

中国有色矿业 (01258.HK)

三季度业绩持续兑现，中长期成长性强

优于大市

核心观点

公司发布三季度生产经营报告：前三季度累计生产阴极铜(含铜产品代加工服务)约9.59万吨，同比减少约13%，其中，自有矿山产阴极铜约6.40万吨，同比增长约3%；累计生产粗铜和阳极铜(含铜产品代加工服务)约28.72万吨，同比增长约3%，其中，自有矿山产粗铜和阳极铜约5.78万吨，同比减少约13%；累计生产硫酸约77.63万吨，同比增长约10%。公司前三季度预估实现归母净利润约3.14亿美元，同比增长约23%，其中，24Q1/Q2/Q3分别实现归母净利润约0.84/1.35/0.95亿美元。

核心矿山方面：中色非洲矿业前三季度生产阳极铜约5.09万吨，同比减少约13%，产量同比下降主要原因是上半年更换地下采矿服务商致硫化矿产量受到影响，Q1/Q2/Q3产量分别为14886/17133/18856吨，产量已逐季度恢复到正常水平；中色卢安夏前三季度生产阴极铜约3.41万吨，同比增长约3%，Q1/Q2/Q3产量分别为11739/11730/10631吨，生产阳极铜约3125吨，同比减少约49%，Q1/Q2/Q3产量分别为1025/788/1312吨，阳极铜产量同比下降主要原因是巴鲁巴地下矿闭坑后现有硫化矿资源枯竭，接替项目尚未投产；刚波夫矿业前三季度生产阴极铜约2.78万吨，同比增长约9%，Q1/Q2/Q3产量分别为9378/9137/9211吨。

公司自有矿山年产铜中长期有望逐步提升至约30万吨：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；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，公司目前在建和筹建矿山项目共有4个，包括中色卢安夏28号竖井项目、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%。

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。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计公司2024-2026年营收分别为41.77/43.94/46.14(原预测41.14/43.15/45.16)亿美元，同比增速15.8%/5.2%/5.0%；归母净利润分别为4.21/4.87/5.29(原预测4.04/4.50/4.86)亿美元，同比增速51.5%/15.9%/8.5%；摊薄EPS为0.11/0.12/0.14美元，当前股价对应PE为6.9/5.9/5.5X。考虑到公司铜矿产量有望持续提升，且有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

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	4,177	4,394	4,614
(+/-%)	1.1%	-11.9%	15.8%	5.2%	5.0%
归母净利润(百万美元)	264	278	421	487	529
(+/-%)	-26.2%	5.3%	51.5%	15.9%	8.5%
每股收益(美元)	0.07	0.07	0.11	0.12	0.14
EBIT Margin	14.7%	18.5%	19.5%	21.7%	22.4%
净资产收益率(ROE)	15.9%	15.1%	19.7%	19.7%	18.6%
市盈率(PE)	11.0	10.4	6.9	5.9	5.5
EV/EBITDA	5.5	4.8	4.3	3.8	3.5
市净率(PB)	1.74	1.57	1.35	1.17	1.01

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·海外公司财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 证券分析师：杨耀洪
010-88005312 021-60933161
liumengluan@guosen.com.cn yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040001 S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.78 港元
总市值/流通市值	22554/22554 百万港元
52周最高价/最低价	8.76/4.20 港元
近3个月日均成交额	59.22 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

