

# 五矿资源 (01208)

## 高成长属性的国际铜资源龙头

### 投资要点:

#### 国际化矿业翘楚，坐拥世界级矿产资源

公司主要从事铜、锌采选业务，主要产品为铜、锌和少量包括金、银、铅和钼在内的副产品。公司实际控制人为中国五矿，截至2023年12月31日，中国五矿持有公司67.55%股份。公司是中国五矿旗下海外上游基本金属资源的开发平台，目前公司在南美洲、非洲与澳洲拥有5个运营矿山；其中，公司旗舰级资产Las Bambas铜矿是世界产量前五的铜矿之一，Dugald River则为全球十大锌矿之一。

#### Las Bambas铜矿运营改善，贡献公司主要利润

2023年，公司实现营业收入43.47亿美元，同比增长33.57%；归母净利润900万美元，同比下降94.78%；主要系2023年铜、锌价格同比下滑与矿山成本抬升因素导致。2023年3月以来，Las Bambas项目的社区问题得到缓和，生产运营保持稳定，2023年，Las Bambas铜精矿含铜产量为30.20万吨，同比增长18.5%。2023年，Las Bambas项目EBITDA为13.97亿美元，同比增长24.5%，占公司EBITDA总额的95.5%，贡献公司主要利润。

#### 完成收购Khoemacau矿山，增长潜力可观

2024年3月，公司完成以17.35亿美元收购位于非洲博兹瓦纳的Khoemacau矿山。该矿于2021年建成投产，预计矿山寿命超过20年；现年均生产铜精矿含铜5-6.5万吨，公司计划于2028或2029年前将铜精矿产能提升至13万吨/年。扩建项目达产后，铜C1成本预计为1.55美元/磅，位于全球铜矿成本曲线的前50分位。Khoemacau矿山是公司铜板块的核心资产，将助力公司实现成为前十大上市铜生产商之一的发展目标。

#### 多个扩建项目持续推进，铜产量有望持续增长

2023年，公司实现铜总产量（铜精矿含铜与电解铜）34.7万吨，同比增长13.8%；锌精矿含锌产量20.35万吨，同比下降9.4%。2024年，公司计划实现铜产量31.9-36.4万吨、锌产量22.5-25万吨。公司Kinsevere扩建项目计划于2024年下半年投产，Las Bambas的Chalcobamba开发项目已于2024年2月启动建设，叠加成长潜力充足的新兴Khoemacau矿山在产与扩建项目的产量释放，公司铜产量有望实现逐年增长。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为44.82/51.27/57.50亿美元，分别同比增长3.11%/14.40%/12.15%；归母净利润分别为2.60/3.65/4.67亿美元，分别同比增长2793%/40.35%/27.81%，3年CAGR 273%。基于公司铜产量有望增长，叠加铜价上行周期，公司业绩增长动能强劲，我们给予公司2024年25倍PE，目标价4.19港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**项目建设进展不及预期；金属价格大幅下跌风险；地缘政治及政策风险；安全环保风险；ESG相关风险。

行业：有色金属/工业金属  
投资评级：买入（首次）  
当前价格：2.98 港元  
目标价格：4.19 港元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	12,129.01/12,129.01
流通市值(百万港元)	36,144.46
每股净资产(元)	1.88
资产负债率(%)	66.98
一年内最高/最低(港元)	4.51/1.75

### 股价相对走势



### 作者

分析师：丁士涛  
执业证书编号：S0590523090001  
邮箱：dingsht@glsc.com.cn  
分析师：刘依然  
执业证书编号：S0590523110010  
邮箱：liuyr@glsc.com.cn  
分析师：周志璐  
执业证书编号：S0590524060001  
邮箱：zhouzhl@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	3254.2	4346.5	4481.5	5127.0	5749.8
增长率(%)	-23.5%	33.6%	3.1%	14.4%	12.1%
EBITDA(百万美元)	1535.4	1461.9	1751.2	2029.1	2288.7
归母净利润(百万美元)	172.4	9.0	260.3	365.4	467.0
增长率(%)	-74.2%	-94.8%	2792.67%	40.35%	27.81%
EPS(美元)	0.01	0.001	0.02	0.03	0.04
市盈率(P/E)	26.8	514.2	17.8	12.7	9.9
市净率(P/B)	2.2	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.1	11.3	9.2	7.7	6.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月14日收盘价

### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

公司多个扩建项目持续推进，铜产量有望实现逐年增长。Kinsevere 扩建项目计划于 2024 年下半年投产、2025 年全面达产，铜产量将由 4 万吨提升至 8 万吨/年。Las Bambas 的 Chalcobamba 矿区开发项目已于 2024 年 2 月启动建设，矿区全面投产后，将支撑 Las Bambas 矿山铜产量回升至 35-40 万吨/年。另外，Khoemacau 矿山铜产量为 5-6.5 万吨/年，公司计划于 2028 或 2029 年前将产能提升至 13 万吨/年。在铜价上行周期背景下，公司矿山铜业务有望量价齐升，驱动公司业绩持续高增长。

### 不同于市场的观点

市场认为由于公司铜资产主要分布于南美洲、非洲等国家和地区，项目的生产经营经常遭到当地社区抗议、工会罢工等事件影响，导致公司的铜产销量常低于预期。而我们认为，随着公司与社区方面的持续积极对话，社区问题已经得到逐步解决；2023 年 3 月以来，矿山的运营与道路运输状况持续保持相对稳定的状态。Chalcobamba 矿区于 2024 年 2 月启动建设，公司与 5 家 Huancuire 社区公司签订的合同已延长至 2024 年底，体现了公司与社区关系已经得到显著改善。

### 核心假设

1) 公司主要产品销量预测：我们预计 2024-2026 年公司铜销量分别为 37.8/42.9/48.1 万吨、锌销量分别为 22.5/24.0/24.5 万吨。

2) 公司主要产品价格预测：我们假设 2024-2026 年国际铜价分别为 9350/9450/9550 美元/吨、锌价分别为 2700/2750/2780 美元/吨。

3) 公司单位铜/锌当量经营费用预测：我们预计 2024-2026 年 Las Bambas 单位铜当量经营费用分别为 5100/5050/5050 美元/吨；Dugald River 单位锌当量经营费用分别为 1710/1700/1700 美元/吨。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 44.82/51.27/57.50 亿美元，分别同比增长 3.11%/14.40%/12.15%；归母净利润分别为 2.60/3.65/4.67 亿美元，分别同比增长 2793%/40.35%/27.81%，3 年 CAGR 为 273%；以美元兑港币汇率 7.81 折算，EPS 分别为 0.17/0.24/0.30 港元。基于公司铜产量有望持续增长，叠加铜价上行周期，公司业绩增长动能强劲，我们给予公司 2024 年 25 X PE，目标价 4.19 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- **铜产量持续增长**：随着 Kinsevere 扩建项目、Las Bambas 的 Chalcobamba 开发项目的陆续投产，叠加成长潜力充足的新兴 Khoemacau 矿山的在产与扩建项目逐步释放产量，公司铜产量有望实现逐年增长。
- **盈利高弹性**：公司铜产量有望增长叠加铜价进入上行周期，铜业务量价齐升，公司盈利有望彰显高弹性。
- **估值提升**：公司属于具备困境反转逻辑的周期成长股，理应给予比周期股享受更高的估值。

## 正文目录

1. 坐拥世界级矿产资源，盈利高弹性可期.....	5
1.1 国际化矿业翘楚，深耕铜锌资源开发.....	5
1.2 资源禀赋优质，旗舰铜矿贡献主要利润.....	6
1.3 债务组合持续优化，盈利能力改善可期.....	8
2. 矿端供给趋紧，催化铜价中枢上移.....	11
2.1 多重因素扰动，矿端供给趋紧.....	11
2.2 能源结构转型贡献铜需求增量.....	12
2.3 供需缺口持续放大，催化铜价重心上移.....	16
3. 旗舰铜矿运营改善，非洲铜资产助力腾飞.....	18
3.1 Las Bambas：社区问题友好推进，新矿区启动建设.....	18
3.2 Kinsevere：深度资源开发，扩建项目达产在即.....	22
3.3 Khoemacau：高质量新建铜矿，增长潜力可观.....	24
3.4 Dugald River 及 Rosebery：锌业务持续稳产.....	28
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	30
4.1 分业务盈利预测.....	30
4.2 估值与投资建议.....	33
5. 风险提示.....	34

## 图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：公司发展历程.....	6
图表 3：公司主要资产情况.....	6
图表 4：公司矿产资源量情况（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	7
图表 5：公司矿石储量情况（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	7
图表 6：公司主要产品产量情况（万吨）.....	7
图表 7：2023 年公司营业收入分产品占比情况.....	8
图表 8：2023 年公司 EBITDA 分矿山情况（百万美元）.....	8
图表 9：公司营业收入及同比增速（百万美元，%）.....	8
图表 10：公司归母净利润及同比增速（百万美元，%）.....	8
图表 11：公司分项目营业收入情况（百万美元）.....	9
图表 12：公司分项目 EBITDA 情况（百万美元）.....	9
图表 13：公司分项目 EBIT 情况（百万美元）.....	9
图表 14：公司分项目 EBITDA 利润率情况（%）.....	9
图表 15：公司销售净利率/ROE（摊薄）（%）.....	10
图表 16：公司借款及资产负债率（百万美元，%）.....	10
图表 17：公司偿债时间表.....	10
图表 18：公司管理/财务费用（百万美元）.....	10
图表 19：公司经营性现金流/资本开支（百万美元）.....	10
图表 20：铜矿开发投资强度.....	10
图表 21：2000-2023 铜勘探投入（百万美元）.....	11
图表 22：全球 20 家矿企资本支出（亿美元）.....	11
图表 23：各类扰动因素对铜产量的影响（千吨）.....	11
图表 24：全球精炼铜供需平衡（万吨）.....	12
图表 25：中国精炼铜各应用领域占比（%）.....	12
图表 26：2012-2030E 全国光伏新增装机量（GW）.....	13
图表 27：2012-2030E 全球光伏新增装机量（GW）.....	13
图表 28：2012-2023 全国风电新增装机量（GW）.....	13
图表 29：2012-2023 全球风电新增装机量（GW）.....	13
图表 30：全国新能源汽车销量（万辆）.....	14
图表 31：全球新能源汽车销量及同比增速（万辆，%）.....	14
图表 32：全国空调销量及同比增速（万台，%）.....	14

图表 33: 全国冰箱冰柜销量及同比增速 (万台, %)	14
图表 34: 全球精炼铜需求测算	15
图表 35: 全球精炼铜供需平衡表	16
图表 36: LME/SHFE 铜价 (元/吨, 美元/吨)	16
图表 37: LME/COMEX/SHFE/保税区铜库存 (万吨)	16
图表 38: 2019-2024 全国铜社会库存 (万吨)	16
图表 39: 全国铜管月度开工率 (%)	17
图表 40: 全国铜板带月度开工率 (%)	17
图表 41: 全国电解铜制杆月度开工率 (%)	17
图表 42: 全国铜材月度开工率 (%)	17
图表 43: 矿区和运输线路沿途相关社区和城镇	18
图表 44: 公司实施邦巴斯之心项目	18
图表 45: Las Bambas 社区关系恢复历程	19
图表 46: Las Bambas 项目堵路天数 (天)	19
图表 47: Las Bambas 铜入选品位 (%)	19
图表 48: Las Bambas 铜精矿含铜产量及铜 C1 成本情况	19
图表 49: Las Bambas 矿山图示	20
图表 50: Las Bambas“Ferrobamba”矿坑开采阶段	20
图表 51: Las Bambas 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	21
图表 52: Las Bambas 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	21
图表 53: 2022-2024E 全球前二十大铜矿产量情况	22
图表 54: Kinsevere 电解铜产量及 C1 成本情况	23
图表 55: Kinsevere 扩建项目时间表	23
图表 56: Kinsevere 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	23
图表 57: Sokoroshe2/Nambulwa 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	24
图表 58: 卡拉哈里铜矿带图示	25
图表 59: Khoemacau 矿权及周边矿权图示	25
图表 60: Khoemacau 项目矿产资源量 (截至 2023 年 12 月 31 日)	25
图表 61: Khoemacau 项目 5 区矿产资源量情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)	26
图表 62: Khoemacau 扩建项目矿产资源量情况	26
图表 63: 2017-2025 年建设或扩建的铜矿年产量和品位情况	26
图表 64: Khoemacau 扩建项目布局	27
图表 65: Khoemacau 扩建项目及其周边扩产潜力	27
图表 66: Khoemacau 当前勘探成果及长期开发序列	27
图表 67: Khoemacau 项目投产后全球成本曲线位置	28
图表 68: 全球前二十大锌矿产量情况 (2024E)	28
图表 69: Dugald River 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	28
图表 70: Dugald River 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	29
图表 71: Dugald River 锌精矿含锌产量及 C1 成本	29
图表 72: Dugald River 锌年均回收率 (%)	29
图表 73: Rosebery 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	29
图表 74: Rosebery 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)	30
图表 75: Rosebery 锌精矿含锌产量及 C1 成本情况	30
图表 76: 公司主要产品销量预测表	31
图表 77: 公司主要产品销售价格假设表	32
图表 78: 公司单位铜/锌当量经营费用假设表	32
图表 79: 公司分项目营业收入预测表	32
图表 80: 公司分项目 EBITDA 预测表	32
图表 81: 可比公司估值表	33
图表 82: 五矿资源 PE-Band	33
图表 83: 五矿资源 PB-Band	33

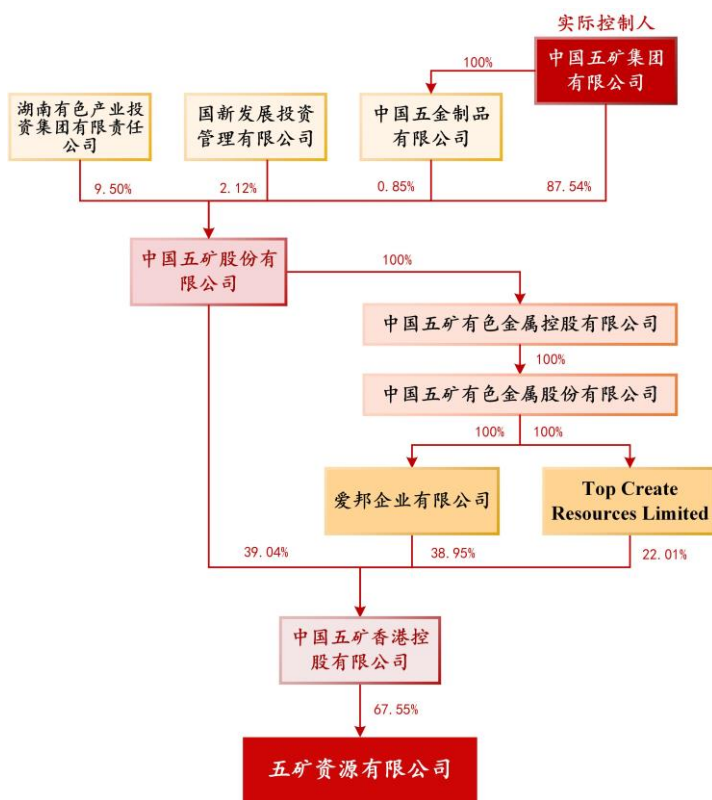


## 1. 坐拥世界级矿产资源，盈利高弹性可期

### 1.1 国际化矿业翘楚，深耕铜锌资源开发

公司前身为东方鑫源(集团)有限公司, 1994年12月15日于联交所主板上市。公司主要从事铜及锌的采选业务, 主要产品为铜、锌和少量包括金、银、铅和钼在内的副产品。公司实际控制人为中国五矿集团有限公司(简称“中国五矿”), 截至2023年12月31日, 中国五矿通过子公司中国五矿香港控股有限公司持有公司67.55%的股份。中国五矿成立于1950年, 是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业。

图表 1: 公司股权结构



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

2010年12月, 公司以18.46亿美元的对价完成对MMG公司的收购, 从而获得五矿有色在澳洲及老挝的铅锌铜等上游金属资源业务。通过上述收购, 公司逐渐由重点经营商品贸易商拓展为中国五矿的海外上游基本金属资源的开发平台, 在向国际性多元化转型进程上迈出重要一步。

2012年3月, 公司完成了对Anvil公司总对价为13.3亿加元的要约收购, 取得位于刚果(金)的Kinsevere铜矿, 公司业务板块拓展至铜。2014年8月, 公司与国新国际投资、中信金属联合收购位于秘鲁的Las Bambas铜矿, Las Bambas铜矿是世界产量前五的铜矿之一, 公司在铜行业的市场地位获得显著提升。

**图表 2：公司发展历程**

第一阶段 (1994-2009) 初始上市与战略布局阶段	第二阶段 (2009-2014) 快速扩张与资源整合阶段	第三阶段 (2014-2017) 资产优化与项目开发阶段	第四阶段 (2017-至今) 持续发展与全球布局阶段
1988年7月 五矿资源有限公司在香港注册成立  1994年12月 五矿资源有限公司在香港联交所上市  2009年6月 中国五矿通过子公司五矿有色收购 OZ Minerals limited的主要资产，成立 MMG	2010年12月 中国五矿下属的五矿资源有限公司收购MMG  2011年9月 为了专注上游资源业务，五矿资源将贸易、加工、下游业务剥离给五矿有色  2012年3月 收购Anvil，获得位于刚果(金)的Kinsevere矿山和Mutoshi项目	2014年8月 MMG(持股62.5%)与国新国际投资及中信金属向嘉能可联合购买Las Bambas  2016年 Las Bambas进入商业化生产；出售Golden Grove、Century，优化资产组合  2017-2018年 Dugald River产出第一批精矿；Rosebery采矿量与选矿量均创百万吨记录	2022年3月 Kinsevere扩建项目获批；Chalcobamba矿坑获监管许可  2023年 Kinsevere生产出首批钴，SokorosheII矿区开始采矿  2024年3月 完成对Cuprous公司的收购，获得位于博茨瓦纳的Khoemacau矿山

