

中国有色矿业 (01258. HK)

经营业绩保持平稳，多个扩产项目同步推进

优于大市

核心观点

公司发布三季度业绩：前三季度实现归母净利润约 3.56 亿元，同比+13.38%，其中 25Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润约 1.23/1.40/0.93 亿美元，Q3 环比-33.57%；其中，公司自有矿山生产粗铜及阳极铜约 5.42 万吨，同比减少约 6%，自有矿山生产阴极铜约 6.39 万吨，同比基本持平；公司前三季度自有矿产铜总计约 11.81 万吨，同比减少约 3%。

核心矿山方面：前三季度中色非洲矿业生产阳极铜 49864 吨，同比减少约 2%，主因是谦比希东南矿体因主副井圈梁更换暂时停产；中色卢安夏生产阴极铜 34785 吨，同比增长约 2%，生产阳极铜 3133 吨，同比基本持平；刚波夫矿业生产阴极铜 28811 吨，同比增长约 4%。前三季度，公司自有矿山受谦比希东南矿体暂时停产影响，产量同比略有下滑。

公司自有矿山年产铜中长期有望逐步提升至约 30 万吨：公司目前在建和筹建矿山项目共有 5 个，分别为：1) 谦比希湿法桑巴铜矿 150 万 t/a 项目；2) 中色卢安夏新矿项目，目前正在推进排水、可研设计及设施修复工程，具备增加铜精矿含铜产能约 4 万吨/年的潜力；3) 刚波夫门赛萨矿体项目，目前已启动积水抽排及排污工程，预计将于今年启动露采工程建设；4) 刚波夫西矿体项目，目前在可研和论证阶段；5) 谦比希东南矿体二期项目，拟建成开采矿石 330 万吨/年的矿山项目，具备增加铜精矿含铜产能约 4.6 万吨/年的潜力。待以上 5 个项目全部投产且达产之后，预计公司将新增年产 15 万吨铜产能，预计 2030 年自有矿山年产铜金属量将达到约 30 万吨。

公司对外并购同步进行：公司于 6 月公告，采用股份认购的方式，支付认购价款收购 SM Minerals 10.5% 的已发行股本，该认购价款将主要用于本卡拉矿业项目的技术勘探和开发工作。SM Minerals 通过下属企业拥有本卡拉北采矿权和本卡拉南探矿权等资产。本卡拉北采矿权拥有的铜矿存量约 150 万吨铜金属，有足够资源进行大规模采矿业务。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险，海外国家矿产资源相关政策变动的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 36.32/47.30/49.50 (原预测 35.42/43.34/43.78) 亿美元，同比增速-4.8%/30.2%/4.7%；归母净利润分别为 4.80/5.18/6.31 (原预测 4.50/4.53/5.62) 亿美元，同比增速 20.5%/7.7%/21.9%；摊薄 EPS 为 0.12/0.13/0.16 美元，当前股价对应 PE 为 14.7/13.7/11.2X。考虑到公司铜增储上产和对外并购同步进行，有望充分分享铜价上涨所带来的利润弹性，公司分红率及股息率处于同行业领先水平，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	3,606	3,816	3,632	4,730	4,950
(+/-%)	-11.9%	5.8%	-4.8%	30.2%	4.7%
归母净利润(百万美元)	278	399	480	518	631
(+/-%)	5.3%	43.5%	20.5%	7.7%	21.9%
每股收益(美元)	0.07	0.10	0.12	0.13	0.16
EBIT Margin	18.5%	27.4%	24.5%	21.8%	25.4%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	17.7%	18.6%	17.6%	18.6%
市盈率 (PE)	25.5	17.8	14.7	13.7	11.2
EV/EBITDA	9.6	6.6	7.8	7.1	5.9
市净率 (PB)	3.84	3.15	2.74	2.40	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

