

明珠蒙尘，光耀新生

➤ **五矿资源在南美秘鲁的旗舰矿山 Las Bambas 是公司最重要的资产。从产量占比来看**，2022-2024 年，Las Bambas 铜产量占公司铜总产量比例分别为 81.5%、89.2%、79.8%，权益铜产量占公司铜权益总产量比例分别为 73.4%、83.8%、75.1%。2025 年我们预计公司铜产量为 51.5 万吨，权益量为 34.4 万吨（同比增长 36.3%），增量中 66% 来自于 Las Bambas。**从营业收入占比来看**，2022-2024 年，Las Bambas 占总营业收入比例分别为 64.1%、78.6%、66.5%。**从利润占比来看**，2022-2024 年，Las Bambas 的 EBITDA 占比分别为 73.1%、94.6%、76.6%。**从行业地位来看**，2024 年全球前十大铜矿的分水岭为年产量 35 万吨，我们预计 2025 年 Las Bambas 产量将会提升至 40 万吨，重新回到全球前十大铜矿。

➤ **Las Bambas 产量和成本下降幅度有望超预期，同时考虑到利息支出减少，我们预计公司整体业绩有望超预期。**2025 年公司给的产量指引为 35-40 万吨，C1 成本指引为 1.5-1.7 美元/磅。我们认为公司矿山铜产量或将达到上限附近，得益于 Las Bambas 第二矿坑投产，公司入选品位&回收率大幅抬升，2024-2025Q1 矿山 C1 成本持续下降，2025Q1 已经降至 1.26 美元/磅，低于全年指引的 1.5-1.7 美元/磅。不仅是现金成本有所下降，利息支出减少也有望增利。项目公司持续偿还贷款，Las Bambas 债务从峰值的 70 亿美元下降至 9 亿美元，公司整体资产负债率也持续下降，2024 年底已经降低至 58.1%。我们预计公司 2025 年利息支出有望下降，进而贡献利润增长。

➤ **我们认为秘鲁矿山开发最大的也是最普遍的问题就是当地的社区问题。市场低估了公司社区问题的解决能力。**公司能顺利解决社区问题主要得益于公司称之为“拉斯邦巴斯之心”的管理模式。为了方便市场理解，我们认为这个模式可以简化为一句话，包括了世界观和方法论，即“可持续发展优先，改革内外兼顾”。社区问题的解决能力可以说是类似于采矿、选矿等在内的，尤其是在南美地区一个矿业公司必不可少的矿山运营能力之一。此外，我们认为公司在社区问题上强大的处理能力有望复制到集团的其他南美洲矿山。

➤ **与同行业公司相比，公司估值低，弹性大。**基准铜价 9500 美元/吨的假设下，铜价每上涨 10%，公司业绩弹性接近 30%。无论是 PB 还是 EV/EBITDA，公司估值都显著低于同行业公司均值。

➤ **投资建议：**考虑到铜价中枢抬升，Las Bambas 第二矿坑投产带来的产量增长和成本下降，Khoemacau 和 Kinsevere 的产量增长，我们上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.49/6.94/7.03 亿美元，对应的 EPS 分别为 0.05/0.06/0.06 美元，PE 分别为 8/6/6 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**社区风险，地缘政治风险超预期，铜价下跌风险等。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,479	5,917	6,427	6,427
增长率 (%)	3.1	32.1	8.6	0.0
净利润	162	549	694	703
增长率 (%)	1698.9	239.0	26.4	1.3
EPS	0.01	0.05	0.06	0.06
P/E	26	8	6	6
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 5 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐
维持评级
当前价格：
2.67 港元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

目录

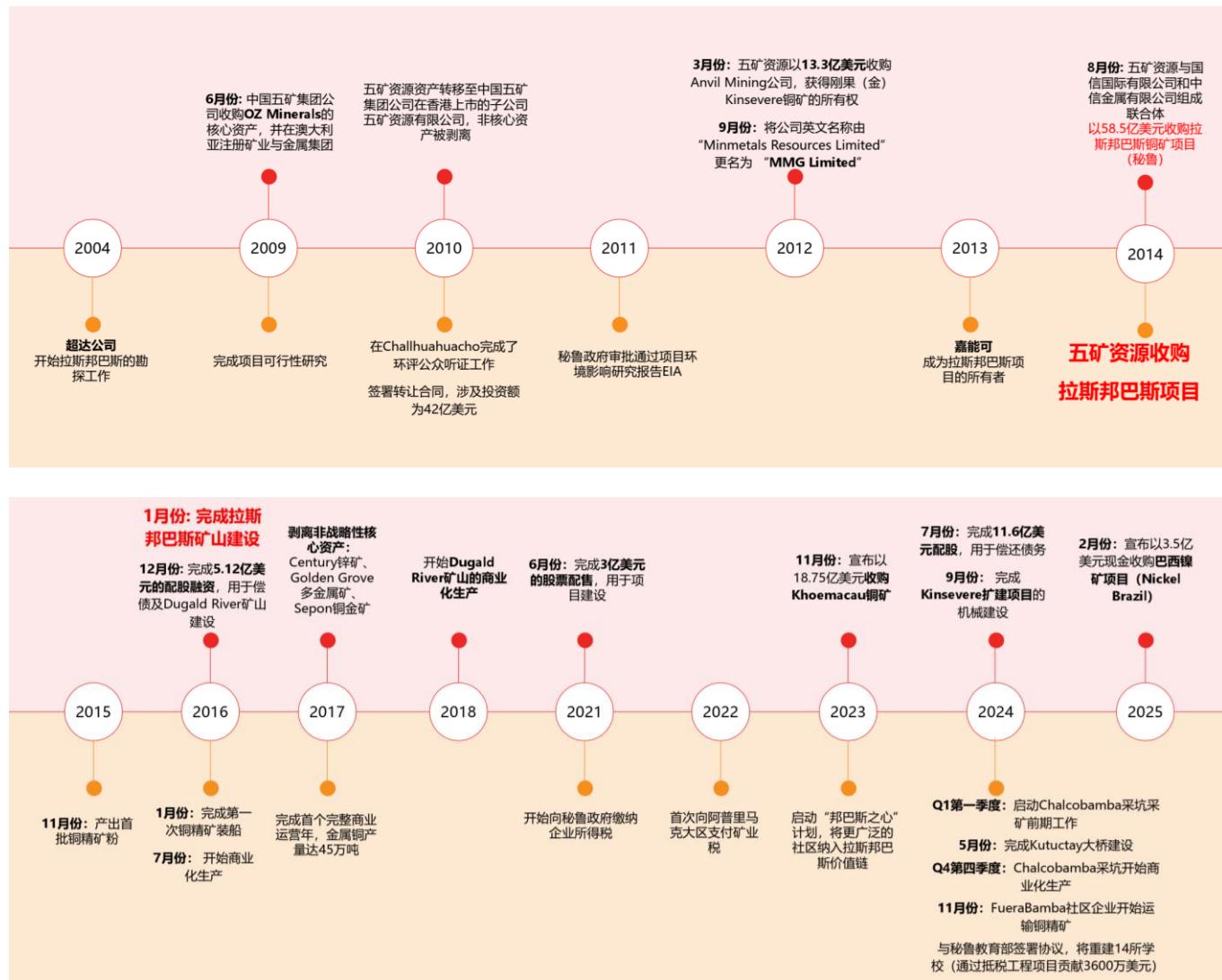
1 20 年打造秘鲁旗舰铜矿	3
2 印加高原上的明珠，被低估的社区管理能力	7
2.1 秘鲁是重要的铜矿供应国	7
2.2 Las Bambas：印加高原上的明珠	9
2.3 市场低估了公司社区问题的处理能力	12
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 盈利预测	17
3.2 估值分析	17
4 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

