

五矿资源 (01208.HK)

主力矿山提产降本，公司铜产量增长可期

优于大市

核心观点

公司主要从事铜、锌等金属的开采业务，铜收入占比 76%。公司是一家中大型有色金属矿业公司，主要业务是海外铜、锌等金属矿山的勘探开发，是五矿集团的海外资源整合平台，2024 年铜权益产量 26.5 万吨，居国内上市公司第三位，仅次于紫金矿业和洛阳钼业。铜是公司核心品种，2023 年铜占公司营业收入 76%，锌占 8.3%。

核心矿山 Las Bambas 铜矿恢复正常运营，产量上升，成本骤降。Las Bambas 铜矿是全球前 10 大铜矿，铜资源量 870 万吨，储量 460 万吨，2024 年产铜 32.3 万吨，预计 2025 年产铜 40 万吨。2023 年邦巴斯铜矿营收占公司 79%，EBITDA 占公司 92%，截至 2024 年中邦巴斯铜矿资产占公司 62%，是公司核心矿山。2019 年以来受社区关系影响生产不稳定，影响上市公司盈利。当前社区问题已基本解决，2024 年下半年恢复到年化 40 万吨产量，C1 成本环比下降达 1000 美元/吨，盈利能力将显著提升。

多项措施降低有息负债，财务费用降低。2014 年收购邦巴斯铜矿后，公司贷款规模大幅提升，财务费用率明显高于同行业公司，是影响邦巴斯铜矿乃至整个公司净利润的重要因素。近几年公司通过权益融资和低息置换高息，加快步伐减轻财务压力。2019 年长短期借贷总额 76.92 亿美元，2023 年已降至 47.48 亿美元。2024 年中报公告的债务偿还计划显示偿还金额将于 2027 年有显著下降，公司财务压力逐渐减小。

5 年内铜产量增至 60 万吨以上。未来 5 年公司 3 座铜矿山都有增量，主力矿山邦巴斯铜矿产量从 2024 年 32.3 万吨增加到 40 万吨以上；Kinsevere 铜矿露采转地采，2 年内产量从 2024 年 4.5 万吨增加到 8 万吨；Khoemacau 铜矿产量从当前 3 万吨增加到 2028 年以后 13 万吨。2028 年后公司矿铜年产量达到 61 万吨，权益产量达到 40 万吨，即 5 年内公司铜产量增加 50%。

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 2.58/4.57/6.23 亿美元 (+2768%/77.1%/36.2%)，EPS 分别为 0.02/0.04/0.05 美元。通过多角度估值，并考虑未来 5 年产量持续增长，预计公司合理估值在 3.2-4.4 港元之间，2025 年动态市盈率约 11-13 倍，相对于公司目前股价有 15%-57%溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：铜等有色金属价格下跌风险，公司项目建设进度不达预期的风险，社区关系变化影响生产的风险，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)	3,254	4,347	4,361	5,654	5,815
(+/-%)	-23.5%	33.6%	0.3%	29.7%	2.8%
归母净利润(百万美元)	172	9	258	457	623
(+/-%)	-74.2%	-94.8%	2767.6%	77.1%	36.2%
每股收益(美元)	0.01	0.00	0.02	0.04	0.05
EBIT Margin	42.5%	29.9%	20.8%	23.0%	25.6%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	0.4%	10.8%	16.1%	18.0%
市盈率 (PE)	25.4	486.1	17.0	9.6	7.0
EV/EBITDA	21.3	32.3	5.7	4.5	4.0
市净率 (PB)	2.05	2.06	1.84	1.54	1.26

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

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	3.20 - 4.40 港元
收盘价	2.81 港元
总市值/流通市值	34083/34083 百万港元
52 周最高价/最低价	4.24/1.65 港元
近 3 个月日均成交额	68.17 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
公司概况及历史沿革	5
业务概况	6
营收及利润	7
公司业务分析	8
Las Bambas 铜矿-公司的核心资产	8
Las Bambas 铜矿盈利能力	11
多措并举降低负债	13
Khoemacau-铜矿扩张潜力大	15
Kinsevere 铜矿-改扩建完成	16
Rosebery-长寿命、多金属富矿	17
Dugald River 矿山锌量新增，矿脉成功延伸	18
行业简析：长单加工费创历史新低，冶炼企业利润承压	20
盈利预测	23
假设前提	23
未来 3 年业绩预测简表	24
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
绝对估值：3.9-4.5 港元	25
相对估值：3.2-4.4 港元	26
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图1: 部分铜矿公司产量变化趋势 (万吨)	5
图2: 五矿资源历史大事沿革	5
图3: 公司业务布局	6
图4: 公司矿山铜产量变化 (万吨)	7
图5: 公司矿山锌产量变化 (万吨)	7
图6: 公司历年营业收入 (亿美元)	8
图7: 公司历年归母净利润 (亿美元)	8
图8: 公司营业收入构成 (百万美元)	8
图9: 公司 EBTIDA 构成 (百万美元)	8
图10: Las Bambas 矿历年铜产销量 (万吨)	10
图11: Las Bambas 矿区历年铜 C1 成本 (美元/吨)	10
图12: 社区实施“心之项目”政策	11
图13: Las Bambas 精矿运输路线与周边社区	11
图14: 海外可比公司财务费用率对比 (%)	13
图15: 公司长期借款和短期借款变化 (亿美元)	13
图16: EBITDA/负债	13
图17: 邦巴斯铜矿给公司带来强劲现金流 (亿美元)	13
图18: 公司财务费用率对比 (%)	14
图19: 公司现金流量变化 (亿美元)	14
图20: 公司未来债务偿还计划 (百万美元)	15
图21: 公司借款总额及资产负债比率 (百万美元, %)	15
图22: 对公司资源品类的影响	16
图23: Khoemacau 铜矿产量规划 (万吨)	16
图24: Kinsevere 历年铜产量及展望 (万吨)	17
图25: Kinsevere 矿区历年铜成本及展望 (美元/吨)	17
图26: Rosebery 矿区历年锌产量 (万吨)	18
图27: Rosebery 矿区历年锌成本 (美元/吨)	18
图28: 矿区历年锌产量 (万吨)	19
图29: Dugald River 矿区历年锌成本 (美元/吨)	19
图30: 2024 年全球前十大锌矿产量 (万吨)	19
图31: Dugald River 盈利与锌价高度相关	19
图32: 未来 5 年公司铜产量突破 60 万吨 (万吨)	20
图33: 公司铜权益产量预测 (万吨)	20
图34: 全球铜勘探开支弱增长	21
图35: 铜精矿长单加工费 (美元/吨)	21
图36: 中国铜冶炼厂收入构成 (美元/吨)	22
图37: 铜精矿长单加工费 (美元/吨)	22

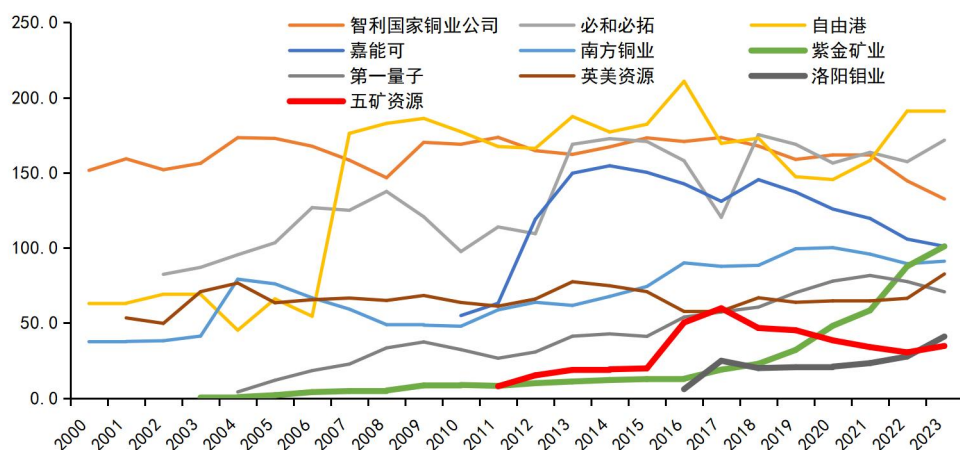
表1: Las Bambas 矿产储量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）	9
表2: 秘鲁几家大型铜矿山对比	11
表3: 2023 年几家铜矿盈利对比（单位：百万美元）	12
表4: 2023 年几家大型铜矿资产负债对比（单位：百万美元）	12
表5: Khoemacau 矿产资源量（截至 2024 年 6 月 30 日）	15
表6: Kinsevere 矿产储量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）	16
表7: 刚果金几家铜矿概况	17
表8: Rosebery 矿产储量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）	18
表9: Dugald River 矿产储量概况（截至 2024 年 6 月 30 日）	18
表10: 全球主要铜矿产量变化（单位：万吨）	20
表11: 不同行业研究机构的全球精炼铜供需平衡表（单位：万吨）	23
表12: 盈利预测假设条件	23
表13: 未来 3 年盈利预测表	24
表14: 不同价格水平下 2025 年归母净利润（百万美元）	25
表15: 公司盈利预测假设条件	25
表16: 资本成本假设	25
表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	26
表18: 可比公司估值情况	27

公司概况

公司概况及历史沿革

五矿资源（MMG Limited）是一家处于快速成长期的国际化矿业公司，主要从事铜、锌、金、银、铅等基本金属的开采业务，总部位于澳大利亚墨尔本。公司 2023 年铜并表产量 34.7 万吨，位列全球第 13 位，2024 年铜并表产量 40 万吨，在国内仅次于紫金矿业和洛阳钼业；2023 年锌权益产量 20.3 万吨，位列全球第 8 位，在国内仅次于紫金矿业。公司是中国五矿海外资源整合平台，主要股东是中国五矿的子公司中国五矿香港控股有限公司，其直接持股比例 67.69%，其余 32.31% 由公众股东持有。

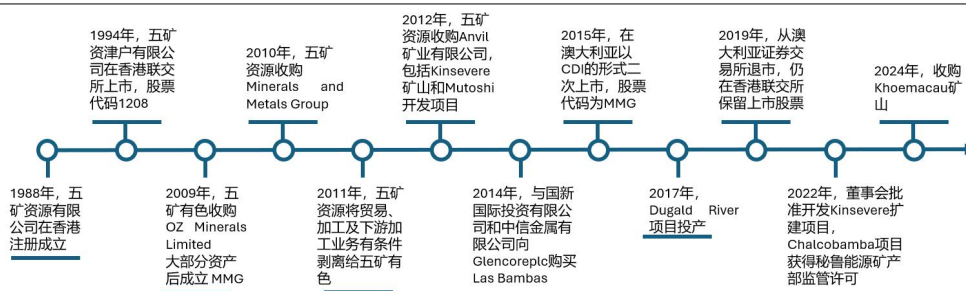
图1：部分铜矿公司产量变化趋势（万吨）



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

历史沿革：公司于 1988 年在香港注册成立，主要做氧化铝、铝锭的进出口贸易、国内贸易，以及铝板带箔加工，1994 年公司在香港联交所上市。21 世纪以来公司有两次重大转变，一是 2010 年收购 Minerals and Metals Group (MMG)，正式进入有色金属上游资源领域，资产主要是位于老挝的铜矿和澳大利亚的铅锌矿。为了专注于有色金属上游资源业务，公司于 2011 年将贸易、加工及下游业务剥离，从一家贸易公司转变为矿业公司；二是在 2014 年收购全球顶级铜矿山 Las Bambas 铜矿，成为一家有影响力的中大型矿业公司。

