

五矿资源 (01208)

证券研究报告

2025年08月15日

25H1 铜量价齐增，盈利超预期

归母净利润大幅增长，资产负债表持续改善

公司25年上半年实现归母净利润3.4亿美金，同比大增1511%。主驱动来自于Las Bambas、Khoemacau和Kinsevere铜矿产量的强劲增长，同时铜、金、银和锌等金属价格攀升携来充裕现金流。资产负债表持续改善，自Las Bambas收购以来，净债务和杠杆率创下历史新低。

铜产销大幅增长，Las Bambas 增量明显

25H1，铜/锌产量分别为25.9万吨和10.8万吨，同比+64%和-1%，副产黄金5.7万盎司/白银532万盎司，同比+36%/13%。全年生产指引维持不变，按照生产指引上限来计算，铜/锌已经分别完成49.6%/45%。

分项目看，三大铜矿增幅显著：Las Bambas、Khoemacau、Kinsevere铜产量分别为21.1万吨、2.2万吨和2.5万吨，yoy+67%、120%和19%，其中Las BambasH1已实现全年生产指引上限的52.7%进度，Khoemacau年产13万吨扩建项目进度基本符合预期，力争年底前完成可行性研究，Kinsevere年产8万吨阴极铜改扩建项目关键技术指标接近设计参数。

降本增效超预期，副产贡献边际弹性

2025年上半年Las Bambas和Khoemacau铜C1成本分别为1.06\$/lb、2.05\$/lb，低于1.40-1.60\$/lb（此前预期为1.50-1.70\$/lb）和2.3-2.65\$/lb指引区间，其中Las Bambas在全球铜矿成本曲线中已从50-75%分位区间下降至25-50%分位区间，且接近25%分位成本线，Dugald River和Rosebery锌C1成本分别为0.65\$/lb和0.32\$/lb，亦低于0.75-0.90\$/lb和0.10-0.15\$/lb（此前预期为0.25-0.40\$/lb）的指引区间。成本的改善主要来自于入选品位提升、回收率提高等运营改进项目，同时得益于金、银等副产品价格的提升。

比较明显的费用变化是：1）投资业务所用的现金净流出同比下降，2024年上半年的支出中包含收购Khoemacau 100%股权支付的20.43亿美元，鉴于收购已完成，2025年上半年高额支出骤减。2）运营现金流持续强劲，公司提前偿还Khoemacau合资公司5亿美元借款，优化了财务结构和财务成本。

投资建议：公司半年报业绩超预期，在Las Bambas等良好资源禀赋条件之上，依托于公司自身提高回收率等措施来降低成本，也受益于铜和金等金属的量价齐涨，公司盈利跃升，亦交出了低杠杆率的优异成绩。随着公司铜矿产能放量稳步进行，叠加铜价有望在矿端紧张逻辑和联储降息中获得长期利好，公司盈利有望继续增长。我们上调25-27年公司归母净利润，分别为6.1/8.2/8.7亿美元（前值为4.2/6.4/7.5亿美元），同比+275%/+35%/+5%；EPS分别为0.05/0.07/0.07美元，对应当前股价PE为11.7/8.6/8.2倍，维持“买入”评级。

风险提示：矿山社区问题及天气等不可抗因素；铜、锌、金和银等金属价格波动；全球经济不及预期导致的需求不足等风险。

投资评级

行业 原材料业/一般金属及
矿石

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 4.58 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	12,140.53
港股总市值(百万港元)	55,603.63
每股净资产(港元)	2.42
资产负债率(%)	54.41
一年内最高/最低(港元)	4.80/1.95

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

1 《五矿资源-首次覆盖报告:资源雄鹰，从安第斯高原迈入价值重估路》
2025-05-27

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