

2025 年 07 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

世界级铜矿产量回升，利润有望大幅增长

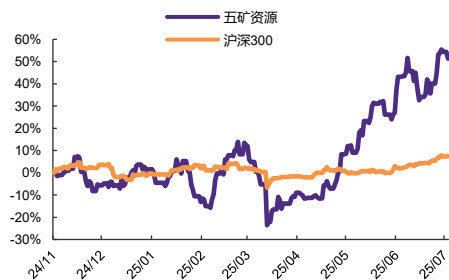
—五矿资源（1208.HK）公司深度报告 买入（首次）

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
分析师：杜飞 S1050523070001
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	4.04
总市值（亿港元）	490.5
总股本（百万股）	12140.5
流通股本（百万股）	12140.5
52 周价格范围（港元）	1.95-4.26
日均成交额（百万港元）	144.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 背靠央企中国五矿集团，五矿资源主要经营铜、锌等矿产采选业务，拥有世界级大型铜矿山 Las Bambas

五矿资源大股东为中国五矿香港控股有限公司，持有股权占比 67.49%，其实控人为国务院国资委。

公司的主要业务包括在世界各地勘探、开发和开采铜、锌、钴、金、银和铅矿床。公司的主要矿山包括 Las Bambas、Kinsevere、Khoemacau、Dugald River、Rosebery 等矿山。其中 Las Bambas 矿山是位于秘鲁阿普里马克地区的露天、开采长寿命的铜和钼采矿矿山，勘探潜力巨大，是世界级大型铜矿山之一。

■ 公司金属储量丰富，主力矿山勘探潜力逐步挖掘

五矿资源公司矿产资源丰富、矿石储量规模较大。截止 2024 年 6 月 30 日，公司拥有矿产资源量 3211 万吨，其中铜 1800 万吨，锌 1190 万吨，铅 180 万吨，银 5.8 亿盎司，金 300 万盎司，钼 32 万吨，钴 6.9 万吨；拥有矿石储量共 965 万吨，其中铜 630 万吨，锌 269 万吨，铅 50 万吨，银 1.5 亿盎司，金 100 万盎司，钼 12 万吨，钴 3.7 万吨。

公司旗下主力矿山，Las Bambas 矿山持续释放地下勘探潜力，为公司带来主要矿产资源量增量。Las Bambas 矿山过去四年一直对 Ferrobamba 矿坑深部进行勘探钻探，勘探延伸了 Ferrobamba 矿床，并 2024 年首次报告了其地下开采潜力。Ferrobamba 矿坑深部的勘探使得矿产资源量增加了 250 万吨铜、310 万盎司银、13 万吨钼及 37 万盎司黄金。

■ 主力铜矿 Las Bambas 各项经营指标向好，带动公司铜总产量大幅回升

2024 年 Las Bambas 合营公司总收入占比约占公司总收入的 66%，EBITDA 占比约占公司总 EBITDA 的 78%。其债务从 70 亿美元减少到 2024 年的 9 亿美元，提前六年完成原先的偿债计划，未来财务压力减小，释放更多的净利润弹性。2025 年指引在 36 万吨到 40 万吨之间，高于以往五年各年度的产量。

Las Bambas 矿山社区管理模式持续优化。2023 年启动“邦巴斯之心”计划，将更广泛的社区纳入 Las Bambas 项目价值链。社区性企业直接参与部分矿山运输服务，加深与社区的

利益绑定。

采选环节同步发力，矿山运营指标优化。近几个季度矿石品位有所提升，主要原因为 Chalcobamba 矿坑开发顺利，并且已实现矿石稳定供应，2024 年第四季度铜入选品位提升至 0.92%。在勘探区域，Chalcobamba 矿坑上部品位高的区域较多，Ferrobamba 矿坑下部品位高的区域也较多，未来能持续供应优质的高品位原矿。同时，选矿环节也有进展，2022 年底投产的 3 号球磨机也助力了选矿量的增长和回收率的上升。

Khoemacau 与 Kinsevere 两铜矿扩产爬坡中，铜矿仍有增产空间

Khoemacau 为 2024 年新并购矿山，远期规划产能 13 万吨金属吨铜精矿。矿山正计划分阶段稳步提升其产量，第一阶段，矿山计划利用现有选矿厂于 2026 年至 2027 年间将铜的年产量提升至 6 万吨。矿山将利用现有年处理量 365 万吨的选厂，通过增加采矿工作面和提高运营灵活性，重点开拓较高品位矿段。第二阶段，公司计划于 2028 年再新建一座年处理量为 450 万吨的选厂，开发扩建矿床，将矿山的产能扩大到每年 13 万吨铜精矿含铜。

刚果金 Kinsevere 铜钴矿扩产进展顺利。经过近 30 个月的建设，硫化矿选矿系统于 2024 年 7 月 29 日建成投产，焙烧制酸系统于 9 月 15 日夜成功点火并生产出铜钴焙砂和硫酸，9 月 20 日开启硫化铜生产。扩建项目可以使 Kinsevere 项目寿命延长至 2035 年，同时铜产能可以达到 8 万吨。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 58.38、60.88、60.88 亿美元，归母净利润分别为 6.85、7.45、7.68 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 9.2、8.4、8.2 倍。

考虑到公司各项经营指标向好，且铜价中枢上移。首次覆盖，我们给予“买入”投资评级。

风险提示

1) 产量销量不达预期；2) 主要产品价格下跌风险；3) 矿山生产经营风险；4) 项目扩产进度超预期；5) 有色金属需求不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万美元）	4,479	5,838	6,088	6,088
增长率（%）	3.1%	30.3%	4.3%	0.0%
归母净利润（百万美元）	162	685	745	768
增长率（%）	1698.9%	323.4%	8.7%	3.1%
摊薄每股收益（美元）	0.013	0.057	0.061	0.063
ROE（%）	2.6%	8.8%	7.8%	6.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

2

正文目录

1、 公司介绍.....	7
1.1、 公司简介：背靠中国五矿，整合优质国际矿山	7
1.2、 公司发展历程：规模快速扩张，借助核心资产优质现金流布局多元矿山组合.....	7
1.3、 公司资产情况：铜铅锌多金属矿种横跨全球多个大洲	8
1.4、 公司经营情况：财务费用显著下降，净利润提升空间得到释放.....	10
1.5、 主要矿山产量及财务情况：五大矿山基本运营正常，财务状况持续优化.....	14
2、 主力矿山 LAS BAMBAS 铜矿：公司营收和利润的主要来源.....	17
2.1、 Las Bambas ：坐拥丰富资源，全球优质铜矿之一	17
2.2、 Las Bambas 运营：用“传家宝”本心，优化全生命周期运营	20
2.3、 Las Bambas 经营情况：债务轻装上阵，生产经营及财务指标向好	23
3、 公司其他矿山：两座铜矿未来规模有扩张计划，两座锌矿保持稳定经营	27
3.1、 Khoemacau 科马考：收购首年经营优异，助力公司持续扩大铜资源优势	27
3.2、 Kinsevere 金塞维尔：正处转型期，扩建项目持续推进，未来年度铜产量可达 8 万吨	29
3.3、 Dugald river 杜加尔河：世界级锌矿经营稳定	32
3.4、 Rosebery 罗斯伯里：副产品开采持续优化成本	34
4、 盈利预测评级.....	36
4.1、 关键假设	36
4.2、 盈利预测	37
5、 风险提示.....	37

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	7
图表 2：公司发展历程.....	8
图表 3：公司资产情况.....	9
图表 4：矿产资源量（截止至 2024 年 6 月 30 日，100%资产基准）	10
图表 5：矿石储量（截止至 2024 年 6 月 30 日，100%资产基准）	10
图表 6：公司营业收入年度变化	11
图表 7：公司归母净利润年度变化	11
图表 8：公司财务成本年度变化	11
图表 9：公司 EBITDA 年度变化	11
图表 10：公司负债总额与权益总额年度变化	12
图表 11：公司资产负债率及杠杆率变化	12
图表 12：贷款总额中的流动贷款与非流动贷款分类	13
图表 13：贷款总额关联方、银行贷款净额、优先股分类	13
图表 14：贷款总额（不包括预付融资费用）中有无抵押分类	13

图表 15: 贷款（不包括预付融资费用）须于下列期间偿还	13
图表 16: 分矿山铜矿产量	14
图表 17: 分矿山锌矿产量	14
图表 18: 分矿山营收	15
图表 19: 分矿山 EBITDA	15
图表 20: 分矿山营收与 EBITDA（百万美元，截止至 2024 年 12 月 31 日，100%资产基准）	15
图表 21: 分矿山折旧和摊销	16
图表 22: 分矿山净利润	16
图表 23: 分矿山财务成本净额	16
图表 24: 分矿山贷款情况	16
图表 25: Las Bambas 矿山图	17
图表 26: Las Bambas 矿山的矿石生产流程	17
图表 27: Las Bambas 矿山的矿石运输路线与系统	18
图表 28: 主要的三个矿坑示例	18
图表 29: Las Bambas 矿山矿产资源量表，截止至 2024 年 6 月 30 日	19
图表 30: Las Bambas 矿山矿石储量表格，截止至 2024 年 6 月 30 日	19
图表 31: Las Bambas 矿山矿产资源量（百万吨铜）	20
图表 32: Las Bambas 矿山矿石储量（百万吨铜）	20
图表 33: Las Bambas 历经波折恢复稳定运营阶段	21
图表 34: 邦巴斯矿山：恢复稳定并建立社区伙伴关系	21
图表 35: 践行“人类命运共同体”，高质量建设运营 Las Bambas 铜矿	22
图表 36: Las Bambas 矿卡数量及其等效距离年度变化	22
图表 37: Las Bambas 矿石开采量与磨矿量年度变化	22
图表 38: Las Bambas 运营成本节省额及其占年生产成本百分比年度变化	23
图表 39: Las Bambas 生产指标（100%权益表示）	23
图表 40: Las Bambas 财务指标（100%权益表示）	23
图表 41: Las Bambas 铜产量年度变化	24
图表 42: Las Bambas 铜销量年度变化	24
图表 43: 产量含铜量与销量含铜量季度变化	25
图表 44: 开采处理矿石季度变化	25
图表 45: Las Bambas 开采处理矿石品位季度变化图	25
图表 46: Las Bambas 铜回收率	25
图表 47: Las Bambas 铜 C1 成本随时间变化图	26
图表 48: Las Bambas 生产每吨铜的投资成本	26
图表 49: Las Bambas 一级债务偿还额	26
图表 50: Las Bambas 矿山财务成本净额	26

图表 51: Las Bambas 矿山摊折费用年度变化.....	27
图表 52: Las Bambas 净利润 (62.5%权益)	27
图表 53: Khoemacau 生产指标 (100%权益表示)	27
图表 54: Khoemacau 财务指标 (100%权益表示)	28
图表 55: Khoemacau 季度开采与处理矿石品位.....	28
图表 56: Khoemacau 季度铜产量与铜销量.....	28
图表 57: Kinsevere 生产指标 (100%权益表示)	29
图表 58: Kinsevere 财务指标 (100%权益表示)	29
图表 59: Kinsevere 矿山扩建项目阴极铜生产简易流程图.....	30
图表 60: Kinsevere 矿山焙烧炉于 2025 年 9 月 15 日成功点火投料.....	30
图表 61: Kinsevere 铜产量与销量随时间变化图.....	31
图表 62: Kinsevere 铜 C1 成本	31
图表 63: Kinsevere 已开采矿石与已处理矿石季度变化.....	31
图表 64: Kinsevere 已处理矿石品位.....	31
图表 65: Dugald River 生产指标 (100%权益表示)	32
图表 66: Dugald River 财务指标 (100%权益表示)	32
图表 67: Dugald River 锌产量与销量年度变化.....	33
图表 68: Dugald River 锌 C1 成本年度变化 (美元/吨)	33
图表 69: Dugald River 收入年度变化.....	33
图表 70: Dugald River EBITDA 年度变化 (亿美元)	33
图表 71: Dugald River 锌回收率年度变化.....	34
图表 72: Dugald River 锌回收率季度变化.....	34
图表 73: Rosebery 生产指标 (100%权益表示)	34
图表 74: Rosebery 财务指标 (100%权益表示)	34
图表 75: Rosebery 锌产量与销量年度变化.....	35
图表 76: Rosebery C1 成本年度变化 (美元/吨)	35
图表 77: Rosebery 总收入及 EBITDA 年度变化.....	36
图表 78: Rosebery 开采与处理矿石品位、回收率季度变化.....	36
图表 79: 公司营业收入假设.....	36

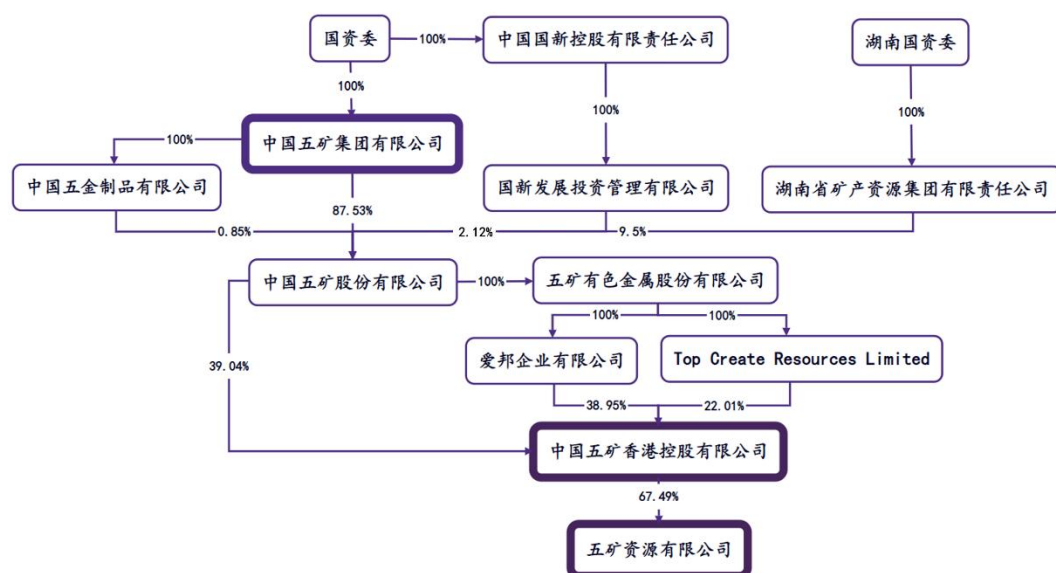
1、公司介绍

1.1、公司简介：背靠中国五矿，整合优质国际矿山

五矿资源总部位于澳大利亚墨尔本，在香港联合交易所（股票代码：1208）上市，主要在澳大利亚、刚果（金）和秘鲁开发并运营铜、锌及其他基本金属业务。

公司大股东为中国五矿香港控股有限公司，股权占比 67.49%。中国五矿香港控股有限公司实控人为中国五矿集团有限公司。中国五矿集团有限公司深耕金属矿产核心主业领域，经营的金属品种覆盖中国战略性矿种目录的 70%以上，拥有从资源获取、勘查、设计、施工、运营到流通、深加工的全产业链布局。五矿资源作为中国五矿集团有限公司国际化运营战略的重要抓手，不断整合全球优质矿产资源，优化资产组合，矿山经营能力持续提升，通过中国五矿集团有限公司遍布全球的贸易流通网络健康良好经营。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，公司年报，华鑫证券研究

1.2、公司发展历程：规模快速扩张，借助核心资产优质现金流布局多元矿山组合

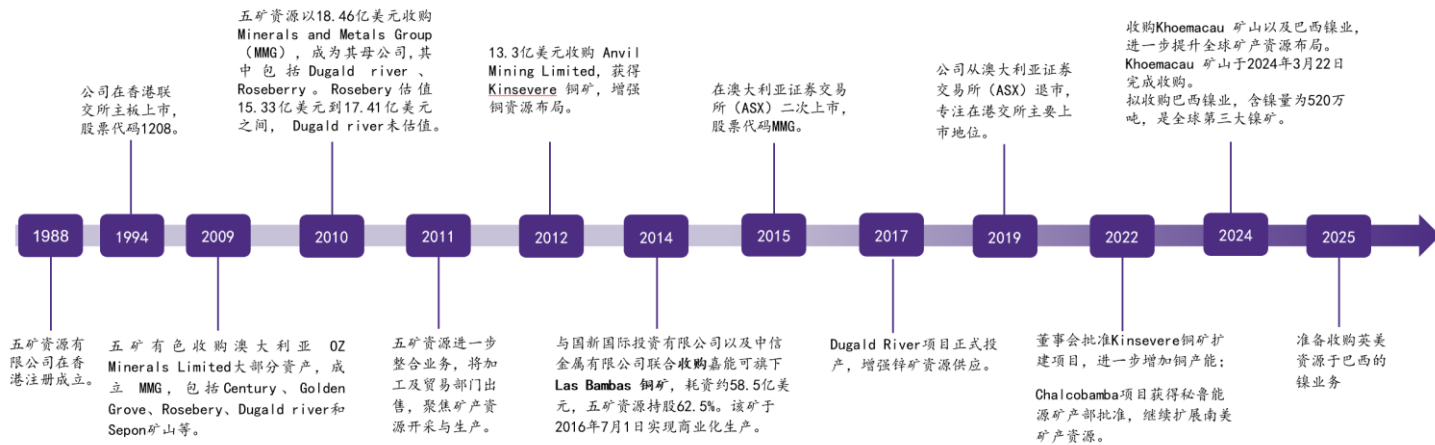
第一阶段，1988 年至 2004 年，公司正处于早期阶段：1988 年，五矿资源有限公司原公司在香港注册成立。1994 年，原公司在香港联交所主板上市，股票代码 1208。