120年打造秘鲁旗舰铜矿

五矿资源在南美秘鲁的旗舰矿山 Las Bambas 是公司最重要的资产。围绕 Las Bambas 的开发，我们回顾一下公司的发展历史：

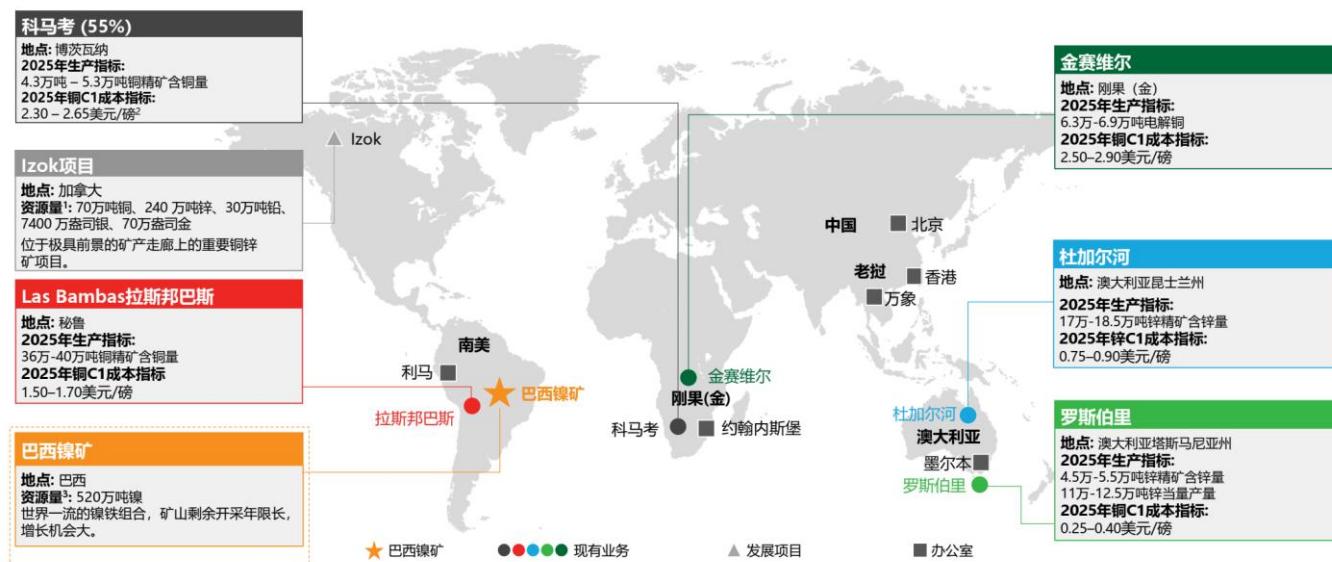
Las Bambas: 2004 年，超达公司开始拉斯邦巴斯的勘探工作；2009 年，完成项目的可行性研究；2011 年通过项目环评；2013 年嘉能可成为 Las Bambas 的所有者；2014 年五矿资源收购 Las Bambas 项目；2015 年 11 月，产出首批铜精矿粉末；2016 年 7 月，开始商业化生产；2017 年，完成首个完整商业运营年，金属铜产量达到 45 万吨；2023 年，启动“邦巴斯之心”计划，将更广泛的社区纳入 Las Bambas 价值链；2024Q1，启动 Chalcobamba 采坑采矿前期工作；2024Q4，Chalcobamba 采坑开始商业化生产。

五矿资源: 2009 年 6 月，中国五矿集团公司收购 OZ Minerals 的核心资产，并在澳大利亚注册矿业与金属集团；2010 年，五矿资源资产转移至中国五矿集团公司在中国香港上市的子公司五矿资源有限公司，非核心资产被剥离；2012 年 3 月，五矿资源以 13.3 亿美元收购 Anvil Mining 公司，获得刚果（金）Kinsevere 铜矿的所有权；2014 年 8 月，五矿资源与国新国际有限公司和中信金属有限公司组成联合体，以 58.5 亿美元收购 Las Bambas 铜矿项目；2016 年 1 月，完成 Las Bambas 矿山建设，同年 12 月，完成 5.12 亿美元的配股融资，用于偿债及 Dugald River 矿山建设；2017 年剥离非战略性核心资产：Century 锌矿/Golden Grove 多金属矿/Sepon 铜金矿；2018 年开始 Dugald River 矿山的商业化生产；2023 年 11 月，宣布以 18.75 亿美元收购 Khoemacau 铜矿；2024 年 7 月，完成 11.6 亿美元配股，用于偿还债务，同年 9 月份完成 Kinsevere 扩建项目的机械建设；2025 年 2 月，宣布以 3.5 亿美元现金收购巴西镍矿项目（Nickel Brazil）。

图1：公司发展历史


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前旗下有三座在产铜矿，以及两座在产锌矿。三座铜矿包括秘鲁的拉斯邦巴斯（Las Bambas，公司持股 62.5%），博茨瓦纳的科马考（Khoemacau，公司持股 55%），金赛维尔（Kinsevere，公司持股 100%），两座锌矿均在澳大利亚，包括杜加尔河（Dugald River，公司持股 100%），罗斯伯里锌多金属矿（Rosebery，公司持股 100%）。本篇报告将重点介绍公司的旗舰矿山 Las Bambas 铜矿，其他详细的公司资产梳理可以参考我们上一篇公司的深度报告《五矿资源（01208.HK）公司深度报告：老骥伏枥，重启成长》。

