



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuuzuxue@mszq.com

分析师：张弋清

执业证号：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

➤ **事件：**2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 38.17 亿美元，同比增长 5.8%，实现归母净利润 3.99 亿美元，同比增长 43.6%。单季度看，2024Q4 公司实现归母净利润 0.85 亿美元，同比增长 273.9%，环比减少 11.1%；2025Q1 公司实现归母净利润 1.23 亿美元，同比增长 46%，环比增长 46%。25Q1 业绩超市场预期。

➤ **2024 年归母净利润创历史最佳，主要得益于铜价上涨。**

- ① **产量：受更换服务商以及刚果金电力供应紧张影响，自产铜产量同比略有下降。**2024 年公司粗铜及阳极铜/阴极铜/硫酸产量分别为 28.6/12.6/105.6 万吨，分别同比变化+0.1%、-11.4%、+10.5%。其中自产粗铜及阳极铜/阴极铜分别为 7.77/8.15 万吨，同比分别减少 11.4%和 0.2%，自产铜矿合计 15.9 万吨，同比减少 6%。自产粗铜及阳极铜产量减少主要是由于中色非矿铜产量同比减少 10.9%至 6.8 万吨，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。从单季度产量来看，Q2-Q4 已经恢复到单季度 1.7-1.8 万吨的水平。此外，尽管自产的阴极铜基本持平，但外购氧化矿生产的阴极铜产量减少，导致阴极铜的总量同比减少，主要是由于华鑫湿法、华鑫马本德受到刚果金缺电的影响产量受损。
- ② **销量：产销基本平衡。**2024 年公司粗铜及阳极铜/阴极铜/硫酸销量分别为 28.7/13.1/81.8 万吨，分别同比变化+0.7%、-7.0%、+11.1%。值得注意的是钴的产量仅为 633 吨，同比减少 49.6%，或与钴价长期低迷有关。
- ③ **单价：铜价上涨助力盈利增长。**2024 年公司粗铜及阳极铜/阴极铜/硫酸售价分别为 8551/8235/204 美元/吨，分别同比变化+9.7%/+7.7%/-29.2%。铜价上涨主要是跟市场金属同步变化，硫酸售价出现了较大下滑，或与刚果金缺电导致湿法冶炼厂对硫酸需求减少有关。
- ④ **成本：成本管控较强，整体成本持稳。**2024 年公司粗铜及阳极铜/阴极铜/硫酸单位成本分别为 7126/4405/81 美元/吨，分别同比变化+4.9%/-2.4%/-21.4%。粗铜成本抬升一方面是因为铜价上涨，另一方面是因为上半年更换地下采矿服务商致硫化矿产量受影响。值得注意的是，阴极铜和硫酸的单位成本同比降低，体现出公司优秀的成本管控能力。
- ⑤ **轻装上阵，资产质量优秀。**融资成本同比大幅下降。2024 年末公司融资成本为 11.3 百万美元，同比下降 65.5%，主要原因是偿还银行借款。截至 2024 年末，公司拥有现金及现金等价物 10.2 亿美元，同比去年同期增长 4.2 亿美元。此外由于赞比亚克瓦查 2024 年贬值幅度较小，2024 年公司其他利得为亏损 0.81 亿美元，同比减亏 0.08 亿美元。

➤ **2025 年一季度公司归母净利润同环比均大幅提升，主要得益于铜价上涨以及铜产量恢复正常。**

- ① **产量：**2025Q1 公司粗铜及阳极铜/阴极铜/硫酸产量分别为 10.97/3.50/27.14 万吨，其中粗铜及阳极铜、硫酸同比基本持平，阴极铜产

推荐

当前价格：

维持评级

4.90 港元

相关研究

- 1.中国有色矿业 (1258.HK) 2024 年三季度生产经营报告点评：业绩稳健增长，产量有所下滑-2024/10/23
- 2.中国有色矿业 (1258.HK) 2023 年年报&2024 年一季度生产报告点评：自产铜持续放量，内生+外延齐头并进-2024/05/12
- 3.中国有色矿业 (01258.HK) 2023 年半年报点评：自产铜产量超预期，价值重估会有时-2023/09/02

