

H1 业绩亮眼，H2 有望进一步环增

华泰研究

2025 年 8 月 14 日 | 中国香港

中报点评

基本金属及加工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

5.90

李斌

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

研究员

libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

黄自迪*

SAC No. S0570525070001

研究员

huangzidi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

五矿资源公布上半年业绩: 收入 28.2 亿美元 (YOY+47%、QOQ+11%)、税后净利 5.7 亿美元 (YOY+612%、QOQ+98%)、归母净利 3.4 亿美元 (YOY+1511%、QOQ+141%，与 7 月 15 日正面盈利公告一致)。公司业绩整体表现亮眼，主因贵金属等副产品涨价下成本低于我们先前的预期。考虑公司低成本原因或具备一定可持续性，同时 H2 整体产销量或环比提升，我们认为公司 H2 业绩有望环比进一步增长，维持“买入”。

Las Bambas C1 成本 25H1 超预期下降，H2 有望延续较低水平

25H1 Las Bambas 铜矿实现铜产量 21 万吨，产量维持高位主因第二矿坑投产贡献高品位矿石、亦提升选矿回收率，平均品位/回收率分别为 0.91%/89.8%；仅实现铜销量 19 万吨主因秘鲁社会动荡及港口关闭影响精矿运输。25H1 C1 成本大幅降至 1.06 美元/磅，主因 1) 铜产量增加；2) 黄金、白银涨价较好，副产品收益提升。下半年以来，随着全球流动性宽松等，大宗商品价格有望进一步走强，截至 8 月 13 日，黄金/白银 25H2 均价 774、9.1 元/克，较 H1 均价上涨 7.2%、11.4%，因此我们认为 Las Bambas 单吨成本 25H2 有望延续较低水平；公司 C1 指引由 1.5-1.7 美元/磅仅下调至 1.4-1.6 美元/磅系考虑 25H2 临近秘鲁大选或导致扰动风险上升。

中报公告其他矿山指引变动整体偏正面

25H1 Khoemacau 铜矿、Dugald River 锌矿、Rosebery 多金属矿即使在产量未达全年指引 50%的情况下，C1 成本均低于年初指引区间，亦主要归因于副产品（金银等）价格上涨较好。公司调整成本指引：Dugald River C1 成本或位于年初指引 0.75 美元/磅-0.9 美元/磅指引下端；Rosebery C1 成本由 0.25-0.4 美元/磅下调至负 0.1-正 0.15 美元/磅；Khoemacau 铜矿 C1 成本指引未变，我们认为公司指引未大幅下调系考虑不确定事件发生风险。同时产量指引均未改变，我们推断此三个矿 H2 产/销量或高于 H1。Kinsevere 铜矿 25H1 电力不稳定问题导致爬坡低于预期，公司更新产量/成本预期至原先指引下端/上端。

现金流充裕助力降债加速

25H1 Las Bambas 项目公司首次分红，用于提前偿还 Khoemacau 部分贷款。截至 25H1 公司贷款总额 42.46 亿美元，较 24 年底 46.35 亿美元下降约 4 亿美元，主要是 Khoemacau 铜矿下降 5 亿美元。25H1 公司总利息费用约 1.5 亿美元，我们认为若 25H2 公司延续顺利经营，充裕的现金流或进一步降低公司负债/财务费用。

25H2 业绩有望环比进一步增长，维持“买入”评级

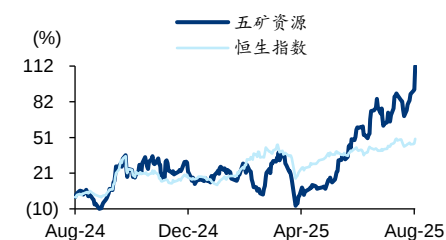
中报的细节来看，25H1 业绩超预期除了 Las Bambas 阶段性高品位供矿以外，还有金属价格上涨较好导致各矿山 C1 成本大多低于预期。展望 25H2，全球流动性宽松下，铜、贵金属等商品价格或继续走强；叠加部分矿山 H2 产销量可能高于 H1，我们认为公司业绩有望进一步环比增长。我们上调铜价假设，下调成本、财务费用等假设，最终测算公司 25-27 年归母净利 7.5/8.7/8.7 亿美元（变动幅度+51%/+43%/+36%）。可比公司 PE 估值为 12.1X (25E)，公司已完成大部分产量释放，给予 12.1X PE，基于美元兑港元汇率 7.8502，上调目标价至 5.90 港元（前值 3.31 港元，基于 25E PE 10.4X；美元兑港元汇率 7.7709）。