图2：五矿资源历史大事沿革

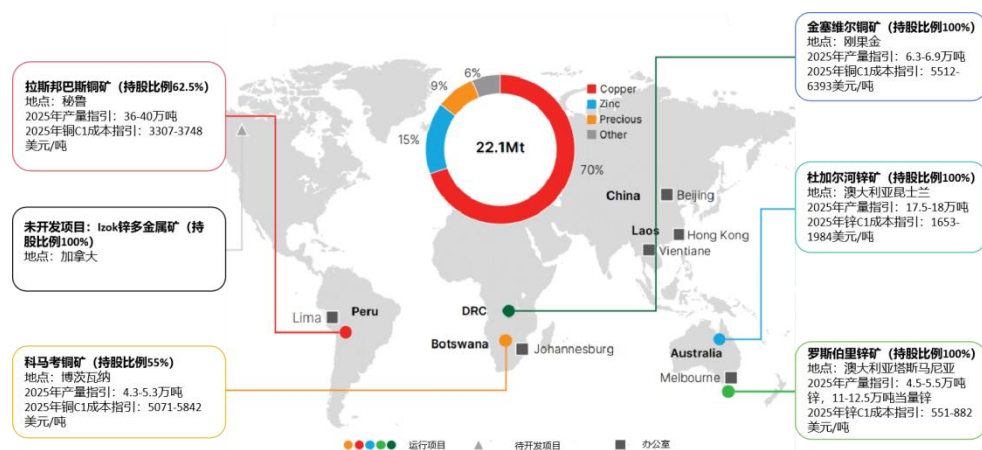


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

业务概况

公司通过收购、出售资产持续优化生产结构，矿产资源主要分布在秘鲁、澳大利亚、刚果金、博茨瓦纳等地。公司目前运营 5 座在产矿山，其中 3 座铜矿山，2 座锌矿山，如下图所示。其中 Las Bambas 铜矿是公司主力矿山，是全球前十大铜矿；Kinsevere 铜矿是非洲的一个湿法铜项目，处于表层氧化矿向深部硫化矿转化过程中；Khoemacau 铜矿是公司 2023 年收购的一个潜力巨大的铜矿；杜加尔河锌矿是全球前十大锌矿；Rosebery 是一个已经运营近 90 年的锌、铜、金、银多金属富矿。

图3：公司业务布局

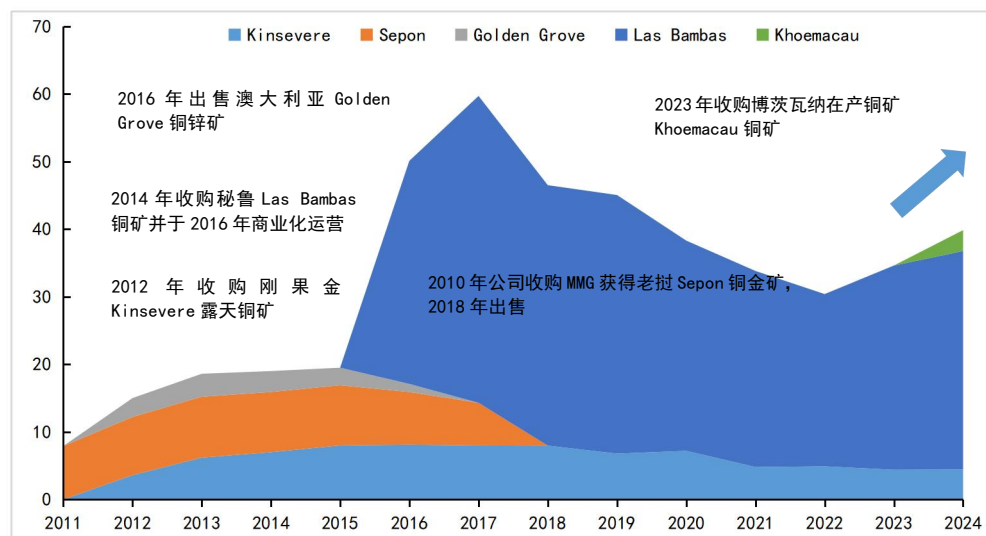


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司近年铜产销量变化及原因。公司铜产销量在 2017 年达到近年峰值，公司当年铜产量居全球第 11 位，次于淡水河谷，高于英美资源。当时恰逢 Las Bambas 铜矿商业化运营第二年，年度销量 44.2 万吨，位列当年全球第六大铜矿；同时老挝 Sepon 铜矿尚未剥离，年销售铜 6.3 万吨，Kinsevere 铜矿也处于高产期，年销量 8 万吨。

随后的 2018 年，Sepon 铜金矿的铜矿体按开采计划接近枯竭，金矿体位于地下，公司将其出售给赤峰黄金。同时，Kinsevere 铜矿表层氧化矿逐渐枯竭，Kinsevere 铜产量连年下滑。另外，Las Bambas 铜矿也面临品位下滑、地质条件、社区关系、疫情影响等问题，产量逐渐下滑。直到 2023 年以来随着秘鲁局势稳定，邦巴斯铜矿产销量止跌企稳，预计 2024 年随着第二矿坑开发，2025 年 Las Bambas 铜产量将回到 40 万吨以上。

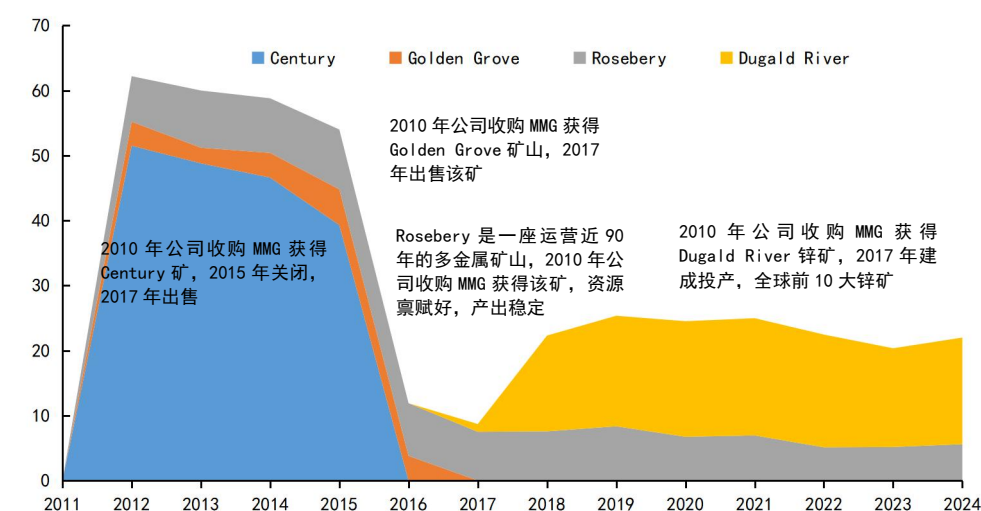
图4: 公司矿山铜产量变化（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司近年锌产销量变化及原因。五矿资源在2010年收购控股股东旗下MMG，获得了澳洲三座在产锌矿山，分别是Century、Golden Grove和Rosebery，以及未开发的Dugald River矿。Century是全球前三大锌矿，年产锌超40万吨，随着资源枯竭及锌价暴跌，于2015年闭坑。当前锌主力矿山是Dugald River锌矿，年产量稳定在17万吨以上，是全球第8大锌矿。

图5: 公司矿山锌产量变化（万吨）

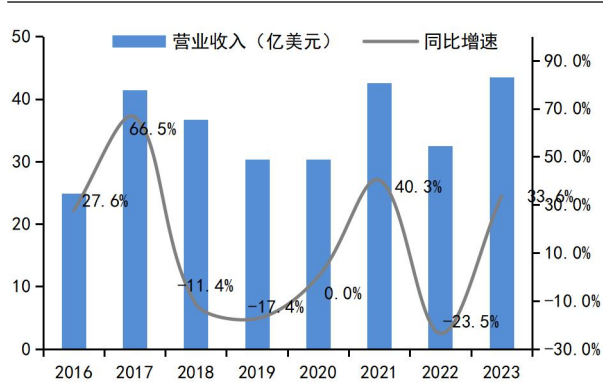


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营收及利润

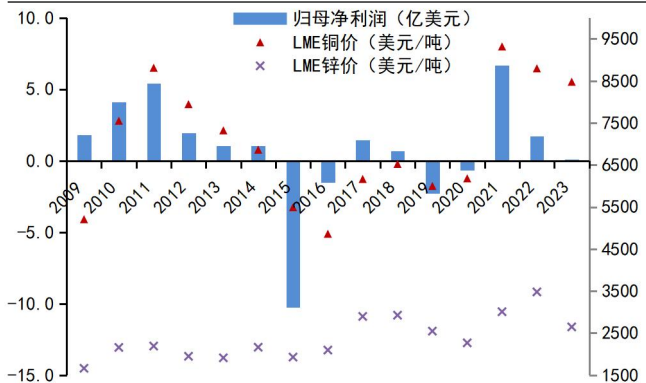
近几年，铜占公司营业收入70%以上，铜的价格及产销量对公司营业收入和净利润影响显著。

图6: 公司历年营业收入 (亿美元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

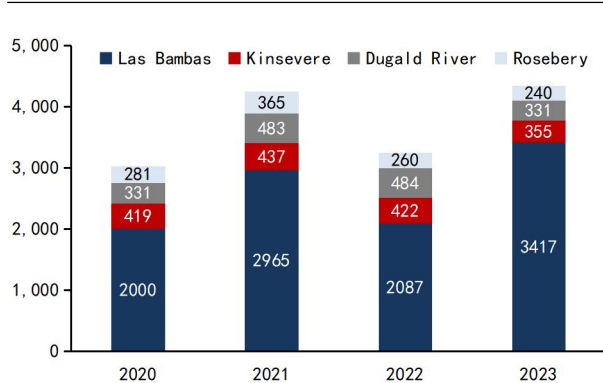
图7: 公司历年归母净利润 (亿美元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

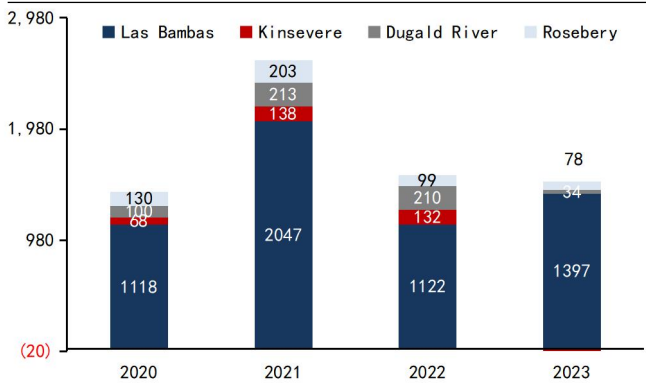
公司主要营收和利润来自 Las Bambas 铜矿。Las Bambas 矿山占公司营收 70%，占公司 EBITDA 比例 80%以上，是公司主要营收和盈利来源。随着 Las Bambas 矿年产量回到 40 万吨以上，公司业绩有望迎来明显变化。

图8: 公司营业收入构成 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司 EBITDA 构成 (百万美元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司业务分析

