

五矿资源（01208）

证券研究报告
2025 年 05 月 27 日

资源雄鹰，从安第斯高原迈入价值重估路

全球化金属矿业巨头，专注上游金属资源。五矿资源依托实控人中国五矿进行国际化运营，总部位于澳大利亚墨尔本，在秘鲁、澳大利亚、刚果金等地开发并运营铜、锌及其他基本金属业务。1988 年，公司在中国香港注册成立，初期经营范围以大宗商品贸易与加工为主，并于 1994 年于中国香港联交所上市。上市以来公司经历两次重大转变：一是 2010 年收购 MMG，并于 2011 年将贸易、加工及下游业务有条件地剥离至五矿有色，从而专注于上游基本金属资产，二是于 2014 年收购**全球前十大铜矿 Las Bambas**，资源实力大幅增强。2024 年，公司完成对博茨瓦纳 Khoemacau 矿山的收购，再添一座主力铜矿山，拥有并运营五家海外矿山（3 铜+2 锌）。2025 年，公司收购英美资源位于巴西的镍业务，资源布局再下一城。

铜为核心金属品种，Las Bambas 矿山贡献近八成业绩。按照产品划分，铜为公司营收的主要贡献项，2024 年铜类产品共实现营收 33.08 亿美元，占公司营收总额的 73.86%，铜类产品销售 37.87 万吨，其中 Las Bambas 销售 30.29 万吨，占比 79.98%。**按照项目划分**，自 2016 年商业化生产以来，Las Bambas 即成为对公司营收、利润贡献最大的项目，2024 年，Las Bambas 实现营收 29.78 亿美元，占公司营收总额的 66.48%，实现 EBITDA 15.94 亿美元，占公司 EBITDA 的 77.82%。**归母净利润方面**，近年来社区问题、矿山产量下降扰动，公司业绩受到影响，2024 年，主要得益于 Las Bambas 矿山的强劲表现、Khoemacau 矿山的收购贡献，公司实现归母净利润 1.62 亿美元，同比+1699%，迎来大幅改善。

Las Bambas 拨云见日，三大铜矿齐发力大幅提升产量预期。1) **Las Bambas**：近年来受社区问题频繁扰动，Las Bambas 矿山生产频受影响，公司与当地社区磋商已取得进展，社区问题逐步解决，24 年矿山恢复正常运营，全年产铜 32.29 万吨，Chalcobamba 项目开始贡献增量，2025 年 Las Bambas 产量指引 36-40 万吨，重启放量预期。2) **Kinsevere**：项目从氧化矿向硫化矿过渡，矿权重续工作逐渐推进，2024 年产铜 4.5 万吨，2025 年产量指引 6.3-6.9 万吨，而扩建项目额定年产能 8 万吨，且随着项目爬坡，C1 成本有望从 2024 年的 3.26 美元/磅降至 2025 年的 2.5-2.9 美元/磅之间。3) **Khoemacau**：作为 2024 年完成收购的新项目，拥有强大扩建能力，2024 年产铜 3.1 万吨，2025 年产量指引 4.3-5.3 万吨，扩建项目可研正在进行中，目标将铜年产能扩建至 13 万吨，预计扩建项目将于 2026 年开工，并于 2028 年投产。**以上三大项目全部达产后，公司铜产量最高将达到 61 万吨，较 24 年增产 50%以上。**

铜行业：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移。**供给端**，铜矿资本开支下行&资源贫乏塑造供应硬约束，近年来成本曲线不断抬升，冶炼端或将受原料紧缺制约，矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端，长单和现货亏损已成为行业现状，铜供给预期偏紧。**需求端**，我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期，下游消费在铜价回调的带动下有望增长；中长期维度，传统需求在电网投资托底等作用下韧性仍存，叠加新兴需求高速增长，铜需求有望持续提升。**供需偏紧格局下，铜价中枢预计将稳步上行。**

盈利预测及投资建议：公司三大铜矿项目均具发展潜力，增产预期强，且近年来财务结构逐渐优化，有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性。暂不考虑巴西镍业收益，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 4.2/6.4/7.5 亿美元，同比+162%/+50%/+18%；EPS 分别为 0.03/0.05/0.06 美元，对应当前股价 PE 为 10.6/7.1/6.0 倍。参考可比公司，考虑公司资源端优势和成长性，兼顾公司作为港股相对 A 股存在一定折价，给予公司 26 年业绩 8.5 倍估值，目标价 3.5 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：主要产品价格波动风险；地缘政治及政策风险；汇率风险；矿山事故扰动风险；矿山成本上升超预期风险；测算具有主观性；跨市场比较风险。

投资评级

行业 原材料业/一般金属及
矿石

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 2.9 港元

目标价格 3.5 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	12,129.01
港股总市值(百万港元)	35,174.14
每股净资产(港元)	2.19
资产负债率(%)	58.10
一年内最高/最低(港元)	4.33/1.95

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 全球化金属矿企巨头，专注上游金属资产.....	5
1.1. 海外运营历史悠久，重点发展铜锌业务	5
1.2. 公司业绩受 Las Bambas 矿山影响较大，24 年困境反转初步显现	6
2. 布局世界级矿山资源，项目均具备发展潜力.....	9
2.1. 海外矿山生产铜锌镍为主，兼有多金属协同产出	9
2.2. Las Bambas：公司主力铜矿项目，新项目开发形成增量	10
2.3. Kinsevere：从氧化矿向硫化矿过渡，矿权重续工作逐渐推进	13
2.4. Dugald River：资源不断转化，生产保持稳定	16
2.5. Rosebery：开采历史悠久，实施勘探项目延长矿山寿命	18
2.6. Khoemacau：公司里程碑式新项目，拥有强大扩建能力	19
2.7. 巴西镍业：全球第三大镍赋存量，历史运营稳定	21
3. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移.....	22
3.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，矿冶矛盾突出	22
3.1.1. 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给	22
3.1.2. 精炼铜：加工费快速下滑，国内精铜高产量或难以持续.....	23
3.1.3. 废铜：2025 年国内再生铜供应有望增加，进口端或有所下降	24
3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	25
3.2.1. 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域拖累边际效应减弱	25
3.2.2. 新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动	27
3.3. 供需平衡：供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行	29
4. 盈利预测及投资建议.....	29
5. 风险提示.....	31

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）	5
图 3：2024 年公司实现营业收入 44.79 亿美元	6
图 4：2024 年公司实现归母净利润 1.62 亿美元	6
图 5：2024 年 Las Bambas 贡献公司整体营收的 66.48%	7
图 6：2024 年 Las Bambas 贡献公司整体 EBITDA 的 77.82%	7
图 7：2024 年铜类产品贡献公司整体营收的 73.86%	7
图 8：2024 年公司资产负债率降低至 58.1%	7
图 9：2018 年以来公司贷款规模持续下降（亿美元）	7
图 10：2021 年以来公司经营费用占营业收入的比例增长较快	8
图 11：2024 融资活动现金流量净额由负转正（亿美元）	9
图 12：公司海外项目主要产出铜、锌、镍产品	9
图 13：Las Bambas 的产品可通过 Matarani 港出口	10
图 14：2024 年 Las Bambas 铜精矿含铜产量位于近 5 年高位	12

图 15: 2024 年 Las Bambas 营业收入同比降 12.87%	12
图 16: 2024 年 Las Bambas EBITDA 同比增 14.15%	12
图 17: Kinsevere 位于刚果金东南部上加丹加省	13
图 18: Nambulwa 距离 Kinsevere 约 30km	13
图 19: 2024 年 Kinsevere 生产电解铜 4.46 万吨	15
图 20: 2024 年 Kinsevere 实现营业收入 4.24 亿美元	15
图 21: 2024 年 Kinsevere EBITDA 扭亏为盈	15
图 22: Dugald River 位于澳大利亚昆士兰西北部	16
图 23: 2024 年 Dugald River 锌精矿含锌产量同比升 8%	17
图 24: 2024 年 Dugald River 铅精矿含铅产量同比升 4%	17
图 25: 2024 年 Dugald River 实现营业收入 4.62 亿美元	17
图 26: 2024 年 Dugald River 实现 EBITDA 1.69 亿美元	17
图 27: Rosebery 位于澳大利亚塔斯马尼亚西海岸	18
图 28: 2024 年 Rosebery 生产锌精矿含锌 5.63 万吨	19
图 29: 2024 年 Rosebery 生产铅精矿含铅 2.09 万吨	19
图 30: 2024 年 Rosebery 实现营业收入 3.1 亿美元	19
图 31: 2024 年上半年 Rosebery 实现 EBITDA 1.23 亿美元	19
图 32: Khoemacau 矿区情况 1	19
图 33: Khoemacau 矿区情况 2	19
图 34: 近年来全年矿产铜产量维持低增速 (万吨)	22
图 35: 铜价通常领先于铜企资本开支	23
图 36: 铜矿产量跟随铜企资本支出	23
图 37: 近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显 (美分/磅)	23
图 38: 近年来中国电解铜产能逐年攀升	24
图 39: 2025 年中国电解铜维持高产量	24
图 40: 国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行 (美元/千吨)	24
图 41: 25 年铜冶炼厂 TC 长单为历史最低水平 (美元/千吨)	24
图 42: 2024 年下半年再生铜进口增幅放缓 (万吨)	25
图 43: 再生铜进口盈亏持续倒挂 (元/吨)	25
图 44: 2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分	25
图 45: 2024 年铜加工材分品种产量中线材占半数	25
图 46: 2024 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)	25
图 47: 近年来国内电网基建投资完成额整体呈增长趋势 (亿元)	25
图 48: 2024 年中国空调、电冰箱产量保持快速增长 (%)	26
图 49: 2024 年以来中国家电出口整体呈增长趋势	26
图 50: 2025 年国内传统汽车销量有所下降 (万辆)	26
图 51: 2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积持续下滑	27
图 52: 近年来国内房屋新开工面积下滑明显 (亿平)	27
图 53: 全球新能源用铜保持高增速, 占比明显提升	28
图 54: 全球新能源用铜量预计持续增长 (百万吨)	28
图 55: 2025 年国内新能源车销量维持高增速	28

图 56：2024 年国内光伏新增装机量 277GW	29
图 57：2024 年国内组件产量增长 11%（单位：GW）	29
图 58：国内风电新增装机量	29
表 1：公司主要矿山铜锌资源量及产量（截至 2024 年 12 月 31 日）	10
表 2：Las Bambas 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）	11
表 3：Kinsevere 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）	14
表 4：Dugald River 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）	16
表 5：Rosebery 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）	18
表 6：Khoemacau 矿石资源量	20
表 7：巴西镍业镍业务业绩情况	22
表 8：中长期铜供需缺口将逐渐放大（万吨）	29
表 9：公司主要产品销量假设（万吨）	30
表 10：公司营收及 EBITDA 预测（亿美元）	30
表 11：可比公司估值（截至 2025 年 5 月 26 日）	31

1. 全球化金属矿企巨头，专注上游金属资产

1.1. 海外运营历史悠久，重点发展铜锌业务

五矿资源总部位于澳大利亚墨尔本，在澳大利亚、刚果金以及秘鲁开发并运营铜、锌及其他基本金属业务。公司目前主要拥有并运营五家海外矿山，并于 2025 收购巴西镍业，是全球主要的铜锌镍等金属生产商。公司铜板块三大资产为 Las Bambas、Kinsevere 及 Khoemacau 项目；锌板块两大资产为 Dugald River 与 Rosebery；2025 年公司新涉足镍板块，收购英美资源位于巴西的镍业务。

布局海外矿山项目，聚焦上游资源开发。1988 年，公司在中国香港注册成立，初期经营范围以大宗商品贸易与加工为主，1994 年于中国香港联交所上市。2009 年，中国五矿通过子公司五矿有色收购 OZ Minerals Limited 的大部分资产，成立“Minerals and Metals Group”（MMG），布局旗下 Century、Golden Grove、Rosebery 及 Sepon 矿山，Dugald River 及 Izok Corridor 发展项目以及一系列探矿权。2010 年，公司收购 MMG，并于 2011 年将贸易、加工及下游业务有条件地剥离至五矿有色，从而专注于上游基本金属资产。2012 年，公司收购 Anvil，布局刚果金 Kinsevere 矿山，2014 年进一步提出联合购买专案布局 Las Bambas。2016 年，Las Bambas 进入商业化生产，2017 年 Dugald River 项目也产出第一批精矿。2022 年，公司董事会批准 Kinsevere 扩建项目，2024 年，公司完成对博茨瓦纳 Khoemacau 矿山的收购，矿山项目布局进一步扩展。2025 年，公司收购英美资源于巴西的镍业务，标志着公司首次在巴西进行投资，并将镍加入到其矿产资源量及矿石储量当中。

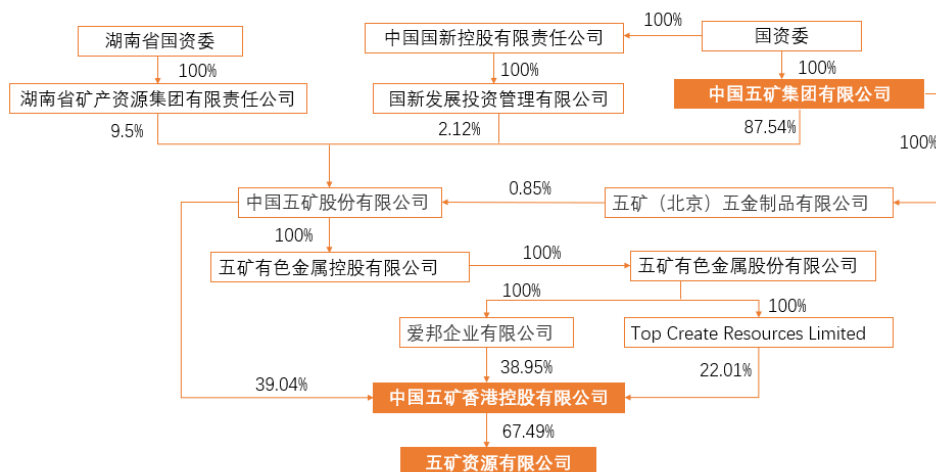
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

背靠央企五矿集团，全球资源国际化运营。公司的实控人为中国五矿集团，中国五矿通过子公司五矿中国香港持有五矿资源 67.49% 股权，股权结构较为集中。中国五矿的国际业务包括金属矿产的开发、生产、贸易和综合服务，以及金融、地产和物流业务。通过与实控人中国五矿合作，公司可以利用中国基本金属市场的广泛网路及分销管道，并从中国五矿获取技术支持，带来国际化运营的竞争优势。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 公司业绩受 Las Bambas 矿山影响较大，24 年困境反转初步显现