量同比增长 8%，主要是因为刚果金两家湿法冶炼厂华鑫马本德和华鑫湿法阴极铜产量分别同比增长 49%和 20%，产量同比增长得益于企业通过建设光伏发电、柴油发电等多措施保障用电。其中自产粗铜及阳极铜（中色卢安夏+中色非矿+谦比希湿法冶炼）/阴极铜（中色卢安夏+谦比希湿法冶炼+刚波夫矿业）分别为 2.14/2.17 万吨，同比分别增长 22.4%和下降 3.7%，自产铜矿合计 4.3 万吨，同比增长 7.7%。自产粗铜及阳极铜产量增长主要得益于中色非矿的谦比希铜矿产量同比增长 26.7%，因为去年同期更换矿山服务商影响产量造成低基数，今年恢复正常。

② **单价**：2025Q1 铜钴价格分别为 7.73/17.0 万元/吨，同比分别变化+11.3%/-17.1%，环比分别增长 2.4%和 4.6%。2025 年长单 TC 为 21.25 美元/吨，公司冶炼厂绝大多数原料来自于长单锁定铜精矿，但得益于运费分享的谈判顺利，弥补了部分 TC 的下降，因此冶炼加工费下跌对公司影响小于国内公司。

➤ **核心看点**：①**内生性增长**：公司旗下子公司中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希湿法冶炼将在未来的 3-5 年研究并推进以下项目建设：谦比希东南矿体的扩产、中色卢安夏新矿、Samba 矿山的采选工程、刚波夫西矿体和 MSEA 矿体复产项目，内生性增长空间十足。②**外延式并购**：集团层面为解决同业竞争问题，刚果金公司和 Deziwa 铜矿有望注入上市公司。③**稀缺高分红铜标的**。每年分红率 40%，估值较低，按照当前股价测算股息率高达 6.7%。

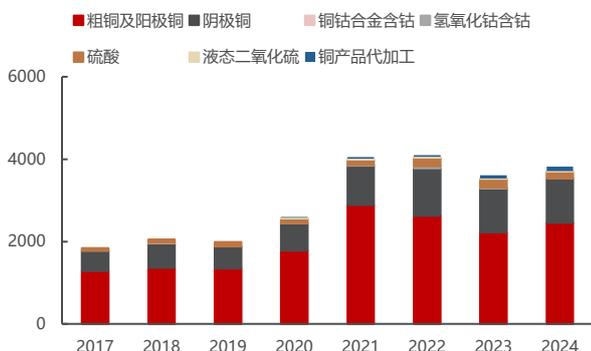
➤ **投资建议**：考虑到公司自产铜产量恢复以及铜价上涨，我们预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 4.12、4.48 和 5.24 亿美元，EPS 分别为 0.11、0.11、0.13 美元，按照美元：港币 7.76 的汇率，对应 2025 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 6/6/5X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：冶炼加工费持续下跌，铜价下跌，地缘政治风险。

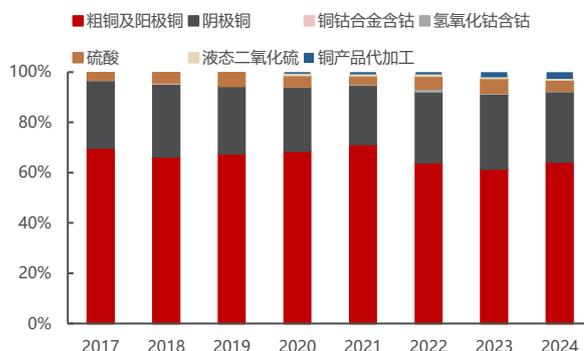
盈利预测与财务指标

单位 / 百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,816	4,219	4,381	4,713
增长率 (%)	5.8	10.5	3.8	7.6
净利润	399	412	448	524
增长率 (%)	43.5	3.3	8.9	16.9
EPS	0.10	0.11	0.11	0.13
P/E	6	6	6	5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9