第二阶段，2005 年至 2014 年，专注铜金属业务，成功收购核心资产 Las Bambas 矿山：2009 年，五矿有色收购 OZ 矿业核心资产，成立 MMG 公司，包括 Rosebery 和 Dugald river 矿山等。2010 年，五矿资源以 18.46 亿美元收购 MMG，成为其母公司。2011 年公司进一步调整业务，将加工及贸易部门出售。2012 年，公司收购 Anvil 矿业，获得 Kinsevere 铜矿。2014 年，公司与国新国际投资有限公司以及中信金属有限公司联合收购嘉能可旗下 Las

Bambas 铜矿，总耗资约 58.5 亿美元，五矿资源持股 62.5%。

第三阶段，2015 年至 2025 年，主力矿山快速发展，外部进一步并购：2017 年，公司位于澳大利亚 Dugald River 锌矿项目正式投产。2022 年，董事会批准 Kinsevere 铜矿扩建项目，同年 Las Bambas 铜矿下的 Chalcobamba 项目获得秘鲁能源矿产部批准。2024 年，公司在签约 CUPROUS CAPITAL LTD 之后，间接全资拥有 Khoemacau 铜矿，同时以认购价转让 45% 股份给科莫控股，最终拥有 55% Khoemacau 矿山权益。2025 年，公司宣布收购英美资源于巴西的镍业务，包含全球第三大镍矿，再次丰富 MMG 的运营产品组合。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.3、公司资产情况：铜铅锌多金属矿种横跨全球多个大洲

截止 2024 年底，公司主营矿山为 5 座海外矿山，分别是 3 座铜矿——秘鲁的 Las Bambas 铜矿、博茨瓦纳的 Khoemacau 铜矿和刚果（金）的 Kinsevere 铜矿，与 2 座锌矿山——澳大利亚 Rosebery 锌矿、澳大利亚 Dugald River 锌矿。

秘鲁 Las Bambas 铜矿（公司拥有 62.5% 股权）为全球最大的铜矿之一，年矿石处理量为 5270 万吨，年产铜精矿含铜约 35 万至 40 万吨。公司从 Glencore 收购 Las Bambas 铜矿的权益后，完成 Las Bambas 项目的开发，2016 年矿山投产。2024 年，该矿年产铜 32.3 万吨，铜 C1 成本 3328.98 美元/吨，收入 29.776 亿美元，矿山矿石储量为 7.6 亿吨原矿，平均铜矿石品位为 0.60%，矿石含铜金属储量约 460 万吨。

博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿（公司拥有 55.0% 权益），铜资源量排名非洲第十。公司自 2024 年 3 月起运营该矿山，并致力于提高 Khoemacau 铜矿产量，计划于 2026 至 2027 年前实现每年铜产量 6 万吨。此外，公司计划将该矿的产能在 2028 年扩大至每年 13 万吨铜精矿含铜量。该矿 2024 年矿山年产铜 3.1 万吨，铜 C1 成本 5599.74 美元/吨，收入 2.96 亿美元，矿山矿石储量为 5100 万吨，平均铜矿石品位为 1.8%，矿石含铜金属储量约 94 万吨。

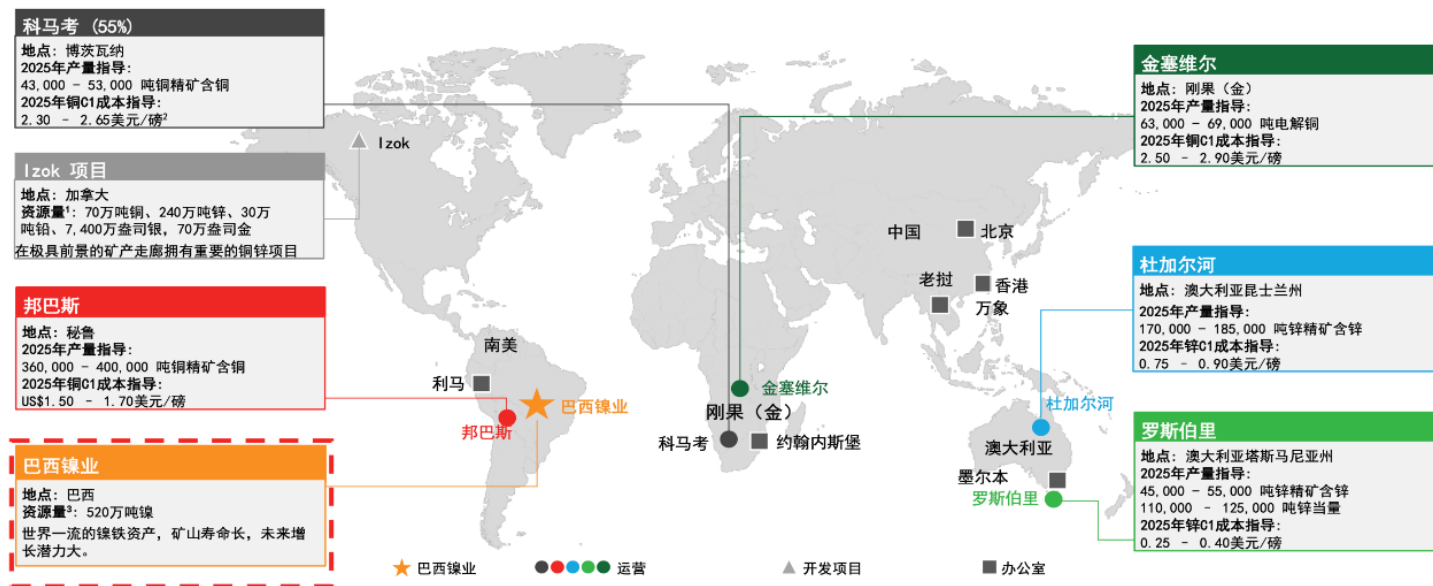
刚果（金）Kinsevere 铜矿（公司全资拥有），自 2012 年收购 Anvil Mining Limited 以来一直由公司营运。公司 2024 年 9 月以机械方式完成 Kinsevere 扩建项目，该项目将延

长 Kinsevere 的矿山年限至 2035 年，预计年产能 8 万吨电解铜。该矿 2024 年电解铜产量为 4.5 万吨，铜 C1 成本 7187.07 美元/吨，收入 4.23 亿美元，矿山矿石储量为 3840 万吨，平均铜矿石品位为 1.9%，矿石含铜金属储量约 75 万吨。

澳大利亚 Rosebery 矿山（公司全资拥有），为地下多金属矿，生产锌、铜及铅精矿以及黄金。自 2009 年 MMG 成立以来，向 OZ 矿业收购 Rosebery 矿山及若干其他资产后，Rosebery 矿山一直由公司所有并运营。该矿 2024 年年产锌 5.6 万吨，锌 C1 成本 220.46 美元/吨，收入 3.06 亿美元，矿山矿石储量为 670 万吨，平均锌矿石品位为 5.9%，矿石含锌金属储量约 39 万吨。

澳大利亚 Dugald River 矿山（公司全资拥有）为锌矿，年产 17 至 18 万吨锌精矿，主要副产品为铅和银。公司成功自主开发 Dugald River 地下矿山，并于 2017 年 11 月 Dugald River 首次生产成品锌精矿。该矿 2024 年年产锌 16.4 万吨，锌 C1 成本 1433.00 美元/吨，收入约为 4.52 亿美元，矿山矿石储量为 2200 万吨，平均锌矿石品位为 10.5%，矿石含锌金属储量约 230 万吨。

图表 3：公司资产情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司矿山勘探结果持续向好，2024 年相比 2023 年矿产资源量实现大幅增长。截至 2024 年 6 月 30 日，五矿资源拥有矿产资源量共计 3211 万吨，其中铜 1800 万吨，锌 1190 万吨，铅 180 万吨，银 5.8 亿盎司，金 300 万盎司，钼 32 万吨，钴 6.9 万吨。公司拥有矿石储量共 965 万吨，其中铜 630 万吨，锌 269 万吨，铅 50 万吨，银 1.5 亿盎司，金 100 万盎司，钼 12 万吨，钴 3.7 万吨。相比 2023 年 6 月 30 日的报告，矿产资源量（含金属量）：铜增加 17%、锌增加 14%、铅增加 10%、钼增加 62%、钴增加 10%、银增加 11%，黄金增加 5%，无金属减少。

Las Bambas 矿山持续释放地下勘探潜力，为公司带来主要矿产资源量增量。Las Bambas 矿山过去四年一直对 Ferrobamba 矿坑深部进行勘探钻探，其概略研究也取得了积极成果，延伸了 Ferrobamba 矿床，并首次报告了地下开采潜力。Ferrobamba 矿坑深部的勘探使得公司矿产资源量（含金属量）增加了 250 万吨铜、310 万盎司银、13 万吨钼及 37 万盎司

司黄金。

Khoemacau 矿山自收购后勘探结果更进一步，助力公司资源提升。在 Khoemacau 矿山，受加密钻探、边界品位变化以及最小开采宽度变更的影响，5 区矿床的矿石储量增加 8.6 万吨铜和 220 万盎司银（扣除消耗前），扣除消耗后，相当于自 MMG 于 2023 年 5 月 24 日报告 Khoemacau 矿山的矿产资源量和矿石储量以来增加了 6.4 万吨铜和 150 万盎司银。

图表 4：矿产资源量（截止至 2024 年 6 月 30 日，100%资产基准）

项目	铜/万吨	锌/万吨	铅/万吨	银/百万盎司	金/百万盎司	钼/万吨	钴/吨
邦巴斯 Las Bambas	940			140	1.5	32	
科马考 Khoemacau	640			260			
金塞维尔 Kinsevere	120						5
杜加尔河 Dugal'd River	6.7	790	100	39	0.03		
罗斯伯里 Rosebery	6.4	160	50	67	0.9		
Izok Corridor	69	240	26	72	0.7		
Sokoroshe II	7.9						1.4
刚果（金）区域	11						0.5
合计：	1800	1190	180	580	3	32	6.9

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 5：矿石储量（截止至 2024 年 6 月 30 日，100%资产基准）

项目	铜/万吨	锌/万吨	铅/万吨	银/百万盎司	金/百万盎司	钼/万吨	钴/吨
邦巴斯 Las Bambas	460			66	0.8	12	
科马考 Khoemacau	94			37			
金塞维尔 Kinsevere	75						3
杜加尔河 Dugal'd River		230	35	25			
罗斯伯里 Rosebery	1.2	39	15	23	0.2		
Sokoroshe II	3.4						0.7
合计：	630	269	50	150	1	12	3.7

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

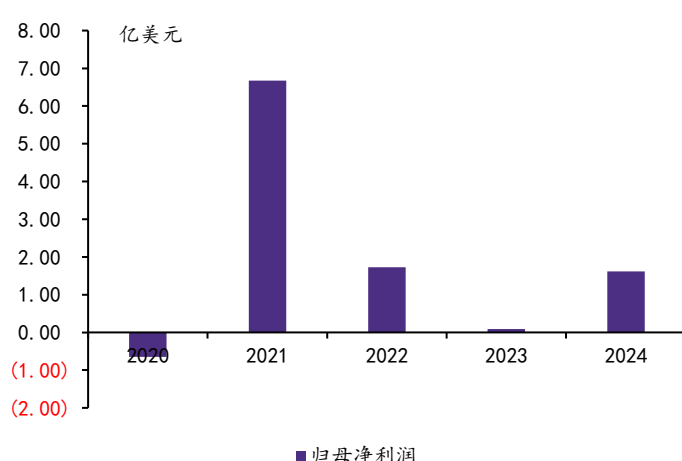
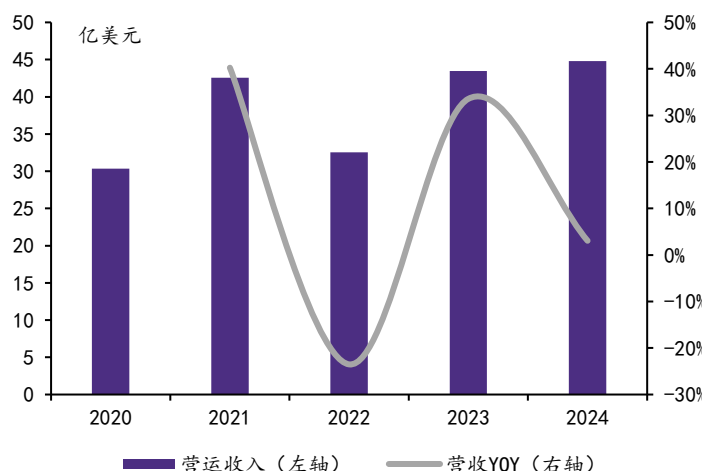
1.4、公司经营情况：财务费用显著下降，净利润提升空间得到释放

公司近五年营收在 30 亿至 45 亿美元之间波动，2023 年以来保持增长态势。2021 年公司收入相对 2020 年显著提高是由于铜相关产品销售价格的显著增加。2022 年收入较 2021 年下降主要是由于 Las Bambas 社区堵路造成的较低的销售额，以及相对 2021 年较低的销售价双重影响。2023 年 3 月 Las Bambas 矿山开始满载运营，收入恢复正常，2023 年及 2024 年收入均在 43 亿美元以上。

归母净利润的波动幅度相对较大，2024 年同比增速显著提升。2021 年归母净利润相对其他年份较高是由于当年销售额的大幅提升，其中主要是由于销售价的提高，并且在销售收入增加的同时，成本没有跟随大幅上升，从而实现较高的归母净利润。2022 年至 2024 年都在 0 至 2 亿美元之间波动。

图表 6：公司营业收入年度变化

图表 7：公司归母净利润年度变化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

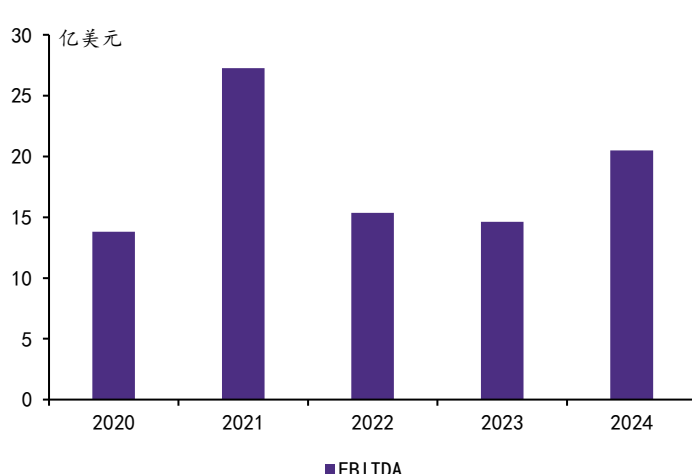
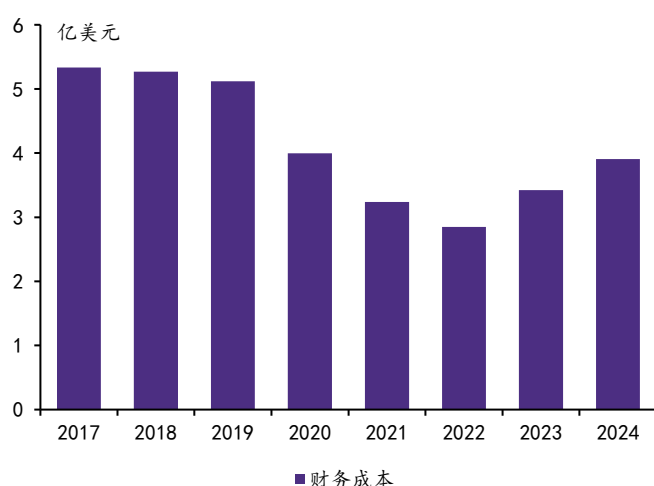
资料来源：公司年报，华鑫证券

财务成本总体呈现下降趋势，在公司资产负债表优化引导下，财务压力持续减小。2022 年财务成本降至 2.84 亿美元，主要原因是债务总额的下降。2023 年开始财务成本有所反弹，主要是由于美元加息导致净利息支出增加，但债务总额的下降依然抵消了一部分利息支出。2024 年财务成本的上升是由于 Khoemacau 收购贷款的利息及其银流协议所产生的财务成本，但债务下降依然有较大的利息负担减轻效果。

EBITDA 稳中有升，2024 年增速可观。公司的 EBITDA 在 2021 年到达近几年峰值的 27.25 亿美元，主要是由于当年销售价上升导致的营收增长。2020 年、2022 年、2023 年公司 EBITDA 均在 13 亿至 16 亿之间波动。2024 年公司 EBITDA 相较 2023 年出现显著增长，主要归因为 Las Bambas 矿山的库存变动成本减少，反映了在 2022 年全国性的堵路后铜精矿出货量于 2023 年有所增加。

图表 8：公司财务成本年度变化

图表 9：公司 EBITDA 年度变化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

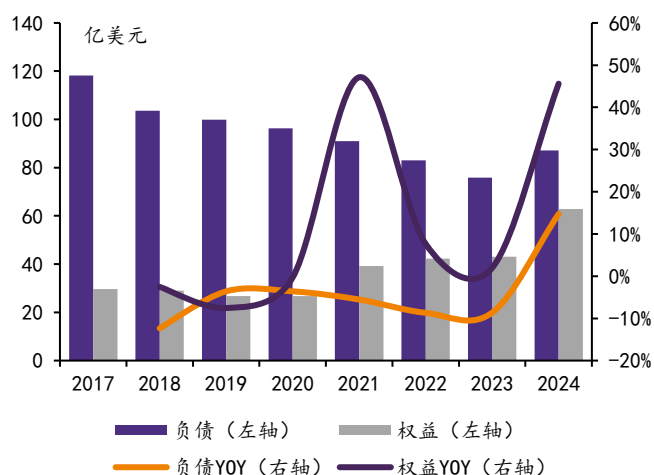
公司利用现金流持续优化负债，释放财务压力。负债总值在 2017 年到 2023 年之间一直呈现下降趋势。公司利用优质资产 Las Bambas 铜矿现金流及权益融资持续进行资产负债

表优化。2024 年上升主要是由于收购 Khoemacau 项目，支出 18.75 亿，为降低负债影响，公司已与科莫控股组建合营公司，公司持有 Khoemacau 矿山 55% 份额。