近年来社区问题、矿山产量下降扰动，公司业绩受到影响，2024 年公司业绩已迎来大幅改善。

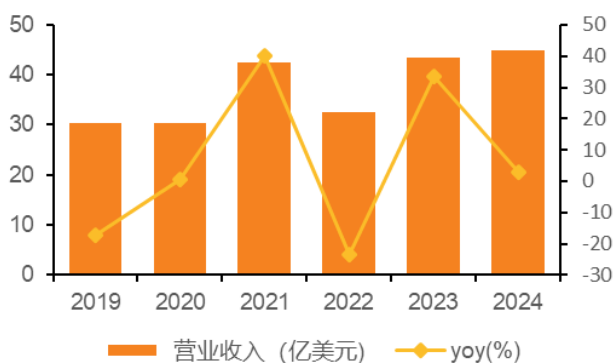
2021 年, 由于铜、锌等产品价格上涨, 带动公司业绩提升, 2021 年公司实现营业收入 42.55 亿美元, 同比+40.26%。相应地, Las Bambas 等矿山税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 提升, 公司实现归母净利润 6.67 亿美元, 扭亏为盈。

2022 年，Las Bambas 受到堵路影响运输中断 173 天，并由于临近社区的抗议活动影响于 4-6 月出现停产，叠加铜、银、金等商品价格下跌，公司实现营业收入 32.54 亿美元，同比-23.52%。Las Bambas EBITDA 同比-45.20%，其他矿山亦由于疫情以及矿山品位下降影响，税后利润都成负增长，综合作用下公司实现归母净利润 1.72 亿美元，同比-74%。

2023 年, 物流基本保持稳定, Las Bambas 的铜钼销售额大幅增加, 带动公司实现营收 43.47 亿美元, 同比+33.57%。但由于 Kinsevere 产量下降, 以及 Dugald River 生产事故造成矿山停产等影响, 其他矿山 EBITDA 转负造成拖累, 公司实现归母净利润 900 万美元, 同比-95%。

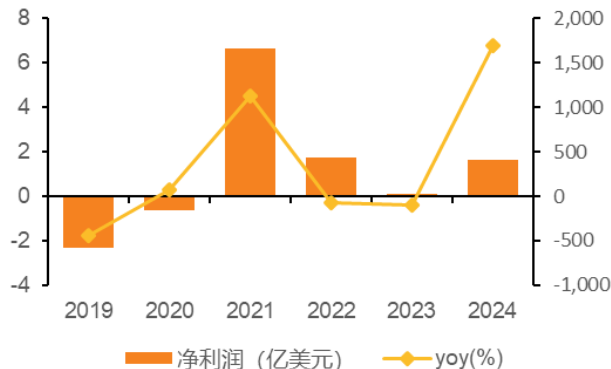
2024 年，公司业绩显现大幅改善。由于 2023 年的铜精矿出货量增加，消耗了 2022 年全国性堵路期间积累的库存，Las Bambas 的铜精矿和钼精矿的销量降低，但得益于 Dugald River 和 Rosebery 的锌及铅精矿销量均走高，叠加铜、银、金、锌等产品价格上涨，公司实现营业收入 44.79 亿美元，同比+3.05%。得益于 Las Bambas 矿山的强劲表现、Khoemacau 矿山的收购贡献以及其他矿山经营状况的改善，公司实现归母净利润 1.62 亿美元，同比+1698.89%。

图 3：2024 年公司实现营业收入 44.79 亿美元



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

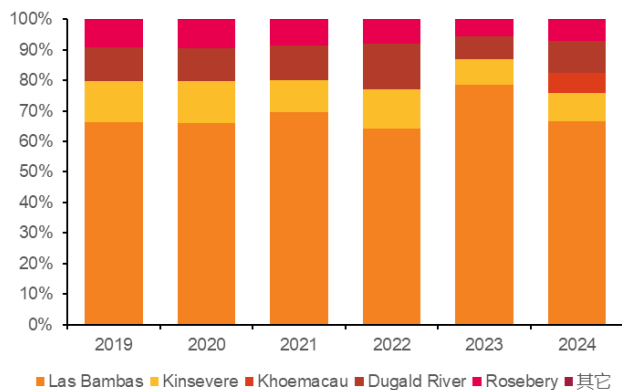
图 4：2024 年公司实现归母净利润 1.62 亿美元



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

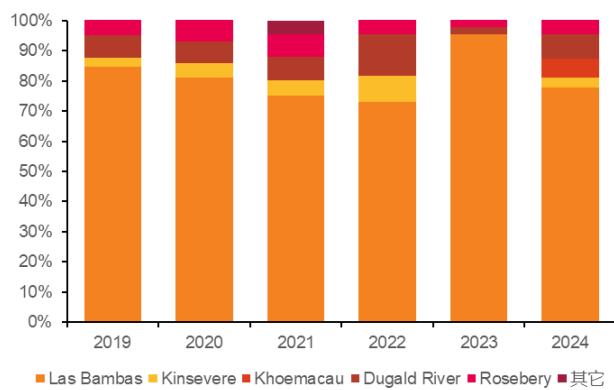
按照项目划分，Las Bambas 为公司营收及利润的主要贡献项目。自 2016 年商业化生产以来，Las Bambas 即成为对公司营收贡献最大的项目。2024 年，Las Bambas 实现营业收入 29.78 亿美元，占公司营收总额的 66.48%，实现 EBITDA 15.94 亿美元，占公司 EBITDA 的 77.82%。Kinsevere 及 Dugald River 受产量下滑影响，对营收贡献自 2022 年的 12.95%/14.88% 缩小至 2024 年的 9.46%/10.31%，Dugald River 的 EBITDA 贡献率从 13.69% 下滑至 8.27%，Kinsevere 的 EBITDA 贡献率从 8.58% 下滑至 3.31%。

图 5：2024 年 Las Bambas 贡献公司整体营收的 66.48%



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

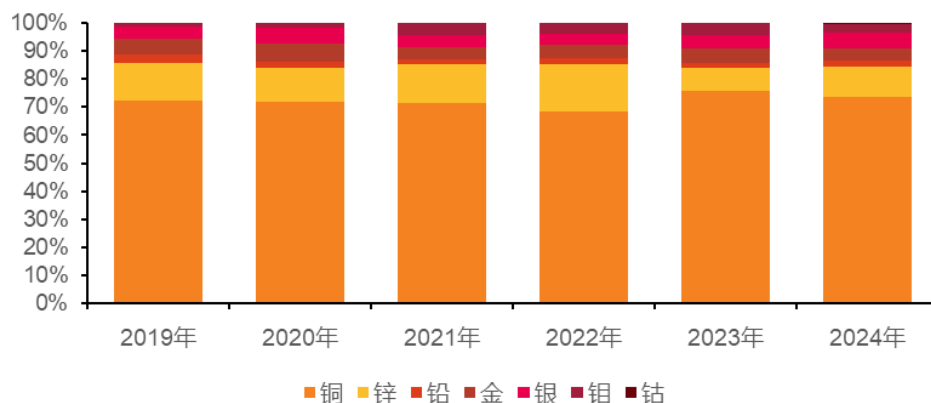
图 6：2024 年 Las Bambas 贡献公司整体 EBITDA 的 77.82%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

按照产品划分，铜类产品为公司营收的主要贡献项。2024 年，铜类产品共实现营业收入 33.08 亿美元，占公司营收总额的 73.86%。铜类产品销售 37.87 万吨，其中 Las Bambas 销售 30.29 万吨，占比 79.98%。锌类产品为第二大贡献项，2024 年实现营业收入 4.81 亿美元，占公司营收总额的 10.74%。锌类产品共销售 18.49 万吨，其中 Dugald River 销售 13.69 万吨，占比 74%。

图 7：2024 年铜类产品贡献公司整体营收的 73.86%

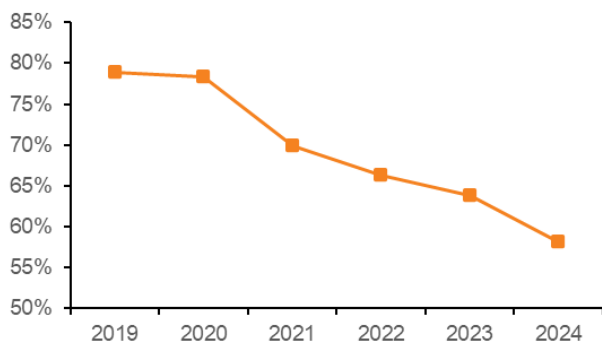


资料来源：公司公告，天风证券研究所

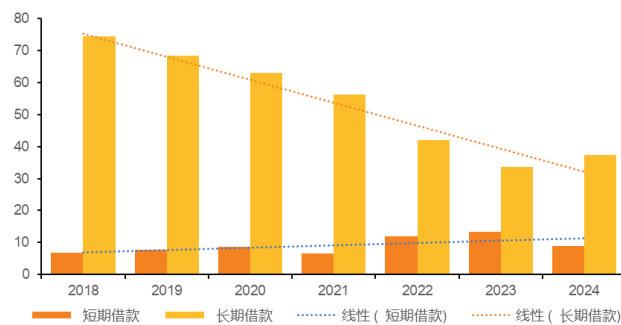
资产负债率逐渐优化，贷款规模持续下降。公司持续优化资产负债结构，截至 2024 年年末，资产负债率已下降至 58.1%。贷款规模已由 2018 年的 81.3 亿美元持续降至 2024 年的 46.29 亿美元，贷款规模的下降将有助于公司减轻财务费用压力。

图 8：2024 年公司资产负债率降低至 58.1%

图 9：2018 年以来公司贷款规模持续下降（亿美元）



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

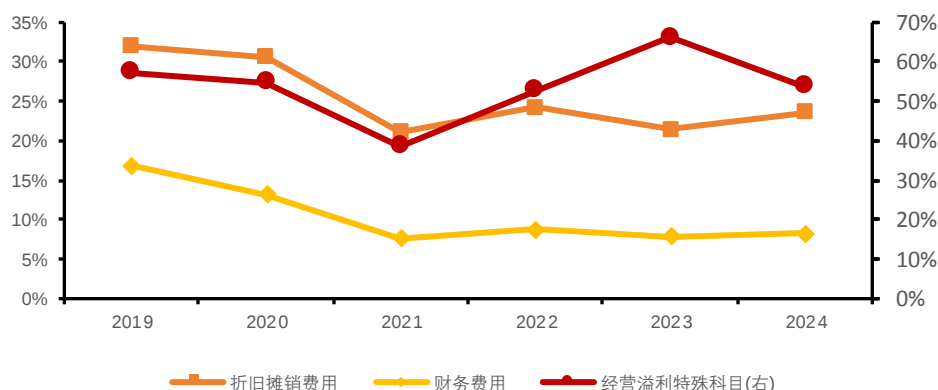
费用端，2019-2021 年，公司各项费用率连续降低，表现出良好的降本态势，近年来受多因素干扰各项费用总体有所抬升。

2022 年，由于采矿行业成本广泛上涨，公司经营费用上涨；由于 Las Bambas 以及 Rosebery 矿石采选量减少，折旧及摊销费用（管理费用）净额减少 12%；以及由于债务余额减少和利息退回，财务成本净额减少 12%。但由于 2022 年整体营收下降，导致各项费用率有所上升。

2023 年，由于 Las Bambas 在 22 年堵路影响下增加的库存在 2023 年释放，造成约 7.87 亿美元的不利库存变动，叠加生产费用增加，经营费用总额同比增加 67%至 11.32 亿美元；折旧与摊销费用也由于 Las Bambas 的采选量提升而增至 9.30 亿美元；由于加息环境下净利息开支增加影响，财务成本净额也有所提升。但由于 2023 年营收同比上升，管理费用率及财务费用率同比有小幅下降。

2024 年，得益于 Las Bambas 的库存变动成本减少，叠加 Kinsevere 因采矿量增加推动矿石库存上升和 Dugald River 则由于产量提升导致精矿库存消耗减少，经营费用总额同比降低 18%至 22.99 亿美元；折旧、摊销及减值费用同比增加 14%至 10.59 亿美元，主要由于 Kinsevere 的减值和采矿量增加，以及纳入了 Khoemacau 的折旧和摊销费用；由于 Khoemacau 收购贷款的利息以及 Khoemacau 银流协议所产生的财务成本，财务成本净额同比增加 8%至 3.69 亿美元。

图 10：2021 年以来公司经营费用占营业收入的比例增长较快



资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

现金流方面，2022 年以来公司经营活动现金净流量迎来修复。

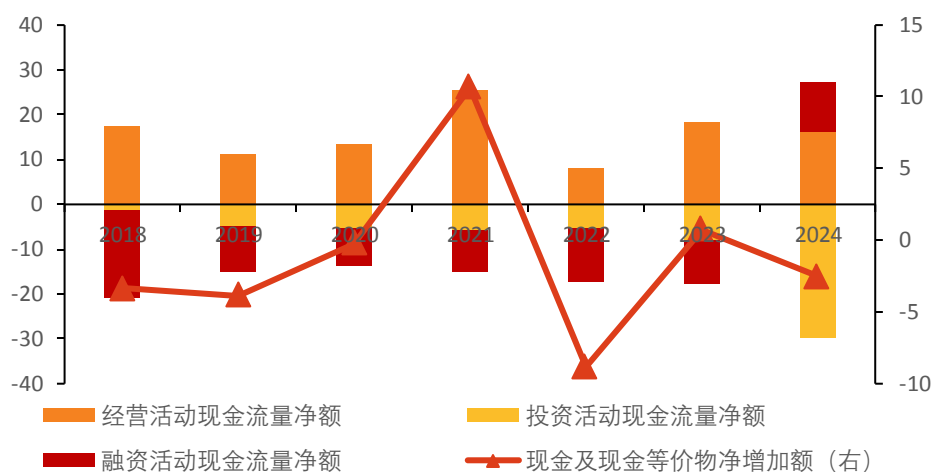
2019-2021 年，公司现金及现金等价物净额持续提升，2021 年商品价格上升引起 EBITDA 增加，拉动经营活动现金流入净额同比提升 88%。

2022 年由于商品价格下跌及 Las Bambas 销量减少，以及营运资金净额变动和税费增加的影响，经营活动现金流入净额同比减少 67%；同时由于提前偿还 Las Bambas 项目融资 5 亿美元以及 2021 年股份配售所得款项净额 3 亿美元，融资活动现金流出净额有所提升，现金及现金等价物净额转负。

