

中国有色矿业 (01258.HK)

铜业先驱，多项目投产驱动产能跃升

公司于2011年通过重组赞比亚四家铜企而设立，现已发展为全球领先的垂直整合铜生产商。作为中国首个境外有色金属矿山开发者，公司以谦比希铜矿为起点，逐步向刚果（金）拓展产业版图，最终构建“赞比亚-刚果（金）双核心”战略布局，成为中资企业在非洲的矿业龙头。

- **全球化视野，布局非洲铜产业链。**公司成立于2011年，前身为1998年设立的中色非洲矿业。中色非洲成立之初即收购赞比亚谦比希铜矿，开启中资企业非洲铜业经营先河。1998-2010年间，公司通过阶梯式产能建设（2004年建谦比希湿法厂、2006年投产并成立冶炼公司）与资源版图扩张（2009年收购中色卢安夏、2010年开发谦比希西矿及进军刚果（金）），持续夯实铜业根基。2012年，公司登陆香港联交所，打通国际资本通道；上市后加速全球化资源整合与运营升级，正朝着世界一流矿业集团的目标全速迈进。
- **资源禀赋领跑行业，增储空间纵深拓展。**截至2024年底，公司矿石资源量总量达4.36亿吨，稳居全球行业第一梯队。依托多个在建资源项目，增储空间持续拓宽。2024年公司进一步强化勘探投入，全年完成钻探进尺超5万米，资本开支1.69亿美元（同比大幅增长23%），为资源规模升级筑牢根基。
- **量质齐升，势能勃发。**2020至2024年间，公司自产铜金属量从9.9万吨跃升至15.9万吨，增幅超60%。随着Samba铜矿采选工程、刚波夫西矿体复产项目等增储上产项目高效推进，叠加精细化成本管控等改革增效措施深化落地，公司资源掌控力与产能转化效率将显著提升。依托优异资源禀赋与全产业链协同优势有望未来五年内实现自有矿山铜产量倍增目标。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**预计2025-2027公司归母净利润分别为31.2/34.0/40.9亿元，对应PE分别为8.6/7.8/6.5倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：铜价下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、汇率波动风险、估值回落风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	25611	27434	27990	28909	31368
同比增长	-10%	7%	2%	3%	9%
营业利润(百万元)	4575	6026	6371	6890	8195
同比增长	14%	32%	6%	8%	19%
归母净利润(百万元)	1966	2865	3115	3402	4091
同比增长	7%	46%	9%	9%	20%
每股收益(元)	0.53	0.73	0.80	0.87	1.05
PE	13.0	9.3	8.6	7.8	6.5
PB	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

周期/金属及材料
当前股价：7.5 港元

基础数据

总股本（百万股）	3902
香港股（百万股）	3902
总市值（十亿港元）	28.4
香港股市值（十亿港元）	28.4
每股净资产（港元）	0.6
ROE（TTM）	17.7
资产负债率	27.1%
主要股东	中国有色矿业集团有限公司
主要股东持股比例	66.6319%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	50	19
相对表现	32	26	-17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 S1090523060003
lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 全球化视野，布局非洲铜产业链.....	4
1、 历史沿革.....	4
2、 股权结构.....	5
3、 主营业务.....	5
4、 股东回报.....	6
二、 海外资源积厚成势，产线突破争做世界一流.....	8
1、 非洲双区资源集聚，铸就中资铜企储量标杆.....	8
2、 多项目联动推进，产能释放进入加速期.....	10
3、 持续深化海外资源布局.....	14
4、 集团资源优势赋能公司发展.....	14
三、 投资建议.....	16
四、 风险提示.....	17

图表目录

图 1: 公司历史沿革图.....	5
图 2: 公司股权架构图.....	5
图 3: 公司归母净利润（亿美元）.....	6
图 4: 公司各业务板块营业收入（亿美元）.....	6
图 5: 公司各业务板块毛利润总额（亿美元）.....	6
图 6: 公司现金分红（亿美元）及股利支付率.....	7
图 7: 公司矿山及生产设施分布.....	9
图 8: 公司矿石资源量（亿吨）.....	10
图 9: 公司自有矿山铜产量情况（万吨）.....	11
图 10: 巴鲁巴铜矿地质简图.....	12
图 11: 加丹加铜金属弧形成矿带构造纲要.....	12
图 12: 桑巴铜矿矿床(100m 水平面)地质简图.....	13
图 13: 赞比亚铜带省基特韦地区地质简图.....	13
表 1: 公司铜资源情况.....	9

表 2: 公司钴资源情况.....	10
表 3: 近五年中国有色矿业集团资源储量情况 (金属量)	14
表 4: 公司主要经营数据预测.....	16
附: 财务预测表.....	18