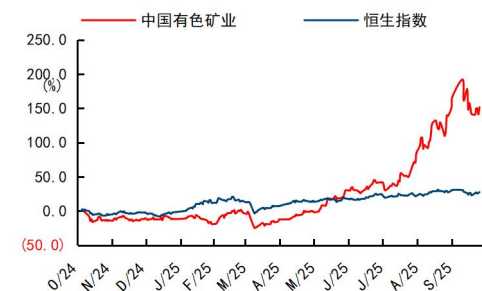
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.09 港元
总市值/流通市值	54980/54980 百万港元
52 周最高价/最低价	16.52/4.03 港元
近 3 个月日均成交额	243.00 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国有色矿业 (01258. HK) 财报点评：经营业绩稳中有升，增储上产和对外并购同步进行》——2025-08-31

《中国有色矿业 (01258. HK) 财报点评：2024 年业绩实现高增长，增储上产提升长期成长性》——2025-03-30

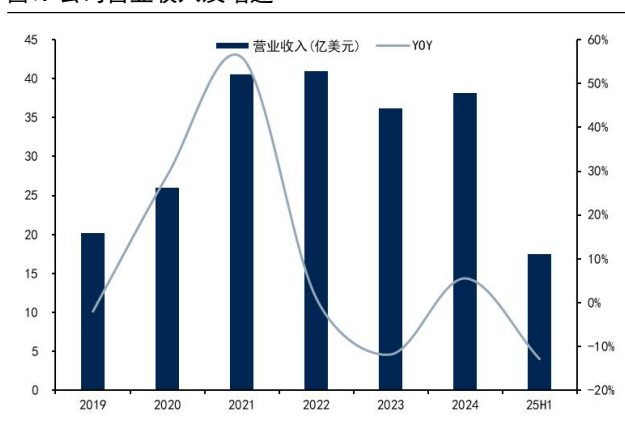
《中国有色矿业 (01258. HK) - 三季度业绩持续兑现，中长期成长性较强》——2024-10-23

《中国有色矿业 (01258. HK)：矿山年产铜接近 17 万吨，中长期成长性值得期待》——2024-06-12

◆ 2025 年前三季度实现归母净利润约 3.56 亿美元，同比增长约 13%

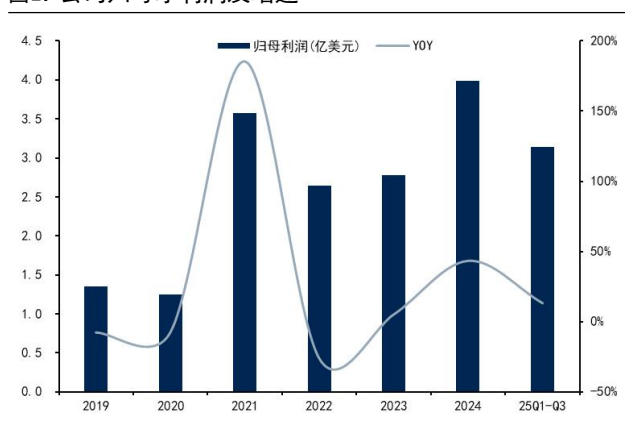
公司发布 2025 年三季度业绩：前三季度实现归母净利润约 3.56 亿元，同比 +13.38%，其中 25Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润约 1.23/1.40/0.93 亿美元，Q3 环比 -33.57%。公司今年前三季度生产粗铜和阳极铜约 30.76 万吨，同比增长约 7%，完成年度产量指引约 77%；生产阴极铜约 10.77 万吨，同比增长约 12%，完成年度产量指引约 77%；生产硫酸约 78.83 万吨，同比增长约 2%，完成年度产量指引约 79%；生产氢氧化钴含钴约 676 吨，同比减少约 12%，完成年度产量指引约 75%；生产液态二氧化硫约 1442 吨，同比减少约 90%，完成年度产量指引约 14%。其中，公司自有矿山生产粗铜及阳极铜约 5.42 万吨，同比减少约 6%；公司自有矿山生产阴极铜约 6.39 万吨，同比基本持平；公司于今年前三季度自有矿山产铜总计约 11.81 万吨，同比减少约 3%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