Las Bambas 铜矿-公司的核心资产

公司主力矿山。截至 2024 年中，Las Bambas 资产占公司 60%以上。Las Bambas 是全球前 10 大铜矿山，也是全球前 10 大铜矿中唯一由中资企业控股的项目，每年可以产铜 40 万吨左右。该铜矿位于南美洲秘鲁 Apurimac 地区，矿山主要包括 Ferrobamba、Chalcobamba 和 Sulfobamba 三个矿床，目前正在开采的是 Ferrobamba 和 Chalcobamba。

邦巴斯铜矿历史。2004 年 8 月，斯特拉塔矿业从秘鲁政府购买了邦巴斯铜矿的勘探开发权，2011 年 3 月秘鲁政府批准了铜矿的环评，2012 年 10 月项目正式动工。截至 2014 年 4 月五矿资源收购该项目时，项目已经完成 60%。

抓住难得机遇，获取全球顶级铜矿山。2012 年嘉能可计划收购全球第四大铜矿生产商斯特拉塔，为消除潜在的垄断影响，中国商务部要求合并后公司需在指定时

间内剥离斯特拉塔矿业的拉斯邦巴斯铜矿。中国五矿果断抓住机会，2014 年五矿资源牵头，由五矿资源、国新国际投资有限公司和中信金属有限公司组成的联合体与嘉能可达成 Las Bambas 铜矿项目股权收购协议，交易总价 58.5 亿美元，成为中国金属矿业史上最大的海外并购交易之一，五矿资源持股 62.5%。经过 4 年建设 Las Bambas 于 2016 年 7 月 1 日实现商业化生产。

资源丰富，开采年限长。Las Bambas 铜矿拥有矿石量 19 亿吨，其中含铜资源量 870 万吨，钼资源量 27.2 万吨，银资源量 3991 吨，金资源量 43.7 吨；储量方面，铜储量 460 万吨，平均品位 0.6%；钼储量 12.5 万吨，平均品位 0.016%；银储量 2062 吨，平均品位 2.7g/t；金储量 26 吨。

表1: Las Bambas 矿产储量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）

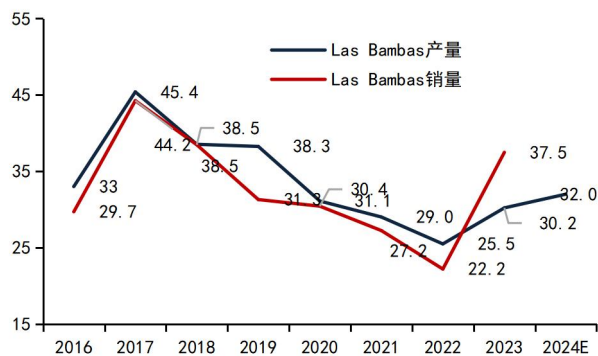
		矿石量 百万吨	品位				资源量			
			铜	银	黄金	钼	铜	银	黄金	钼
			%	g/t	g/t	百万分率	百万吨	吨	吨	万吨
Ferrobamba 原生铜	证实	220	0.49	1.9	0.03	200	1.1	418	7	4.4
	可信	230	0.68	3.1	0.05	180	1.6	713	12	4.1
	总计	450	0.58	2.5	0.04	190	2.6	1131	18	8.5
Chalcobamba 原生铜	证实	96	0.6	2	0.02	120	0.6	192	2	1.2
	可信	130	0.66	2.7	0.03	120	0.9	351	4	1.6
	总计	220	0.63	2.4	0.03	120	1.4	543	6	2.7
Sulfobamba 原生铜	证实	63	0.7	5.5	0.03	160	0.4	347	2	1.0
	可信	63	0.7	5.5	0.03	160	0.4	347	2	1.0
	总计	63	0.7	5.5	0.03	160	0.4	347	2	1.0
原生铜矿堆	证实	23	0.34	1.8		110	0.1	41		0.3
	可信	23	0.34	1.8		110	0.1	41		0.3
	总计	23	0.34	1.8		110	0.1	41		0.3
总计		760	0.6	2.7		160	4.6	2062	26	12.5

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

近年来受多因素扰动，产量波动大。邦巴斯铜矿于 2016 年 7 月投入生产，2017 年达到产量顶峰，产铜 45.4 万吨。自此之后，局势开始下滑。

- 2018 年受局部边坡不稳定影响，产量下降，成本上升。
- 2019 年社区堵路行动导致输运物流受阻逾 100 天。
- 2020 年社区扰乱以及疫情导致运输中断 109 天，产量同比下降 17.8%。
- 2021 年社区堵路时间为 100 天，同时矿石品位下降，产量较 2020 年同比下降 6.75%至 29 万吨。2021 年末，南部道路走廊社区纷扰对经营造成了严重影响。
- 2022 年秘鲁政局动荡，矿区受社区抗议活动影响进一步加剧，全面停产 52 天，全年交通中断达 173 天，铜精矿堆积，库存由 2021 年底约 5.9 万吨增至 2022 年底约 8.5 万吨，同时 C1 成本也由 2021 年的 1.02 美元/磅大幅上升至 1.53 美元/磅。

图10: Las Bambas 矿历年铜产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: Las Bambas 矿区历年铜 C1 成本（美元/吨）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

地区局势和社区关系已经缓解。Las Bambas 铜矿位于秘鲁南部安第斯高原地区，是秘鲁矿业冲突爆发频率最高的地区，不止针对 Las Bambas 铜矿，区域内南方铜业的 Cuacone 铜矿、Toquepala 铜矿，嘉能可旗下的 Antapaccay 铜矿等都受到社区关系影响，其中南方铜业的 Tia Maria 铜矿因社区关系推迟建设 15 年以上。斯特拉塔开发 Las Bambas 铜矿时，社区冲突就已凸显。另外该铜矿位于内陆地区，距港口 400 公里以上，沿途经过社区多，近年来社区关系对铜矿运营的扰动较大。

2020 年-2022 年，疫情叠加左翼政党赢得总统大选，在此时期 Las Bambas 铜矿受扰动最大，随着 2022 年末左翼总统卡斯蒂略被弹劾，秘鲁大环境改善，同时公司不断努力，矿区情况不断好转。2023 年一季度秘鲁局势稳定后，公司与社区达成协议，生产和运输问题得到解决，同时开展第二矿坑 Chalcobamba 的开发。

目前公司已与 Huancuire 社区的六家企业展开合作，通过参与 Chalcobamba 矿坑的开发、铜精矿运输，解决了长期存在的争议和合作障碍。

2024 年矿山经营未发生中断，2024H2 铜 C1 成本骤降。2024 年邦巴斯铜矿产量逐季攀升，上半年铜产量为 12.6 万吨，2024Q3 为 9.1 万吨，2024Q4 为 10.6 万吨。受矿石品位提升影响，该矿山 2024Q3 的铜产量达到自 2021 年以来的单季最高产量。随着 Chalcobamba 矿坑投入使用，预计 2025 年 Las Bambas 铜产量超过 40 万吨。

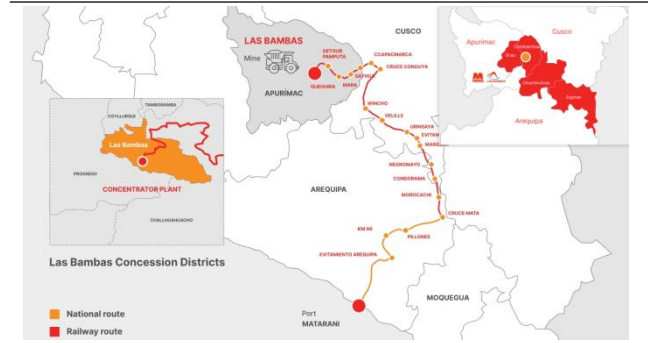
Chalcobamba 矿坑距离现有选矿厂约 3 公里，自 2024 年三季度开始开采，处于矿坑生命周期的早期阶段，预计明年会达到整个供矿量的 40% 左右。与此同时，Ferrobamba 矿坑的开采也进入了品位较高的矿段。随着产量增加，成本也将下降。2024 年上半年邦巴斯铜矿 C1 成本为 3991 美元/吨，全年成本为 3330 美元/吨，粗略测算下半年 C1 成本已骤降至 2910 美元/吨。

图12: 社区实施“心之项目”政策



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: Las Bambas 精矿运输路线与周边社区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Las Bambas 铜矿盈利能力

Las Bambas 铜矿的盈利情况。邦巴斯铜矿拥有丰富的储量和大规模采选能力。我们对比秘鲁的几家大型铜矿山的运营指标，邦巴斯采选量大，采矿回收率等指标也不错，铜品位 0.6%，不及 Antamina 和 Quellaveco，伴生金属不及 Antamina，与其他几家矿山差不多，矿山资源禀赋不存在明显短板。但是盈利能力波动较大，也直接影响整个上市公司盈利情况。

表2: 秘鲁几家大型铜矿山对比

	Antamina	Cerro Verde	Cuajone	Toquepala	Quellaveco	Las Bambas
股东	嘉能可 33.75%，必和必拓 33.75%	自由港 53.56%	南方铜业 100%	南方铜业 100%	英美资源 60%	五矿资源 62.5%
入磨矿石量（万吨）			2747	4166	4205	5287
2023 年铜产量（万吨）	42.19	45	14.9	20	31.9	30.2
资源量（万吨）	2010			1709	763	870
储量（万吨）	212	1399	652	1384	821	460
伴生金属产量	46.4 万吨锌，361 吨白银	9979 吨钼	3700 吨钼	6300 吨钼	3810 吨钼，销售可伴生 5000 吨钼 167 吨银，2.7 吨黄金	
品位	0.94%	0.36%	0.64%	0.53%	0.96%	0.60%
采矿回收率		81.30%	85.30%	90.80%		86%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

C1 成本处于全球中等水平，折旧摊销和利息费用高，影响净利润。我们选取了秘鲁的三座大型铜矿山 Antamina、Cerro Verde、Quellaveco、智利的 Collahuasi，以及关注度比较高的刚果金 Kamoa-Kakula 铜矿，与 Las Bambas 铜矿作对比，如下表所示。

折旧摊销数额大，吨铜折旧摊销超 2000 美元。表内铜矿都是年产销量在 30 万吨以上的特大型铜矿，从 EBITDA 利润率来看，邦巴斯铜矿盈利能力并不差，但是年度折旧摊销高达 8 亿美元，显著高于同等产能的铜矿山。粗略测算过去几年，邦巴斯铜矿的单位折旧摊销普遍超过 2000 美元/吨铜。作为对比，表中的 Kamoa-Kakula 铜矿吨铜折旧摊销仅为 550 美元，自由港的 Cerro Verde 铜矿吨铜折旧摊销为 880 美元，嘉能可 Collahuasi 铜矿吨铜折旧摊销为 1300 美元，行业平均水平大概 1100 美元/吨铜。Antamina 铜矿吨铜折旧摊销数额大于邦巴斯铜矿，但是该矿是全球前 10 大铜矿同时也是全球前 3 大锌矿，盈利能力强，大额折旧摊销后仍有 28%净利率。

表3: 2023 年几家铜矿盈利对比 (单位: 百万美元)