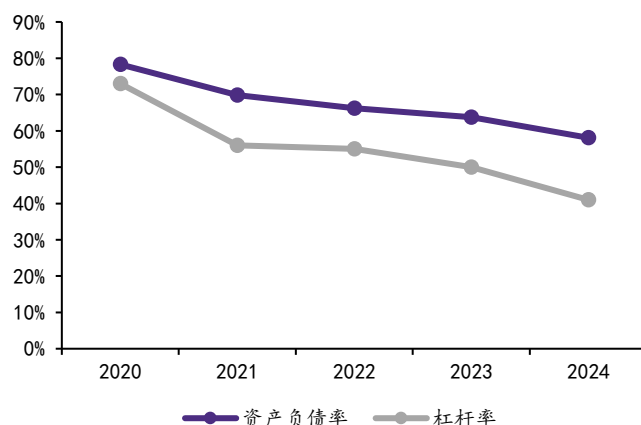
净利润留存与供股增发并行，2020 年以来权益总值呈现增加趋势。每年净利润的留存使权益内源融资增长，以及 2021 年、2024 年的两次大规模增发使权益额阶段性显著提升，其中 2021 年增发增加 2.99 亿美元权益，2024 年下半年增发增加 11.52 亿美元权益。

截至 2024 底，公司资产负债率与杠杆率（资产净贷款比率）皆创下新低，分别为 58% 和 41%，资产负债表达到十年来的最强劲水平。主要是由于公司采取的一系列举措，包括完成供股发行、为 Khoemacau 项目组建战略合营公司，以及持续减少 Las Bambas 矿山的项目融资。收购 Khoemacau 矿山虽然使 2024 年上半年的资产负债率有所上升，但由于供股所得款项 11.52 亿美元，公司利用供股所得款项偿还了 Top Create 公司的 7.861 亿美元贷款，其中包括 6.111 亿美元的 Khoemacau 矿山收购融资，使得 2024 年资产负债率依然创下新低。供股其余所得款项已用于偿还外部贷款。运营业绩与融资现金流双驱动，使得 Las Bambas 项目贷款持续下降。

图表 10：公司负债总额与权益总额年度变化



图表 11：公司资产负债率及杠杆率变化

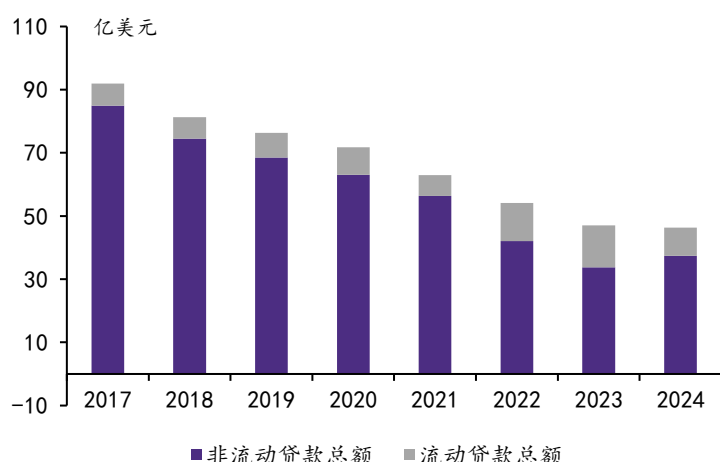


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

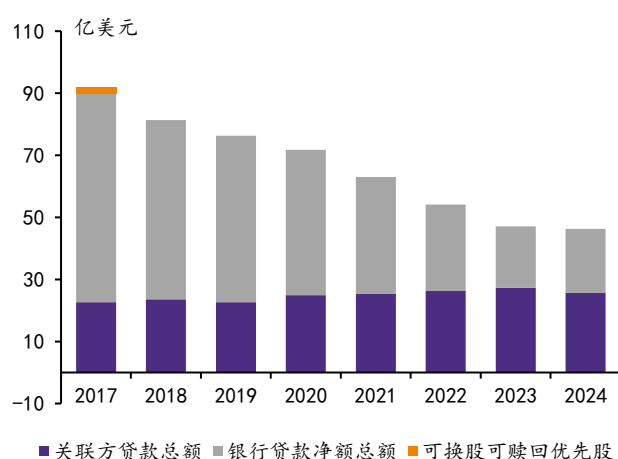
非流动贷款在 2017 年至 2023 年之间保持下降趋势，2024 年流动贷款减少而非流动贷款有所增加，主要是由于 2024 年收购 Khoemacau 的影响。银行贷款净额与非流动负债保持一致的趋势，增加的主要原因也一致。关联方贷款一直为总贷款额提供基本支撑，其额度在 22 亿至 28 亿美元之间波动。

图表 12：贷款总额中的流动贷款与非流动贷款分类



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

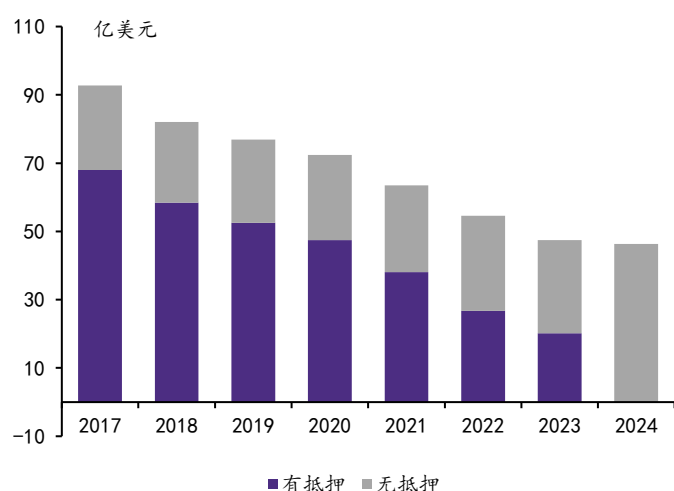
图表 13：贷款总额关联方、银行贷款净额、优先股分类



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

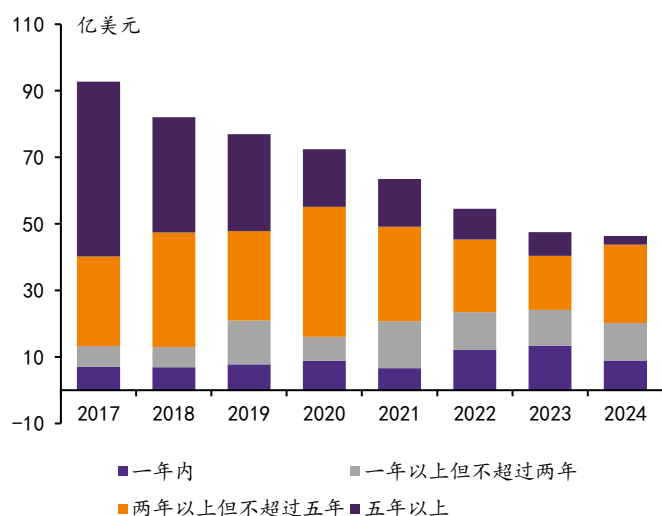
抵押贷款已无待偿余额，长期贷款偿还压力持续减小。公司抵押贷款总额自 2017 年以来至 2024 年一直呈现下降趋势，2023 年剩余的抵押贷款已于 2024 年 9 月足额偿还，贷款相关的抵押与限制已解除。5 年以上期限的贷款数额自 2017 年以来至 2024 年持续下降，公司已无较大的长期贷款偿还压力。

图表 14：贷款总额（不包括预付融资费用）中有无抵押分类



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 15：贷款（不包括预付融资费用）须于下列期间偿还



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

公司依然拥有多项债务融资，用于满足流动资金需求。截止至 2024 年 12 月 31 日，公司这些债务融资包括未提取的融资额度 29.5 亿美元。如果未能达到现金流量预测或新债务融资不足或未能及时取得有关融资，公司将获得其主要股东五矿有色的持续支持。支持公司的形式可能是提供额外债务融资、延迟偿还债务以及与五矿有色现有股东贷款有关的还款义务，就商品运输提前付款或通过进一步的出资。公司总体有能力履行到期的债务。

1.5、主要矿山产量及财务情况：五大矿山基本运营正常，财务状况持续优化

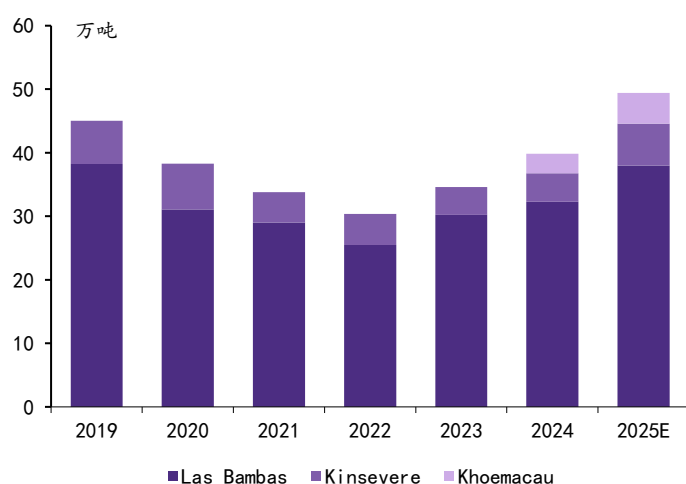
近年铜矿产量结构方面，Las Bambas 铜矿贡献大部分铜产量。Las Bambas 矿山产量在 2019 年至 2022 年之间呈下降趋势，主要原因是疫情叠加社区影响，在 2022 年之后呈现上升趋势，主要原因是秘鲁局势趋于稳定，社区问题得以逐步沟通取得进展，同时由于 Chalcobamba 矿坑的开发使得产量出现新增量；Kinsevere 铜矿产量趋于稳定，在 2024 年回升，主要原因是其扩建项目完成；Khoemacau 铜矿于 2024 年收购，并于当年贡献产量，目前正在爬坡生产中。

近年铜矿总产量趋势方面，经营干扰因素逐渐消除，产量进入稳步提升阶段。2019 年至 2022 年铜矿总产量呈下降态势，2023 年起逐步回升，2025 年年度指引预计突破 50 万吨。

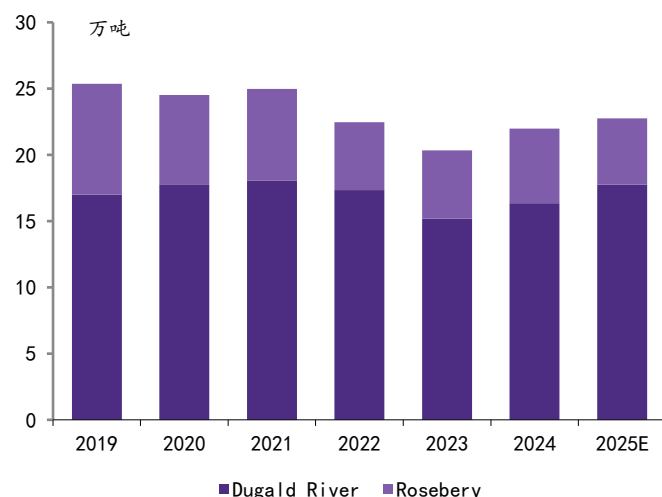
未来铜矿增量来源：Las Bambas 铜矿入选品位提升，有望带动 2025 年铜矿产量达到接近 40 万吨。Kinsevere 铜矿的硫化铜项目于 2024 年第三季度完成建设，有望 2025 年底提升至 8 万吨产能。Khoemacau 铜矿目前爬坡中，约 3-4 万吨产能，预期在 2026-2027 年提升至 6 万吨产能，在 2028 年建设好新选矿厂，总产能提升至 13 万吨。

近年锌矿产量结构中 Dugald River 矿山占比较大，公司锌矿总产量自 2023 年来有所反弹。Dugald River 矿山作为公司核心锌矿，2019 年至 2021 年产量稳定在 17 至 18 万吨区间，2023 年出现明显回落，2024 年回升，2025 预计回归 18 万吨水平。Rosebery 矿山产量波动更显著：2019 至 2021 年维持 7 至 8 万吨规模，2022 年大幅收缩，2023 年起逐步复苏，2025 预计恢复至 7 万吨。

图表 16：分矿山铜矿产量



图表 17：分矿山锌矿产量

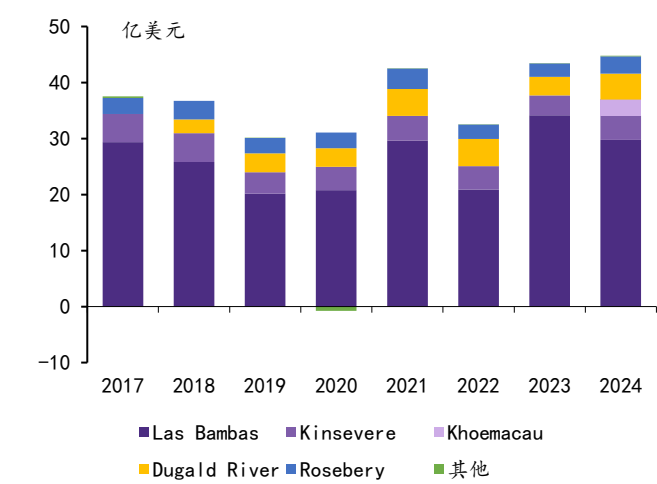


资料来源：公司年报，华鑫证券研究

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

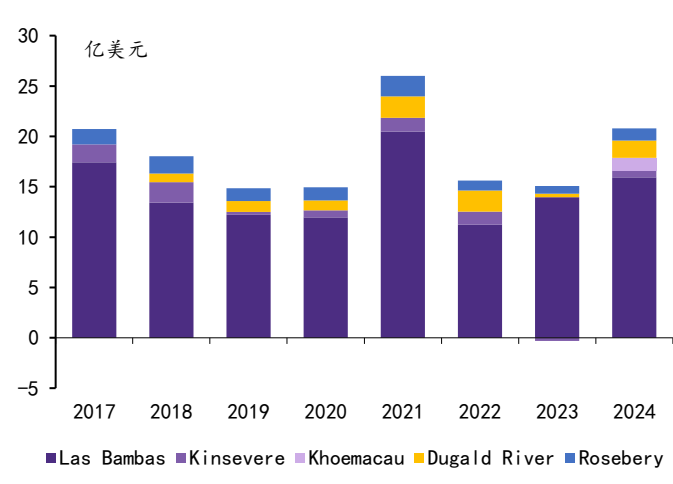
Las Bambas 矿山作为公司核心资产，在分矿山营收与 EBITDA 中都占据较大比重。在 2024 年年报中显示，Las Bambas 矿山收入占比约占公司总收入的 66%，其 EBITDA 占比约占公司总 EBITDA 的 78%。Khoemacau 矿山公司于 2024 年收购，首年贡献营收和 EBITDA。Kinsevere 矿山持续提供稳定营收与 EBITDA。

图表 18：分矿山营收



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 19：分矿山 EBITDA



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 20：分矿山营收与 EBITDA（百万美元，截止至 2024 年 12 月 31 日，100%资产基准）

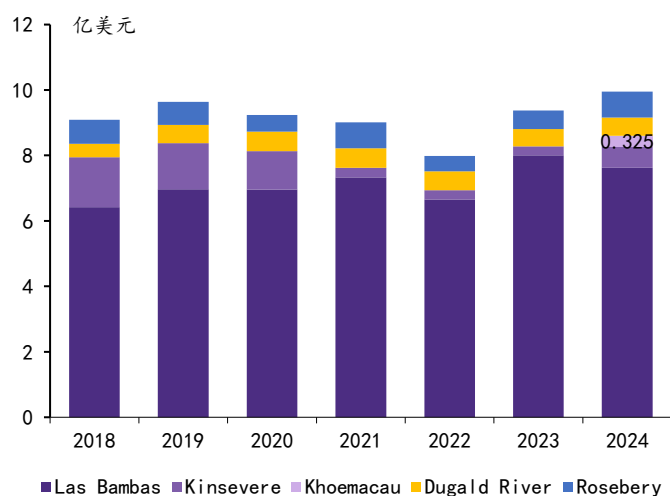
项目	2024 年收入	2023 年收入	收入变动%	2024 年 EBITDA	2023 年 EBITDA	EBITDA 变动%
邦巴斯 Las Bambas	2,977.60	3,417.30	-13%	1,594.30	1,396.70	14%
科马考 Khoemacau	295.8			125.9		
金塞维尔 Kinsevere	461.8	354.6	19%	67.8	-32	312%
杜加尔河 Dugald River	461.8	331.2	39%	169.4	33.8	401%
罗斯伯里 Rosebery	306	240	28%	123.2	77.8	58%
其他	14.4	3.4	324%	-31.9	-14.4	-122%
合计：	4,479.20	4,346.50	3%	2,048.70	1,461.90	40%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

分矿山折旧摊销方面，一直保持稳定。2024 年相较于 2023 年折旧、摊销及减值费用有所增加，主要由于 Kinsevere 矿山因钴前景疲软的减值，以及纳入了 Khoemacau 矿山的折旧和摊销费用。但 Las Bambas 铜矿 2024 年的折旧及摊销费用相比 2023 年下降，是由于其 Ferrobamba 矿坑第三阶段在采矿作业完成后对资本化采矿资产进行了摊销，以及延长尾矿坝设施的使用寿命产生了有利影响。总体而言，折旧摊销费用一直保持稳定，2025 年预期资本性支出为 12 到 13 亿美元。