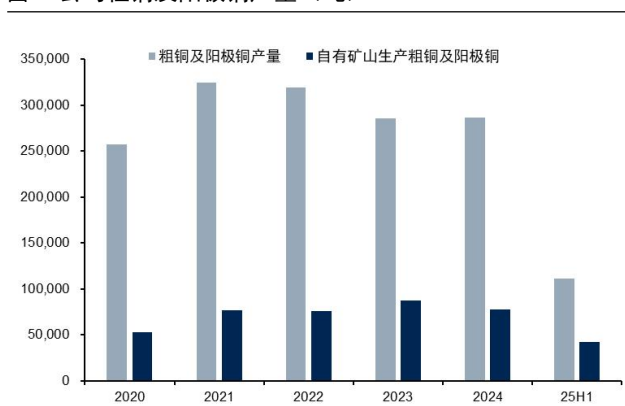
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

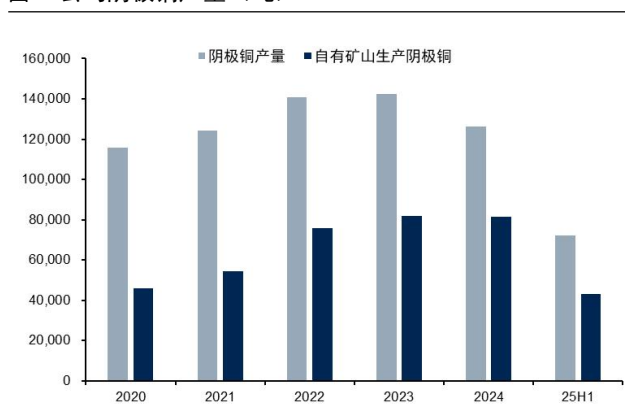
核心矿山方面：今年前三季度，中色非洲矿业生产阳极铜 49864 吨，同比减少约 2%，主因是谦比希东南矿体因主副井圈梁更换暂时停产，Q1/Q2/Q3 产量分别为 18857/19886/11121 吨；中色卢安夏生产阴极铜 34785 吨，同比增长约 2%，Q1/Q2/Q3 产量分别为 11438/12242/11105 吨，生产阳极铜 3133 吨，同比基本持平，Q1/Q2/Q3 产量分别为 1015/1047/1071 吨；刚波夫矿业生产阴极铜 28811 吨，同比增长约 4%，Q1/Q2/Q3 产量分别为 9487/9694/9630 吨。今年前三季度，公司自有矿山受谦比希东南矿体暂时停产影响，产量同比略有下滑。

图3：公司粗铜及阳极铜产量（吨）



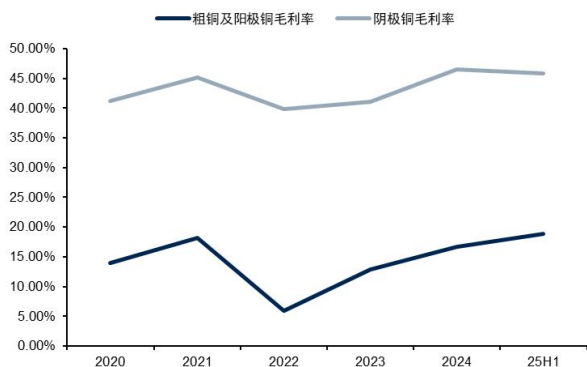
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司阴极铜产量（吨）