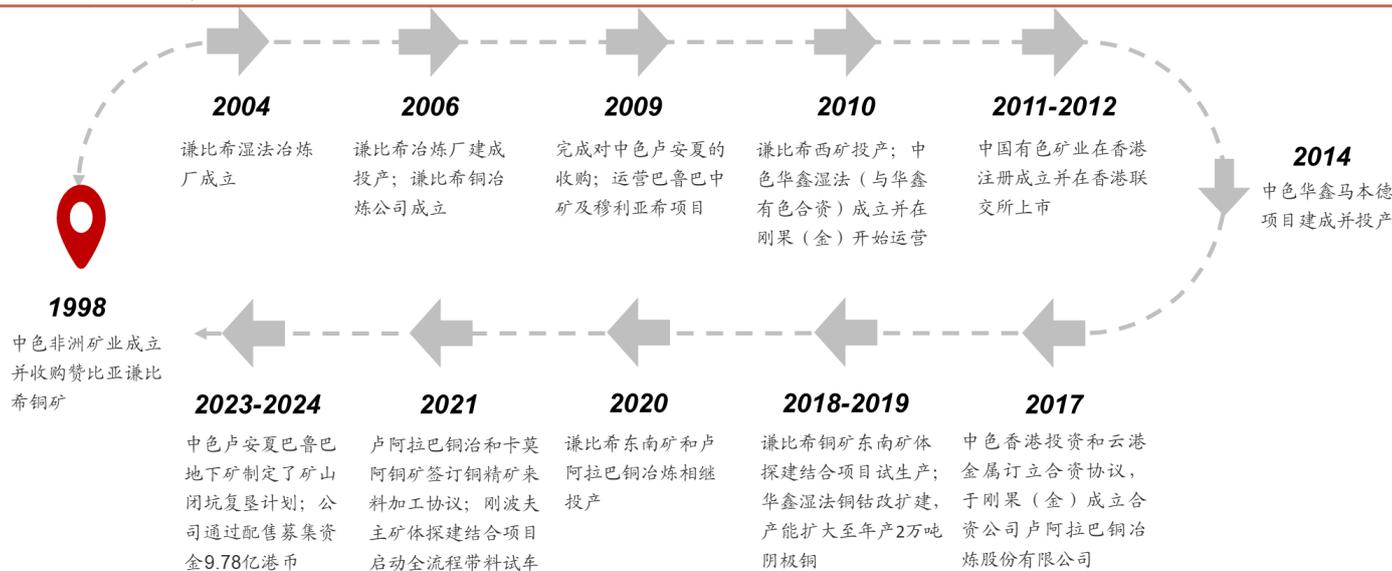
一、全球化视野，布局非洲铜产业链

1、历史沿革

中国有色矿业有限公司成立于 2011 年，是全球领先的铜生产商，在赞比亚专注经营铜开采、选矿、湿法冶炼、火法冶炼及销售的垂直综合业务。1998 年公司前身中色非洲矿业成立，在非洲从事铜产业经营。2011 年公司重组 4 家赞比亚铜企业，中国有色矿业有限公司成立并于之后在香港联交所上市。

- 1998 年，中色非洲矿业成立，同步完成赞比亚谦比希铜矿收购，锚定海外铜资源战略布局，开启跨国矿业开拓征程。
- 2004 年，谦比希湿法冶炼厂成立，搭建铜湿法冶炼基础产能，为后续产业链延伸筑牢起点。
- 2006 年，谦比希湿法冶炼厂投产，谦比希铜冶炼公司成立，完善产业链布局，产能稳步提升。
- 2009 年，公司收购中色卢安夏，运营巴鲁巴中矿及穆利亚希项目，拓展资源版图。
- 2010 年，谦比希西矿投产，合资企业中色华鑫湿法在刚果（金）成立并运营，延伸湿法冶炼链条，拓宽盈利渠道与海外市场纵深。
- 2011-2012 年，中国有色矿业在香港注册成立并于香港联交所上市，打通国际资本通道，加速全球化资源整合。
- 2014 年，中色华鑫马本德项目建成并投产，强化刚果（金）区域冶炼产能优势。
- 2017 年，中色香港投资与云港金属签署合资协议，在刚果（金）成立卢阿拉巴铜冶炼股份有限公司，完善非洲铜产业生态，提升产业链协同效能。
- 2018-2019 年，谦比希铜矿东南矿体探建结合项目试生产，华鑫湿法阴极铜产线改扩建至年产 2 万吨，铜加工产能进一步释放。
- 2020 年，谦比希东南矿、卢阿拉巴铜冶炼相继投产，实现产能规模显著提升。
- 2021 年，卢阿拉巴铜冶与卡莫阿铜矿签订铜精矿来料加工协议，刚波夫主矿体探建结合项目启动全流程带料试车，强化产业韧性与资源保障。
- 2023-2024 年，中色卢安夏巴鲁巴地下矿启动闭坑复垦计划；配售募集资金 9.78 亿港元，为后续战略推进注入资金活力。
- 2025 年，公司收购 SM Minerals 10.5% 股本（累计收购 15.5%），进一步优化矿产资源组合，有效巩固在国际铜资源领域的市场竞争力。