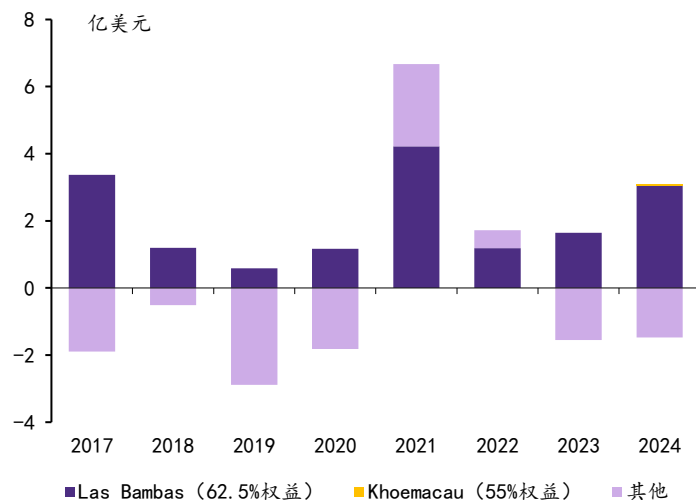
分矿山归母净利润方面，Las Bambas 铜矿是公司归母净利润的主要来源。2021 年 Las Bambas 铜矿的归母净利润为 4.22 亿美元，而总归母净利润为 6.67 亿美元，Las Bambas 铜矿占比约 63.3%。到 2024 年，Las Bambas 铜矿的归母净利润为 3.06 亿美元，而公司总归母净利润为 1.72 亿美元。

图表 21：分矿山折旧和摊销



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

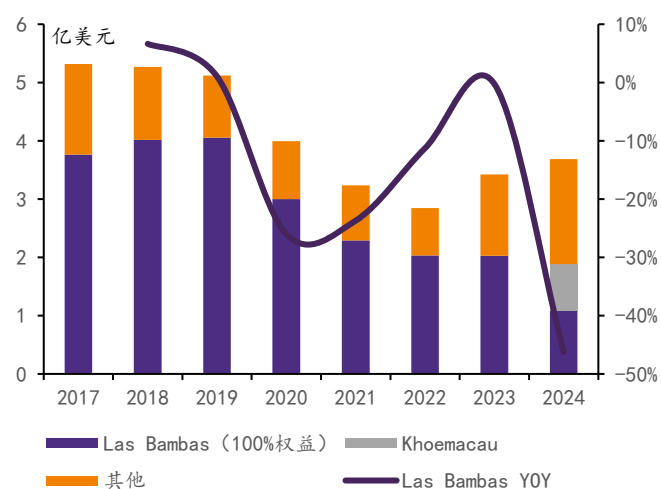
图表 22：分矿山净利润



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

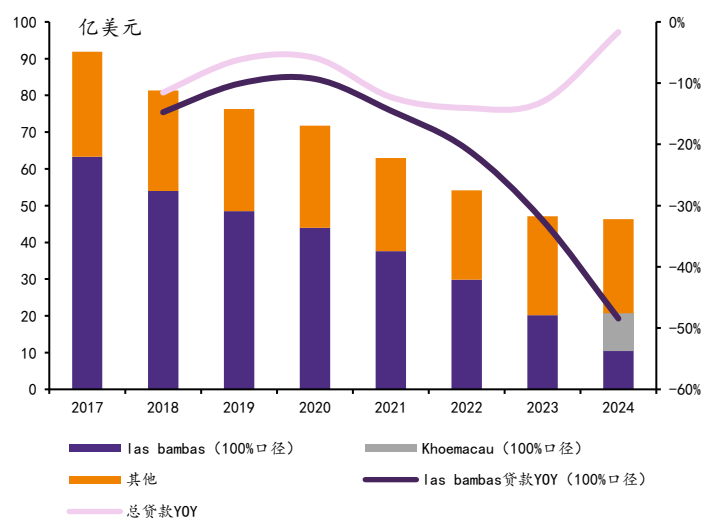
分矿山贷款与财务成本，Las Bambas 项目贷款持续减少，释放公司整体净利润弹性。Las Bambas 项目贷款大幅减少，带动公司整体贷款量下行，同时 Las Bambas 铜矿净财务成本自 2019 年以来呈现总体减少的趋势，大大减轻公司近几年的总体财务成本压力，释放公司较多的净利润弹性。

图表 23：分矿山财务成本净额



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 24：分矿山贷款情况



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2、主力矿山 Las Bambas 铜矿：公司营收和利润的主要来源

2.1、Las Bambas：坐拥丰富资源，全球优质铜矿之一

Las Bambas 铜矿是由运营方 MMG（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 2014 年 8 月收购。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。

图表 25：Las Bambas 矿山图



资料来源：公司公众号，华鑫证券研究

Las Bambas 铜矿矿石使用典型大卡车及铲车露天矿采矿方法开采。开采的矿石送入矿场旁边的碎石站，其后透过地面传送机运至传统的浮选工艺选矿厂，生产出铜精矿，然后到钼选厂进一步处理。

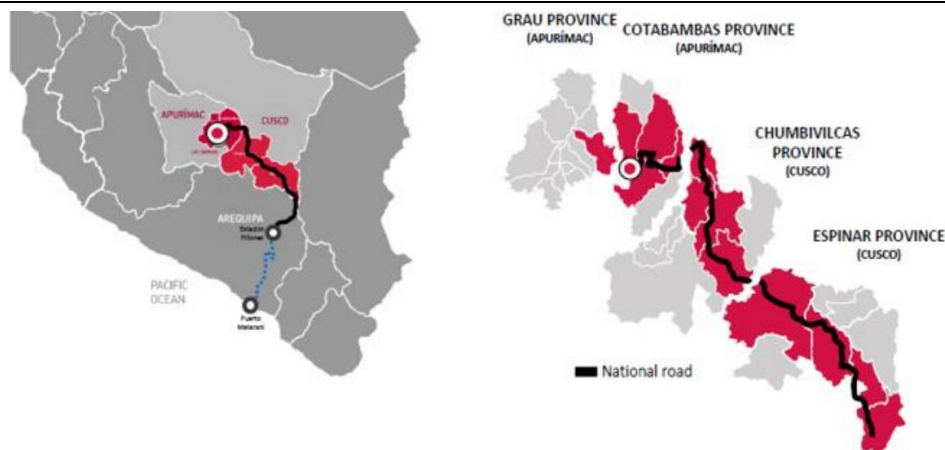
图表 26：Las Bambas 矿山的矿石生产流程



资料来源：论文《DETERMINACIÓN DE FALLAS FUNCIONALES DE LOS EQUIPOS CRÍTICOS DEL TRANSPORTE DE MINERAL GRUESO EN MINERA LAS BAMBAS S. A.》，华鑫证券研究

生产的铜精矿通过公路及铁路双运输系统，公路从拉斯邦巴斯到阿雷基帕 Pillones 中转站，铁路从 Pillones 中转站至马塔拉尼港，越过 2 个大区，4 个省份，71 个社区和村镇，运到 Arequipa 的 Matarani 港口，然后海运至世界各地。

图表 27: Las Bambas 矿山的矿石运输路线与系统

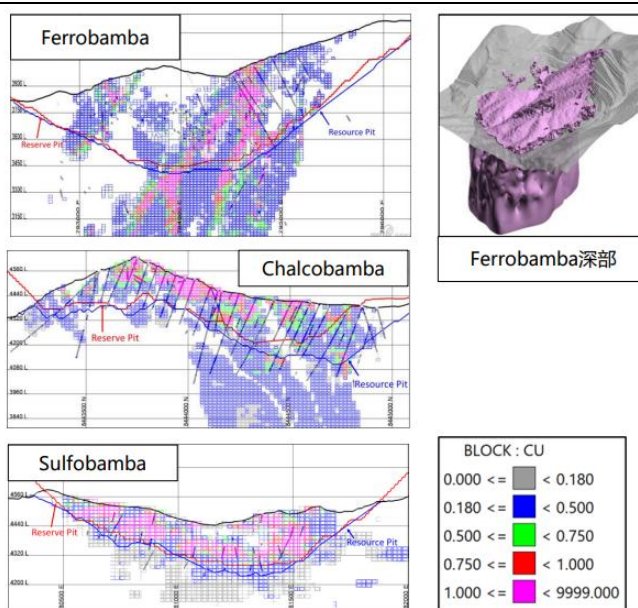


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

矿山三个矿床相似，其中 Ferrobamba 为主要矿床。Las Bambas 矿山主要有三个矿床，名字分别是 Ferrobamba、Chalcobamba、Sulfobamba。三个矿床由矿化程度类似的黄铜矿、斑铜矿及辉钼矿组成。

勘探结果支持未来采矿品位提高。图表 28 是三个矿坑的勘探示意图，其中红色与粉红色位置代表品位比较高。最新开发的 Chalcobamba 矿坑上部红色较多，上部位位高，有利于铜矿原矿入选品位提高。Ferrobamba 矿坑的下部红色比较多，对未来保持高品位生产提供保障。

图表 28: 主要的三个矿坑示例



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

截至目前，仅完成了 20%的矿权区域进行了勘探。Las Bambas 矿山依旧展现出优质的勘探潜，稳步释放资源潜力，不断扩充铜资源量和储量，为其未来产量保障和价值提升提

供有力支撑。

图表 29：Las Bambas 矿山矿产资源量表，截止至 2024 年 6 月 30 日

矿床	吨（百万吨）	品位			
		铜（%）	银（克/吨）	黄金（克/吨）	钼（百万分率）
Ferrobamba 氧化铜					
控制	0.05	1.2			
推断					
总计	0.05	1.2			
Ferrobamba 原生铜					
探明	250	0.47	1.8	0.03	200
控制	310	0.66	2.8	0.04	180
推断	35	0.58	2	0.02	77
总计	600	0.57	2.3	0.03	180
Ferrobamba 地下矿					
探明	67	0.31	1	0.02	220
控制	390	0.37	1.5	0.02	200
推断	220	0.38	1.3	0.01	170
总计	680	0.37	1.4	0.02	190
Ferrobamba 矿坑总计	1300	0.46	1.9	0.03	190
Chalcobamba 氧化铜					
控制	5	1.4			
推断	0.5	1.2			
总计	5.5	1.4			
Chalcobamba 原生铜					
探明	150	0.5	1.5	0.02	120
控制	180	0.6	2.3	0.03	130
推断	35	0.51	2.3	0.02	160
总计	360	0.55	2	0.02	130
Chalcobamba 矿坑总计	370	0.56	2	0.02	130
Sulfobamba 原生铜					
控制	100	0.58	4.2	0.02	160
推断	130	0.49	5.7	0.02	120
总计	230	0.53	5.1	0.02	140
Sulfobamba 矿坑总计	230	0.53	5	0.02	140
氧化铜矿堆					
控制	14	1.1			
总计	14	1.1			
硫化物矿堆					
探明	23	0.34	1.8		110
总计	23	0.34	1.8		110
Las Bambas 矿山总计	1900				

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

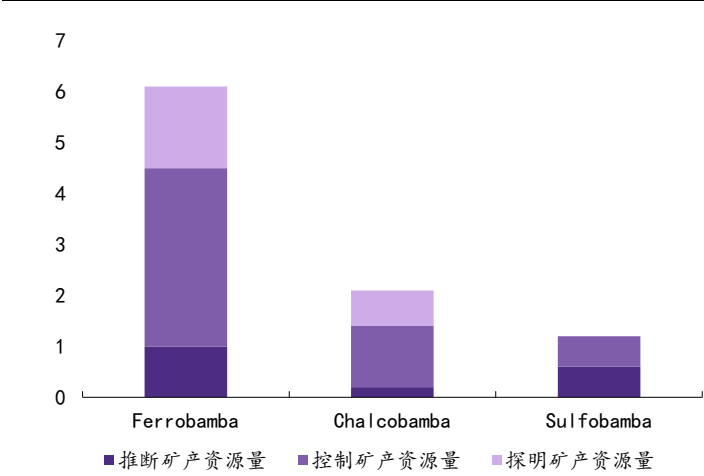
图表 30：Las Bambas 矿山矿石储量表格，截止至 2024 年 6 月 30 日

矿床	吨（百万吨）	品位			
		铜（%）	银（克/吨）	黄金（克/吨）	钼（百万分率）
Ferrobamba 原生铜					
证实	220	0.49	1.9	0.03	200
可信	230	0.68	3.1	0.05	180
总计	450	0.58	2.5	0.04	190
Chalcobamba 原生铜					
证实	96	0.6	2	0.02	120
可信	130	0.66	2.7	0.03	120
总计	220	0.63	2.4	0.03	120
Sulfobamba 原生铜					
证实					
可信	63	0.7	5.5	0.03	160
总计	63	0.7	5.5	0.03	160

原生铜矿堆				
证实	23	0.34	1.8	110
总计	23	0.34	1.8	110
Las Bambas 矿山总计	760	0.6	2.7	160

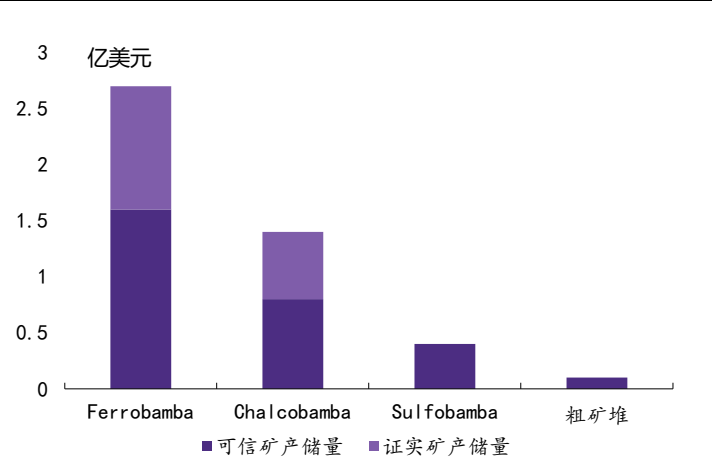
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 31：Las Bambas 矿山矿产资源量（百万吨铜）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 32：Las Bambas 矿山矿石储量（百万吨铜）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

除主要矿坑 Ferrobamba 持续优异的运营和勘探潜力外，另外两个矿坑也有新的增量空间。Chalcobamba 开发项目一位于距 Las Bambas 矿山现有选厂约三公里处，是将距 Las Bambas 矿山铜年产量提高到 35 万吨至 40 万吨的关键所在。矿山于 2024 年 2 月初开始与小区公司共同推进 Chalcobamba 矿坑的早期工作，该矿坑自 2024 年下半年起开始稳定地向选厂供应矿石。目前 Chalcobamba 矿坑的 1 号坑处于施工阶段，估计矿石总量 1.86 亿吨。其一期工程预计开采 9900 万吨矿石，将于 2025 年 7 月建设完工，二期工程预计开采 8700 万吨矿石，将于 2026 年 6 月建设完工。而 Chalcobamba 矿坑的 2 号矿坑也处于研究阶段，估计矿石总量 4800 万吨，2025 年 3 月完成了该矿坑扩建的预可行性研究，矿坑扩建工程将于 2026 年第一季度开工。Sulfobamba 矿坑正处于研究阶段，估计矿石总量 2.28 亿吨，社区战略更新正在进行中。

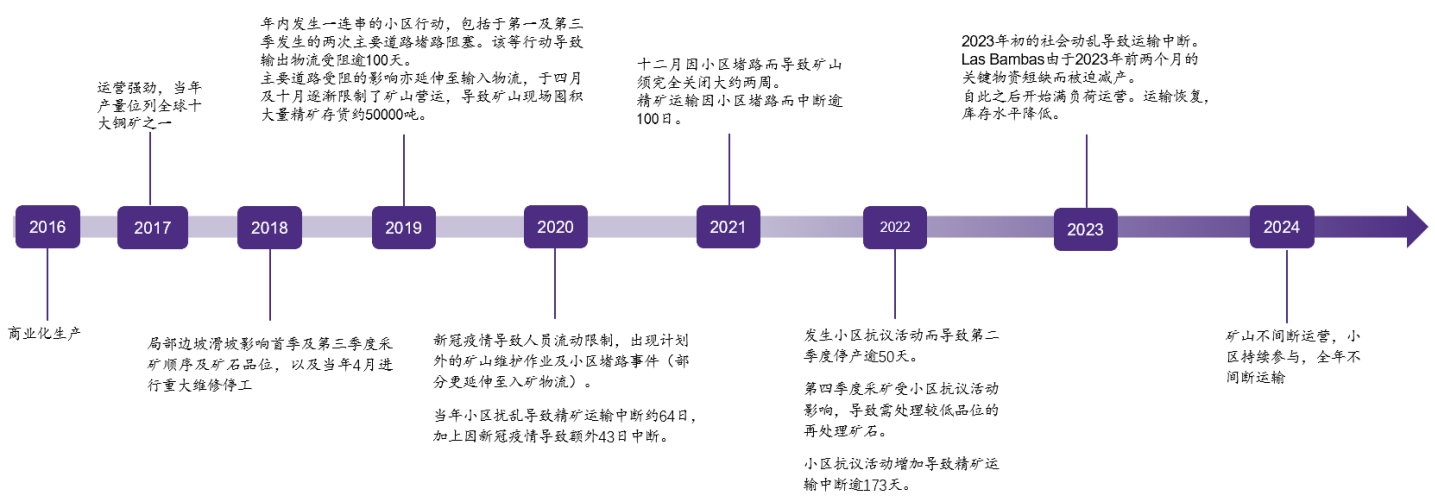
2.2、Las Bambas 运营：用“传家宝”本心，优化全生命周期运营

初始运营阶段，效益初现：2015 年，11 月份，Las Bambas 矿山产出首批铜精矿粉。2016 年 1 月份，完成 Las Bambas 矿山建设，第一次铜精矿装船。在顺利完成矿山试车和爬坡达产后，7 月 1 日实现商业化生产。2017 年，Las Bambas 矿山完成首个完整商业运营年，其金属铜产量达 45 万吨。

环境动荡时期，持续坚挺经营：2019 年发生两次小区堵路阻塞，导致 Las Bambas 矿山输出物流受阻逾 100 日。2020 年由于疫情、矿山维护及小区堵路，导致 Las Bambas 矿山精矿运输中断约 107 日。2021 年，精矿运输因小区堵路而中断逾 100 日。2022 年发生小区抗议活动导致停产逾 50 天，精矿运输中断逾 173 天。2023 年初的社会动乱导致运输中断，Las Bambas 矿山由于 2023 年前两个月的关键物资短缺而被迫减产。

