



铜矿产量持续释放，资源巨头迎价值重估

—— 五矿资源（1208.HK）深度报告

分析师：华立、孙雪琪



铜矿产量持续释放，资源巨头迎价值重估

—— 五矿资源深度报告

2025年12月25日

核心观点

- **坐拥优质铜、锌等优质矿山资源，打造国际领先的矿业公司：**公司为五矿集团核心海外矿产资源运营平台，专注上游铜、锌等基本金属开采，在秘鲁、刚果（金）、博茨瓦纳及澳大利亚等地运营3座铜矿+2座锌矿，2025年拟收购巴西镍业，促进收益、地域和金属多元化。公司资源禀赋雄厚，勘探前景广阔，截至2025年6月30日，保有储量铜616.3万吨，锌307.7万吨，铅55.9万吨，金120万盎司，银1.43亿盎司，钼13.0万吨，钴3.7万吨。

- **三大铜矿产能爬坡与成长路径清晰，成本优化空间显著：**

Las Bambas 铜矿：世界级大型铜矿资产，2024年铜产量32.3万吨，营收与EBITDA分别占公司总额的66.5%和77.8%，是公司核心盈利支柱。此前受社区问题扰动，矿山生产与运输稳定性不足，随着“拉斯邦巴斯之心”社区管理模式落地，通过社区企业参与与矿山运输服务深化利益绑定，社区问题得到解决。23Q1矿山恢复正常运营，得益于Chalcobamba矿坑顺利投产并稳定供应高品位矿石，矿山2025年铜产量指引40万吨。成本端优化成效更为突出，25H1 C1成本降至1.06美元/磅，进入行业成本曲线第二四分位，全年C1成本指引1.25-1.35美元/磅。后续随着开采规模扩大与选矿回收率提升，成本仍有下降空间，利润弹性将持续释放。

Kinsevere 铜矿与 Khoemacau 铜矿：作为公司重要增长极，目前均处于扩产爬坡关键阶段，未来增量贡献明确。Kinsevere铜矿资源禀赋优异，平均品位达1.9%，2024年7月硫化矿选矿系统建成投产，当年产铜4.5万吨，2025年因刚果（金）电力短缺扰动，全年铜产量指引5.1-5.4万吨，待改扩建项目全面达产后，铜年产量将提升至8万吨。同时伴随钴获配额出口，C1成本有望进一步下降。Khoemacau铜矿为2024年新收购的高潜力资产，2025年铜产量指引4.3-5.3万吨；后续扩产规划明确，短期目标2026-27年将铜年产量提升至6万吨，中长期拟新建年处理量450万吨的选厂，2028年产能有望达13万吨，扩产后C1成本预计降至1.45-1.65美元/磅。

- **铜行业供需偏紧格局将长期支撑价格中枢上移：**供给端，全球铜矿资本开支持续下行，叠加资源贫化与矿产国政策不确定性，形成长期供应硬约束，2026年的全球铜矿增量仅有50多万吨；冶炼端产能集中释放加剧原料紧缺，矿冶矛盾激化，铜精矿加工费持续下探，冶炼厂经营压力加大，使得矿端短缺向精铜传导可能性增加。需求端，传统领域受益于电网投资托底，韧性十足，而能源转型持续推进，AI数据中心等产业高速发展，带来持续新增需求。2026年铜供需格局向好，叠加美联储流动性宽松预期，共同推动铜价稳步上行。

- **投资建议：**公司三大铜矿产量释放确定性强，在铜价上升周期明确背景下，利润弹性有望充分释放。按当前1USD=7.7756HKD汇率折算港元，我们预计公司2025-2027年实现营业收入483/645/687亿港元，归母净利润56/104/121亿港元，对应EPS为0.46/0.85/1港元，当前股价对应PE各为18.9/10.2/8.7x。考虑公司资源优势、产能增长潜力及新能源金属布局带来的估值提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

五矿资源（股票代码：1208.HK）

推荐 首次评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

孙雪琪

☎：021-20252048

✉：sunxueqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525040002

市场数据

2025-12-25

股票代码	1208.HK
H股收盘价(港元)	8.69
恒生指数	25818.93
总股本(百万股)	12,140
实际流通H股(百万股)	12,140
流通H股市值(亿港元)	1,055

相对恒生指数表现图

2025-12-25



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- **风险提示：**美联储降息不及预期的风险；铜价大幅下跌的风险；公司产量释放不及预期的风险；公司成本上升的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	4479	6206	8300	8838
收入增长率	3%	39%	34%	6%
归母净利(百万美元)	162	717	1333	1561
利润增长率	1699%	343%	86%	17%
摊薄 EPS(美元)	0.02	0.06	0.11	0.13
PE	21.51	18.86	10.15	8.67

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

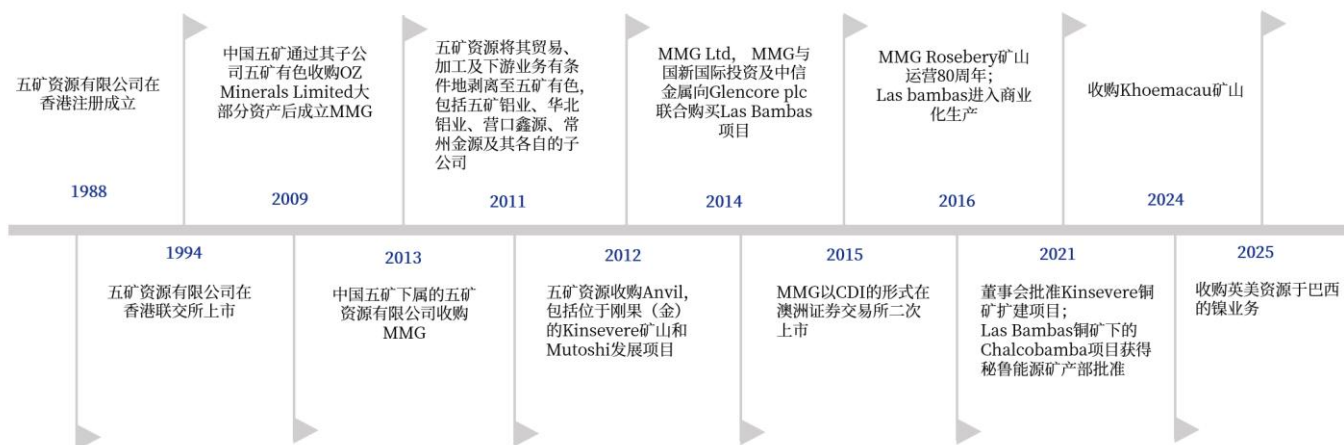
一、持续拓展资源版图，打造国际领先的矿业公司	4
(一) 坐拥优质铜、锌等优质矿山资源，海外管理运营经验丰富	4
(二) 矿山运营风波褪去，2024 年业绩实现强劲反转	8
二、三大铜矿提产降本，资源潜力逐步释放	10
(一) Las Bambas: 社区问题破局，资源价值高效释放	10
(二) Kinsevere: 产能持续爬坡，推进提产降本	14
(三) Khoemacau: 开发前景大，远期产量可观	16
三、布局锌、镍，创造收益、地域和金属的多元化	20
(一) Dugald River: 公司主力锌矿山，选矿效率持续优化	20
(二) Rosebery: 战略重点转向多金属产出，迈向百年锌矿山	21
(三) Nickel Brazil: 全球最大的镍铁生产商之一，促进收益、地域和金属多元化	23
四、供给叙事延续，铜价长周期景气向上不改	25
(一) 矿端供给约束较强，为铜价提供支撑	25
(二) 需求具备韧性，新兴领域结构性亮点依旧	29
(三) 看好铜板块的长期配置价值	32
五、盈利预测与估值	35
(一) 盈利预测	35
(二) 估值与投资建议	36
六、风险提示	38

一、持续拓展资源版图，打造国际领先的矿业公司

(一) 坐拥优质铜、锌等优质矿山资源，海外管理运营经验丰富

公司发展以核心矿山收购为锚点，实现资源版图的逐步扩张。1988-1994 年公司完成香港主体注册与港交所上市，搭建资本运作平台；2009 年收购 OZ Minerals 核心资产并设立 MMG，包括位于澳大利亚的 Sepon 铜金矿、Dugald River 锌矿、Rosebery 多金属锌矿等，完成资源主业的主体架构搭建。此后公司通过收购，持续打造其铜金属业务，2012 年收购 Anvil Mining，获取刚果（金）Kinsevere 铜矿及 Mutoshi 铜钴项目，实现非洲铜资源的首次布局；2014 年与国新国际和中信金属组成联合体收购秘鲁 Las Bambas 铜矿，成为其铜业务的核心资源支柱，直接提升行业资源卡位能级；2024 年收购南非 Khoemacau 铜矿，深化铜资源布局。2025 年收购巴西镍矿项目，在巩固铜主业资源纵深的同时，实现镍品类的资源扩容，完成资源组合的多元化升级。

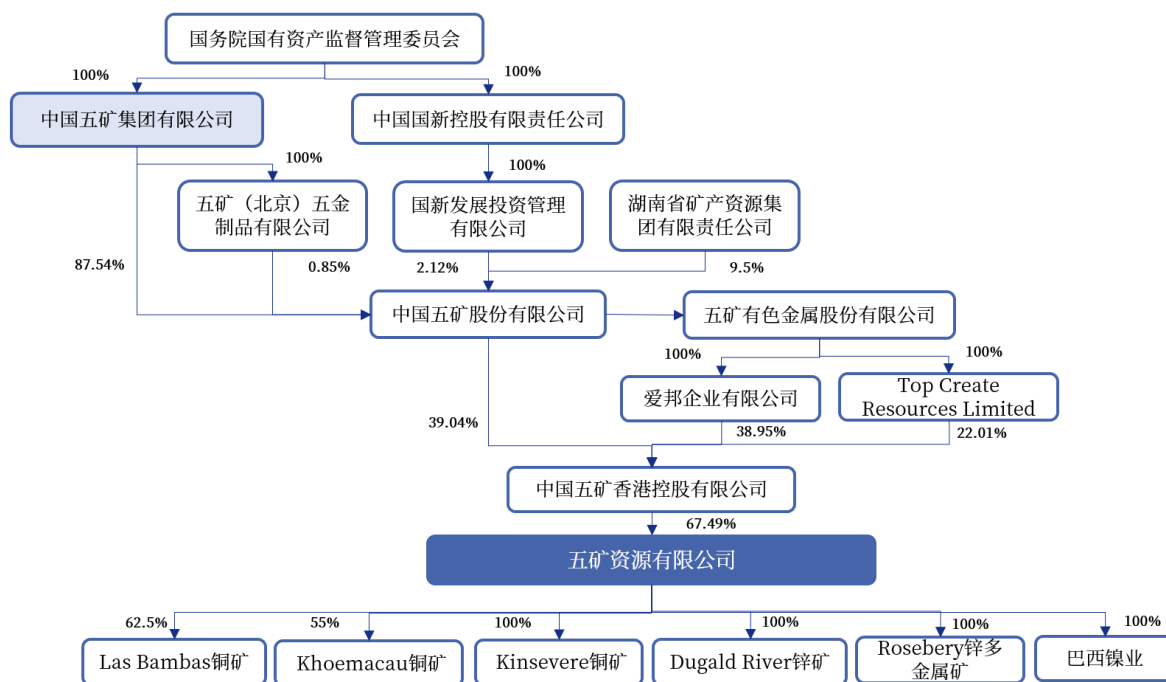
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司控股股东为中国五矿集团，股权结构集中且稳定。公司股权结构高度集中，实际控制人为中国五矿集团，截至 2025 年 9 月 30 日，通过子公司中国五矿香港控股持有 67.49% 股权，央企背景筑牢发展根基。作为国务院国资委直接监管的国有重要骨干企业，五矿集团在金属矿产领域具备全产业链布局与全球贸易网络优势。依托该背景，公司不仅获得持续的资本与战略支持，更在资源获取、项目开发、技术协同及市场渠道方面享有显著竞争优势，为其国际化矿业运营提供了坚实后盾。

图2：公司股权结构（截至 2025Q3 末）



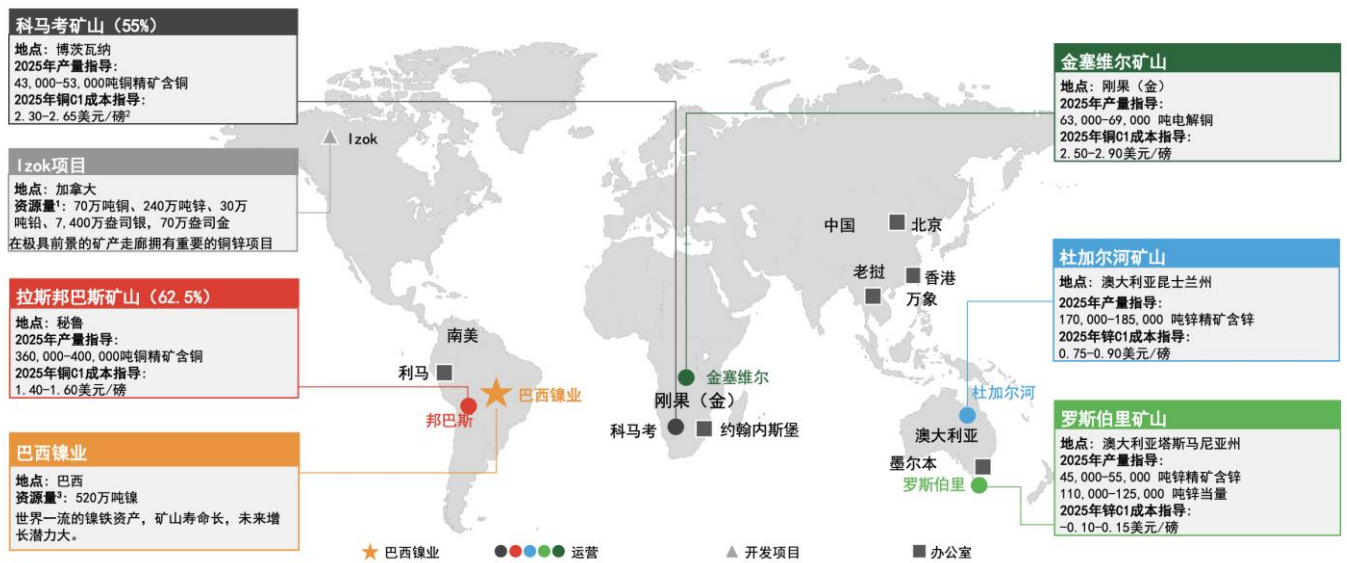
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司为全球领先的铜锌生产商，核心矿产布局秘鲁、刚果（金）、博茨瓦纳及澳大利亚，运营 5 座海外在产矿山，包括 3 座铜矿山、2 座锌矿山，2025 年拟收购巴西镍业完成品类扩张。