图 1: 公司历史沿革图

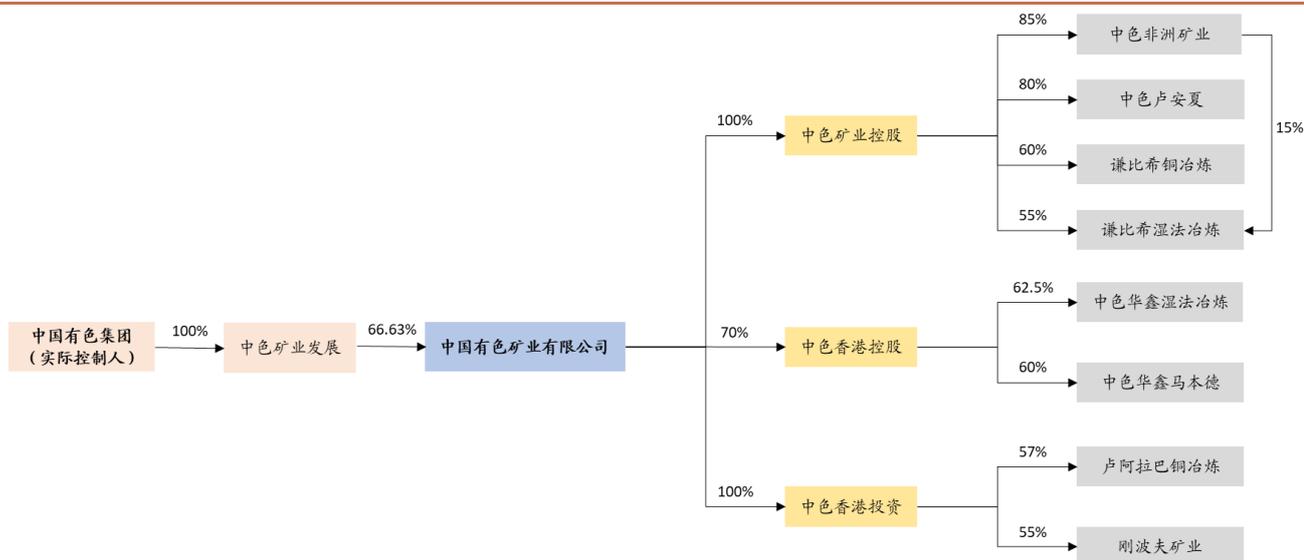


资料来源: 公司公告、招商证券

2、 股权结构

截至 2024 年 12 月 31 日, 中色矿业发展有限公司为公司第一大股东, 持有公司 66.63% 股份, 中国有色集团持有中色矿业发展有限公司 100% 股权, 为公司实际控制人。公司目前在赞比亚和刚果(金)主要有 8 家经营主体, 主要从事勘探及开采铜矿以及生产铜精矿, 生产及销售粗铜、阳极铜、铜钴合金及硫酸生产等业务, 包括中色非洲矿业有限公司、中色卢安夏铜业有限公司、谦比希铜冶炼有限公司、赞比亚谦比希湿法冶炼有限公司等。

图 2: 公司股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

3、 主营业务

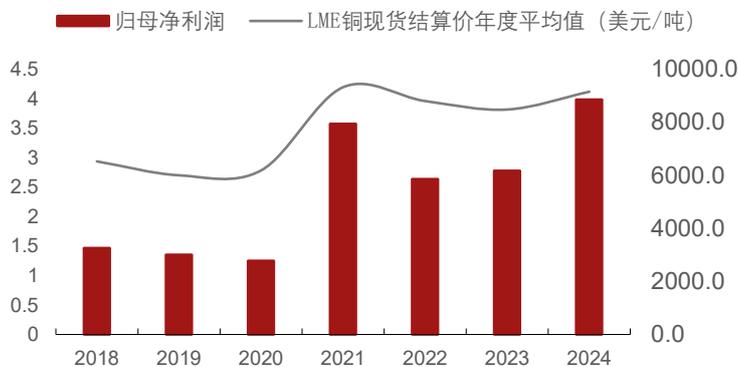
公司核心业务涵盖铜资源的勘探、开采及冶炼。主要产品包括粗铜、阳极铜、阴极铜、氢氧化钴、硫酸和液态二氧化硫等, 并提供铜产品委托加工服务。公司业务核心布局于赞比亚和刚果(金), 两地不仅拥有世界级的铜资源禀赋, 更具备

敬请阅读末页的重要说明

显著的区位优势。

2024 年公司创历史最好业绩。公司业绩与铜价走势相关性较高，2024 年公司实现归母净利润 3.99 亿美元，同比增长 43.5%，业绩创历史最好水平。主要得益于铜价上升以及公司中色卢安夏、刚波夫矿业等矿区产能进一步释放。

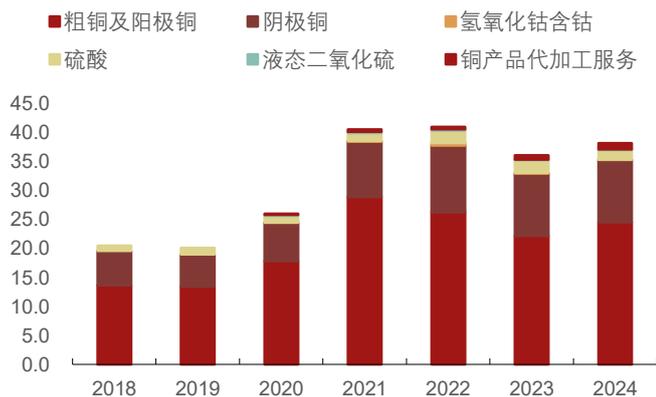
图 3: 公司归母净利润 (亿美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

