量情况(金属量)

资源品种	2021	2022
铜(万吨)	1175	1126
钴(万吨)	51	48
镍(万吨)	36	37
铅(万吨)	173	172
锌(万吨)	417	408
钨(万吨)	23	24
锡(万吨)	1	2
钼(万吨)	10	9
金(吨)	31	31
银(吨)	1439	1439
铝土矿(万吨)	3739	3739

资料来源:《2023 年中国有色矿业集团有限公司信用评级报告》，中诚信国际，国信证券经济研究所整理

表6: 中国有色矿业集团有限公司近年来主要精矿产量情况(万吨)

项目	2020	2021	2022	2023H1
中色非矿	4.89	6.23	6.76	3.53
中色卢安夏	1.36	1.44	1.25	0.46
谦比希湿法	0.39	0.62	0.48	0.32
铜金属				
中色刚果	0.20	0.18	0.22	0.16
中色大冶	2.51	2.19	1.07	0.62
中色红透山	0.78	0.73	0.66	0.42
大井子矿业	0.37	0.36	0.37	0.21
小计	10.50	11.75	10.81	5.72
鑫都矿业	4.11	3.39	3.83	1.86
锌金属				
白音诺尔	2.79	2.00	2.43	1.48
中色红透山	1.03	0.86	0.70	0.46
小计	7.93	6.25	6.96	3.80
铅金属				
白音诺尔	0.93	0.48	0.68	0.45
镍金属				
中色镍业	2.50	1.74	0.73	1.19
金(公斤)				
帕鲁特金矿	1166.00	1249.00	1200.00	146.00

资料来源:《2023 年中国有色矿业集团有限公司信用评级报告》，中诚信国际，国信证券经济研究所整理

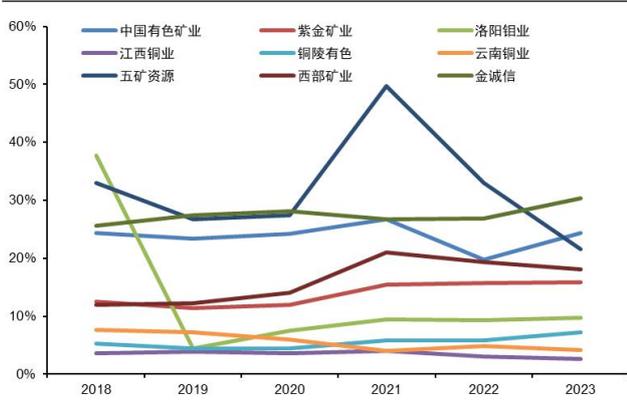
财务分析

公司聚焦铜产业发展，尤其是聚焦海外铜矿资源开发，所以我们选取 A 股和港股当中优质的铜矿企业作为可比公司，包括紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业、五矿资源、西部矿业、金诚信。

盈利能力

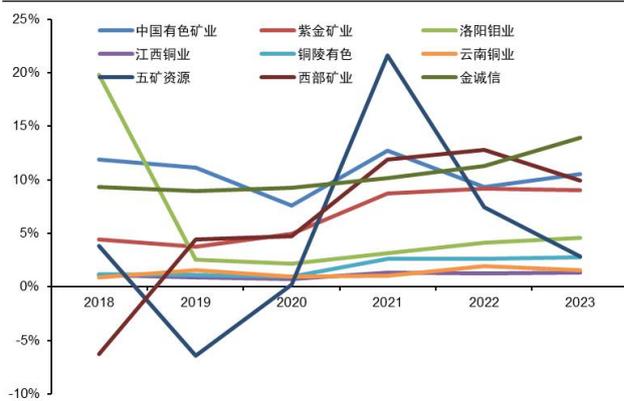
盈利能力方面，公司毛利率和净利率处于行业偏高水平，这主要是得益于公司铜冶炼原料自给率相对较高，且没有大体量的贸易业务。公司 2023 年 ROE 能达到 15.84%，ROA 能达到 14.81%，均居于行业领先水平。