图2：公司资产布局


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其中巴西镍矿还未交割

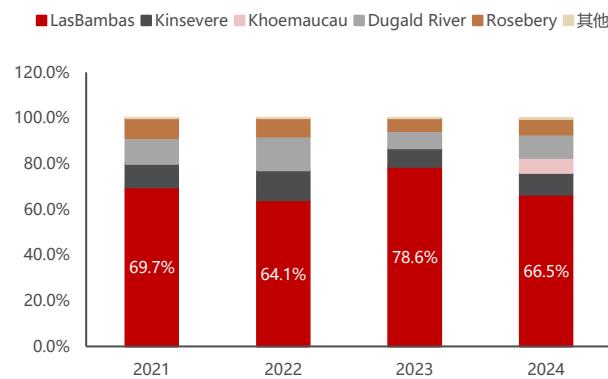
为什么选择 Las Bambas 作为重点研究对象？因为 Las Bambas 从多个角度来看都是公司旗下最重要的资产。

从产量占比来看, 2022-2024 年, Las Bambas 铜产量占公司铜总产量比例分别为 81.5%、89.2%、79.8%, 权益铜产量占公司铜权益总产量比例分别为 73.4%、83.8%、75.1%。2025 年我们预计公司铜产量为 51.5 万吨, 权益量为 34.4 万吨 (同比增长 36.3%), 增量中 66% 来自于 Las Bambas。

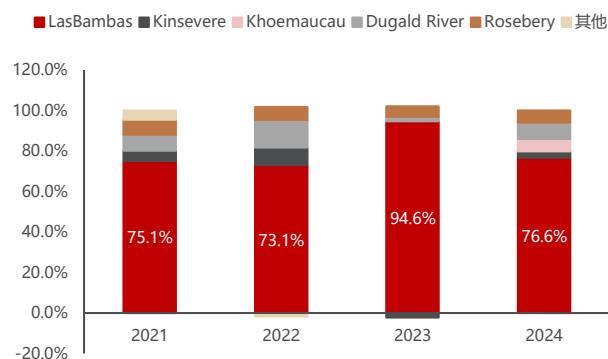
从营业收入占比来看, 2022-2024 年, Las Bambas 占总营业收入比例分别为 64.1%、78.6%、66.5%。

从利润占比来看, 2022-2024 年, Las Bambas 的 EBITDA 占比分别为 73.1%、94.6%、76.6%。

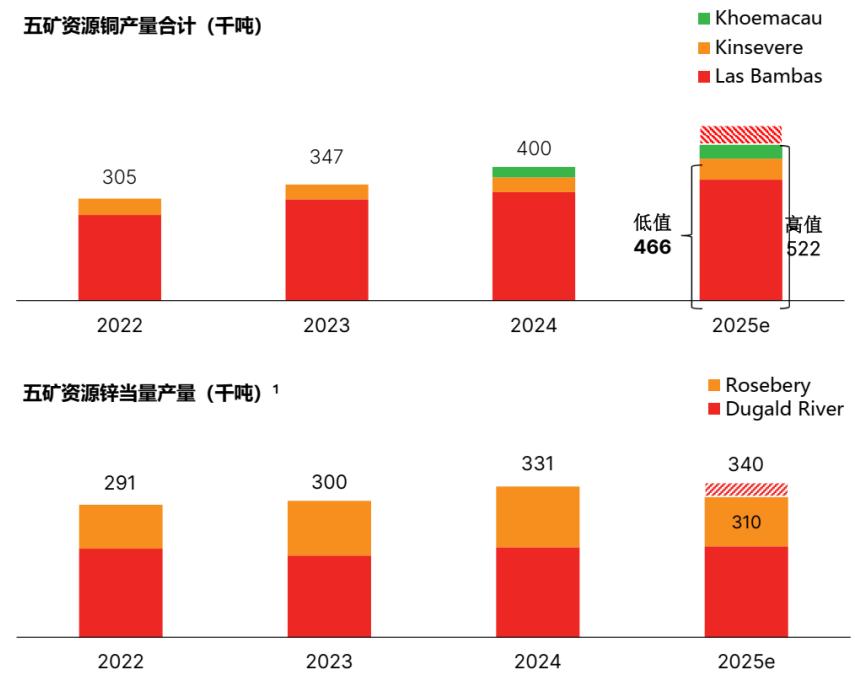
从行业地位来看, 2024 年全球前十大铜矿的分水岭为年产量 35 万吨, 我们预计 2025 年 Las Bambas 产量将会提升至 40 万吨, 重新回到全球前十大铜矿。

图3：Las Bambas 的营收占比最高


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：Las Bambas 的 EBITDA 占比较高


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司产量指引


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 印加高原上的明珠，被低估的社区管理能力

2.1 秘鲁是重要的铜矿供应国

秘鲁是“一带一路”重要国家，中国是秘鲁第一大贸易伙伴。秘鲁位于南美洲西部，首都利马，人口 3435 万人。2023 年秘鲁 GDP 为 2676 亿美元，人均 GDP 为 7907 美元，排名均在南美洲中位附近。秘鲁与中国关系友好，2024 年中秘贸易总额为 397.58 亿美元，同比增加 10.9%。其中，秘对华出口额为 252.25 亿美元，同比增长 9.2%，中国占秘鲁出口总额的 34%；自华进口额 145.34 亿美元，同比增加 14%。秘对华贸易顺差 106.9 亿美元。中国仍为秘第一大贸易伙伴。过去 12 个月，秘对华贸易占秘外贸总额的 31.6%，中国仍是秘矿业和渔业主要出口目的地，分别占行业总出口的 49% 和 46%。但是当地地缘政治局势具备一定复杂性，对于矿业企业来说，最大的也是最普遍的障碍就是当地的社区。