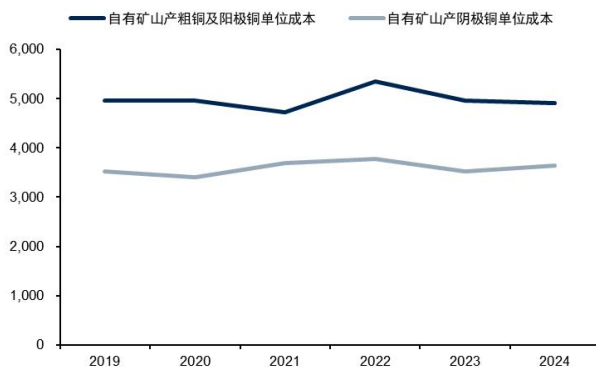
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 公司铜产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

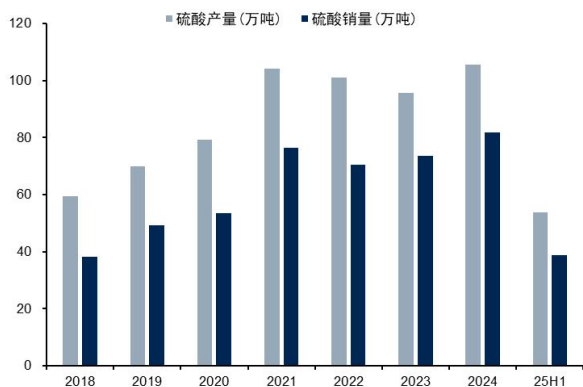
图6: 公司自有矿山产铜单位成本 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

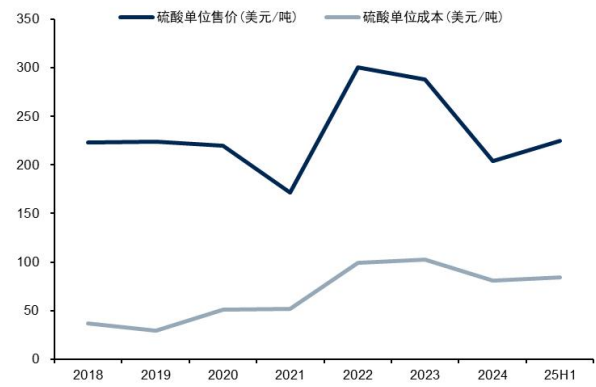
冶炼产能方面: 今年前三季度, 谦比希铜冶炼生产粗铜和阳极铜合计约 19.46 万吨, 同比减少约 2%, 生产硫酸约 52.01 万吨, 同比减少约 6%; 谦比希湿法生产阴极铜约 755 吨, 同比减少约 82%, 生产阳极铜约 1540 吨, 同比减少约 67%, 产量下降主要原因是暂时停产并全力开展修复措施; 中色华鑫马本德生产阴极铜约 2.42 万吨, 同比增长约 74%, 中色华鑫湿法生产阴极铜约 1.91 万吨, 同比增长约 20%, 两家冶炼厂前三季度阴极铜产量同比增长主要原因是去年同期刚果(金)停限电情况严重致产能利用率不足, 今年发电机与光伏投入使用, 供电情况好于去年同期; 卢阿拉巴铜冶炼生产粗铜约 11.30 万吨, 同比增长约 28%, 产量同比增长主要原因是前三季度无停产检修及原料供应充足, 生产硫酸约 26.82 万吨, 同比增长约 21%, 生产液态二氧化硫 1442 吨, 同比减少约 90%, 主要原因是刚果(金)限制钴产品出口, 导致钴生产企业对液态二氧化硫需求减少。

图7: 公司硫酸产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司硫酸单位售价和成本 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营情况变化或对核心产品产销量产生一定影响: 1) 今年 2 月, 谦比希湿法冶炼发生尾矿坝事故, 导致暂停营运, 公司随即启动救援及控制措施以控制局势, 根据赞比亚安全法规, 谦比希湿法冶炼须进行环境修复工程, 赞比亚环境管理署已要求进行独立成本评估。截至目前, 该程序仍在进行中。2) 今年 6 月, 中色非洲矿业东南矿井发生一宗物体相关事故, 导致一名分包商员工死亡。该矿井已暂时停用, 以便外部专家进行检查。公司初步预计停产时间约为 90 天, 预计东南矿体停产将影响 2025 年自有矿山铜产量约 1.45 万吨。