	Las Bambas	Antamina	Cerro Verde	Collahuasi	Quellaveco	Kamoa-Kakula
2023 年铜销量 (万吨)	37.47	42.19	44.81	57.3	33.9	37.58
收入	3417.3	4243	3,330	4648	2745	2704
EBITDA	1396.7		1031		1781	1681
EBITDA 利润率	41%		31%		65%	62%
折旧摊销	800	1193	395	741	223	205
EBIT	596.7		628		1558	1476
利息费用		21		18		352.7
利息收入		34		20		20.9
财务费用净额	202.6	-13	77	-2		331.8
所得税	92.4	664		761		358
净利润	301	1206	641.4	1453	578	711
净利率	9%	28%	19%	31%	21%	26%

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

邦巴斯铜矿当年收购价格高、矿山资本开支大导致固定资产数额高。邦巴斯铜矿收购价格高达 58.5 亿美元, 建设矿山资本开支在 60 亿美元以上, 导致邦巴斯铜矿固定资产和无形资产数额超 100 亿美元, 折旧压力大。另外如上表所示, 除 Quellaveco、Kamoa-Kakula 和 Las Bambas 铜矿都在近 10 年投产外, 其他矿山都在 2000 年之前投产, 折旧压力小。Quellaveco 也有较高的固定资产, 于 2023 年年中投产, 当年度折旧摊销仅 2.2 亿美元。

表4: 2023 年几家大型铜矿资产负债对比 (单位: 百万美元)

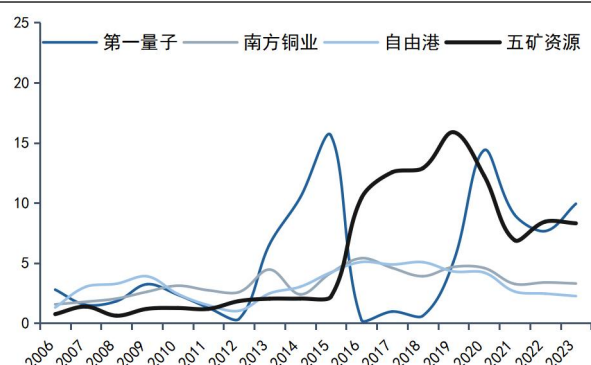
	Las Bambas	Antamina	Cerro Verde	Collahuasi	Quellaveco	Kamoa-Kakula
资产	9931	7871		9087	10137	7215
固定资产	8703	6275	6563	6914	8831	
流动资产	1228	1596		2173	1306	
负债	4094	3345		3380	7669	5630
长期负债	3124	2488		2662	6800	
短期负债	970	857		718	869	
净资产	5837	4526		5707	2468	
资产负债率	41%	42%		37%	76%	78%

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

财务费用也比较多。如上表所示, 截至 2023 年末, 邦巴斯铜矿固定资产 87 亿美元, 高于表内其他矿山, 财务费用净额 2 亿美元, 占上市公司财务费用净额 70%。自收购邦巴斯铜矿后, 公司贷款规模和财务费用显著提升, 财务费用率明显高于同行业公司, 是影响邦巴斯铜矿乃至整个公司净利润的重要因素。

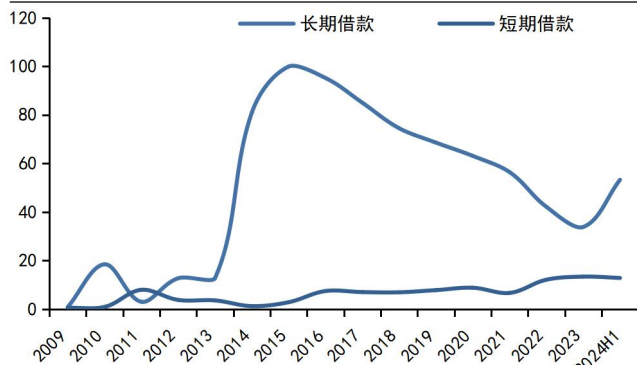
上市公司财务费用高源自 2014 年收购邦巴斯铜矿。2014 年邦巴斯铜矿收购价格 58.5 亿美元, 完成铜矿建设预估还需要 24 亿美元, 因此 2014 年开始贷款显著增加, 包括中国多家银行 (国家开发银行、工商银行等) 提供 41.19 亿美元的 Las Bambas 项目贷款; 收购融资贷款 9.69 亿美元; 非控股股东出资 11.06 亿美元; 股东 Top Create 借款 18.44 亿美元。大规模融资主要用于支持 Las Bambas 矿项目的收购和开发, 带来较大的财务压力。尤其 2016 年 7 月邦巴斯铜矿开始商业化运营后, 利息资本化结束, 财务成本从 2015 年的 0.85 亿美元陡增至 2016 年的 3.13 亿美元。

图14: 海外可比公司财务费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

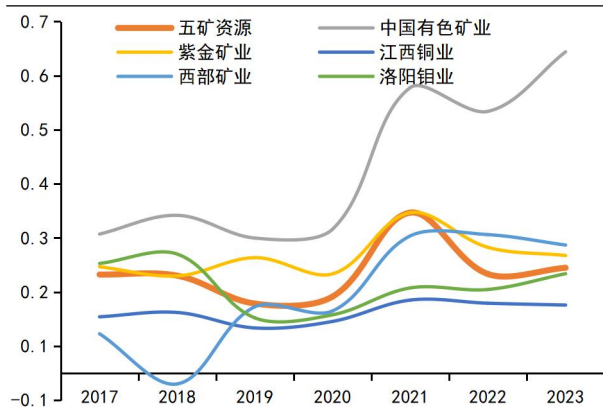
图15: 公司长期借款和短期借款变化 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

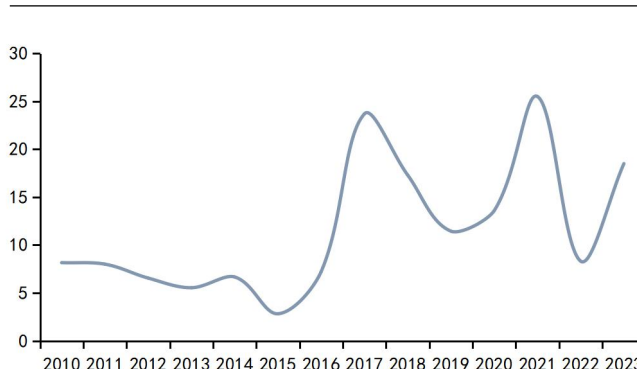
当然如果从现金流角度, 邦巴斯铜矿给公司带来丰厚的经营性现金流入, 特别是满产的 2017 年和铜价较高的 2021 年, 强劲的现金流使公司偿债风险很低。

图16: EBITDA/负债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 邦巴斯铜矿给公司带来强劲现金流 (亿美元)



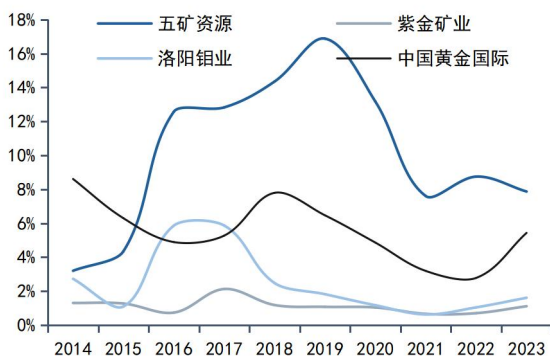
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

多措并举降低负债

成长型矿企, 多次收购增量资源带来财务压力。由于国外优质矿山收购价格高、建设矿山资本开支大, 成长型矿企普遍面临财务压力, 与公司类似的是加拿大第一量子, 同样存在一定的财务压力。五矿资源财务压力自 2009 年进入资源开发领域后, 一直保持快速扩张态势:

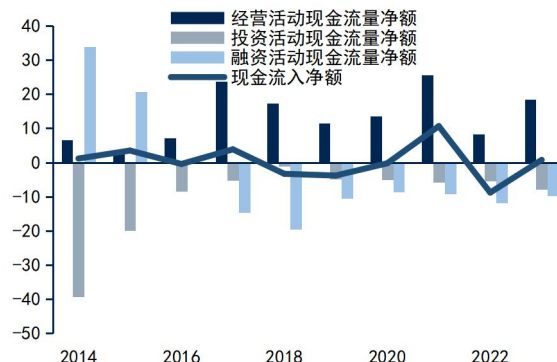
- 2009 年收购 OZ Minerals 主要资产, 获得多个高质量矿山资产, 奠定了其在全球矿业领域的基础, 包括位于澳大利亚的 Century 锌矿、Rosebery 多金属矿山, 以及 Sepon 铜金矿等。
- 2012 年, 公司收购加拿大矿业公司 Anvil Mining Limited, 包括刚果民主共和国的 Kinsevere 铜矿等资产, 公司进入非洲矿业市场, 拓展了其国际业务版图。
- 2014 年收购了位于秘鲁的 Las Bambas 铜矿, 显著提升了公司在全全球铜矿生产中的地位。
- 2023 年 11 月以 18.75 亿美元收购非洲博茨瓦纳的 Khoemacau 铜矿。

图18: 公司财务费用率对比 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司现金流量变化 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

权益融资偿还债务。自 2014 年以来, 公司供股两次, 配股一次, 总募资约 19.6 亿美元。

①2016 年 12 月公司供股以每股 1.50 港元的价格增发股份, 总共筹集了约 5 亿美元, 主要用于偿还债务以及供应日常营运。

②2021 年 6 月, 公司以配售股份价格每股 4.15 港元发行了共计 5.65 亿股新股, 占该公司扩大发行后总股本的约 6.54%, 共筹得净额约 2.99 亿美元, 计划用于其潜在的收购、项目拓展以及日常营运。

③2024 年 7 月完成了一次供股, 发行了超过 34.65 亿股普通股, 总计筹得 11.52 亿美元 (扣除成本后), 主要用于第三季度的债务偿还。

根据公司 2024 年中报最新数据, 公司较大数额的几笔贷款均加快了还款进度, 或通过置换降低了利息。

①邦巴斯铜矿 18 年期项目融资。公司于 2024 年 7 月 5 日提前偿还 8 亿美元项目融资, 还剩余 10 亿美元, 已与几家银行贷款人签订 10 亿美元循环贷, 用于偿还 2014 年项目融资, 将减少利息支出。

②股东借款。截至 2024 年 6 月 30 日剩余 19.61 亿美元; 2024 年 7 月 18 日供股偿还 1.75 亿美元, 还剩下 17.86 亿美元, 分别于 2025 年 7 月、2026 年 7 月、2027 年 7 月到期, 大部分是固定利率 2.2%-4.5%。

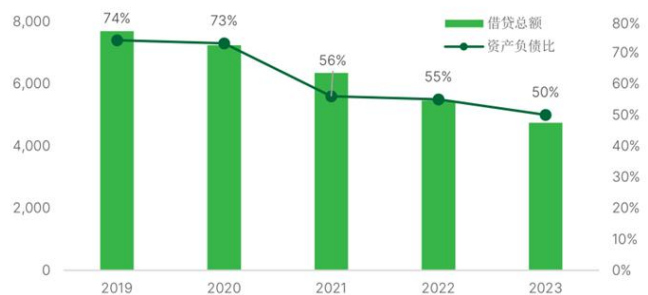
另外, 邦巴斯近期在税务、融资和债务重组方面取得重要进展。秘鲁税务法院已于 2024 年多次作出有利判决, 撤销了秘鲁子公司 2014-2017 年期间的惩罚性预扣税和相关罚款, 并允许其申报 16.93 亿美元的税务亏损, 预计显著减少未来税务负担。

图20: 公司未来债务偿还计划（百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 公司借款总额及资产负债比率（百万美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Khoemacau-铜矿扩张潜力大