表1：秘鲁基本情况

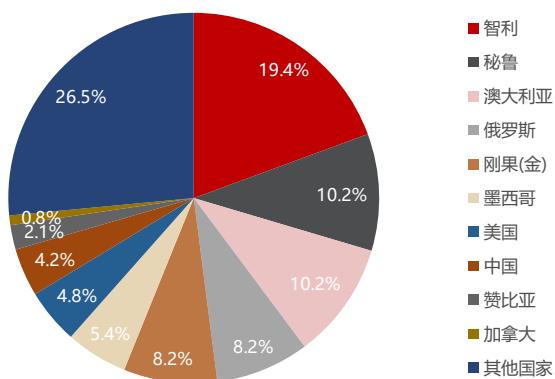
项目	描述
地理位置	南美洲西部
官方语言	西班牙语，少数人会说英语；当地社区多使用克丘亚语
首都	利马
人口	3435 万人（2025 年，其中首都利马 1151 万人）。印第安人占 45%，印欧混血占 37%，白人占 15%，其他人种占 3%。
GDP	2023 年秘鲁 GDP 合计 2676 亿美元（世界排名 49 名，南美洲第五），人均 GDP 为 7907 美元（世界排名第 96 名，南美洲第七）。
宗教	76% 的居民信奉天主教
自然环境	首都海拔不高，但库斯科省海拔类似国内西藏拉萨，处于高原
与中国关系	“一带一路”重要国家，中国是秘鲁第一大贸易伙伴。 2024 年中秘贸易总额为 397.58 亿美元，同比增加 10.9%。其中，秘对华出口额为 252.25 亿美元，同比增长 9.2%， 中国占秘鲁出口总额的 34% ；自华进口额 145.34 亿美元，同比增加 14%。秘对华贸易顺差 106.9 亿美元。中国仍为秘第一大贸易伙伴。过去 12 个月， 秘对华贸易占秘外贸总额的 31.6% ，中国仍是秘矿业和渔业主要出口目的地，分别占行业总出口的 49% 和 46%。
地缘政治局势	地缘政治局势：小政府大社区。 ① 政府：党派众多，政策执行掣肘严重。 总统任期 5 年，2026 年 4 月 12 日举行总统选举，现任总统迪娜·博卢阿特于 2022 年 12 月接任上任被弹劾的总统职务。② 社区：民智未开化，矿山开发的最大也是普遍的障碍。 社区自主决定权较大，政府无法强制社区做事，社区有各自的领导人，许多社区处于原始农耕文明状态，思想落后，沟通困难，因此常常是秘鲁矿山开发的首要障碍。

资料来源：中国外交部官网，驻秘鲁共和国大使馆经济商务处，民生证券研究院

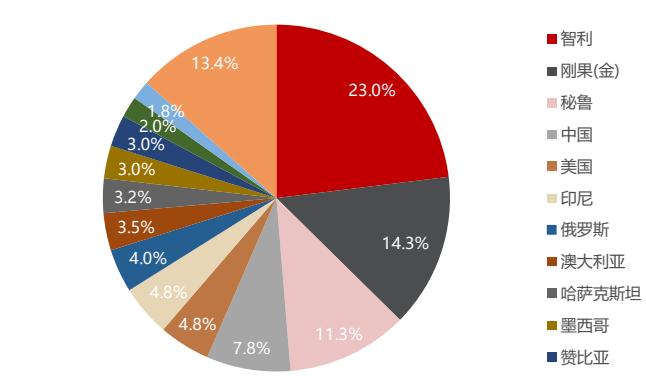
图6：秘鲁地理位置


资料来源：中华人民共和国外交部，民生证券研究院

秘鲁是重要的铜矿供应国。从储量来看，2024年全球铜储量前五的国家分别为智利、秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、刚果（金），储量占比分别为19.4%、10.2%、10.2%、8.2%、8.2%，其中秘鲁排名第二；**从产量来看**，2024年全球矿产铜产量前五的国家分别为智利、刚果（金）、秘鲁、中国、美国，产量占比分别为23.0%、14.3%、11.3%、7.8%、4.8%，其中秘鲁排名第三。

图7：秘鲁铜储量占全球10.2%，排名第二（2024年）


资料来源：ifind, USGS, 民生证券研究院

图8：秘鲁铜产量占全球11.3%，排名第三（2024年）


资料来源：ifind, USGS, 民生证券研究院

秘鲁矿山众多，Las Bambas 地处偏远山区。Las Bambas 位于秘鲁共和国阿普里马克大区，科塔班巴斯省，从中国前往几乎相当于跨越半个地球，需要 30 小时左右的跨国飞机到达秘鲁首都利马，再从利马坐 2 个半小时飞机到达库斯科，还需要再坐 8 小时皮卡或 25 分钟直升机才能到达矿区。

图9：秘鲁矿山分布地图



资料来源：能矿前沿 MiningFrontier，民生证券研究院

注：其中红色矿山符号标记的为 Las Bambas 所在地

2.2 Las Bambas：印加高原上的明珠

Las Bambas 是秘鲁重要的铜矿，也是曾经的全球前十大铜矿，历史峰值年铜矿含金属量产量达到过 45 万吨（2017 年）。该矿山贡献了阿普里马克大区 75% 的税收，另外贡献了全国 8% 的矿业出口额和 13% 的铜出口额。2025 年公司给的产量指引为 35-40 万吨，C1 成本指引为 1.5-1.7 美元/磅。从公司 Q1 的运营情况来看，我们认为产量或将达到上限附近，而得益于入选品位提升、选矿回收率提升、以及副产品包括金银钼的价格高位，C1 成本或有可能低于指引下限。

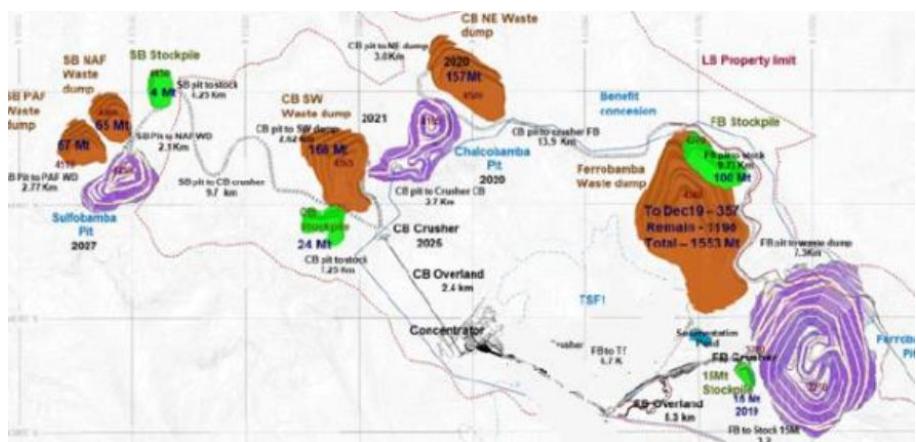
表2：Las Bambas 项目基本情况

项目	描述
地理位置	秘鲁共和国，阿普里马克大区，科塔班巴斯省
矿山寿命	>18 年的矿山寿命，截至目前，仅完成了 20% 的矿权区域勘探；
2025 年指导产量	36-40 万吨
2025 年指导性 C1 成本	1.5-1.7 美元/磅
劳动力	10635 工作岗位 （包括正式员工和承包商）。公司正式员工中 50% 是当地员工。
经济贡献	合同约定的资源税为销售收入的 3%，企业所得税为 32%。占了阿普里马克大区 75% 的税收贡献。贡献了全国 8% 的矿业出口额和 13% 的铜出口额