铜板块：秘鲁 LasBambas 铜矿（持股 62.5%）是全球前十大铜矿，为公司核心盈利引擎，2024 年铜产量 32.3 万吨；博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿（持股 55%）为 2024 年收购的潜力资产，2024 年产量 3.1 万吨，远期产量有望扩至 13 万吨/年，是增长核心看点；刚果金 Kinsevere 铜矿（持股 100%）为湿法铜项目，2024 年完成扩建后矿山年限延至 2035 年，年产能达 8 万吨电解铜，当年产量 4.5 万吨。

锌板块：澳大利亚 Dugald River 锌矿（持股 100%）为全球前十大锌矿，2024 年锌产量 16.4 万吨；澳大利亚 Rosebery 锌矿（持股 100%）运营近 90 年，为锌铅铜金银多金属矿，2024 年锌产量 5.6 万吨，战略重点转向多金属产出。

图3: 公司核心资产情况 (截至 2025H1)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 1.包括 Izok Lake 和 High Lake。2.科马考矿山的 C1 成本是在扣除副产品后, 但在考虑银流协议之前计算的。3. 依据英美资源集团截至 2023 年 12 月 31 日的矿产资源 and 矿石储量报告, 所示资源量不包括储量。)

公司矿产资源丰富, 同时持续探矿增储以实现资产价值最大化。截至 2025 年 6 月 30 日:公司保有铜资源总量 1861.7 万吨, 锌资源总量 1186.2 万吨, 铅资源总量 184.4 万吨, 金资源总量 390 万盎司, 银资源总量 5.87 亿盎司, 钼资源总量 35.7 万吨, 钴资源总量 6.7 万吨; 公司保有铜总储量 616.3 万吨, 锌总储量 307.7 万吨, 铅总储量 55.9 万吨, 金总储量 120 万盎司, 银总储量 1.43 亿盎司, 钼总储量 13.0 万吨, 钴总储量 3.7 万吨。在扣除常规开采消耗后, 公司核心矿产资源量实现多项净增长, 其中铜资源量净增 61.4 万金属吨, 金资源量净增 90 万盎司, 银资源量净增 1400 万盎司。

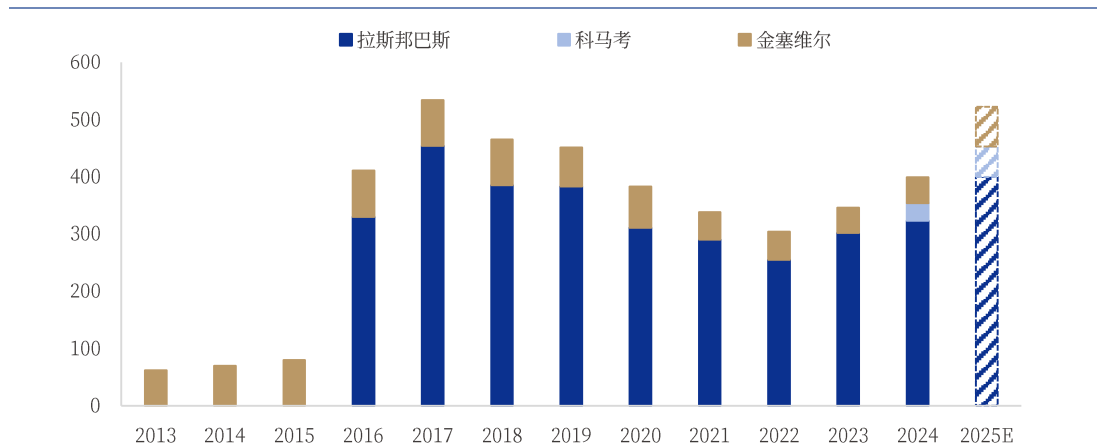
表1: 公司矿产资源与矿石储量 (截至 2025 年 6 月 30 日)

	铜 (千吨)	锌 (千吨)	铅 (千吨)	银 (百万盎司)	金 (百万盎司)	钼 (千吨)	钴 (千吨)
矿产资源量	18617	11862	1844	587	3.9	357	67
储量	6163	3077	559	143	1.2	130	37

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

铜产量: 走出低谷, 重返增长通道, 2025 年铜产量指引约 50 万吨。公司铜产量在 2017 年达到峰值, 当年 Las Bambas 铜矿进入商业化运营第二年即产铜 45.4 万吨。此后, 铜产量受多重因素影响持续下滑: 一是主力 Las Bambas 铜矿受社区等问题扰动, 产能释放受阻, 二是 Kinsevere 铜矿表层氧化矿资源逐步耗尽导致产量连年走低; 三是资产结构调整, Sepon 铜金矿因铜矿体枯竭于 2018 年完成剥离。随着秘鲁运营环境自 2023 年起趋稳, Chalcobamba 矿坑开发顺利, Las Bambas 产量显著恢复, 2025 年预计产铜 40 万吨, 接近历史高位。同时, Kinsevere 扩建项目已于 2024 年 9 月完成, 叠加 Khoemacau 矿的产量爬坡, 铜板块增长路径明确。

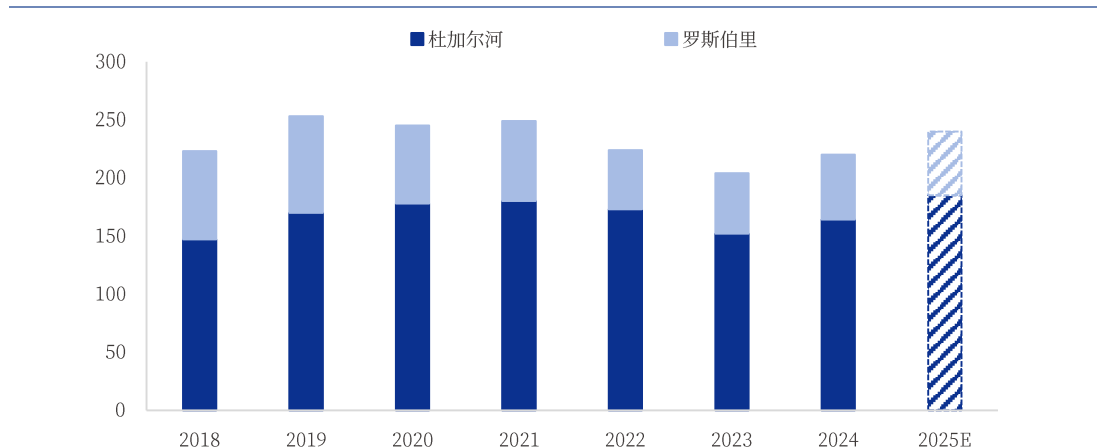
表2: 公司主力铜矿山铜产量 (千吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

锌产量: 两座主力矿山产量保持稳定, 2025年锌产量指引约23万吨。目前锌业务形成以 Dugald River 与 Rosebery 为核心的双矿山格局, Dugald River 作为全球第八大锌矿, 年产量基本稳定在 17 万吨以上, 成为锌板块的压舱石; 2024 年公司锌精矿含锌产量达 22 万吨, 同比增长 8.1%, 2025 年两座矿山产量指引中值合计约 22.8 万吨, 整体保持平稳运行。

表3: 公司主力铜矿山铜产量 (千吨)

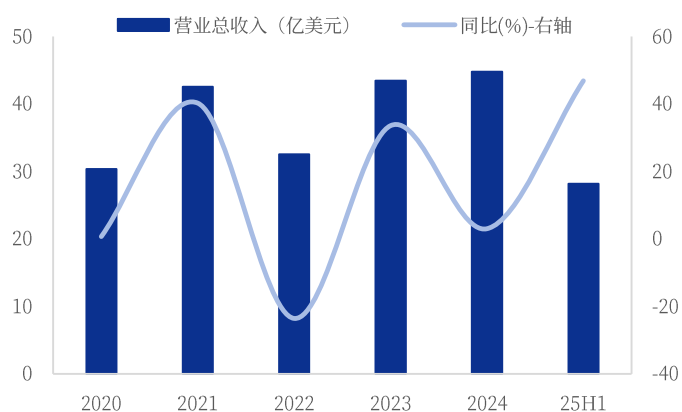


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 矿山运营风波褪去，2024 年业绩实现强劲反转

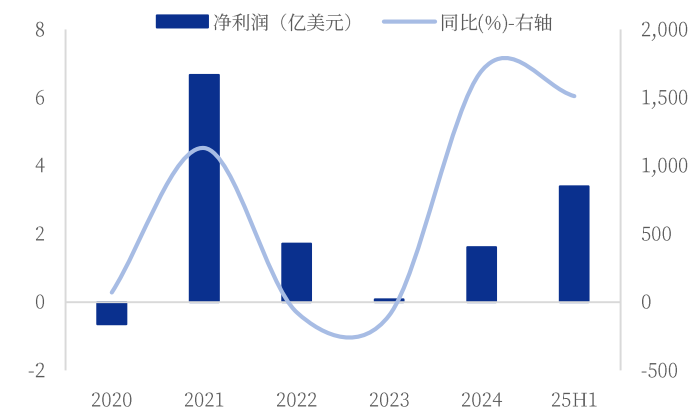
公司业绩在经历主力矿山运营扰动导致的波动后，已于 2024 年起实现强劲反转。近五年来，公司营收在 30-45 亿美元区间内波动，业绩表现与核心矿山运营状况、金属价格及外部扰动高度相关。在经历了 2021 年铜价高企带来的业绩高峰，以及 2022-2023 年因社区冲突、生产事故等因素导致的利润低谷后，公司自 2024 年起业绩迎来强劲复苏。核心驱动力在于主力矿山 Las Bambas 运营恢复常态、新收购矿山 Khoemacau 贡献增量，以及铜价走强。2025 年上半年，Las Bambas 铜产量达 21 万吨，叠加 Khoemacau 矿并表贡献，以及 Dugald River 等矿山运营稳健的共同推动，公司业绩同比大幅增长，实现营业收入 28.2 亿美元，同比+47%，归母净利润 3.4 亿美元，同比+1511%。

图4：公司营收及同比变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

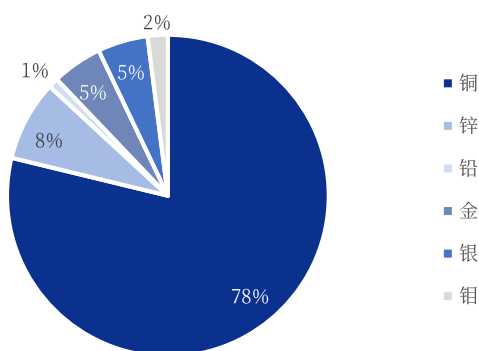
图5：公司归母净利润及同比变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

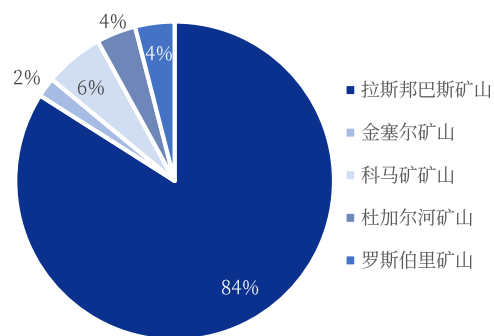
铜业务是公司核心营收来源，主要依托 Las Bambas 矿山贡献。分商品收入构成看，铜是公司绝对核心营收来源，2025H1 铜营收占比达 78%，较 2024 年的 74% 提升 4pct；锌以 8% 居次，较 2024 年的 11% 下降 3pct，金、银等副产品占比合计约 12%，产品结构高度集中于铜业务。**从各运营矿山 EBITDA 构成看，Las Bambas 矿山是公司盈利与营收的压舱石，2025H1 其 EBITDA 占比达 84%，较 2024 年的 78% 提升 6pct；**其余矿山中 Khoemacau 占比 6%，Dugald River 占比 4%，Rosebery 占比 4%，Kinsevere 占比 2%。

图6：25H1 公司分产品营收构成



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

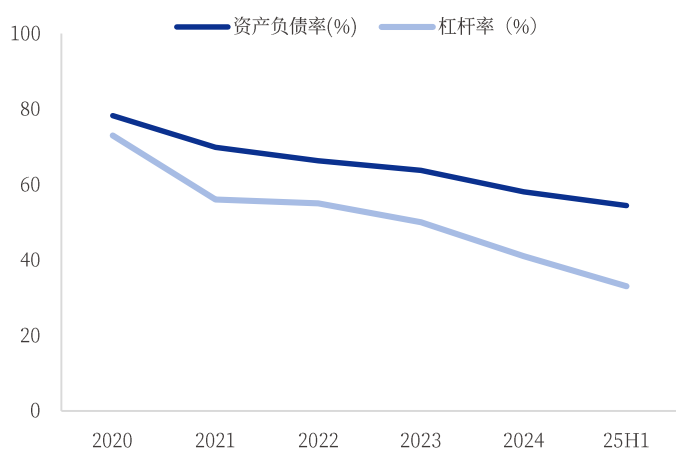
图7：25H1 各运营矿山 EBITDA 构成



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

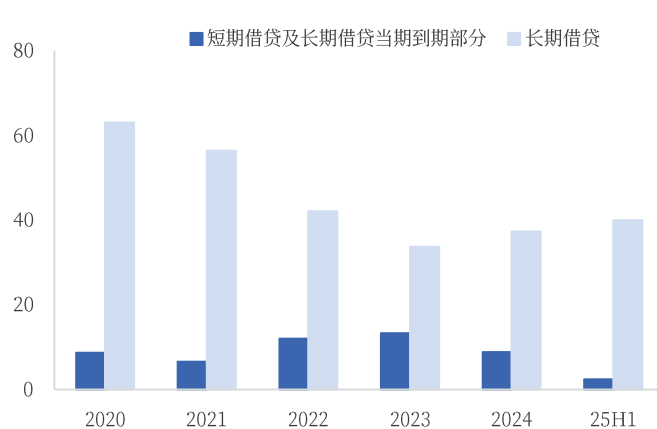
公司财务结构近年来得到显著优化，负债压力持续减轻。公司持续优化资产负债结构，资产负债率自 2020 年的 78.3% 稳步下降至 2024 年的 58.1%，并在 25H1 进一步降至 54.4%；杠杆率也由 2024 年的 41% 降至 25H1 的 33%，资产负债表韧性显著增强。与此同时，公司有息负债总规模从 2020 年超 70 亿美元的高点大幅压降至 25H1 的 42 亿美元。这一系列改善主要得益于主力矿山 Las Bambas 恢复正常运营后产生的强劲现金流以及供股、配股等资本运作来偿还债务。25H1，Las Bambas 实现了首次分红 2.765 亿美元，公司用于提前偿还 Khoemacau 收购贷款，25Q3 公司收到 Las Bambas 第二次分红 4.293 亿美元，继续用于偿债降息，并于 2025 年 10 月成功发行 5 亿美元零息可转债置换现有债务，进一步降低利息支出。

图8：公司资产负债率、杠杆率逐步下降



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：公司贷款规模逐步下降（亿美元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、三大铜矿提产降本，资源潜力逐步释放