资料来源：公司官网，国联证券研究所

## 1.2 资源禀赋优质，旗舰铜矿贡献主要利润

作为领先的国际性多元化矿业公司，公司在南美洲、非洲与澳洲拥有 5 个运营矿山；其中，公司旗舰级资产 Las Bambas 为世界一级铜矿，Dugald River 则为全球十大锌矿之一。2024 年 3 月，公司完成收购位于非洲博茨瓦纳的 Khoemacau 矿山，为公司的投资组合增加了高质量的转型性增长资产。Khoemacau 矿山将成为公司铜业务板块的核心资产，公司铜业务占比有望进一步扩大，助力公司实现成为前十大上市铜生产商之一的发展目标。

**图表 3：公司主要资产情况**

项目	持股比例 (%)	项目地点	资源量 (100%资产基准)	项目亮点
Las Bambas	62.5%	秘鲁	760 万吨铜、120 百万盎司银、2 百万盎司金、20 万吨钼	世界最大铜矿之一，中短期内产量有望进一步提升
Kinsevere	100%	刚果(金)	110 万吨铜、3.6 万吨钴	扩建项目达产后，将实现年铜当量产量约 10 万吨
在产矿山	Dugald River	澳大利亚昆士兰	670 万吨锌、90 万吨铅、42 百万盎司银、7.6 万吨铜、0.03 百万盎司金	全球前十大锌矿，矿山寿命逾 20 年
	Rosebery	澳大利亚塔斯马尼亚	140 万吨锌、45 万吨铅、59 百万盎司银、0.7 百万盎司金、3.9 万吨铜	已运营近 90 年，持续进行生产
	Khoemacau	博茨瓦纳	570 万吨铜、230 百万盎司银	高品位、低成本矿山，扩产后铜年产量约为 13 万吨
开发项目	Izok 项目	加拿大	69 万吨铜、245 万吨锌、26 万吨铅、74 百万盎司银、0.7 百万盎司金	位于极具潜力的成矿带的重要铜锌矿项目

资料来源：Khoemacau Investor Presentation，公司 2023 全年业绩演示报告，公司公告，国联证券研究所

注：Las Bambas、Kinsevere、Dugald River、Rosebery、Izok 项目(含 Izok Lake 和 High Lake)资源量截至 2023 年 6 月 30 日，Khoemacau 矿山资源量截至 2023 年 12 月 31 日

截至 2023 年 6 月 30 日，公司矿产资源量（100%资产基准）为铜 969 万吨、锌 1055 万吨、铅 161 万吨、银 2.92 亿盎司、金 343 万盎司、钼 20 万吨、钴 6.2 万吨。公司具备矿石储量（100%资产基准）为铜 570 万吨、锌 249 万吨、铅 46 万吨、银 1.18 亿盎司、金 118 万盎司、钼 13 万吨、钴 3.1 万吨。

**图表 4：公司矿产资源量情况（截至 2023 年 6 月 30 日）**

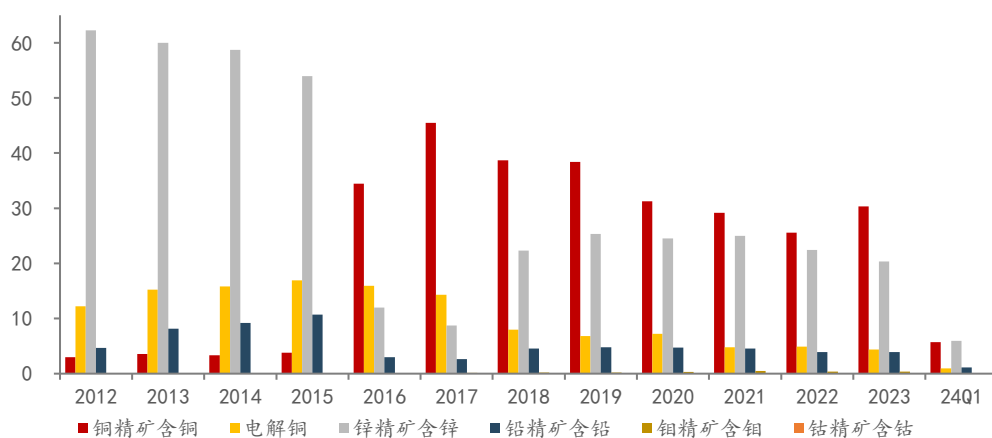
项目	铜 (千吨)	锌 (千吨)	铅 (千吨)	银 (百万盎司)	金 (百万盎司)	钼 (千吨)	钴 (千吨)
Las Bambas	7,600	120				2	200
Kinsevere	1,100						36
Dugald River	76	6,700	900	42	0.03		
Rosebery	39	1,400	450	59	0.7		
High Lake	347	536	50	37	0.6		
Izok Lake	342	1,910	209	34	0.1		
刚果(金)区域	186						25.9
总计	<b>9,690</b>	<b>10,546</b>	<b>1,609</b>	<b>292</b>	<b>3.43</b>	<b>200</b>	<b>61.9</b>

资料来源：公司 2023 全年业绩演示报告，国联证券研究所

**图表 5：公司矿石储量情况（截至 2023 年 6 月 30 日）**

项目	铜 (千吨)	锌 (千吨)	铅 (千吨)	银 (百万盎司)	金 (百万盎司)	钼 (千吨)	钴 (千吨)
Las Bambas	4,900			76	1.0	130	
Kinsevere	741						20
Dugald River		2,200	340	26			
Rosebery	9	290	120	16	0.18		
Sokoroshe II	47						11
总计	<b>5,697</b>	<b>2,490</b>	<b>460</b>	<b>118</b>	<b>1.18</b>	<b>130</b>	<b>31</b>

资料来源：公司 2023 全年业绩演示报告，国联证券研究所

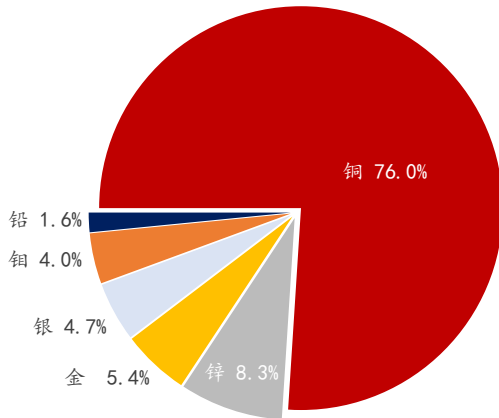
**图表 6：公司主要产品产量情况（万吨）**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2023年，公司实现铜总产量（包括铜精矿含铜与电解铜）34.7万吨，同比增长13.8%；锌精矿含锌/铅精矿含铅/钼精矿含钼产量分别为20.35/3.91/0.38万吨，分别同比-9.4%/+0.3%/+7.9%。公司2024年计划实现铜产量为31.9-36.4万吨、锌产量为22.5-25万吨。

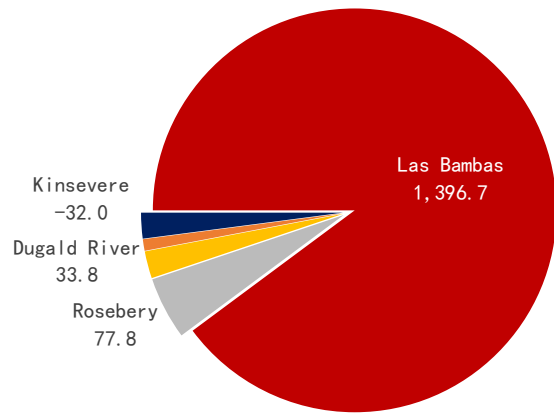
2023年，公司铜/锌/金/银/钼/铅产品分别实现收入33.04/3.59/2.34/2.06/1.76/0.68亿美元，占公司营业收入的比例分别为76.0%/8.3%/5.4%/4.7%/4.0%/1.6%。各矿山盈利情况来看，2023年，公司Las Bambas/Kinsevere/Dugald River/Rosebery项目的EBITDA分别为13.97/-0.32/0.34/0.78亿美元；Las Bambas铜矿的EBITDA占比达到95.5%，贡献公司主要利润。

图表 7：2023 年公司营业收入分产品占比情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 8：2023 年公司 EBITDA 分矿山情况（百万美元）

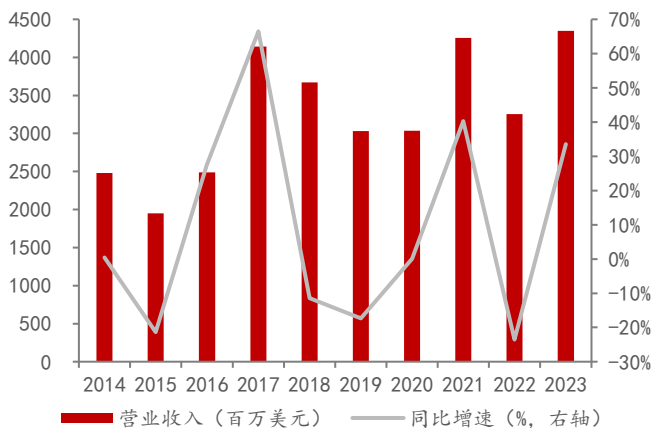


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 债务组合持续优化，盈利能力改善可期

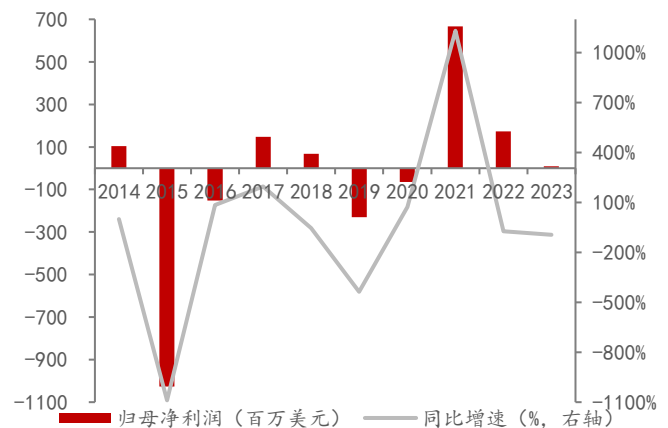
2018-2023年，公司营业收入表现出明显的波动性。2018-2021年公司营业收入表现出稳步增长，从2018年的36.70亿美元逐步攀升至2021年的42.55亿美元，这一阶段的增长主要得益于公司各个矿山，特别是Las Bambas矿山的产销量稳步增长。Las Bambas作为公司的重要项目，对营业收入的贡献尤为显著，2018-2023年Las Bambas矿山收入占比均高于64%。

图表 9：公司营业收入及同比增速（百万美元，%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 10：公司归母净利润及同比增速（百万美元，%）



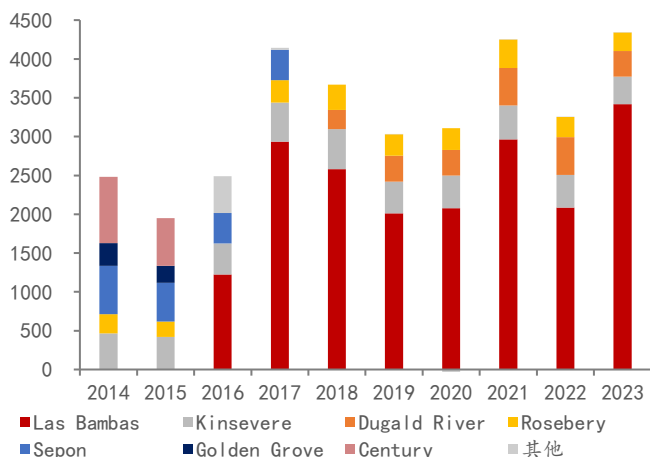
资料来源：iFinD，国联证券研究所



2018-2023年, Las Bambas 矿山在 2021 年和 2023 年表现尤为出色, 分别实现了 29.65 亿美元和 34.17 亿美元的营业收入, 显示出其在金属铜价格上涨情况下的强劲增长。这一表现与其他矿山相比, 尤为突出, 其中 Kinsevere、Dugald River 和 Rosebery 虽然也贡献稳定, 但其营收规模和增长幅度均不及 Las Bambas。

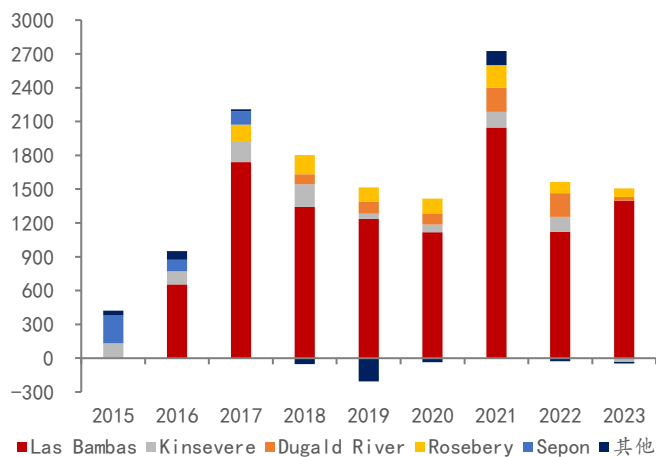
2023 年, 公司实现归母净利润 0.09 亿美元, 同比下降 94.78%; 主要由于 Kinsevere 与 Dugald River 矿山业绩下滑较显著。2023 年, Kinsevere/Dugald River 矿山的 EBITDA 分别同比下降 124.3%/83.9%。其中, Kinsevere 矿山业绩下滑主要由于第三方矿石用量增加, 导致生产成本抬升, 以及国家电网供电不稳定导致选矿量下降; Dugald River 矿山则由于 2023 年 2 月 15 日发生安全事故后暂停运营 34 天, 导致产量下降。

图表 11: 公司分项目营业收入情况 (百万美元)



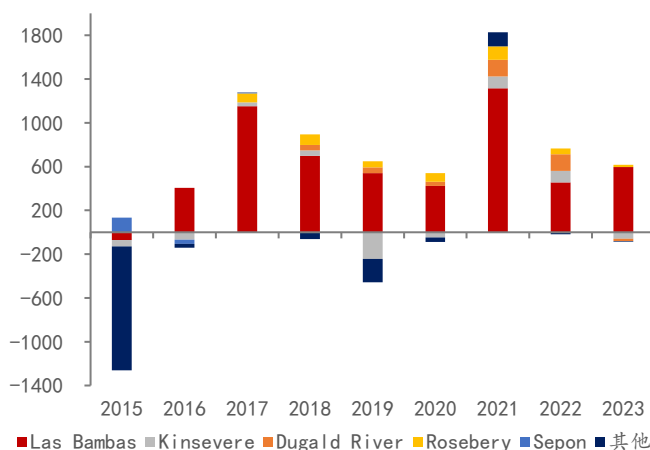
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 12: 公司分项目 EBITDA 情况 (百万美元)



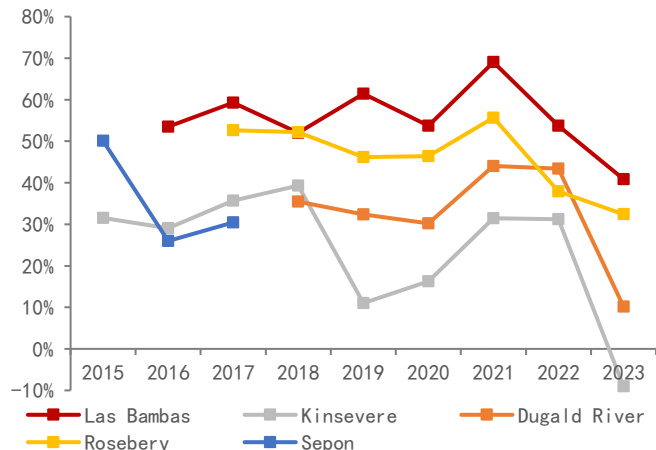
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 13: 公司分项目 EBIT 情况 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

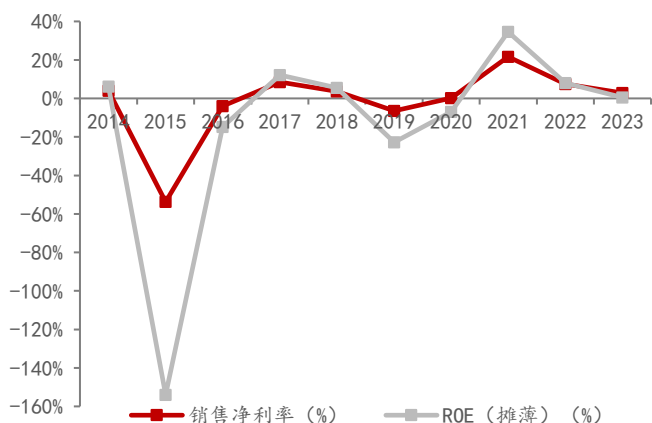
图表 14: 公司分项目 EBITDA 利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