图35: 行业内公司毛利率对比



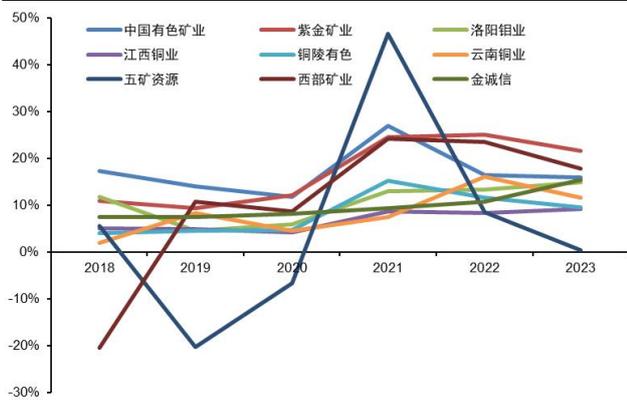
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 行业内公司净利率对比



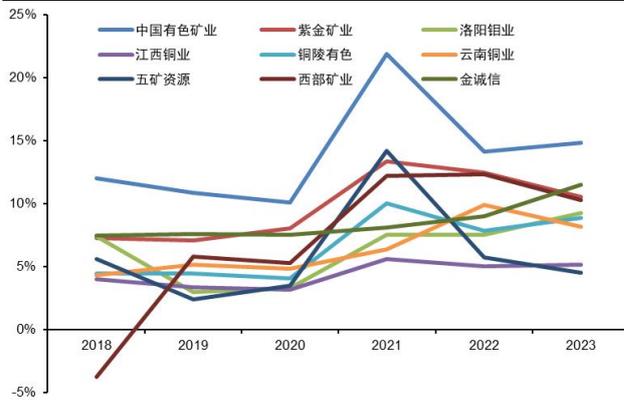
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 行业内公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 行业内公司 ROA 对比

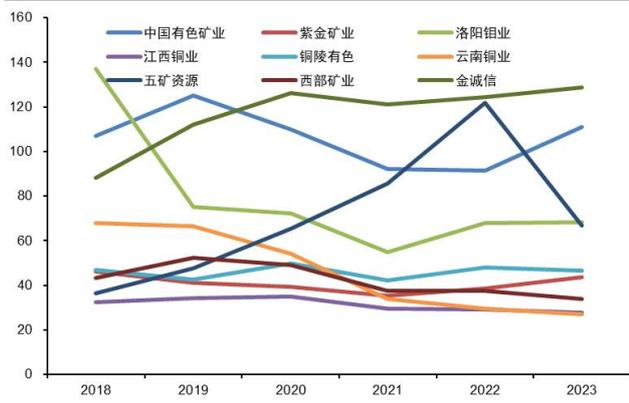


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力

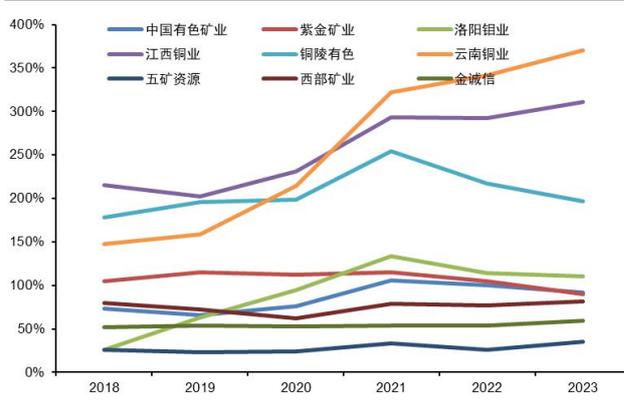
营运能力方面，公司存货周转天数相比同行其他公司会更长一些，总资产周转率相比同行其他公司会更低一些，我们认为主要是由于公司冶炼规模体量相比同行其他公司更小一些，而纯冶炼环节周转率更高。

图39: 行业内公司存货周转天数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 行业内公司总资产周转率对比