(一) Las Bambas：社区问题破局，资源价值高效释放

Las Bambas 是一座世界级大型铜矿，资源基础雄厚，具备长期开采潜力。Las Bambas 是由运营方五矿资源（62.5%）、国新国际投资之全资附属公司（22.5%）及中信金属（15.0%）组成的合资项目，是一座斑岩矽卡岩型铜钼金矿田，位于秘鲁共和国，阿普里马克大区，科塔班巴斯省，主要产品为铜精矿，副产品包括金、银和钼精矿。在顺利完成矿山试车和爬坡达产后，Las Bambas 于 2016 年 7 月 1 日实现商业化生产。该矿目前仅勘探 20% 矿权区域，资源禀赋优异。截至 2025 年 6 月 30 日，其铜资源量达 1010 万金属吨，金资源量 57 吨，银资源量 4092 吨，钼资源量 35 万吨；铜储量 457 万吨，金储量 25 吨，银储量 1962 吨，钼储量 13 万吨，受益于金属价格上涨及矿山单位生产成本优化，Las Bambas 矿山的矿石边界品位得以下调，实现新增铜储量 39.7 万金属吨（未扣除常规开采消耗数据），基本抵消开采消耗。

表4: Las Bambas 矿山资源量情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

矿床	矿石量(百万吨)	品位				金属量			
		铜(%)	银(克/吨)	金(克/吨)	钼(百万分率)	铜(万吨)	银(吨)	金(吨)	钼(万吨)
Ferrobamba 氧化铜	0.06	1.2				0.1			
Ferrobamba 原生铜	730	0.54	2.1	0.04	180	394	1533	29	13
Ferrobamba 地下矿	750	0.35	0.9	0.02	180	263	675	15	14
Ferrobamba 合计	1,500	0.44	1.5	0.03	180	657	2208	44	27
Chalcobamba 氧化铜	5.3	1.3				7			
Chalcobamba 原生铜	350	0.51	1.7	0.02	140	179	595	7	5
Chalcobamba 合计	350	0.52		0.02	140	185	595	7	5
Sulfobamba 原生铜	270	0.48	4.4	0.02	140	130	1188	5	4
Sulfobamba 合计	270	0.48	4.4	0.02	140	130	1188	5	4
氧化铜矿堆小计	14	1.1				15			
硫化物矿堆小计	48	0.47	2.1		130	23	101		
Las Bambas 总计	2,200					1010	4092	57	35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表5: Las Bambas 矿山储量情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

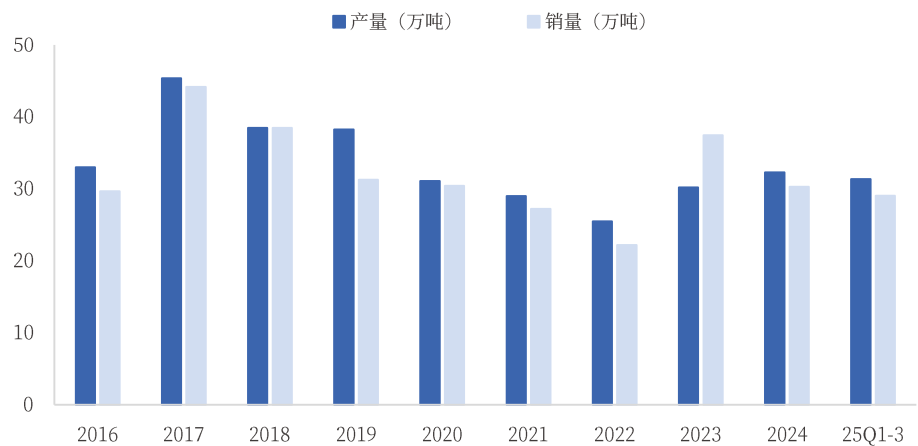
矿床	矿石量(百万吨)	品位				金属量			
		铜(%)	银(克/吨)	金(克/吨)	钼(百万分率)	铜(万吨)	银(吨)	金(吨)	钼(万吨)
Ferrobamba 原生铜	490	0.55	2.2	0.04	180	270	1078	20	9
Chalcobamba 原生铜	220	0.55	2	0.02	130	121	440	4	3
Sulfobamba 原生铜	66	0.66	5.2	0.02	156	44	343	1	1
原生铜矿堆小计	48	0.47	2.1		130	23	101	0	1

Las Bambas 总计	816	0.55	2.4		160	457	1962	25	13
---------------	-----	------	-----	--	-----	-----	------	----	----

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

受多因素扰动，Las Bambas 铜矿产量波动大。Las Bambas 铜矿由 Ferrobamba、Chalcobamba、Sulfobamba 三个矿床组成，作为全球最大铜矿之一，其年处理量为 5,270 万吨矿石。2016 年商业化生产后，Ferrobamba 为运营中的主矿床，初期产能快速释放，2017 年铜产量达峰值 45.4 万吨，但后续受多重因素扰动，产销量波动显著：2018 年因边坡滑坡、维修停工影响产量下滑，2019-2022 年受社区堵路、疫情及秘鲁政局动荡影响，产量继续下滑，2022 年产量降至 25.5 万吨，销量仅 22.2 万吨。2023 年物流恢复后销量回升至 37.5 万吨，2024 年得益于第二矿坑 Chalcobamba 扩建进展顺利，产量回升至 32.3 万吨、销量 30.3 万吨。2025 年第二矿坑全面达产，带动 Las Bambas 铜矿前三季度产量达 31.4 万吨，其中 25Q3 单季铜产量 10.3 万吨、同比+14%，选矿品位（0.86%）与回收率（90.4%）保持高位，运输自 7 月恢复后库存有序运出，生产未受外部干扰，预计全年产量达 40 万吨，将成全球前十大、秘鲁第一大铜矿。

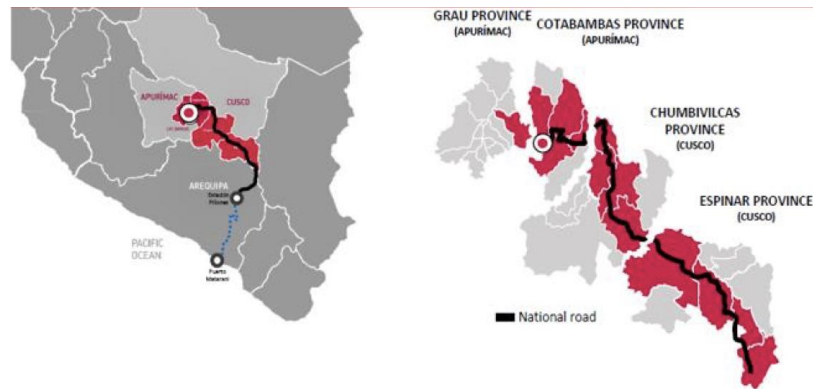
图10: Las Bambas 铜矿铜精矿产销量变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在秘鲁矿山运营中，公司长期面临两类关键社区问题：一是运输物流的周期性中断，Las Bambas 铜矿地处安第斯山区，其铜精矿外运依赖一段长达 723 公里的公路与铁路组合路线，矿山及运输路线途经 71 个利益相关社区，沿线社区常以堵路、入侵等极端方式提出经济分配、民生改善等诉求，部分诉求超出合理范畴，常因抗议或政治动荡导致运输中断。自 2016 年运营以来，该矿累计中断生产已超过 400 天。二是矿山开发与生产的直接阻挠，如 Chalcobamba 第二矿坑的开发：尽管公司在 2022 年 3 月已获得所有政府许可，但因周边社区的强烈反对甚至暴力冲突，项目被迫搁置近两年，直至 2024 年才得以贡献产量。社区的诉求核心在于要求分享矿山开发收益，但其方式往往缺乏法律依据，且因当地教育水平局限、语言文化隔阂以及部分非政府组织的介入，使得对话与谈判异常艰难。

图11: 毗邻矿区运营及运输路线的社区和村镇



2个大区:
阿普里马克大区和库斯科大区

4个省份:
阿普里马克大区: Cotabambas省和 Grau省
库斯科大区: Chumbivilcas省 and Espinar省

71个社区和村镇
阿普里马克大区: 43个社区
库斯科大区: 28个社区和村镇

双运输系统 (全长723 km):
卡车运输: 从拉斯邦巴斯到阿雷基帕 Pillones中转站, 全长438公里
铁路运输: 从Pillones中转站至马塔拉尼港, 285公里

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

为系统性解决上述挑战, 公司推行了“拉斯邦巴斯之心”社区管理模式。其核心是通过利益共享与深度融入实现可持续运营, 具体包括: 将社区企业纳入供应链, 如委托其承担精矿运输、参与矿区建设, 带动本地就业与经济增长; 投资基础设施建设 (如修建库图克泰大桥) 与社会项目 (如签署教育支持协议), 切实改善社区福祉; 建立常态化沟通机制, 增强互信与协作。在这一模式推动下, 社区关系自 2023 年起显著改善, Chalcobamba 矿坑于 2024 年顺利投产, 运输与生产已恢复稳定, 2025 年 Las Bambas 铜矿预计实现 40 万吨铜产量, 标志着社区问题已从“持续干扰”转向“可控合作”, 运营进入稳健阶段。

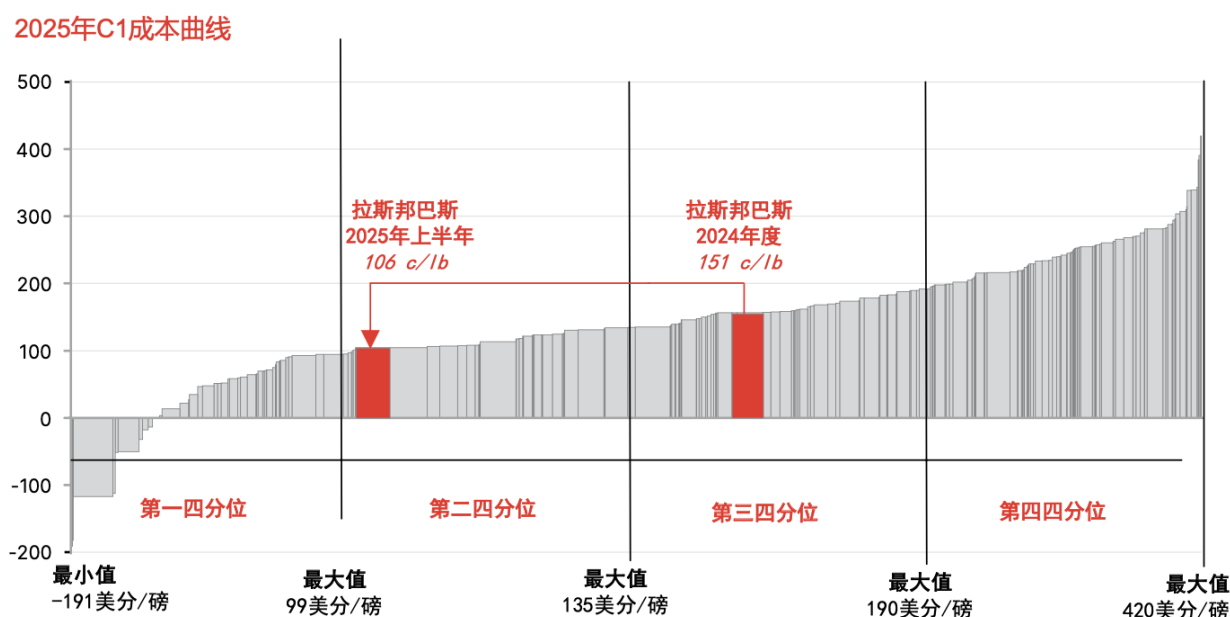
图12: “拉斯邦巴斯之心”的社区参与

拉斯邦巴斯社会投资	百万美元	拉斯邦巴斯价值链	
可持续发展目标1: 消除贫困	90.6	当地劳动力 (自聘员工与承包商员工) (2025年2月)	10,492 工作岗位
可持续发展目标2: 消除饥饿	23.2	本地采购 (2016 – Feb 2025)	US\$ ~6.95亿
可持续发展目标3: 良好健康与福祉	21.4	劳动力占比50%	阿普里马克: 38% 库斯科: 22%
可持续发展目标4: 优质教育	29.6	社区企业负责精粉运输:	Apu Liallahua – Fuerabamba (50) Corhuan – Huancuire (28)
可持续发展目标5: 性别平等	3.5		
可持续发展目标6: 清洁饮水和卫生设施	5.4		
2018 – 2024合计	173.9		
抵税工程-实施中	百万美元		
Kutuctay大桥- 已完成	11.3		
Mara学校	8.0		
Pumamarca学校	13.5		
教育协议——教育部 (MINEDU)	50.0		
合计	82.8		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

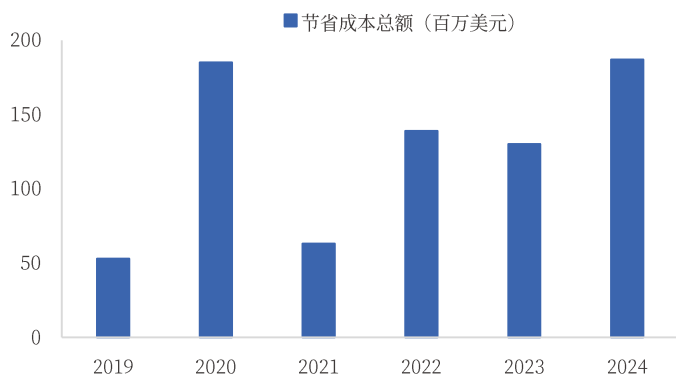
成本优化成效显著，2025年上半年 C1 成本进入全球铜矿成本曲线第二四分位。 Las Bambas 铜矿 2022 年后因主矿坑 Ferrobamba 品位下降、Chalcobamba 矿坑勘探投入增加，C1 成本有所上升，但随着 Chalcobamba 矿坑 2024 年投产，2024 年 C1 成本降至 1.51 美元/磅，较 2023 年下降 0.09 美元/磅。Las Bambas 铜矿 2025H1 入选品位提升至 0.9%，成本进一步降至 1.06 美元/磅，进入行业成本曲线第二四分位。前三季度主要受益于贵金属价格上涨及加工费下降，若第四季度生产维持连续稳定，全年 C1 成本有望降至 1.25-1.35 美元/磅（2756-2976 美元/吨）。同时，矿山通过采矿、选矿及物流端的降本增效计划，2019-2024 年每年节省运营成本 53-187 百万美元，占年生产成本的 7%-15%，Las Bambas 铜矿运营成本持续优化。

图13: Las Bambas 铜矿迈向全球领先的成本水平



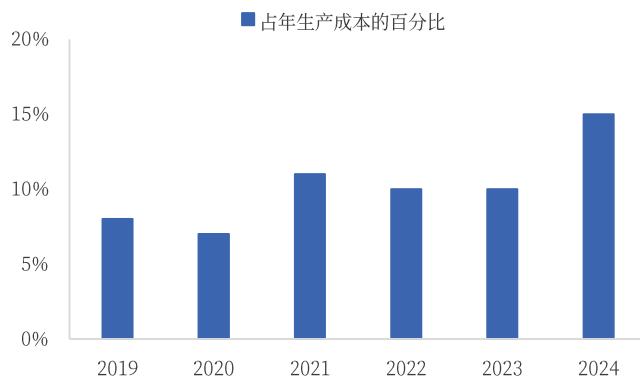
资料来源: 公司公告, Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