产品

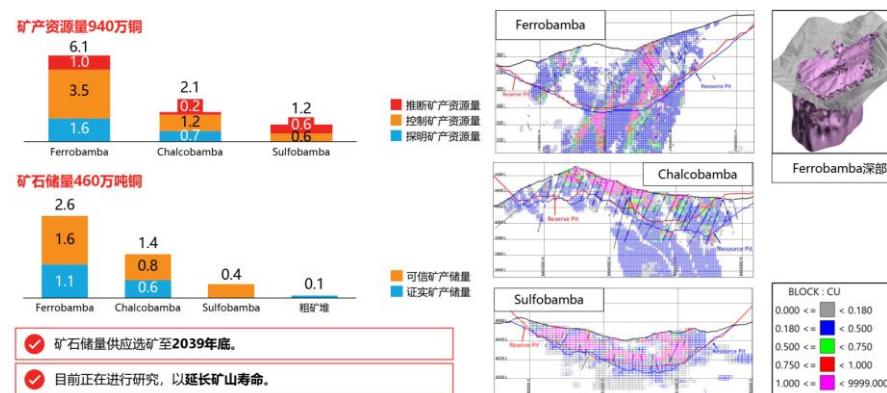
30%左右品位的铜精矿+少量钼精矿。五矿可以根据股权比例获得 62.5%的产品，国新国投的 22.5%股权对应产量的一半也由五矿资源进行销售，五矿资源销售的产品中 70%长单锁定给国内的冶炼厂客户，其他以现货形式销售给贸易商或冶炼厂。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：Las Bambas 三大矿坑分布图


资料来源：公司公告，民生证券研究院

Las Bambas 中的 Las 是西班牙语“那些”的意思，Bambas 指“山区”，Las Bambas 就是“那些山”的意思，有意思的是目前矿区只发现了三个矿坑，而周边均是山脉，截至目前，矿山仅完成了 20% 的矿权区域勘探，而就是这 20% 的勘探区域，已经发现了 940 万吨的铜金属资源量和 460 万吨的铜储量。

图11：Las Bambas 有 940 万吨铜金属资源量和 460 万吨铜金属储量（截至 2024 年底）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

市场低估了公司的矿山运营能力。过去几年，由于社区扰动频发，公司矿山产量波动较大，从 2017 年最高的 45 万吨铜年产量下降至 2022 年的 25.5 万吨的

最低值，最近两年逐步恢复，随着第二矿坑 Chalcobamba 的投产，Las Bambas 有望再次站上 40 万吨铜年产量，再次跻身全球前十大铜矿之列。也正是由于社区问题的扰动，导致公司的运营优化被产量的下滑表现拖累，市场并没有及时看到公司运营效率的提升。公司 2023 年投运了综合远程运营中心 IROC，该部门主要负责采场优化以及选厂控制，远程数字化管理采场和选厂的各项指标。传统印象中，矿山开发的管理是相对粗犷的，但 Las Bambas 的 IROC 通过数字化精细管理，优化调度协调和机修响应时间。实现端到端远程控制，提高效率，降低成本，加速决策。颗粒度可以细化到轮胎的胎压、温度，以及挖机的铲齿磨损情况等。从矿山开采量和磨矿量可以看出一些运营效率的提升，2021 年公司的矿山车队就达到了历史最高水平 74 台，但 2024 年采矿量同比增长 10%，而三号球磨机投产后，2023 年磨矿量也有同比增加。

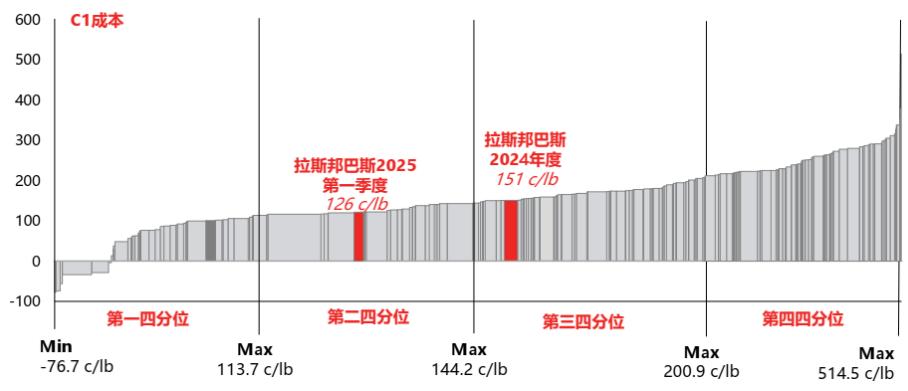
图12：运营效率稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

现金成本持续下降，有望低于全年指引下限。得益于第二矿坑投产，公司入选品位&回收率大幅提升。2024-2025Q1 矿山 C1 成本持续下降，2025Q1 已经降至 1.26 美元/磅，低于全年指引的 1.5-1.7 美元/磅。

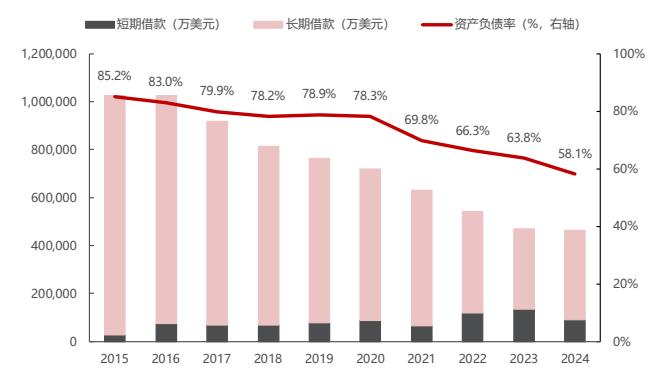
图13：Las Bambas 现金成本前进到行业 25%-50%分位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