风险提示：铜、锌价不及预期，秘鲁社区扰动加剧。

基本数据

目标价 (港币)	5.90
收盘价 (港币 截至 8 月 13 日)	4.66
市值 (港币百万)	56,575
6 个月平均日成交额 (港币百万)	218.20
52 周价格范围 (港币)	1.95-4.80
BVPS (美元)	0.31

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	4,479	6,259	6,578	6,707
+/-%	3.10	39.70	5.10	2.00
归属母公司净利润 (百万)	162.00	754.00	871.00	872.00
+/-%	1,605	365.43	15.52	0.11
EPS (最新摊薄)	0.01	0.06	0.07	0.07
ROE (%)	5.85	19.86	18.90	15.91
PE (倍)	44.45	9.56	8.28	8.27
PB (倍)	2.11	1.73	1.43	1.22
EV EBITDA (倍)	9.00	7.86	6.77	6.59
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 核心假设变动表

本次假设 (2025-8-13)	2025E	2026E	2027E
铜价, 美元/吨	9600	9700	9800
Las Bambas C1 成本	1.15	0.96	1.00
财务费用, 亿美元	2.3	1.8	1.0
归母净利润, 亿美元	7.54	8.71	8.72
上次假设 (2025-3-20)	2025E	2026E	2027E
铜价, 美元/吨	9400	9600	9800
Las Bambas C1 成本	1.60	1.65	1.70
财务费用, 亿美元	2.9	2.5	2.2
归母净利润, 亿美元	4.98	6.08	6.41

注: 数据截至 2025 年 8 月 13 日

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

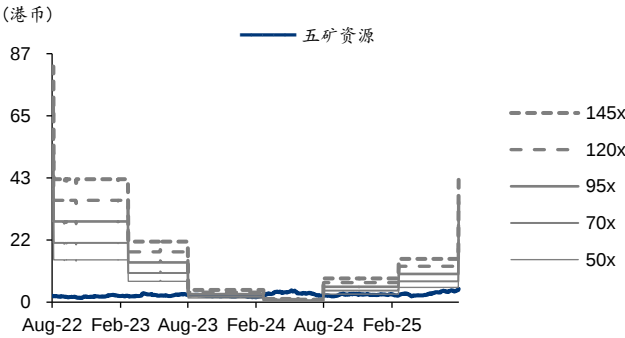
图表2: 可比公司估值

公司代码 (Bloomberg)	公司简称	Wind 一致预期 PE (2025E)
3993 HK	洛阳钼业	13.2
1258 HK	中国有色矿业	9.9
2899 HK	紫金矿业	13.2
	平均值	12.1

注: 数据截至 2025 年 8 月 13 日

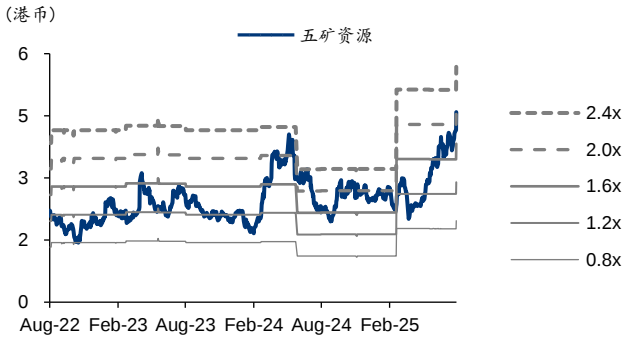
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表3: 五矿资源 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 五矿资源 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,347	4,479	6,259	6,578	6,707
销售成本	(3,406)	(2,950)	(3,335)	(3,470)	(3,593)
毛利润	940.00	1,529	2,925	3,108	3,114
销售及分销成本	(127.00)	(123.00)	(144.00)	(151.00)	(154.00)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(201.00)	(209.00)	(342.00)	(361.00)	(367.00)
财务成本净额	(342.00)	(369.00)	(216.00)	(145.00)	(83.00)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	190.00	621.00	2,087	2,316	2,374
税费开支	(67.50)	(255.00)	(858.00)	(952.00)	(976.00)
少数股东损益	113.00	204.00	475.00	493.00	526.00
归母净利润	9.50	162.00	754.00	871.00	872.00
折旧和摊销	(903.00)	(999.00)	(1,114)	(1,174)	(1,225)
EBITDA	1,435	1,989	2,303	2,461	2,457
EPS (美元, 基本)	0.00	0.01	0.06	0.07	0.07