2023 年，由于 Las Bambas 库存减少带来有利运营资本变动，叠加秘鲁与刚果金税费减少，经营活动现金流量净额同比增加 122%；Kinsevere 扩建开支增加，投资活动现金流量净额有所增加；而由于提前偿还 Las Bambas 项目融资以及利率掉期提前结束，融资活动现金流出净额有接近 2 亿美元的优化。

2024 年，由于 Las Bambas 铜精矿库存减少放慢导致不利的营运资本变动，公司经营活动现金流入净额同比减少 13%至 16.12 亿美元；公司投资活动中现金流出净额同比增加 276%至 29.70 亿美元，则主要由于博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿山股权收购和资本性支出；融资活动现金流量净额为 11.04 亿美元，主要由于股权融资和外部贷款。

图 11：2024 融资活动现金流量净额由负转正（亿美元）



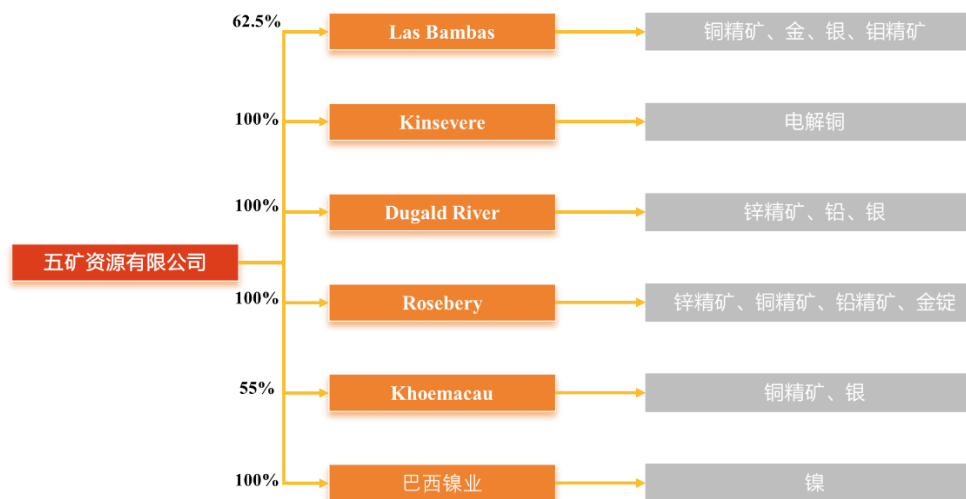
资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

2. 布局世界级矿山资源，项目均具备发展潜力

2.1. 海外矿山生产铜锌镍为主，兼有多金属协同产出

运营海外矿山，主营铜、锌以及最新收购的镍业务。五矿资源目前主要拥有并运营五家海外矿山，收购巴西镍业，是全球主要的铜锌镍等金属生产商。**铜板块**，Las Bambas 由五矿资源持股 62.5%，生产铜精矿，Kinsevere 项目生产电解铜，Khoemacau 项目作为 24 年完成收购的新项目，主要产出铜精矿。**锌板块**，Dugald River 与 Rosebery 矿山产出锌精矿。**镍板块**，2025 年，公司收购英美资源于巴西的镍业务，镍赋存量约为 5.2 百万吨。此外，矿山还有金、银、钼、铅等副产品产出。

图 12：公司海外项目主要产出铜、锌、镍产品



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

截至 2024 年 12 月 31 日，Las Bambas/ Kinsevere/ Khoemacau/ Dugald River/ Rosebery 分别拥有铜资源量 950.32/119.7/630/6.45/6.5 万吨，合计 1712.97 万吨，权益资源量 1073.1 万吨。Dugald River/ Rosebery 分别拥有锌资源量 792 万吨/162.5 万吨，合计 954.5 万吨，权益资源量 954.5 万吨。2024 年 Las Bambas/ Kinsevere/ Khoemacau（从 2024 年 3 月 23 日起计）/ Rosebery 分别产铜 32.29/4.46/3.10/0.13 万吨，合计 39.98 万吨，权益产量 26.47 万吨；Dugald River/ Rosebery 分别产锌 16.36/5.63 万吨，合计 21.99 万吨，权益产量 21.99 万吨。

表 1：公司主要矿山铜锌资源量及产量（截至 2024 年 12 月 31 日）

项目名称	持有权益	铜资源量（万吨）	锌资源量（万吨）	2024 铜产量（万吨）	2024 锌产量（万吨）
Las Bambas	62.50%	950.32		32.29	
Kinsevere	100.00%	119.7		4.46	
Khoemacau	55%	630		3.10	
Dugald River	100%	6.45	792		16.36
Rosebery	100%	6.5	162.5	0.13	5.63
全口径		1712.97	954.5	39.98	21.99
权益口径		1073.1	954.5	26.47	21.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：Khoemacau 铜产量从 2024 年 3 月 23 日起计

2.2. Las Bambas：公司主力铜矿项目，新项目开发形成增量

公司主力铜矿，兼有多金属产出。Las Bambas 为全球最大铜矿之一，是五矿资源旗下的主力铜矿，包含 Ferrobamba、Chalcobamba 以及 Sulfobamba 三个矿床。Las Bambas 是由运营方五矿资源（62.5%）、国新国际投资有限公司之全资附属公司（22.5%）及中信金属有限公司（15.0%）组成的合资项目，于 2016 年实现商业化生产。其采用露天开采、传统选矿方法生产铜精矿，副产品包括金、银和钼精矿。

地理位置优越，资源出口便捷。Las Bambas 位于秘鲁南部的安第斯山脉，距 Cusco 西南偏南约 75 公里，Arequipa 西北偏北约 300 公里。Las Bambas 附近的交通条件良好，可通过良好的砾石道路抵达 Cusco 及 Arequipa，产出的铜精矿可通过公路及铁路运往 Arequipa 的 Matarani 港口，然后海运出口。

图 13：Las Bambas 的产品可通过 Matarani 港出口



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源丰富，开采年限长。Las Bambas 矿山采用传统选矿方法生产铜精矿，副产品包括金、银和钼精矿，矿山年限预计在 20 年以上。截至 2024 年 12 月 31 日，Las Bambas 拥有矿石资源量 19 亿吨，铜资源量约 950 万吨。2023 年 6 月 30 日以来，Las Bambas 矿山 Ferrobamba 深部的新矿产资源，为矿产资源量增加了 2.5 百万吨铜、130 千吨钼、31 百万盎司银及 370 千盎司黄金。

表 2：Las Bambas 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）

	品位					金属量			
	百万吨	铜（%）	银（g/t）	金（g/t）	钼（ppm）	铜 （千吨）	银 （百万盎司）	金 （百万盎司）	钼 （千吨）
Ferrobamba 氧化铜									
控制	0.05	1.2				0.6			
推断									
总计	0.05	1.2				0.6			
Ferrobamba 原生铜									
探明	250	0.47	1.8	0.03	200	1175	15.87	0.26	50
控制	310	0.66	2.8	0.04	180	2046	30.62	0.44	45
推断	35	0.58	2	0.02	77	203	2.47	0.02	19.25
总计	600	0.57	2.3	0.03	180	3420	48.68	0.63	45
Ferrobamba 地下矿									
探明	67	0.31	1	0.02	220	207.7	2.36	0.05	55
控制	390	0.37	1.5	0.02	200	1443	20.63	0.28	50
推断	220	0.32	1.3	0.01	170	704	10.09	0.08	42.5
总计	680	0.37	1.4	0.02	190	2516	33.58	0.48	47.5
Ferrobamba 总计									
	1,300	0.46	1.9	0.03	190	5980	87.13	1.38	47.5
Chalcobamba 氧化铜									
控制	5	1.4				70			
推断	0.5	1.2				6			
总计	5.5	1.4				77			
Chalcobamba 原生铜									
探明	150	0.5	1.5	0.02	120	750	7.94	0.11	30
控制	180	0.6	2.3	0.03	130	1080	14.60	0.19	32.5
推断	35	0.51	2.3	0.02	160	178.5	2.84	0.02	40
总计	360	0.55	2	0.02	130	1980	25.40	0.25	32.5
Chalcobamba 总计									
	370	0.56	2	0.02	130	2072	26.10	0.26	32.5

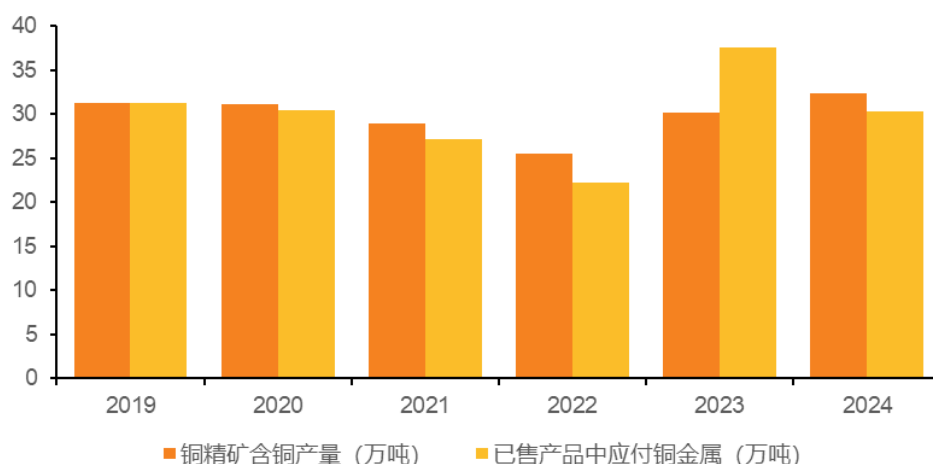
Sulfobamba 原生铜

控制	100	0.58	4.2	0.02	160	580	14.81	0.07	40
推断	130	0.49	5.7	0.02	120	637	26.14	0.09	30
小计	230	0.53	5.1	0.02	140	1219	41.38	0.16	35
Sulfobamba 总计	230	0.53	5	0.02	140	1219	40.56	0.16	35
氧化铜矿堆									
控制	14	1.1				154			
小计	14	1.1				154			
硫化物矿堆									
探明	23	0.34	1.8		110	78.2	1.46		27.5
小计	23	0.34	1.8		110	78.2	1.46		27.5
Las Bambas 总计	1,900					9503.2			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

24 年生产业绩强劲，25 年产量预计提升。2024 年 Las Bambas 生产 32.29 万吨铜，同比 +7%，占公司铜总产量的 80.78%。这一增长主要得益于 Chalcobamba 矿坑的开采和矿山全年无中断的运营。公司预计 2025 年 Las Bambas 的产量有提升，全年铜精矿产量在 36-40 万吨之间。这一预测产量的上端是基于 Chalcobamba 矿坑和 Ferrobamba 矿坑全年持续生产，且秘鲁无重大社会动荡，下端是基于对运营中断天数和矿石品位变化的保守假设。

图 14：2024 年 LasBambas 铜精矿含铜产量位于近 5 年高位

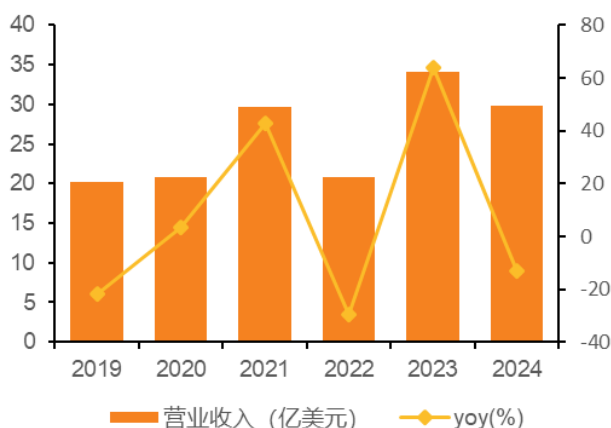


资料来源：公司公告，天风证券研究所

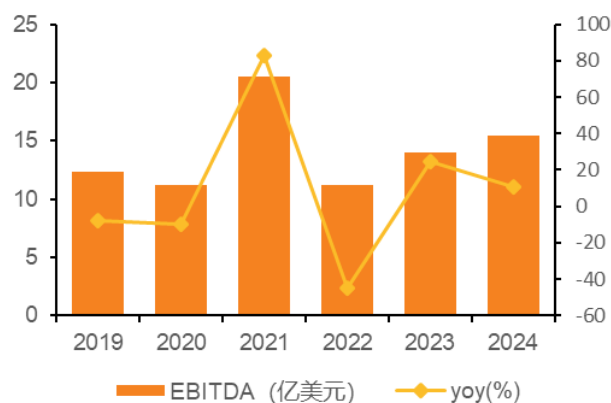
产品成本下降，带动盈利大幅增长。2024 年 Las Bambas 实现营业收入 29.78 亿美元，同比 -13%，主要原因是铜精矿和钼精矿的销量降低。销量降低反映了 2023 年精矿出货量的显著增加，消耗了 2022 年秘鲁全国性堵路期间积累的库存。总生产开支同比 -2%，这主要是因为与 Chalcobamba 矿坑开发相关的递延采矿成本上涨，柴油、爆破品、试剂及研磨介质的单价降低，以及生产费用降低。综合作用下 Las Bambas 24 年实现 EBITDA 15.94 亿美元，同比 +14%。2024 年的 C1 成本为 1.51 美元/磅，较 2023 年的 1.60 美元/磅有所降低，原因是铜产量增加及现金生产费用降低。公司预测，Las Bambas 2025 年的 C1 成本预计介乎 1.50 美元/磅至 1.70 美元/磅，高于 2024 年的实际水平。

图 15：2024 年 LasBambas 营业收入同比降 12.87%

图 16：2024 年 LasBambas EBITDA 同比增 14.15%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年社区问题扰动较多，矿山生产频受影响，目前突破效果良好。Las Bambas 矿区自 2016 年商业化生产以来发生了多次社区问题，对 Las Bambas 产量造成较大扰动。2019 年，Las Bambas 的物流运输因堵路问题受阻超 100 天，导致铜产量减少 2 万吨，铜精矿销量同比 -19%；2020 年，由于社区堵路以及疫情影响、矿山维护等多因素，导致矿山当年产量同比进一步降低 19%至 31.1 万吨；2021 年，Las Bambas 矿山再次因为社区堵路问题运输累计受阻 106 天，年产量同比-7%，铜精矿销量同比-11%；2022 年，社区抗议活动导致停产逾 50 天，此外由于秘鲁内部政局问题，广泛的社会动荡及抗议活动导致南部运输走廊多次中断，2022 年全年运输亦中断 173 天，导致铜年产量及销量同比-12%/-19%；2023 年初，Las Bambas 再次因为社会动荡导致减产，至 3 月铜精矿运输才重新运作。目前公司与当地社区磋商已取得进展，与几家社区公司签订商业协议，通过新订和修订协议优化了生产及开发方案，包括 Chalcobamba 特定合同，重点强调了当地社区参与，社区问题逐步解决。