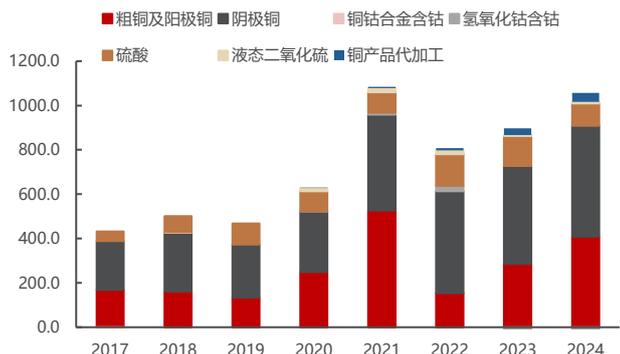
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9395RMB)

图1：2017-2024 年公司营业收入变化情况（单位：百万美元）


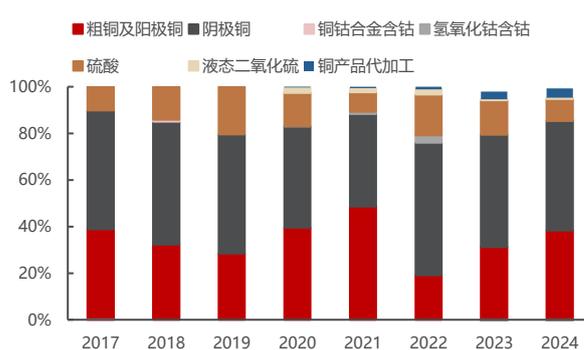
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2017-2024 年公司营业收入占比


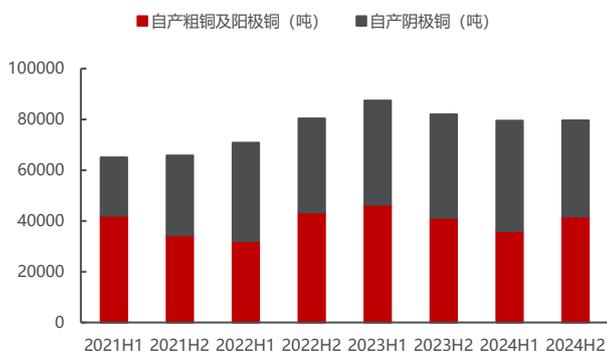
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2017-2024 年公司毛利变化情况（单位：百万美元）


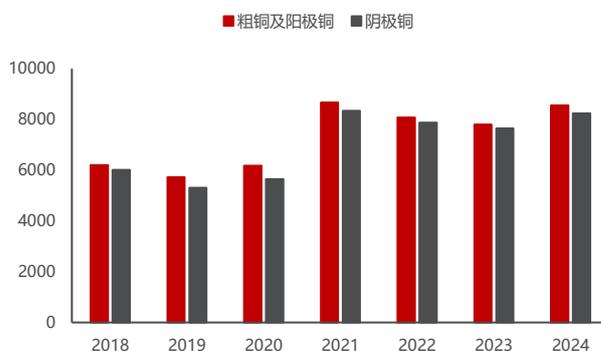
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2017-2024 年公司毛利占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

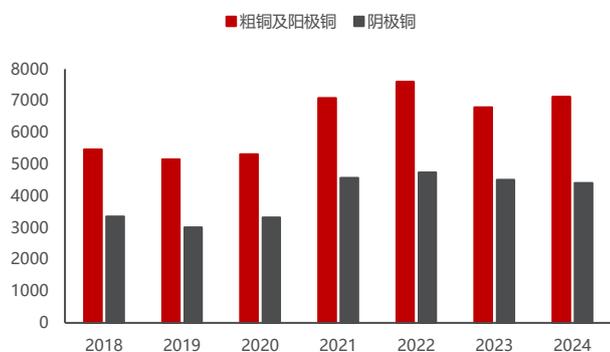
图5：2021-2024 年公司自产铜产量变化情况（单位：吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2018-2024 年公司铜产品售价（单位：美元/吨）