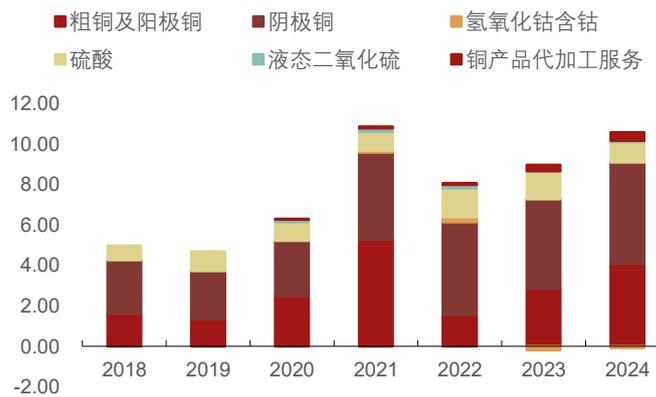
铜相关业务构成营收主体，阴极铜产品贡献主要利润。公司核心业务集中于铜产业链，2018-2024 年粗铜及阳极铜营业收入从 13.6 亿上升至 24.5 亿美元，占总营收 60%-70%。阴极铜营收从 6.0 亿增至 10.8 亿美元，占比约 30%。利润方面，阴极铜毛利润从 2.64 亿增至 5.00 亿美元，是公司最主要利润来源。粗铜及阳极铜利润提升显著，2024 年贡献 4.09 亿美元，同比提升 43% (受益于粗铜及阳极铜销量增加与国际铜价上升)；硫酸产品毛利润受硫酸单位售价影响在 1 亿美元左右波动，氢氧化钴含钴与液态二氧化硫对公司营收与利润贡献较小，铜产品代加工服务毛利润从 2020 年 0.02 亿美元增至 2024 年 0.41 亿美元，体现公司产业链延伸收益。

图 4: 公司各业务板块营业收入 (亿美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司各业务板块毛利润总额 (亿美元)

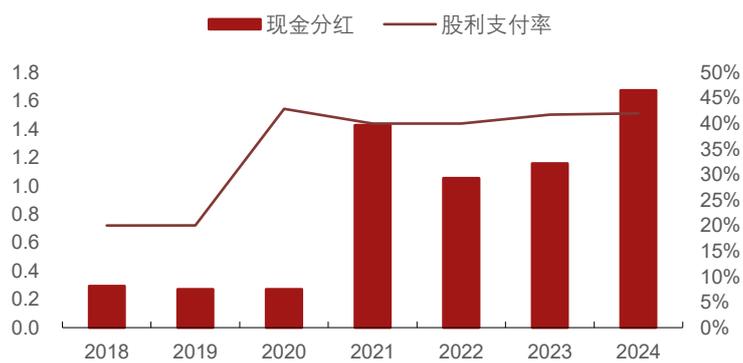


资料来源: 公司公告、招商证券

4、 股东回报

公司重视股东回报。公司 2024 年拟派发现金股利约 1.67 亿美元，约占当期利润总额的 42%，分红率处同行业领先水平，也是连续 5 年保持在 40% 左右的分红率。

图 6: 公司现金分红 (亿美元) 及股利支付率



资料来源: 公司公告、招商证券

二、海外资源积厚成势，产线突破争做世界一流

1、非洲双区资源集聚，铸就中资铜企储量标杆

目前公司矿山及生产设施主要分布在赞比亚和刚果（金）两大地区。

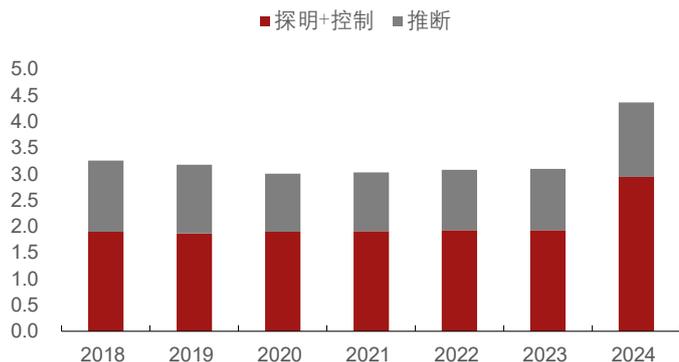
赞比亚：公司以赞比亚为国际化发展的战略起点与核心区域，深耕该市场二十余年，业务根基深厚。其前身中色非洲矿业有限公司运营的谦比希铜矿具有里程碑意义，它不仅是我国政府批准在境外开发的第一个有色金属矿山项目，也是中国在海外建成的第一座有色金属矿山，被誉为“中非合作的标志性项目”和“中国有色金属企业海外开发的一面旗帜和排头兵”，奠定了公司在国家“走出去”战略中的先驱地位。公司在赞比亚的发展获得国家高度关注与持续支持：2004年吴邦国委员长访赞期间专程视察谦比希铜矿，指示要“建设中国海外最大的有色金属资源基地，为国家‘走出去’战略树立典范”并题词“励精图治，大展宏图”；2007年胡锦涛主席访赞时更亲笔题词“中赞合作，共同发展”。经过长期发展，公司已在赞比亚构建了完善的矿业产业链运营体系，旗下拥有中色非洲矿业有限公司、中色卢安夏铜业有限公司、赞比亚谦比希湿法冶炼有限公司、谦比希铜冶炼有限公司等多家重要子公司。依托谦比希铜矿优异资源禀赋，公司中色非洲矿业已建成并投产主西矿体和东南矿体，形成了稳定的铜资源开发能力，并通过湿法冶炼和铜冶炼公司实现了产业链延伸。如今，公司已从最初的单一矿山项目，发展成为在赞比亚拥有重要资源基地、完整产业链条和显著影响力的综合性矿业集团，持续践行国家“走出去”战略并深化中赞合作。