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	390.00	529.00	509.00	572.00	548.00
应收账款和票据	476.00	752.00	1,349	859.00	1,392
现金及现金等价物	447.00	193.00	712.00	2,189	2,905
其他流动资产	83.00	28.00	28.00	28.00	28.00
总流动资产	1,396	1,502	2,598	3,648	4,873
固定资产	9,417	11,723	12,208	12,033	12,007
无形资产	534.00	1,044	1,043	1,041	1,040
其他长期资产	555.00	717.00	718.00	717.00	718.00
总长期资产	10,506	13,484	13,969	13,791	13,765
总资产	11,902	14,986	16,567	17,439	18,638
应付账款	616.00	679.00	785.00	740.00	841.00
短期借款	1,331	889.00	889.00	890.00	891.00
其他负债	254.00	401.00	401.00	399.00	397.00
总流动负债	2,201	1,969	2,075	2,029	2,129
长期债务	3,376	3,740	3,986	3,540	3,241
其他长期债务	2,012	2,998	2,998	2,998	2,997
总长期负债	5,388	6,738	6,984	6,538	6,238
股本	3,225	4,380	4,380	4,380	4,380
储备/其他项目	(1,101)	(961.00)	(206.00)	665.00	1,538
股东权益	2,124	3,419	4,174	5,045	5,918
少数股东权益	2,189	2,860	3,334	3,827	4,353
总权益	4,313	6,279	7,508	8,872	10,271

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	540.95	44.45	9.56	8.28	8.27
PB	2.42	2.11	1.73	1.43	1.22
EV EBITDA	11.10	9.00	7.86	6.77	6.59
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	16.93	(21.83)	31.85	55.92	42.81

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,435	1,989	2,303	2,461	2,457
融资成本	342.00	369.00	216.00	145.00	83.00
营运资本变动	411.00	(150.00)	(471.00)	381.00	(409.00)
税费	(67.50)	(255.00)	(858.00)	(952.00)	(976.00)
其他	(270.50)	(341.00)	898.00	1,030	1,142
经营活动现金流	1,850	1,612	2,088	3,065	2,297
CAPEX	(815.00)	(3,819)	(1,597)	(997.00)	(1,197)
其他投资活动	25.00	849.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(790.00)	(2,970)	(1,597)	(997.00)	(1,197)
债务增加量	(611.00)	(61.00)	246.00	(446.00)	(300.00)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(374.00)	1,165	(216.00)	(145.00)	(83.00)
融资活动现金流	(985.00)	1,104	30.00	(591.00)	(383.00)
现金变动	75.00	(254.00)	520.00	1,476	717.00
年初现金	372.00	447.00	193.00	712.00	2,189
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	447.00	193.00	712.00	2,189	2,905

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	33.60	3.10	39.70	5.10	2.00
毛利润	(12.56)	62.66	91.30	6.26	0.19
营业利润	(23.18)	95.27	103.68	6.48	(0.12)
净利润	(94.51)	1,605	365.43	15.52	0.11
EPS	(94.52)	1,117	364.99	15.52	0.11
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	21.62	34.14	46.70	47.20	46.40
EBITDA	33.01	44.41	36.80	37.41	36.63
净利润率	0.22	3.62	12.05	13.24	13.00
ROE	0.45	5.85	19.86	18.90	15.91
ROA	0.08	1.20	4.78	5.12	4.83
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	237.01	152.91	118.69	60.08	34.05
流动比率	0.63	0.76	1.25	1.80	2.29
速动比率	0.46	0.49	1.01	1.52	2.03

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.36	0.33	0.40	0.39	0.37
应收账款周转天数	33.91	49.35	60.42	60.42	60.41
应付账款周转天数	60.88	79.02	79.02	79.11	79.20
存货周转天数	66.75	56.07	56.02	56.07	56.11
现金转换周期	39.78	26.41	37.43	37.39	37.32

每股指标 (美元)

EPS	0.00	0.01	0.06	0.07	0.07
每股净资产	0.25	0.28	0.34	0.42	0.49

免责声明

分析师声明

本人，李斌、黄自迪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌、黄自迪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 五矿资源（1208 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 五矿资源（1208 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 五矿资源（1208 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司