探索可持续道路，恢复增长：益于秘鲁政府的支持，Las Bambas 矿山精矿运输自 2023 年 3 月移除路障至年底一直保持稳定。同年，启动“邦巴斯之心”计划，将更广泛的社区纳入 Las Bambas 项目价值链。2024 年第一季度，启动 Chalcobamba 采坑采矿前期工作。第四季度，Chalcobamba 采坑开始商业化生产。11 月份，FueraBamba 社区企业开始运输铜精矿。2024 年，Las Bambas 全年产量超年度指引。第四季度，矿山实现了自 2019 年以来的最高季度产量。这一强劲成果主要由于 Chalcobamba 矿坑开始开采，并得益于持续的小区参与和全年不间断运输。

图表 33：Las Bambas 历经波折恢复稳定运营阶段



资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

在经营过程中，持续的社会冲突带来的成本高昂且不断攀升，并且公司意识到基于交易性质的合作关系已不可持续。2023 年，邦巴斯矿山开始探索一种新的可持续的社会管理模式——“邦巴斯之心”计划。

图表 34：邦巴斯矿山：恢复稳定并建立社区伙伴关系



资料来源：公司业绩报告，华鑫证券研究

图表 35：践行“人类命运共同体”，高质量建设运营 Las Bambas 铜矿

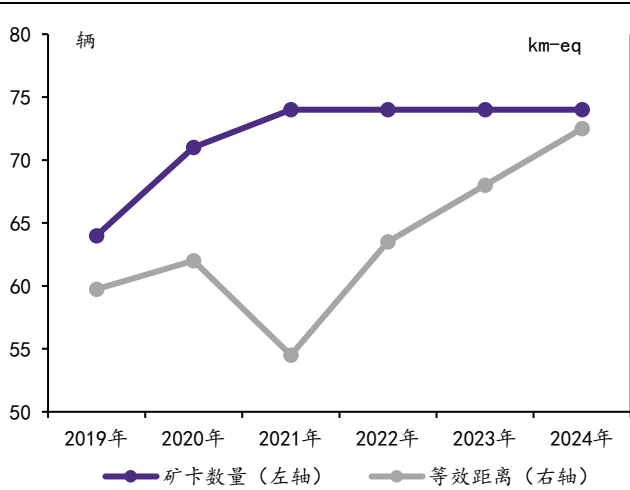
标题	部分行动
做“经济发展”的贡献者	2016 年投产至 2023 年，Las Bambas 铜矿累计向秘鲁政府纳税超 128 亿元人民币，项目产值约占秘鲁国内生产总值的 1%，拉动项目所在地阿普里马克大区年均 GDP 从 36 亿元人民币提高到 127 亿元人民币，人均 GDP 达到 2.7 万元人民币，一跃成为秘鲁经济增长最快的地区之一。
做“绿水青山”的守护者	2015 年起至 2023 年，Las Bambas 铜矿在当地 22 家苗圃的支持下，提供资金和技术支持帮助科塔班巴斯省和格劳省的 34 个社区，在 368 公顷的土地上栽种松树和龙鳞木，苗圃里共有近 190 万棵树木，每月有约 545 人次轮流进行养护。Las Bambas 矿山还向周边社区投放了 60 万条鳟鱼幼苗，由于鳟鱼生长对水质要求极高，这一举措不仅有助于保护水生态系统，还可以提升该地区生物多样性，促进生态平衡。
做“启迪智慧”的引领者	2023 年止，Las Bambas 铜矿投入 2340 万元人民币对玛拉地区最大的中学进行重建，为 276 名学生建造了 11 间教室、3 个实验室、1 个图书馆以及 15 间供教师、学生和残障人士使用的卫生间、更衣间等。此外，Las Bambas 铜矿还对受矿山直接影响的 6 个社区提供了互联网接入服务，向师生捐赠了电脑、交互式多媒体白板、投影仪、打印机等学习设备，让更多社区学校能够享受互联网带来的知识红利。
做“美好未来”的推动者	由于 Las Bambas 铜矿处于高海拔地区，缺氧导致的头疼、乏困一直以来是影响矿山运输安全的痛难点。针对这一情况，Las Bambas 铜矿研发了“智能安全帽防疲劳驾驶系统”，该系统基于脑电图技术，能随时监测矿卡司机微睡眠情况，对疲劳作业的员工进行安全预警提示。自投入使用以来，Las Bambas 铜矿未发生过一起因疲劳或乏困导致的交通事故，有效保障了员工的职业安全。目前，该系统已全面覆盖了所有工作班次中的 5 台电动 75 码方铲车（重达 2000 吨）、74 台自翻电动矿卡（自重+载重约 600 吨）、6 台牙轮钻机（重达 100 吨）、其他辅助设备近 100 台（9 台内燃动力履带推土机，9 台内燃动力轮式推土机、平路机等），精矿运输卡车 400 余台，人员运输巴士 34 辆，80 台重型矿卡车队和 34 辆巴士货车

资料来源：中国五矿集团有限公司官网，中国绿色智能矿业网，论文《大型露天采矿场铲装工艺过程数字化转型研究与实践：以拉斯邦巴斯采矿场为例》，华鑫证券研究

Las Bambas 铜矿将运营所在社区深度融入其价值链。2024 年 11 月份，Fuerabamba 社区的公共性企业 Apu Llallawa 开始使用专门购买的精矿卡车，将精矿从邦巴斯矿山运送至 Matarani 港口。在 2024 年期间，来自 Huancuire 社区的公共性企业直接参与了 Chalcobamba 项目。2025 年第一季度，Huancuire 小区的 Corhuan 公司获得了矿山的铜精矿运输合同，并部署了 30 辆新卡车，充分展现出“社区参与型”发展的复制性与可持续性。截止至 2025 年 Q2 生产运营报告，现在 Las Bambas 铜矿获准营运卡车总署从每日 125 辆达到了 170 辆，大大提升了矿山运输能力。

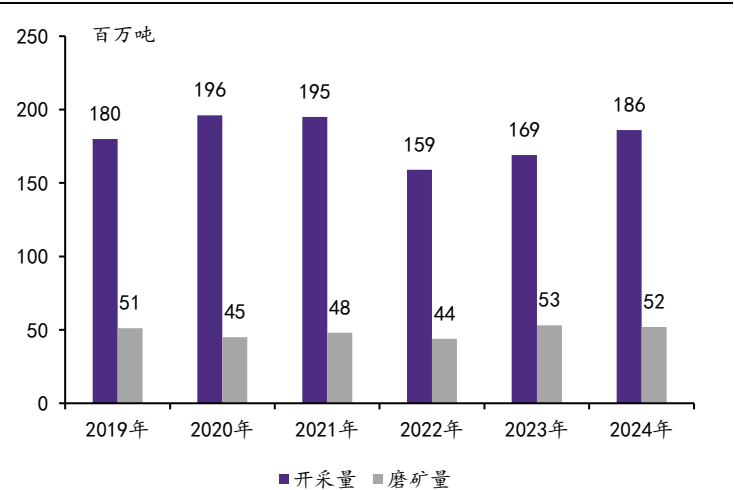
Las Bambas 铜矿自身矿山运营也持续优化。2021 年，矿山车队增长达到 74 辆矿卡的峰值，标志着设备数量的最高水平。等效距离自 2022 年来也不断提高，这代表单位距离能量消耗更低。三号球磨机，自 2022 年末开始运行，选矿技术的提升也为稳定的矿石总处理量提供了支持。2024 年，开采量大幅增加，显示出车队效率和运营效率的提高。

图表 36：Las Bambas 矿卡数量及其等效距离年度变化



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 37：Las Bambas 矿石开采量与磨矿量年度变化

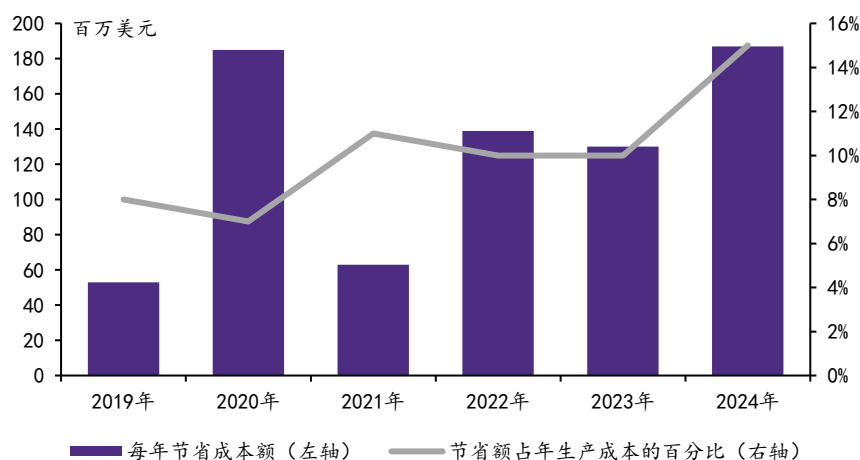


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

运营成本不断优化，节省成本百分比逐步提升，2024 年节省比例创近年新高。在采矿、选矿和物流运营优化的推动下，Las Bambas 铜矿持续开展的降本增效计划每年可节省 7%到

15%的运营成本。2024 年节省比例达到历史最高的 15%。

图表 38: Las Bambas 运营成本节省额及其占年生产成本百分比年度变化



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2.3、Las Bambas 经营情况：债务轻装上阵，生产经营及财务指标向好

相较于 2023 年度，Las Bambas 铜矿 2024 年大部分指标都有所提升。铜矿的入选品位从 0.66%提升至 0.72%。铜回收率从 86.2%提升至 86.7%。铜精矿含铜产量从 30.2 万吨提升至 32.3 万吨，超过 2024 年年度指引上限 32 万吨。2023 年的销售收入相较于 2024 年较高，是由于在 2022 年积累了大量库存，于 2023 年集中出售使 2023 年销售收入增加迅速。2024 年 EBITDA 有所上升并且 EBITDA 利润率有所提高，经营指标表现优异。

图表 39: Las Bambas 生产指标 (100%权益表示)

截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
生产指标			
采矿量(万吨)	6382.0	4642.9	37.0%
选矿量(万吨)	5158.7	5287.2	-2.0%
入选品位 - 铜	0.72%	0.66%	9.0%
回收率 - 铜	86.70%	86.20%	1.0%
铜精矿含铜(万吨)	32.3	30.2	7.0%
C1 成本(美元 / 吨)	3328.98	1.6	-6.0%
LME 平均价格-铜(美元 / 磅)	4.15	3.85	8.0%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

图表 40: Las Bambas 财务指标 (100%权益表示)

截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
财务指标			
收入	2,977.6	3,417.3	-13%
运营费用	-1,329.9	-2,013.7	34%
其中：运营费用（不含库存变动）	-1,441.8	-1,498.4	4%
库存变动	111.9	-515.3	
EBITDA	1,594.3	1,396.7	14%
EBITDA 利润率	54%	41%	

请阅读最后一页重要免责声明

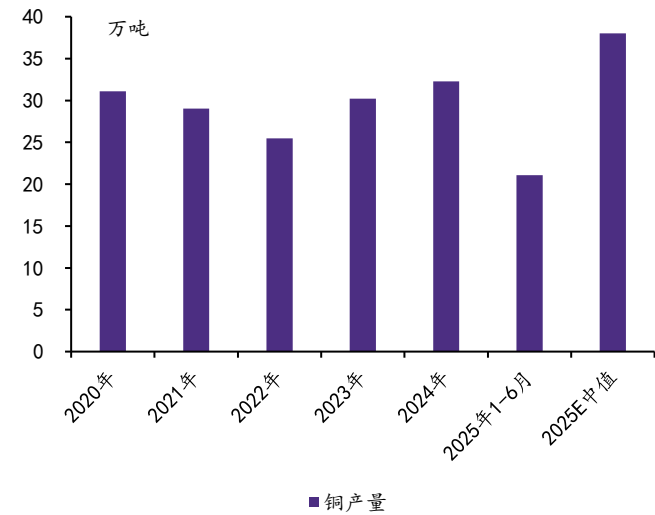
23

折旧摊销	-762.2	-800.0	5%
EBIT	832.1	596.7	39.5%
财务成本净额	-108.9	-202.6	-46.2%
所得税支出	-195.6	-92.4	111.7%
年度利润	527.6	301.0	75.3%
年度其他综合收益（税后）	-38.5	-37.3	3.2%
净利润总额	389.1	263.7	47.6%
一归母净利润	305.7	164.6	85.7%
一少数股东权益	183.4	99.1	85.1%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

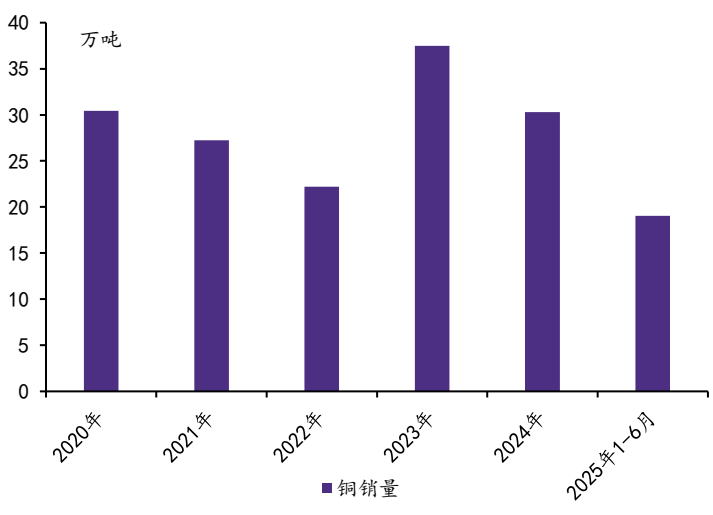
年度产量中，Las Bambas 铜矿产量原先受疫情与社区影响有所下降，随着外部环境的改善，Las Bambas 铜矿产量自 2022 年以来已稳步回升。铜销量也与产量有着相同的趋势，但 2023 年的销量突增是由于 2022 年秘鲁全国性堵路累计的库存消耗。2025 年 Las Bambas 铜产量指引在 36 万吨到 40 万吨之间，高于过去五年各个年度的产量。

图表 41：Las Bambas 铜产量年度变化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 42：Las Bambas 铜销量年度变化



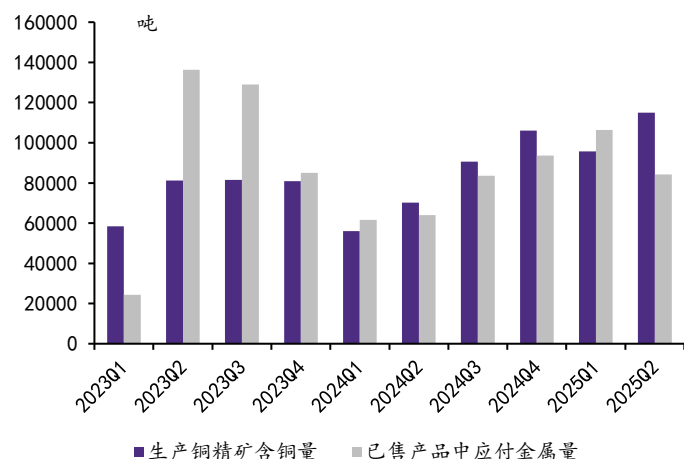
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

从季度来看趋势更加明显。季度处理矿石量基本保持稳定，开采矿石量整体呈现上升趋势，尤其是自不间断经营的 2024 年以来。

Las Bambas 产铜量自 2023 年 Q1 以来整体也呈现上升趋势。在 2025 年二季度，Las Bambas 创下历史第二高的季度产量，铜精矿含铜的产量达 11.5 万吨，较 2024 年同期+64%。产量提升主要是受益于选矿品位提升至 0.94%，这是由于 Chalcobamba 矿坑和 Ferrobamba 矿坑稳定供矿。此外 2025 年 Q2，Las Bambas 的铜回收率达到 91.3%，也是推动矿山铜产量增长的重要因素。

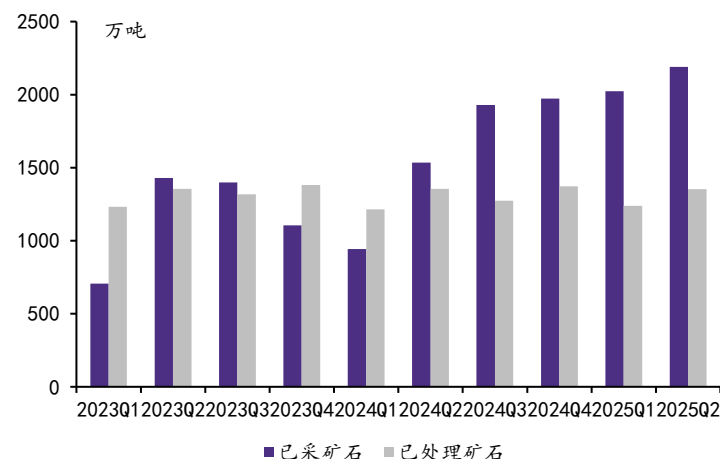
Las Bambas 铜销量近两年开始稳步回升。2023 年的销量突增是由于 2022 年全国性堵路造成的库存积压，2023 年则销售了大量库存。2025 年第一季度相比 2024 年第四季度销量上升是由于运营卡车能力不断提高，社区管理模式较可持续。2025 年 Q2 铜销量环比下滑，主要是因为自 2025 年 6 月下旬以来，手工采矿者针对即将到期的 REINFO 计划发起全国性抗议活动，Las Bambas 面临间歇性堵路情况，精矿外运受到影响。干扰持续约两周，道路封锁 Las Bambas 矿山和同业公司均造成影响。随着手工矿工同意在与政府展开对话前先行解除道路封锁，Las Bambas 的铜精矿运输已于当地时间 7 月 15 日早上 6 时恢复。