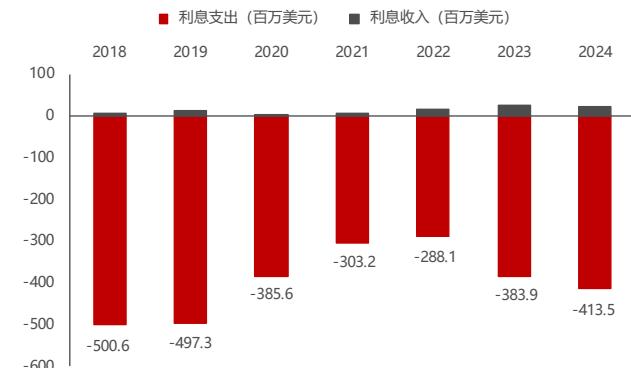
不仅是现金成本有所下降，利息支出减少也有望增利。Las Bambas 综合成本较高，还由于早年收购时负债较高，近两年美联储加息之后财务费用压力进一步加大，但由于铜价上涨，项目现金流好转，项目公司持续偿还贷款，Las Bambas 债务从峰值的 70 亿美元下降至 9 亿美元，公司整体资产负债率也持续下降，2024 年底已经降低至 58.1%。我们预计公司 2025 年利息支出有望下降，进而贡献利润增长。

图14：公司近几年资产负债率持续下降



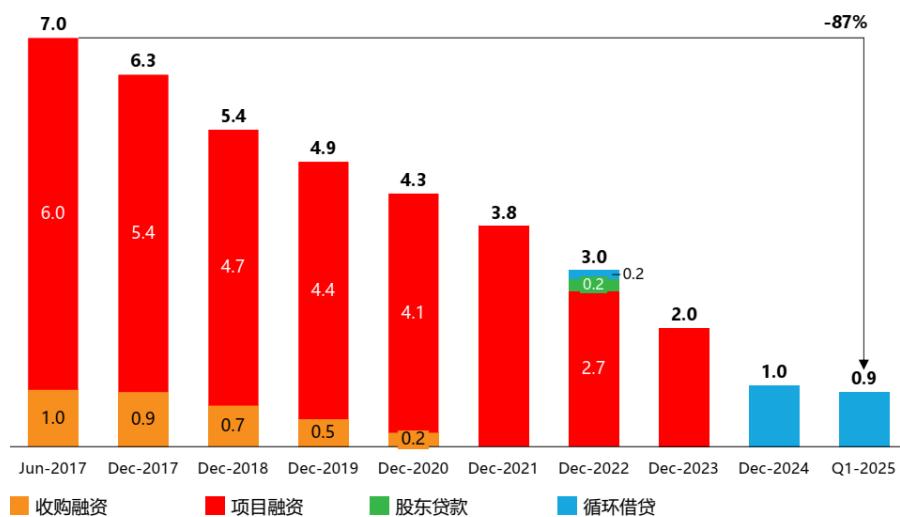
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：2023-2024年利息支出逐渐增长，侵蚀利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：Las Bambas 债务从峰值的 70 亿美元下降至 9 亿美元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 市场低估了公司社区问题的处理能力

正如前文所述，我们认为秘鲁矿山开发最大的也是最普遍的问题就是当地的社区问题。这里有一个误区，社区问题并不是五矿资源所面临的个例，而是秘鲁普

遍存在的问题。

社区问题可以拆分为两个子集，分别是①矿山周边社区问题（影响较大）：直接影响矿山是否能生产，解决相对困难，但是解决之后不太会反复出现；②矿山运输沿途社区问题（影响较小）：隔三岔五的堵路会影响产品运输，但是大多数情况不会直接影响矿山生产，公司可以通过增加矿山堆场的矿石量以及增加原辅料库存从而减小堵路对生产和销售的影响时间，相对较为容易解决，但是难以根除，解决后可能会反复出现。

图17：社区问题图示



资料来源：民生证券研究院绘制

前文有提到，2025年公司产量的提升和成本的下降都得益于第二矿坑 Chalcobamba 的投产，而事实上该项目早在 2022 年就已经取得了秘鲁能源矿产部的开发许可，进入公司的资本开支 Pipeline，原计划于 2023 年投产。但是由于周边社区对矿山开发不满，引发暴力冲突，进而导致矿山在 2022 年上半年停产一个月有余，不仅让扩产大幅延后，还对当年的产量产生了不利影响，使得 2022 年矿山创下历史最低铜年产量 25.5 万吨。

第二矿坑 Chalcobamba 的开发就是典型的第一类社区问题。矿山周边的社区把矿山看作自己的资产，他们认为矿业企业开发矿山的时候应该给他们分享利益，这种分享利益并没有当地法律的支持，而且出于“好兄弟一人一半”的朴素价值观。

我们总结了矿山社区问题难以解决的四个核心困难：①周边社区民智普遍未开化。当地教育水平落后，容易被煽动，思想落后，难以沟通；②语言不通，文化不通。秘鲁普遍说西班牙语，但矿山周边社区普遍说克丘亚语，并有非常多的当地习俗，语言文化不通的情况下难以形成较好的沟通。③生产力落后，过着与现代社会脱节的刀耕火种的生活。④NGO 组织煽风点火。周边存在部分 NGO 组织，一旦矿山有风吹草动便会大肆宣传，占领舆论高地，好事不出门，坏事传千里。

尽管面临诸多困难，但是公司的社会管理/宣传和可持续发展团队仍圆满完成

了社区谈判和矿山开发的脱敏，并成功于 2024Q4 开发了第二矿坑 Chalcobamba。目前社区谈判仍有部分细则还在谈判，但与矿山开发已经无关，项目开发已经开展，第二矿坑 Chalcobamba 于 2024 年 Q4 开始商业化生产，贡献产量增长和成本优化。从公司的人事变动来看，曾负责可持续发展部门的赵晶总升职为五矿资源 CEO。

我们认为公司能顺利解决社区问题主要得益于公司称之为“拉斯邦巴斯之心”的管理模式。为了方便市场理解，我们认为这个模式可以简化为一句话，包括了世界观和方法论，即“可持续发展优先，改革内外兼顾”。

