

2025年08月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# Las Bambas 铜矿产量增长显著，公司业绩大幅提升

## —五矿资源（1208.HK）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

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）	4.22
总市值（亿港元）	512.3
总股本（百万股）	12140.5
流通股本（百万股）	12129.0
52周价格范围（港元）	1.95-4.26
日均成交额（百万港元）	150.3

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《五矿资源（1208）：世界级铜矿产量回升，利润有望大幅增长》  
2025-07-29

五矿资源发布 2025 年半年度报告：公司 2025 年上半年实现营业收入 28.17 亿美元，同比+47%；EBITDA 为 15.40 亿美元，同比+98%；EBIT 为 10.59 亿美元，同比+240%，归母净利润为 3.4 亿美元，同比+1511%。杠杆率为 33%，2024 年年底为 41%。公司财务表现优异并且资产负债表显著优化。

### 投资要点

■ 主力矿山 Las Bambas 表现亮眼，带动全公司财务指标改善，其余两座铜矿山扩产效果逐步显现

(1) 主力矿山 Las Bambas 矿山优质矿坑生产输出强劲，营收显著增长，充分释放归母净利润弹性：

财务方面，2025 年 H1 Las Bambas 收入为 20.07 亿美元，同比+60%，主要原因是铜销量及其价格上升；EBITDA 为 13.11 亿美元，同比+122%；EBIT 为 9.13 亿美元，同比+286%；归母净利润为 358.2 亿美元，同比+366%；资本开支为 1.7 亿美元。

生产方面，2025 年 H1 Las Bambas 铜产量为 21.06 万吨，同比增加 67%，主要原因为 Chalcobamba 及 Ferrobamba 矿坑稳定供应矿石推动选矿品位提升至 0.91%并且铜的回收率高达 89.8%；铜 C1 成本为 1.06 美元每磅，折合 2337 美元每吨，同比-41.4%，主要原因是铜产量增加并且副产品收益提高。

产量指引方面，2025 年 Las Bambas 铜产量在 36 万吨至 40 万吨之间，铜 C1 成本指导由 1.5 至 1.7 美元每磅下调至 1.4 至 1.6 美元每磅，主要由于副产品价格利好且铜加工费下降，资本支出预计在 4.5 至 5 亿美元之间，主要用于尾矿坝设施扩建、Ferrobamba 矿坑基础建设及 Chalcobamba 项目执行等。

(2) Kinsevere 矿山扩产成效逐步显现，铜矿产量爬坡中：

财务方面，2025 年 H1 Kinsevere 收入为 2.35 亿美元，同比+25%，主要原因是铜销量及其价格上升；EBITDA 为 0.3 亿美元，同比-27%；EBIT 为 0.15 亿美元，同比+145%；资本开支

为 0.82 亿美元。

**生产方面**，2025 年 H1 Kinsevere 铜产量为 2.54 万吨，同比+19%，主要原因为 Kinsevere 扩建项目的爬坡；铜 C1 成本为 3.17 美元每磅，折合 6989 美元每吨，同比+1%，主要原因是现金费用上升。

**产量指引方面**，2025 年 Kinsevere 电解铜产量指导范围维持在 6.3 至 6.9 万吨，产量可能接近指导范围的下端，铜 C1 成本指导保持不变，可能将接近 2.5 至 2.9 美元每磅指导范围的上端，折合 5512 至 6393 美元每吨。资本开支预计为 2 亿美元，一方面 Kinsevere 扩建项目因接近完工进而减少部分开支，另一方面项目爬坡期间废石开采以及对去瓶颈项目的投资增加部分支出。

### **(3) Khoemacau 铜矿山稳健经营，扩产项目前期推进中：**

**财务方面**，2025 年 H1 Khoemacau 收入为 2.0 亿美元，同比+122%，主要原因是较去年今年有完整期限的该矿山所有权；EBITDA 为 0.90 亿美元，同比+167%；EBIT 为 0.71 亿美元，同比+206%；归母净利润为 670 万美元，去年同期为-60 万美元，资本开支为 1.35 亿美元。

**生产方面**，2025 年 H1 Khoemacau 铜产量为 2.2 万吨，同比+121%，主要原因为今年生产天数长并且 2025 年 Q2 采矿量增加；铜 C1 成本为 2.05 美元每磅，折合 4519 美元每吨，同比-23%，主要原因是产量上升。