刚果（金）：公司在刚果（金）的业务布局高度集中于资源富集的上加丹加省及卢阿拉巴省。目前，核心运营主体包括刚波夫矿业简易股份有限公司、中色华鑫湿法冶炼股份有限公司、中色华鑫马本德矿业股份有限公司及卢阿拉巴铜冶炼股份有限公司。展望未来，公司在该区域增长动能强劲：一方面，刚波夫西矿体复产项目、MSESA 矿体复产项目及湿法厂工艺优化项目将陆续建成并稳步释放产能；另一方面，集团层面控股的迪兹瓦矿业（具备年产8万吨阴极铜及8000吨钴的规模）将提供显著的资源协同效应。得益于丰富的在产项目储备、明确的增量项目规划以及集团内部协同优势，刚果（金）业务有望成为驱动公司中长期业绩增长的核心引擎。

序号	矿山(项目)名称	探明矿石量 (百万吨)	铜平均品位	控制矿石量 (百万吨)	铜平均品位	推断矿石量 (百万吨)	铜平均品位
20	穆利亚希南	-	-	9.11	2.42%	4.68	2.53%
21	卢安夏新矿	17.66	2.08%	19.64	2.44%	13.37	2.78%
22	刚波夫主矿体	2.25	2.20%	6.84	2.51%	0.84	2.46%
23	刚波夫主露天坑尾矿	-	-	-	-	0.53	0.75%
24	刚波夫西露天坑尾矿	-	-	-	-	2.35	1.15%

资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司矿石资源量（亿吨）



资料来源：公司公告、招商证券

公司钴资源为业务多元化提供有力支撑。通过对刚波夫主露天坑尾矿（推断矿石量 0.53 百万吨，钴品位 0.15%）、西露天坑尾矿（推断矿石量 2.35 百万吨，钴品位 0.22%）等钴伴生资源的开发利用，形成铜钴协同的多元化资源格局，为延伸产业链、提升资源综合效益奠定基础。

表 2：公司钴资源情况

序号	矿山(项目)名称	探明矿石量 (百万吨)	钴平均品位	控制矿石量 (百万吨)	钴平均品位	推断矿石量 (百万吨)	钴平均品位
1	谦比希东南矿	40.23	0.11%	26.47	0.12%	57.5	0.08%
2	巴鲁巴中矿氧化矿	12.94	0.14%	2.32	0.08%	0.29	0.09%
3	穆利亚希北矿氧化矿	1.14	0.04%	3.19	0.02%	11.83	0.00%
4	穆利亚希北矿硫化矿	0.03	0.05%	6	0.04%	6.85	0.04%
5	马希巴矿山	6.62	0.03%	3.03	0.01%	1.05	0.01%
6	罗恩盆地 19-35 线南翼	7.48	0.02%	3.38	0.03%	1.64	0.03%
7	罗恩盆地 19-35 线北翼	3.05	0.03%	4.24	0.03%	1.39	0.03%
8	罗恩盆地 SS19-35 线	10.53	0.02%	7.62	0.03%	3.03	0.03%
9	刚波夫主矿体	2.25	0.11%	6.84	0.11%	0.84	0.11%
10	刚波夫主露天坑尾矿	-	-	-	-	0.53	0.15%
11	刚波夫西露天坑尾矿	-	-	-	-	2.35	0.22%

资料来源：公司公告、招商证券

2、多项目联动推进，产能释放进入加速期

2020-2024 年，公司自有矿山铜产量整体呈现稳健增长趋势。粗铜及阳极铜与阴极铜产量合计从 2020 年的 9.9 万吨增至 2024 年的 15.9 万吨，四年间增幅达

61%。具体来看：粗铜及阳极铜产量从 2020 年的 5.3 万吨起步，2021 年显著跃至 7.6 万吨，后续稳定在 7-8 万吨的高位水平；阴极铜产量则保持持续增长，从 4.6 万吨攀升至 8.1 万吨；铜自给率由 2020 年的 26.5% 提升至 2024 年的 38.6%，自给能力显著提升。2024 年产量受到巴鲁巴地下矿（2022 年底闭坑）资源接替的影响（临时启用巴鲁巴 SP3 低品位堆矿导致氧化率高、选矿回收率降低），叠加球磨机更换端盖维护及炉渣系统入选品位下降等因素，致使整体硫化矿供应量减少导致产量有所降低。随着公司一系列增储上产项目与改革增效措施逐步落地，公司有望在五年内实现自有矿山铜产量翻倍。

图 9：公司自有矿山铜产量情况（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

产量的持续提升得益于公司强劲的资源禀赋与持续有序的改扩建项目规划落地。公司持续加大在赞比亚、刚果（金）核心矿山的勘探投入，同步推进数字化采矿技术应用及产业链协同优化。2024 年公司新增铜资源量 180 万吨，中色卢安夏和刚波夫矿业阴极铜产量超设计产能 10%，创历史最好水平，凸显公司作为海外中资铜企龙头的产能释放潜力与资源掌控能力。