公司再添一座主力铜矿山。2023年12月公司从一家养老金机构收购了位于南非博茨瓦纳的Khoemacau铜矿，收购价格18.75亿美元。Khoemacau铜矿是一座在产铜矿，位于博茨瓦纳境内Kalahari铜矿带，拥有铜资源量641万吨，银资源量8035吨；储量方面，铜储量93万吨，平均品位1.8%；银储量1143吨，平均品位22g/t，矿山寿命逾20年。公司同时获得了Kalahari铜矿带约4040平方公里的探矿权，该铜矿带向南西延伸到纳米比亚境内，向北东延伸到刚果金和赞比亚，产有特大型铜矿床，未来有较强增储潜力。收购Khoemacau铜矿使得公司铜矿产资源由1580万吨铜当量增加700万吨至2280万吨。

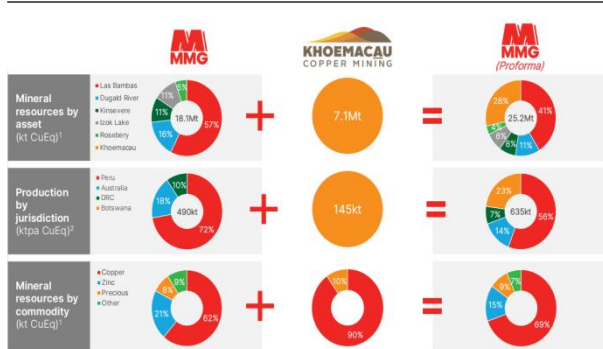
表5: Khoemacau 矿产资源量（截至2024年6月30日）

	矿石量 百万吨	品位		资源量	
		铜 %	银 g/t	铜 万吨	银 吨
5区	110	1.7	18	193.4	2011
5区北部	23	1.9	32	45.64	763.6
Zeta 东北部	29	2	39	57.14	1131.7
Banana 区	150	0.93	12	144.6	1857
Ophion	14	1.1	12	15.4	168
Plutus	69	1.4	12	95.01	836.1
Selene	7.1	1.2	20	8.52	142
Zeta 地下矿	20	1.6	30	31.6	611.5
6区	7.1	1.6	10	11.36	71
Mango	21	7.8	21	37.9	443
矿堆	0.02	1.5	15	0.03	0.3
合计	450	1.4	18	640.6	8035.2

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

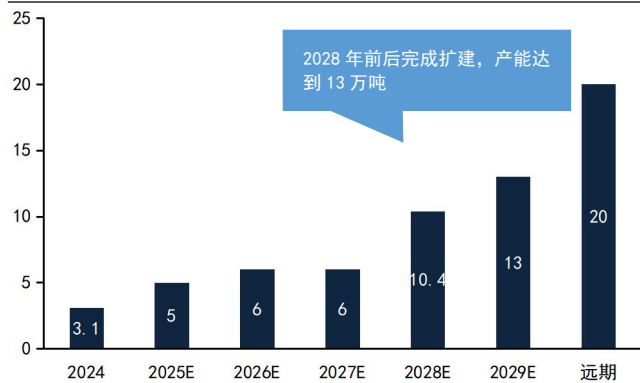
优化了公司资源地理分布，增加了铜资源占比。收购Khoemacau铜矿优化了公司资源的地理分布；矿产资源结构方面，公司资源结构由铜占比62%，锌占比21%，贵金属和其他矿物分别占比8%、9%调整为铜占比71%，锌占比15%，贵金属和其他矿物分别占比8%、6%，强化了公司对铜市场的专注度与竞争力。

图22: 对公司资源品类的影响



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: Khoemacau 铜矿产量规划（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

提产降本。矿山年产量达到6万吨后，铜C1成本将降至1.7-2.0美元/磅。扩建项目计划于2026年开始建设，2028年投产，2029年全面达产。待13万吨产能满产后，C1成本预计降至1.55美元/磅，跟邦巴斯铜矿持平。扩建项目资本开支强度，铜产能从6万吨到13万吨，预期资本开支7-8亿美元，约8000美元/吨铜当量。

引入财务投资人降低财务负担。公司全负债收购Khoemacau铜矿，使用了中国国家开发银行（CDB）的长期贷款和短期过桥融资作为资金来源，其中从CDB获得10.5亿美元七年期的长期贷款，此外结合了短期过桥融资进行资金补充。公司收购Khoemacau铜矿包括17.35亿美元对价及3.55亿元贷款垫付，合计20.89亿美元。2024年5月国新集团旗下国新国际5亿美元认购45%股权，Khoemacau铜矿负债降至15.89亿美元。2024年7月偿还6.11亿美元，还剩下9.78亿美元，国新国际承担其中45%，上市公司承担其余55%约5.38亿美元。

Kinsevere 铜矿-改扩建完成

Kinsevere铜矿位于刚果民主共和国，距离Katanga省Lubumbashi约35公里，自2007年开始运营，2012年被五矿资源收购，拥有铜资源量107万吨，储量73万吨。该矿为露天开采，地质条件良好，大部分区域无需爆破。

表6: Kinsevere 矿产储量情况（截至2024年6月30日）

	矿石量 百万吨	品位		储量	
		铜 %	钴 %	铜 万吨	钴 万吨
氧化/混合铜及钴	5.2	2.3	0.11	12	0.5
原生铜及钴	14.6	2.3	0.1	33	1.4
矿堆	18.6	1.6	0.06	30	
总计	38.4	1.9	0.08	73	1.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表层矿枯竭，成本偏高。如下表所示，氧化矿品位不到2%，在刚果金湿法项目当中属于偏低水平。另外随着氧化矿石逐步耗尽，近年铜产量显著下滑。从2013年到2020年，矿山年产铜超过60,000吨，其中2015至2018年更是达到每年80,000吨以上。自2021年起，由于氧化矿枯竭，产量逐渐下降。2024年铜产量4.5万吨，只有高峰期一半水平。2023年C1成本极高，达到7253美元/吨，2024年C1成本同样高达7188美元/吨。

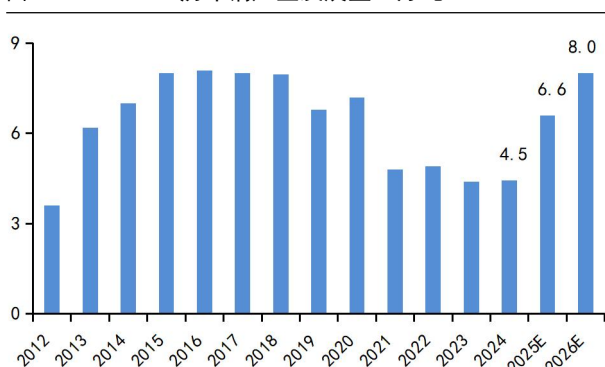
表7: 刚果金几家铜矿概况

	所属公司	铜资源量 (万吨)	铜品位	成本	产量
Dikulushi	金诚信	8	6.33%	完全成本 4500 美元/吨	2023 年产量 0.98 万吨
Lonshi	金诚信	104	3.99%	完全成本 4500 美元/吨	2024 年计划生产 2 万吨
Kamoa-Kakula	艾芬豪	4266	入选品位 5.23%	现金成本 3197 美元/吨	2023 年产量 39.4 万吨
TFM	洛阳钼业	3063	2.25%	现金成本 3500 美元/吨	2023 年产量 28 万吨
KFM	洛阳钼业	401	2.07%	现金成本 3000 美元/吨	2023 年产量 11.4 万吨
Katanga	嘉能可	279	4.04%		
Mutanda	嘉能可	249	1.97%		
Kalongwe	盛屯矿业	30	2.70%		
Kinsevere	五矿资源	106	1.90%	2023 年 C1 成本 7253 美元/吨	2024 年产量 4.5 万吨

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

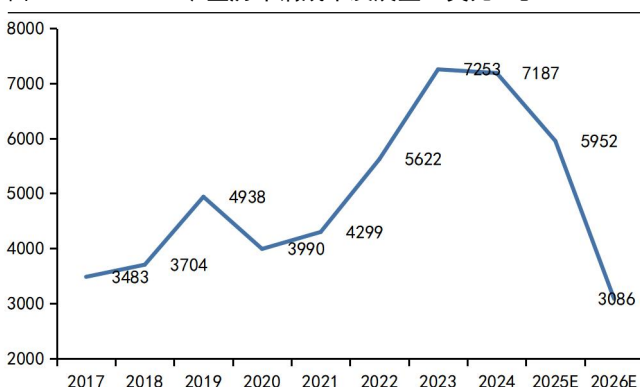
扩建项目正在进行, 从表层氧化矿转为深部硫化矿, 成本也将回归至正常水平。钴选厂于 2023 年第四季度成功投产, 并在 2024 年上半年产能爬坡期间生产了 1390 吨氢氧化钴。2024 年 9 月, 扩建项目主体工程提前投产, 已生产出第一批硫化矿电解铜。预计到 2025 年全面爬坡后, 年产电解铜将恢复至 8 万吨, 氢氧化钴年产量达到 4000-6000 吨, 矿山寿命至少延长至 2035 年。待硫化矿产能稳定后, 叠加钴副产品收益, 铜 C1 成本有望下降到正常水平, 2025 年的 C1 成本指引是 5500-6400 美元/吨, 未来可进一步降低至 2865-3090 美元/吨。

图24: Kinsevere 历年铜产量及展望 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: Kinsevere 矿区历年铜成本及展望 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

Rosebery-长寿命、多金属富矿

Rosebery 矿是一座锌、金、银、铜、铅的多金属矿, 位于澳大利亚, 自 1936 年起运营, 至今已经开发 88 年。2009 年 6 月, 公司收购澳大利亚 OZ Minerals, 获得 Rosebery 矿。该矿地下开采, 主要产品是锌精矿、铜精矿、铅精矿以及金锭。

尽管已经开采多年, 矿山资源储量依旧可观, 截至 2024 年 6 月 30 日, Rosebery 含锌资源量 158 万吨, 铅资源量 50 万吨, 铜资源量 6.4 万吨, 银资源量 2062 吨; 储量方面, 锌储量 39.2 万吨, 平均品位 5.9%; 铅储量 15.4 万吨, 平均品位 2.3%; 铜储量 1.2 万吨, 平均品位 0.18%。通过勘探工作不断延长矿山寿命, 根据 2024 年储量报告, 矿区相比 2023 年新增矿石储量 47%, 其中所含锌、铅、银、金和铜的金属量增长均超过 30%, 助力矿山寿命延长至 2030 年。

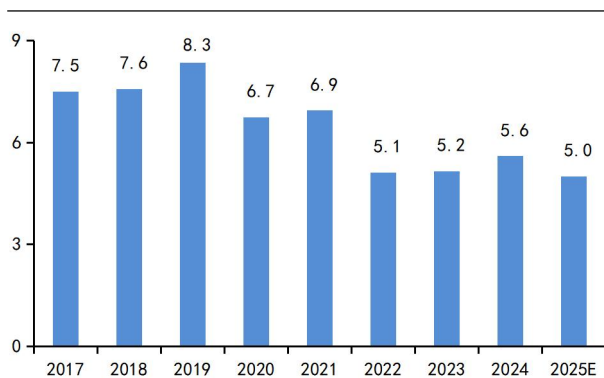
表8: Rosebery 矿产储量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）