图表 43：产量含铜量与销量含铜量季度变化



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

图表 44：开采处理矿石季度变化

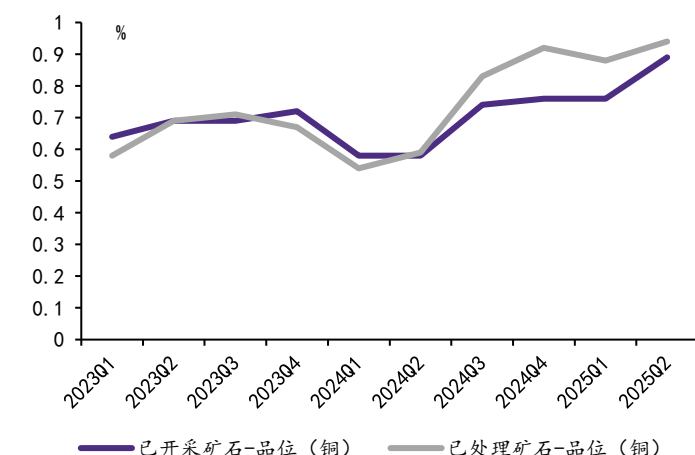


资料来源：公司季报，华鑫证券研究

近几个季度矿石品位有所提升。自 2024 年第一季度以来，开采矿石和处理矿石的入选品位整体呈现上升趋势，2025 年 Q2 原矿开采品位达到了 0.89% 的高位。主要影响因素为 Chalcobamba 矿坑开发顺利实现，并且已实现矿石稳定供应。在勘探区域，Chalcobamba 矿坑的上部品位高的区域较多，Ferrobamba 矿坑的下部品位高的区域也较多，未来也是优质品位来源的重要保证。

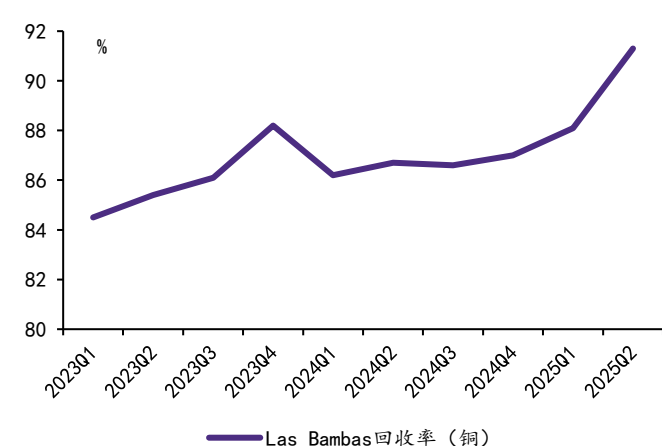
除此之外，铜回收率的提升也会进一步提高铜产量。自 2023 年第一季度以来，铜回收率整体也呈现上升趋势。2025 年第一季度比以往 2023 年、2024 年的第一季度回收率都有显著提升，2025 年 Q2 更是达到了 91.3%。主要原因是 Las Bambas 矿山在 2022 年以前只有两台球磨机，其第三台球磨机于 2022 年末投入使用，助力了选矿量的增长和回收率的上升。

图表 45：Las Bambas 开采处理矿石品位季度变化图



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

图表 46：Las Bambas 铜回收率



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

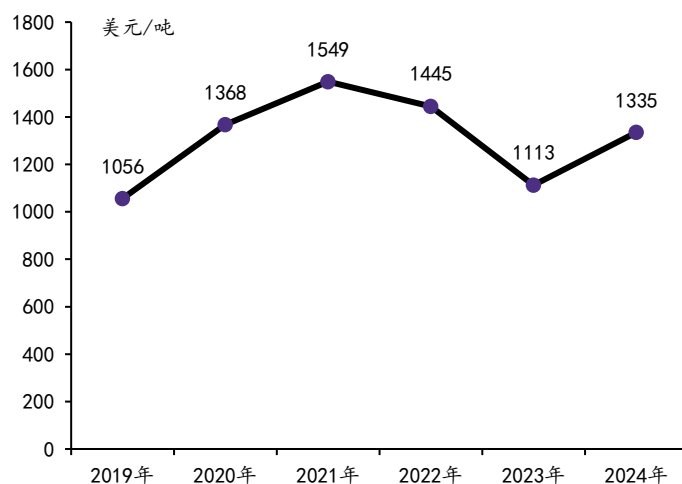
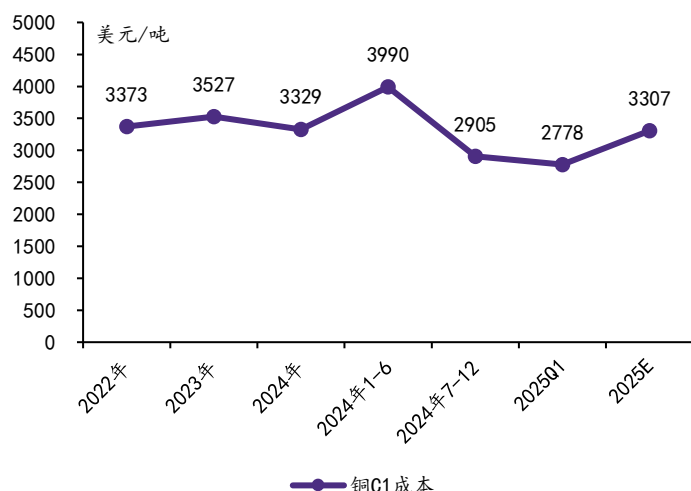
2025 年第一季度铜 C1 成本表现优异，回到全球 C1 单位成本的前五十分位。铜 C1 年度成本来看，2022 年至 2024 年保持稳定。阶段性来看，2024 年以来 C1 成本呈现下降趋势。

虽然在 2025 年度指引中，邦巴斯 C1 成本介于 1.4 到 1.6 美元每磅之间，折合 3086 美元每吨到 3527 美元每吨之间，但 2025 年一季度 C1 成本表现优异，只有 1.26 美元每磅，折合 2778 美元每吨，回到全球 C1 单位成本的前五十分位，主要得益于高品位原矿贡献、副产品收入的增加以及一系列降本增效措施的有效实施。

生产每吨铜的投资成本也基本保持稳定，关键的维持性项目已经完成。在大规模铜矿开采中，每吨铜矿的维持性投资成本通常在 1200 美元至 1500 美元之间，具体取决于资产成熟度、矿石硬度和物流情况。

图表 47: Las Bambas 铜 C1 成本随时间变化图

图表 48: Las Bambas 生产每吨铜的投资成本



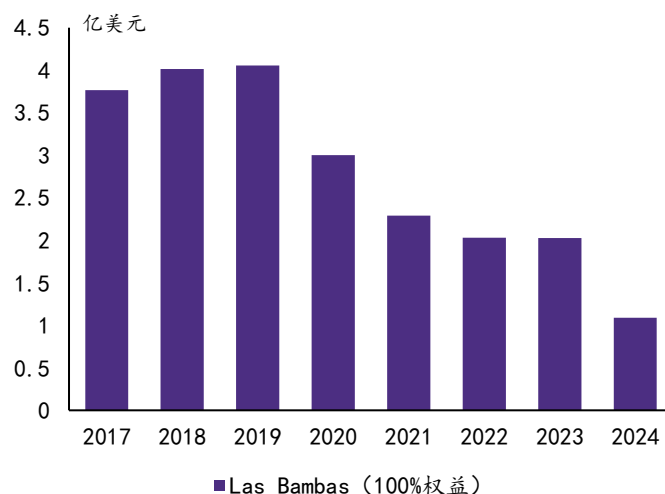
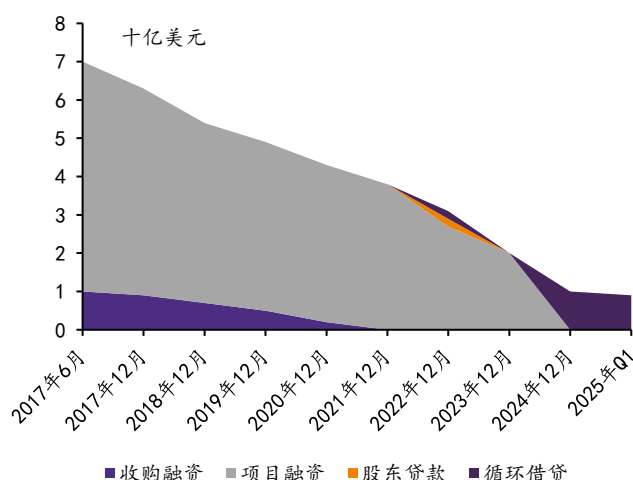
资料来源：公司年报，公司半年报，公司公告，华鑫证券研究

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

自收购以来，Las Bambas 矿山一直通过经营增强资产负债表灵活性，债务管理卓有成效，债务从 70 亿美元减少到 9 亿美元，提前六年完成原先的偿债计划。主要驱动因素为可靠的铜产量支持强劲的收入，运营效率和可持续成本的节省，严格的资本分配，优先考虑高回报的投资，稳健的运营资本和资金管理，确保稳健的流动性。

图表 49: Las Bambas 一级债务偿还额

图表 50: Las Bambas 矿山财务成本净额



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

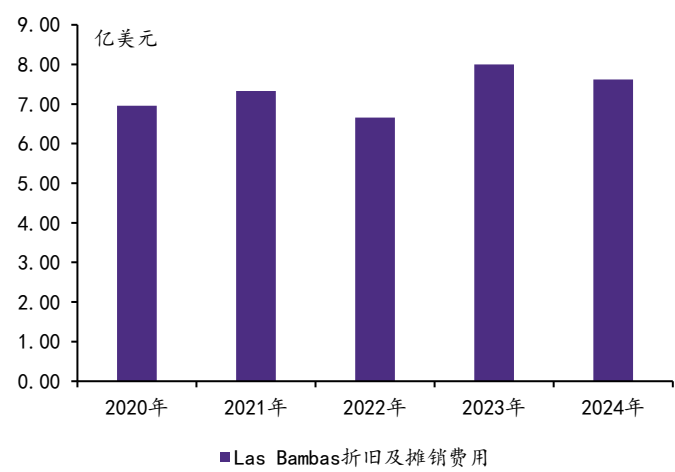
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

Las Bambas 矿山折旧摊销保持稳定，2024 年相较于 2023 年减少主要由于 Ferrobamba

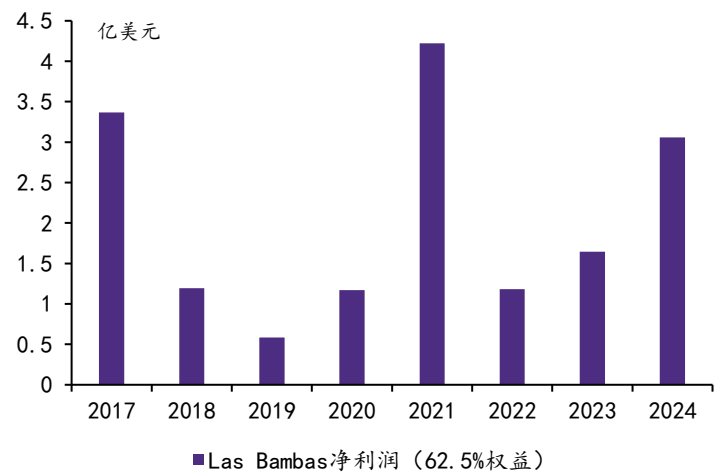
矿坑三期资产核销及尾矿坝使用寿命延长。2025 年在 Las Bambas 的资本性支出指引为 5.5 到 6 亿美元，主要用于尾矿库扩建、Ferrobamba 矿坑相关基建、Chalcobamba 相关项目。未来 Las Bambas 矿山依旧有较大的勘探潜力，矿坑寿命延长也有利于折旧摊销额的降低。

归母净利润方面，随着 2022 年恢复正常运营以来，净利润也呈现上升趋势，2021 年净利润升高是由于铜价上涨约百分之五十，虽然当年销量较 2020 年下滑，依旧给净利润带来了强劲表现。

图表 51：Las Bambas 矿山摊折费用年度变化



图表 52：Las Bambas 净利润（62.5%权益）



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

3、公司其他矿山：两座铜矿未来规模有扩张计划，两座锌矿保持稳定经营

3.1、Khoemacau 科马考：收购首年经营优异，助力公司持续扩大铜资源优势

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。该项目已成功爬坡至设计产能，现时在产铜精矿产能为每年 5 万吨含铜量。Khoemacau 矿山计划于 2028 年或 2029 年之前将铜精矿产能提升至每年 13 万吨含铜量，原矿铜品位区间从 1.6%-1.8%提升到 1.7%-2.0%，使 C1 成本降至 1.55 美元/磅，折合 3417.17 美元/吨。

图表 53：Khoemacau 生产指标（100%权益表示）

2024 年 3 月 23 日起始		截至 2024 年 12 月 31 日止	
		生产指标	
采矿量(万吨)		245.7	
选矿量(万吨)		235.7	
入选品位 - 铜		1.54%	
回收率 - 铜		87.90%	
产量铜精矿含铜(万吨)		3.1	
C1 成本(美元 / 吨)		5599.74	

请阅读最后一页重要免责声明

LME 平均价格-铜(美元 / 磅)	4.15
销量铜精矿含铜(万吨)	3.0

资料来源：公司公告，华鑫证券研究（注：此处 C1 成本是在扣除副产品后，在考虑银流协议之前计算）

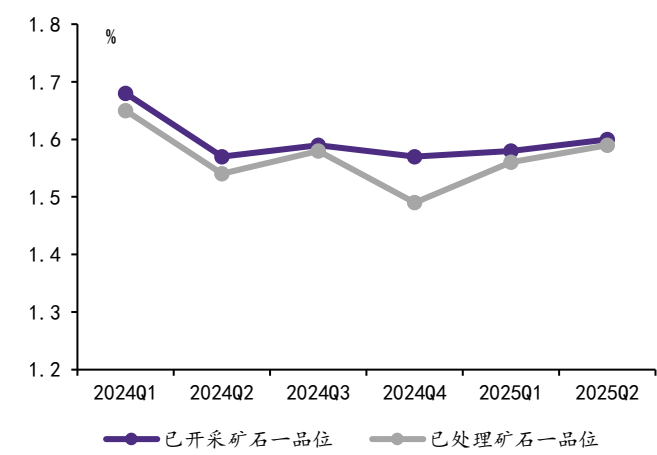
图表 54: Khoemacau 财务指标（100%权益表示）

2024 年 3 月 23 日起始	截至 2024 年 12 月 31 日止
财务指标	
收入	295.80
运营费用	-165.90
EBITDA	125.90
EBITDA 利润率	43%
折旧摊销	-32.5
EBIT	93.4
财务成本净额	-79.7
所得税支出	-5.4
年度利润	8.4
年度其他综合收益（税后）	0.4
净利润总额	8.8
—归母净利润	4.2
—少数股东权益	4.6

资料来源：公司公告，公司年报，华鑫证券研究

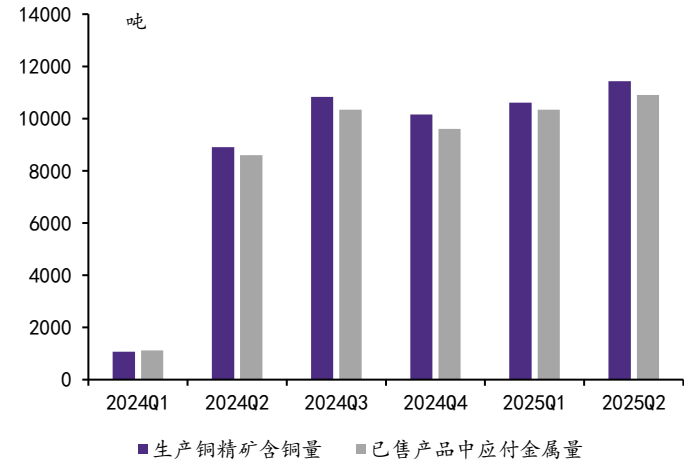
2025 年 Q2，Khoemacau 矿山铜精矿产量为 11.4 万金属吨，同比+28%，环比+8%。矿山自 2024 年 3 月 22 日收购以来，已经完成了 5 个连续稳定的季度生产。Khoemacau 矿山 2025 年的年度指引铜产量预期介乎 4.3 万吨至 5.3 万吨，铜 C1 成本指引为 2.30 至 2.65 美元/磅，折合 5070.63 至 5842.25 美元/吨。

图表 55: Khoemacau 季度开采与处理矿石品位



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

图表 56: Khoemacau 季度铜产量与铜销量



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

Khoemacau 矿山正计划分阶段稳步提升其产量。第一阶段，Khoemacau 矿山计划利用现有选矿厂于 2026 年至 2027 年间将铜的年产量提升至 6 万吨。矿山将利用现有年处理量 365 万吨的选厂，通过增加采矿工作面和提高运营灵活性，重点开拓较高品位矿段。此外，通过建设膏体充填厂来提高开采率。第二阶段，公司计划于 2028 年再新建一座年处理量为 450 万吨的选厂，增加 5 区的产出，并开发扩建矿床，将矿山的产能扩大到每年 13 万吨铜精矿含铜。目前前期工作已启动。预计扩建项目将于 2026 年动工，于 2028 年首次生产精矿，具体时间取决于可行性研究的评估结果。

2025 年第三季度矿山更换采矿承包商，未来 5 年 C1 成本预计优于当前之前的五年。2025 年第三季度，Khoemacau 矿山将更换地下采矿承包商，由原先的 Ausdrill 公司更换为金诚信。与 Ausdrill 的合同为五年期共计 8 亿美元，而与金诚信的新合同的总额为 8.05 亿美元。随着未来几年 Khoemacau 项目的扩建，产能从当前的 5 万吨每年至 2028 年的 13 万吨每年，铜 C1 成本预计可以进一步降低。