**产量指引方面**，2025 年 Khoemacau 铜指导产量保持不变，在 4.3 至 5.3 万吨之间，铜 C1 成本在 2.3 至 2.65 美元每磅之间，折合 5071 至 5842 美元每吨。资本开支在 3 至 3.5 亿美元之间，其中 1.7 至 1.9 亿美元用于扩建项目及其前期工程，其余用于膏体充填厂的设计与建造。

## **■ 公司整体营收受益于铜量价齐升，优质现金流驱动资产负债表优化**

**利润表方面**，2025 年 H1，五矿资源收入为 28.17 亿美元，同比+47%，主要原因是三座铜矿山产量上升带来的销量上升，尤其是 Las Bambas 矿山，再叠加铜价上扬，营收提升；EBITDA 为 15.40 亿美元，同比+98%；EBIT 为 10.59 亿美元，同比+240%，财务成本为 1.46 亿美元，同比-19%；归母净利润为 3.4 亿美元，同比+1511%，主要原因为营收显著上涨、折旧摊销稳定、财务成本持续下降等一起释放弹性空间。

**资产负债表方面**，2025 年 H1 公司负债总额为 84.25 亿美元，相比 2024 年年底下降 3.24%；贷款总额为 42.41 亿美元，相比 2024 年年底下降 8.37%；权益总额为 70.61 亿美元；相比 2024 年年底+12.46%，杠杆率为 33%，2024 年年底为 41%。资产负债表显著优化。

现金流量表方面，2025 年 H1 公司经营活动现金流净额为 11.85 亿美元，同比+130%，主要原因是公司铜销售量的增加及商品价格上涨。

### ■ 铜矿扩建稳定推进中，未来铜矿产量可期

**Kinsevere 扩建项目 (KEP)**：项目包括过渡到硫化物矿石的开采及选矿，以及钴的生产。该项目将持续推进产能爬坡，逐步将主要技术指标提升至接近设计参数。2025 年 6 月，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%。电力方面，Kinsevere 正额外采购 12MW 柴油发电机容量，以补充生产所需电力。该项目的额定年产能为 8 万吨电解铜，KEP 将把 Kinsevere 的矿山寿命至少延长至 2035 年。

**Khoemacau 扩建项目**：目前相关可行性研究正在进行中，预计将于 2025 年底完成。扩建项目的前期工作已经启动。项目建设计划在可行性研究获批后启动，预计于 2028 年首次生产精矿，矿山的产能将扩大到每年 13 万吨铜精矿含铜。随着产量规模扩大，Khoemacau 的 C1 成本有望得到改善。

### ■ 盈利预测

我们预测公司 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 9.6、8.8、8.5 倍。

考虑到公司各项经营指标向好，且铜价中枢上移。维持“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	2020A	2021E	2022E	2023E
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

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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>4,479</b>	<b>5,838</b>	<b>6,088</b>	<b>6,088</b>
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
<b>非流动资产:</b>					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	<b>EBIT</b>	<b>990</b>	<b>2,922</b>	<b>3,075</b>	<b>3,089</b>
<b>流动负债:</b>					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	<b>除所得税前利润</b>	<b>621</b>	<b>2,631</b>	<b>2,860</b>	<b>2,948</b>
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	<b>净利润</b>	<b>366</b>	<b>1,550</b>	<b>1,684</b>	<b>1,736</b>
<b>非流动负债:</b>					少数股东损益	204	864	939	968
长期借款	3,740	3,250	2,760	2,270	<b>归母净利润</b>	<b>162</b>	<b>685</b>	<b>745</b>	<b>768</b>
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					
<b>所有者权益</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股本	4,380	4,380	4,380	4,380	<b>成长性</b>				
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	<b>盈利能力</b>				
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%
<b>现金流量表</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
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	<b>营运能力</b>				
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	<b>每股数据 (港元/股)</b>				
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	40.5	9.6	8.8	8.5
筹资活动现金净流量	1104	-500	-500	-500	P/S	1.5	1.1	1.1	1.1
现金流量净额	-254	1,191	1,395	1,344	P/B	1.9	1.6	1.4	1.2

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。