图14: Las Bambas 铜矿每年节省成本总额(百万美元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: Las Bambas 铜矿节省额占年生产成本的百分比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

短期产量或保持 36-40 万吨水平，远期扩产增储潜力充足。Las Bambas 铜矿依托 Chalcobamba 达产后的产能释放，将 2025-2027 年铜产销稳定在 36-40 万吨，另外 SulFOBamba 和 Ferrobamba 深部资源开发也有增产潜力。远期 Las Bambas 铜矿的增储与扩建空间仍十分充足，目前其矿权范围内仅完成了 20% 的土地勘探，剩余区域的勘探有望带来更多资源增量，为后续扩产提供支撑。

图16: Las Bambas 铜矿发展机遇



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）Kinsevere: 产能持续爬坡，推进提产降本

Kinsevere 铜矿地质条件优越，铜矿品位高。 Kinsevere 铜矿是位于刚果（金）的加丹加省的露天铜矿，2007 年起运营、2012 年公司以 13.3 亿加元收购加拿大 Anvil Mining 公司，从而获得 Kinsevere 铜矿的 100% 权益。该矿涵盖 KinsevereHill、Tshifufia 及 Tshifufiamashi 三个矿床，周边还有 Sokoroshe II、Nambulwa 等卫星矿。Kinsevere 铜矿地质条件优越，大部分区域无需爆破即可开采，采用研磨、酸浸、溶剂萃取及电解沉积工艺生产电解铜。资源储量方面，近些年通过加密钻探及卫星矿体勘探，资源量持续扩充，截至 2025 年 6 月 30 日，Kinsevere 铜矿总计拥有铜资源量 118 万吨，铜平均品位 1.9%，钴资源量 4 万吨；铜储量 72 万吨，铜平均品位 1.9%，钴储量 3 万吨。

表6: Kinsevere 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位		金属量	
		铜(%)	钴(%)	铜 (万吨)	钴 (万吨)
氧化铜	6.7	2.6	0.1	17	1
过渡混合铜矿石	2.5	1.9	0.09	5	0.2
原生铜	35	2	0.08	70	3
氧化和混合钴	0.49	0.49	0.1	0.2	0.05
原生钴	0.23	0.3	0.3	0.1	0.1
矿堆	18	1.4		25	
Kinsevere 总计	62	1.9	0.1	118	4

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

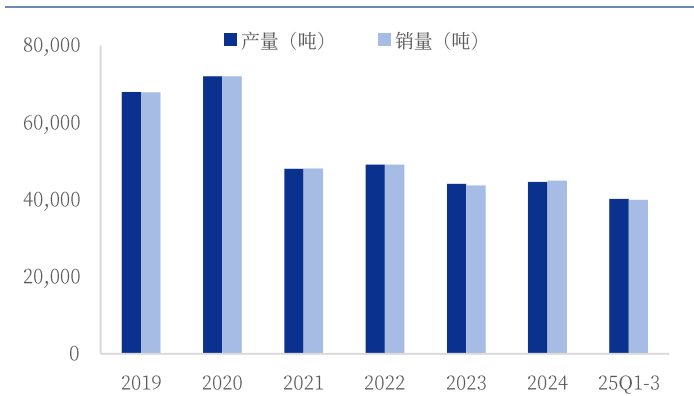
表7: Kinsevere 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位		金属量	
		铜(%)	钴(%)	铜 (万吨)	钴 (万吨)
氧化/混合铜及钴	3.5	2.8	0.13	10	0.5
原生铜及钴	16	2.3	0.1	37	2
矿堆	18	1.4	0.06	25	1
Kinsevere 总计	37	1.9	0.08	72	3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

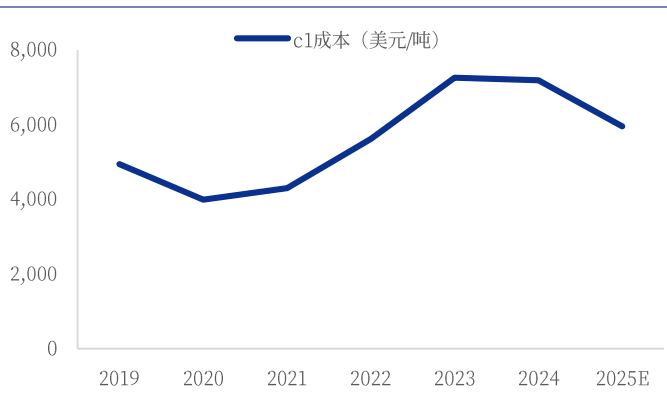
随着表层矿枯竭, Kinsevere 铜矿由氧化矿过渡至硫化矿, 2024 年 9 月扩建项目开始产能爬坡。Kinsevere 铜矿自 2007 年开始运营, 2013-2020 年该矿处于稳定的氧化矿开采阶段, 矿产铜年产量维持在 6 万吨以上, C1 成本低于 2.2 美元/磅。随着表层高品位氧化矿枯竭, 2021 年起 Kinsevere 铜矿产量开始下滑, 2023-2024 年铜产量降至约 4.4 万吨。同时, 由于需处理低品位矿石及外购第三方矿石, 叠加硫酸消耗量增加, C1 成本显著攀升, 2023 年达到 3.3 美元/磅的高位。2024 年 9 月硫化矿扩建项目完成, 开始选矿厂和焙烧系统的产能爬坡, 2025 年前三季度电解铜产量达 4 万吨, 显示出硫化矿生产线持续爬坡。目前 Kinsevere 铜矿处于产能爬坡阶段, 受电力缺口影响达产较慢, 预计 2025 年铜产量为 5.1-5.4 万吨; C1 成本预计在 2.8-3.15 美元/磅 (6173-6945 美元/吨), 反映了电力供应限制对运营的影响。此外, 矿山已获 2025 年剩余时间 75 吨钴的销售配额, 将按此安排销售。

图17: Kinsevere 铜产销量情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图18: Kinsevere 铜 C1 成本变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2026 年刚果（金）电力保障措施落地，Kinsevere 铜矿全面爬坡后年产铜有望达至 8 万吨，实现产量与盈利能力的同步修复。Kinsevere 铜矿 2025 年仍面临电力供应及稳定性挑战，频繁断电影响生产连续性，目前公司已着手采购 12MW 柴油发电机组，预计 2025 年底交付、2026 年一季度投运以弥补电力缺口，同时正研究评估太阳能及电池储能解决方案，进一步缓解电力问题。随着关键电力保障措施陆续落地，叠加硫化矿处理工艺的持续优化，2026 年电解铜产量预计可达到 8 万吨的设计年产能，氢氧化钴年产量达到 4000-6000 吨。2026 年公司获得刚果（金）钴配额 360 吨，待 Kinsevere 硫化矿达产，叠加钴的副产品收益，铜的 C1 成本也将逐步趋近长期目标区间 1.3-1.4 美元/磅（2866-3086 美元/吨）。

图19: Kinsevere 新增备用发电机组



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）Khoemacau: 开发前景大，远期产量可观

Khoemacau 铜矿地处潜力高、连续性好的成矿带，为高品位、长寿命的稀缺在产铜矿。Khoemacau 铜矿位于非洲博茨瓦纳西北部的卡拉哈里铜矿带，该矿 2021 年 6 月建成运营，采用地下深孔场采矿法，初始设计年产能 6 万吨铜及 160 万盎司银精矿，2022 年四季度达产。2024 年 3 月，公司完成对 Khoemacau 矿山的收购，随后向国新控股转让 45%，目前持股 55%。资源储量方面，截至 2025 年 6 月 30 日，其 4040 平方公里矿权范围内总计拥有铜资源量 625 万吨，平均品位 1.4%，银资源量 7898 吨；铜储量 89 万吨，平均品位 1.8%，银储量 1112 吨。该矿现有资源深度连续且存在多个勘探目标，增储前景较好，矿山寿命预计至少 20 年，后续勘探推进后有望延长至 30 年以上。

表8: Khoemacau 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位		金属量	
		铜(%)	银(克/吨)	铜 (万吨)	银 (吨)
5 区	110	1.7	18	187	1980
5 区北部	23	1.9	32	44	736
Zeta 东北部	29	2	39	58	1131
Banana 区	150	0.9	12	135	1800
Ophion	14	1.1	12	15	168
Plutus	69	1.4	12	97	828
Selene	7.1	1.2	20	9	142
Zeta 地下矿	20	1.6	30	32	600
6 区	7.1	1.6	10	11	71
Mango	21	1.8	21	38	441
矿堆	0.04	1.4	19	0	1
Khoemacau 总计	450	1.4	18	625	7898

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表9: Khoemacau 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位		金属量	
		铜(%)	银(克/吨)	铜 (万吨)	银 (吨)
5 区	33	1.7	17	56	561
5 区北部	3	2.3	38	7	114
Zeta 东北部	8.1	1.8	37	15	300
Mango	6.2	1.8	22	11	136
矿堆	0.04	1.4	19	0	1
Khoemacau 总计	50	1.8	22	89	1112

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

收购后 Khoemacau 年产铜 4-5 万吨, 短期受矿石品位下降影响。当前 Khoemacau 铜矿理论产能为 6 万吨/年, 2024 年铜产量为 3.1 万吨 (2024 年 3 月完成收购后统计), 2025 年前三季度铜产量达 3.1 万吨, 其中 25Q3 铜产量 9084 吨, 同比降 16%, 主因采矿承包商交接及品位下降。根据公司最新指引, 预计 Khoemacau 矿山 2025 年的铜产量将接近 4.3-5.3 万吨指导区间的下限, 主要受开采顺序影响矿石品位、以及第三季度采矿承包商过渡交接导致短期开采量下降所致; 而得益于银价上涨推高副产品收益抵扣成本, 铜 C1 成本有望趋近 2.3-2.65 美元/磅 (5071-5842 美元/吨) 指导范围的下限。

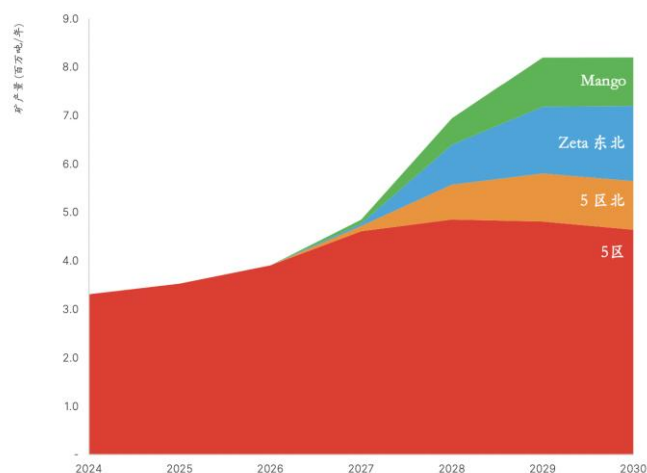
表10: Khoemacau 铜产销量

项目	单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3
产量									
铜精矿	吨	3590	30836	37,626	38,122	36,069	39,291	32,075	107,435
品位	%	29.9	28.9	28.8	27.1	29.5	29.3	28.1	29
含量	吨	1075	8907	10,825	10,154	10,610	11,433	9,084	31,127
销售									
精矿总销量	吨	3731	31234	37,665	37,176	36,441	38,843	32,016	107,300
已销售产品中 计价金属量	吨	1120	8597	10,341	9,608	10,339	10,905	8,693	29,937

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

短期目标将铜产量提升至年产 6 万吨, 2028 年产能有望达 13 万吨。新承包商正推进产能爬坡, 预计 25Q4 矿石开采量将实现提升, 同时为提升运营灵活性并进入高品位矿区, 矿山将强化掘进作业、扩大采矿工作面, 力争 2026-2027 年将 Khoemacau 矿山的铜产量提升至年产 6 万吨。同时, 公司拟通过新建一座年处理能力 450 万吨的选厂、提升 5 区的采矿能力以及开发扩建现有矿床, 将 Khoemacau 的年产铜精矿含铜量提升至每年 13 万吨。目前相关可行性研究正在推进, 预计 2025 年底完成。本次扩建项目的营地及道路建设、土地征用和人员招聘等前期工作已启动, 项目建设将在可行性研究获批后实施, 预计首批铜精矿将于 2028 年产出。同时扩产项目资本开支强度较低, 资本投入仅为约 8,000 美元/吨铜当量产量。随着产能扩大, C1 成本有望得到改善按照公司规划, 扩建完成后的 Khoemacau 铜矿 C1 成本在 1.45-1.65 美元/磅 (3197-3638 美元/吨), 位于全球铜矿第二四分位, 成本优势明显。

图20: Khoemacau 按矿区产量提升



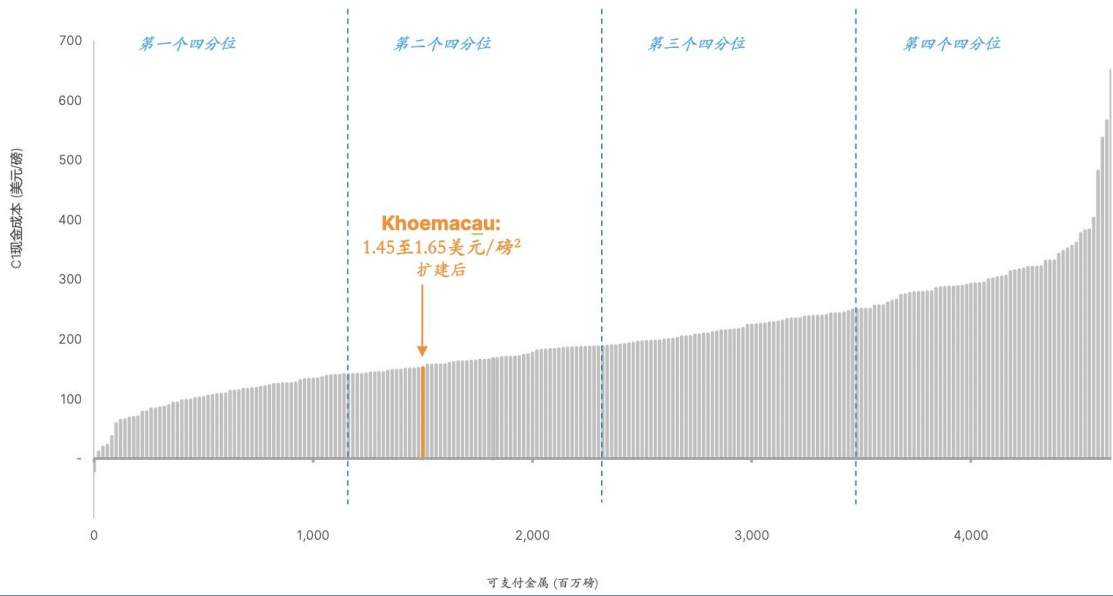
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: Khoemacau 达到铜产量 130 千吨/年的路线图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: 科马考铜矿 C1 现金成本曲线的位置 (美元/磅)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 1. 伍德麦肯兹 2028 铜成本曲线。所示成本基于 2023 年实际情况。2. Khoemacau C1 成本计算基础已扣除副金属权益, 但未扣除银金属流)