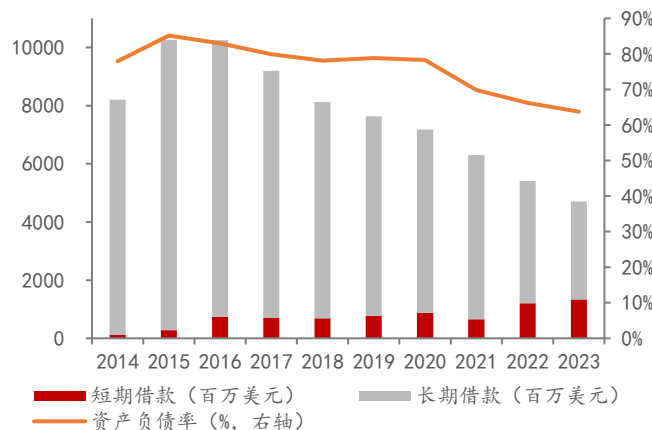
近年来, 公司债务结构持续优化, 2018-2023 年, 公司短期借款与长期借款总额自 81.31 亿美元下降至 47.07 亿美元。公司积极管理流动资金需求, 以降低流动性风险和财务成本。2018-2023 年, 公司的资产负债率从 78.15% 逐年下降至 63.77%。公司增强其资本结构, 提高财务稳定性和偿债能力, 通过长期融资支持其业务扩张和长期增长战略。公司的财务费用从 2018 年的 5.27 亿美元开始逐年下降, 至 2022 年降至 2.85 亿美元。2023 年, 公司财务费用为 3.42 亿美元, 同比增加 0.57 亿美元, 主要系加息环境下导致净利息开支增加。

图表 15: 公司销售净利率/ROE (摊薄) (%)



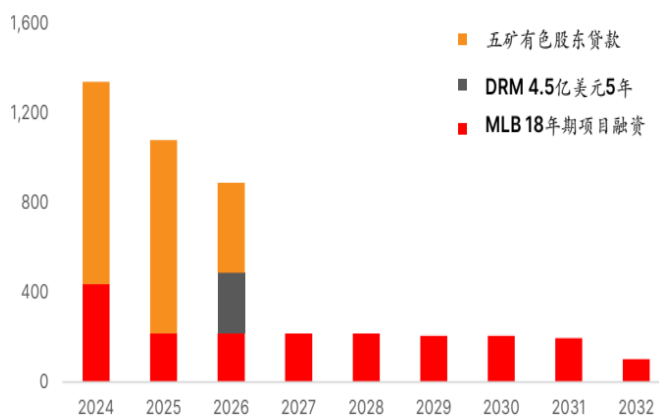
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 16: 公司借款及资产负债率 (百万美元, %)



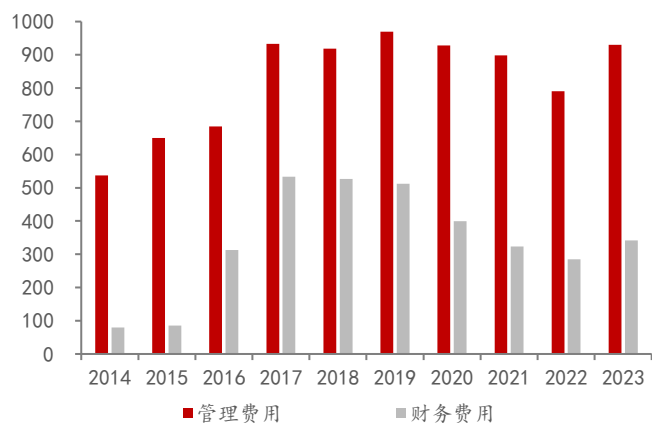
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 17: 公司偿债时间表



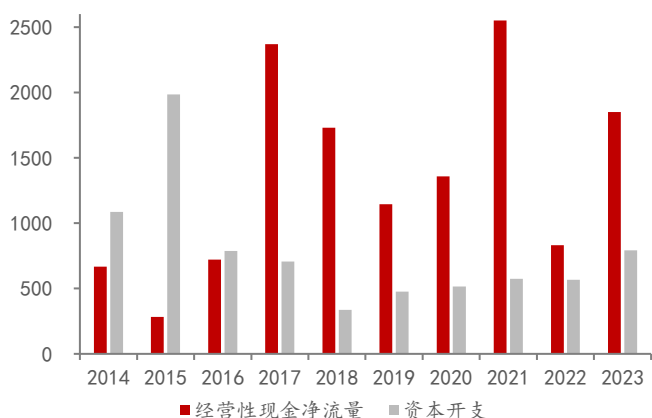
资料来源: 公司 2023 全年业绩演示报告, 国联证券研究所

图表 18: 公司管理/财务费用 (百万美元)



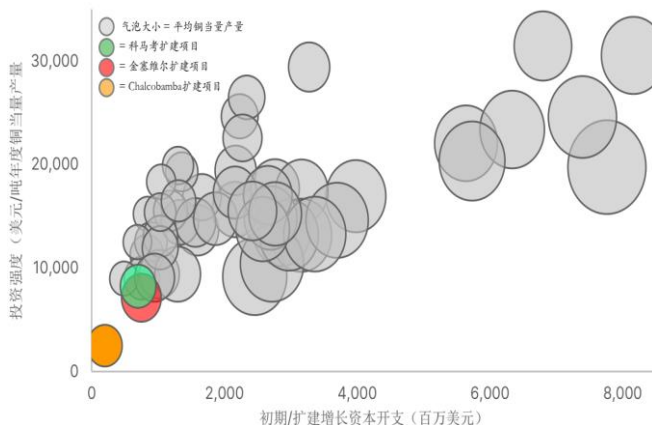
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 19: 公司经营性现金流/资本开支 (百万美元)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 20: 铜矿开发投资强度



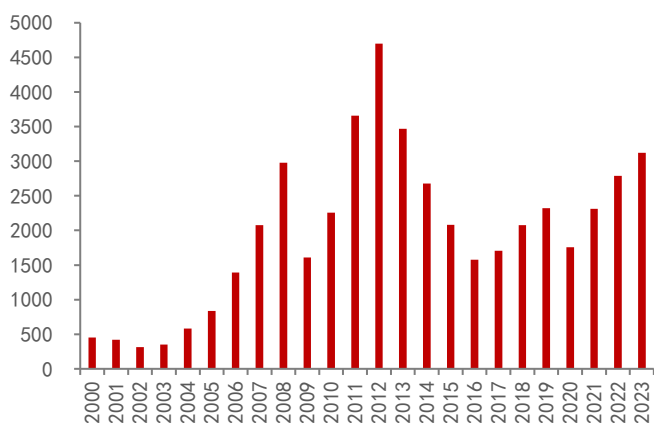
资料来源: 公司 2023 全年业绩演示报告, 国联证券研究所

## 2. 矿端供给趋紧，催化铜价中枢上移

### 2.1 多重因素扰动，矿端供给趋紧

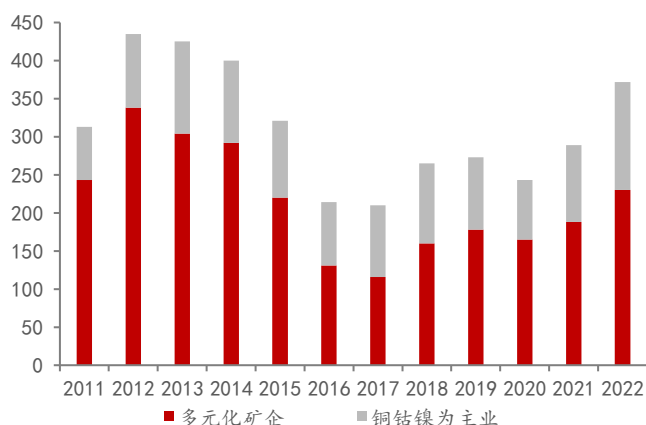
资本开支规模缩减，勘探投入下滑。铜矿勘探投入在 2012 年达到顶峰后，全球铜领域勘探投入出现阶段式收缩；根据 S&P，2011-2015 年全球铜领域勘探投入总计 165.9 亿美元，而 2016-2020 年铜勘探投入降至 94.4 亿美元，同比下降 43.1%。铜矿开采时间周期较长，据全球地质矿产信息网统计，全球最大的 35 个矿山从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年。这意味着从中长期来看，全球铜矿的有效供给将呈现刚性化。

图表 21：2000-2023 铜勘探投入（百万美元）



资料来源：S&P，国联证券研究所

图表 22：全球 20 家矿企资本支出（亿美元）

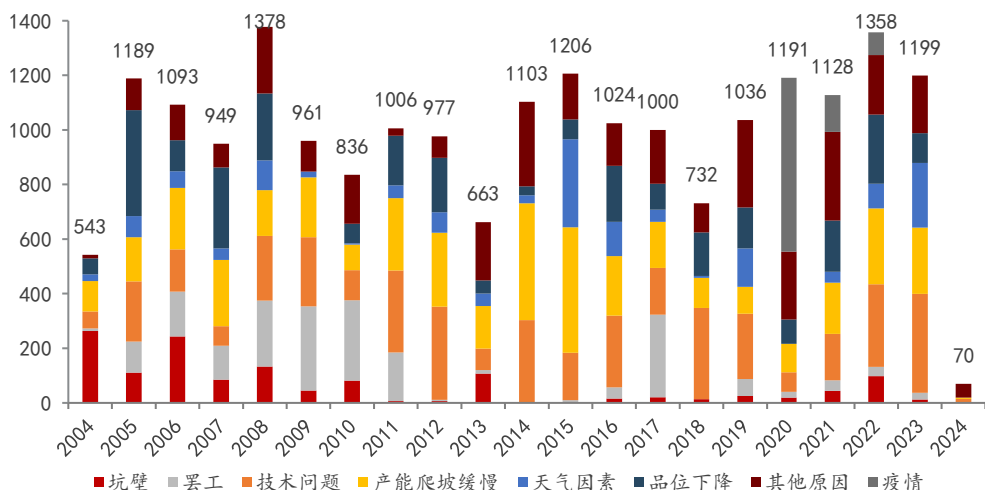


资料来源：IEA，国联证券研究所

注：不含以锂为主业矿企资本支出；多元化矿企中剔除了铁矿石、煤炭等能源产品的资本支出

受铜矿主要资源国矿山品位下降，开采成本抬升，工人、社区问题频发，环境保护诉求强化等因素扰动，全球铜精矿供给增长的不确定因素强化。根据 Wood Mackenzie，2023 年，由于技术问题/产能爬坡缓慢/天气因素/品位下降/罢工/坑壁不稳定/其他原因影响等因素导致全球铜矿产量较预期分别下降 36.2/24.3/23.7/11.0/2.5/1.2/21.0 万吨，合计影响量 119.9 万吨，占原预期铜矿产量的 5.1%。

图表 23：各类扰动因素对铜产量的影响（千吨）

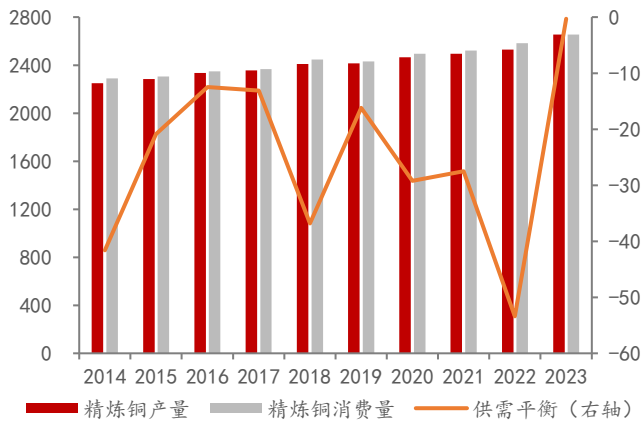


资料来源：Wood Mackenzie，国联证券研究所

## 2.2 能源结构转型贡献铜需求增量

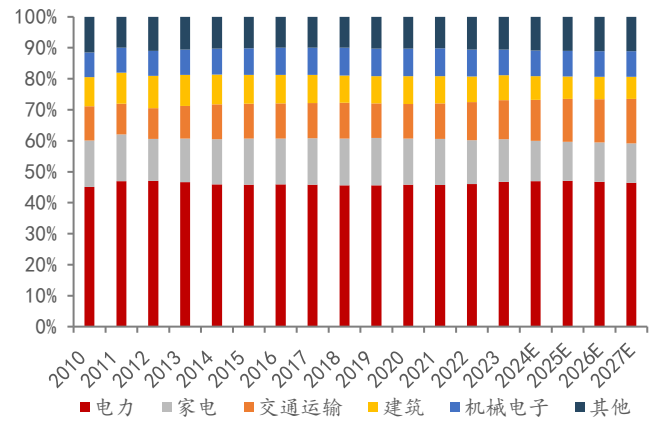
铜以导电、导热、耐磨、易铸造、机械性能好、易制成合金等性能，被广泛地应用于电气工业、机械制造、运输、建筑、电子信息、能源、军事等各领域。根据 ICSG，2023 年全球精炼铜消费量为 2701.3 万吨，同比增长 4.6%。根据 SMM，2023 年中国精炼铜消费量为 1536 万吨，同比增长 5.5%；其中，电力/家电/交通运输/建筑/机械电子/其他领域精炼铜消费量占比分别为 46.7%/13.8%/12.6%/8.0%/8.3%/10.6%。

图表 24：全球精炼铜供需平衡（万吨）



资料来源：ICSG，国联证券研究所

图表 25：中国精炼铜各应用领域占比 (%)



资料来源：SMM，国联证券研究所

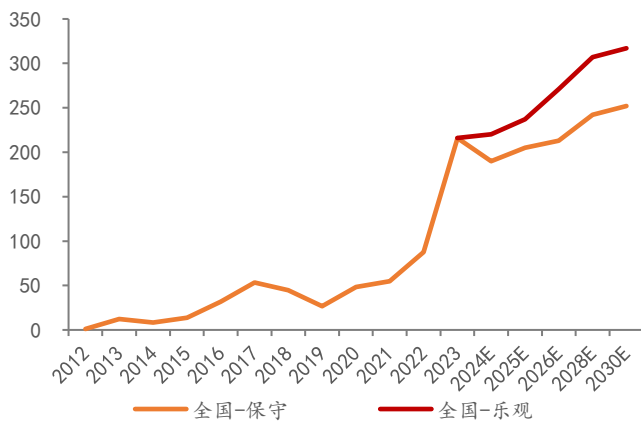
### ➤ 光伏、风电领域

在全球能源转型的大背景下，创建绿色低碳的发展模式已成为全球的普遍共识，以光伏、风电为代表的清洁能源快速发展。根据 CPIA，2024 年，全国光伏新增装机量预计达到 190（保守）/220（乐观）GW，全球光伏新增装机量预计达到 390（保守）/430（乐观）GW。根据 IEA，2024 年，全球海上风电新增装机量预计达到 17.5-20.3 GW，陆上风电新增装机量预计达到 101.5-118.3 GW。

铜在光伏领域的应用主要包括 1) 光伏用铜带：太阳能重要的导电导热原材料，用于制作太阳能集热器板芯、太阳能电池的互联条和汇流带。2) 连接光伏组件、逆变器和并网开关之间的电缆；3) 组件 MC4 接头、光伏逆变器输出接线端子，并网开关的接线端子。根据 Wood Mackenzie，光伏装机耗铜量约为 0.5 万吨/GW。我们以 2024-2026 年全球新增光伏装机量分别为 410/441/477 GW 测算，2024-2026 年全球光伏领域用铜量分别为 205/221/239 万吨，同比增加 10/16/18 万吨。

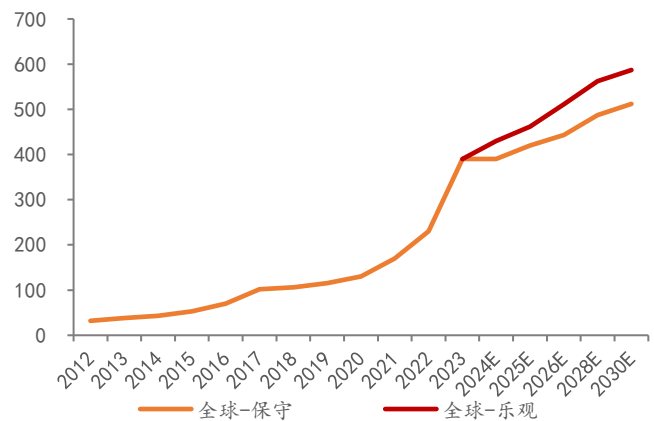


图表 26: 2012-2030E 全国光伏新增装机量 (GW)



资料来源: CPIA, 国联证券研究所

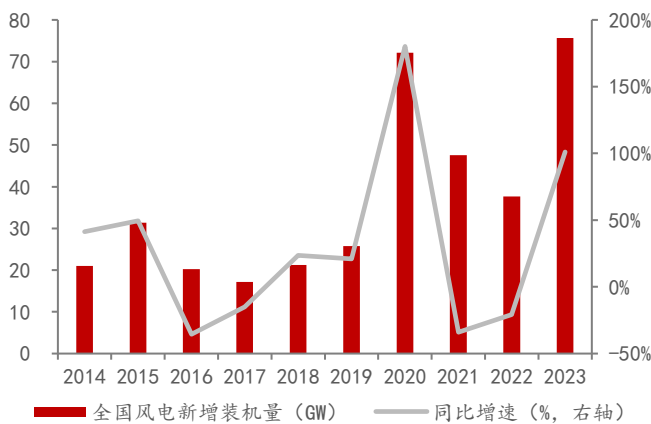
图表 27: 2012-2030E 全球光伏新增装机量 (GW)