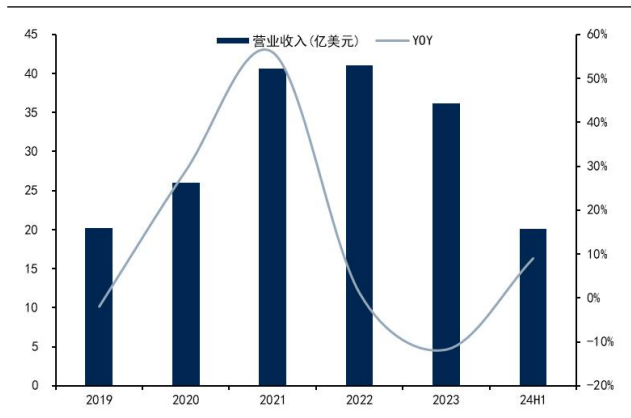
相关研究报告

《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》——2024-06-12

◆ 24 年前三季度实现归母净利润约 3.14 亿美元，同比增长约 23%

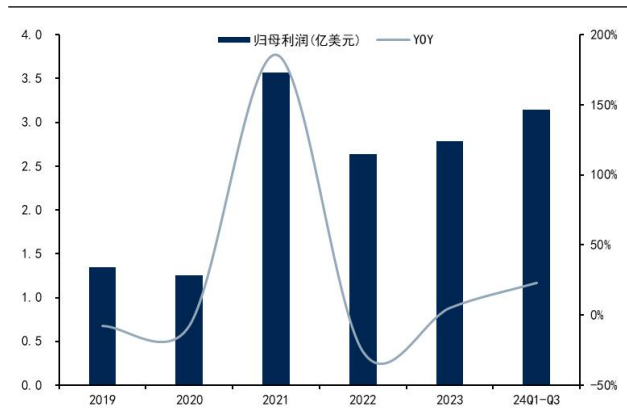
公司发布三季度生产经营报告：前三季度累计生产阴极铜(含铜产品代加工服务)约 9.59 万吨，同比减少约 13%，完成年度产量指引约 69%，其中，自有矿山产阴极铜约 6.40 万吨，同比增长约 3%；前三季度累计生产粗铜和阳极铜(含铜产品代加工服务)约 28.72 万吨，同比增长约 3%，完成年度产量指引约 70%，其中，自有矿山产粗铜和阳极铜约 5.78 万吨，同比减少约 13%；前三季度累计生产硫酸约 77.63 万吨，同比增长约 10%，完成年度产量指引约 78%。公司前三季度预估实现归母净利润约 3.14 亿美元，同比增长约 23%，其中，24Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润约 0.84/1.35/0.95 亿美元。

图1: 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

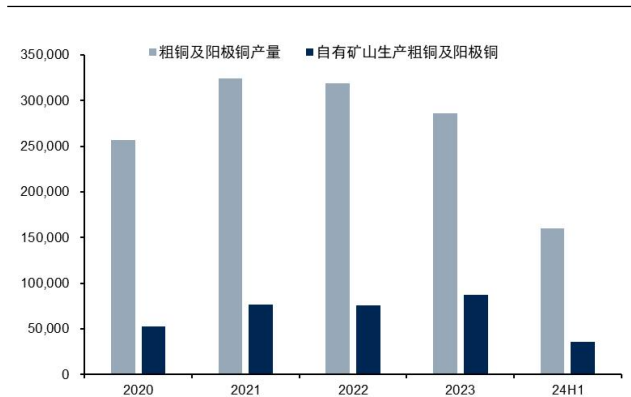
图2: 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

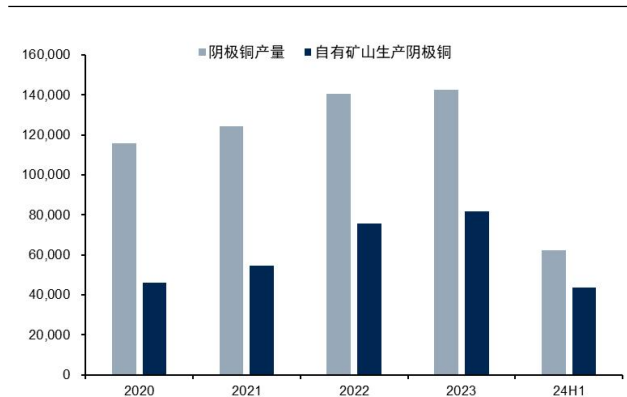
核心矿山方面：中色非洲矿业前三季度生产阳极铜约 5.09 万吨，同比减少约 13%，产量同比下降主要原因是上半年更换地下采矿服务商致硫化矿产量受到影响，Q1/Q2/Q3 产量分别为 14886/17133/18856 吨，产量已逐季度恢复到正常水平；中色卢安夏前三季度生产阴极铜约 3.41 万吨，同比增长约 3%，Q1/Q2/Q3 产量分别为 11739/11730/10631 吨，生产阳极铜约 3125 吨，同比减少约 49%，Q1/Q2/Q3 产量分别为 1025/788/1312 吨，阳极铜产量同比下降主要原因是巴鲁巴地下矿闭坑后现有硫化矿资源枯竭，接替项目尚未投产；刚波夫矿业前三季度生产阴极铜约 2.78 万吨，同比增长约 9%，Q1/Q2/Q3 产量分别为 9378/9137/9211 吨。

图3: 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4: 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