3.2、Kinsevere 金塞维尔：正处转型期，扩建项目持续推进，未来年度铜产量可达 8 万吨

2024 年 Kinsevere 矿山各项经营指标大部分有所改善，总体保持稳定经营。Kinsevere 铜矿于 2024 年全年生产了 44597 吨电解铜，超过之前指导范围的上端，较去年增长了 1%。这一增长主要因为其新增了硫化物生产线、电力供应稳定性增强，以及其 Sokoroshe II 矿坑的矿石供应增加，使得年度选矿量增加，从 210.7 万吨增至 260.9 万吨，这些因素抵消了第三方矿石供应减少和给矿品位下降的影响。

图表 57: Kinsevere 生产指标 (100%权益表示)

截至 12 月 31 日止年度 生产指标	2024 年	2023 年	变动%
采矿量(万吨)	334.4	172.6	94%
其中：氧化矿量（万吨）	227.9	68.5	233%
其中：硫化矿量（万吨）	106.5	104.1	5%
选矿量(万吨)	260.9	210.7	24%
选矿品位—铜（%）	1.94	2.14	-9%
回收率 - 铜（%）	96.4	96.5	0%
电解铜产量（万吨）	4.5	4.4	1%
C1 成本(美元 / 磅)	3.26	3.29	-1%
LME 平均价格-铜(美元 / 磅)	4.15	3.85	8.0%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

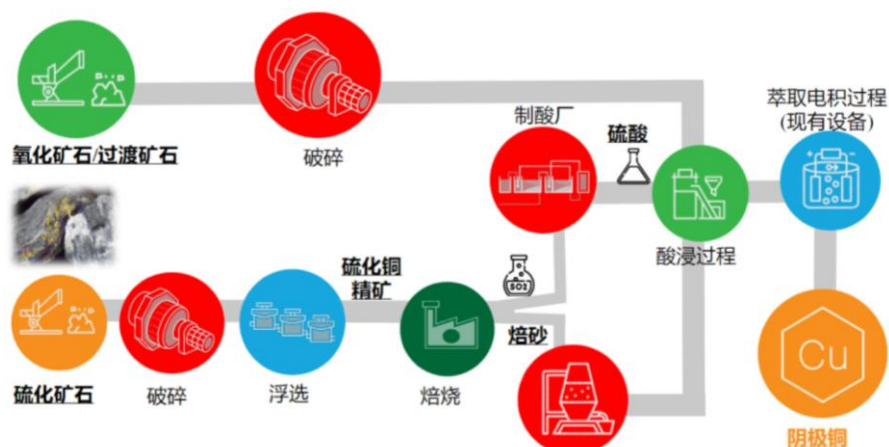
图表 58: Kinsevere 财务指标 (100%权益表示)

截至 12 月 31 日止年度 财务指标	2024 年	2023 年	变动%
收入	423.6	354.6	19%
运营费用	-335.7	-354.8	5%
EBITDA	67.8	-32	312%
EBITDA 利润率（%）	16	-9	
折旧摊销	-118.4	-27.5	-331%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

Kinsevere 扩建项目顺利推进，产能爬坡中，远期年产电解铜能达到 8 万吨。2022 年，Kinsevere 扩建项目开启。该项目将使 Kinsevere 矿山营运年期自 2022 年起延长最少 13 年，全面投产，将可使年总产量达至电解铜最多 8 万吨。经过近 30 个月的建设，硫化矿选矿系统于 2024 年 7 月 29 日建成投产，焙烧制酸系统于 9 月 15 日夜成功点火并生产出铜钴焙砂和硫酸，9 月 20 日开启硫化铜生产。截止至 2025 年 Q2 生产经营报告，扩建项目继续推进产能爬坡，主要技术指标逐步接近设计参数，六月份硫化矿选厂的铜回收率超过 75%，焙烧厂的焙烧转化率达到 88%。

图表 59: Kinsevere 矿山扩建项目阴极铜生产简易流程图



资料来源：中央企业学习平台，华鑫证券研究

该项目新建的硫化矿处理系统包括硫化矿选矿、混合矿选矿、焙烧制酸等模块，其中，核心装备铜钴沸腾焙烧炉的炉膛面积为 130 平方米，是近年来全球最大的单系列铜钴焙烧炉之一，精铜处理量 857 吨/天。

图表 60: Kinsevere 矿山焙烧炉于 2025 年 9 月 15 日成功点火投料

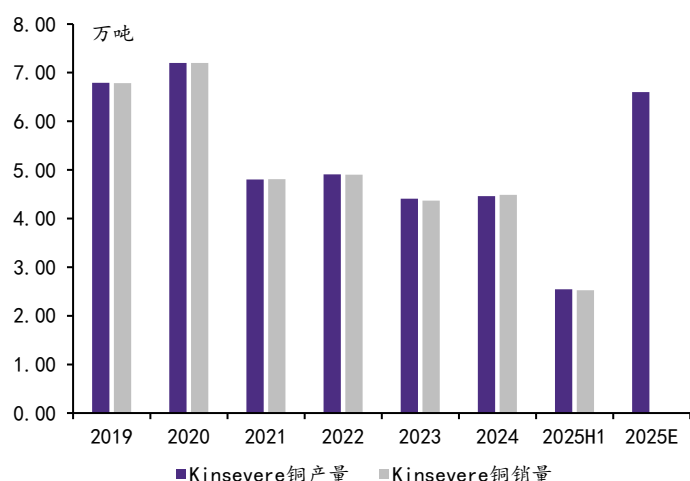


资料来源：国务院国资委官网，华鑫证券研究

未来铜 C1 成本随着扩建产量增加会下降。铜产量自 2021 年下降后一直保持稳定，扩建完成后 2025 年预计产量有所提升。铜 C1 成本在矿山产量较低且扩建期间有所提高，随着爬坡生产产量增加，预期铜 C1 成本会持续优化。

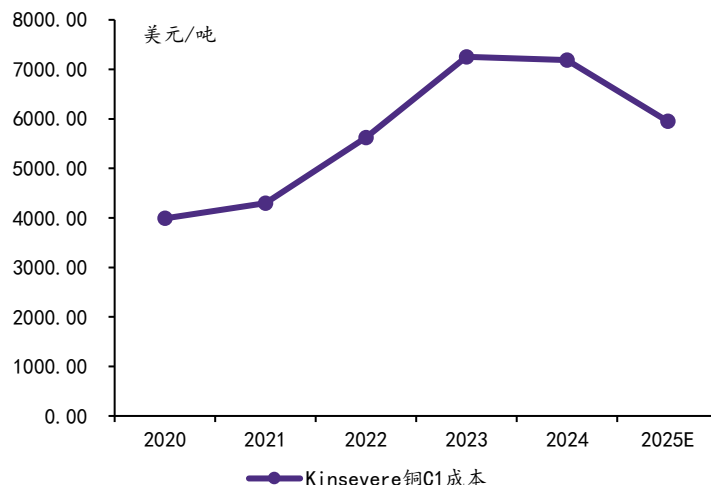
2025 年上半年，Kinsevere 矿山生产了 2.54 万吨电解铜，同比+19%。电解铜产量的增长主要是因为硫化矿生产线的产量爬坡。

图表 61: Kinsevere 铜产量与销量随时间变化图



资料来源: 公司年报, 公司半年报, 华鑫证券研究

图表 62: Kinsevere 铜 C1 成本



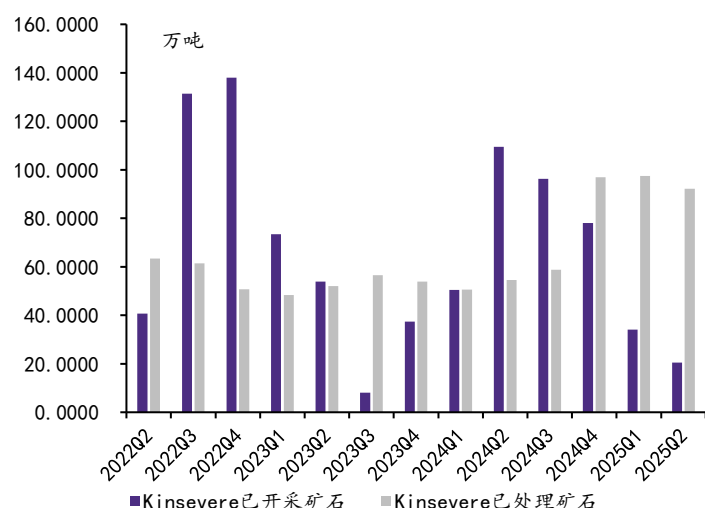
资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

开采矿石量季度波动大, 近几个季度, 优质矿坑供应量稳步上升。开采矿石波动幅度较大, 受雨旱季、开采矿坑及其顺序影响。2022 年第四季度至 2023 年第三季度之间的开采量下降, 主要原因是 Kinsevere 中心矿坑高品位矿石开采的枯竭, 开采量较少时依赖低品位的矿石库存与成本较高的第三方矿石供应选矿厂。2023 年第三季度开始, Sokoroshe II 矿坑采矿供应量稳步增加, 有助于缓解第三方矿石减少的影响。2024 年第三季度末扩建项目完成机械施工。

随着扩建项目完成, Kinsevere 矿山选矿量最近三个季度选矿量大幅增加。自 2024 年第一季度以来一直呈现增加态势, 选矿量从约 50 万吨增加至约 90 万吨以上的水平。选矿量的提升主要是因为 2024 年 Q2 完成了选矿厂硫化矿生产线的建设, 并在 2024 年 Q3 开始试运行。

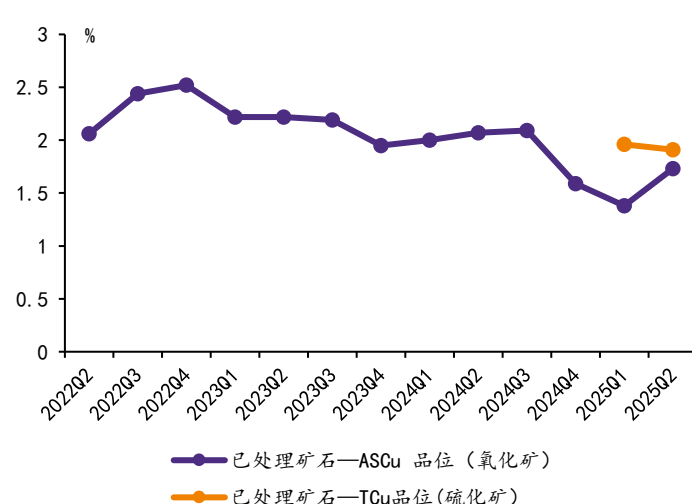
硫化矿指标于 2025 年一季度首次公布, 整体品位高于氧化矿。公司公布的 Kinsevere 硫化矿在 2025 年 Q1 和 Q2 的处理矿石品位分别为 1.96% 和 1.91%, 均高于同期的氧化矿。

图表 63: Kinsevere 已开采矿石与已处理矿石季度变化



资料来源: 公司年报, 公司半年报, 华鑫证券研究

图表 64: Kinsevere 已处理矿石品位



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

2025 年的铜 C1 成本预计处于 2.50-2.90 美元/磅之间, 折合 5511.56-6393.41 美元/吨, 优于 2024 年的水平, 主要由于 Kinsevere 矿山硫化铜项目的爬坡。2025 年的电解铜产量预

期介乎 6.3 万吨至 6.9 万吨。随着硫化物选矿厂、焙烧厂、气体净化和制酸厂（RGA）持续爬坡，加上整合现有湿法冶金厂处理的氧化矿，发电机组的投入，预计 2025 年的电解铜产量将逐步增加。

3.3、Dugald river 杜加尔河：世界级锌矿经营稳定

2024 年 Dugald River 矿山副产品收入亮眼，锌 C1 成本走低，EBIT 扭负为正，但对公司总 EBIT 贡献不大。Dugald River 矿山 2024 年收入增加 1.306 亿美元至 4.618 亿美元，增长 39%。Dugald River 矿山 2024 年的锌 C1 成本为 0.65 美元/磅，折合 1433.01 美元每吨，2023 年为 0.93 美元/磅，折合 2050.30 美元每吨，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。

图表 65: Dugald River 生产指标（100%权益表示）

截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
生产指标			
采矿量（万吨）	178.3	165.1	8%
选矿量（万吨）	175.5	166.0	6%
入选品位 - 锌	10.31%	10.16%	1%
回收率 - 锌	90.4%	90.0%	0%
锌精矿含锌（千吨）	164	152	8%
C1 成本(美元 / 吨)	1433.01	2050.30	-30%
LME 均价 - 锌（美元/磅）	1.26	1.2	5%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

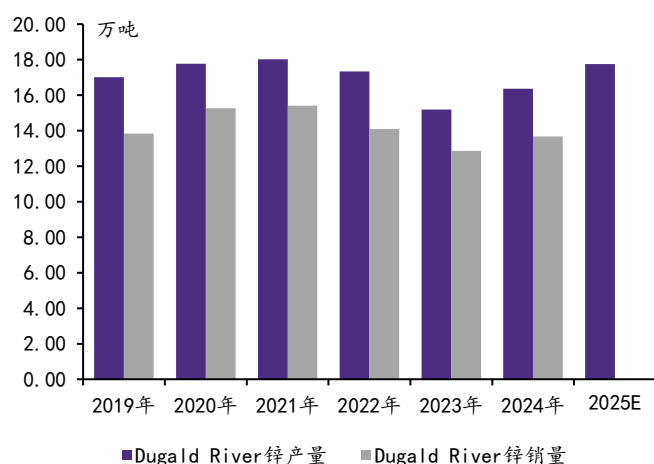
图表 66: Dugald River 财务指标（100%权益表示）

截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
财务指标			
收入	461.8	331.2	39%
运营费用	-293.1	-294.1	0%
EBITDA	169.4	33.8	401%
EBITDA 利润率（%）	37%	10%	
折旧摊销	-56.1	-53.1	-6%
EBIT	113.3	-19.3	687%
EBIT 利润率	25%	-6%	

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

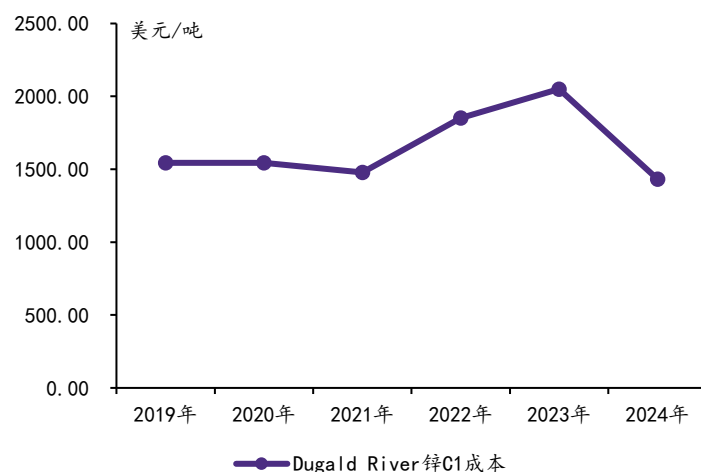
Dugald River 矿山锌产量总体稳定，锌 C1 成本也较稳定。Dugald River 矿山锌年产量在 15 万吨至 18 万吨之间波动，2023 年较低是由于矿山发生悲剧事故导致停产 34 天。锌 C1 成本总体保持稳定，2023 年较高是由于停产导致的产量减少。

图表 67: Dugald River 锌产量与销量年度变化



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

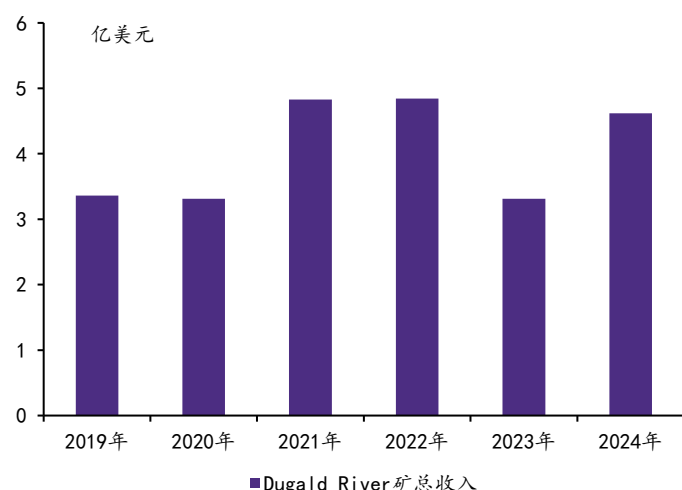
图表 68: Dugald River 锌 C1 成本年度变化 (美元/吨)



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

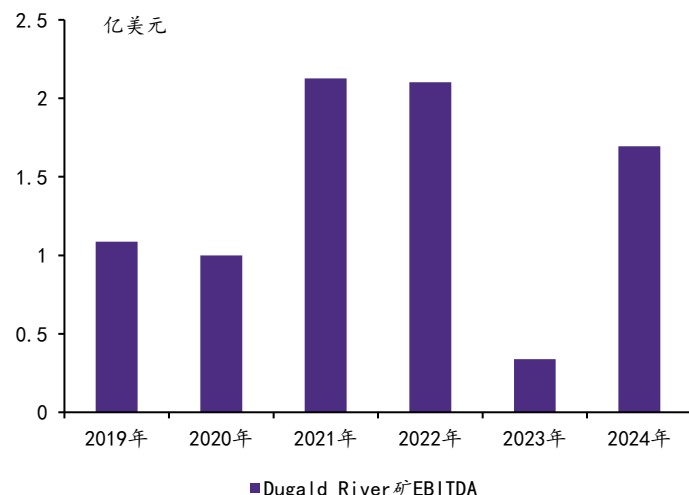
Dugald River 矿山收入在 2023 年下降原因主要有停产产量下降、锌价下跌、销量下降, 在 2021 年, 2022 年、2024 年皆在 4.6 至 4.9 亿美元之间。