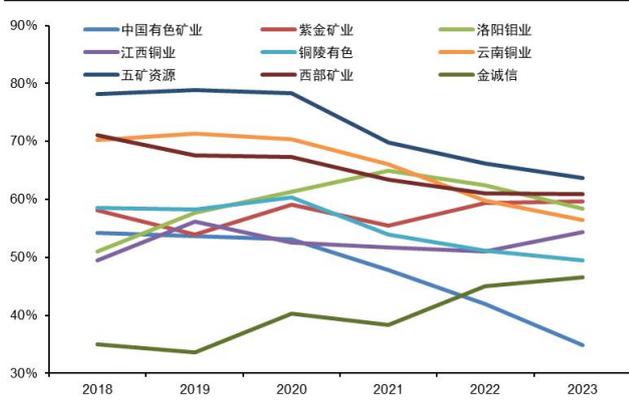


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

偿债能力

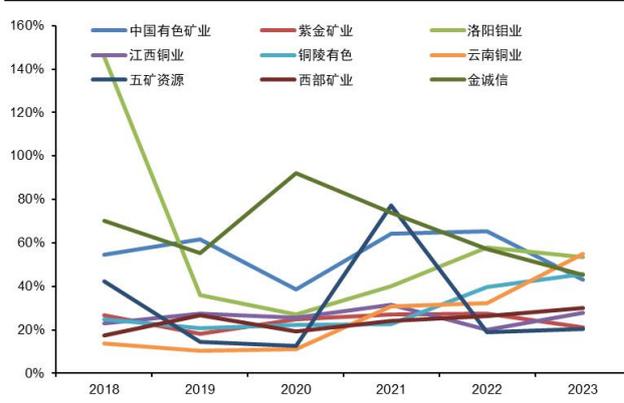
偿债能力方面, 公司资产结构稳健, 截止至 2023 年年末, 资产负债率仅为 34.90%, 远低于同行其他可比公司; 另外, 流动性风险指标货币资金/流动负债同样要优于同行其他可比公司。

图41: 行业内公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 行业内公司货币资金/流动负债对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

2024-2026 年 LME 铜均价分别为 9500、10000、10500 美金/吨。短期来看, 产业层面最突出矛盾是铜矿短缺, 尤其是在巴拿马铜矿停产后, 影响持续存在, 现货加工费指数跌至 10 美元/吨以下, 对铜价有向上驱动。从中长期角度来看, 过去十年全球有色矿业资本开支总体不足, 新发现铜矿难度显著增加, 制约了中长期铜矿供应释放的空间; 需求端, 铜作为新能源领域发展的关键金属, 风电、光伏、新能源车等领域都会拉动铜需求增长; 所以全球铜中长期供应不足的问题可能会逐步凸显。基于此我们假设未来铜价中枢有望稳步提升;

2024-2026 年公司自有矿山产铜分别为 17.46、17.96、17.96 万吨，且自有矿山产火法铜和湿法铜的成本相对稳定；

2024-2026 年公司硫酸产量分别为 100、100、100 万吨，销量分别为 75、75、75 万吨，且自产硫酸成本相对稳定；

2024-2026 年公司期间费用保持相对稳定。

表7：主营业务营收及毛利预测

	单位	2022	2023	2024	2025	2026
商品价格假设						
LME 铜	美金/吨	8,784.37	8,520.94	9,500.00	10,000.00	10,500.00
硫酸	美金/吨	300.00	288.00	250.00	250.00	250.00
产销量假设						
粗铜及阳极铜产量	吨	319,398.00	285,733.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
其中：自有矿山生产粗铜及阳极铜	吨	75,491.00	87,696.00	91,200.00	96,200.00	96,200.00
粗铜及阳极铜销量	吨	325,049.00	284,784.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
阴极铜产量	吨	140,684.00	142,423.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00
其中：自有矿山生产阴极铜	吨	75,695.00	81,652.00	83,400.00	83,400.00	83,400.00
阴极铜销量	吨	146,808.00	140,454.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00
硫酸产量	吨	1,010,164.00	955,360.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
硫酸销量	吨	705,470.00	736,183.00	750,000.00	750,000.00	750,000.00
营收&成本假设						
粗铜及阳极铜营业收入	百万美金	2,622.74	2,220.19	2,622.00	2,760.00	2,898.00
粗铜及阳极铜营业成本	百万美金	2,468.59	1,934.03	2,237.62	2,312.26	2,406.01
粗铜及阳极铜营业毛利	百万美金	154.15	286.16	384.38	447.74	491.99
粗铜及阳极铜毛利率		5.88%	12.89%	14.66%	16.22%	16.98%
阴极铜营业收入	百万美金	1,155.33	1,074.27	1,197.00	1,260.00	1,323.00
阴极铜营业成本	百万美金	695.96	633.66	699.27	724.74	750.21
阴极铜营业毛利	百万美金	459.36	440.61	497.73	535.26	572.79
阴极铜毛利率		39.76%	41.01%	41.58%	42.48%	43.29%
硫酸营业收入	百万美金	212.12	212.26	187.50	187.50	187.50
硫酸营业成本	百万美金	70.06	75.77	75.00	75.00	75.00
硫酸营业毛利	百万美金	142.06	136.49	112.50	112.50	112.50
硫酸毛利率		66.97%	64.30%	60.00%	60.00%	60.00%
归母净利润	百万美金	266.27	277.65	403.85	450.06	486.24