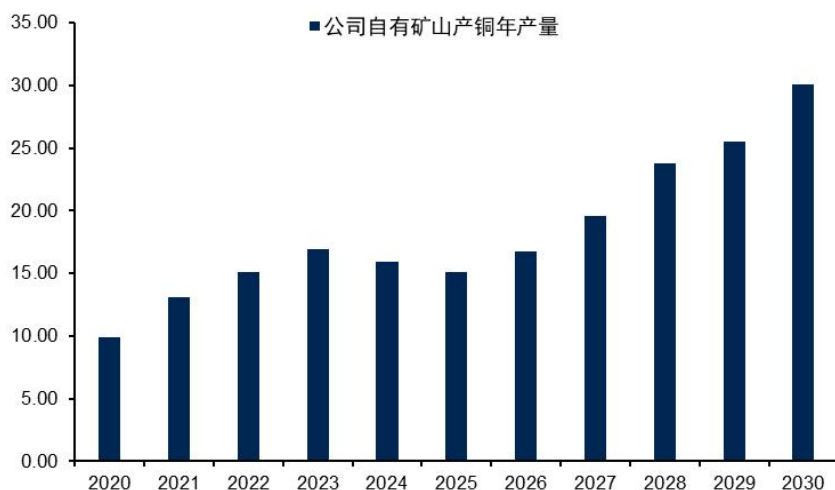
◆ 增储上产和对外并购同步进行，中长期成长性值得期待

公司是全球领先的铜生产商，深耕赞比亚和刚果(金)多年。公司致力于矿山资源开发，自有矿山产铜作为公司最核心的业务，今年前三季度自有矿山产铜合计约 11.81 万吨，原料自给率高。

公司自有矿山年产铜中长期有望逐步提升至约 30 万吨：公司在赞比亚和刚果(金)的主力矿山项目主要包括谦比希主、西矿和谦比希东南矿，中色卢安夏穆利亚希露天矿，谦比希湿法穆旺巴希矿山及刚波夫矿业主矿体。公司自有矿山产铜成本相对稳定，铜价上涨能够给公司带来较大的利润弹性。另外公司目前在建和筹建矿山项目共有 5 个，分别为：1) 谦比希湿法桑巴铜矿 150 万 t/a 项目，计划在 2025 年完成项目投资决策并启动项目建设；2) 中色卢安夏新矿项目，目前正在推进排水、可研设计及设施修复工程，具备增加铜精矿含铜产能约 4 万吨/年的潜力；3) 刚波夫门赛萨矿体项目，目前已启动积水抽排及排污工程，预计将于今年启动露采工程建设；4) 刚波夫西矿体项目，目前在可研和论证阶段；5) 谦比希东南矿体二期项目，拟建成开采矿石 330 万吨/年的矿山项目，具备增加铜精矿含铜产能约 4.6 万吨/年的潜力。待以上 5 个项目全部投产且达产之后，预计公司将新增年产 15 万吨铜产能，在 2024 年自有矿山年产铜约 16 万吨基础上，预计 2030 年自有矿山年产铜金属量将达到约 30 万吨，年均复合增速达到约 10%。

公司对外并购同步进行，于今年 6 月公告：公司采用股份认购的方式，支付认购价款收购 SM Minerals 10.5% 的已发行股本，该认购价款将主要用于本卡拉矿业项目的技术勘探和开发工作；同时公司未来有权利向原股东进一步收购合共 65% 的股权。SM Minerals 在哈萨克阿斯塔纳国际金融中心注册成立，通过下属企业拥有本卡拉北采矿权和本卡拉南探矿权等资产。本卡拉北采矿权拥有的铜矿存量约 150 万吨铜金属，有足够资源进行大规模采矿业务。