表3：“拉斯邦巴斯之心”的管理模式

	核心	可持续发展优先，改革内外兼顾
世界观		<p>可持续发展优先。社区问题看似是短期问题，影响短期矿山的投产，或是短期产品的销售，但本质上是由于思维方式不同导致的文化差异，如果没有认识到社区问题的背后是长期因素在作祟，便很容易陷入“村民堵路，公司给钱——村民钱花完，重新再来一次堵路”的恶性循环中。所以要以可持续发展的眼光来看待社区问题。</p> <p>改革内外兼顾。</p> <p>公司主要采取了对内改变内部管理架构，单独成立社区&可持续发展部门统筹社区问题，此前社区问题管理团队需要向矿山运营团队汇报，太过着眼于短期恢复矿山生产，而忽视了长期隐患，管理架构的调整有利于社区问题的长期解决。</p>
方法论		<p>对外公司加大了宣传力度，进行舆论战。包括投资教育、发放社会福利广告宣传公司社区工作等。同时设计新兴社区参与模式&加强价值链共享。通俗的说就是把一些运输和土方等相对简单的工作交给社区成立的运输或工程公司做，通过股权之外的形式将他们绑定为利益共同体。对于社区文化水平较低的民众，公司也会教他们养殖豚鼠、种植草莓、蘑菇、松树等，让他们有更多谋生的手段。</p>

资料来源：民生证券研究院总结

我们认为市场低估了公司社区问题的处理能力，而这可以说是类似于采矿、选矿等在内的，尤其是在南美地区一个矿业公司必不可少的矿山运营能力之一。

此外，我们认为公司在社区问题上强大的处理能力有望复制到集团的其他南美洲矿山。2007 年底，公司控股股东五矿有色和江西铜业合资斥资 4.5 亿加元收购了 NPC 公司（北秘鲁铜业公司），持股比例为五矿有色 60%，江西铜业 40%。NPC 公司旗下有三座矿山，合计保有资源量铜金属 804.6 万吨，金金属 198.1 吨。其中 Galeno 铜矿探明资源量为含铜 740 万吨，金 174 吨，钼 20.3 万吨，Pashpap 铜钼矿历史资源量 64.6 万吨铜，Hiloraco 金矿资源量 32.4 吨黄金。当时预计 Galeno 项目建设总投资 15 亿美元，年产铜金属量 20 万吨以上，建设期 4-5 年，但后续由于社区问题困扰，进度一再延后。若五矿资源可以将其社区问题的解决能力复制到该项目上，或将推动这个尘封十数年的矿山步入正轨。

表4: Galeno 资源情况

Galeno	矿石量 (万吨)	品位		金属量			
		铜	金 (g/t)	钼	铜 (万吨)	金 (吨)	钼 (万吨)
确定资源量	76500	0.49%	0.11	0.014%	374.9	84.2	10.7
推断资源量	9800	0.35%	0.11	0.010%	34.3	10.8	1.0
可能 (Probable) 储量	66100	0.50%	0.12	0.013%	330.5	79.3	8.6
合计					739.7	174.3	20.3

资料来源：江西铜业公司公告，民生证券研究院

表5: Hilorico 资源情况

Hilorico	矿石量 (万吨)	品位		金属量	
		金 (g/t)	银 (g/t)	金 (吨)	银 (吨)
推断级氧化矿	1940	0.65	3.3	12.6	64.0
推断级硫化矿	2130	0.93	4.8	19.8	102.2
合计				32.4	166.3

资料来源：江西铜业公司公告，民生证券研究院

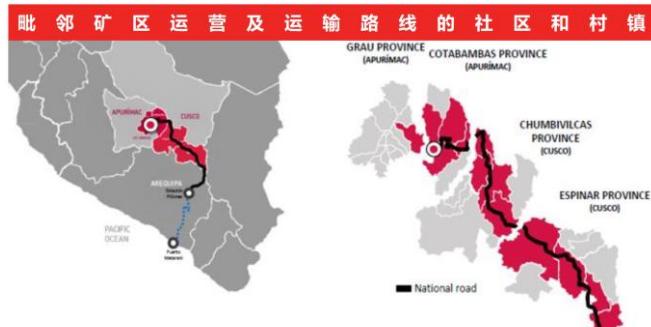
表6: Pashpap 资源情况

Pashpap	矿石量 (万吨)	品位		金属量	
		铜	钼	铜 (万 吨)	钼 (万 吨)
未分级资源量	10100	0.64%	0.049%	64.64	4.95
合计	10100			64.64	4.95

资料来源：江西铜业公司公告，民生证券研究院

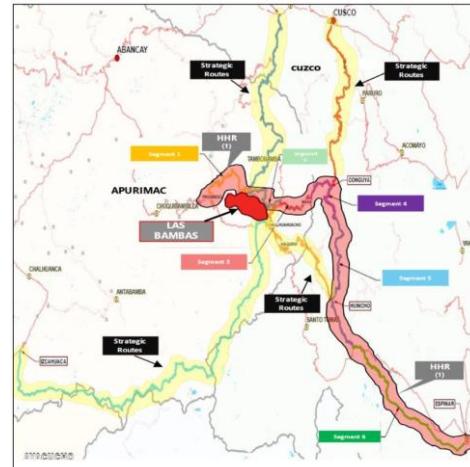
而第二类的社区问题主要体现在运输沿途。由于公司采用双运输系统，即卡车运输+铁路运输，而卡车运输会经过沿途 71 个社区和村镇，因此时常会碰到沿途社区堵路影响运输，但正如前文所述，我们认为堵路问题影响较为短暂，且可以通过生产运营的管理尽可能减小堵路的影响。此外公司目前也在考虑备用港口路线的设计，未来有望进一步缓解沿途社区影响。

图18：当前卡车运输路线经过多个社区



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：公司正积极考虑运输备选方案



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

考虑到铜价中枢抬升，Las Bambas 第二矿坑投产带来的产量增长和成本下降，Khoemacau 和 Kinsevere 的产量增长，我们上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.49/6.94/7.03 亿美元，对应的 EPS 分别为 0.05/0.06/0.06 美元，PE 分别为 8/6/6 倍。维持“推荐”评级。

3.2 估值分析

与同行业公司相比，公司估值低，弹性大。基准铜价 9500 美元/吨的假设下，铜价每上涨 10%，公司业绩弹性接近 30%。无论是 PB 还是 EV/EBITDA，公司估值都显著低于同行业公司均值。

表7：2025年归母净利润弹性测算表（单位：亿元）

锌价 (美元/吨)	铜价 (美元/吨)										
	7000	7500	8000	8500	9000	9500	10000	10500	11000	11500	12000
2200	3.4	9.3	15.1	20.9	26.7	32.5	38.2	44.0	49.7	55.4	61.1
	2400	6.1	12.0	17.8	23.6	29.4	35.2	41.0	46.7	52.5	58.2
	2600	8.6	14.5	20.4	26.2	32.0	37.8	43.6	49.4	55.1	60.9
	2800	11.0	17.0	22.9	28.7	34.6	40.4	46.1	51.9	57.7	63.4
	3000	13.4	19.4	25.3	31.1	37.0	42.8	48.6	54.4	60.1	65.9
	3200	15.7	21.7	27.6	33.5	39.3	45.2	51.0	56.8	62.5	68.3
	3400	18.0	24.0	29.9	35.8	41.6	47.5	53.3	59.1	64.8	70.6