三、布局锌、镍，创造收益、地域和金属的多元化

(一) Dugald River: 公司主力锌矿山，选矿效率持续优化

Dugald River 是为公司主力锌矿山，实现储量强劲增长。Dugald River 锌矿是公司全资持有的全球十大锌矿之一，位于澳大利亚昆士兰州西北部。2009 年公司通过收购获得，2017 年 11 月提前投产，采用地下开采与现场处理工艺，精矿从 Cloncurry 出发经铁路运至 Townsville 港口；年均处理矿石 170 万吨，年产锌 17.5-19 万吨，副产品为铅和银，预计矿山寿命超 20 年。Dugald River 矿山积极开展以储量转化为目的勘探工作，截至 2025 年 6 月 30 日，其锌资源量 737 万吨、铅资源量 101 万吨、银资源量 1134 吨；锌储量 257 万吨、铅储量 38 万吨、银储量 672 吨，在扣除常规开采消耗前，矿石储量净增锌 47.5 万金属吨和铅 7.8 万金属吨，实现矿石储量连续第二年强劲增长。

表11: Dugald River 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位					金属量				
		铜(%)	锌(%)	铅(%)	银(克/吨)	金(克/吨)	铜(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)	金(吨)
原生锌											
探明	17		13.1	1.9	47			223	32	799	
控制	13		12.3	1.7	11			160	22	143	
推断	32		10.7	1.4	5.5			342	45	176	
小计	63		11.7	1.6	18			737	101	1134	
原生铜											
推断	4.8	1.5				0.2	7				1
小计	4.8	1.5				0.2	7				1
Dugald River 总计	68						7	737	101	1134	1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表12: Dugald River 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

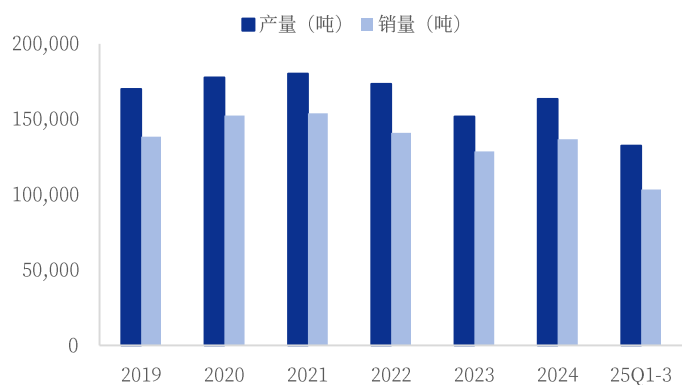
矿床	矿石量(百万吨)	品位			金属量		
		锌(%)	铅(%)	银(克/吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)
原生锌							
证实	14	10.6	1.7	40	148	24	560
可信	10	10.9	1.6	9	109	16	90
小计	24	10.7	1.6	28	257	38	672
Dugald River 总计	24	10.7	1.6	28	257	38	672

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

选矿效率持续优化，锌产量回升至 18 万吨左右水平。2019-2022 年 DugaldRiver 矿山锌产量在 17-18 万吨左右，2023 年受事故影响降至 15.2 万吨，2024 年恢复至 16.4 万吨，同比+8%。2025

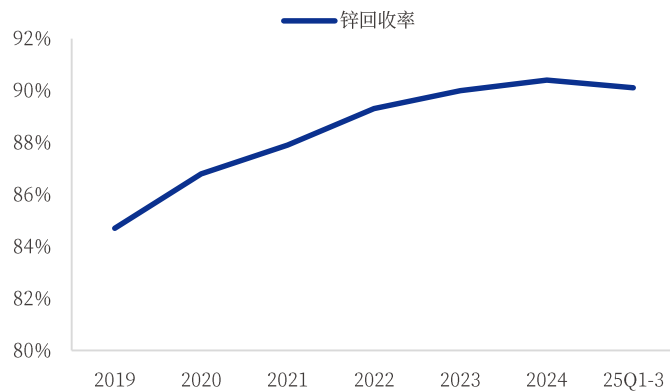
年 Dugald River 矿山实现稳定运营，持续保持超 90% 的高回收率，得益于运营优化带动采矿与选矿回收率提升，2025 年前三季度锌产量 13.3 万吨，全年预计 17-18.5 万吨。成本方面，2024 年 C1 成本降至 0.65 美元/磅，主因产量提升、加工费降低及副产品收益增加；2025 年 C1 成本预计处于此前发布的指导区间 0.75-0.9 美元/磅（1653-1984 美元/吨）的下限，主要得益于强劲的运行表现、银价上涨带来的副产品收益提升带来成本抵扣，以及加工费下降。

图23: Dugald River 锌精矿含锌产销量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图24: Dugald River 锌回收率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) Rosebery: 战略重点转向多金属产出, 迈向百年锌矿山

运营历史近 90 年, 产出锌、金、银、铜、铅多金属。 Rosebery 矿山是公司全资持有的多金属矿山, 位于澳大利亚塔斯马尼亚州, 自 1936 年运营至今已近 90 年。该矿采用机械化地下开采与破碎、磨矿、浮选工艺, 生产锌、铜、铅精矿及金锭, 精矿经铁路运至伯尼港再转运至冶炼厂, 金锭则售往澳大利亚精炼厂加工, 年预计产锌精矿含锌 5-6 万吨, 同时产出多类贵金属副产品。Rosebery 矿山通过持续推进加密和扩展钻探工作, 实现了矿产资源量和矿石储量的显著增加, 截至 2025 年 6 月 30 日, 该矿总计拥有锌资源量 210 万吨、铅资源量 60 万吨、铜资源量 8 万吨、银资源量 2760 吨、金资源量 39 吨; 锌储量 46 万吨、铅储量 16 万吨、铜储量 2 万吨、银储量 712 吨、金储量 9 吨, 在未扣除常规开采消耗的情况下, 新增矿石储量锌 12 万金属吨、铅 3 万金属吨、铜 5000 金属吨、银 290 万盎司及金 8 万盎司, 为矿山运营寿命超过 100 年奠定基础。

表13: Rosebery 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位					金属量				
		铜(%)	锌(%)	铅(%)	银(克/吨)	金(克/吨)	铜(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)	金(吨)
探明	8.7	0.25	6.7	2.3	110	1.3	2	58	20	957	11
控制	9.9	0.28	6.5	1.8	84	1.5	3	64	18	832	15
推断	11	0.27	7.7	2	85	1.2	3	85	22	935	13
小计	30	0.27	7	2	92	1.3	8	210	60	2760	39
Rosebery 总计	30	0.27	7	2	92	1.3	8	210	60	2760	39

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

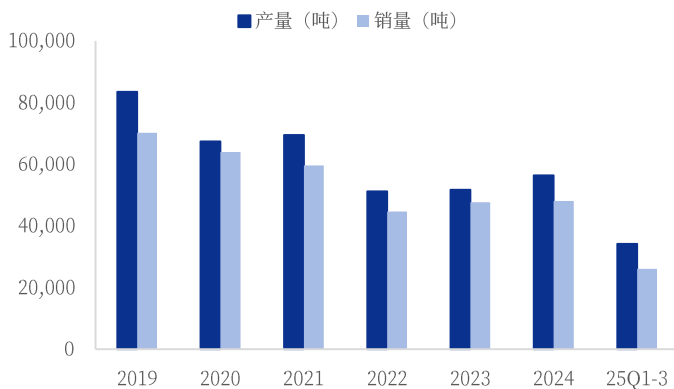
表14: Rosebery 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)

矿床	矿石量(百万吨)	品位					金属量				
		铜(%)	锌(%)	铅(%)	银(克/吨)	金(克/吨)	铜(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	银(吨)	金(吨)
证实	5	0.16	5.2	2	95	1	1	26	10	475	5
可信	3.9	0.19	5.1	1.5	61	1	1	20	6	238	4
小计	8.9	0.17	5.2	1.8	80	1	2	46	16	712	9
Rosebery 总计	8.9	0.17	5.2	1.8	80	1	2	46	16	712	9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

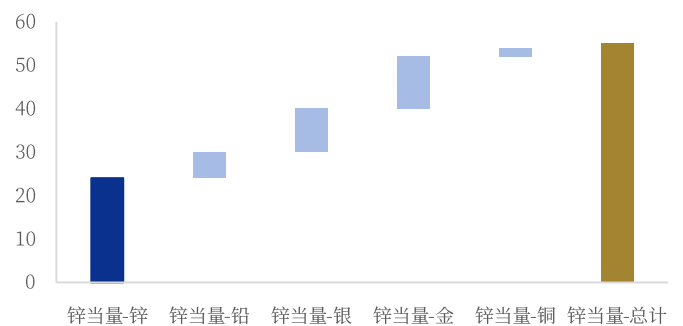
战略重点转向多金属产出, 副产品金属价值大幅提升。在 Rosebery 矿山, 公司的战略目标是优先提升锌当量产量、更新资源模型及推进可持续尾矿储存方案, 充分挖掘矿山潜力。2025 年前三季度 Rosebery 矿山锌产量 3.4 万吨, 同比-18%, 若包含副产品金属的贡献, 锌当量产量 8.2 万吨; 2025 年的锌精矿含锌产量预期介乎 4.5-5.5 万吨, 锌产量减少主要由于矿山将生产重点转向副产品, 锌当量产量预期介乎 11-12.5 万吨。2025 年其 C1 成本预计处于-0.1-0.15 美元/磅 (-220-331 美元/吨) 指引区间的下限, 主要得益于金、银、铜及铅价格上涨带来的副产品收入增加带来锌成本抵扣, 以及加工费下降。

图25: Rosebery 锌精矿含锌产销量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图26: Rosebery 2025H1 锌当量产量 (千吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) Nickel Brazil: 全球最大的镍铁生产商之一, 促进收益、地域和金属多元化

落实基本金属业务增长战略, 收购全球领先的镍铁生产商巴西镍业。2025年2月18日, 公司宣布其全资附属公司与英美资源集团达成协议, 将以总计不超过5亿美元的现金对价收购巴西镍业公司100%的股权。其中包括3.5亿美元的前期现金对价、不超过1亿美元的与实售镍价相关的或有对价, 以及不超过5000万美元的与开发项目Jacaré和Morro Sem Boné最终投资决策相关的或有对价。巴西镍业拥有约520万吨的镍资源量, 位居全球第三, 核心资产包括Barro Alto和Codemin两座在营矿山及Jacaré、Morro Sem Boné两个绿地开发项目, 其中在营矿山合计具备300万吨/年选矿能力, 矿山服务年限预计达18年, 资源基础扎实且运营成熟。此次收购标志着公司正式切入镍金属赛道并实现巴西市场布局突破, 显著增强基本金属商品敞口, 为公司的矿石资源量与矿石储量新增了镍矿资源。

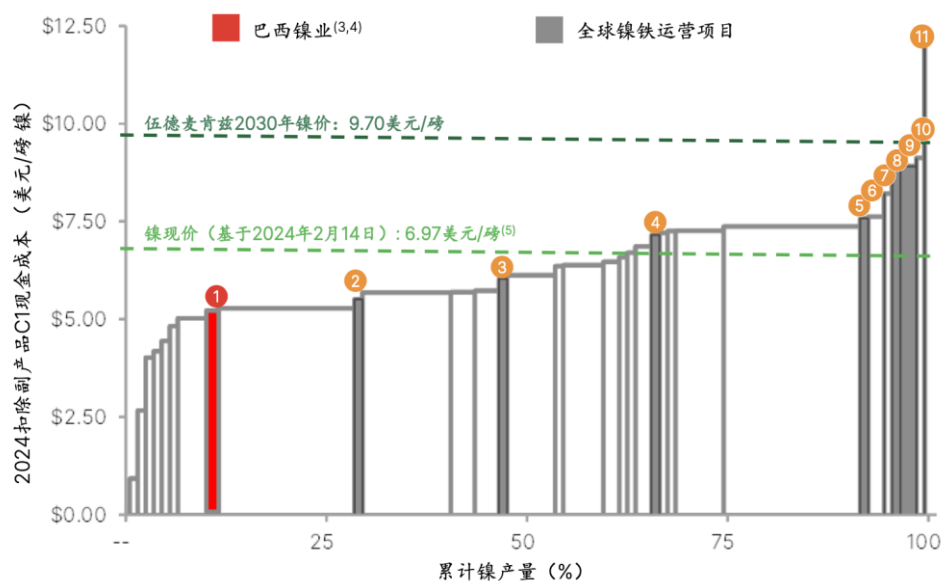
图27: 巴西镍业概览



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 所列示资源量不包含储量)

运营稳健, 盈利稳定, 镍产量约4万吨/年。巴西镍业近年保持4万吨左右的稳定年产出, 2024年镍产量3.94万吨。同时成本端优势突出, 2024年C1成本降至481美分/磅(约10604美元/吨), 处于全球成本曲线前四分之一分位。巴西镍业为高效管理、稳定运营资产, 产出优质低杂镍铁产品, 超越行业标准, 享有更优定价权, 叠加其成本优势, 在当前镍价承压的市场环境下仍能持续产生正向现金流, 2024年其基本EBITDA同比下降31%至9200万美元, 主要受镍价下行及销量波动影响, 但其成本控制能力与盈利韧性依然凸显。2025年指导产量3.7-3.9万吨, C1成本预计回升至505美分/磅, 主要因预期投入成本上升及产量下降的影响, 超过了巴西雷亚尔即期汇率贬值的对冲作用。

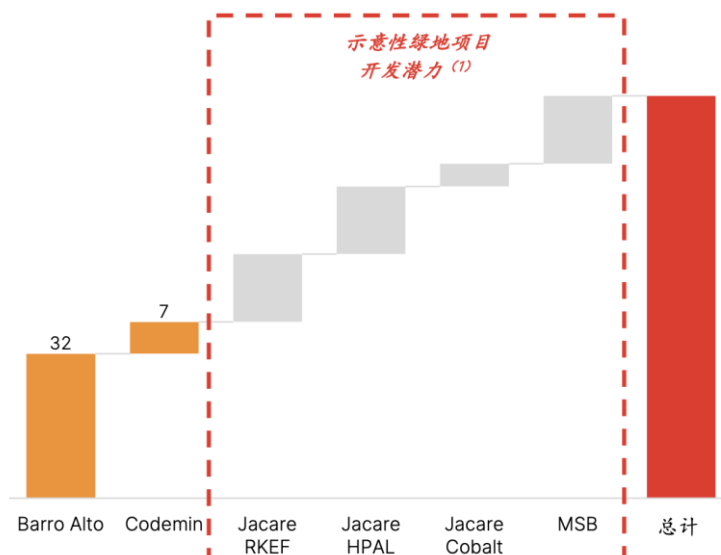
图28: 巴西镍业位于全球成本曲线的前四分之一分位(美元/磅)