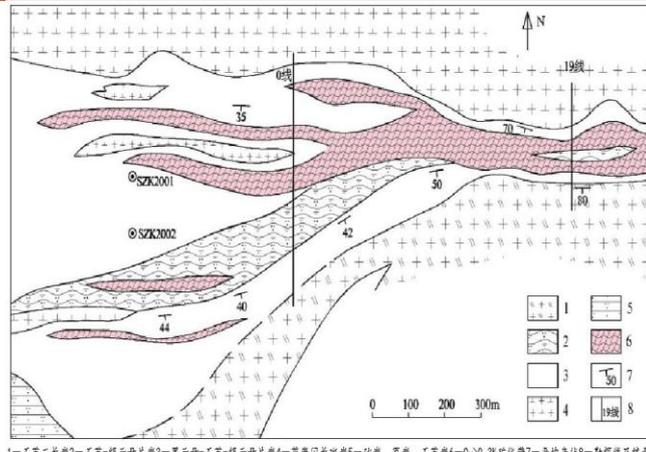
卢安夏巴鲁巴矿区项目

中色卢安夏巴鲁巴矿区位于赞比亚北部铜带省卢安夏市，矿床发现于 1928 年，1973 年投产，历经近 50 年的地下开采，在井下形成了大量采空区。目前矿区深部矿体基本开采完毕，但近地表仍存在大量氧化矿石。为推进巴鲁巴矿区可持续发展，公司对矿区开展了补充勘查，核实近地表采空区及地表塌陷情况，查明了残留矿体分布情况。矿体主要赋存于 +1260~+1080 水平，因埋藏较浅，计划采用露天开采方式进行开采。中色卢安夏巴鲁巴中露天矿项目设计规模为年产 150 万吨优质氧化铜矿，2022 年 7 月启动基建剥离工作。2023 年以 237% 的进度超额完成年度剥离量，目前工程有序推进。

矿坑延伸、境界扩建及配套基建。计划 2025 年启动建设，估算总投资 3662 万美元，收益来自铜矿石加工成阴极铜和铜精矿后的销售收入。

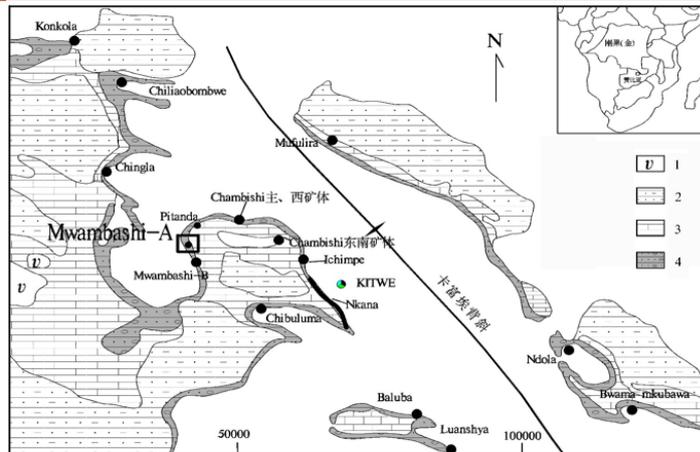
图 12: 桑巴铜矿矿床(100m 水平面)地质简图

图 13: 赞比亚铜带省基特韦地区地质简图



1-石英二长岩 2-石英-辉石岩 3-石英-辉石岩 4-花岗岩 5-砂岩、页岩、石英岩 6-Cu₂O₂ 矿化带 7-平均产状 8-勘探线及编号

资料来源:《赞比亚铜带省桑巴(Samba)铜矿床地质特征及其找矿意义》刘耀辉等、招商证券



1-辉长岩 2-页岩、砂岩、白云岩 3-上罗恩组泥岩、白云岩 4-下罗恩组石英岩、砾岩、泥板岩

资料来源:《赞比亚铜带省 Mwambashi-A 矿床地质特征及找矿方向》张学良等、招商证券

以上项目达产后，公司预计新增年产 15 万吨铜产能，在 2024 年自有矿山年产铜约 15.9 万吨基础上，2030 年自有矿山年产铜金属量有望达到 30 万吨，年复合增速约 11%。

2024 年公司持续强化资源勘探投入，全年累计完成钻探进尺超 5 万米，系统性覆盖非洲主力矿区。2024 年公司勘探活动费用达 0.20 亿美元，开发活动（含矿山建设）费用达 0.66 亿美元。谦比希矿区主矿体、西矿体累计完成井下钻孔 85 个、进尺 8020 米，东南矿体完成井下钻孔 331 个、进尺 20407 米，地表钻孔 4 个，进尺 5550 米，深部探矿成效显著；中色卢安夏公司聚焦资源边界拓展与水文地质建模，实施《穆利亚希南浅部硫化矿验证及边部勘查》（进尺 5717 米/30 孔）、《罗恩延长部至穆利亚希南水文勘查》（进尺 2072 米/8 孔）及《罗恩延长部至穆利亚希南深部验证》（进尺 987 米/1 孔）三大专项；谦比希湿法重点推进 Samba 铜矿水工环补充勘查，完成水文钻探 771 米/2 孔，同步开展抽水试验、连通性试验及 1:2000 水文地质测绘，为采选工程提供地质保障；刚波夫矿区协同推进生产探矿与资源接续，主矿体完成进尺 2173 米，西矿体补充勘查进尺 1227 米/6 孔，MSESA 矿体系统验证资源潜力（进尺 2234 米/12 孔），并对 MSESA 剪切带开展普查钻探（进尺 883 米/4 孔）。

公司坚持以技术创新驱动经济效益增长，通过前沿技术突破与工艺优化，将技术优势高效转化为产能提升与资源价值挖掘。在卢安夏新矿项目中，公司独创“三级递进闭合网”测量法，成功布设 35 个首级控制点，控制网平面与高程精度双双达到行业顶尖的 ±1cm 标准，为项目顺利开发奠定了坚实基础。中色刚波夫通过冶炼工艺优化，创新调整洗水添加方案，有效降低了尾矿库铜离子浓度。2024 年，累计从尾矿库回收铜金属 1019 吨，矿石系统酸溶铜总回收率较 2023 年提升 0.11 个百分点，实现了资源的二次价值高效释放。从实现井下坐标统一到冶炼回收，公司凭借科技创新优势持续夯实资源开发的技术护城河，推动经济效益与资源利用率同步跃升。