资料来源：民生证券研究院测算

表8：无论是 PB 还是 EV/EBITDA，公司估值都显著低于同行业公司均值

代码	公司	市值 (亿元)	PB (MRQ)	PB-分位值	EV/EBITDA
603993.SH	洛阳钼业	1,492	2.2	18	5.4
601168.SH	西部矿业	377	2.1	64	7.0
000630.SZ	铜陵有色	408	1.2	8	7.4
603979.SH	金诚信	230	2.7	66	8.2
600362.SH	江西铜业	621	1.0	25	9.5
601899.SH	紫金矿业	4,542	3.4	63	10.6
000878.SZ	云南铜业	242	1.6	6	10.3
000737.SZ	北方铜业	172	2.7	20	17.0
1258.HK	中国有色矿业	200	1.3	74	2.1
2899.HK	紫金矿业	4,542	3.4	74	10.6
3993.HK	洛阳钼业	1,492	2.1	26	5.4
0358.HK	江西铜业股份	621	0.8	36	9.5
A 股平均			2.1	33.8	9.4

H股平均		1.9	52.6	6.9
全部平均		2.0	40.1	8.6
1208.HK	五矿资源	282	1.2	14

资料来源：ifind，民生证券研究院

注：PB 分位值为过去十年的分位值，市值日期为 5 月 21 日

4 风险提示

1) 社区风险。社区问题需要因地制宜考虑，同时也是长期的问题，若矿山的社区提出更苛刻的条件，进而影响矿山生产和开发进程，或将对公司盈利产生不利影响。

2) 地缘政治风险超预期。秘鲁 2026 年总统换届，若新上任领导人或矿业部门负责人对公司存在偏见，或对公司运营产生不利影响。

3) 铜价下跌风险。若海外经济衰退，铜价作为工业金属会出现较大幅度下跌，进而影响公司业绩释放。

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	1,502	2,784	4,432	5,708
现金及现金等价物	193	1,371	2,772	4,311
应收账款及票据	444	448	602	406
存货	529	603	624	577
其他	336	362	435	414
非流动资产合计	13,484	13,081	12,757	12,505
固定资产	11,723	11,361	11,076	10,862
商誉及无形资产	1,164	1,123	1,084	1,046
其他	597	597	597	597
资产合计	14,986	15,865	17,189	18,213
流动负债合计	1,969	1,951	2,136	2,005
短期借贷	889	689	689	689
应付账款及票据	387	415	490	377
其他	693	847	957	939
非流动负债合计	6,738	6,638	6,538	6,438
长期借贷	3,740	3,640	3,540	3,440
其他	2,998	2,998	2,998	2,998
负债合计	8,707	8,589	8,674	8,443
普通股股本	4,380	4,380	4,380	4,380
储备	-964	-415	279	982
归属母公司股东权益	3,419	3,968	4,661	5,364
少数股东权益	2,860	3,309	3,854	4,406
股东权益合计	6,279	7,276	8,515	9,770
负债和股东权益合计	14,986	15,865	17,189	18,213

利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,479	5,917	6,427	6,427
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,950	3,963	4,116	4,116
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0
财务费用	391	295	264	238
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-147	-50	-50	-50
除税前利润	621	1,610	1,998	2,024
所得税	255	612	759	769
净利润	366	998	1,239	1,255
少数股东损益	204	449	545	552
归属母公司净利润	162	549	694	703
EBIT	1,013	1,904	2,262	2,262
EBITDA	2,018	2,907	3,236	3,214
EPS (元)	0.01	0.05	0.06	0.06

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	3.05	32.10	8.62	0.00
归属母公司净利润	1698.89	239.02	26.36	1.30
盈利能力(%)				
毛利率	34.13	33.03	35.97	35.97
净利率	3.61	9.28	10.79	10.93
ROE	4.74	13.83	14.88	13.10
ROIC	5.47	10.17	11.00	10.09
偿债能力				
资产负债率(%)	58.10	54.14	50.46	46.36
净负债比率(%)	70.66	40.65	17.11	-1.86
流动比率	0.76	1.43	2.07	2.85
速动比率	0.49	1.12	1.78	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.38	0.39	0.36
应收账款周转率	11.22	13.27	12.24	12.76
应付账款周转率	8.31	9.88	9.10	9.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.13	0.20	0.20	0.22
每股净资产	0.28	0.33	0.38	0.44
估值比率				
P/E	26	8	6	6
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.25	2.95	2.65	2.67

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历史	4
图 2: 公司资产布局	5
图 3: Las Bambas 的营收占比较高	6
图 4: Las Bambas 的 EBITDA 占比较高	6
图 5: 公司产量指引	6
图 6: 秘鲁地理位置	8
图 7: 秘鲁铜储量占全球 10.2%，排名第二（2024 年）	8
图 8: 秘鲁铜产量占全球 11.3%，排名第三（2024 年）	8
图 9: 秘鲁矿山分布地图	9
图 10: Las Bambas 三大矿坑分布图	10
图 11: Las Bambas 有 940 万吨铜金属资源量和 460 万吨铜金属储量（截至 2024 年底）	10
图 12: 运营效率稳步提升	11
图 13: Las Bambas 现金成本前进到行业 25%-50% 分位	11
图 14: 公司近几年资产负债率持续下降	12
图 15: 2023-2024 年利息支出逐渐增长，侵蚀利润	12
图 16: Las Bambas 债务从峰值的 70 亿美元下降至 9 亿美元	12
图 17: 社区问题图示	13
图 18: 当前卡车运输路线经过多个社区	16
图 19: 公司正积极考虑运输备选方案	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 秘鲁基本情况	7
表 2: Las Bambas 项目基本情况	9
表 3: “拉斯邦巴斯之心”的管理模式	14
表 4: Galeno 资源情况	15
表 5: Hilorico 资源情况	15
表 6: Pashpap 资源情况	15
表 7: 2025 年归母净利润弹性测算表（单位：亿元）	17
表 8: 无论是 PB 还是 EV/EBITDA，公司估值都显著低于同行业公司均值	17
公司财务报表数据预测汇总	20

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。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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