资料来源: CPIA, 国联证券研究所

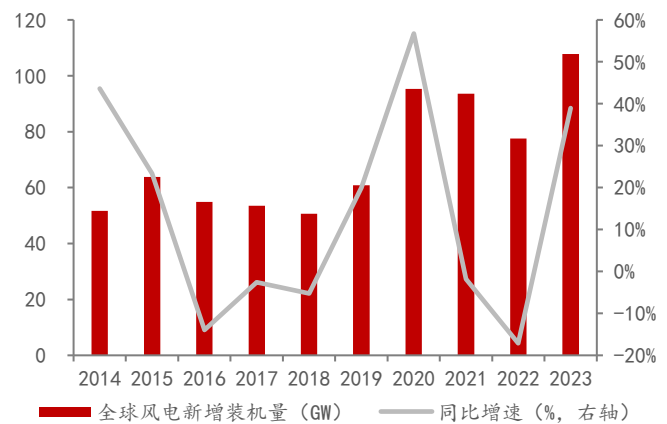
风力发电主要用铜环节为发电机、变压器、电缆、齿轮箱和塔筒电缆等。其中, 陆上风机通过集电器电缆相连至变电站后, 再连接到电气和输电网; 海上风机通过集电器电缆相连至海上升压站后, 通过配电电缆连接至地面变电站, 再到输电网。根据 Wood Mackenzie、Mysteel, 陆上风电装机耗铜量约 0.54 万吨/GW, 海上风电装机耗铜量约 1.53 万吨/GW。我们以 2024-2026 年全球新增陆上风电装机量分别为 110/120/125 GW、新增海上风电装机量分别为 19/23/32GW 测算, 则 2024-2026 年全球风电领域用铜量分别为 88.3/100.6/116.4 万吨, 分别同比增加 11.7/12.3/15.8 万吨。

图表 28: 2012-2023 全国风电新增装机量 (GW)



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 29: 2012-2023 全球风电新增装机量 (GW)

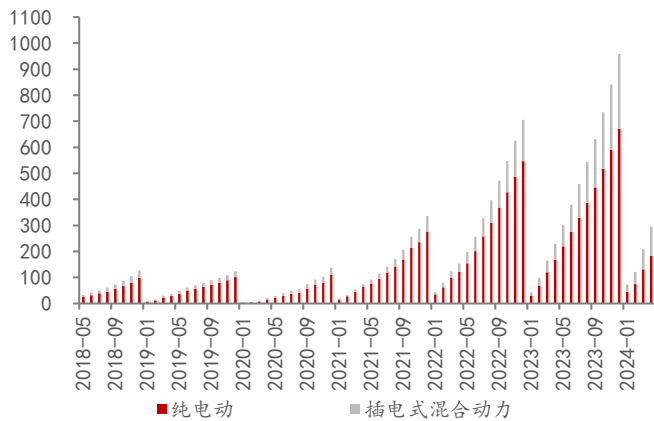


资料来源: GWEC, IEA, 国联证券研究所

### ➤ 新能源汽车领域

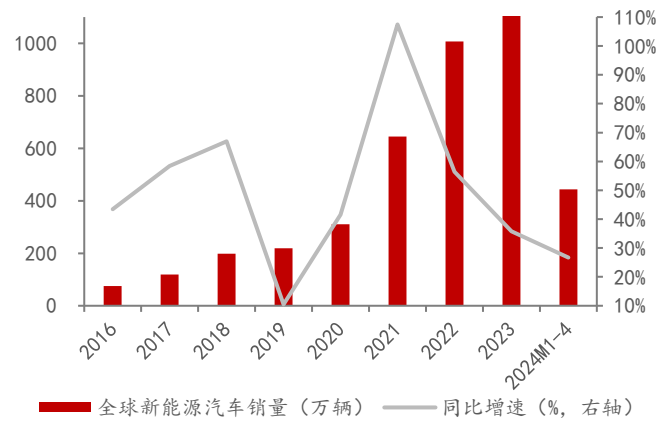
新能源汽车用铜量为传统汽车的 3-4 倍。铜在汽车领域中主要应用于汽车零部件、散热器、制动系统管路、液压装置、齿轮、轴承、刹车摩擦片、配电和电力系统、垫圈以及各种接头、配件和饰件等。随着新能源汽车的大力发展, 电池、电动机、高压高速连接器等对铜提出了更多的需求, 新能源汽车用铜量在传统汽车的基础上全方位增加。根据 ICSG, 传统汽车单车、混合动力电动汽车、插电式混合动力汽车和纯电动车单车用铜量分别为 23kg、40kg、60kg 和 83kg。

图表 30: 全国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国联证券研究所

图表 31: 全球新能源汽车销量及同比增速 (万辆, %)

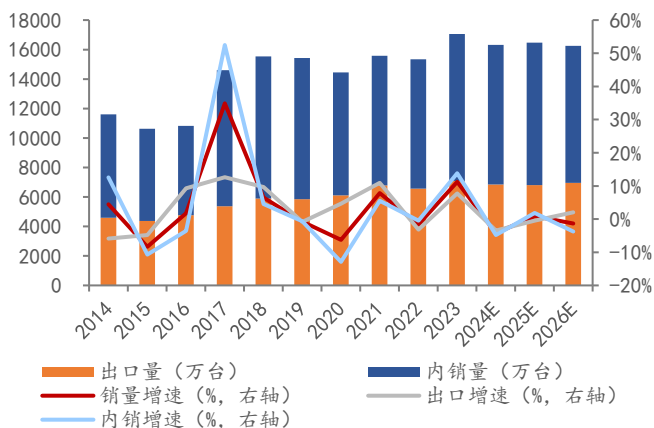


资料来源: CleanTechnica, iFinD, 国联证券研究所

### ➤ 家电领域

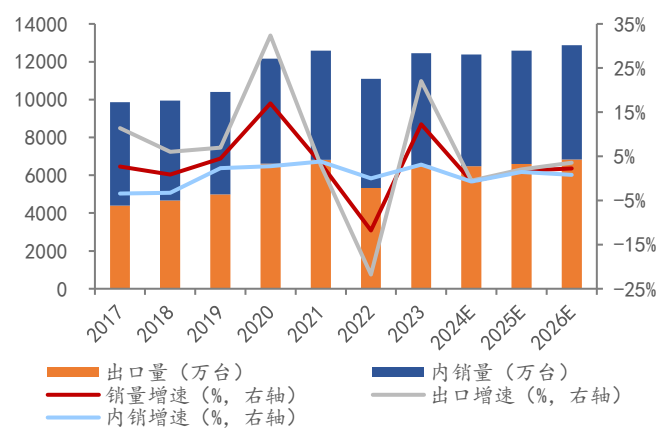
家电领域用铜的类型既包括通用铜材, 如接插件、开关等, 也包括专用铜材, 主要应用于冰箱和空调等家电, 如空调用内螺纹铜管和外翅片铜管、微波炉磁控管、电冰箱散热管等。根据产业在线, 2023 年全国家用空调/冰箱冰柜分别实现销量 1.71/1.25 亿台, 分别同比增长 11.2%/12.2%; 其中, 内销量分别为 9960/5949 万台, 分别同比增长 13.8%/3.1%; 出口量分别为 7084/6504 万台, 分别同比增长 7.8%/22.1%。

图表 32: 全国空调销量及同比增速 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

图表 33: 全国冰箱冰柜销量及同比增速 (万台, %)



资料来源: 产业在线, 国联证券研究所

**以旧换新行动方案出台, 促进家电领域用铜量增长。**2024 年 3 月, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 指出到 2027 年工业、农业、建筑、交通等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上, 其中, 报废汽车回收量增加约一倍, 废旧家电回收量增长 30%; 支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动; 有望提振家电市场消费增长, 进而促进家电领域用铜量增长。

根据我们的测算, 预计 2024-2026 年全球铜需求量分别为 2745/2821/2896 万吨, 同比增加 44/75/75 万吨; 其中, 电力领域铜需求量分别为 1291/1324/1363 万吨, 同比增加 27/33/39 万吨; 交通领域铜需求量分别为 375/408/434 万吨, 同比增加 33/32/26 万吨; 家电领域铜需求量分别为 384/391/399 万吨, 机械电子领域铜需求量分别为 230/232/235 万吨。

**图表 34：全球精炼铜需求测算**

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
交通 运输	全球纯电动汽车销量 (万辆)	460	730	940	1232	1600	2000
	全球插混汽车销量 (万辆)	190	290	427	470	517	556
	全球传统汽车销量 (万辆)	7365	7482	7633	7343	6973	6580
	全球汽车销量合计 (万辆)	8015	8502	9000	9045	9090	9136
	新能源汽车用铜量 (万吨)	50	78	104	130	164	199
	传统汽车用铜量 (万吨)	169	172	176	169	160	151
	汽车领域用铜量合计 (万吨)	219	250	279	299	324	351
	铁路船舶用铜量 (万吨)	70	68	63	76	84	84
	交通领域用铜量合计 (万吨)	289	318	343	375	408	434
	占比 (%)	11.5%	12.3%	12.7%	13.7%	14.5%	15.0%
电 力	全球风电新增装机量 (GW)	94	78	115	129	144	157
	陆风新增装机量 (GW)	72	69	99	110	120	125
	海风新增装机量 (GW)	21	9	15	19	23	32
	陆风用铜量 (万吨)	39.9	37.8	54.6	60.4	66.1	68.8
	海风用铜量 (万吨)	32.3	13.4	23.0	28.9	35.6	48.8
	风电领域用铜量合计 (万吨)	71.4	50.6	76.6	88.3	100.6	116.4
	全球光伏新增装机量 (GW)	170	230	390	410	441	477
	光伏领域用铜量 (万吨)	85	115	195	205	221	239
	传统电力用铜量 (万吨)	997	1034	993	998	1003	1008
	电力领域用铜量合计 (万吨)	1153	1200	1265	1291	1324	1363
占比 (%)	45.7%	46.4%	46.8%	47.0%	46.9%	47.1%	
家电领域用铜量 (万吨)		375	367	376	384	391	399
占比 (%)		14.9%	14.2%	13.9%	14.0%	13.9%	13.8%
建筑领域用铜量 (万吨)		223	213	218	191	191	191
占比 (%)		8.8%	8.2%	8.1%	7.0%	6.8%	6.6%
机械电子领域用铜量 (万吨)		226	224	225	230	232	235
占比 (%)		9.0%	8.7%	8.3%	8.4%	8.2%	8.1%
其他领域用铜量 (万吨)		256	262	274	274	274	274
占比 (%)		10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	9.7%	9.5%
<b>全球精炼铜需求量合计 (万吨)</b>		<b>2522</b>	<b>2584</b>	<b>2701</b>	<b>2745</b>	<b>2821</b>	<b>2896</b>

资料来源：ICA, ICSG, IEA, CPIA, Mysteel, Wood Mackenzie, iFinD, 产业在线, 楚江新材 2022 年年度报告, 国联证券研究所

### 2.3 供需缺口持续放大，催化铜价重心上移

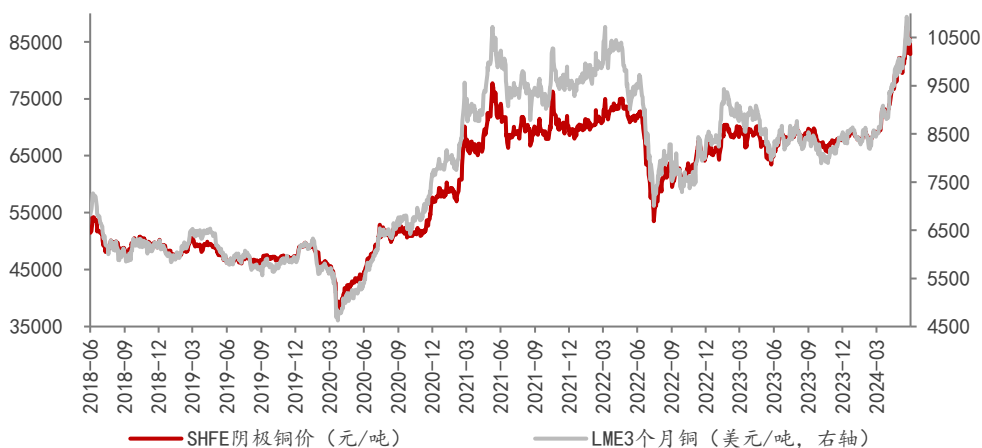
我们预计 2024-2026 年全球精炼铜供给量分别为 2704/2771/2836 万吨，需求量分别为 2745/2821/2896 万吨，供需缺口分别为-41.9/-49.6/-59.8 万吨，2024-2026 年全球精炼铜供需缺口持续放大。

图表 35：全球精炼铜供需平衡表

单位：万吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量	2130	2194	2288	2271	2325	2382
原生精铜产量	2082	2125	2242	2226	2279	2334
再生精铜产量	415	415	455	478	492	502
全球精炼铜供给量	2496	2540	2693	2704	2771	2836
全球精炼铜需求量	2522	2584	2701	2745	2821	2896
供给-需求	-25.2	-43.4	-8.6	-41.9	-49.6	-59.8

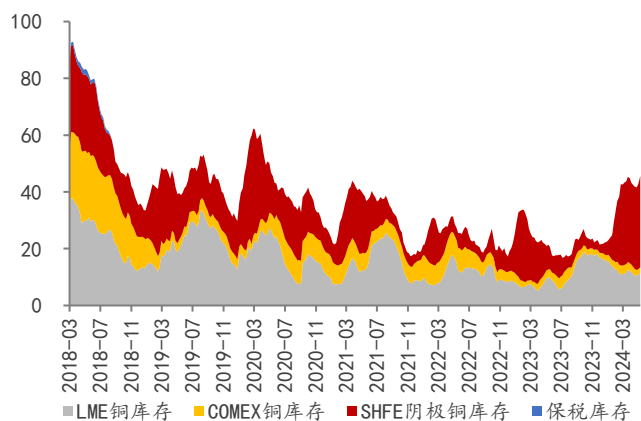
资料来源：ICA, ICSG, IEA, CPIA, Mysteel, Wood Mackenzie, iFinD, 产业在线, 楚江新材 2022 年年度报告, 国联证券研究所

图表 36：LME/SHFE 铜价（元/吨，美元/吨）



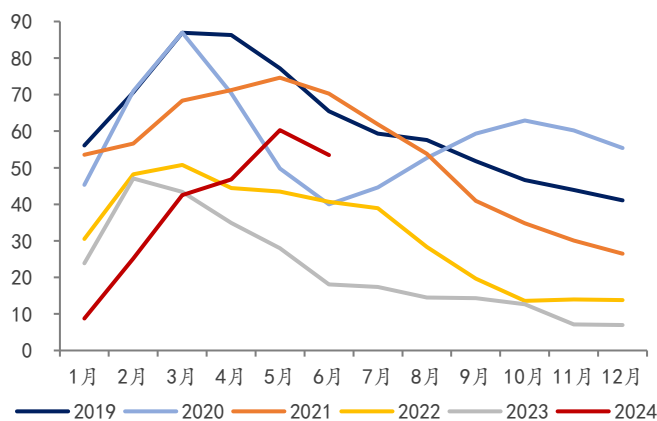
资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表 37：LME/COMEX/SHFE/保税区铜库存（万吨）



资料来源：iFinD, 国联证券研究所

图表 38：2019-2024 全国铜社会库存（万吨）



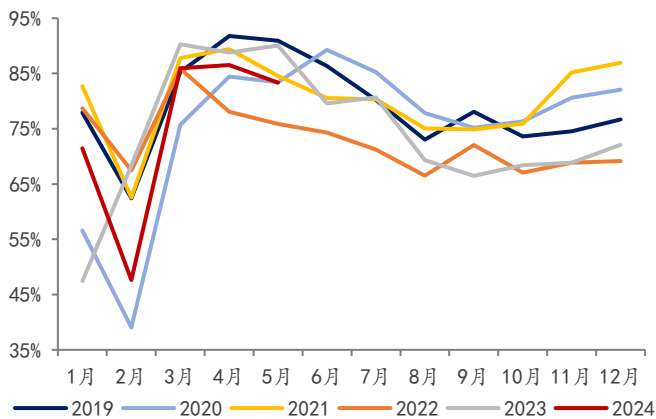
资料来源：SMM, 国联证券研究所



我们认为 2024 年以美联储为代表的主要海外经济体央行或将重启降息以提振经济，对铜价抑制逐渐弱化。从供需角度看，全球能源结构转型趋势下，以光伏、风电新能源汽车为代表的新能源领域耗铜将提供增量；供给端来看，2024 年受社区问题、天气及水资源等问题对铜供应扰动不断，同时资源品位下降、长期矿产资本开支不足对中长期供给形成约束。以上因素叠加，预计 2024 年铜价中枢继续上移。