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 41.14/43.15/45.16 亿美元，年增速分别为 14.08%/4.89%/4.66%，归属母公司净利润分别为 4.04/4.50/4.86 亿美元，年增速分别为 45.46%/11.44%/8.04%，每股收益分别为 0.10/0.12/0.12 美元。

表8: 未来 3 年盈利预测表

	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	百万美元	4,094.72	3,606.42	4,114.03	4,315.03	4,516.03
营业成本	百万美元	3,287.50	2,728.96	3,085.50	3,185.61	3,304.83
分销及销售费用	百万美元	39.76	10.57	12.34	12.95	13.55
行政开支	百万美元	167.45	199.12	205.70	215.75	225.80
融资成本	百万美元	33.92	32.80	37.03	38.84	40.64
除税前利润	百万美元	552.51	558.62	769.24	857.25	926.17
利润总额	百万美元	385.14	381.44	538.47	600.08	648.32
归属于母公司净利润	百万美元	266.27	277.65	403.85	450.06	486.24
EPS	美元	0.07	0.07	0.10	0.12	0.12
ROE		15.86%	15.07%	17.98%	16.69%	15.28%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 9.79-11.25 港元

公司聚焦于铜行业发展, 我们认为, 从中长期角度来看, 过去十年全球有色矿业资本开支总体不足, 新发现铜矿的难度显著增加, 制约了中长期铜矿供应释放的空间, 在资源为王的背景之下, 我们更关注自有矿山有成长性的铜企。中国有色矿业是全球领先的铜生产商, 深耕赞比亚和刚果(金)多年。公司 2023 年自有矿山产铜合计约 16.93 万吨, 原料自给率 39.55%; 公司目前在建和筹建矿山项目共有 4 个, 待所有项目都完成之后, 自有矿山年产铜金属量将达到约 30 万吨, 中长期成长性值得期待。

估值假设条件见下表:

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	0.0%	1.1%	-11.9%	14.1%	4.9%	4.7%	3.5%
营业成本/营业收入	0.0%	80.3%	75.7%	75.0%	73.8%	73.2%	76.0%
管理费用/营业收入	3.0%	4.1%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用/销售收入	2.0%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	36.1%	30.8%	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	30.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.80%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价 (美元)	0.89	Ke	11.50%
发行在外股数 (百万)	3902	E/(D+E)	88.69%
股票市值 (E, 百万美元)	3472	D/(D+E)	11.31%
债务总额 (D, 百万美元)	443	WACC	10.43%
Kd	3.00%	永续增长率 (10年后)	0.25%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 9.79-11.25 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）

		WACC 变化				
		9.43%	9.93%	10.43%	10.93%	11.43%
永续 增长 率变 化	0.75%	12.16	11.41	10.74	10.13	9.59
	0.50%	11.97	11.25	10.60	10.01	9.48
	0.25%	11.79	11.09	10.46	9.90	9.38
	0.00%	11.63	10.95	10.34	9.79	9.28
	-0.25%	11.47	10.81	10.22	9.68	9.19