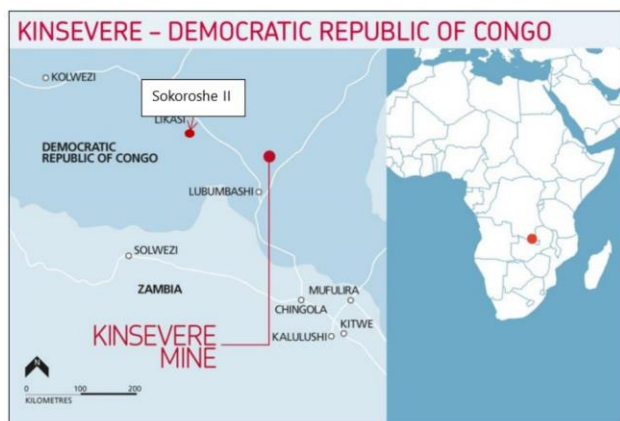
第二矿区开始运营，第三矿区有望打开新增量。Las Bambas 近年的增量预计来源于 Chalcobamba 以及 Ferrobamba 矿坑。Chalcobamba 项目截至 2024 年底拥有资源量 3.7 亿吨，铜金属量 220 万吨，分别占 Las Bambas 矿山整体的 19%/29%，是项目未来增量的重要来源。该项目已于 2022 年 3 月获得秘鲁能源矿产部的开发许可。目前，五矿资源正在与 Huancuire 的社区公司合作开发 Chalcobamba 矿坑，得益于 Chalcobamba 矿坑的开采和矿山全年无中断的运营，Las Bambas 2024 年的铜产量达到 32.29 万吨，超过了指导范围的上端，同比增长 7%。此外，Ferrobamba 矿坑的深层钻探证实了 Ferrobamba 可能存在大吨位铜、钼、银及金矿床。2025 年，五矿资源投入 550-600 百万美元资本支出用于 Las Bambas 矿山的扩建、钻探及开发，以支持矿山的持续发展和生产能力的提升。

2.3. Kinsevere：从氧化矿向硫化矿过渡，矿权重续工作逐渐推进

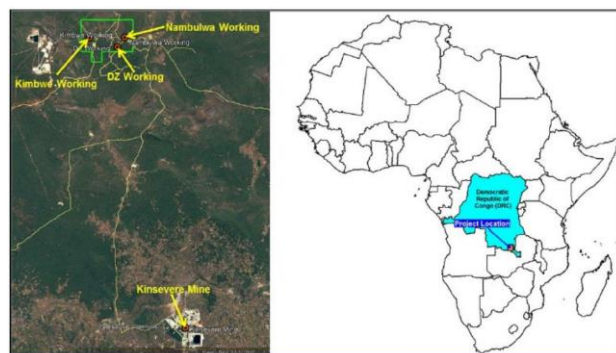
刚果金重点铜矿项目，卫星矿资源充足。Kinsevere 自 2007 年开始运营，于 2012 年被五矿资源收购。Kinsevere 矿山位于刚果金东南部的上加丹加省，采用露天开采方式开采铜矿，并通过研磨、酸浸、萃取、电解等流程制取电解铜。Kinsevere 周边有 Sokoroshe II 及 Nambulwa 等卫星矿，Sokoroshe II 位于 Kinsevere 西部 25km，Nambulwa 距离 Kinsevere 约 30km 左右，均拥有一定的铜、钴资源量。

图 17：Kinsevere 位于刚果金东南部上加丹加省

图 18：Nambulwa 距离 Kinsevere 约 30km



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

矿山产品以电解铜为主，矿权许可重续工作开始推进。Kinsevere 矿山拥有年产 3.9-4.4 万吨电解铜的能力。截至 2024 年 12 月 31 日，Kinsevere 拥有铜矿石资源量 5714 万吨，钴矿石资源量 586 万吨，折合约有 120 万吨铜金属量。2023.6.30-2024.6.30 期间，Kinsevere 矿床 Saddle 区的加密钻探和资源扩展钻探使矿产资源量增加 150 千吨铜，而 2022 年和 2023 年期间对新的卫星矿体 Kimbwe-Kafubu 的钻探，使矿产资源量新增 64 千吨铜和 2 千吨钴。矿山与 Gécamines 进行了持久谈判以延长《勘探和期权协议》的期限，目前 Mwepu 矿权区已经让渡。

表 3：Kinsevere 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）

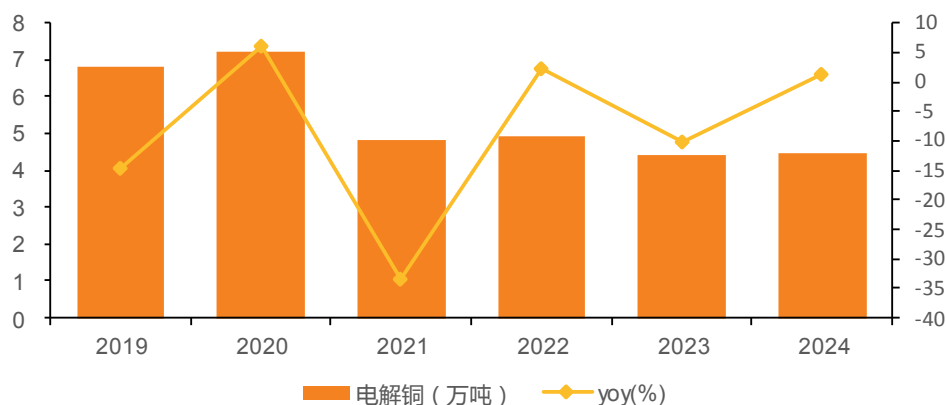
	品位	金属量			
	百万吨	铜（%）	钴（%）	铜（千吨）	钴（千吨）
氧化铜					
探明	1.4	2.8	0.09	39.2	1.26
控制	3.5	2.7	0.1	94.5	3.5
推断	2.3	2	0.12	46	2.76
总计	7.2	2.5	0.11	180	7.92
过渡混合铜矿石					
探明	0.5	2	0.12	10	0.6
控制	1.5	1.8	0.11	27	1.65
推断	1.1	1.5	0.07	16.5	0.77
总计	3.1	1.7	0.1	52.7	3.1
原生铜					
探明	1.7	2.1	0.15	35.7	2.55
控制	21	2.2	0.09	462	18.9
推断	11	1.7	0.06	187	6.6
总计	34	2	0.08	680	27.2
氧化和混合钴					
探明	0.01	0.61	0.07	0.061	0.007
控制	0.06	0.52	0.15	0.312	0.09
推断	0.1	0.57	0.08	0.57	0.08
总计	0.17	0.55	0.1	0.935	0.17
原生钴					
探明	0.02	0.65	0.23	0.13	0.046
控制	0.23	0.64	0.13	1.472	0.299
推断	0.14	0.66	0.09	0.924	0.126
总计	0.39	0.65	0.12	2.535	0.468

矿堆					
控制	13	14		1820	
控制（钴）	5.3	2.1	0.2	111.3	10.6
小计	19	1.6		304	
Kinsevere 总计	63	1.9	0.08	1197	50.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

扩建项目完成主体建设，后续产能预计提升。2024 年，Kinsevere 生产电解铜 4.46 万吨，同比+1%，主要由于新增硫化物生产线、电力供应稳定性增强，以及 Sokoroshe II 矿坑的矿石供应增加导致的年度选矿量增加。基于氧化矿消耗及品位降低的情况，Kinsevere 正在按计划推进扩建项目建设，从氧化矿向硫化矿过渡，并将钴引入产品组合中，同时对 Sokoroshe II 矿区及 Nambulwa 卫星矿床进行资源测试。Kinsevere 扩建项目已于 2024 年 9 月 15 日完成主体建设，并于 9 月 20 日首次从硫化矿产出电解铜，目前正专注于选矿厂和焙烧系统爬坡，以逐步提高电解铜的产量。Kinsevere 扩建项目的额定年产能可为 80,000 吨电解铜，将把 Kinsevere 的矿山寿命至少延长至 2035 年。2025 年，Kinsevere 电解铜产量公司预计在 6.3-6.9 万吨之间。随着 Kinsevere 扩建项目爬坡，预计 C1 成本将降低至 2.50 美元/磅至 2.90 美元/磅之间。

图 19：2024 年 Kinsevere 生产电解铜 4.46 万吨

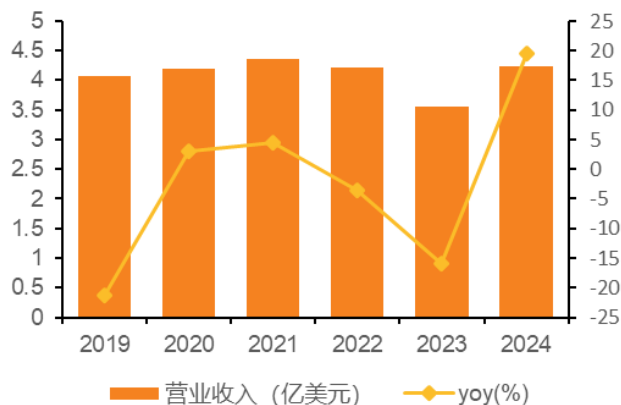


资料来源：公司公告，天风证券研究所

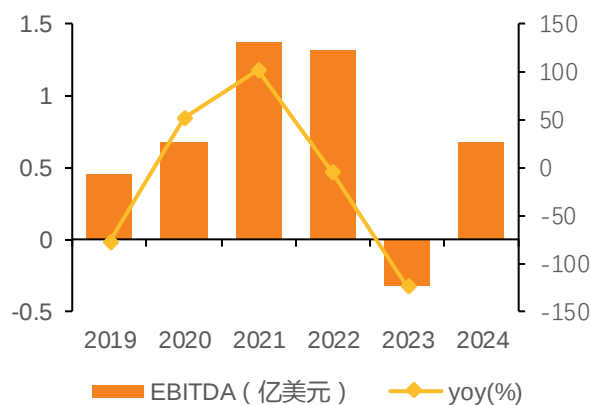
产品价格销量上涨，促进营收大幅增加。2024 年，Kinsevere 实现营业收入 4.24 亿美元，同比+19%，主要得益于铜价格上涨和铜钴销量增加。由于 Sokoroshe II 矿坑加速开采和递延采矿成本资本化减少导致采矿成本增加、新投产的钴厂和选厂硫化矿生产线的成本上涨以及电力成本增加等因素，总生产开支较 2023 年增加 30.3 百万美元（同比+10%）。2024 年 C1 成本为 3.26 美元/磅，较 2023 年的 3.29 美元/磅有所降低，这得益于副产品收益增加。2025 年 Kinsevere 的电解铜产量公司预计介乎 63,000 吨至 69,000 吨。2025 年的 C1 成本预计介乎 2.50 美元/磅至 2.90 美元/磅之间，优于 2024 年的水平，主要得益于 Kinsevere 硫化铜项目的爬坡。

图 20：2024 年 Kinsevere 实现营业收入 4.24 亿美元

图 21：2024 年 Kinsevere EBITDA 扭亏为盈



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

Kinsevere 2024 年扩建项目资本开支为 2.3 亿美元。由于获得来自 Top Create 的一笔 3 亿美元、2030 年 12 月到期的定期贷款融资额度以支持 Kinsevere 扩建项目，公司与项目扩建相关的资本开支较为充足。

2.4. Dugald River：资源不断转化，生产保持稳定

主力锌矿项目，交通条件良好。Dugald River 矿山由五矿资源 100% 持有，为世界十大锌矿之一，于 2017 年 11 月正式产出第一批精矿。Dugald River 矿山位于澳大利亚昆士兰西北部，采用地下开采的形式，开采后将矿石提取到地面后进行处理，产品通过铁路从 Cloncurry 运到 Townsville 港。

图 22：Dugald River 位于澳大利亚昆士兰西北部



资料来源：公司公告，天风证券研究所

矿体模型改良，资源不断转化。Dugald River 矿体规模较大，预计可开采 20 年以上，年矿石处理量可达 170 万吨左右，年生产锌金属量 17.5-19 万吨。截至 2024 年 12 月 31 日，Dugald River 拥有 7000 万吨矿石资源量，折合约有 792 万吨锌金属量与 99 万吨铅金属量。2024 年，Dugald River 的勘探钻探取得成功进展，延伸了 Dugald 矿脉的深度，使得矿产资源量净增加 1.2 百万吨锌。

表 4：Dugald River 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）

百万吨	品位					金属量				
	铜(%)	锌(%)	铅(%)	银(g/t)	金(g/t)	铜 (千吨)	锌 (千吨)	铅 (千吨)	银 (百万盎司)	金 (百万盎司)
原生锌										

探明	16	12.9	1.9	52	2064	304	29.35
控制	10	12.1	1.4	16	1210	140	5.64
推断	39	11.5	1.4	4.9	4485	546	6.74
总计	66	12	1.5	18	7920	990	41.90
原生铜							
推断	4.3	1.5		0.23	64.5		0.03
总计	4.3	1.5		0.23	64.5		0.03
总计	70						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

生产量提升，选矿效率持续优化。2024 年，Dugald River 生产 16.36 万吨锌精矿含锌，同比+8%。2024 年 4 季度，Dugald River 生产了 4.95 万吨锌精矿含锌，同比+5%，是该矿山历史上第二高的季度产量，得益于本季度创纪录高位的回收率、选矿量的增加，以及给矿品位的提升。2025 年公司预计 Dugald River 全年锌精矿含锌产量预计在 17.0-18.5 万吨之间，将恢复至之前的产量水平。未来 Dugald River 矿山也将继续推进运营方面的改进，虽然矿山品位降低对产量存在一定影响，但选矿厂优化措施的持续进行使得回收率持续提升，将部分抵消矿石品位降低带来的负面影响。

图 23：2024 年 Dugald River 锌精矿含锌产量同比升 8%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2024 年 Dugald River 铅精矿含铅产量同比升 4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

锌量价齐升促营收，24 年业绩显著改善。2024 年，Dugald River 实现营业收入 4.62 亿美元，同比+39%，主要由于锌精矿销量增加、铅精矿销量增加、加工费降低、锌银价格上涨所致。总生产开支同比+5%，原因是开拓进尺和采矿量增加导致采矿成本上涨。2024 年锌 C1 成本为 0.65 美元/磅，2023 年为 0.93 美元/磅，下降的主要原因是锌产量提高，加工费降低，以及副产品收益增加。2025 年公司预计 C1 成本介于 0.75 美元/磅至 0.90 美元/磅，较 2024 年有所上涨，原因是假设副产品价格降低且假设锌加工费上涨。