3、持续深化海外资源布局

公司持续深化海外资源布局。公司 2024 年 11 月 20 日至 2025 年 4 月 25 日期间与 SM Minerals 及 AM 股东达成初步协议,以 500 万美元收购 SM Minerals 5% 股本。并于 2025 年 6 月 16 日进一步签订认购协议,通过认购股份方式收购其 10.5% 股本(认购价格为 1176 万美元)。本次认购价款主要用于本卡拉矿业项目的技术勘探和开发。同时各方同意进一步深度合作,包括但不限于订立期权协议:在股份转让结束起 60 日前公司向原股东进一步收购合共 65% 股份以实现控股目的。SM Minerals 注册于哈萨克阿斯塔纳国际金融中心(AIFC),通过下属企业拥有本卡拉北采矿权(含约 150 万吨铜金属存量)和本卡拉南探矿权等资产,具备大规模开发资源基础。本次投资是集团拓展哈萨克斯坦铜矿资源、优化资源配置、巩固市场竞争力的关键战略举措。新增的铜资源储备将在公司未来增长中发挥关键作用,成为集团长远发展的重要支点。

4、集团资源优势赋能公司发展

公司实控人为中国有色矿业集团有限公司。中国有色矿业集团有限公司(简称中国有色集团)成立于 1983 年,是国务院国资委管理的大型中央企业,主营业务为有色金属矿产资源开发、建筑工程、相关贸易及服务,以保障国家战略资源安全和有色金属新材料安全为核心使命。2024 年中国有色集团有色金属产品产量同比增长 4%,利润总额同比增长 5.66%,再创历史新高。

表 3: 近五年中国有色矿业集团资源储量情况(金属量)

资源品种	2020	2021	2022	2023	2024
铜(万吨)	1,201	1,175	1,126	1,129	1,140
钴(万吨)	48	51	48	47	46
镍(万吨)	39	36	37	34	33
铅(万吨)	165	173	172	182	180
锌(万吨)	429	417	408	414	402
钨(万吨)	23	23	24	26	26
锡(万吨)	1	1	2	2	2
钼(万吨)	10	10	9	0.5	10
金(吨)	29	31	31	57	54
银(吨)	1,635	1,439	1,439	1,270	1,220

资料来源:中诚信国际、招商证券

中国有色集团旗下迪兹瓦矿业股份有限公司是中国有色集团与刚果(金)国家矿业总公司于 2017 年携手创立的刚果(金)大型矿业企业。迪兹瓦矿业是目前刚果(金)国家矿业公司拥有的唯一探明的绿地矿山,铜金属资源量 460 万吨、钴金属资源量 42 万吨,采用露天开采和湿法冶炼工艺生产阴极铜和钴盐,年处理矿石 450 万吨,年产阴极铜 8 万吨、金属钴 8000 吨,2019 年底建成投产,是中国有色集团运营模式最新、开发前景最好的海外铜钴资源项目。

迪兹瓦矿业作为集团非洲铜钴资源布局的重要载体,持续升级采矿工程建设。

2025 年 1 月 1 日,集团子公司中国十五冶成功竞得刚果(金)迪兹瓦铜钴露天

矿采矿工程项目，中标金额达 5.3 亿元。该项目坐落于刚果（金）加丹加省科卢韦齐以东 35 公里的位置，蕴藏着丰富的铜金属资源和钴金属资源。此次中标的工程范围涵盖了穿孔、爆破设计、采运排、供配矿以及排水等多个作业环节。依托集团矿业开发与工程建设的全产业链协同体系，各子公司在项目中实现资源渠道、技术工艺与运营经验的深度共享。基于迪兹瓦铜钴矿等优质资产的高效开发，叠加集团协同网络的系统驱动，公司不断夯实增长根基，加速向全球铜业标杆企业迈进。

三、投资建议

矿山铜产销量和成本: 2025-2027 年公司自有矿山产铜分别为 16、17、21 万吨, 且自有矿山阴极铜和阳极铜成本保持稳定;

铜价: 2025-2027 年 LME 铜均价分别为 9400、9500、9500 美元/吨;

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 31.2/34.0/40.9 亿元, 对应 PE 分别为 8.7/8.0/6.6 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”投资评级。

表 4: 公司主要经营数据预测

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产量 (万吨)					
粗铜及阳极铜	28.6	28.6	28.7	29.7	29.7
其中: 自产矿山粗铜及阳极铜	8.8	7.8	7.9	8.9	8.9
阴极铜	14.2	12.6	12.6	12.6	16.6
其中: 自产矿山阴极铜	8.2	8.1	8.1	8.1	12.1
硫酸	96	106	106	106	106
销量 (万吨)					
粗铜及阳极铜	28.5	28.7	28.7	29.7	29.7
其中: 自产矿山粗铜及阳极铜	8.8	7.8	7.9	8.9	8.9
阴极铜	14.0	13.1	12.6	12.6	16.6
其中: 自产矿山阴极铜	8.2	8.1	8.1	8.1	12.1
硫酸	74	82	82	82	82
毛利率					
粗铜及阳极铜	12.9%	16.7%	19.0%	20.7%	20.7%
其中: 自产矿山粗铜及阳极铜	37.0%	43.7%	45.4%	46.0%	46.0%
阴极铜	41.0%	46.5%	47.7%	48.3%	50.9%
其中: 自产矿山阴极铜	52.7%	58.5%	58.6%	59.1%	59.1%
硫酸	64.3%	60.3%	54.5%	54.5%	54.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