资料来源: 公司公告, FactSet 慧基, 伍德麦肯兹, 中国银河证券研究院

通过开发项目有望实现远期增长。若公司顺利完成收购，巴西镍业稳定的产量与盈利水平将直接增厚公司业绩，其低单位成本优势可对冲镍价波动风险。展望未来，通过注入公司的开发经验与资金支持，两大绿地项目有望在 2030 年前后实现投产，推动镍产量从当前 4 万吨级跃升至 15 万吨以上，构建起具备规模效应的区域镍业平台。

图29: 绿地项目开发为产量扩张提供支持(千吨镍/年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

四、供给叙事延续，铜价长周期景气向上不改

(一) 矿端供给约束较强，为铜价提供支撑

2025 年矿端供应扰动频发，全年铜矿供应态势偏紧且较年初预期下滑。今年以来，矿产国政策、缺电、安全事故等因素使得铜矿供给不确定性加剧：1) Kamoakakula 铜矿：2025 年 5 月，刚果（金）矿区东段地震导致严重涌水，该矿被迫暂停生产，Ivanhoe 将 2025 年产量指引由 52-58 万吨下调至 37-42 万吨，中值下降 15 万吨；2) 2025 年 8 月，El Teniente 铜矿：智利地震导致该矿发生人员伤亡事故，Codelco 下调 2025 年产量指引 3 万吨；3) Grasberg 铜矿：2025 年 9 月，该矿发生泥浆涌入事故，自由港计划于 2026Q2 恢复其大规模生产，2025-2026 年较事故前指引下调 22.7、31.8 万吨。受品位下滑、矿震、生产事故、设备检修等因素的影响 Glencore、Ivanhoe、Teck、Nornickel、Codelco、Freeport 六家矿企年度生产计划较年初下调 52.55 万吨。从 2025Q1-3 全球重点铜企的生产来看，前三季度重点矿企铜矿产量 917.3 万吨，同比下滑 1.2%。预计 2025 年全球铜矿供给微减 0.1%至 2309.7 万吨，全年铜矿供应紧张态势难改。

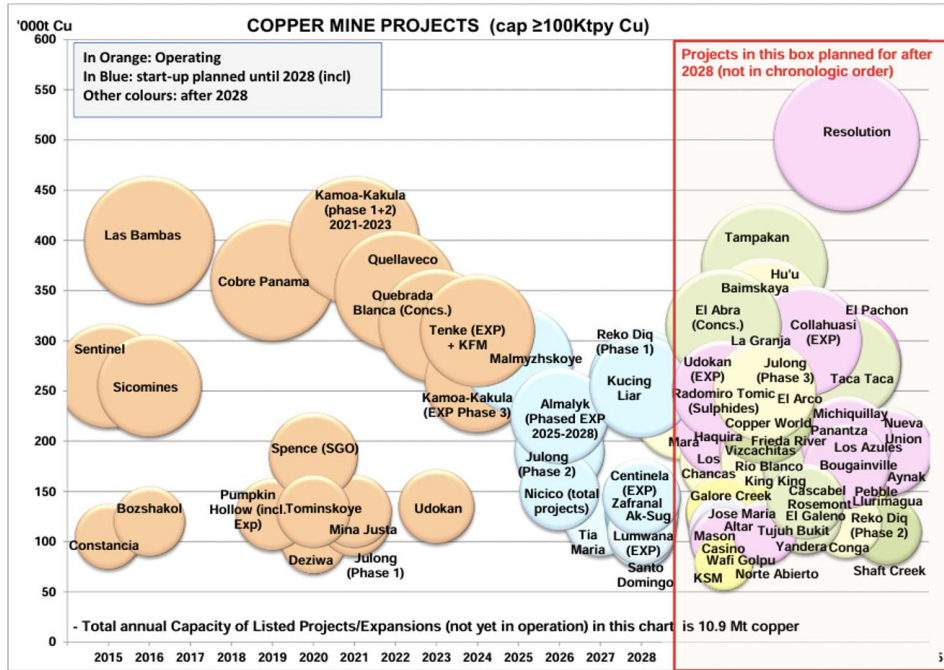
表15：全球重点矿企铜产量情况（万吨）

企业	英文名称	2024	2025E	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2024 年增量	2025 年增量
智利国家铜业	CODELCO	132.8	132.5	32.4	36.5	24.8	-9.6	-0.3
英美资源	Anglo American	77.3	72.0	16.9	17.3	18.4	-5.4	-5.3
自由港	Freeport	191.4	160.0	39.4	43.7	28.5	0.1	-9.2
嘉能可	Glencore	95.2	86.0	16.8	17.6	24.0	-6.1	-8.2
南方铜业	Southern Copper	97.4	96.7	24.0	23.9	23.7	6.3	-0.7
五矿资源	MMG	40.0	49.5	11.8	14.1	12.7	5.6	9.5
紫金矿业	Zijin	107.0	109.0	28.8	27.9	26.3	6.0	2.0
洛阳钼业	CMOC	64.9	74.0	17.1	18.3	19.0	22.9	9.1
第一量子	First Quantum Mine	43.1	41.0	10.0	9.1	10.5	-27.7	0.8
力拓	Rio Tinto PLC	69.7	81.5	21.0	22.9	20.4	7.7	11.8
必和必拓	BHP	195.8	202.0	51.3	51.6	49.4	17.2	8.0
安托法加斯塔	Antofagasta	66.4	68.0	15.5	16.0	16.2	0.3	1.6
泰克	Teck	44.6	44.0	10.6	10.9	10.4	14.3	5.4
淡水河谷	Vale	34.8	35.5	9.1	9.3	9.3	2.1	0.7

资料来源：智利国家铜业、自由港等公司公告，中国银河证券研究院

资本开支不足、矿山老化、极端天气等因素影响下，预计矿端中长期供给或维持较低增速。近年来铜矿资源禀赋持续下降、前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，2019-2023 年有 4 个矿床被发现，资源储量仅增加 420 万吨，产量增长主要为旧发现的矿床扩张；而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束，预计 2026 年全球铜矿供给增量为 54.6 万吨，增速为 2.4%，主要来自巨龙二期、Amman、Antamina、Miador 二期、Udokan 等项目的投产。

图30: 全球大型铜矿项目



资料来源: ICSG, 中国银河证券研究院

表16: 2026年铜矿新增项目 (万吨)

矿山	国家	2026E 增量	备注
巨龙铜矿	中国	14	一期年产 15 万吨, 二期改扩建工程达产后, 矿山年总矿产铜将达 30-35 万吨, 预计 2025 年底投产
Amman	印尼	10	四季度获批出口许可证, 有效期 6 个月, 冶炼厂修复预计 2026 年上半年完成, 随后逐步爬坡, 预计 2026 年产量将提高到 22 万吨
Antamina	秘鲁	7	计划 2026 年将产量从 38 万吨增至 45 万吨 (增幅近 20%), 投资 20 亿美元推进扩建
Miador Phase II	厄瓜多尔	5	2019 年投产, 年产约 9 万吨铜, 2023 年启动二期扩建, 预计年采矿量达 4620 万吨, 年产铜提升至 20 万吨; 2025 年 6 月建成投产, 2027 年达产
Udokan	俄罗斯	4	2023 年 9 月投产, 一期产能预计 2025 年完成, 二期预计 2028 年完成。第一阶段计划每年生产 15 万吨铜, 包括硫酸盐精矿和精炼铜。到第二阶段结束时, 年产量将增加到 50 万吨阴极铜
Malmyzh	俄罗斯	3	该铜矿投产分为两个阶段, 2025 年投产第一阶段, 产能 12 万吨, 但受制于劳动力不足的问题, 投产进度不及预期。第二阶段投产后, 该铜矿产能会达到 29 万吨
QB2	智利	3	2028 年前的铜产量指引: 2025 年下调到 17-19 万吨, 2026 年铜产量指引已调整为 20-23.5 万吨 (此前为 28-31 万吨)。目前预计 2027 年铜产量为 24-27.5 万吨, 2028 年为 22-25.5 万吨, 分别低于此前预测的 28-31 万吨和 27-30 万吨
Oyu Tolgoi Underground	蒙古	3	在 2028-2035 年这 5 年, 预计该铜矿平均每年铜产量将提升约 50 万吨。2025 年 6 月, Panel1 区域停产打乱了铜产能爬坡节奏, 影响其在全球铜矿竞争中布局。若 Panel1 区域长期停滞, 2027 年峰值产能恐难实现
EL TENENTE	智利	2	250731 发生事故造成 6 人死亡, 预计影响产量 3.3 万吨。此次坍塌的 Andesita 新区原计划 2025 二季度投产。Diamante、Andesita 和 Andes Norte 项目称为新矿区, 其旨在将 El Teniente 矿的使用寿命延长 50 年, 实现更深层的开采作业。截至 2025 年 3 月 31 日, Andes Norte 项目已完成 78%, 其他铜矿开采系统正在进行最后建设 (预计在 2025 年第三季度完成)。Andesita 项目目前已完成 70%, 计划于 2025 年第二季度开始运营。Diamante 项目已完成 43%。预计全部投产后产能将

			达到 50 万吨
Ksnsanshi S3	赞比亚	1.5	2025 年的铜和黄金产量包括坎桑希 S3 扩建项目的产量，预计该项目将于 2025 年下半年首次投产，产能增加 20-25 万吨/年

资料来源：银河期货，紫金矿业等公司公告，中国银河证券研究院

全球冶炼产能持续释放，而矿端供给不足或使铜矿缺口持续存在。据 SMM，2025-2026 年全球共有 227 万吨新增粗炼产能，其中 2025 年冶炼厂有 182 万吨的产能释放，但矿端新增产能有限，且实际产量具有高度不确定性。冶炼产能增长高于铜矿，矿端供给不足致原料缺口持续存在。预计 2025 年全球铜精矿供需平衡结果为-15 万吨，2026 年铜精矿供需紧张格局仍将延续，缺口进一步扩大至 32 万吨。

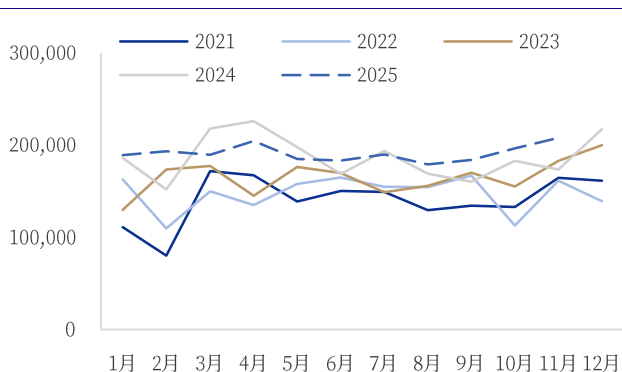
表17：全球铜矿供需平衡表（千吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜精矿产量（不含湿法）	18,355	18,774	19,486	19,664	21,240
全球冶炼厂可用铜精矿量	18,338	18,758	19,470	19,634	20,166
铜精矿库存变化	-192	-197	-196	-150	-324
铜冶炼厂用量	18,531	18,955	19,666	19,784	20,490

资料来源：Woodmac，中国银河证券研究院

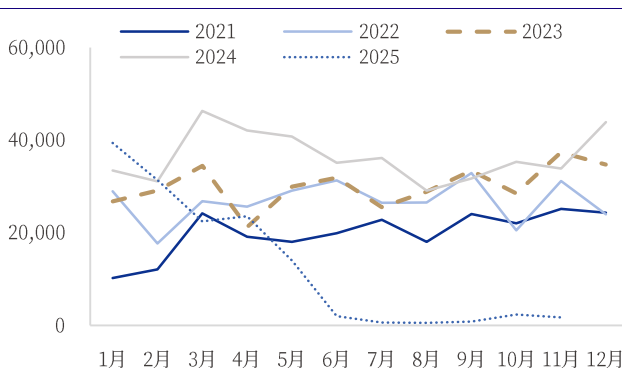
废铜成为原料端的关键补充，关税政策引发贸易流向转变，国内废铜供给紧张。在铜精矿供应持续紧缺的背景下，废铜成为原料端的重要补充。据 CRU 数据，2024 年美国废铜出口量同比增长约 10%，其中 40%直接出口中国，另有 25%通过转口贸易间接流入中国。特朗普关税政策下，高成本持续抑制中国采购意愿，2025 年 1-11 月中国自美进口废铜 13.9 万吨，同比骤降 65%，但通过日本（累计增加 7.9 万吨）、泰国（累计增加 13.4 万吨）等国转口到国内。1-11 月中国累计进口废铜 210.4 万吨，累计同比增长 3.6%。国内废铜供给方面，8 月国家发改委等四部委联合发布《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》，政策不确定性下原本依赖政策优惠获取低成本废铜原料的企业开始减停产，导致阳极板供应紧张。

图31：中国废铜进口变化（吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：中国自美国废铜进口变化（吨）



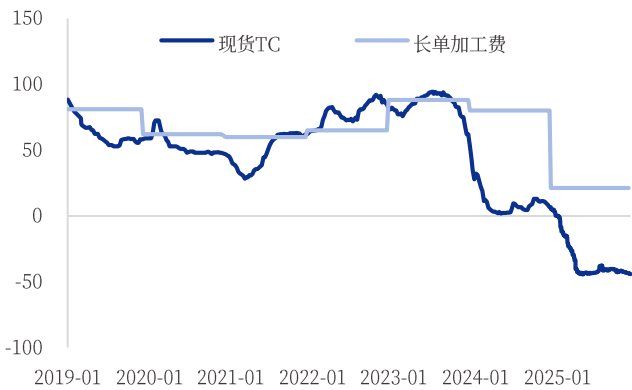
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

原料短缺背景下矿冶矛盾激化，原料端紧缺向电解铜传导提速。现货铜精矿加工费（TC）持续下探至-40 美元/吨左右，已触发冶炼行业大规模亏损。海外冶炼厂减、停产范围加速扩大，嘉能可集团位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂和智利的 Altonorte 冶炼厂均已停产，其位于澳大利亚的 Mount Isa 冶炼厂也面临不可持续的运营压力，中国中矿资源集团宣布其位于纳米比亚的 Tsumeb 铜冶炼厂已临时暂停铜冶炼业务。10 月，日本、西班牙和韩国三国工业部门发表联合声明，警告在当前形

势下，冶炼厂与矿企均无法实现可持续发展，凸显行业经营压力全球化蔓延。

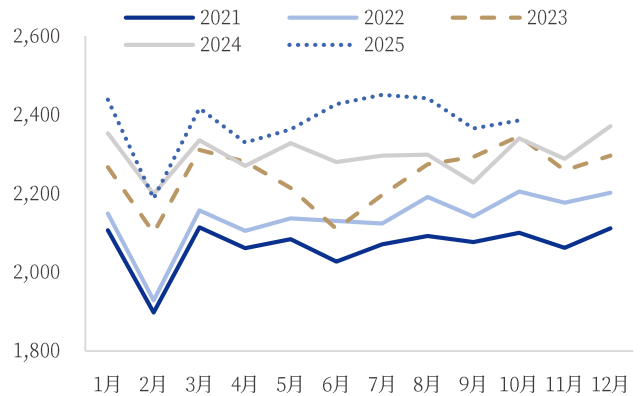
据 Mysteel, 1-11月国内电解铜产量为1240.6万吨，同比增长14.8%，国内冶炼厂虽获硫酸价格高企支撑，部分缓解亏损压力，但在2026年全球铜矿缺口或将进一步扩大的背景下，海外的新增铜冶炼产能也将与国内冶炼厂争抢铜精矿原料。近期，中国铜冶炼厂代表与 Antofagasta 敲定2026年铜精矿长单加工费 Benchmark 为0美元/吨与0美分/磅，较2025年的21.25美元/吨大幅下滑，创历史新低。矿冶矛盾激化，国内冶炼厂提出矿铜产能负荷10%以上以及十五五反内卷政策限制预期，使得2026年矿端短缺向精铜传导可能性增加。