图 25：2024 年 Dugald River 实现营业收入 4.62 亿美元

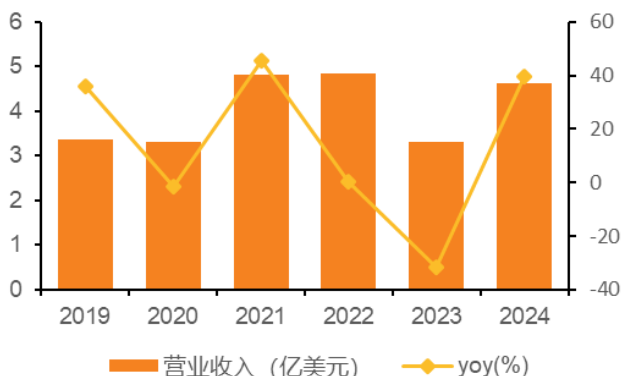
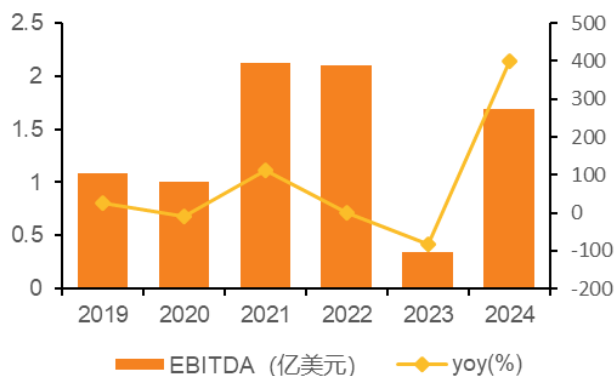


图 26：2024 年 Dugald River 实现 EBITDA 1.69 亿美元



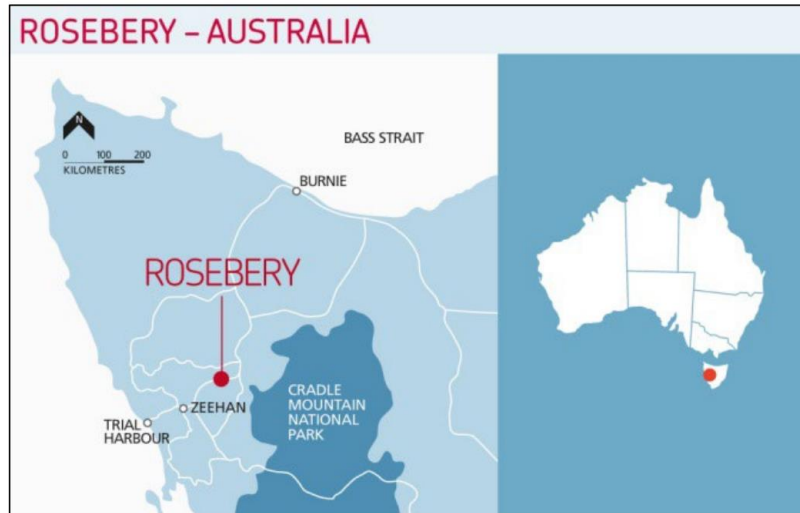
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. Rosebery：开采历史悠久，实施勘探项目延长矿山寿命

运营历史悠久，多种金属产出。Rosebery 目前由五矿资源 100%持有，自 1936 年以来持续运营。Rosebery 位于澳大利亚塔斯马尼亚西海岸，港口城市伯尼以南约 125km。矿山采用地下开采方式生产锌、铜、铅精矿以及精矿含银、精矿含金，精矿通过铁路运输到伯尼港，并进一步通过船运方式运送至 Hobart 和 Pirie 港的冶炼厂进行冶炼，精矿含金则被出售到澳大利亚的一家精炼厂加工成为金锭。

图 27：Rosebery 位于澳大利亚塔斯马尼亚西海岸



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资源种类丰富，品位有所提升。Rosebery 有锌精矿及多种伴生精矿，截至 2024 年 12 月 31 日总计拥有 2500 万吨矿石资源量，折合锌金属量 163 万吨、铅金属量 50 万吨、铜金属量 6.5 万吨，以及银 7584 万盎司和金 97 万盎司。2023.6.30-2024.6.30 期间，基于资源圈定钻探和储量界定钻探、NSR 的计算变化以及未来尾矿储存解决方案预可行性研究（PFS）带来的信心，Rosebery 的矿石储量显著增加。扣除消耗后的增加如下：102 千吨锌（35%）、36 千吨铅（31%）、7 百万盎司银（42%）、60 千盎司黄金（37%）及 3 千吨铜（34%）。Rosebery 矿石储量增加的一个关键推动因素是，该矿山制定了多项增加尾矿库库容的计划，加大了延长矿山运营寿命的确定性。

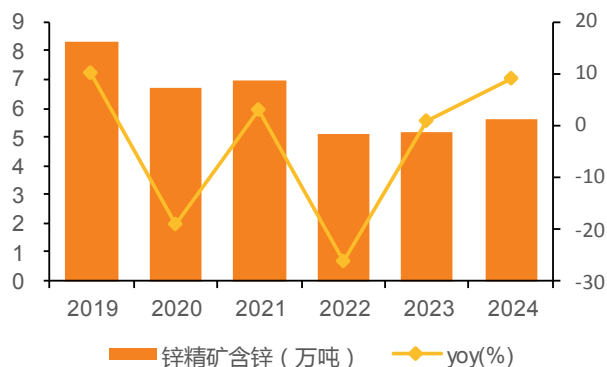
表 5：Rosebery 矿石资源量（截至 2024 年 12 月 31 日）

	品位						金属量				
	百万吨	锌(%)	铅(%)	铜(%)	银(g/t)	金(g/t)	锌(千吨)	铅(千吨)	铜(千吨)	银 (百万盎司)	金 (百万盎司)
探明	8	6.6	2.3	0.25	100	1.1	528	184	20	28.22	0.31
控制	7.7	5.9	1.8	0.25	77	1.2	454.3	138.6	19.25	20.91	0.33
推断	8.8	6.8	2	0.28	76	1	598.4	176	24.64	23.59	0.31
总计	25	6.5	2	0.26	86	1.1	1625	500	65	75.84	0.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

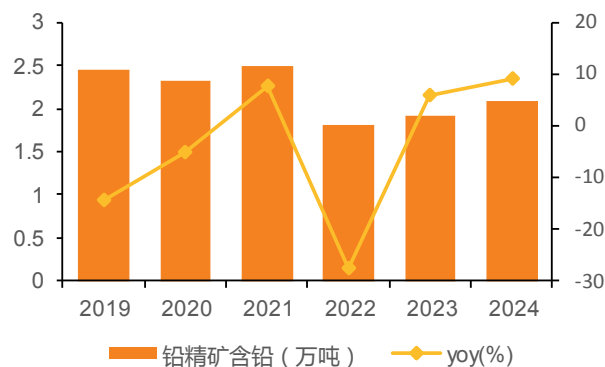
矿石品位较高，副产品金属贡献突出。2024 年，受额外掘进工作的推动，采矿量和选矿量均超过 100 万吨，创下新高。生产锌精矿含锌/铅精矿含铅 5.63/2.09 万吨，同比+9%/+9%。2025 年公司预计，由于矿山将重点转向副产品生产，Rosebery 锌精矿含锌产量预计为 4.5-5.5 万吨，将较 24 年有所增减少。包括副产品金属的贡献在内，2025 年的锌当量产量公司预期为 11-12.5 万吨。24 年 4 季度，Rosebery 实际生产锌精矿含锌/铅精矿含铅/铜精矿含铜 1.45/0.56/0.04 万吨，同比-13%/-3%/+11%，生产情况良好。按锌当量计算，产量达 3.44 万吨，是锌产量的两倍多，主要得益于副产品金属的突出贡献。

图 28：2024 年 Rosebery 生产锌精矿含锌 5.63 万吨



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2024 年 Rosebery 生产铅精矿含铅 2.09 万吨



资料来源：公司公告，天风证券研究所

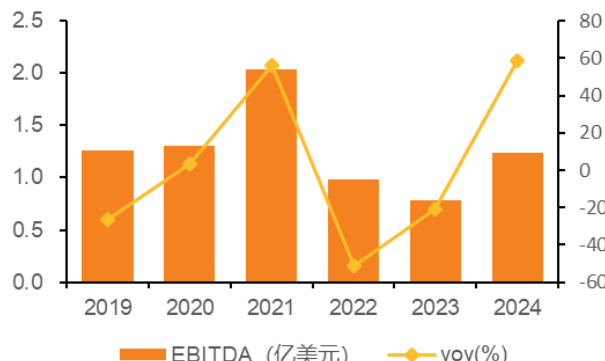
量价齐升, 24 年业绩稳中向好。2024 年, Rosebery 实现营业收入 3.06 亿美元, 同比+28%, 主要锌加工费下降, 锌、金、银及铜价格上涨, 以及铅、贵金属、锌及铜的销量增加。总生产成本开支较 2023 年增加 0.12 亿美元, 同比+8%。2024 年, 锌 C1 成本为负 0.10 美元/磅, 相较于 2023 年为正 0.26 美元/磅, 降低的原因是贵金属副产品收益走高、锌产量增加以及加工费降低。Rosebery 2025 年的锌精矿含锌产量公司预期介乎 45,000 吨至 55,000 吨。2025 年公司预计 C1 成本在 0.25 美元/磅至 0.40 美元/磅之间。C1 成本上涨的原因在于估算中采用的副产品价格下降, 以及锌加工费增加。

图 30：2024 年 Rosebery 实现营业收入 3.1 亿美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：2024 年上半年 Rosebery 实现 EBITDA 1.23 亿美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

勘探项目加速实施, 延长矿山开采寿命。2023 年 1 月, 五矿资源启动 Legacy 项目, 通过加快金刚石钻探计划延长 Rosebery 矿山的开采寿命。目前, 钻探计划已经发现了多个矿段, 表明 Rosebery 仍具有延伸可能与增长潜力。同时, Rosebery 也在继续研究增加现有尾矿库的短期库容的解决方案以延长矿山寿命。2024 年 Legacy 项目继续实施加速勘探战略, 2025 年 Hercules、Oak、Lake Rosebery 及 Snake Gully 的勘探将继续推进。

2.6. Khoemacau：公司里程碑式新项目，拥有强大扩建能力

Khoemacau 项目为五矿资源收购的里程碑项目之一。2023 年 11 月五矿资源宣布购买 Khoemacau 矿山。2023 年 12 月, 附属公司 Khoemacau Copper Mining (Pty) Ltd 获得转让 Khoemacau 铜矿的项目许可证及勘探许可证的批准。2024 年 3 月, 五矿资源完成对 Khoemacau 矿山的收购。

图 32：Khoemacau 矿区情况 1

图 33：Khoemacau 矿区情况 2



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

资源储量丰富, 扩建潜能较大。Khoemacau 为一座高品质运营矿山, 拥有强大的扩建能力, 位于非洲博茨瓦纳西北部卡拉哈里铜矿带。Khoemacau 矿山拥有 4040 平方公里矿权, 铜矿产资源量 (按含铜金属总量计算) 位列非洲第十, 为中非铜矿带之外世界上最大的铜沉积系统之一。2021 年 6 月, Khoemacao 完成了其年产 6 万吨铜和 160 万盎司银精矿的建设, 并于 2022 年四季度完成了业务升级, 达到全面生产。根据其扩建项目的钻探和研究预测, Khoemacau 矿山的年产量可能超过 13 万吨铜和 500 万盎司银。截至 2024 年 12 月 31 日, Khoemacau 拥有矿石资源量 4.5 亿吨, 铜金属量约 630 万吨, 银金属量约 28571 万盎司。自 2024 年 3 月 22 日收购后, Khoemacau 矿山 5 区钻探及 Banana、Zeta 及 6 区矿床的重新建模为矿石资源量增加了 70 万吨铜和 3 千万盎司银。

表 6: Khoemacau 矿石资源量

	品位		金属量		
	百万吨	铜 (%)	银 (g/t)	铜 (万吨)	银(百万盎司)
5 区					
探明	16	1.7	16	27.2	9.03
控制	33	1.6	15	52.8	17.46
推断	63	1.8	20	113.4	44.44
总计	110	1.7	18	187	69.84
5 区北部					
控制	4.4	2.6	44	11.44	6.83
推断	19	1.8	30	34.2	20.11
总计	23	1.9	32	43.7	25.96
Zeta 东北部					
控制	8.9	2.6	53	23.14	16.64
推断	20	1.7	33	34	23.28
总计	29	2	39	58	39.89
Banana 区					
控制	33	1.4	21	46.2	24.44
推断	120	0.82	9.7	98.4	41.06
总计	150	0.93	12	139.5	63.49
Ophion					
推断	14	1.1	12	15.4	5.93
总计	14	1.1	12	15.4	5.93
Plutus					
探明	2.4	1.3	13	3.12	1.10
控制	9.3	1.3	13	12.09	4.26
推断	57	1.4	12	79.8	24.13

总计	69	1.4	12	96.6	29.21
Selene					
推断	7.1	1.2	20	8.52	5.01
总计	7.1	1.2	20	8.52	5.01
Zeta 地下矿					
控制	8.5	1.6	31	13.6	9.29
推断	12	1.5	29	18	12.28
总计	20	1.6	30	32	21.16
6 区					
推断	7.1	1.6	10	11.36	2.50
总计	7.1	1.6	10	11.36	2.50
Mango					
控制	11	1.9	23	20.9	8.92
推断	10	1.7	19	17	6.70
总计	21	1.8	21	37.8	15.56
矿堆					
探明	0.02	1.5	15	0.03	0.01
总计	0.02	1.5	15	0.03	0.01
合计	450	1.4	18	630	285.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

铜矿产量可观，白银需向受益人交付。Khoemacau 矿山 2024 年第四季度实际生产精矿含铜 1.02 万吨，由于采矿顺序导致矿石品位降低，环比-6%。24 年全年产量为 3.10 万吨（以 2024 年 3 月 23 日计算），按扣除副产品后和考虑银流协议之前计算，2024 年全年的 C1 成本为 2.54 美元/磅。2025 年公司预计铜产量 4.3-5.3 万吨，全年 C1 成本介于 2.3 美元/磅-2.65 美元/磅。银方面，由于 Khoemacau 目前以 Royal Gold Inc.为受益人，其需向 Royal Gold Inc.交付 4000 万盎司以内的 100%银以及 4000 万盎司以外的 50%银，每交付 1 盎司，Royal Gold Inc.支付相当于现货白银价格 20%的现金价格。