冶炼产能方面：谦比希铜冶炼前三季度生产粗铜和阳极铜合计约 19.89 万吨，同

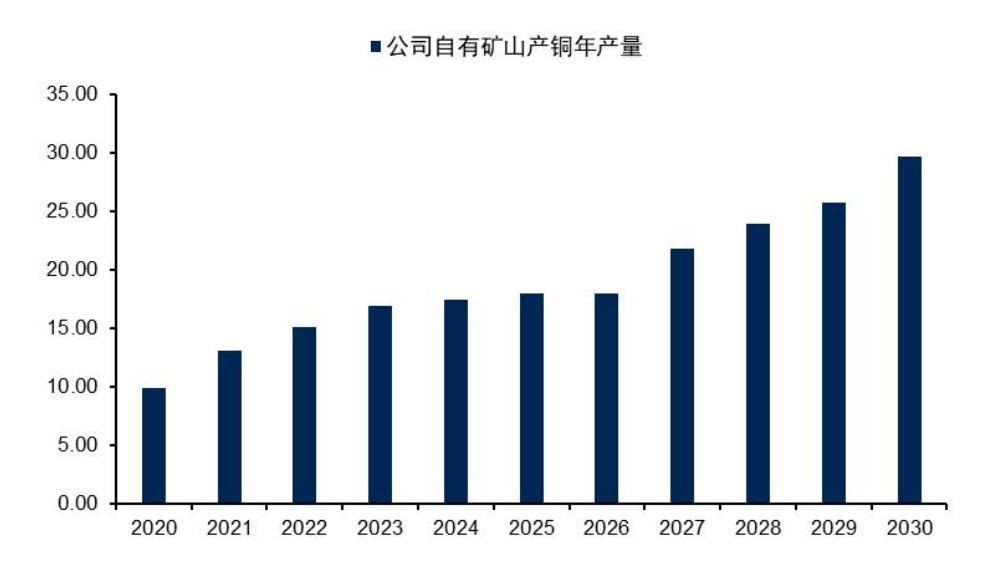
比增长约 26%，生产硫酸约 55.32 万吨，同比增长约 30%，相关产品产量同比增长的主要原因是去年同期某铜精矿供应商因故停产致产量下降，今年恢复正常；谦比希湿法前三季度生产阴极铜约 4273 吨，同比减少约 19%，生产阳极铜约 4634 吨，同比减少约 3%；中色华鑫马本德前三季度生产阴极铜约 1.39 万吨，同比减少约 51%，中色华鑫湿法前三季度生产阴极铜约 1.59 万吨，同比减少约 13%，两家冶炼厂阴极铜产量同比下降的主要原因是刚果(金)停限电情况严重致产能利用率不足；卢阿拉巴铜冶炼前三季度生产粗铜约 8.83 万吨，同比减少约 27%，生产硫酸约 22.17 万吨，同比减少约 21%。

◆ 矿山年产铜接近 17 万吨，中长期成长性值得期待

公司是全球领先的铜生产商，深耕赞比亚和刚果(金)多年。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%。

公司自有矿山年产铜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，公司目前在建和筹建矿山项目共有 4 个，包括中色卢安夏 28 号竖井项目、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%。

图5：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

盈利预测：维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营收分别为 41.77/43.94/46.14(原预测 41.14/43.15/45.16)亿美元，同比增速 15.8%/5.2%/5.0%；归母净利润分别为 4.21/4.87/5.29(原预测 4.04/4.50/4.86)亿美元，同比增速 51.5%/15.9%/8.5%；摊薄 EPS 为 0.11/0.12/0.14 美元，当前股价对应 PE 为 6.9/5.9/5.5X。考虑到公司铜矿产量有望持续提升，且有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

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	632	1004	1425	营业收入	4095	3606	4177	4394	4614
应收款项	537	595	698	746	796	营业成本	3287	2729	3177	3248	3378
存货净额	820	861	1037	1066	1116	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	126	69	88	97	106	销售费用	40	11	8	9	9
流动资产合计	2246	2128	2565	3024	3554	管理费用	167	199	200	209	219
固定资产	1591	1518	1595	1653	1699	财务费用	(34)	(33)	(15)	(15)	(16)
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	(1)	(9)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(97)	(134)	(4)	(6)	(7)
资产总计	4021	3820	4309	4800	5351	营业利润	537	566	801	928	1007
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	700	705	724	利润总额	553	559	801	928	1007
其他流动负债	228	243	287	293	305	所得税费用	170	177	240	278	302
流动负债合计	1124	1140	1237	1274	1331	少数股东损益	118	104	140	162	176
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	421	487	529
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	1429	1466	1524	净利润	264	278	421	487	529
少数股东权益	670	644	742	856	979	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1663	1842	2137	2478	2848	折旧摊销	237	211	198	208	219
负债和股东权益总计	4021	3820	4309	4800	5351	公允价值变动损失	0	0	1	9	10
						财务费用	(34)	(33)	(15)	(15)	(16)
关键财务与估值指标						营运资本变动	213	(57)	(274)	(74)	(79)
每股收益	0.07	0.07	0.11	0.12	0.14	其它	118	104	98	114	123
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	经营活动现金流	832	536	444	743	802
每股净资产	0.43	0.47	0.55	0.64	0.73	资本开支	0	(138)	(250)	(250)	(250)
ROIC	14%	17%	20%	22%	23%	其它投资现金流	(30)	(80)	0	0	0
ROE	16%	15%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(30)	(218)	(250)	(250)	(250)
毛利率	20%	24%	24%	26%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	19%	20%	22%	22%	负债净变化	(497)	(352)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	24%	26%	27%	支付股利、利息	0	0	(126)	(146)	(159)
收入增长	1%	-12%	16%	5%	5%	其它融资现金流	317	145	73	25	28
净利润增长率	-26%	5%	51%	16%	9%	融资活动现金流	(676)	(558)	(54)	(121)	(131)
资产负债率	59%	52%	50%	48%	47%	现金净变动	126	(241)	140	372	421
股息率	3.6%	4.0%	4.4%	5.1%	5.5%	货币资金的期初余额	607	733	492	632	1004
P/E	11.0	10.4	6.9	5.9	5.5	货币资金的期末余额	733	492	632	1004	1425
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0	企业自由现金流	732	472	246	550	613
EV/EBITDA	5.5	4.8	4.3	3.8	3.5	权益自由现金流	707	288	328	586	652

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 $\pm 10\%$ 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确观点
	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 $\pm 10\%$ 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中所提及的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