图33: 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)



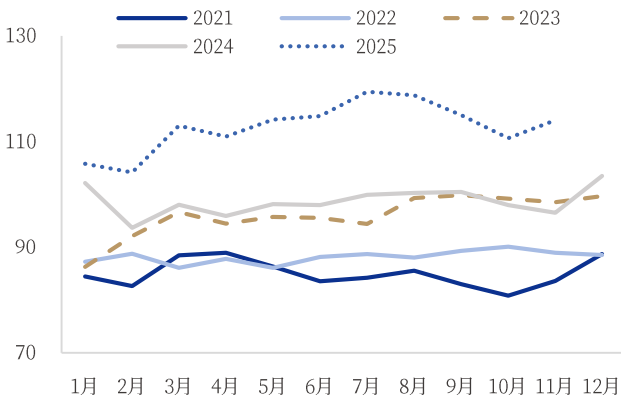
资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

图34: 全球精炼铜月度产量 (千吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图36: 硫酸价格走势

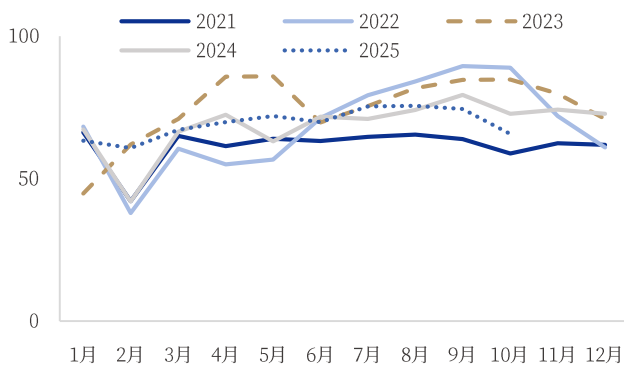


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 需求具备韧性，新兴领域结构性亮点依旧

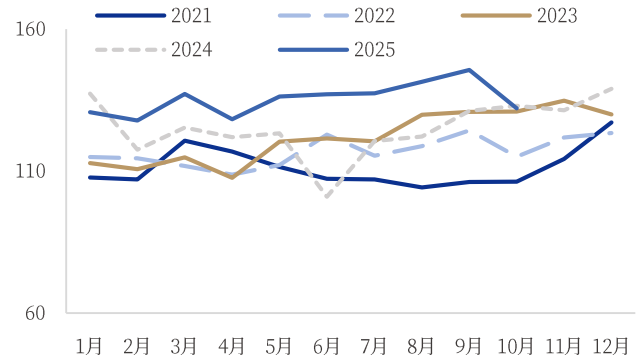
2025 年下半年国内铜消费在电网和新能源汽车需求支撑下维持韧性，财政托底有望进一步带动传统消费需求回升。2025 年 1-11 月国内电解铜表观消费量达 1481 万吨，同比增长 8.5%。分领域来看：电力端，2025 年 1-10 月中国电网投资完成额累计 4824 亿元，同比+7%，电源投资完成额累计 7218 亿元，同比+0.7%；家电端，1-10 月空调产量 23034 万台，同比+3%，其中出口数量同比-1.1%；地产端，1-11 月房屋竣工面积 3.9 亿平方米，同比-18%，继续拖累用铜需求；新能源领域，1-10 月风电新增装机量 70GW，同比+53%，光伏新增装机 253GW，同比+40%，受国内消费政策提振，1-11 月新能源汽车产量 1453 万辆，同比+27%。2025 年下半年，受“抢出口”和“抢两新”效应退坡等因素影响，国内光伏、家电增速下滑，但在电网、新能源汽车消费支撑下，铜消费需求维持韧性。展望 2026 年，中国十五五开局，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策的政策基调有望维持，地产下行的边际拖累消减，以及新型基础设施建设扩张，共同对国内传统需求形成支撑。

图37: 铜杆月度开工率 (%)



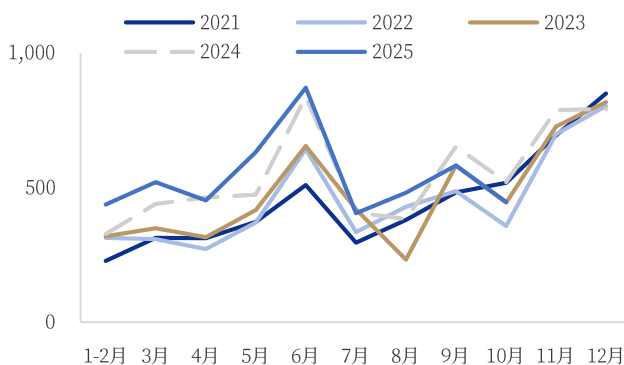
资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

图38: 电解铜表观消费量 (万吨)



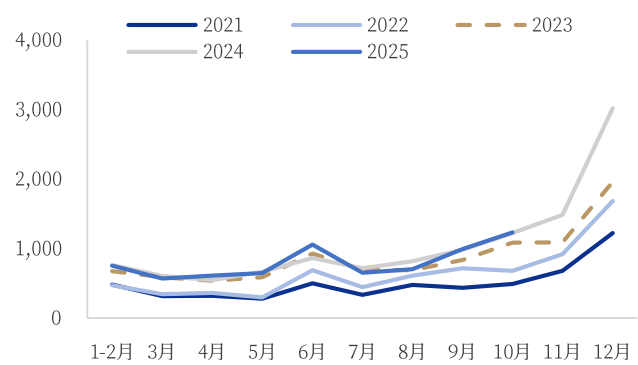
资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图39: 中国电网基本建设投资完成额当月值 (亿元)



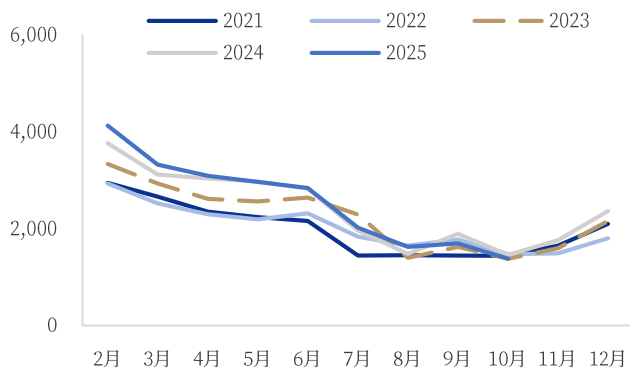
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图40: 中国电源基本建设投资完成额当月值 (亿元)



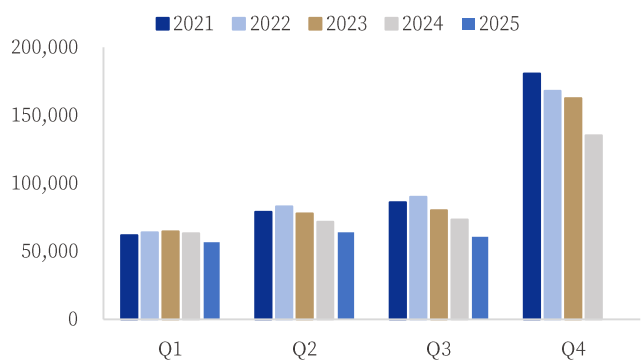
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 中国空调当月产量 (万台)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

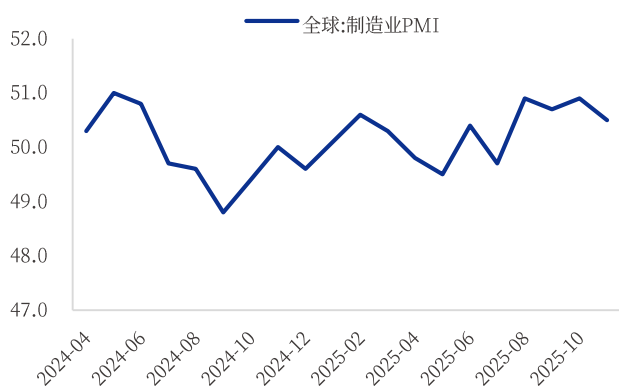
图42: 中国建筑业房屋建筑面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

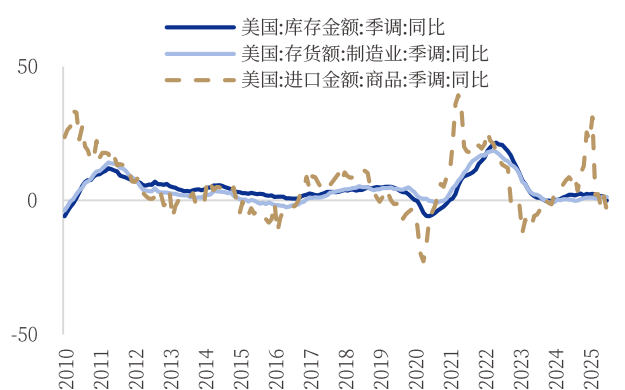
全球制造业 PMI 温和复苏, 美国宏观政策环境将形成合力为经济增长提供支撑, 带动海外用铜需求。 11 月全球制造业继续保持复苏态势, 全球制造业 PMI 为 50.5%, 较上月 (50.9%) 略有下降。国际货币基金组织 (IMF) 10 月 14 日发布《世界经济展望》, 预计 2025 年全球经济增速为 3.2%, 其中发达经济体的增速为 1.6%, 新兴市场和发展中经济体则略高于 4%。10 月底, 中美经贸和谈元首会晤达成重要共识, 中美经贸关系波动性有望回落。而美国“大而美”法案的减税将逐步释放财政宽松, 叠加预防式降息政策传导亦将逐步显效, 共同带动经济平稳增长, 支撑海外铜消费需求。

图43: 全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 美国库存周期 (%)

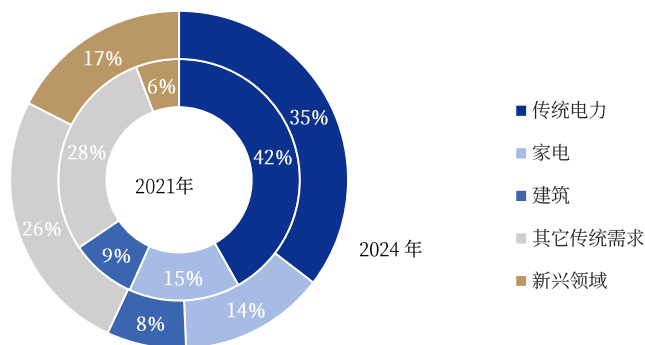


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

与此同时, 铜的需求结构正在发生新旧动能切换, 以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速, 有望提供需求增量。 我们测算, 以新能源、数字经济为代表的中国新兴领域用铜需求占比已从 2021 年的 6% 提升至 2024 年的 17%, 铜消费量从 2021 年的 83 万吨增长至 2024 年的 265 万吨。2026 年能源转型持续推进, 新能源建设将转向电力消纳, 储能作为消纳的关键, 将接力成为电气化投资的重点。9 月, 国家发展改革委、国家能源局联合发布《新型储能规模化建设专项行动方案 (2025—2027 年) 》, 提出 2025-2027 年新型储能发展目标, 预计三年内全国新增装机容量超过 1 亿千瓦, 推动新型储能规模化建设; 另据 Argus, 美国和欧洲也在积极推进储能项目, 美国 2025 年预计将新增约 19GW 的功率和 52.5GWh 的容量, 同比分别增长 53% 和 45%。储能系统和基础设施的建设也有望推高铜消费需求。

另外，随着人工智能的发展，全球范围内的人工智能数据中心也在迅速建设。铜用于数据中心的许多领域，包括服务器本身的芯片、布线、母线和电源连接器、服务器和数据中心的冷却系统、跨数据中心的传输电缆和电源连接、外部布线及发电的基础设施等。CDA 最近对美国数据中心的研究表明，铜强度为 27 吨/MW，显著高于海上风电、太阳能应用约 10、5 吨/MW 的用铜强度。BHP 估计数据中心的用铜强度为 20-40 吨/MW。不同机构的估算差异或源于技术迭代，我们取 27-40 吨/MW 单位耗铜量做情景假设，估算 2025 年 AI 数据中心用铜量为 35-52 万吨，2026 年增长至 49-72 万吨，2030 年或达 84-124 万吨。

图45: 国内铜消费结构



资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院 (注: 新兴领域用铜包括新能源及数字经济领域用铜, 具体包括新能源汽车、光伏、风电、数据中心用铜)

表18: AI 数据中心领域铜需求测算 (万吨)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
AI 工作负荷 (GW)	44	62	83	102	124
非 AI 工作负荷 (GW)	38	40	45	50	56
总容量 (GW)	82	103	128	153	181
年度新增 AI 容量 (GW)	13	18	21	19	22
单位耗铜量 (吨/MW)-悲观	27	27	27	27	27
AI 用铜需求增量 (万吨)-悲观	35	49	57	51	59
单位耗铜量 (吨/MW)-乐观	40	40	40	40	40
AI 用铜需求增量 (万吨)-乐观	52	72	84	76	88

资料来源: 麦肯锡, CDA, BHP, 中国银河证券研究院

总体来看, 我们预计 2025 年国内精铜消费 1,641 万吨, 同比+4%, 全球精铜消费 2,775 万吨, 同比+3.7%; 2026 年国内精铜消费 1,683 万吨, 同比+3.2%, 全球精铜消费 2,863 万吨, 同比+3.2%。

表19: 中国精铜需求测算 (万吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
电力	670	718	734	771	795
家电	207	212	220	224	228
交运	179	193	202	222	228

建筑	120	123	120	118	117
机械电子	126	127	131	134	138
其它	154	163	171	173	178
总计	1,456	1,536	1,578	1,641	1,683

资料来源: ETVank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

表20: 全球精铜消费预测表 (万吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国新兴领域	116	215	265	307	314
中国	1,456	1,536	1,578	1,641	1,683
海外新兴领域	94	136	162	212	265
海外	1,064	1,046	1,098	1,133	1,180
全球	2,520	2,582	2,676	2,775	2,863

资料来源: ETVank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

(三) 看好铜板块的长期配置价值

从供需平衡表来看: 供给端, 一系列中长期因素对铜矿有效供给形成约束, 冶炼产能集中释放, 矿端紧缺难以改变。2025年冶炼厂冶炼利润再度压缩, 而再生铜供给偏紧, 海外冶炼厂陆续减停产, 国内减产预期仍存。需求端, 全球财政、货币政策同步宽松, 对传统领域铜消费需求形成托底, 同时以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速, 全球能源存储行业在清洁能源转型的推动下稳步增长, 叠加 AI 浪潮下数据中心迅速建设, 有望提供铜需求增量。整体看, 我们预计 2025 年全球电解铜供需过剩 26 万吨, 至 2026 年过剩减少至 17 万吨。