矿山扩建持续推进，28 年目标产能 13 万吨/年，规模效应显现有望改善成本。五矿资源将利用现有产能，积极开拓 Khoemacau 矿山更高品位矿段，力求 2026-2027 年将 Khoemacau 矿山的铜产量提升至年产 6 万吨，同时，公司计划新建一座处理量为 4.5 百万吨/年的选厂、增加 5 区产出，并开发扩建矿床，力求 2028 年建设至 13 万吨/年产量水平。扩建项目预计于 2026 年开工，2028 年首次生产精矿，满负荷运营下 C1 成本预计为 1.55 美元/磅。

新财务投资人引入，财务负担进一步降低。公司于 2024 年 3 月 22 日完成对 Khoemacau 矿山的收购，收购支出包括总对价 17.35 亿美元与总债务结算金 3.49 亿美元，合计 20.83 亿美元。2024 年 5 月 30 日，国新国际全资附属公司科莫控股以 5 亿美元认购 45%股权，MMG 持有股权由 100%摊薄至 55%，Khoemacau 负债下降至 15.83 亿美元。2024 年 7 月 12 日，公司宣布将供股所募集的 6.11 亿美元用于偿还 Khoemacau 矿山收购的债务，负债余额 9.72 亿美元，按照权益比例计算，MMG 承担其中 55%约为 5.35 亿美元，国新国际承担剩余 45%约为 4.37 亿美元，公司财务负担显著降低。

2025 年 Khoemacau 资本成本指引是 3.0-3.5 亿美元，其中 1.7-1.9 亿美元用于扩建研究和早期工作，以及膏体充填厂的设计和建造。此外，基于其本身产量提升、成本降低的预期，预计 Khoemacau 项目将在未来对公司业绩形成新的贡献。

2.7. 巴西镍业：全球第三大镍赋存量，历史运营稳定

首次布局巴西，丰富矿产种类。2025 年 2 月 18 日，公司宣布与英美资源集团（Anglo American）达成股权收购协议，将以不超过 5 亿美元的对价收购其巴西镍业公司（Brazil Nickel，以下简称“巴西镍业”）100%股权，其中包括 3.5 亿美元现金对价及 1.5 亿美元或

有对价。其中与绿地项目开发相关的或有现金对价包括：Jacaré 项目最终投资决策后应付款 4000 万美元，以及 MSB 项目最终投资决策后应付款 1000 万美元。此次收购作为对巴西的首笔投资，将进一步巩固公司在全球矿业的战略布局。交易预计将于 2025 年第三季度完成。

巴西镍业是全球最大及成本最低的镍铁生产商之一，历史运营保持稳定，其核心业务涵盖两大运营资产——Barro Alto 和 Codemin，以及两个绿地发展项目（Jacaré 及 Morro Sem Boné）组成。其中，Barro Alto 配备有一座年处理能力 240 万吨的选矿厂；Codemin 具有超过 40 年的运营历史，选矿厂年处理能力 60 万吨。预计矿山年限为 18 年。

价格销量走低，24 年业绩下滑。2024 年，巴西镍业基本 EBITDA 下降 31%至 9200 万美元，原因是实现价格和销售量的下降抵消了 C1 单位成本降低的收益。C1 单位成本下降 11%至 481 美分/磅，主要受巴西雷亚尔贬值、能源投入成本降低和工艺效率提升的推动。资本支出下降 19%至 7400 万美元，主要是由于前一时期的剥离成本增加。

镍产量基本稳定在 39,400 吨。2025 年，巴西镍业的生产指导为 37,000 至 39,000 吨，单位成本指导约为 505 美分/磅，高于 2024 年的 481 美分/磅，反映了预期较高的投入成本和较低的生产量的影响，超过了巴西雷亚尔指导即期汇率的贬值。

表 7：巴西镍业镍业务业绩情况

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
生产量（吨）	43500	41700	39800	40000	39400
销售量（吨）	43000	42100	39000	39800	38500
单位成本（美分/磅）	334	377	513	541	481
集团收入（百万美元）	534	710	858	653	646
基本 EBITDA（百万美元）	206	320	381	133	92
EBITDA 利润率	36%	45%	44%	20%	14%
基本 EBIT（百万美元）	79	261	317	62	80
资本支出（百万美元）	33	29	79	91	74
可归属资本回报率	5%	21%	24%	6%	14%

资料来源：英美资源集团公告，天风证券研究所

镍赋存量全球第三，未来产量规划明确。Barro Alto 及 Codemin 的镍赋存量约为 520 万吨，使其成为全球第三大镍赋存量企业。其镍年产量约为 4 万吨，即使在目前的镍价水平下，仍能持续产生正面的运营收益及现金流。Jacaré 及 Morro Sem Boné 绿地发展项目，分别拥有未开发红土镍矿及潜在矿藏。公司不满足于巴西镍业当前每年约 4 万吨的镍产量，在完成交割后，公司将结合自身在矿产资源开发方面的丰富经验和一系列严谨的程序，迅速推动两个“绿地项目”的建设。预计在 2030 年左右，若项目资源量得到进一步夯实，公司希望将镍产量从目前的 4 万吨大幅提升至 15 万吨以上。

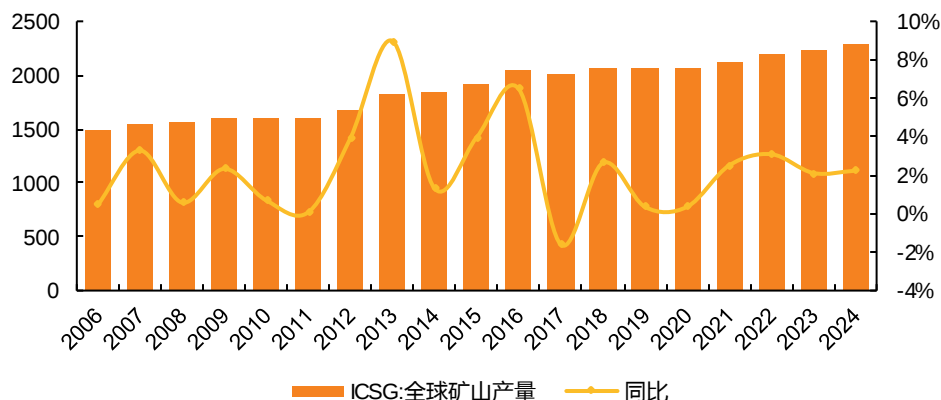
3. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移

3.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，矿冶矛盾突出

3.1.1. 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给

矿端干扰事件频发导致铜精矿产量增量受限。据 ICSG 数据，2024 年全球矿产铜产量 2288.4 万吨，同比+2.2%，增量仅 50 万吨，ICSG 预测 2025 年、2026 年全球铜矿产量增速分别为 2.3%及 2.5%，继续维持低增速。从 2025 年铜产量指引来看，包括自由港在内的多个矿企下调 2025 年铜产量目标，第一量子与巴拿马政府的 Cobre 铜矿谈判陷入僵局仍无复产时间表，矿端紧缺或持续发酵。

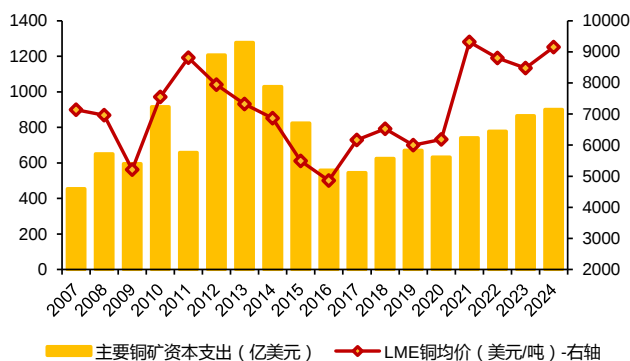
图 34：近年来全年矿产铜产量维持低增速（万吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

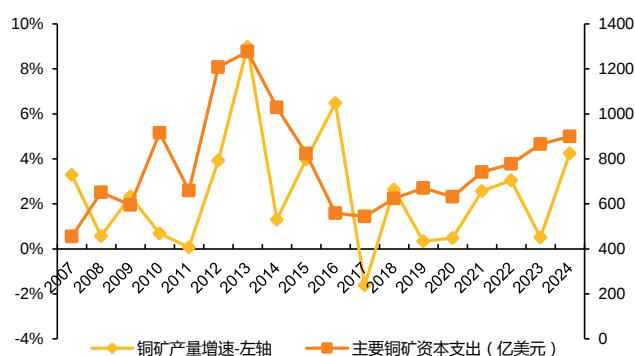
高铜价对资本开支刺激作用减弱, 低资本开支限制中期铜矿供给。铜矿资本开支与铜价相关性强, 2013 年后铜价降低后资本开支低迷, 使得后续铜矿产量增速下滑。2021 年虽然铜价上涨, 但铜矿资本开支水平较上轮高点仍有明显差异, 我们认为主要是由于全球铜矿成本抬升, 同样的价格对资本开支的刺激力度减弱, 中长期看限制了铜矿未来供给。未来全球铜精矿增量主要来自于已有的铜矿扩建项目, 世界级铜矿新投产项目数量不仅有限, 而且新投产项目难以带动铜精矿增量。

图 35: 铜价通常领先于铜企资本开支



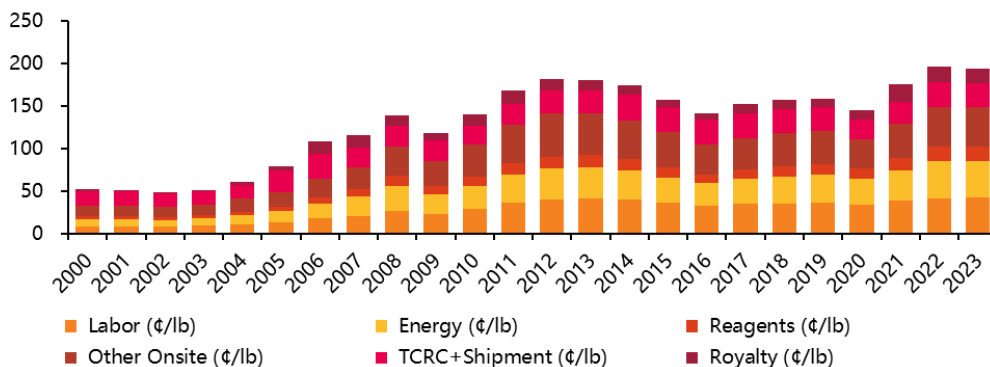
资料来源: 彭博, Wind, 天风证券研究所

图 36: 铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源: 彭博, Wind, 天风证券研究所

图 37: 近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显 (美分/磅)



资料来源: 标普, 天风证券研究所

3.1.2. 精炼铜: 加工费快速下滑, 国内精铜高产量或难以持续

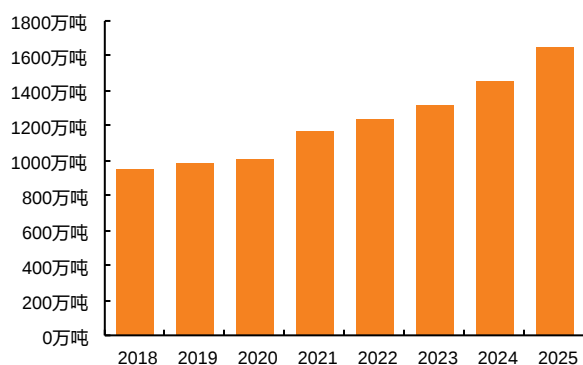
矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端, 长单和现货亏损已成为行业现状。

近年来中国电解铜产能逐年攀升，新增产能有望在 26 年之后放缓。据钢联数据，2024 我国电解铜产能为 1453 万吨，同比增长 9.9%，而截至 2025 年 4 月，我国电解铜产能增长至 1648 万吨，较 2024 年末增长 13.4%，2024-2025 年国内大量冶炼产能投产。2025 年工信部等十一部门联合发布《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027）》，其中提及新建矿铜冶炼项目原则上需配套相应比例的权益铜精矿产能，国内冶炼新增产能有望在 2026 年之后放缓。产量方面，2025 年 1-4 月电解铜产量均突破 100 万吨，为近年来最高水平，1-4 月国内电解铜累计产量为 433.8 万吨，同比增加 11.30%。

偏紧的矿端预期叠加冶炼产能的宽松带来 TC/RC 大幅下行。据钢联数据，2025 年 TC 长单价格 21.25 美元/干吨，同比 2024 年 80 美元/干吨下滑 73%，为历史最低水平。而国内铜冶炼厂中型企业平均绝对成本线在 25-30 美元，个别贵金属回收较高的企业成本线更低一些，这一长单价格将导致国内铜冶炼厂出现大面积的亏损。2025 年以来，现货 TC 同样一路下跌，截止 2025 年 5 月 9 日，最新的 TC 为 -43.6 美元/干吨。

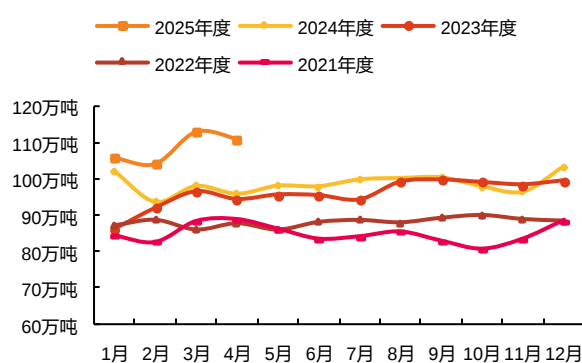
结合矿端和冶炼端的增速，我们认为国内电解铜高产量或难以持续，矿端低增速将对电解铜产量形成制约，同时 TC 维持低位或成为常态。