	矿石量 百万吨	品位					储量				
		铜 %	锌 %	铅 %	银 g/t	黄金 g/t	铜 万吨	锌 万吨	铅 万吨	银 吨	黄金 吨
证实	4.3	0.18	6	2.4	110	1.1	0.8	25.8	10.3	473	4.7
可信	2.4	0.17	5.6	2.1	91	1.1	0.4	13.4	5.0	218	2.6
合计	6.7	0.18	5.9	2.3	100	1.1	1.2	39.2	15.4	691	7.4

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

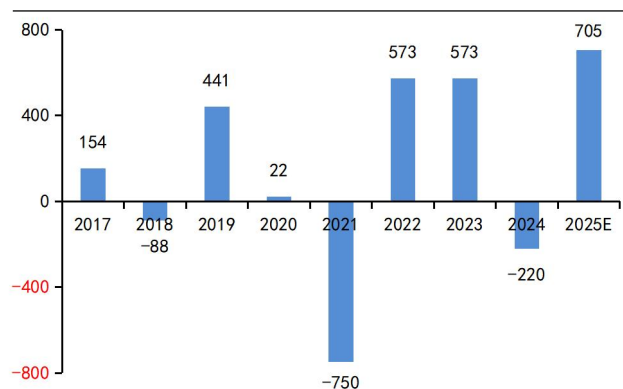
依靠副产品收益，锌成本极低。由于贵金属副产品收益提升，2024 年该矿锌的 C1 成本为-220 美元/吨，根据公司指引，2025 年 C1 成本为 705 美元/吨，主要是公司对今年的金属价格假设比较保守。由于成本低，Rosebery 矿虽然规模不大，但盈利尚可，每年的 EBITDA 稳定在 1 亿美元左右。

图26: Rosebery 矿区历年锌产量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: Rosebery 矿区历年锌成本（美元/吨）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

Dugald River 矿山锌量新增，矿脉成功延伸

Dugald River 是五矿资源全资持有的项目，是全球十大锌矿之一，位于澳大利亚昆士兰州。2009 年 6 月公司通过收购 OZ 资源主要资产获得该绿地项目，2017 年 11 月 8 日投产。

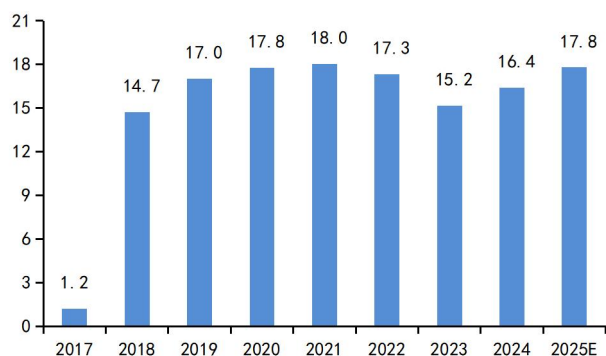
表9: Dugald River 矿产储量概况（截至 2024 年 6 月 30 日）

	矿石量 百万吨	品位			锌 万吨	储量	
		锌 %	铅 %	银 g/t		铅 万吨	银 吨
证实	14	10.7	1.7	47	150	24	658
原生锌	8.3	10.2	1.4	15	85	12	125
总计	22	10.5	1.6	35	234	35	783
总计	22	10.5	1.6	35	234	35	783

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

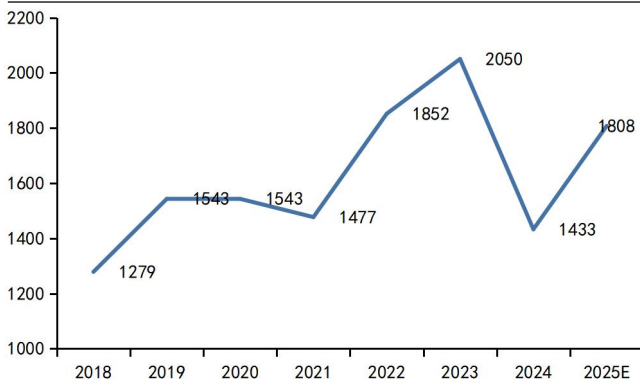
截至 2024 年 6 月 30 日，资源量方面，Dugald River 铜矿拥有矿石量 7000 万吨，其中含锌资源量 776 万吨，相比 2023 年增长 120 万吨；铅资源量 99 万吨；储量方面，锌储量 234 万吨，平均品位 10.5%；铅储量 35 万吨，平均品位 1.6%。目前，通过实施矿山深部勘探项目，杜加尔河矿成功实现矿脉延伸。

图28: 矿区历年锌产量（万吨）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

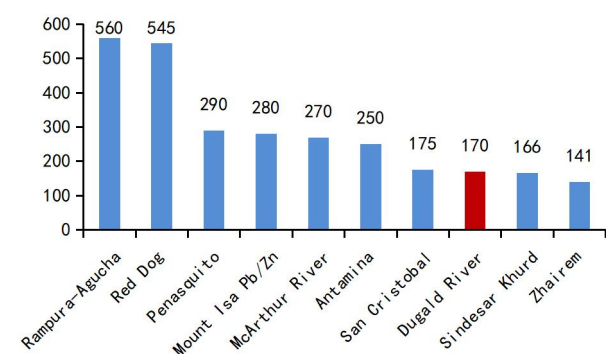
图29: Dugald River 矿区历年锌成本（美元/吨）



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

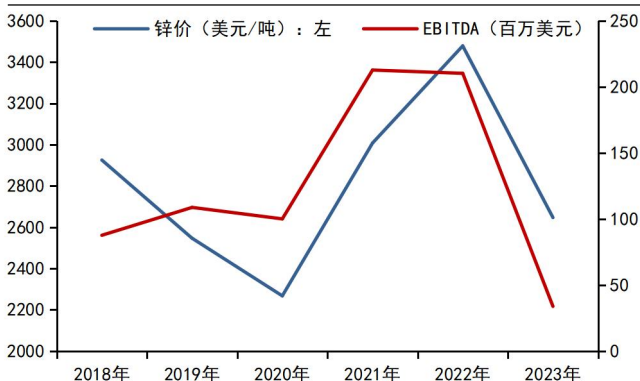
杜加尔河矿每年产锌 18 万吨左右, 铅 2 万吨左右, 盈利能力与锌价紧密相关, 2023 年因发生事故影响生产, 产量和盈利均有所下滑。公司指引 2024 年产量在 17-18.5 万吨, C1 成本 1808 美元/吨, C1 成本上涨是公司副产品收益及锌精矿加工费的保守假设。

图30: 2024 年全球十大锌矿产量（万吨）



资料来源: Wood Mackenzie, 国信证券经济研究所整理

图31: Dugald River 盈利与锌价高度相关



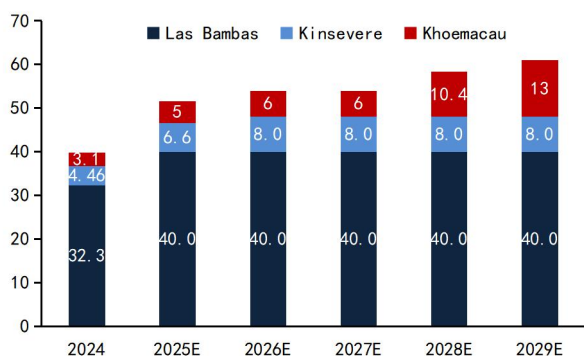
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

小结: 快速成长的中大型矿企

综上, 公司未来业务重心更聚焦于铜, 铜产量增长主要来自三方面: 一是邦巴斯铜矿第二矿坑投入生产, 年产铜量从 2024 年的 32 万吨增加到 2025 年 40 万吨并保持稳定; 二是 Kinsevere 矿从开采表层氧化矿转向开采深部硫化矿, 产量从 4 万吨增加到 8 万吨; 三是 2023 年收购的科马考铜矿年产量从 4 万吨扩张到 13 万吨, 远期有望增加至 20 万吨以上。

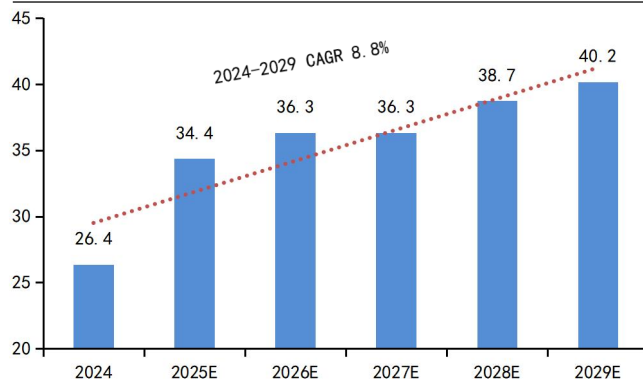
另外随着主力矿山运营平稳, 以及产量扩张, 生产成本将快速下降, 我们粗略测算邦巴斯铜矿 2024H2 C1 成本环比 2024H1 下降达 1000 美元/吨。除此之外, Kinsevere 铜矿完成露采转地采后, 科马考铜矿完成产能扩张后, 成本有望降至全球铜矿山中位数 3400 美元/吨附近。在产量增长和成本下降作用下, 公司业绩在未来几年有望明显增长。

图32: 未来 5 年公司铜产量突破 60 万吨 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 公司铜权益产量预测 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业简析: 长单加工费创历史新低, 冶炼企业利润承压

普遍预计 2025 年铜精矿产量增量在 60-100 万吨左右。2025 年铜精矿增量主要来自刚果金的卡莫阿铜矿、Kinsevere 铜矿, 智利的 Los Pelambres、Quebrada Blanca、秘鲁的 Las Bambas 项目、蒙古的 OT 矿等, 增量比起 2024 年, 来源相对分散, 2024 年增量主要来自刚果金 TFM、KFM 及 QB2 等项目。

表10: 全球主要铜矿产量变化 (单位: 万吨)

矿山	地区	矿企	类型	2023 年增量	2024 年增量	2025 年增量	2023-2025
Kamoa	刚果金	紫金&艾芬豪	新建	6.0	4.4	16.2	26.6
Quellaveco	秘鲁	英美资源	新建	21.0	0.0	1.0	22.0
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	新建	3.9	1.2	0.0	5.1
Timok	塞尔维亚	紫金	新建	2.8	1.2	1.5	5.4
Mirador	厄瓜多尔	铜陵	新建	0.0	0.0	2.0	2.0
Pilares	墨西哥	南方铜业	新建	2.5	0.0	0.0	2.5
Musonoi	刚果金	金川国际	新建	0.0	0.0	3.8	3.8
Kalongwe (湿法)	刚果金	盛屯	新建	3.2	1.8	0.0	5.0
Udokan (铜精矿+湿法)	Russia	Udokan	新建	1.0	6.0	6.0	13.0
KFM (湿法)	刚果金	洛阳钼业	新建	11.4	6.6	2.0	20.0
Lonshi (湿法)	刚果金	金诚信	新建	0.5	1.5	2.0	4.0
Dikulushi (湿法)	刚果金	金诚信	新建	0.6	0.0	0.0	0.6
Boa Esperanza (Tucuma)	巴西	MineracaoCaraiba	新建	0.0	1.0	4.5	5.5
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	新建	1.0	3.0	1.0	5.0
Malmyzh	Russia	RMK	新建	0.0	0.0	10.0	10.0
Bor	塞尔维亚	紫金	扩建	0.7	1.7	1.5	3.9
Quebrada Blanca2	智利	Teck	扩建	5.6	15.0	6.0	26.5
Buenavista Zinc - Sonora	墨西哥	南方铜业	扩建	0.0	1.2	0.9	2.2
Los Pelambres	智利	Antofagasta	扩建	2.5	3.5	1.5	7.5
Oyu Tolgoi Underground	蒙古	力拓	扩建	3.7	5.0	10.0	18.7
Salobo	巴西	Vale	扩建	5.3	2.0	0.0	7.3
Grasberg Ground	印尼	Freeport	扩建	4.2	6.3	0.0	10.5
Spence Growth Option	智利	BHPB	扩建	1.4	0.0	0.0	1.4
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	扩建	2.5	0.0	0.0	2.5
Salvador	智利	Codelco	扩建	0.0	0.0	4.4	4.4
Toromocho	秘鲁	中铝	扩建	0.0	1.0	7.0	8.0
Chuquicamata	智利	Codelco	扩建	0.0	2.0	4.0	6.0