四、风险提示

1、铜价下行

公司主营产品为铜，铜价将大幅影响公司利润。若全球经济增速不及预期，或者矿山供应超预期等，都将对铜价形成较大压力，从而对公司盈利造成较大负面影响。

2、矿山安全事故性风险

作为矿产资源开发上游企业，企业性质决定了存在安全性事故风险。若发生安全生产事故，将会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3、投产项目进度不达预期

公司多个规划或在建项目具有较大不确定性，若投产进度和经营情况等不及预期，将影响公司未来盈利。

4、汇率波动风险

公司主力矿山位于海外，汇率波动会影响公司损益。

5、估值回落风险

公司业绩高度依赖铜价，公司 PB 估值处高位，若铜价下跌，公司估值存在高位回落风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15070	17056	22265	26566	31759
现金及现金等价物	3487	7323	12445	16521	21086
交易性金融资产	0	42	42	42	42
其他短期投资	779	30	30	30	30
应收账款及票据	2958	1845	1882	1944	2109
其它应收款	1256	1185	1209	1249	1355
存货	6100	6097	6111	6217	6526
其他流动资产	491	534	545	563	611
非流动资产	11982	12808	11920	11148	10476
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10752	10561	9673	8901	8229
无形资产	706	778	778	778	778
其他	524	1469	1469	1469	1469
资产总计	27052	29864	34186	37714	42235
流动负债	8075	6188	6152	6230	6458
应付账款	3767	3166	3174	3229	3389
应交税金	1326	1541	1541	1541	1541
短期借款	1257	147	100	100	100
其他	1725	1334	1337	1360	1427
长期负债	1366	1901	1901	1901	1901
长期借款	0	70	70	70	70
其他	1366	1831	1831	1831	1831
负债合计	9441	8089	8053	8131	8358
股本	5242	6212	6212	6212	6212
储备	7807	9955	13070	15164	17826
少数股东权益	4563	5607	6850	8207	9839
归属于母公司所有者权益	13049	16167	19283	21376	24038
负债及权益合计	27052	29864	34186	37714	42235

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4174	5573	5962	6138	6713
净利润	1966	2865	3115	3402	4091
折旧与摊销	1496	1383	1371	1256	1156
营运资本变动	(397)	(707)	(76)	(147)	(401)
其他非现金调整	1108	2032	1552	1627	1867
投资活动现金流	(1587)	(571)	(775)	(738)	(704)
资本性支出	(1112)	(1519)	(500)	(500)	(500)
出售资产获得的现金	19	16	16	16	16
投资增减	567	761	0	0	0
其它	73	170	(291)	(255)	(220)
筹资活动现金流	(4283)	(1244)	(64)	(1324)	(1444)
债务增减	(2547)	(1046)	(47)	0	0
股本增减	0	892	0	0	0
股利支付	747	833	0	1308	1429
其它筹资	(989)	(256)	(17)	(15)	(15)
其它调整	(1494)	(1666)	0	(2617)	(2858)
现金净增加额	(1704)	3783	5123	4076	4565

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	25611	27434	27990	28909	31368
主营业务收入	25543	27434	27990	28909	31368
营业成本	19328	19893	19940	20285	21291
毛利	6215	7542	8050	8624	10077
营业支出	1707	1516	1679	1735	1882
营业利润	4575	6026	6371	6890	8195
利息支出	232	82	17	15	15
利息收入	77	0	79	116	150
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(410)	(371)	(371)	(371)	(371)
非经常项目损益	(53)	0	0	0	0
除税前利润	3957	5574	6062	6620	7960
所得税	1255	1567	1704	1861	2237
少数股东损益	735	1143	1243	1357	1632
归属普通股股东净利润	1966	2865	3115	3402	4091
EPS(元)	0.53	0.73	0.80	0.87	1.05

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-10%	7%	2%	3%	9%
营业利润	14%	32%	6%	8%	19%
净利润	7%	46%	9%	9%	20%
获利能力					
毛利率	24.3%	27.5%	28.8%	29.8%	32.1%
净利率	7.7%	10.4%	11.1%	11.8%	13.0%
ROE	15.1%	17.7%	16.2%	15.9%	17.0%
ROIC	15.4%	18.5%	16.6%	16.0%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	27.1%	23.6%	21.6%	19.8%
净负债比率	4.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
流动比率	1.9	2.8	3.6	4.3	4.9
速动比率	1.1	1.8	2.6	3.3	3.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
存货周转率	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
应收帐款周转率	6.4	7.6	9.1	9.2	9.4
应付帐款周转率	5.1	5.7	6.3	6.3	6.4
每股资料(元)					
每股收益	0.53	0.73	0.80	0.87	1.05
每股经营现金	1.12	1.43	1.53	1.57	1.72
每股净资产	3.49	4.14	4.94	5.48	6.16
每股股利	0.00	0.00	0.34	0.37	0.44
估值比率					
PE	13.0	9.3	8.6	7.8	6.5
PB	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	5.1	4.8	4.6	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。