图 38：近年来中国电解铜产能逐年攀升



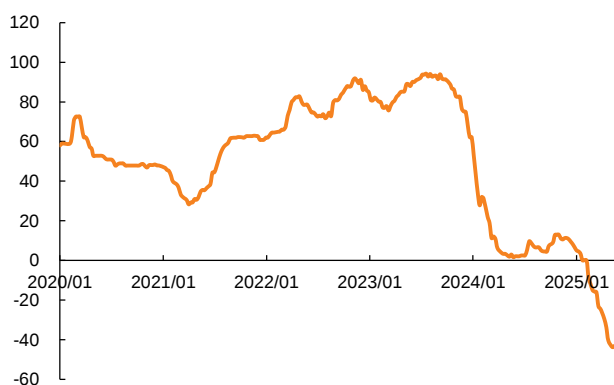
资料来源：钢联，天风证券研究所 注：2025 年截至 4 月底

图 39：2025 年中国电解铜维持高产量



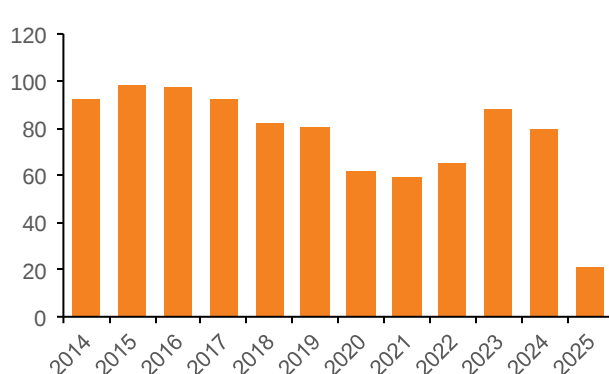
资料来源：钢联，天风证券研究所

图 40：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/干吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：25 年铜冶炼厂 TC 长单为历史最低水平（美元/干吨）



资料来源：SMM，天风证券研究所

3.1.3. 废铜：2025 年国内再生铜供应有望增加，进口端或有所下降

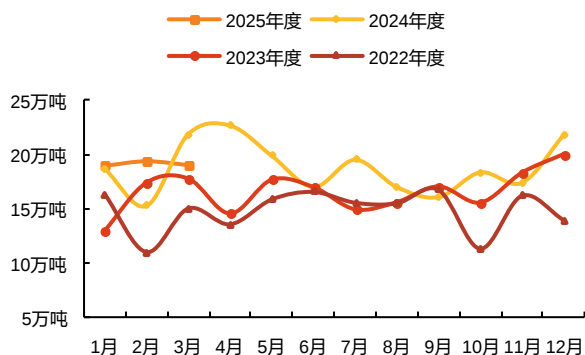
矿端增量相对有限，再生原料形成补充。据 ICSG，2024 年全球电解铜产量 2763 万吨，同比+2.79%，增量 75 万吨。其中再生精炼铜产量 458 万吨，占比 17%，增量 10.8 万吨。由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。

国内端，据钢联，从历史国内铜消费数据推演，并结合铜制品报废年限推断，大规模铜制品报废周期将到来，叠加国内“以旧换新”大型生产设备更新政策的推动，2025 年理论国产再生铜报废量在 670 万吨左右，相对 2024 年理论报废量增加 7.7 万吨，增幅 4.04%，

同时 2024 年待拆解废旧物及库存量还有近 160 万吨。

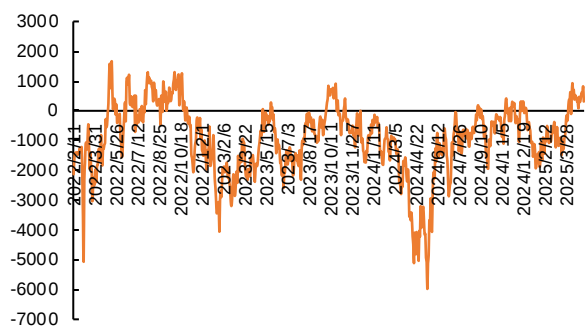
进口端，2025 年 1-3 月我国铜废料及碎料进口量 57.2 万吨，同比增加 2.8%，其中 3 月份进口量 18.97 万吨，同比下降 13.07%，自美国进口 2.25 万实物吨，占比 11.9%（2024 全年美国占比 19.5%），环比减少 0.89 万实物吨。受贸易摩擦影响，后期我国进口废铜数量或有所下降，步入 4 月以来进口盈亏转正。

图 42：2024 下半年再生铜进口增幅放缓（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 43：再生铜进口盈亏持续倒挂（元/吨）

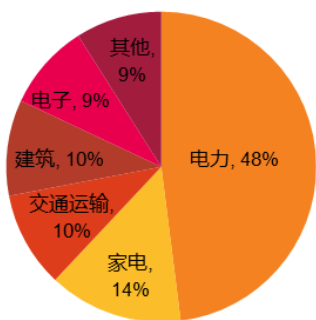


资料来源：钢联，天风证券研究所

3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

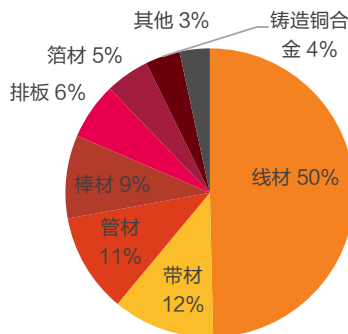
电力为国内铜主要应用领域。从终端消费领域来看，电力为主要消费领域，2022 年需求占比达到 48%，家电占比 14%，交通运输/建筑/电子分别占比 9%-10%。按品种分类，铜加工材以线材为主，2024 年产量占比 50%左右；带材/管材/棒材分别占 9%-12%；排板/箔材/铸造合金分别占 4%-6%。

图 44：2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 45：2024 年铜加工材分品种产量中线材占半数



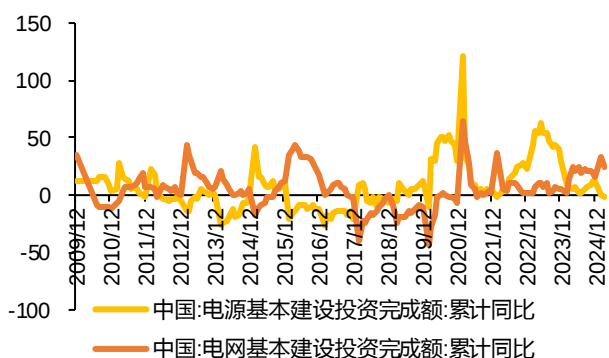
资料来源：中国有色金属加工工业协会，天风证券研究所

3.2.1. 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域拖累边际效应减弱

电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资对铜需求形成托底。电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，以电线电缆用铜最多。2024 年国家电网基本建设投资完成额 6083 亿元，同比+15.3%，实现大幅增长，2025Q1 电网完成额累计同比+24.8%，维持高增速。十四五期间电网投资将维持高位，对铜需求形成托底作用。

图 46：2024 年国内电源及电网投资维持高增长（%）

图 47：近年来国内电网基建投资完成额整体呈增长趋势（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

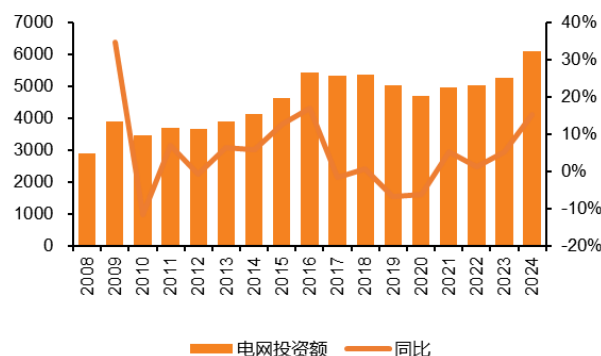
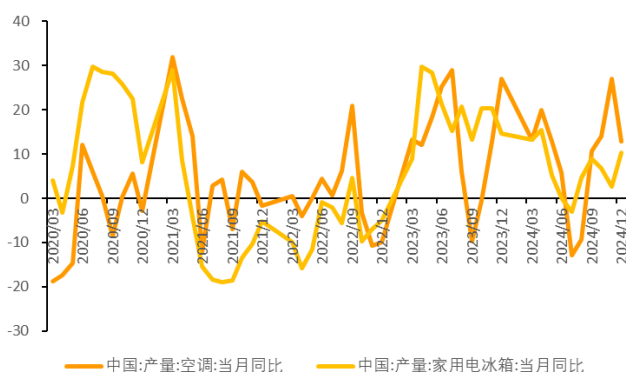
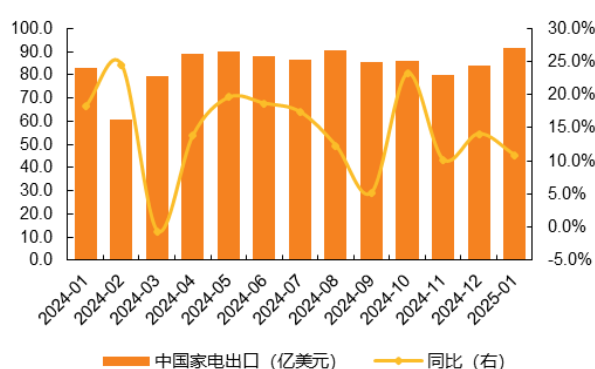


图 48: 2024 年中国空调、电冰箱产量保持快速增长 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 49: 2024 年以来中国家电出口整体呈增长趋势

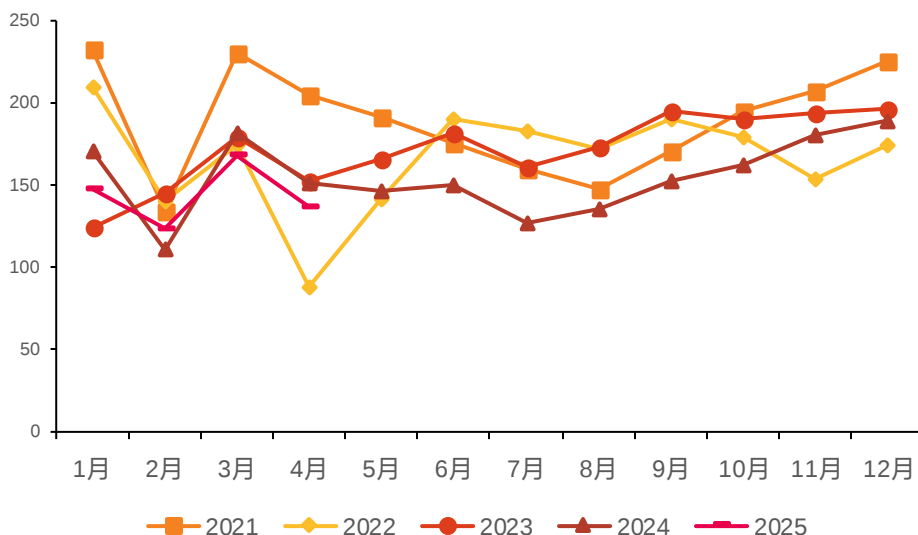


资料来源: Wind, 天风证券研究所

新一轮“以旧换新”+出口景气共振，2024 年以来家电需求持续复苏，提振铜需求。2024 年以来，家电行业**以旧换新政策频出**：2 月 23 日，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新；3 月 13 日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4 月 12 日，商务部等 14 部门又联合发布了《推动消费品以旧换新行动方案》，目标到 2027 年，全国废旧家电回收量将比 2023 年增长 30%。家电板块中空调铜消耗量占约 80%，为主要耗铜领域，2024 年中国空调产量 2.66 亿台，同比+9.7%；中国电冰箱产量 1.04 亿台，同比+8.3%，均保持较高增速。**出口方面**，2024 年以来中国家电出口金额持续增长，2025 年 1 月出口金额达 91.5 亿美元，创单月新高，我们认为海外补库存以及需求修复或将带动出口进一步增长。

传统汽车用铜增长空间有限。交通运输为铜第三大下游应用领域，汽车零件为领域内用铜主力。2024 年，国内传统汽车销量 1857 万辆，同比-9.9%；2025 年 1-4 月，国内传统汽车累计销量 576 万辆，同比-6.2%。由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。

图 50: 2025 年国内传统汽车销量有所下降(万辆)

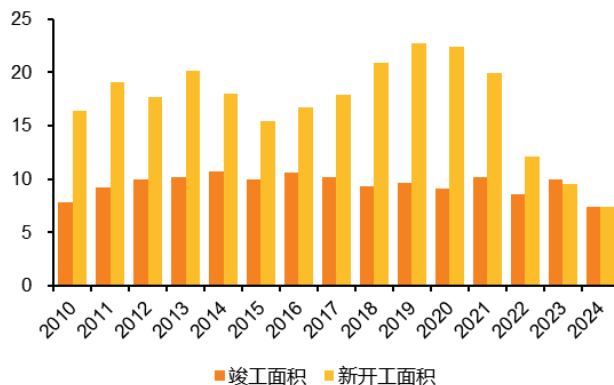
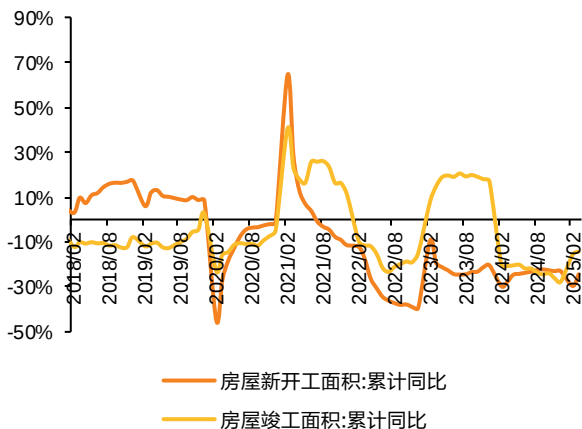


资料来源: Wind, 天风证券研究所

地产疲弱拖累建筑用铜，2025 年开始边际效应开始减弱。建筑领域中铜消费以电线电缆为主体，占建筑用铜的 70%以上。近年国内房屋新开工面积下滑，对建筑用铜造成一定拖累。2022 年 7 月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。2023 年，国内竣工面积 9.98 亿平，同比+15.8%止跌回升。2024 年，国内房屋新开工/竣工面积同比分别为 -23.0%/-27.7%，均有所下滑。中长期看，铜消费面临新旧动能转换，预计建筑用铜量仍将下行，同时由于 2024 年低基数，预计 2025 年地产对铜需求增长拖累的边际效应开始减弱。

图 51: 2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积持续下滑

图 52: 近年来国内房屋新开工面积下滑明显 (亿平)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

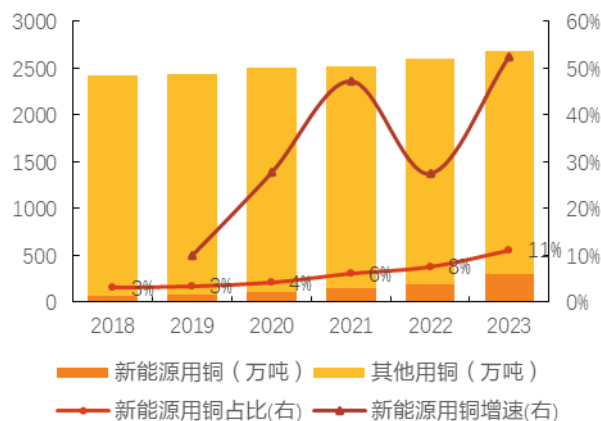
3.2.2. 新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动