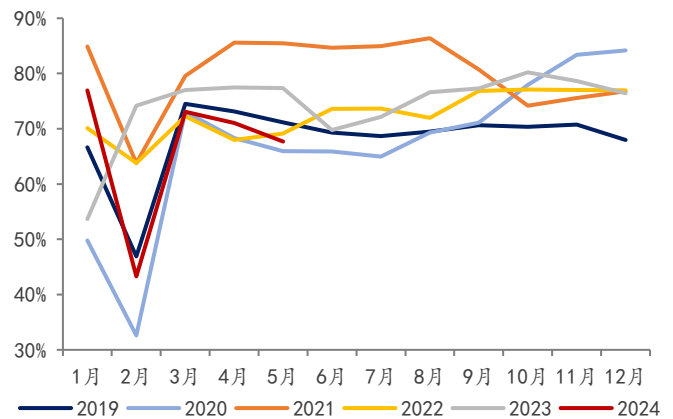
截至 2024 年 5 月 30 日，LME 3 个月铜价为 10430 美元/吨，较年初上涨 21.6%；SHFE 铜价 8.29 万元/吨，较年初提高 20.2%。截至 2024 年 5 月 30 日，LME+COMEX+SHFE+保税铜库存合计为 45.6 万吨，较年初增长 111%。后续随着铜冶炼厂集中检修减产逐步落地，铜库存有望去化，将赋予铜价更大的向上弹性。

图表 39：全国铜管月度开工率 (%)



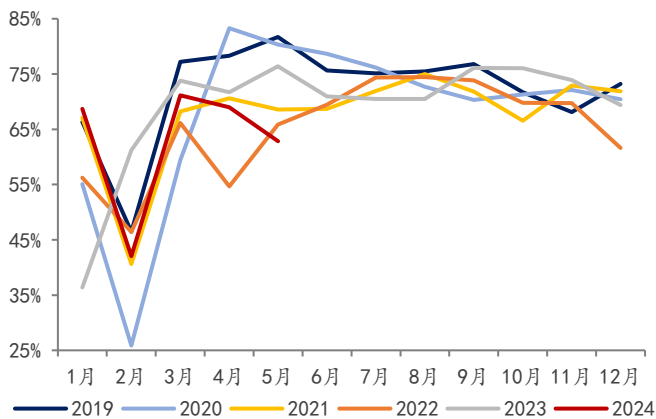
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 40：全国铜板带月度开工率 (%)



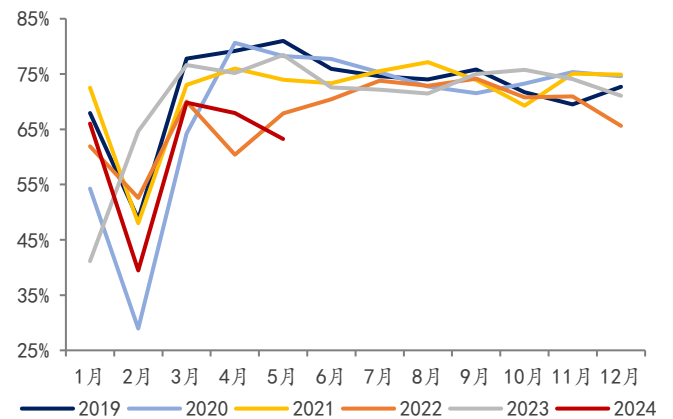
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 41：全国电解铜制杆月度开工率 (%)



资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 42：全国铜材月度开工率 (%)



资料来源：SMM，国联证券研究所

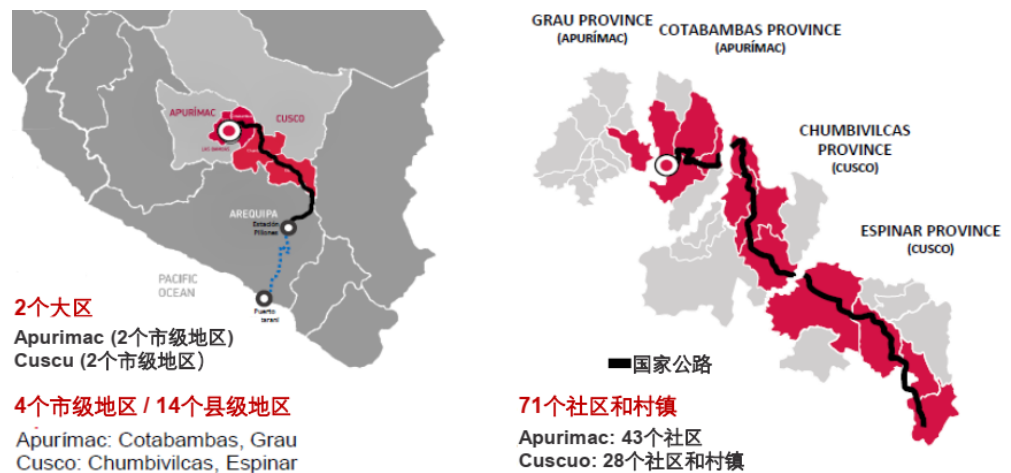
### 3. 旗舰铜矿运营改善，非洲铜资产助力腾飞

#### 3.1 Las Bambas：社区问题友好推进，新矿区启动建设

##### ➢ 社区关系逐步修复，产量和成本有望改善

Las Bambas 矿山为露天开采，矿石经过破碎处理后，通过 5.5 公里的传送带运至选矿厂，再通过 438 公里的公路及 285 公里的铁路运输，将铜精矿运往 Arequipa 的 Matarani 港口，并最终海运至全球各地。

图表 43：矿区和运输线路沿途相关社区和城镇



资料来源：公司 2021 全年业绩演示报告，国联证券研究所

Las Bambas 矿山面临的巨大挑战之一是沿途经过的 71 个社区和村镇可能导致的运输中断。自项目 2016 年投产至 2022 年末，Las Bambas 项目累计遭遇 594 天的堵路事件。Las Bambas 矿山铜精矿含铜产量从 2018 年的 38.5 万吨逐年下降到 2022 年的 25.5 万吨。针对社区问题带来的挑战，公司采取向社区投资用于运输道路的改善、维护以及尘土防治等多项措施改善社区关系。同时，Las Bambas 项目雇佣了约 8000 名员工和合同工，其中 99% 以上为秘鲁籍，约 20% 来自 Apurimac 地区。公司的这一就业策略不仅为当地社区带来了经济利益，也为企业与当地居民建立了良好的关系基础。

图表 44：公司实施邦巴斯之心项目



资料来源：公司 2023 全年业绩演示报告，国联证券研究所

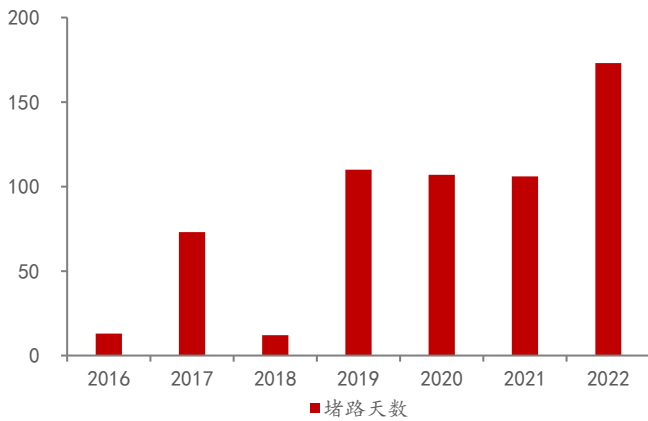
图表 45: Las Bambas 社区关系恢复历程



资料来源：公司 2023 全年业绩演示报告，国联证券研究所

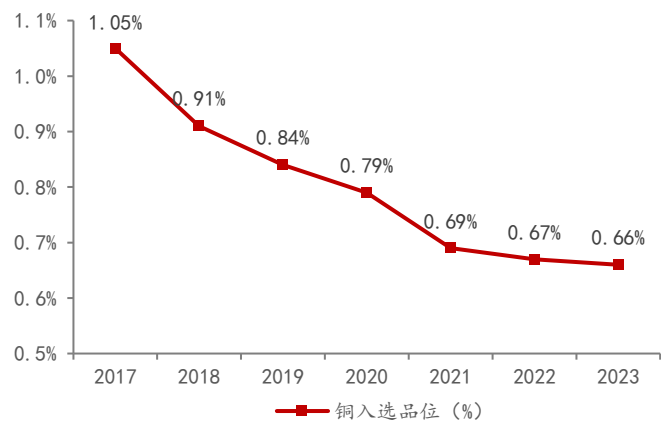
自 2023 年 3 月以来，在公司与秘鲁政府、社区成员的积极对话与密切合作下，Las Bambas 精矿运输得以恢复，矿山运营回归满负荷生产状态。2023 年，Las Bambas 实现铜产量 30.20 万吨，同比增长 18.5%。2024 年，Las Bambas 计划生产铜精矿含铜产量 28-32 万吨。

图表 46: Las Bambas 项目堵路天数 (天)



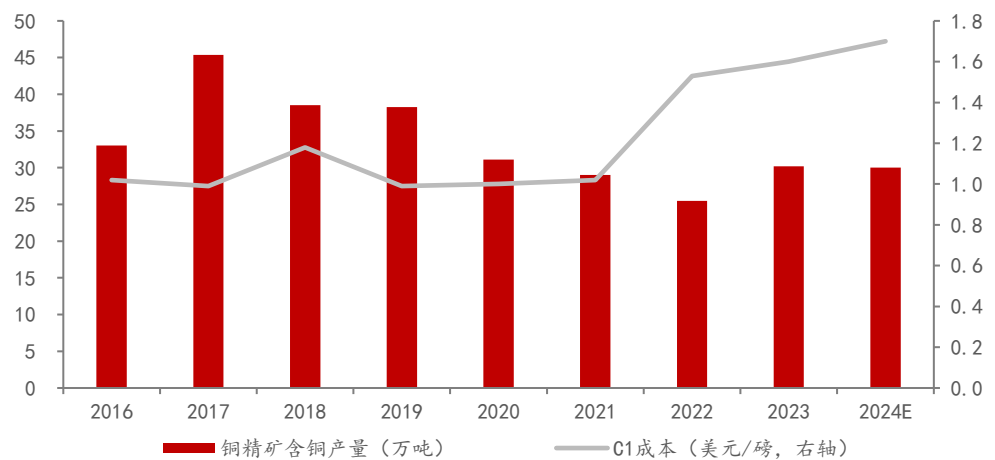
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 47: Las Bambas 铜入选品位 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 48: Las Bambas 铜精矿含铜产量及铜 C1 成本情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

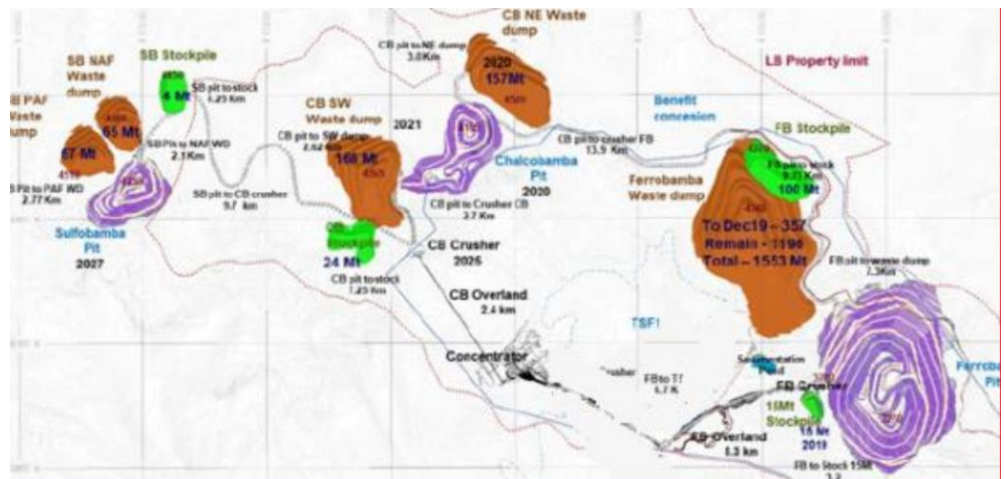
注：2024 年铜精矿含铜产量及铜 C1 成本为公司 2024 年指导中值

在成本方面，Las Bambas 铜 C1 成本从 2018 年的 1.18 美元/磅开始，C1 成本在 2019 年降至 0.99 美元/磅，表现出较高的成本效率。自 2020 年起，受社区问题影响与铜入选品位下滑等因素影响，铜 C1 成本有所上升，到 2022 年达到 1.53 美元/磅，2023 年进一步增至 1.60 美元/磅。2024 年，考虑到开采和磨矿量的增加，以及铜价假设下降导致副产品收益减少，Las Bambas 的铜 C1 成本预计为 1.60-1.80 美元/磅，较 2023 年有所上升。

➤ 矿坑勘探成果显著，具备长期开发潜力

Las Bambas 目前开发计划包括 Ferrobamba (第 5、6、7 和 8 阶段)、Chalcobamba 和 Sulfobamba 矿床。按照目前的开发计划和矿石处理能力，基于 2023 年的入选品位 (0.66%) 和回收率 (86.2%) 计算，预计 Las Bambas 将能持续供应高达 29 万吨的铜精矿产量。

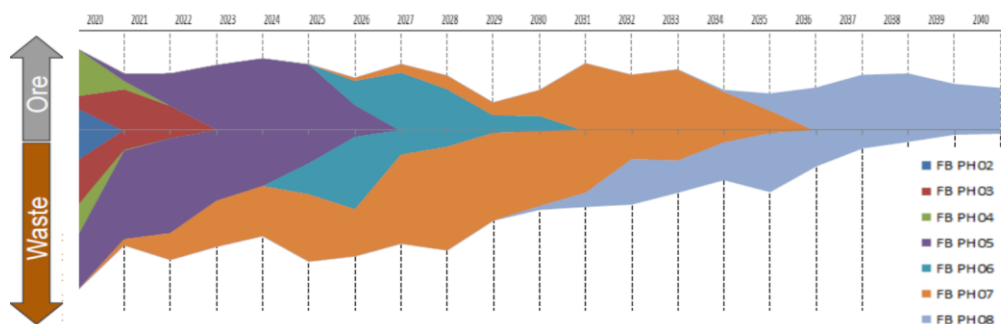
图表 49: Las Bambas 矿山图示



资料来源：公司 2022 全年业绩演示报告，国联证券研究所

根据公司公告，Ferrobamba 矿坑下方深层的硅卡岩及斑岩矿化物探矿中取得成功。钻探成果不仅揭示了硅卡岩及斑岩矿化物的深度延伸和连续性，而且暗示了深部可能蕴藏着高品位铜 (0.4%-0.6%)、钼 (200 ppm-500 ppm)、银 (2 克/吨-4 克/吨) 以及金 (0.04 克/吨-0.08 克/吨) 的品位矿床。目前，公司正基于这些积极的钻探结果进行持续研究，并计划在 2024 年进行进一步的钻探活动。考虑到现有露天矿坑的扩展潜力以及地下开发的可能性，未来将采用多元化的开采模式。

图表 50: Las Bambas “Ferrobamba” 矿坑开采阶段



资料来源：公司 2019 全年业绩演示报告，国联证券研究所



**图表 51: Las Bambas 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)**

矿床			矿产资源量 (百万吨)	品位				资源量			
				铜 (%)	银 (克/吨)	黄金 (克/吨)	钼 (百万分率)	铜 (万吨)	银 (吨)	黄金 (吨)	钼 (万吨)
Ferrobamba	氧化铜	控制	0.02	1.3				0.026			
		推断									
		总计	0.02	1.3				0.03			
	原生铜	探明	380	0.59	2.6	0.05	220	224.2	988	19.0	8.4
		控制	220	0.66	3.2	0.06	180	145.2	704	13.2	4.0
		推断	39	0.8	2.8	0.07	190	31.2	109	2.7	0.7
		总计	640	0.63	2.8	0.05	200	400.6	1801	34.9	13.1
总计		640					400.6	1801	34.9	13.1	
Chalcobamba	氧化铜	控制	6.2	1.4				8.7			
		推断	0.53	1.2				0.6			
		总计	6.7	1.4				9.3			
	原生铜	探明	150	0.51	1.5	0.02	120	76.5	225	3.0	1.8
		控制	190	0.6	2.2	0.03	120	114.0	418	5.7	2.3
		推断	43	0.47	1.9	0.02	100	20.2	82	0.9	0.4
		总计	380	0.55	1.9	0.02	120	210.7	725	9.6	4.5
总计		387					220.0	725	9.6	4.5	
Sulfobamba	原生铜	控制	93	0.62	4.4	0.02	160	57.7	409	1.9	1.5
		推断	110	0.54	6	0.02	64	59.4	660	2.2	0.7
		总计	210	0.58	5.2	0.02	98	117.1	1069	4.1	2.2
氧化铜矿堆		控制	14	1.1				15.4			
		总计	14	1.1				15.4			
硫化物矿堆		探明	25	0.36	2.2		110	9.0	55		
		总计	25	0.36	2.2		110	9.0	55		
<b>Las Bambas 总计</b>			<b>1300</b>					<b>762.1</b>	<b>3650</b>	<b>48.6</b>	<b>19.8</b>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表 52: Las Bambas 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)**