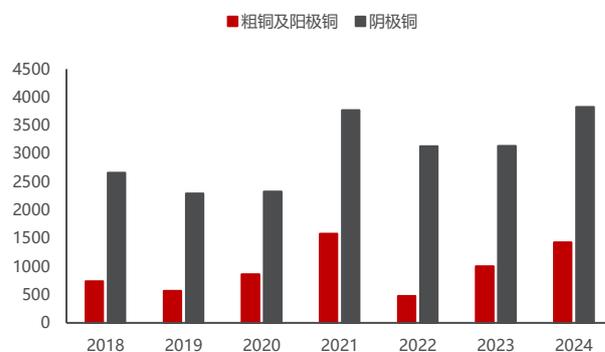
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7: 2018-2024 年公司铜产品成本 (单位: 美元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2018-2024 年公司铜产品单位毛利 (单位: 美元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	2,373	2,998	3,208	3,954
现金及现金等价物	1,019	1,138	1,738	1,896
应收账款及票据	257	489	285	547
存货	848	1,096	900	1,205
其他	249	274	285	305
非流动资产合计	1,782	1,780	1,779	1,778
固定资产	1,469	1,481	1,491	1,500
商誉及无形资产	108	95	84	74
其他	204	204	204	204
资产合计	4,154	4,778	4,987	5,732
流动负债合计	861	1,129	951	1,244
短期借贷	20	20	20	20
应付账款及票据	440	665	470	727
其他	400	443	460	496
非流动负债合计	264	264	264	264
长期借贷	10	10	10	10
其他	255	255	255	255
负债合计	1,125	1,393	1,215	1,508
普通股股本	864	864	864	864
储备	1,385	1,576	1,785	2,028
归属母公司股东权益	2,249	2,441	2,649	2,892
少数股东权益	780	944	1,123	1,332
股东权益合计	3,029	3,385	3,772	4,224
负债和股东权益合计	4,154	4,778	4,987	5,732

现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	775	593	1,092	692
净利润	399	412	448	524
少数股东权益	159	164	179	209
折旧摊销	192	201	201	201
营运资金变动及其他	25	-185	264	-242
投资活动现金流	-79	-251	-251	-251
资本支出	-211	-200	-200	-200
其他投资	132	-51	-51	-51
筹资活动现金流	-173	-222	-242	-282
借款增加	-147	0	0	0
普通股增加	124	0	0	0
已付股利	-116	-220	-240	-280
其他	-34	-2	-2	-2
现金净增加额	526	120	599	159

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,816	4,219	4,381	4,713
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,767	3,148	3,232	3,408
销售费用	9	10	10	11
管理费用	192	213	221	238
研发费用	0	0	0	0
财务费用	11	-13	-15	-24
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-61	-61	-61	-61
除税前利润	775	801	872	1,019
所得税	218	225	245	286
净利润	557	576	627	733
少数股东损益	159	164	179	209
归属母公司净利润	399	412	448	524
EBIT	787	788	857	995
EBITDA	979	989	1,058	1,196
EPS (元)	0.10	0.11	0.11	0.13

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	5.82	10.54	3.85	7.57
归属母公司净利润	43.53	3.30	8.86	16.85
盈利能力(%)				
毛利率	27.49	25.39	26.23	27.68
净利率	10.44	9.76	10.23	11.11
ROE	17.72	16.87	16.92	18.10
ROIC	18.49	16.58	16.20	16.81
偿债能力				
资产负债率(%)	27.09	29.16	24.37	26.31
净负债比率(%)	-32.63	-32.74	-45.27	-44.17
流动比率	2.76	2.66	3.37	3.18
速动比率	1.68	1.61	2.33	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.94	0.90	0.88
应收账款周转率	11.32	11.32	11.32	11.32
应付账款周转率	5.69	5.69	5.69	5.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.11	0.11	0.13
每股经营现金流	0.20	0.15	0.28	0.18
每股净资产	0.58	0.63	0.68	0.74
估值比率				
P/E	6	6	6	5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	1.51	1.49	1.40	1.23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048