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：9.70-10.51 港元

铜板块选取可比上市公司包括紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业、五矿资源、西部矿业和金诚信。其中，**紫金矿业**在全球范围内拥有一批世界级高品质矿产资源，快速成长为金属矿业行业全球化企业，公司 2023 年矿产金产量 67.7 万吨，矿产铜产量 101 万吨；**洛阳钼业**在全球范围内拥有多金属品种的布局，能有效降低风险，其在刚果（金）拥有两座世界级铜钴矿山，目前仍有巨大增长潜力；**江西铜业**拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链，是国内最大的铜加工生产商；**铜陵有色**同样拥有从矿山采选至铜产品加工的完整产业链，于 2023 年 8 月收购控股股东旗下世界特大型铜矿-厄瓜多尔米拉多铜矿；**云南铜业**是一家铜勘探、采选、冶炼、销售一体化的大型铜产业集团，于 2023 年 6 月托管控股股东 Toromocho 铜矿；**五矿资源**聚焦于海外矿产资源开发，以铜矿和铅锌矿为主，其中公司所拥有的秘鲁 Las Bambas 铜矿是一座世界级的铜矿山；**西部矿业**是国内领先的铜矿生产企业，重点项目玉龙铜矿改扩建项目已顺利投产，另有集团锂资源股权的注入，产业结构持续升级；**金诚信**深耕矿服领域，且在矿山资源端已布局多个优质的铜矿和磷矿项目，具有较强的成长性。根据 Wind 一致预期数据显示，这些可比上市公司 2024 年平均估值水平在 15 倍左右。考虑到中国有色矿业深耕赞比亚和刚果（金）市场多年，铜冶炼原料自给率较高，自有矿山铜产量有望稳步提升，结合铜价中枢有望稳步提升的判断，给予公司 2024 年 12-13 倍的估值目标，对应股价区间 9.70-10.51 港元。

表12: 可比公司估值情况

代码	公司简称	股价		EPS			PE				PB	总市值 百万元
		20240611	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		
1258.HK	中国有色矿业	6.95	0.58	0.81	0.90	0.97	12.0	8.6	7.7	7.1	1.9	27119
601899	紫金矿业	17.00	0.80	1.00	1.26	1.44	21.3	17.0	13.5	11.8	4.0	436941
603993	洛阳钼业	8.13	0.38	0.50	0.57	0.62	21.4	16.1	14.3	13.1	2.9	168552
600362	江西铜业	24.48	1.88	2.26	2.55	2.62	13.0	10.8	9.6	9.4	1.2	71093
000630	铜陵有色	3.73	0.21	0.32	0.36	0.43	17.8	11.8	10.4	8.7	1.3	47718
000878	云南铜业	13.11	0.79	1.10	1.22	1.38	16.6	11.9	10.8	9.5	1.9	26268
1208.HK	五矿资源	3.03	0.01	0.16	0.37	0.43	387.7	18.4	8.3	7.0	2.2	36751
601168	西部矿业	18.15	1.17	1.53	1.68	1.85	15.5	11.9	10.8	9.8	2.9	43251
603979	金诚信	52.26	1.71	2.83	3.74	4.53	30.6	18.5	14.0	11.5	4.3	32272

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

备注：紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业、五矿资源、西部矿业和金诚信盈利预测采用 Wind180 天一致预测；另外，中国有色矿业和五矿资源数据已换算成港元。

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 9.79-10.51 港元之间,2024 年动态市盈率 12-13 倍,相对于公司目前股价有 40.80%-51.19%溢价空间。考虑公司具备较好的成长性,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 9.79-10.51 港元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.25%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司来进行比较,考虑到公司自身在生产经营等各方面存在一定的竞争优势,但考虑到港股有色上市公司平均估值相比于 A 股有色上市公司平均估值要低一些,最终给予公司 2024 年 12-13 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置都加入了很多个人的判断:

基于对产业格局和供需基本面的判断,我们认为:全球大宗金属价格有望维持高位,尤其是在全球范围内能源危机冲击、地缘政治风险爆发及新能源需求大增等背景之下,加剧了矿产资源的供需错配。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化,比如供给超预期释放,或需求增长速度不及预期,从而导致大宗金属价格有可能大幅下跌的风险。