图9：公司自有矿山产铜年产量预测（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营收分别为 36.32/47.30/49.50 (原预测 35.42/43.34/43.78) 亿美元，同比增速 -4.8%/30.2%/4.7%；归母净利润分别为 4.80/5.18/6.31 (原预测 4.50/4.53/5.62) 亿美元，同比增速 20.5%/7.7%/21.9%；摊薄 EPS 为 0.12/0.13/0.16 美元，当前股价对应 PE 为 14.7/13.7/11.2X。考虑到公司铜增储上产和对外并购同步进行，有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，公司分红率及股息率处于同行业领先水平，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）						利润表（百万美元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	492	1019	1638	1944	2426	营业收入	3606	3816	3632	4730	4950
应收款项	595	422	401	522	547	营业成本	2729	2767	2552	3452	3434
存货净额	861	848	785	1078	1068	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	69	74	71	92	96	销售费用	11	0	8	10	11
流动资产合计	2128	2373	2905	3647	4146	管理费用	199	2	209	264	275
固定资产	1518	1469	1673	1803	1918	财务费用	(33)	(0)	(4)	(5)	(5)
无形资产及其他	100	108	81	54	27	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	74	204	204	204	204	资产减值及公允价值变动	0	0	72	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(142)	(272)	20	18	17
资产总计	3820	4154	4864	5708	6296	营业利润	559	775	960	1034	1260
短期借款及交易性金融负债	177	20	250	275	251	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	719	655	606	833	824	利润总额	559	775	960	1034	1260
其他流动负债	243	186	244	330	332	所得税费用	177	218	288	310	378
流动负债合计	1140	861	1101	1438	1408	少数股东损益	104	159	191	206	251
长期借款及应付债券	0	10	10	10	10	归属于母公司净利润	278	399	480	518	631
其他长期负债	193	255	255	255	255	现金流量表（百万美元）					
长期负债合计	193	264	264	264	264	净利润	278	399	480	518	631
负债合计	1333	1125	1365	1702	1672	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	644	780	914	1058	1234	折旧摊销	211	192	195	206	220
股东权益	1842	2249	2585	2948	3389	公允价值变动损失	0	0	(72)	(8)	(8)
负债和股东权益总计	3820	4154	4864	5708	6296	财务费用	(33)	(0)	(4)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(56)	(98)	97	(123)	(24)
每股收益	0.07	0.10	0.12	0.13	0.16	其它	156	283	134	144	176
每股红利	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	经营活动现金流	589	775	834	736	995
每股净资产	0.47	0.58	0.66	0.76	0.87	资本开支	(157)	(211)	(300)	(300)	(300)
ROIC	17%	26%	22%	26%	29%	其它投资现金流	(67)	132	0	0	0
ROE	15%	18%	19%	18%	19%	投资活动现金流	(224)	(79)	(300)	(300)	(300)
毛利率	24%	27%	30%	27%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	27%	25%	22%	25%	负债净变化	(360)	(146)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	32%	30%	26%	30%	支付股利、利息	(105)	8	(144)	(155)	(189)
收入增长	-12%	6%	-5%	30%	5%	其它融资现金流	(140)	(36)	230	25	(24)
净利润增长率	5%	44%	21%	8%	22%	融资活动现金流	(605)	(173)	85	(130)	(213)
资产负债率	52%	46%	47%	48%	46%	现金净变动	(241)	526	620	306	482
股息率	1.5%	1.6%	2.0%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	733	492	1019	1638	1944
P/E	25.5	17.8	14.7	13.7	11.2	货币资金的期末余额	492	1019	1638	1944	2426
P/B	3.8	3.1	2.7	2.4	2.1	企业自由现金流	389	743	616	504	776
EV/EBITDA	9.6	6.6	7.8	7.1	5.9	权益自由现金流	475	844	848	532	756

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032