矿床		矿石储量 (百万吨)	品位				储量			
			铜 (%)	银 (克/吨)	黄金 (克/吨)	钼 (百万分率)	铜 (万吨)	银 (吨)	黄金 (吨)	钼 (万吨)
Ferrobamba 原生铜	证实	310	0.63	3.0	0.05	220	195.3	930	15.5	6.8
	可信	130	0.73	3.9	0.07	190	94.9	507	9.1	2.5
	总计	440	0.66	3.3	0.06	210	290.2	1437	24.6	9.3
Chalcobamba 原生铜	证实	96	0.62	2.0	0.03	120	59.5	192	2.9	1.2
	可信	130	0.68	2.7	0.03	110	88.4	351	3.9	1.4
	总计	220	0.66	2.4	0.03	120	147.9	543	6.8	2.6
Sulfobamba 原生铜	证实									
	可信	57	0.77	5.8	0.03	159	43.9	331	1.7	0.9
	总计	57	0.77	5.8	0.03	159	43.9	331	1.7	0.9
原生铜矿堆	证实	25	0.36	2.2		110	9.0	55		0.28
	总计	25	0.36	2.2		110	9.0	55		0.28
<b>总计</b>		<b>740</b>	<b>0.66</b>	<b>3.2</b>		<b>170</b>	<b>488.4</b>	<b>2368</b>		<b>13.1</b>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### ➤ Chalcobamba 矿区启动，助力 Las Bambas 跻身全球前十大铜矿队列

Chalcobamba 矿区为 Las Bambas 项目开发的下一阶段，距离现有选矿厂约 3 公里，秘鲁能源矿产部于 2022 年 3 月批准了开发 Chalcobamba 矿坑及其相关基础设施的监管许可。由于 Chalcobamba 矿区临近 Huancuire 社区，公司与 Huancuire 社区签订 5 份合同，允许社区公司进入 Chalcobamba 采场进行前期工作，目前该合同已延长至 2024 年底。同时，公司与 Huancuire 社区的讨论取得进展，有望就 Chalcobamba 矿床的开发达成长期协议。Chalcobamba 矿区全面投产后，Las Bambas 的年均铜产量将回升至 35-40 万吨，Las Bambas 有望跻身全球前十大铜矿队列。

图表 53：2022-2024E 全球前二十大铜矿产量情况

2022A	铜产量 (万吨)	2023A	铜产量 (万吨)	2024E	铜产量 (万吨)
Escondida	106.1	Escondida	110.4	Escondida	126
PT Freeport Indonesia	73.7	PT Freeport Indonesia	78.0	PT Freeport Indonesia	83
Collahuasi	57.1	Collahuasi	57.3	Collahuasi	57
Cerro Verde	45.9	Cerro Verde	46.7	Kamoa-Kakula	47
Antamina	45.5	Antamina	42.4	Tenke Fungurume	46
Buenavista del Cobre	43.2	Buenavista del Cobre	41.6	Buenavista del Cobre	45
El Teniente	40.5	Kamoa-Kakula	39.4	Cerro Verde	43
Morenci	40.5	Norilsk	37.9	Antamina	40
Norilsk	38.9	Morenci	36.6	Norilsk	37
Cobre Panama	35.0	El Teniente	35.2	Los Pelambres	36
Kamoa-Kakula	33.3	Cobre Panama	33.1	Morenci	34
Los Pelambres	28.4	Quellaveco	31.9	El Teniente	32
Los Bronces	27.1	Tenke Fungurume	31.2	Quellaveco	32
<b>Las Bambas</b>	25.5	Los Pelambres	31.1	<b>Las Bambas</b>	30
Tenke Fungurume	25.4	<b>Las Bambas</b>	30.2	Dikuluwe-Mashamba	26
Centinela (Esperanza)	25.3	Aktogay	26.3	Quebrada Blanca	25
Kamoto	25.0	Spence	25.0	Toquepala	25
Spence	24.6	Centinela (Esperanza)	24.8	Centinela (Esperanza)	24
Toromocho	24.5	Kamoto	23.5	Oyu Tolgoi	24
Sentinel	24.3	Dikuluwe-Mashamba	22.8	Sentinel	24

资料来源：Wood Mackenzie，国联证券研究所

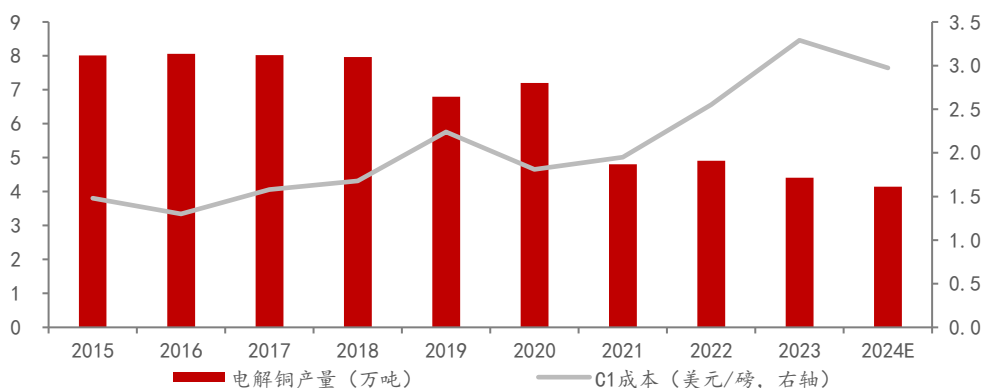
### 3.2 Kinsevere：深度资源开发，扩建项目达产在即

Kinsevere 铜矿为露天开采，矿石在提取后送至选矿厂进行研磨，并通过酸浸、溶剂萃取及电解沉积等流程最终制成铜板。该矿山的电解铜产量在 2018 年达到 8 万吨顶峰，随着露天氧化矿开采结束，产量开始下滑，2021-2023 年电解铜的产量下降至 4.8/4.9/4.4 万吨。从成本看，随着产量的减少，成本出现被动增加的情况，2021-2023 年铜 C1 成本分别为 1.95/2.55/3.29 美元/磅。

Kinsevere 扩建项目将使矿山寿命至少延续至 2035 年。项目预计在 2024 年下半年开始生产第一批硫化物电解铜，并在 2025 年实现全面投产。达产后，Kinsevere 项目将实现年产电解铜 8 万吨、氢氧化钴含钴 0.4-0.6 万吨。

2024 年，Kinsevere 矿山计划实现电解铜产量 3.9-4.4 万吨。虽然氧化矿产量有所下降，但预计将通过 Sokoroshe II 矿区的矿石供应，减少对第三方矿石的依赖，进而提高成本效益。2024 年，Kinsevere 矿的铜 C1 成本指导为 2.80-3.15 美元/磅。

图表 54: Kinsevere 电解铜产量及 C1 成本情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 55: Kinsevere 扩建项目时间表



资料来源: 公司 2023 全年业绩演示报告, 国联证券研究所

图表 56: Kinsevere 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量 (百万吨)	品位		资源量		
		铜 (%)	钴 (%)	铜 (万吨)	钴 (万吨)	
氧化铜	探明	1.4	2.7	0.09	3.8	0.13
	控制	4.3	2.5	0.10	10.8	0.43
	推断	2.2	2.0	0.08	4.4	0.18
	总计	8.0	2.4	0.09	18.9	0.73
过渡混合铜矿石	探明	0.7	2.0	0.11	1.4	0.08
	控制	2.1	2.0	0.11	4.2	0.23
	推断	1.0	1.6	0.09	1.6	0.09
	总计	3.8	1.9	0.10	7.2	0.40
原生铜	探明	1.2	2.0	0.17	2.4	0.20
	控制	17.0	2.3	0.09	39.1	1.53
	推断	8.0	1.7	0.06	13.6	0.48
	总计	26.0	2.1	0.09	55.1	2.21
氧化和混合钴	探明	0.31	0.24	0.30	0.074	0.093
	控制	0.40	0.18	0.31	0.072	0.124
	总计	0.70	0.20	0.31	0.146	0.217
原生钴	探明	0.06	0.53	0.30	0.032	0.018
	控制	0.10	0.29	0.30	0.029	0.030
	总计	0.16	0.38	0.30	0.061	0.048
矿堆	探明	18	1.6		28.8	
	总计	18	1.6		28.8	
<b>总计</b>	<b>56</b>	<b>1.9</b>	<b>110.2</b>	<b>3.6</b>		

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表 57: Sokoroshe2/Nambulwa 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)**

矿床		矿石量 (百万吨)	品位		资源量		
			铜 (%)	钴 (%)	铜(万吨)	钴(万吨)	
Sokoroshe 2	氧化铜	探明	2.7	2.1	0.39	5.67	1.05
		控制推断	0.17	1.1	0.1	0.19	0.02
		总计	2.9	2.1	0.37	5.86	1.07
	过渡混合铜矿石	探明	0.07	1.6	0.23	0.11	0.02
		控制推断	0.07	1.6	0.22	0.11	0.02
		总计	0.07	1.6	0.22	0.11	0.02
	原生铜	探明	0.62	1.5	0.48	0.93	0.30
		控制推断	0.62	1.5	0.47	0.93	0.29
		总计	0.62	1.5	0.47	0.93	0.29
	氧化钴	探明	0.64	0.24	0.52	0.15	0.33
		控制推断	0.31	0.37	0.31	0.11	0.10
		总计	0.95	0.28	0.45	0.27	0.43
	原生钴	探明	0.05	0.54	0.65	0.03	0.03
		控制推断	0.05	0.54	0.65	0.03	0.03
		总计	0.05	0.54	0.65	0.03	0.03
<b>总计</b>		<b>4.6</b>	<b>1.6</b>	<b>0.4</b>	<b>7.19</b>	<b>1.84</b>	
Nambulwa	氧化铜	探明	1.2	2.2	0.11	2.64	0.13
		控制推断	0.12	1.7	0.07	0.20	0.01
		总计	1.3	2.1	0.11	2.84	0.14
	氧化混合钴	探明	0.21	0.14	0.27	0.03	0.06
		控制推断	0.21	0.14	0.27	0.03	0.06
<b>总计</b>		<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>0.13</b>	<b>10.07</b>	<b>2.04</b>	

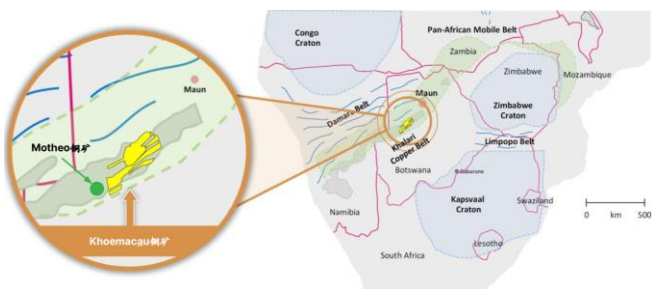
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 Khoemacau: 高质量新建铜矿，增长潜力可观

2024 年 3 月,公司以 17.35 亿美元顺利完成对 Khoemacau 铜矿的收购。Khoemacau 矿山为博茨瓦纳西北部的大型、长寿命铜矿,位于新兴的卡拉哈里铜矿带。Khoemacau 铜矿矿权面积达 4040 平方公里,拥有非洲第十大铜矿资源量(按含铜金属总量计算),为中非铜矿带之外世界上最大的铜沉积体系之一。Khoemacau 铜矿于 2021 年建成投产,现年均生产铜精矿含铜 5-6.5 万吨;公司计划于 2028 或 2029 年之前将铜精矿产能提升至每年 13 万吨含铜量。

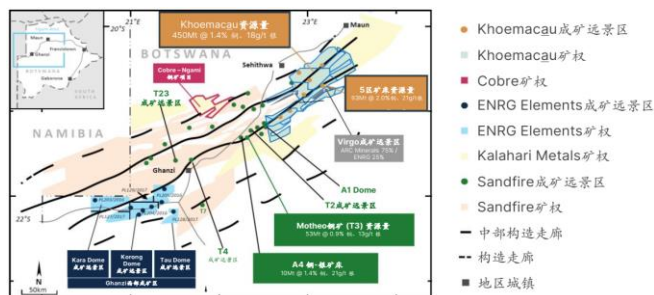


图表 58: 卡拉哈里铜矿带图示



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 59: Khoemacau 矿权及周边矿权图示



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

根据 Khoemacau 铜矿项目评估报告, Khoemacau 铜矿矿石资源量为 3.7 亿吨, 其中, 铜资源量 570 万吨, 平均品位 1.5%; 银资源量 2.3 亿盎司, 平均品位 19 克/吨。公司拥有 5 区矿床的采矿权及周边 10 个探矿权, 5 区矿床是迄今为止该矿带上发现的最大的矿床。截至 2023 年 12 月 31 日, 5 区矿床具备铜资源量 181.5 万吨, 平均品位 2.03%; 银资源量 6140 万盎司, 平均品位 21.3 克/吨。

图表 60: Khoemacau 项目矿产资源量 (截至 2023 年 12 月 31 日)

矿床	探明			控制			推断			总计				金属量		截止品位
	矿石量 百万吨	铜 (%)	银 (克/吨)	矿石量 百万吨	铜 (%)	银 (克/吨)	矿石量 百万吨	铜 (%)	银 (克/吨)	矿石量 百万吨	铜 (%)	银 (克/吨)	铜当量 (%)	铜 (千吨)	银 (百万盎司)	
5 区	10	2.1	20	27	1.9	19	52	2.1	23	89	2.0	21	2.2	1800	61	65 美元 NSR
Zeta 东北				8.9	2.5	53	20	1.7	33	29	2.0	39	2.3	570	37	1% 铜
5 区北				4.4	2.6	44	19	1.8	30	23	1.9	32	2.2	450	24	1% 铜
Mango 东北				11	1.9	23	10	1.9	19	21	1.9	21	2.1	410	15	1% 铜
NE Fold				9.3	1.1	16	0.07	2.6	29	9.3	1.1	16	1.2	100	4.9	0.26% 铜
新发现区				3.4	1.9	35	4.1	1.4	21	7.5	1.6	27	1.8	120	6.6	1% 铜
South Limb Definition				2.6	2.2	33	2.9	2.4	36	5.6	2.3	34	2.6	130	6.2	1% 铜
North Limb 北部				0.01	1.0	14	6.2	1.6	31	6.2	1.6	31	1.9	100	6.2	1% 铜
North Limb 中部							3.0	1.4	20	3	1.4	20	1.6	42	2.0	1% 铜
North Limb 南部							1.6	1.1	15	1.6	1.1	15	1.2	18	0.74	1% 铜
辉铜矿							50	0.5	3.9	50	0.5	3.9	0.54	250	6.2	0.26% 铜
South Limb 南部							6.3	1.2	13	6.3	1.2	13	1.3	79	2.6	1% 铜
South Limb 中部							3.3	1.5	20	3.3	1.5	20	1.6	49	2.1	1% 铜
South Limb 北部							8	1.4	20	8.0	1.4	20	1.6	110	5.1	1% 铜
Zeta 地下	0.88	1.8	31	4.7	1.7	30	4.3	1.4	23	9.8	1.6	28	1.8	160	8.9	1.07% 铜当量
Plutus	2.4		13	57	1.3	13	57	1.4	12	69	1.4	12	1.5	940	27	1.07% 铜当量
Selene							7.1	1.2	20	7.1	1.2	20	1.3	83	4.5	1% 铜
Ophion							14	1.1	12	14	1.1	12	1.1	150	5.3	0.6% 铜
6 区							5.2	1.6	7.2	5.2	1.6	7.2	1.7	85	1.2	1% 铜
矿堆	0.031	1.46	13							0.031	1.46	13	1.6	0.45	0.013	1% 铜
<b>总计</b>	<b>13</b>	<b>2.0</b>	<b>19</b>	<b>84</b>	<b>1.8</b>	<b>25</b>	<b>270</b>	<b>1.4</b>	<b>17</b>	<b>370</b>	<b>1.5</b>	<b>19</b>	<b>1.7</b>	<b>5700</b>	<b>230</b>	

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 数据可能存在因四舍五入导致的误差

5 区采用地下机械化采矿业，现矿山矿石处理量为 365 万吨/年，通过公路运输矿石至 Boseto 选厂进行处理。Boseto 选厂产能为 365 万吨/年，铜/银回收率分别约为 88%/84%；铜金属产量为 5-6.5 万吨/年。随着矿山扩产的推进，矿山矿石处理量将增至 810-850 万吨/年，Boseto 选厂产能将增至 815 万吨/年；项目达产后，铜金属产量将稳定在 13 万吨/年以上。

图表 61: Khoemacau 项目 5 区矿产资源量情况 (截至 2023 年 12 月 31 日)

探明			控制			推断			总计			金属量		
矿石量 百万吨	品位		矿石量 百万吨	品位		矿石量 百万吨	品位		矿石量 百万吨	品位		铜当量 (%)	铜 (百万吨)	银 (百万盎司)
	铜 (%)	银 (克/吨)		铜 (%)	银 (克/吨)		铜 (%)	银 (克/吨)		铜 (%)	银 (克/吨)			
10	2.1	20.1	27.2	1.9	19.2	51.99	2.08	22.7	92.86	2.03	21.3	2.2	1.815	61.4