Kansanshi S3	赞比亚	第一量子	扩建	0.0	2.6	2.4	5.0
Chalcobamba	秘鲁	MMG	扩建	0.0	0.0	10.0	10.0
Kinsevere-Nambulwa	刚果金	MMG	扩建	0.0	0.0	3.2	3.2
TFM (湿法)	刚果金	洛阳铝业	扩建	2.6	17.4	0.0	20.0
KPM (湿法)	刚果金	深圳亿特	扩建	0.0	4.0	1.0	5.0
Mantoverde	智利	Capstone	扩建	0.0	2.0	6.0	8.0
Adina	智利	Codelco	扩建		2.0	2.0	4.0
Las Bambas	秘鲁	MMG	复产	4.8	0.0	0.0	4.8
甲玛铜矿	中国	中国黄金	复产	0.0	2.4	4.1	6.5
Batu Hijau	印尼	安曼矿业	复产	0.0	7.0	0.0	7.0
Escondida	智利	BHPB	增产	4.6	11.0	5.0	20.6
Highland Valley Copper	加拿大	Teck	增产	0.0	2.0	3.2	5.1
总计增量				93.7	119.6	125.1	338.5
实际增量（考虑干扰后）				48.0	37.8	80.0	165.8
干扰量（总计增量-ICSG 增量）				45.7	81.8	45.1	172.5

资料来源：银河期货、国信证券经济研究所整理

长逻辑依然有效：资本开支不足。尽管铜均价已经高于上一轮周期，但铜矿的勘探开支仍未达到上一轮高度，并且矿企对于在产项目深边部找探矿的投入大于对绿地项目勘探的投入，这与十几年前不同。

图34：全球铜勘探开支弱增长



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图35：铜精矿长单加工费（美元/吨）

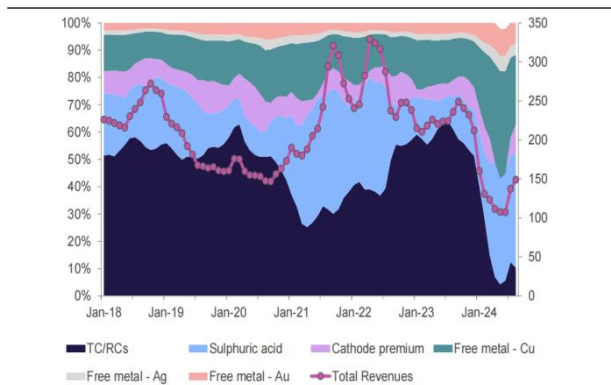


资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

2025 年铜精矿长单加工费创历史新低。2025 年铜精矿长单加工费初步定在 21.25 美元/吨，创历史新低。市场早先预期 2025 年长单加工费谈判比较艰难，买卖双方心理价位相差太大，不少机构推测粗炼加工费落在 35-40 美元/吨，刚好处于冶炼厂盈亏平衡线附近。实际结果出来后，确实比预想的要低。其他冶炼厂不一定参照这个长单，可能各自去谈，并且如此低的加工费，冶炼厂可能降低长单比例。

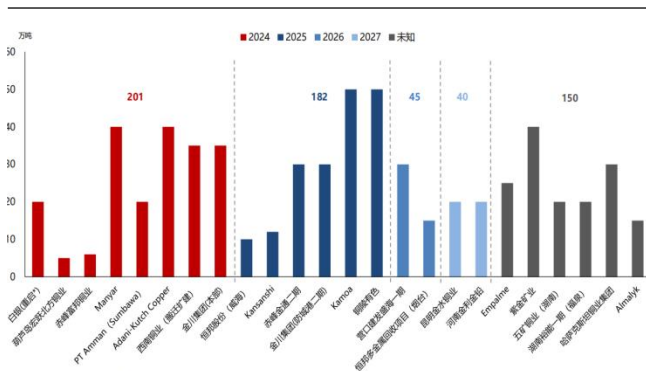
加强多金属回收，增加废铜用量。在铜精矿粗炼加工费大幅降低的情况下，冶炼厂为了保产量，一方面加强副产品回收，恰逢贵金属价格处于历史较高水平，可以弥补一部分低加工费的影响，另一方面增加废铜用量。无论采取何种措施，低加工费对利润的影响仍将十分显著，如左图所示，冶炼厂的收入大部分来自加工费，加工费的高低基本决定了冶炼厂盈利水平的高低。某些特殊年份高企的硫酸价格可以抵消加工费的影响，如 2021-2022 年，但硫酸价格波动极大。

图36: 中国铜冶炼厂收入构成 (美元/吨)



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

图37: 铜精矿长单加工费 (美元/吨)



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

长单加工费下降主因冶炼产能集中投产，冶炼环节相对过剩。近几年是国内外铜粗炼产能的集中投放期，根据上海有色网的统计，2025 年将有 182 万吨铜粗炼产能投产，远超过铜精矿的增量。由于新增铜粗炼产能要么依托大型矿山就地建设，如自由港印尼项目或者 Kamoa 冶炼厂，要么位于沿海地区具备区位优势，如铜陵有色新材料项目或者金川防城港项目。新增项目成本低，在精矿供应不足的情况下，要通过压低加工费迫使高成本的老旧冶炼产能减产，改变铜精矿供需失衡现状。

严控铜冶炼新增产能有利于远期格局改善。2024 年 5 月份, 国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》, 其中提到“优化有色金属产能布局, 严格落实电解铝产能置换, 从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能”。由于已经审批和在建的冶炼项目比较多, 最近 3 年铜冶炼产能过剩, 因此文件更有利于改善远期供需格局。铜冶炼现状与氧化铝产能现状非常类似, 都要经历一个沿海低成本产能替代内陆高成本产能的过程, 在这个过程中必然要挤压冶炼环节利润。

需求端：地产对需求拖累减少，电源电网建设持续发力。地产领域用铜占铜需求比例接近 20%，如果考虑地产后周期的家电行业，合计占铜需求比例 30%。2024 年房屋新开工和竣工面积同比均有 20%以上下滑，这对铜、铝在内的工业金属有较大拖累，但是 2024 年电源电网投资增速高、家电需求高增，对冲了地产领域的下滑。展望 2025 年，随着主网侧新能源大规模接入和负荷侧市场化改革，特高压及配套主网建设、电网智能化需求快速提升，预计电力投资维持高增速。同时随着地产领域用铜基数的下降，对铜需求的拖累也将减少。

供需紧平衡。通过 2024 年上半年铜价上涨后的需求表现来看，价格短期大幅拉涨明显抑制需求，尤其去年国内出现了“金三银四”逆季节累库，最终使铜价上涨乏力后回落。更长期看，加快了下游产业链“以铝节铜”相关技术研发和实践，长期不利于铜应用扩张。从供给端来看，2025 年铜供给增速维持在 2%-3% 左右。不同于 2023 年四季度大型铜矿减产带来的供给收缩预期，当前来看今年行业层面没有特别大的供需矛盾，预期短缺或者过剩幅度大都在 1% 以内。当前处于美联储降息周期，叠加国内货币和财政增量政策发力，总体利于铜需求，在供给可控的情况下，2025 年铜价中枢有望进一步抬升。

表11: 不同行业研究机构的全球精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

预测机构	2024E					2025E				
	精炼铜产量	YoY	精炼铜需求	YoY	供需平衡	精炼铜产量	YoY	精炼铜需求	YoY	供需平衡
A	2649		2630		19	2742	3.5%	2735	4.0%	7
B	2657	2.7%	2649	2.3%	8	2749	3.5%	2741	3.5%	8
C	2615	2.8%	2592	2.9%	23	2661	1.8%	2663	2.7%	-2
D	2654	0.3%	2649	2.3%	5	2685	1.2%	2726	2.9%	-41
E	2654	2.4%	2629	1.5%	25	2681	1.0%	2705	2.9%	-24

资料来源：上海有色网、Wood Mackenzie、J.P.Morgan、BofA、UBS、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：

◆ 商品价格假设

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；全球铜中长期供应不足的问题会逐步凸显。我们保守假设 2024-2026 年 LME 铜现货结算价分别为 9150/9200/9200 美元/吨，锌价为 2780/2800/2800 美元/吨，铅价为 2070/2000/2000 美元/吨。根据全球铜矿山投产节奏及冶炼厂投产节奏，我们假设 2024-2026 年铜精矿加工费年均价分别为 80/21.25/40 美元/吨。

◆ 矿山成本假设

根据公司生产报告指引，假设 2024-2026 年，Las Bambas 铜矿铜 C1 成本分别为 1.51/1.50/1.50 美元/磅；Kinsevere 矿铜 C1 成本分别为 2.9/2.5/1.55 美元/磅；Khoemacau 矿铜 C1 成本分别为 2.54/2.45/2.45 美元/磅；Dugald River 锌矿锌 C1 成本分别为 0.65/0.75/0.7 美元/磅；Rosebery 矿锌 C1 成本分别为 0.05/0.1/0.1 美元/磅。

◆ 矿山产销量假设

根据公司生产报告指引，假设 2024-2026 年，Las Bambas 铜矿年产铜量分别为 32.3/40/40 万吨；Kinsevere 铜矿年产铜量分别为 4.5/6.6/8 万吨；Khoemacau 铜矿年产铜量分别为 3.1/5/6 万吨；Dugald River 年产锌量分别为 16.4/18/18 万吨；Rosebery 年产锌量分别为 5.6/5.5/5.5 万吨。

表12: 盈利预测假设条件

	2024E	2025E	2026E
主要价格假设			
LME 铜现货结算价（美元/吨）	9150	9200	9200
铜精矿长单加工费（美元/吨）	80	21.25	40
LME 锌现货结算价（美元/吨）	2780	2800	2800
LME 铅现货结算价（美元/吨）	2070	2000	2000
产量假设（万吨）			
Las Bambas 铜	32.3	40	40
Kinsevere 铜	4.5	6.6	8
Khoemacau 铜	3.1	5	6

Dugald River 锌	16.4	18	18
营业收入（百万美元）			
Las Bambas	3,115	4,028	3,982
Kinsevere	396	589	714
Dugald River	458	476	476
Rosebery	132	121	121
Khoemacau	260	440	521
合计	4,361	5,654	5,815
营业成本（百万美元）			
Las Bambas	2,138	2,640	2,640
Kinsevere	366	466	389
Dugald River	380	457	437
Rosebery	12	36	36
Khoemacau	207	300	360
合计	3,103	3,900	3,863
毛利润（百万美元）			
Las Bambas	976	1,387	1,342
Kinsevere	30	123	324
Dugald River	78	19	39
Rosebery	119	85	85
Khoemacau	53	140	161
合计	1,257	1,754	1,951