图表 69: Dugald River 收入年度变化



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

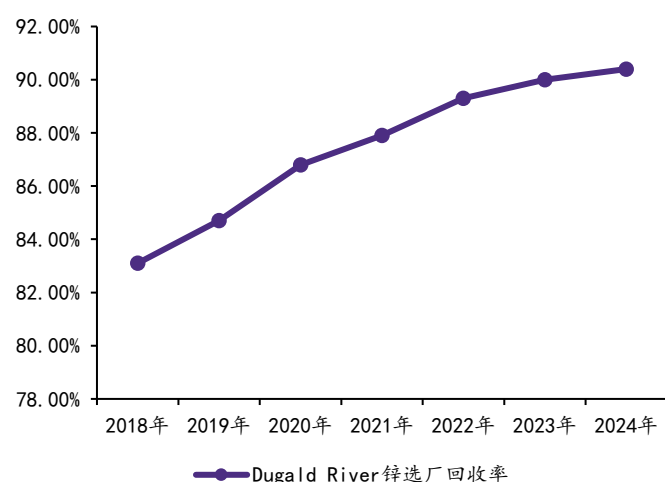
图表 70: Dugald River EBITDA 年度变化 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

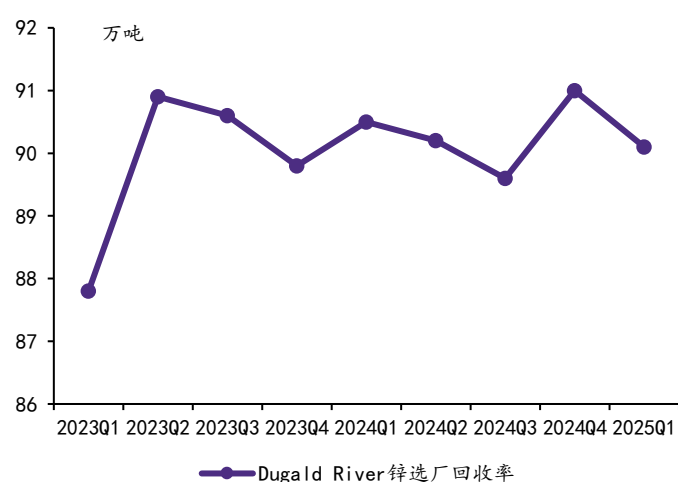
Dugald River 矿山锌年度回收率持续提升。2024 年第四季度回收率达 91% 的高记录, 季度产量史上第二高。

图表 71: Dugald River 锌回收率年度变化



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 72: Dugald River 锌回收率季度变化



资料来源：公司季报，华鑫证券研究

2025 年上半年 Dugald River 产锌精矿 8.44 万吨，同比+6%。虽然 2025 年一季度矿山生产遭受森林火宅和洪水的影响，整体上半年产量仍然实现了增长。

全年来看，根据公司发布的 2025 年二季度生产经营报告来看，Dugald River 的锌精矿含锌产量指引仍为 17-18.5 万吨。此外，C1 成本将处于此前指引的 0.75-0.90 美元/磅（折合约 1543-1984 美元/吨）的区间下沿，主要是因为副产品白银价格的上升和加工费的下降。

3.4、Rosebery 罗斯伯里：副产品开采持续优化成本

即使历经 90 年营运，Rosebery 矿山依然未见放缓迹象。2024 年相较 2023 年 EBITDA 增长 58%，达 1.232 亿美元。此佳绩主要受惠于锌、金、银及铜价走强、加工费下降，以及锌和铅销量提升。Rosebery2024 年全年的锌 C1 成本为-0.10 美元/磅，低于年度指导，相较于 2023 年 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。

图表 73: Rosebery 生产指标 (100%权益表示)

截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
生产指标			
采矿量 (千吨)	1,034	922	12%
选矿量 (千吨)	1,034	918	13%
入选品位 - 锌	6.22%	6.53%	-5%
回收率 - 锌	87.5%	86.2%	2%
锌精矿含锌 (千吨)	56	52	9%
C1 成本(美元/吨)	-220.46	573.20	-138%
LME 均价 - 锌 (美元/磅)	1.26	1.2	5%

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

图表 74: Rosebery 财务指标 (100%权益表示)

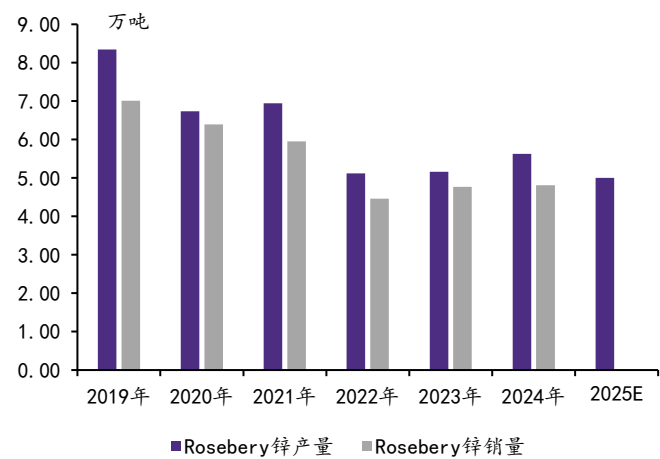
截至 12 月 31 日止年度	2024 年	2023 年	变动%
财务指标			
收入	306	240	28%
运营费用	-173	-156.5	-11%

EBITDA	123.2	77.8	58%
EBITDA 利润率 (%)	40%	32%	
折旧摊销	-78.8	-56.8	-39%
EBIT	44.4	21	111%
EBIT 利润率	15%	9%	

资料来源：公司年报，公司公告，华鑫证券研究

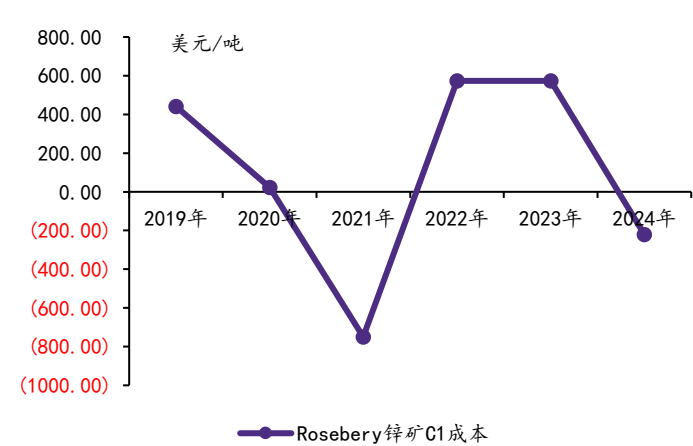
2022 年至 2024 年间，锌产量在 5 万吨至 6 万吨之间波动。2025 年锌产量指引中值为 5 万吨，相较 2024 年下降原因为矿山将重点转向副产品生产。C1 成本一直表现优异，主要原因在于副产品收益的贡献。

图表 75: Rosebery 锌产量与销量年度变化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

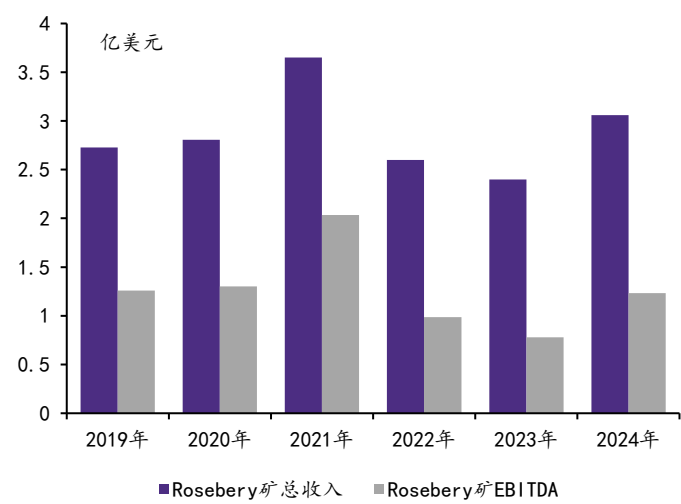
图表 76: Rosebery C1 成本年度变化 (美元/吨)



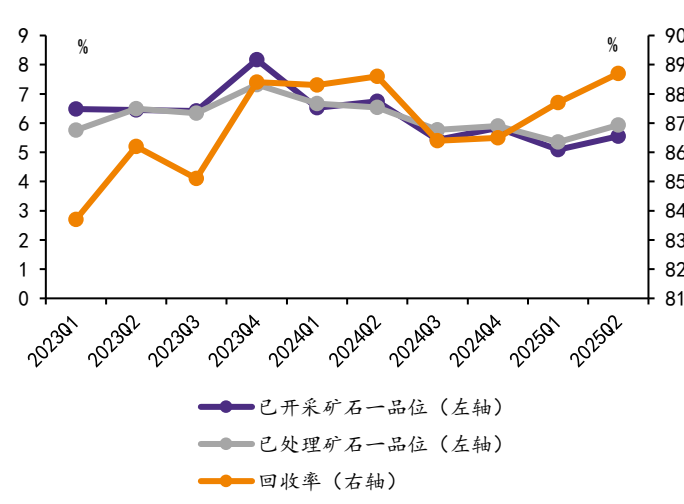
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

在 Rosebery 矿山，公司的战略重点是延长矿山的运营寿命。为此，矿山实施了多项举措，包括于 2023 年启动的加速资源扩展及近矿勘探钻探计划，以及近期获批的可持续尾矿储存解决方案。该钻探计划利用地下及地表钻探，已将 Rosebery 矿山的矿石储量提升 47%，其中锌、铅、银、金及铜的储量增长超过 30%。此外，现有尾矿库扩建于 2024 年 12 月获得最终批准，这为矿石储量增加及矿山寿命延长提供了关键支持。2025 年，矿山将重点推进 Bobadil 尾矿储库第 11 期及第 12 期堤坝的加高工程，以及 2/5 号坝的扩容。这些项目在获得相关许可批准后，有望将现有尾矿设施的使用寿命延长至 2030 年。

图表 77: Rosebery 总收入及 EBITDA 年度变化



图表 78: Rosebery 开采与处理矿石品位、回收率季度变化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

资料来源：公司季报，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

4.1、关键假设

假设五矿资源旗下三个铜矿 Las Bambas、Khoemacau、Kinsevere 产量按公司计划稳步增长，两个锌矿 Dugald River 与 Rosebery 持续稳定经营，我们对公司产量、销量、单位售价及单位经营成本、C1 成本做出如下假设及预测：

图表 79：公司营业收入假设

矿山及主要产品	项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Las Bambas 铜精矿	产量 (万吨)	25.48	30.20	32.29	40.00	40.00	40.00
	销量 (万吨)	22.17	37.47	30.29	40.00	40.00	40.00
	铜 C1 成本 (美元/磅)	1.53	1.6	1.51	1.55	1.55	1.55
	总收入 (万美元)	208680	341730	297760	384000	384000	384000
	单吨售价 (美元)	8189.95	9119.05	9831.35	9600	9600	9600
	经营费用总额 (万美元)	94830	201370	132990	112000	112000	112000
	单吨经营费用成本 (美元)	3721.74	6667.15	4118.46	2800	2800	2800
Khoemacau 铜精矿	产量 (万吨)			3.10	4.8000	6.0000	6.0000
	销量 (万吨)			2.97	4.8000	6.0000	6.0000
	铜 C1 成本 (美元/磅)			2.54	2.475	2.475	2.475
	总收入 (万美元)			29580	46080	57600	57600
	单吨售价 (美元)			9971.01	9600	9600	9600
	经营费用总额 (万美元)			16150	19200	24000	24000
	单吨经营费用成本 (美元)			5216.24	4000	4000	4000
Kinsevere 电解铜	产量 (万吨)	4.907	4.41	4.46	6.60	8.00	8.00
	销量 (万吨)	4.9048	4.371	4.4892	6.60	8.00	8.00
	铜 C1 成本 (美元/磅)	2.55	3.29	3.26	2.7	2.7	2.7
	总收入 (万美元)	42150	35460	42360	63360	76800	76800
	单吨售价 (美元)	8589.77	8112.56	9435.98	9600	9600	9600
	经营费用总额 (万美元)	29430	35480	33570	33000	40000	40000
	单吨经营费用成本 (美元)	5997.55	8051.19	7527.41	5000	5000	5000

请阅读最后一页重要免责声明

Dugald River 锌 精矿	产量 (万吨)	17.34	15.18	16.36	17.75	17.75	17.75
	销量 (万吨)	14.10	12.86	13.69	17.75	17.75	17.75
	锌 C1 成本 (美元/磅)	0.84	0.93	0.65	0.84	0.84	0.84
	总收入 (万美元)	48430	33120	46180	60350	60350	60350
	单吨售价 (美元)	2793.04	2574.87	3374.42	3400	3400	3400
	经营费用总额 (万美元)	27750	29410	29310	28400.00	28400.00	28400.00
	单吨经营费用成本 (美元)	1600.39	1936.86	1791.70	1600.00	1600.00	1600.00
Rosebery 锌精矿	产量 (万吨)	5.12	5.16	5.63	5.00	5.00	5.00
	销量 (万吨)	4.46	4.77	4.81	5.00	5.00	5.00
	锌 C1 成本 (美元/磅)	0.26	0.26	0.1	0.325	0.325	0.325
	总收入 (万美元)	25990	24000	30600	30000	30000	30000
	单吨售价 (美元)	5080.54	5035.25	6363.86	6000	6000	6000
	经营费用总额 (万美元)	16130	15650	17300	15000.00	15000.00	15000.00
	单吨经营费用成本 (美元)	3153.10	3031.42	3072.11	3000.00	3000.00	3000.00
合计	总收入 (万美元)	325420	434650	447920	583790	608750	608750
	拟合 C1 成本 (万美元)	148453	172594	179087	238421	253303	253303
	经营费用 (除折旧摊销) (万美元)	168140	281910	229320	207600	219400	219400

资料来源：五矿资源公司财报，华鑫证券研究

4.2、盈利预测

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 58.38、60.88、60.88 亿美元，归母净利润分别为 6.85、7.45、7.68 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 9.2、8.4、8.2 倍。

考虑到公司各项经营指标向好，且铜价中枢上移。首次覆盖，我们给予“买入”投资评级。

5、风险提示

1) 产量销量不达预期；2) 主要产品价格下跌风险；3) 矿山生产经营风险；4) 项目扩产进度超预期；5) 有色金属需求不及预期等。

公司盈利预测 (百万美元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:					营业收入	4,479	5,838	6,088	6,088
现金及现金等价物	193	1,384	2,778	4,122	销售成本	2,950	2,671	2,823	2,823
应收款	444	530	553	553	其他收入	-19	0	0	0
存货	529	406	429	429	销售费用	0	0	0	0
其他流动资产	336	438	457	457	管理费用	0	0	0	0
流动资产合计	1,502	2,758	4,217	5,561	财务费用	0	0	0	0
非流动资产:					研发费用	0	0	0	0
固定资产	11,723	11,441	11,278	11,226	经营费用 (除折旧摊销)	2,411	2,076	2,194	2,194
无形资产	1,164	1,106	1,048	992	EBITDA	2,068	3,762	3,894	3,894
其他非流动资产	597	597	597	597	减值开支	-53	0	0	0
非流动资产合计	13,484	13,144	12,923	12,816	折旧及摊销费用	-1,006	840	818	804
资产总计	14,986	15,902	17,141	18,377	EBIT	990	2,922	3,075	3,089
流动负债:					加: 财务收入	22	33	67	99
短期借款	889	879	869	859	减: 财务支出	391	325	282	240
应付账款	387	351	370	370	除所得税前利润	621	2,631	2,860	2,948
其他流动负债	693	597	631	631	所得税费用	255	1,081	1,175	1,212
流动负债合计	1,969	1,826	1,870	1,860	净利润	366	1,550	1,684	1,736
非流动负债:					少数股东损益	204	864	939	968
长期借款	3,740	3,250	2,760	2,270	归母净利润	162	685	745	768
其他非流动负债	2,998	2,998	2,998	2,998					
非流动负债合计	6,738	6,248	5,758	5,268					
负债合计	8,707	8,074	7,628	7,128					
所有者权益					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	4,380	4,380	4,380	4,380	成长性				
储备	-961	-275	470	1,238	营业收入增长率	3.1%	30.3%	4.3%	0.0%
少数股东权益	2,860	3,724	4,663	5,631	归母净利润增长率	1698.9%	323.4%	8.7%	3.1%
股东权益	6,279	7,828	9,512	11,249	盈利能力				
负债和所有者权益	14,986	15,902	17,141	18,377	EBITDA利润率	46.2%	64.4%	64.0%	64.0%
					净利率	8.2%	26.5%	27.7%	28.5%
					ROE	2.6%	8.8%	7.8%	6.8%
					ROA	1.1%	4.3%	4.3%	4.2%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
净利润	162	685	745	768	资产负债率	58.1%	50.8%	44.5%	38.8%
少数股东权益	204	864	939	968	流动比率	76.3%	151.0%	225.5%	299.0%
折旧摊销	1006	840	818	804	速动比率	49.4%	128.8%	202.6%	275.9%
减值费用	53	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	187	-198	-8	3	总资产周转率	0.30	0.37	0.36	0.33
经营活动现金净流量	1612	2191	2495	2544	应收账款周转率	10.1	11.0	11.0	11.0
资本性支出	-928	-500	-600	-700	应付账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
投资活动现金净流量	-2970	-500	-600	-700	存货周转率	5.6	6.6	6.6	6.6
普通股增加	1152	0	0	0	每股数据 (港元/股)				
贷款增加	-78	-500	-500	-500	EPS	0.10	0.44	0.48	0.49
支付股利	0	0	0	0	每股净资产	2.20	2.64	3.12	3.61
其他	30	0	0	0	P/E	38.8	9.2	8.4	8.2
筹资活动现金净流量	1104	-500	-500	-500	P/S	1.4	1.1	1.0	1.0
现金流量净额	-254	1,191	1,395	1,344	P/B	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究 (假设美元兑港币汇率=1:7.8)

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。