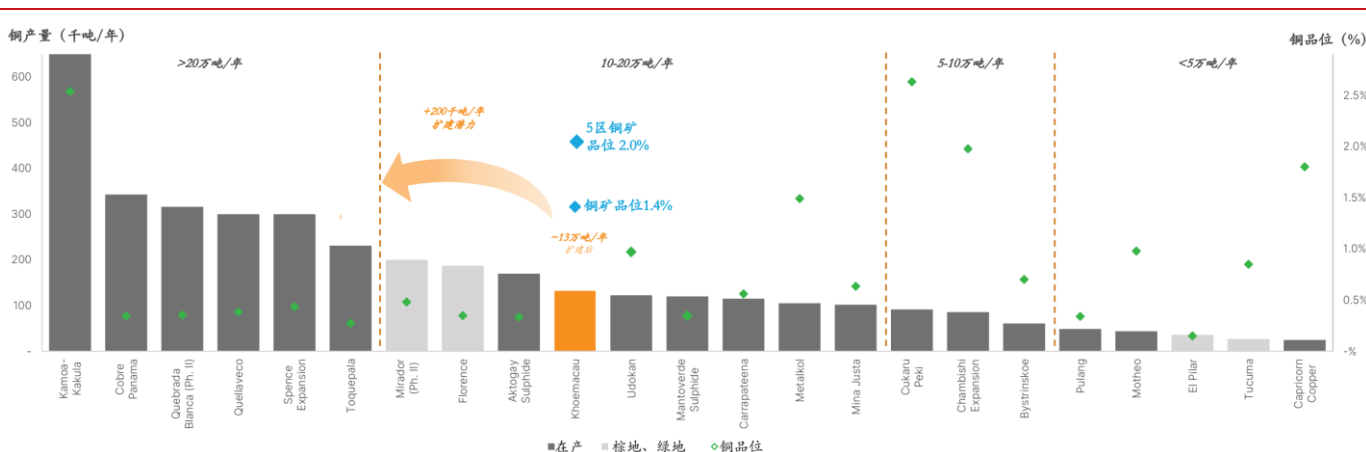
资料来源: Khoemacau Copper Project, Botswana Valuation Report, 国联证券研究所

图表 62: Khoemacau 扩建项目矿产资源量情况

矿区	矿石量 (百万吨)	品位		资源量	
		铜 (%)	银 (克/吨)	铜 (万吨)	银 (吨)
5 区	37	1.98	20	73.3	740
5 区北	4.4	2.64	44	11.6	194
Mango	11.4	1.93	23	22.0	262
Zeta 东北	8.9	2.56	53	22.8	472
总计	61.7	2.1	27	129.7	1668

资料来源: Khoemacau Copper Project, Botswana Valuation Report, 国联证券研究所

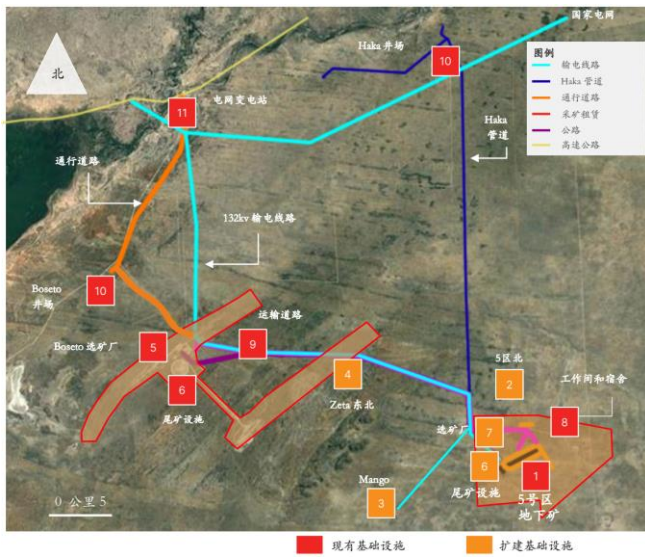
图表 63: 2017-2025 年建设或扩建的铜矿年产量和品位情况



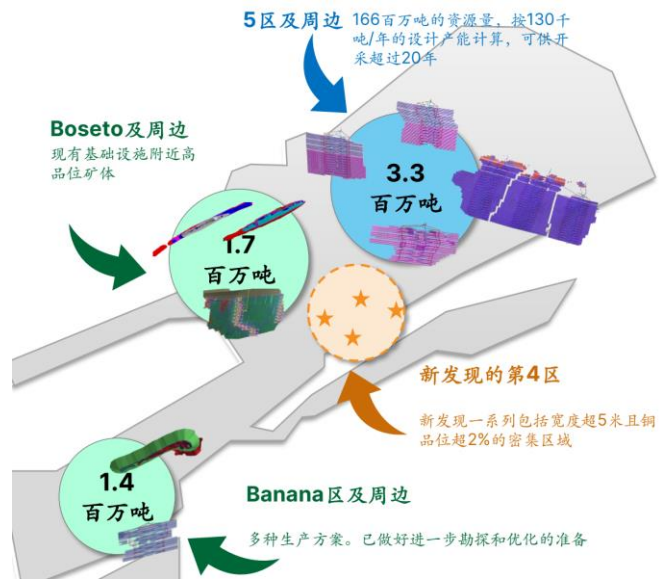
资料来源: Khoemacau Investor Presentation, 国联证券研究所

根据公司公告，Khoemacau 矿权资源钻探结果表明，现有资源在深度上具有连续性，Khoemacau 矿山亦存在数个勘探目标，有可能延长其寿命或提高产能。Khoemacau 矿山已提高了 5 区矿山的产量，并将在 5 区及周边矿床进行进一步扩产；预计矿山寿命为至少 20 年；而随着矿权内现有矿床以外的其他矿床增加，矿山寿命有可能超过 30 年。

图表 64: Khoemacau 扩建项目布局



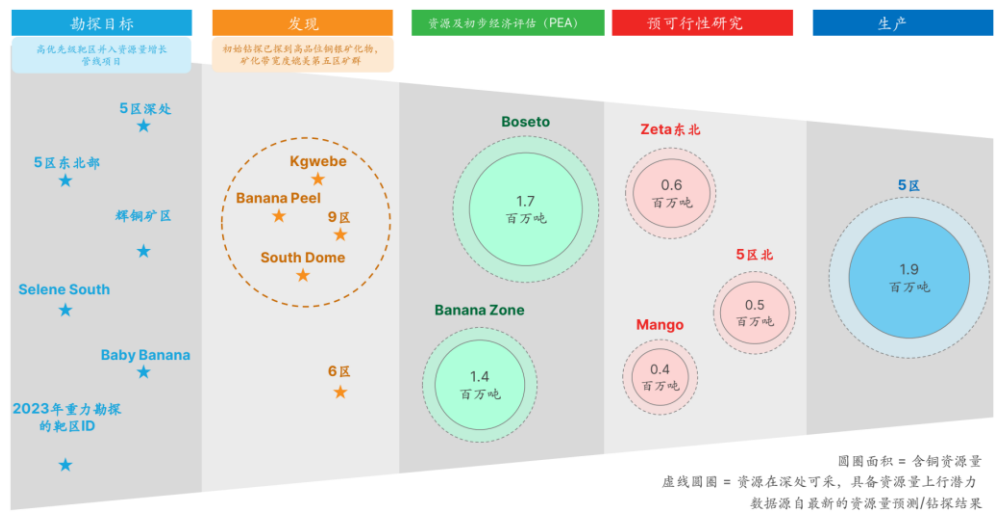
图表 65: Khoemacau 扩建项目及其周边扩产潜力



资料来源: Khoemacau Investor Presentation, 国联证券研究所

资料来源: Khoemacau Investor Presentation, 国联证券研究所

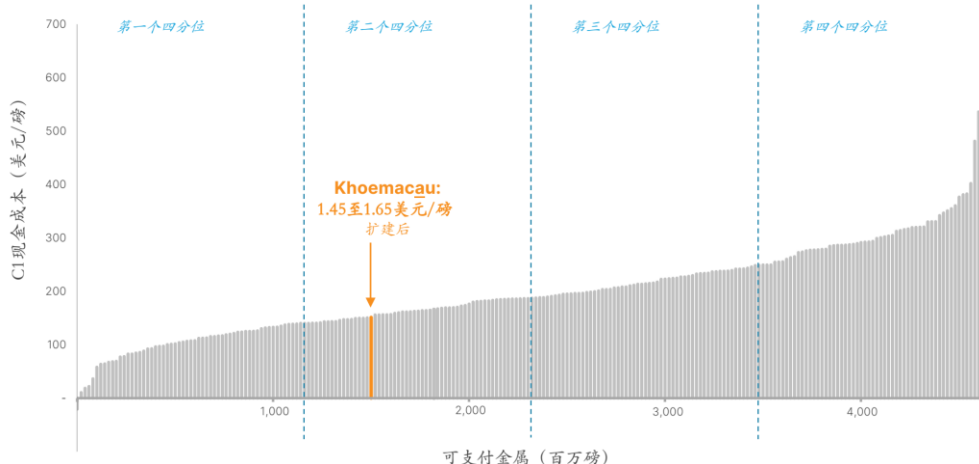
图表 66: Khoemacau 当前勘探成果及长期开发序列



资料来源: Khoemacau Investor Presentation, 国联证券研究所

2024 年 Khoemacau 铜矿计划实现铜产量 4-5 万吨 (2024 年 3 月 23 日起为 3.05-4.05 万吨), 铜 C1 成本预计在 2.30-2.65 美元/磅之间。公司计划在 2026 年之前将 Khoemacau 的铜产量提高到 6 万吨/年, 并将在 2027-2028 年进一步扩大铜产量, 2029 年起年平均产量约为 14.5 万吨。在扩产全面爬坡前 (2025-2028 年), 铜 C1 成本预计在 1.75-2.40 美元/磅 (扣除副产品后及未扣减银金属流) 之间, 自 2029 年起至矿山初始寿命结束, 铜 C1 成本预计为 1.55 美元/磅, 位于全球铜矿成本曲线的前 50 分位。

图表 67: Khoemacau 项目投产后全球成本曲线位置



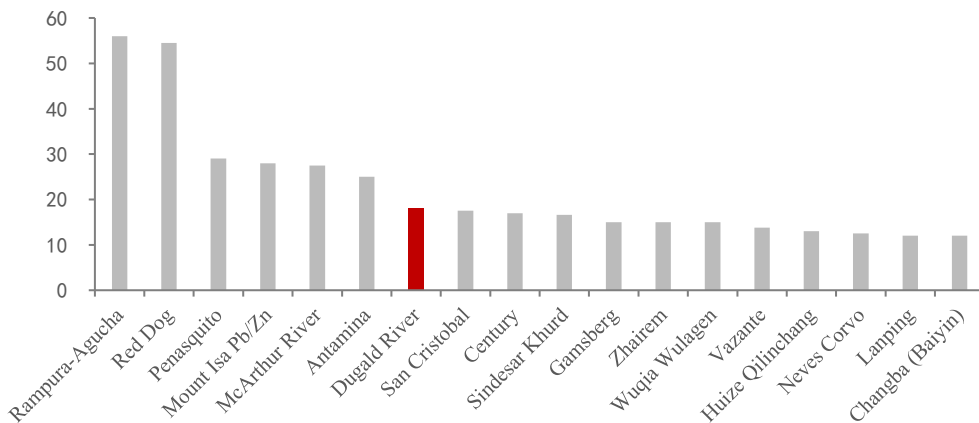
资料来源: Khoemacau Investor Presentation, 国联证券研究所

### 3.4 Dugald River 及 Rosebery: 锌业务持续稳产

#### ➤ Dugald River: 全球前十大锌矿, 安全事故后稳定运营

Dugald River 是全球十大锌矿之一, 主要产品为锌精矿, 同时伴生着铅和银作为副产品。Dugald River 项目为井下开采, 采选后的精矿从 Cloncurry 经由铁路运输送至 Townsville 港口进行出口。

图表 68: 全球前二十大锌矿产量情况 (2024E)



资料来源: Wood Mackenzie, 国联证券研究所

图表 69: Dugald River 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量 (百万吨)	品位				资源量					
		铜(%)	锌(%)	铅(%)	银(克/吨)	黄金(克/吨)	铜(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)	黄金(吨)
原生 锌	探明	16	12.8	1.9	58		205	30	928		
	控制	13	11.3	1.4	16		147	18	208		
	推断	28	11.3	1.4	5.8		316	39	162		
	总计	57	11.7	1.6	23		668	88	1298		
原生 铜	推断	4.8	1.6			0.2	7.7				1.0
	总计	4.8	1.6			0.2	7.7				1.0
总计	62						7.7	668	88	1298	1.0

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

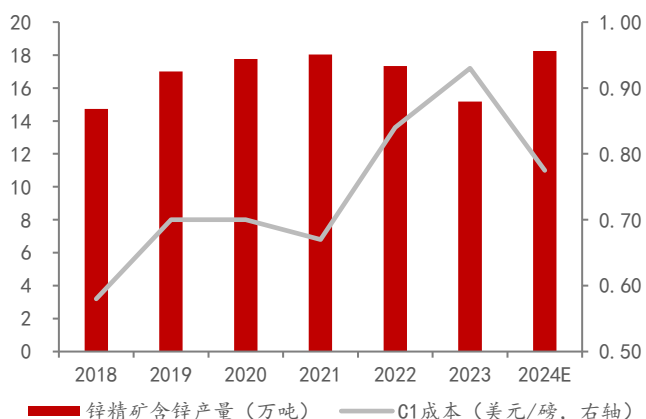
图表 70: Dugald River 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量 (百万吨)	品位			储量		
		锌 (%)	铅 (%)	银 (克/吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)
原证实	12	11.3	1.9	57	136	23	684
生可信	8	10	1.4	14	80	11	112
总计	20	10.8	1.7	40	216	34	796

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

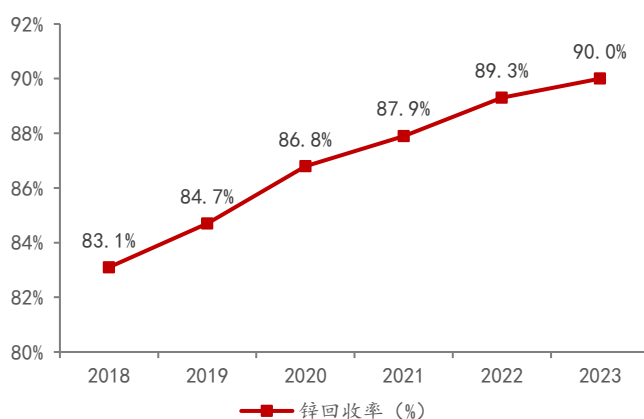
2023 年, Dugald River 矿山的锌精矿产量为 15.18 万吨, 同比下降 12%, 主要原因是矿山在 2 月份发生事故并导致运营暂停 34 天。此外, 锌产量也因品位下降而受到影响。得益于选矿厂的持续优化措施, 2023 年锌年回收率提升至 90.0%, 同比提高 0.7 pct, 抵消了部分产量下降的影响。2024 年, 得益于停产事故的解决, 公司规划 Dugald River 锌精矿含锌产量为 17.5-19.0 万吨, 2024 年 C1 成本指导为 0.70 美元/磅-0.85 美元/磅, 低于 2023 年的 0.93 美元/磅。

图表 71: Dugald River 锌精矿含锌产量及 C1 成本



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 72: Dugald River 锌年均回收率 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### ➤ Rosebery: 启动 Legacy 项目, 开采寿命有望延长

Rosebery 为多金属地下矿山, 位于澳大利亚塔斯马尼亚州的 Rosebery 镇, 项目自 1936 年起运营至今已接近 90 年。Rosebery 使用机械化地下开采法及破碎、磨矿及浮选法, 生产锌精矿、铜精矿、铅精矿以及金锭。

图表 73: Rosebery 矿产资源量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)

	矿石量 (百万吨)	品位					资源量				
		铜 (%)	锌 (%)	铅 (%)	银 (克/吨)	黄金 (克/吨)	铜 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)	黄金 (吨)
探明	7.4	0.22	7.6	2.8	120	1.3	1.6	56.2	20.7	888	9.6
控制	4.7	0.21	7.1	2.0	83	1.2	1.0	33.4	9.4	390	5.6
推断	6.5	0.19	7.5	2.3	85	1.1	1.2	48.8	15.0	553	7.2
总计	19	0.21	7.4	2.4	99	1.2	3.9	138.4	45.1	1831	22.4

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所



图表 74: Rosebery 矿石储量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日)

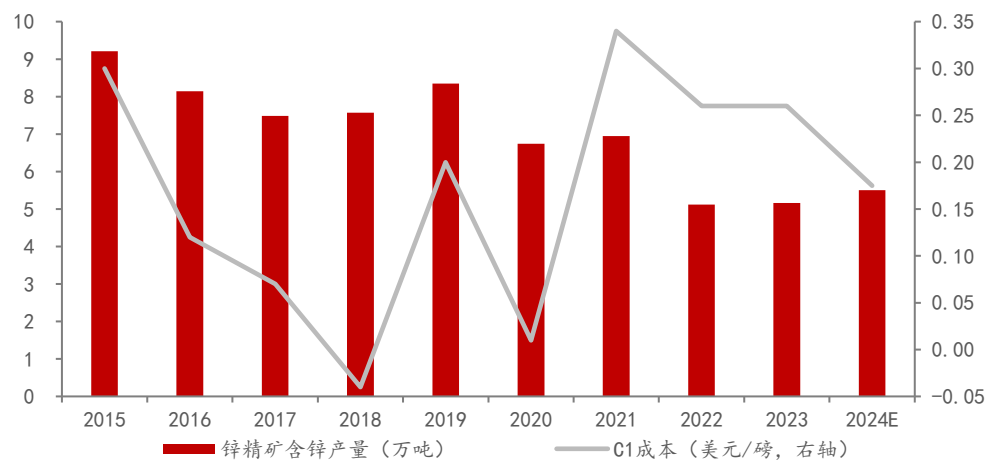
	矿石量 (百万吨)	品位					储量				
		铜 (%)	锌 (%)	铅 (%)	银 (克/吨)	黄金 (克/吨)	铜 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)	金 (吨)
证实	3.9	0.2	6.5	2.7	110	1.2	0.8	25	11	429	4.68
可信	0.63	0.18	5.6	2.2	82	1.2	0.1	4	1	52	0.76
总计	4.5	0.2	6.4	2.6	110	1.2	0.9	29	12	481	5.44