新能源用铜量保持高增速，成为全球铜消费增长主力。新能源消费主要集中于新能源车、风电和光伏，据我们测算，2023 年全球新能源用铜量达 298 万吨，2018-2023 年 5 年 CAGR 为 25%，新能源用铜占比从 3%提升至 11%，预计 24 年新能源用铜占比进一步提升。中长期来看，在“双碳”背景下的新能源行业转型趋势中，新能源领域铜需求量有望持续增长，成为铜消费的重要支撑，根据紫金矿业与 CRU 预测数据，至 2030 年全球总铜需求量将达到约 3000 万吨，新能源用铜将占全球总用铜量的 25%。

其他潜力场景：AI 算力有望成为铜需求新动能。24 年 3 月，英伟达在 GTC 大会上发布了 GB200 芯片架构，以及以 GB200 为核心的 NVL72 全新网络架构，架构使用约 5000 根铜缆（共计 2 英里）进行交换机和 GPU 之间的连接。高速铜缆正逐渐为高速传输场景提供更多更优的解决方案，AI 算力时代下数据中心用铜量有望显著增长。此外，随着科技的不断进

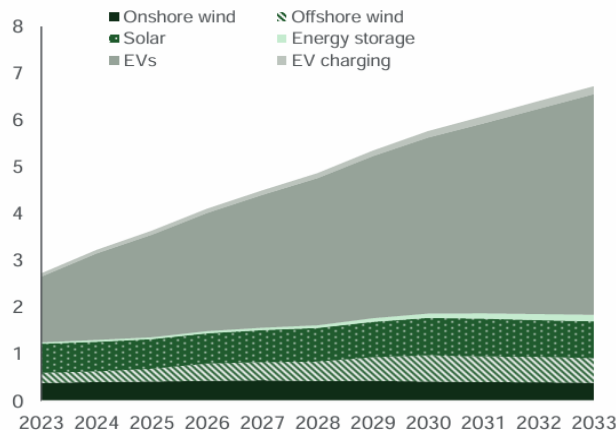
步和新材料技术的开发，铜的应用场景有望进一步扩展，拉动铜消费量上行。

图 53：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升



资料来源：Wind，矿业界公众号等，天风证券研究所

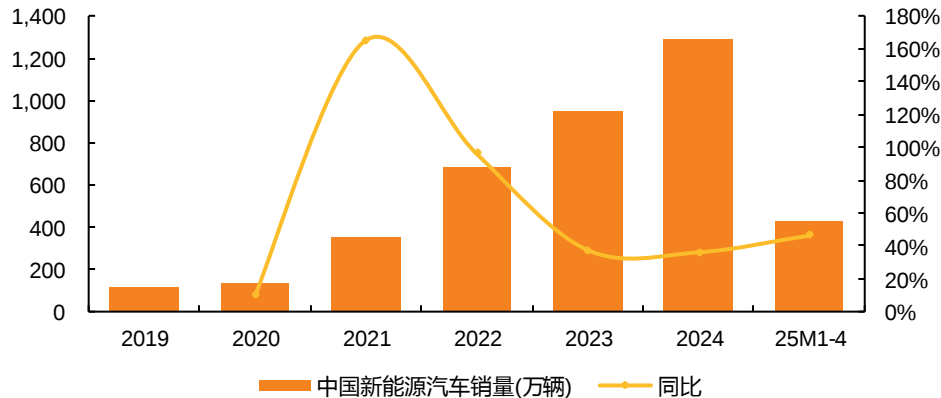
图 54：全球新能源用铜量预计持续增长（百万吨）



资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

新能源车单车用铜量较高，产销高景气有效补充铜需求。新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx，纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。2023 年，在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%；2024 年，国内新能源汽车销量达 1285.8 万辆，同比+36%；2025 年 1-4 月，国内新能源汽车销量 429.8 万辆，行业维持了较高的景气度。

图 55：2025 年国内新能源车销量维持高增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

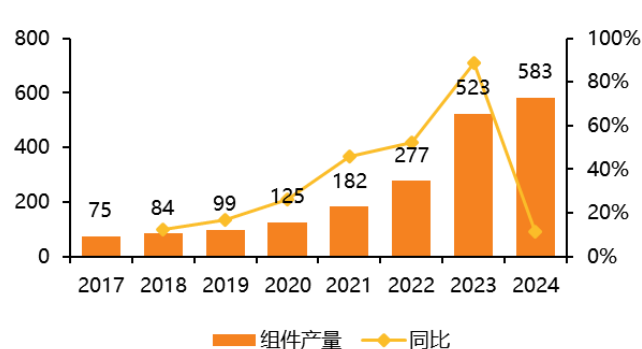
近年来我国光伏领域保持高增速，拉动铜需求增量。2024 年，国内光伏新增装机容量 277GW，同比+28%，在高基数的基础上仍保持较快增速，国内风电新增装机容量 79.82GW，同比+5.5%。2025 年一季度，我国光伏发电保持高速增长态势，新增装机容量达 59.71GW，同比+30.5%；风电略有下滑，新增装机容量 14.62GW，同比-5.7%。风光新能源合计新增装机占总新增发电装机容量的 86.7%，我国能源结构绿色转型正加速推进。

图 56：2024 年国内光伏新增装机量 277GW



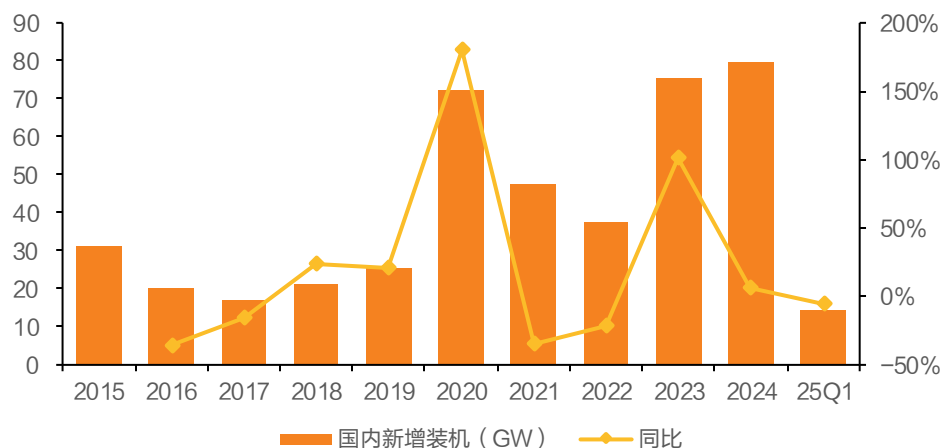
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：2024 年国内组件产量增长 11%（单位：GW）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 58：国内风电新增装机量



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

3.3. 供需平衡：供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行

基本面看，供应端短期矿端干扰事件频发导致产出不及预期，中长期低资本开支限制矿端供给，虽然冶炼端新投产产能较多，但考虑到急速下滑的加工费以及原料端原生矿增量有限，预计矿端低增速将对电解铜产量形成制约，电解铜产出受限。而需求端全球传统需求保持韧性，此外新能源需求有望在未来几年持续提供增量。供紧需增背景下，我们预计中长期铜价中枢将稳步上行。

表 8：中长期铜供需缺口将逐渐放大（万吨）

	2023	2024	2025f	2026f	2027f	2028f
矿产铜产量	2255.4	2285.5	2379.3	2467.1	2557.6	2637.9
YOY (%)	1.9	1.3	4.1	3.7	3.7	3.1
精炼铜产量	2618.0	2682.4	2762.1	2836.5	2898.8	2936.1
YOY (%)	4.4	2.5	3.0	2.7	2.2	1.3
精炼铜需求	2597.3	2665.5	2739.3	2834.1	2894.0	2945.6
YOY (%)	2.8	2.6	2.8	3.5	2.1	1.8
精炼铜供需平衡	20.8	16.9	22.9	2.4	4.8	-9.5

资料来源：标普，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

销量：根据产量指引，假设 Las Bambas 铜矿 25-27 年销量分别为 39/40/40 万吨；Kinsevere 铜矿扩建项目于 24 年下半年投产，25 年开始爬产，预计 25-27 年铜销量分别为 6.6/7.5/8.0 万吨；Dugald River 稳定生产，预计 25-27 年锌销量分别为 18.0/17.5/17.5 万吨；假设 Rosebery 锌矿 25-27 年锌销量均为 5.0 万吨；Khoemacau 矿于 2024 年 3 月完成收购，预计 25-27 年铜销量分别为 4.8/6.0/6.0 万吨。

价格：预计铜价中枢稳步抬升，假设 25-27 年铜价分别为 9300/9500/9800 美元/吨；假设锌价较 24 年价格水平持平，25-27 年锌价中枢为 2800 美元/吨。

成本：综合考虑项目投产进度和公司给予的未来矿山成本指引，假设 Las Bambas 铜矿 25-27 年单吨铜扣除副产品后成本为 3527 美元；考虑到扩建项目（KEP）的投产，假设 Kinsevere 铜矿 25-27 年单吨铜扣除副产品后经营费用总额为 5952/5512/5512 美元/吨；Dugald River 锌矿运营稳定，假设 25-27 年单吨锌扣除副产品后成本为 1764/1653/1653 美元/吨；假设 Rosebery 锌矿 25-27 年单吨锌扣除副产品后成本为 661/551/551 美元/吨；考虑到 Khoemacau 项目产量有望提升，假设 25-27 年单吨铜扣除副产品后成本为 5456/4850/4409 美元/吨。

表 9：公司主要产品销量假设（万吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
铜：						
Las bambas	22.2	37.5	30.3	39.0	40.0	40.0
Kinsevere	4.9	4.4	4.5	6.6	7.5	8.0
Rosebery	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Khoemacau			3.0	4.8	6.0	6.0
合计	27.2	42.0	37.9	50.5	53.6	54.1
权益销量	18.9	27.9	25.2	33.7	35.9	36.4
锌：						
Dugald River	14.1	12.9	13.7	18.0	17.5	17.5
Rosebery	4.5	4.8	4.8	5.0	5.0	5.0
合计	18.6	17.6	18.5	23.0	22.5	22.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：公司营收及 EBITDA 预测（亿美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Las bambas						
营收	20.9	34.2	29.8	40.3	42.2	43.6
EBITDA	11.2	14.0	15.9	20.7	22.0	23.1
EBITDA 利润率	54%	41%	54%	51%	52%	53%
Kinsevere						
营收	4.2	3.5	4.2	6.3	7.3	7.7
EBITDA	1.3	-0.3	0.7	2.1	2.8	3.3
EBITDA 利润率	31%	-9%	16%	33%	39%	43%
Dugald River						
营收	4.8	3.3	4.6	5.7	5.6	5.6
EBITDA	2.1	0.3	1.7	1.4	1.5	1.5
EBITDA 利润率	43%	10%	37%	24%	27%	27%
Rosebery						

营收	2.6	2.4	3.1	3.5	3.5	3.7
EBITDA	1.0	0.8	1.2	0.9	1.0	1.0
EBITDA 利润率	38%	32%	40%	27%	28%	27%

Khoemacau

营收			3.0	5.0	6.4	6.6
EBITDA			1.3	1.8	2.8	3.2
EBITDA 利润率			43%	36%	43%	49%

合计

营收	32.5	43.4	44.6	60.8	65.0	67.2
EBITDA	15.6	14.8	20.8	26.9	30.1	32.1
EBITDA 利润率	48%	34%	47%	44%	46%	48%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

暂不考虑巴西镍业收益，我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 60.8/65.0/67.2 亿美元，同比+33%/+10%/+3%；归母净利润分别为 4.2/6.4/7.5 亿美元，同比+162%/+50%/+18%；EPS 分别为 0.03/0.05/0.06 美元，对应当前股价 PE 为 10.6/7.1/6.0 倍。公司主业为铜、锌开采，我们选取洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、中金岭南作为可比公司，2025-2027 年可比公司的最新平均 PE 为 12.2/10.9/9.9 倍。公司估值水平显著低于可比公司，考虑公司资源端优势和成长性，兼顾公司为港股相对 A 股存在一定折价，给予公司 26 年业绩 8.5 倍估值，目标价 3.5 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（截至 2025 年 5 月 26 日）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601899.SH	紫金矿业	4,833.83	406.12	463.56	518.58	11.90	10.43	9.32
603993.SH	洛阳钼业	1,534.97	150.04	164.86	182.87	10.23	9.31	8.39
603979.SH	金诚信	260.05	21.61	24.97	29.02	12.04	10.42	8.96
000060.SZ	中金岭南	167.07	11.45	12.52	12.81	14.60	13.34	13.05
	平均值					12.19	10.87	9.93
1208.HK	五矿资源	351.74	33.23	49.88	58.78	10.58	7.05	5.98

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：1）可比公司归母净利润预测均来自于 Wind 一致预期；2）五矿资源单位为港元，其他公司为人民币

5. 风险提示

1) **主要产品价格波动风险**：铜、锌、铅、金、银及钼价格受外界的诸多因素及事件所影响，包括宏观经济发展和有关特定金属的微观经济因素。

2) **地缘政治及政策风险**：公司全部运营业务均在中国香港以外地区，因而面临各种程度的政治、经济及其它风险及不明朗因素。主要风险包括但不限于政权或政策变动、货币汇率波动、许可制度的变化和对特许权、许可证照、采矿权和合约进行修订、政治条件与政府法规不断变动以及社区动荡。

3) **汇率风险**：公司外汇风险主要来自所持有的非本位币资产及负债，承受外汇风险主要与美元、澳币、欧元等有关。公司在全球开展业务，面临外汇风险。公司外汇风险主要产生自本集团业务所在国家的货币，如美元、澳币、秘鲁索尔等。

4) **矿山事故扰动风险**：矿山事故的发生会导致其暂停运营一段时间，从而导致公司产量不及预期，影响公司的当年的收入及成本。

5) **矿山成本上升超预期风险**：若后续公司海外矿山的生产成本超预期上升，则会压缩矿产铜、锌的利润空间，进而可能致使公司业绩释放不及预期。

6) **测算具有主观性：**本文涉及对公司产品的实际产销量等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

7) **跨市场比较风险：**本文中所选取的可比公司均为 A 股上市公司，而标的公司为港股上市公司，由于两个市场估值体系的差异，以可比公司估值作为标的公司的估值锚或存在一定高估风险。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com