政策和环境风险

公司在赞比亚和刚果(金)拥有众多矿山资源的采矿权,在开发资源的同时也承担着保护环境的任务,如若管理不善可能会造成环境风险。另外,海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险,比如刚果(金)政府曾提出来矿业企业要征收“暴利税”,即单一产品于某个会计年度的平均有效售价高于其可研报告当中预测的该年度平均售价的 25%,则超额利润税将按照该产品该会计年度的 EBITDA 与可研报告当中预测的差额适用税率为 50%,此项政策目前还未执行过,如若实行,则会增加企业自有矿山产铜的成本。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。另外，公司主要经营主体都在海外市场，存在汇率波动的风险。

市场风险

公司在全球矿山行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)						利润表 (百万美元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	733	492	637	973	1354	营业收入	4095	3606	4114	4315	4516
应收款项	537	595	688	733	779	营业成本	3287	2729	3085	3186	3305
存货净额	820	861	1005	1045	1091	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	126	69	86	95	104	销售费用	40	11	12	13	14
流动资产合计	2246	2128	2527	2956	3438	管理费用	167	199	231	241	251
固定资产	1591	1518	1591	1654	1704	财务费用	(34)	(33)	(37)	(39)	(41)
无形资产及其他	121	100	75	50	25	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	63	74	74	74	74	资产减值及公允价值变动	0	0	(4)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(97)	(134)	(49)	(53)	(56)
资产总计	4021	3820	4266	4733	5242	营业利润	537	566	769	857	926
短期借款及交易性金融负债	178	177	250	275	302	营业外净收支	16	(8)	0	0	0
应付款项	719	719	678	691	707	利润总额	553	559	769	857	926
其他流动负债	228	243	282	291	301	所得税费用	170	177	231	257	278
流动负债合计	1124	1140	1210	1257	1311	少数股东损益	118	104	135	150	162
长期借款及应付债券	352	0	0	0	0	归属于母公司净利润	264	278	404	450	486
其他长期负债	213	193	193	193	193						
长期负债合计	564	193	193	193	193	现金流量表 (百万美元)					
负债合计	1688	1333	1403	1450	1504	净利润	264	278	404	450	486
少数股东权益	670	644	738	843	957	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1663	1842	2125	2440	2780	折旧摊销	237	211	198	208	219
负债和股东权益总计	4021	3820	4266	4733	5242	公允价值变动损失	0	0	4	5	5
						财务费用	(34)	(33)	(37)	(39)	(41)
关键财务与估值指标						营运资本变动	213	(57)	(256)	(71)	(75)
每股收益	0.07	0.07	0.10	0.12	0.12	其它	118	104	94	105	113
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.03	0.04	经营活动现金流	832	536	444	696	749
每股净资产	0.43	0.47	0.54	0.63	0.71	资本开支	0	(138)	(250)	(250)	(250)
ROIC	14%	17%	20%	21%	22%	其它投资现金流	(30)	(80)	0	0	0
ROE	16%	15%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(30)	(218)	(250)	(250)	(250)
毛利率	20%	24%	25%	26%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	20%	21%	22%	负债净变化	(497)	(352)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	25%	26%	26%	支付股利、利息	0	0	(121)	(135)	(146)
收入增长	1%	-12%	14%	5%	5%	其它融资现金流	317	145	73	25	28
净利润增长率	-26%	5%	45%	11%	8%	融资活动现金流	(676)	(558)	(49)	(110)	(118)
资产负债率	59%	52%	50%	48%	47%	现金净变动	126	(241)	145	336	381
息率	0.0%	0.0%	3.5%	3.9%	4.2%	货币资金的期初余额	607	733	492	637	973
P/E	13.2	12.5	8.6	7.7	7.1	货币资金的期末余额	733	492	637	973	1354
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	企业自由现金流	732	472	259	517	575
EV/EBITDA	6.2	5.5	4.8	4.4	4.2	权益自由现金流	707	288	357	569	631

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

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 层
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