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2023 年, Rosebery 矿山生产锌精矿含锌 5.16 万吨、铅精矿含铅 1.91 万吨, 分别同比增长 0.9%/5.9%。2023 年, Rosebery 的锌 C1 成本为 0.26 美元/磅, 与 2022 年持平, 主要系较高的副产品收益平衡了成本的增加。2024 年, Rosebery 矿山的锌精矿含锌产量预计为 5-6 万吨, 考虑到副产品金属的贡献, 2024 年的锌当量产量预计为 11.5-13.0 万吨。2024 年, 考虑到产量的提升与锌加工费的下滑, Rosebery 矿山的锌 C1 成本预计将下降至 0.10-0.25 美元/磅。

公司 2023 年启动 Legacy 项目, 旨在通过加快金刚石钻探计划来延长 Rosebery 矿山的开采寿命。当前的研究和勘探结果表明, Rosebery 矿体有延展潜力, 矿区内还可能存在新的开采目标, 多个钻探目标具备见矿迹象和潜在的增长机会。

图表 75: Rosebery 锌精矿含锌产量及 C1 成本情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 分业务盈利预测

关键假设:

#### 1) 公司主要产品销量预测:

我们预计 2024-2026 年公司铜销量分别为 37.8/42.9/48.1 万吨、锌销量分别为 22.5/24.0/24.5 万吨、铅销量分别为 4.1/4.4/4.5 万吨、金销量分别为 10.3/11.0/11.5 万盎司、银销量分别为 7.9/8.4/8.7 百万盎司、钼销量分别为 3300/3520/3740 吨、钴销量分别为 1800/4000/6000 吨。

## 2) 公司主要产品价格预测:

我们假设 2024-2026 年国际铜价分别为 9350/9450/9550 美元/吨、锌价分别为 2700/2750/2780 美元/吨、铅价分别为 2200/2200/2230 美元/吨、金价分别为 2330/2350/2360 美元/盎司、银价分别为 26.0/26.5/26.5 美元/盎司、钴价分别为 2.83/2.85/2.88 万美元/吨、钼价保持在 4.79 万美元/吨。

## 3) 公司单位铜/锌当量经营费用预测:

参考公司各矿山的成本指导以及扩建项目投产后带来的成本改善等因素, 我们预计 2024-2026 年 Las Bambas 矿山的单位铜当量经营费用分别为 5100/5050/5050 美元/吨, Kinsevere 矿山的单位铜当量经营费用分别为 7500/7300/7300 美元/吨, Khoemacau 矿山的单位铜当量经营费用分别为 6400/6200/5750 美元/吨; Dugald River 矿山的单位锌当量经营费用分别为 1710/1700/1700 美元/吨, Rosebery 矿山的单位锌当量经营费用分别为 1550/1482/1436 美元/吨。

图表 76: 公司主要产品销量预测表

产品	项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铜 (万吨)	Las Bambas	27.2	22.2	37.5	30.0	32.0	34.0
	Kinsevere	4.8	4.9	4.4	4.2	6.0	8.0
	Khoemacau				3.6	4.8	6.0
	Rosebery	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	合计	<b>32.2</b>	<b>27.2</b>	<b>42.0</b>	<b>37.8</b>	<b>42.9</b>	<b>48.1</b>
锌 (万吨)	Dugald River	15.4	14.1	12.9	17.5	18.5	19.0
	Rosebery	6.0	4.5	4.8	5.0	5.5	5.5
	合计	<b>21.4</b>	<b>18.6</b>	<b>17.6</b>	<b>22.5</b>	<b>24.0</b>	<b>24.5</b>
铅 (万吨)	Dugald River	1.9	1.9	1.8	2.4	2.5	2.6
	Rosebery	2.5	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
	合计	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.5</b>
金 (万盎司)	Las Bambas	6.0	6.3	9.5	7.5	8.0	8.5
	Rosebery	3.8	2.6	2.6	2.8	3.0	3.0
	合计	<b>9.7</b>	<b>8.9</b>	<b>12.1</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>
银 (百万盎司)	Las Bambas	3.6	3.3	5.4	4.4	4.6	4.9
	Dugald River	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
	Rosebery	2.9	2.1	2.2	2.3	2.5	2.5
	合计	<b>7.6</b>	<b>6.7</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>
钼 (吨)	Las Bambas	4935	3156	4037	3300	3520	3740
	合计	<b>4935</b>	<b>3156</b>	<b>4037</b>	<b>3300</b>	<b>3520</b>	<b>3740</b>
钴 (吨)	Kinsevere				1800	4000	6000
	合计				<b>1800</b>	<b>4000</b>	<b>6000</b>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表 77：公司主要产品销售价格假设表**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铜 (美元/吨)	9315	8815	8483	9350	9450	9550
锌 (美元/吨)	3005	3485	2649	2700	2750	2780
铅 (美元/吨)	2205	2153	2137	2200	2200	2230
金 (美元/盎司)	1800	1801	1943	2330	2350	2360
银 (美元/盎司)	25.2	21.8	23.4	26.0	26.5	26.5
钼 (美元/吨)	34930	41411	53231	47908	47908	47908
钴 (美元/吨)				28250	28500	28750

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 78：公司单位铜/锌当量经营费用假设表**

单位：美元/吨	项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单位铜当量 经营费用	Las Bambas	2751	4006	4999	5100	5050	5050
	Kinsevere	5800	6155	8488	7500	7300	7300
	Khoemacau				6400	6200	5750
单位锌当量 经营费用	Dugald River	1690	1997	2352	1710	1700	1700
	Rosebery	1332	2163	1727	1550	1482	1436

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：经营费用不含折旧与摊销

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 44.82/51.27/57.50 亿美元，分别同比增长 3.11%/14.40%/12.15%；EBITDA 分别为 17.51/20.29/22.89 亿美元，分别同比增长 19.8%/15.9%/12.8%。

**图表 79：公司分项目营业收入预测表**

单位：百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Las Bambas	2965.2	2086.8	3417.3	2999.6	3232.7	3466.9
Kinsevere	437.3	421.5	354.6	419.7	651.3	895.6
Khoemacau				331.9	448.9	573.0
Dugald River	482.9	484.3	331.2	457.0	489.7	507.5
Rosebery	365.2	259.9	240.0	270.0	301.1	303.4
其他	4.4	1.7	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>合计</b>	<b>4255.0</b>	<b>3254.2</b>	<b>4346.5</b>	<b>4481.5</b>	<b>5127.0</b>	<b>5749.8</b>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 80：公司分项目 EBITDA 预测表**

单位：百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Las Bambas	2047.3	1121.9	1396.7	1356.5	1498.3	1626.7
Kinsevere	137.6	131.7	-32.0	52.9	104.5	152.8
Khoemacau				79.7	120.9	185.7
Dugald River	212.7	210.2	33.8	164.6	184.0	194.1
Rosebery	203.3	98.6	77.8	112.0	135.9	143.7
其他	124.5	-27.0	-14.4	-14.4	-14.4	-14.4
<b>合计</b>	<b>2725.4</b>	<b>1535.4</b>	<b>1461.9</b>	<b>1751.2</b>	<b>2029.1</b>	<b>2288.7</b>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

随着 Kinsevere 扩建项目、Las Bambas 的 Chalcobamba 开发项目的陆续投产，叠加成长潜力充足的新兴 Khoemacau 矿山的在产与扩建项目，公司铜产量有望实现逐年增长。同时，受益于铜价进入上行周期，公司盈利有望彰显高弹性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.60/3.65/4.67 亿美元，分别同比增长 2793%/40.35%/27.81%，3 年 CAGR 为 273%；以美元兑港币汇率 7.81 折算，EPS 分别为 0.17/0.24/0.30 港元。我们给予公司 2024 年 25 X PE，目标价 4.19 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 81：可比公司估值表

A 股可比公司								
证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	P/E			EPS (元)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601899.SH	紫金矿业	17.1	16.9	13.7	12.0	1.01	1.25	1.43
603993.SH	洛阳钼业	8.3	16.3	14.5	13.4	0.50	0.57	0.61
603979.SH	金诚信	52.0	18.5	13.8	11.4	2.83	3.80	4.58
000060.SZ	中金岭南	4.4	16.9	14.2	12.8	0.26	0.31	0.34
平均值			17.2	14.0	12.4			

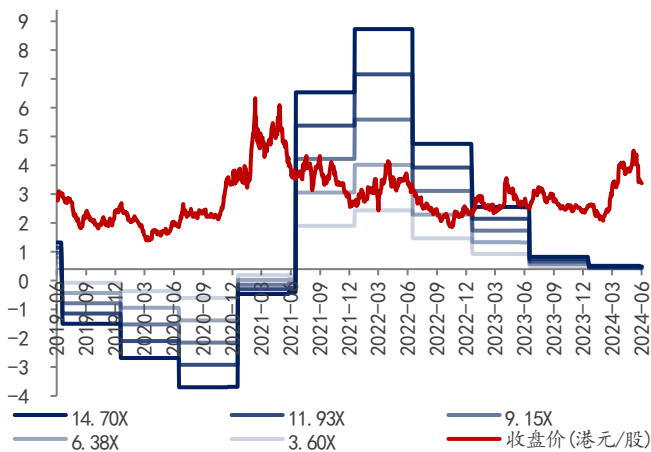
  

H 股可比公司								
证券代码	证券简称	收盘价 (港元/股)	P/E			EPS (港元)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2899.HK	紫金矿业	16.5	15.2	12.3	10.8	1.09	1.34	1.54
3993.HK	洛阳钼业	7.1	13.0	11.5	10.7	0.54	0.61	0.66
1258.HK	中国有色矿业	6.9	9.5	8.8	7.5	0.72	0.78	0.92
平均值			12.6	10.9	9.6			
1208.HK	五矿资源	2.98	17.8	12.7	9.9	0.17	0.24	0.30

资料来源：iFinD，国联证券研究所

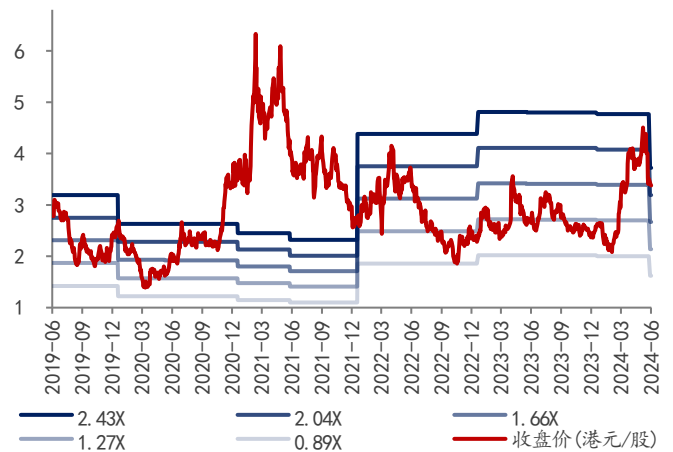
注：可比公司盈利预测来自 iFinD 的一致预期，股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价；美元兑港币汇率 7.81、人民币兑港币汇率 1.08 折算

图表 82：五矿资源 PE-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 83：五矿资源 PB-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 5. 风险提示

**项目建设进展不及预期：**公司目前仍有多个扩建、新建项目，若项目建设进度不及预期，将对公司产品产量的增长产生不利影响。

**金属价格大幅下跌风险：**公司主要产品为铜、锌等基本金属，基本金属的价格不仅受供求关系变化影响，而且与全球经济状况等因素密切相关。若金属价格大幅下跌，将对公司盈利能力产生不利影响。

**地缘政治及政策风险：**公司矿产资源主要分布于拉丁美洲、非洲等国家和地区，不同国家政治、经济发展水平、社会结构存在较大差异，全球资源民族主义日渐加深，政府换届、国家政策变化可能会对相关公司的运营造成一定影响。

**安全环保风险：**采矿属于高风险行业，涉及多项安全环保风险，包括环保要求、矿场坍塌、恶劣天气、设备故障、承包商管理不规范及其他突发性事件，这些风险可能导致公司的矿山受到财产损失，并可能造成人员伤亡、环境破坏及潜在的法律风险。

**ESG 相关风险：**海外项目面临寻求共识与尊重差异的双重挑战，文化、信仰、制度、语言等的差异等可能导致误解与冲突，影响社区及社会关系构建；全球极端天气日趋频繁，暴雨、泥石流、地震等突发性自然灾害频率可能增加，应对气候改变相关法规及准则趋于严格。



**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	372	447	579	855	1316
应收账款+票据	213	355	359	410	460
预付账款	56	55	74	62	64
存货	873	390	538	615	690
其他	147	149	141	145	145
<b>流动资产合计</b>	<b>1660</b>	<b>1395</b>	<b>1690</b>	<b>2087</b>	<b>2674</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9007	8698	8248	8025	8039
在建工程	503	719	1083	1280	1211
无形资产	117	124	124	124	124
其他非流动资产	1249	965	1786	1576	1359
<b>非流动资产合计</b>	<b>10876</b>	<b>10506</b>	<b>11240</b>	<b>11004</b>	<b>10732</b>
<b>资产总计</b>	<b>12536</b>	<b>11901</b>	<b>12930</b>	<b>13092</b>	<b>13406</b>
短期借款	1203	1331	1131	931	731
应付账款+票据	272	323	282	292	299
其他	480	547	608	687	764
<b>流动负债合计</b>	<b>1955</b>	<b>2201</b>	<b>2021</b>	<b>1911</b>	<b>1794</b>
长期带息负债	4210	3376	3076	2776	2476
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	2142	2012	2012	2012	2012
<b>非流动负债合计</b>	<b>6352</b>	<b>5388</b>	<b>5088</b>	<b>4788</b>	<b>4488</b>
<b>负债合计</b>	<b>8307</b>	<b>7589</b>	<b>7109</b>	<b>6698</b>	<b>6281</b>
少数股东权益	2090	2189	2362	2606	2917
股本	3221	3225	3225	3225	3225
资本公积	-1082	-1101	0	0	0
留存收益	0	0	234	563	983
<b>股东权益合计</b>	<b>4229</b>	<b>4312</b>	<b>5821</b>	<b>6394</b>	<b>7125</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12536</b>	<b>11901</b>	<b>12930</b>	<b>13092</b>	<b>13406</b>

**现金流量表**

单位:百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	172	9	260	365	467
折旧摊销	790	930	787	825	855
财务费用	285	342	291	258	225
存货减少	0	0	-148	-77	-75
营运资金变动	0	0	300	300	300
其它	-415	569	159	200	260
<b>经营活动现金流</b>	<b>832</b>	<b>1850</b>	<b>1649</b>	<b>1871</b>	<b>2032</b>
资本支出	-253	-922	-700	-800	-800
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-286	132	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-539</b>	<b>-790</b>	<b>-700</b>	<b>-800</b>	<b>-800</b>
债权融资	-886	-706	-500	-500	-500
股权融资	0	4	0	0	0
其他	-291	-284	-317	-295	-272
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1177</b>	<b>-985</b>	<b>-817</b>	<b>-795</b>	<b>-772</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-883</b>	<b>75</b>	<b>132</b>	<b>276</b>	<b>461</b>

**利润表**

单位:百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3254</b>	<b>4347</b>	<b>4482</b>	<b>5127</b>	<b>5750</b>
费用(不包括折旧及摊销费用)	-1721	-2882	-2730	-3098	-3461
其他开支/收入净额	2	-2	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>1535</b>	<b>1462</b>	<b>1751</b>	<b>2029</b>	<b>2289</b>
折旧及摊销费用	-790	-930	-787	-825	-855
<b>EBIT</b>	<b>745</b>	<b>532</b>	<b>965</b>	<b>1204</b>	<b>1434</b>
财务收入	15	24	0	0	1
财务成本	-300	-366	-291	-258	-225
<b>除所得税前利润</b>	<b>461</b>	<b>190</b>	<b>674</b>	<b>946</b>	<b>1209</b>
所得税支出	217	68	240	337	430
<b>净利润</b>	<b>244</b>	<b>122</b>	<b>434</b>	<b>609</b>	<b>778</b>
少数股东损益	71	113	174	244	311
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>172</b>	<b>9</b>	<b>260</b>	<b>365</b>	<b>467</b>

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-23.5%	33.6%	3.1%	14.4%	12.1%
EBIT	-59.2%	-28.7%	81.4%	24.8%	19.1%
EBITDA	-43.7%	-4.8%	19.8%	15.9%	12.8%
归母净利润	-74.2%	-94.8%	2793%	40.4%	27.8%
<b>获利能力</b>					
净利率	7.5%	2.8%	9.7%	11.9%	13.5%
ROE	8.1%	0.4%	7.5%	9.6%	11.1%
ROIC	22.5%	33.6%	37.2%	39.1%	44.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	66.3%	63.8%	55.0%	51.2%	46.9%
流动比率	0.8	0.6	0.8	1.1	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	15.3	12.3	12.5	12.5	12.5
总资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
<b>每股指标(美元)</b>					
每股收益	0.01	0.00	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	0.07	0.15	0.14	0.15	0.17
每股净资产	0.18	0.18	0.29	0.31	0.35
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.8	514.2	17.8	12.7	9.9
市净率	2.2	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.1	11.3	9.2	7.7	6.6
EV/EBIT	22.9	31.0	16.6	12.9	10.5

数据来源:公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为2024年06月14日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