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营业收入分别为 43.6/56.5/58.2 亿美元，归属母公司净利润 2.58/4.57/6.23 亿美元，利润年增速分别为 2768%/77%/36%。每股收益分别为 0.17/0.29/0.4 港元。

需要说明的是公司少数股东损益数额较大。公司持有邦巴斯铜矿股权 62.5%，国新投资持股 22.5%，中信金属持股 15%。我们判断未来 3 年公司 70%毛利润来自邦巴斯铜矿，因此公司的少数股东损益绝大部分来自邦巴斯铜矿。

表13：未来 3 年盈利预测表

	单位	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	百万美元	4347	4361	5654	5815
营业成本	百万美元	3406	3103	3900	3863
销售费用	百万美元	-127	-131	-170	-174
管理费用	百万美元	-93	-98	-78	-76
财务费用	百万美元	-339	-288	-230	-173
营业利润	百万美元	191	621	1071	1313
利润总额	百万美元	190	621	1071	1313
少数股东损益	百万美元	113	170	282	284
归属于母公司净利润	百万美元	9	258	457	623
EPS	美元	0.00	0.02	0.04	0.05
ROE		0.42%	11%	16%	18%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司主要业务是铜锌矿山开采，影响公司盈利的主要因素是铜价、锌价、贵金属价格、铜精矿加工费等因素，我们选取对公司业绩影响较大的铜价和锌价进行盈利预测的敏感性分析。

过去几年受主力矿山邦巴斯铜矿运营不稳、Kinsevere 铜矿表层氧化矿枯竭及 Khoemacau 铜矿产量未充分释放影响，公司铜矿成本总体偏高，导致铜价波动对公司利润影响偏高，业绩波动大。随着邦巴斯铜矿提产降本、Kinsevere 铜矿技改后降本、Khoemacau 铜矿扩建后降本，公司盈利的波动幅度会减小。

我们在盈利预测中假设 2025 年铜价为 9200 美元/吨，锌价为 2800 美元/吨。我们列举不同铜价和锌价情况下，公司 2025 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表14：不同价格水平下 2025 年归母净利润（百万美元）

		LME 铜价格（美元/吨）				
		7000	8000	9200	10000	11000
LME 锌（美元/吨）	2000	-126	93	356	531	749
	2500	-62	156	419	594	813
	2800	-24	194	457	632	851
	3000	1	220	482	657	876
	3500	64	283	546	721	940

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：3.9-4.5 港元

估值假设条件见下表：

表15：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	0.0%	-23.5%	33.6%	0.3%	29.7%	2.8%	-1.0%	3.9%
营业成本/营业收入	0.0%	67.0%	78.4%	71.2%	69.0%	66.4%	67.1%	65.9%
管理费用/营业收入	-1.0%	-1.5%	-1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用/销售收入	-2.5%	-3.7%	-2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
所得税税率	38.79%	47.12%	35.60%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万港股“有色金属”板块过去 5 年的 beta 算数平均值（1.2x）；无风险利率 4.35%；股票风险溢价率采用 6.50%；由此计算出 WACC 为 10.25%。

表16：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	31.00%
无风险利率	4.35%	Ka	12.15%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	2.31
公司股价（元）	0.341	Ke	19.33%
发行在外股数（百万）	12129	E/(D+E)	42.83%
股票市值（E，百万元）	4142	D/(D+E)	57.17%
债务总额（D，百万元）	5528	WACC	10.25%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 3.85-4.49 港元。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		17.3%	18.3%	19.33%	20.3%	21.3%
永续 增长 率变 化	2.5%	4.96	4.58	4.26	3.97	3.71
	2.0%	4.90	4.53	4.22	3.94	3.69
	1.5%	4.84	4.49	4.18	3.91	3.66
	1.0%	4.79	4.45	4.14	3.88	3.64
	0.5%	4.74	4.40	4.11	3.85	3.61
	0.0%	4.69	4.37	4.08	3.82	3.59
	-0.5%	4.65	4.33	4.05	3.79	3.57

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：3.2-4.4 港元

公司是一家快速成长的中大型铜锌矿企业，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、西部矿业、金诚信、中国有色矿业。

紫金矿业是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，公司在资源端的布局经过近几年艰苦的建设，实现了一批重大旗舰项目的超预期建成投产，核心矿产品放量的阶段正好是处于大宗金属价格位于历史高位阶段，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业；

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；

江西铜业是国内铜以及相关有色金属领域集勘探、采矿、选矿、冶炼、加工于一体的综合性铜生产企业，是中国最大的铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地，以及重要的硫化工基地，公司拥有目前国内规模最大的德兴铜矿及多座在产铜矿。自产铜精矿含铜 20 万吨/年，阴极铜产量超过 180 万吨/年；

铜陵有色是集铜矿采选、阴极铜冶炼、铜加工为一体的全产业链铜企，铜冶炼产能国内第二，冶炼厂地处长三角城市群，是国内最具区位优势铜冶炼厂，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；

云南铜业业务涵盖了铜的勘探、采选、冶炼，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等领域，年产铜精矿含铜超过 6 万吨，阴极铜产能 130 万吨，是中铝集团、中国铜业唯一铜产业上市平台，托管中铝 Toromocho 铜矿。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，现金流强劲；

西部矿业是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势，年产铜精矿含铜超 14 万吨，锌精矿含锌超过 11 万吨，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长；

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；

中国有色矿业深耕赞比亚和刚果(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, 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。

根据 Wind 一致预期数据显示, 这些可比上市公司 2025 年平均估值水平在 10 倍左右, 公司 PE 估值与行业均值相近。五矿资源业务增长主要在 2026 年-2028 年, 2026 年开始公司 PE 估值显著低于行业平均水平。考虑到公司在 2025-2026 年业绩高增长, 我们给予公司 2025 年 11-13 倍估值, 得到公司的合理估值区间为 3.2-4.4 港元, 对应约 392-535 亿港元市值, 相较当前市值有 15%-57%溢价空间。

表18: 可比公司估值情况

代码	公司简称	股价		EPS			PE				PB	总市值
		2025014	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		百万元
1208. HK	五矿资源	2.81	0.01	0.17	0.29	0.40	359.5	16.9	9.6	7.0	2.0	34083
2899. HK	紫金矿业	16.64	0.88	1.38	1.68	1.71	18.8	12.1	9.9	9.8	3.0	483299
3993. HK	洛阳钼业	6.00	0.42	0.60	0.66	0.77	14.3	10.0	9.1	7.7	1.8	163225
1258. HK	中国有色矿业	5.50	0.58	0.81	0.90	0.97	9.5	6.8	6.1	5.7	1.3	21461
600362	江西铜业	21.75	1.88	2.12	2.19	2.31	11.6	10.3	9.9	9.4	1.0	62028
000630	铜陵有色	3.36	0.21	0.30	0.33	0.41	16.0	11.2	10.1	8.2	1.3	42984
000878	云南铜业	13.15	0.79	1.10	1.22	1.46	16.7	12.0	10.8	9.0	1.8	26348
601168	西部矿业	17.56	1.17	1.57	1.80	2.08	15.0	11.2	9.7	8.4	2.5	41845
603979	金诚信	42.56	1.71	2.52	3.43	3.98	24.9	16.9	12.4	10.7	3.2	26548

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、中国有色矿业、西部矿业和金诚信盈利预测采用 Wind180 天一致预测

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 3.2-4.4 港元之间, 2025 年动态市盈率 11-13 倍, 相对于公司目前股价有 15%-57%溢价空间。考虑公司主力矿山恢复正常运营, 旗下多个矿山增产降本, 未来 3 年迎来快速增长, 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 3.2-4.4 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 4.35%、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 1%，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 2025 年 11-13 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，新能源及电网升级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大幅下跌的风险。

社区关系和政策风险

公司在秘鲁、刚果金、澳大利亚、博茨瓦纳拥有众多矿山资源的采矿权，在开发资源的同时也承担着社区关系维护、保护环境的任务，如若管理不善可能会造成一定风险。近年来社区关系对公司主力矿山影响较大，公司多措并举使矿山恢复正常运行。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。

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、健康及安全法律，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

公司资产负债率在业内偏高，有息负债数额较大，若财务管理不当，未来存在短

期流动性的风险，或财务费用负担偏大影响利润。

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。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	372	447	692	504	1640	营业收入	3254	4347	4361	5654	5815
应收款项	403	556	1195	1549	1593	营业成本	2180	3406	3103	3900	3863
存货净额	873	390	516	710	686	营业税金及附加	(116)	(141)	(153)	(198)	(204)
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	(119)	(127)	(131)	(170)	(174)
流动资产合计	1660	1395	2405	2766	3922	管理费用	(74)	(93)	(98)	(78)	(76)
固定资产	9509	9417	9251	9042	8787	财务费用	(291)	(339)	(288)	(230)	(173)
无形资产及其他	645	652	489	326	163	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	605	434	434	434	434	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	115	3	23	43	63	其他收入	(1206)	(1449)	(1306)	(1359)	(1265)
资产总计	12536	11901	12602	12611	13368	营业利润	470	191	621	1071	1313
短期借款及交易性金融负债	1203	1331	2172	1332	1198	营业外净收支	(9)	(1)	0	0	0
应付款项	387	427	103	142	137	利润总额	461	190	621	1071	1313
其他流动负债	366	443	199	269	259	所得税费用	217	68	192	332	407
流动负债合计	1955	2201	2474	1743	1595	少数股东损益	71	113	170	282	284
长期借款及应付债券	4210	3376	3376	3376	3376	归属于母公司净利润	172	9	258	457	623
其他长期负债	2142	2012	2012	2012	2012						
长期负债合计	6352	5388	5388	5388	5388	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	8307	7589	7862	7131	6982	净利润	172	9	258	457	623
少数股东权益	2090	2189	2359	2641	2925	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2139	2123	2381	2839	3461	折旧摊销	(790)	(930)	1229	1272	1318
负债和股东权益总计	12536	11901	12602	12611	13368	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(291)	(339)	(288)	(230)	(173)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(455)	490	(1333)	(440)	(35)
每股收益	0.01	0.00	0.02	0.04	0.05	其它	71	113	170	282	284
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1002)	(319)	324	1572	2190
每股净资产	0.18	0.18	0.20	0.23	0.29	资本开支	0	994	(900)	(900)	(900)
ROIC	7%	9%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(11)	9	0	0	0
ROE	8%	0%	11%	16%	18%	投资活动现金流	(93)	1116	(920)	(920)	(920)
毛利率	33%	22%	29%	31%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	43%	30%	21%	23%	26%	负债净变化	(1429)	(834)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	9%	49%	46%	48%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-24%	34%	0%	30%	3%	其它融资现金流	3071	945	840	(839)	(134)
净利润增长率	-74%	-95%	2768%	77%	36%	融资活动现金流	212	(723)	840	(839)	(134)
资产负债率	83%	82%	81%	77%	74%	现金净变动	(883)	75	245	(188)	1136
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1255	372	447	692	504
P/E	25.4	486.1	17.0	9.6	7.0	货币资金的期末余额	372	447	692	504	1640
P/B	2.0	2.1	1.8	1.5	1.3	企业自由现金流	0	1391	(377)	830	1409
EV/EBITDA	21	32	6	4	4	权益自由现金流	0	1721	662	150	1394

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