表21: 全球精铜供需平衡表 (千吨)

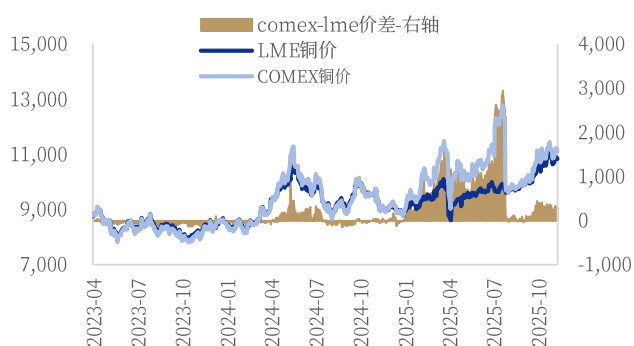
	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜矿供给	21963	22350	23117	23097	23643
增速	2.5%	1.8%	3.4%	-0.1%	2.4%
铜精矿	18355	18774	19486	19650	20180
湿法铜	3608	3576	3631	3447	3463
精铜产量	25193	25878	26953	28004	28803
增速	0.9%	2.7%	4.2%	3.9%	2.9%
精铜需求	25202	25817	26757	27747	28635
增速	1.0%	2.4%	3.6%	3.7%	3.2%
供需平衡	-9	61	197	258	169

资料来源: CRU, Woodmac, ETVank, IRENA, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

美铜加征关税预期，导致全球铜供应区域性失衡。7月30日，特朗普宣布对铜产品加征的50%高额关税将仅针对铜管、线、电缆等铜加工材、以及铜密集型制品，而铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料则被明确排除在外。另据7月30日的白宫报告，美国商务部建议从2027年起对精炼铜征收15%的进口关税，并于2028年提高至30%。特朗普指示商务部长在2026年6月底前完成市场评估，以最终决定是否有必要对精炼铜征收“分阶段的普遍进口关税”。此前，市场普遍认为此次关税将适用于包括铜精矿、粗铜、精铜等的所有铜产品。而此次虽然将铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料排除在外，但在美国后续仍有可能对精铜加征关税的可能性下，COMEX-LME溢价从峰值30%回落至目前的2-3%左右，并未归零；COMEX库存继续走高至43.5万吨，SHFE库存为9.6万吨，LME库存进一步下降至15.7万吨。美铜“虹吸效应”导致的全球库存分布异化、非美地区库存低位，或造成2026年非美地区铜的区域性短缺。

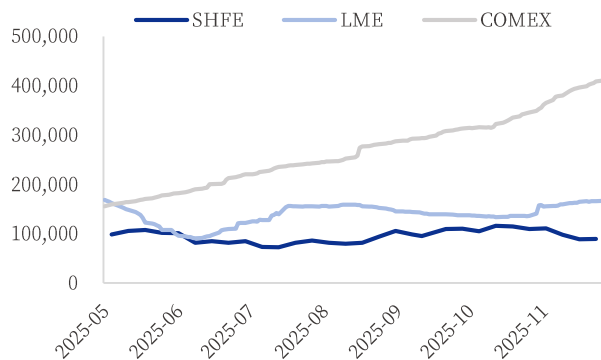
2025年底智利Codelco将2026年精炼铜供应溢价大幅上调：对中国报价335-350美元/吨，较25年增长275%；对欧洲报价325-345美元/吨，较25年增长39%；对韩国报价330美元/吨，较25年增长288%，反映了2026年贸易流向与非美地区铜供应紧张预期。而12月LME亚洲仓库铜提货激增体现了非美地区2026年铜供应紧张可能下对精铜的提前抢货。2026年全球区域性供应失衡加剧风险推升铜价的逻辑正在显现。

图46: comex-lme 铜价差持续存在 (吨/美元)



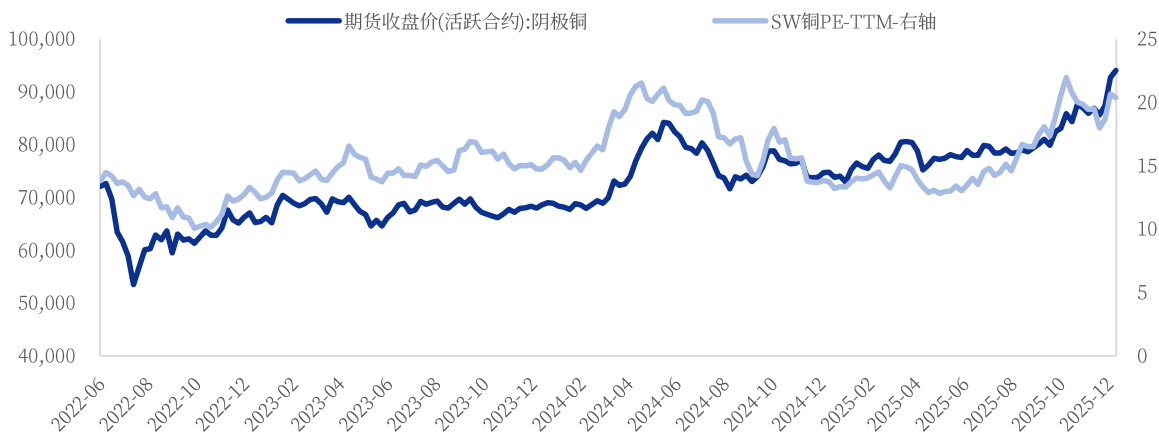
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图47: 非美地区库存低位 (吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

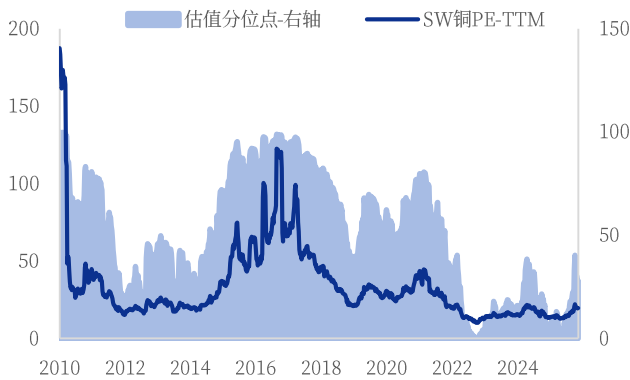
图48: A股SW铜行业PE-TTM与铜价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

铜价有望在供给约束、流动性趋松以及全球经济复苏的带动下稳步向上。从 A 股铜行业的历史估值的纵向比较来看，目前 A 股 SW 铜行业指数市盈率（TTM）为 24.8x，低于 2010 年以来估值中枢 33.4x，处于历史估值的 32.9%分位点，估值安全边际较高。铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投建项目有限，预计 2025-2027 年全球铜矿供给增速为 -0.1%/2.4%/3.3%，而冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。近两年铜矿供给紧缺，我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支，供给约束提供铜价支撑。需求端，全球制造业 PMI 温和复苏，宏观暖风下，传统领域铜消费需求边际下行压力减轻，同时新能源转型与数据中心用铜带来需求的结构性亮点。行业供需格局持续向好，叠加美联储流动性宽松预期，铜价中枢将不断上移。

图49: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表22: 新建铜矿项目 NPV 测算

NPV (美元)		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	865	64	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	1320	534	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	1660	893	169	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	1163	457
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081

资料来源: Wind, S&P Global, 中国银河证券研究院

五、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

基于以下假设，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 62/83/88 亿美元，归母净利润 7.2/13.3/15.6 亿美元。

1) 价格方面：铜矿供应矛盾彻底爆发且将持续存在，国内经济复苏、全球流动性改善利好铜价上扬，我们假设 2025-2027 年 LME 铜价 9900/12600/13500 美元/吨；2025-2027 年锌价 2866/3060/3060 美元/吨，其余金属价格假设维稳。

2) 产销量方面：结合公司产量指引，考虑 Kinsevere、Khoemacau 产量爬坡，其余矿山运营稳健，预计 2025-2027 年公司铜产量分别 50/53.5/54 万吨，锌产量维持 22.8 万吨左右，产销基本均衡。

3) 成本方面：结合公司成本指引，我们预计 Las Bambas 2025~2027 年 C1 成本维持 1.2 美元/磅左右；Kinsevere 2025~2027 年 C1 成本分别为 3.0、2.8、2.5 美元/磅；Khoemacau 2025~2027 年 C1 成本分别为 2.3、2.0、2.0 美元/磅。

表23：公司营业收入及营业费用预测（百万美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
LasBambas						
营业收入	2,087	3,417	2,978	4,372	5,632	5,981
经营费用总额	-948	-2,014	-1,330	-1,662	-1,973	-1,983
EBITDA	1,122	1,397	1,594.3	2,660	3,609	3,948
Kinsevere						
营业收入	422	355	424	520	965	1,100
经营费用总额	-294	-355	-336	-380	-543	-530
EBITDA	132	-32	68	130	411	560
Khoemacau						
营业收入	-	-	296	526	847	901
经营费用总额	-	-	-166	-310	-380	-382
EBITDA	-	-	126	216	467	519
Dugald River						
营业收入	484	331	462	488	557	557
经营费用总额	-278	-294	-293	-339	-385	-385
EBITDA	210	34	169	148	172	172
Rosebery						
营业收入	260	240	306	290	290	290
经营费用总额	-161	-157	-173	-180	-180	-180

EBITDA	99	78	123	115	115	115
合计						
营业收入	3,254	4,347	4,479	6,206	8,300	8,838
EBITDA	1,524	1,479	2,018	3,305	4,790	5,307

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 估值与投资建议

1. 相对估值

公司业绩核心驱动为铜产品，我们选取铜行业的紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信、铜陵有色、中国有色矿业为可比公司；2025-2027年可比公司PE的算术均值分别为18、15、13x。考虑到公司作为国内优质铜矿企业，在海外矿山收购与运营方面的丰富经验，其成功的国际化运营模式具备持续复制的潜力，旗下三大主力铜矿均处于产能释放与运营优化期，为中长期业绩增长奠定坚实基础。参考其他可比公司估值，我们给予公司2026年PE为14-16x，对应市值区间为1452-1659亿港元。

表24：可比公司估值（2025.12.23）

可比公司		总市值 (亿元)	EPS (元)				市盈率 PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
2899.HK	紫金矿业	9,377	1.20	1.86	2.32	2.46	26	17	14	13
3993.HK	洛阳钼业	4,325	0.63	0.94	1.18	1.26	28	18	15	14
1258.HK	中国有色矿业	578	0.74	0.84	0.90	1.07	18	16	15	12
H股平均							24	17	14	13
601899.S	紫金矿业	8,503	1.21	1.84	2.25	2.53	27	17	14	13
603993.S	洛阳钼业	3,922	0.63	0.87	1.07	1.17	30	21	17	16
601168.S	西部矿业	618	1.23	1.62	1.83	2.04	21	16	14	13
000630.SZ	铜陵有色	740	0.22	0.26	0.38	0.43	25	21	15	13
603979.S	金诚信	461	2.54	3.80	4.43	5.23	29	19	17	14
A股平均							26	19	15	14
全部平均							25	18	15	13
五矿资源		1,053	0.11	0.42	0.77	0.90	72	19	10	9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 绝对估值

由于公司具有较为稳定的盈利和持续的经营净现金流，我们采用FCFF方法进行绝对估值，我们作出如下假设得到WACC为10.87%，再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析，测算出公司每股估值区间为10.4-13.6港元，对应市值区间为1383-1672亿港元。

表25: FCFF 核心假设

指标	数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.8%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	10.6%	近三年恒生指数年化平均收益率
贝塔系数β	1.47	近三年公司相对恒生指数的 Beta 值
税率	40.27%	公司所得税税率
加权平均资本成本 WACC	10.87%	$WACC=Kd*Wd(1-T)+Ke*(1-Wd)$

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表26: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 美元/股)

永续增长率 g	WACC						
	9.37%	9.87%	10.37%	10.87%	11.37%	11.87%	12.37%
0.40%	1.84	1.71	1.60	1.49	1.40	1.31	1.23
0.60%	1.89	1.76	1.64	1.53	1.43	1.34	1.26
0.80%	1.95	1.81	1.68	1.57	1.47	1.37	1.29
1.00%	2.00	1.86	1.72	1.61	1.50	1.40	1.32
1.20%	2.06	1.91	1.77	1.65	1.54	1.44	1.35
1.40%	2.12	1.96	1.82	1.69	1.58	1.47	1.38
1.60%	2.19	2.02	1.87	1.74	1.62	1.51	1.41

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司作为全球领先的铜资源商, 旗下三大铜矿扩产路径清晰, 成长确定性高。核心资产秘鲁 Las Bambas 铜矿在社区问题解决后运营已恢复正常, 2025 年产量有望恢复至 40 万吨, 且成本大幅优化至行业领先水平。同时, 非洲 Kinsevere 与 Khoemacau 铜矿均处于产能爬坡阶段, 远期规划明确, 将共同驱动公司铜产量从 2024 年的约 40 万吨增长至远期产量的 60 万吨以上。在铜行业长期供需偏紧、价格中枢有望上行的背景下, 公司量增、本降的成长逻辑与铜价弹性共振, 盈利有望持续释放。按当前 1USD=7.7756HKD 汇率折算港元, 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 483/645/687 亿港元, 归母净利润 56/104/121 亿港元, 对应 EPS 为 0.46/0.85/1 港元, 当前股价对应 PE 各为 18.9/10.2/8.7x。考虑公司资源优势、产能增长潜力及新能源金属布局带来的估值提升, 首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

1) **美联储降息不及预期的风险**：若美联储降息幅度和频率不及市场预期，可能会导致美元走强，进而对以美元计价的有色金属价格产生压力，同时高利率环境可能会抑制投资和消费，影响有色金属的需求和价格；

2) **铜价大幅下跌的风险**：铜价受全球经济局势、货币政策、供需格局等多重因素影响，若这些因素导致价格出现大幅波动，公司的经营可能面临较大压力；

3) **公司产量释放不及预期的风险**：公司增长依赖三大铜矿产能落地，Las Bambas 运营稳定性、Kinsevere 电力供应、Khoemacau 扩建进度及资源国政策变动等因素，均可能影响产量释放节奏；

4) **公司成本上升的风险**：全球通胀可能持续推高能源、人力及材料成本，同时随着开采深入，矿石品位波动与选矿难度增加，亦可能使实际成本优化幅度低于预期。

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2025Q3 末)	5
图 3: 公司核心资产情况 (截至 2025H1)	6
图 4: 公司营收及同比变化	8
图 5: 公司归母净利润及同比变化	8
图 6: 25H1 公司分产品营收构成.....	8
图 7: 25H1 各运营矿山 EBITDA 构成.....	8
图 8: 公司资产负债率、杠杆率逐步下降.....	9
图 9: 公司贷款规模逐步下降 (亿美元)	9
图 10: Las Bambas 铜矿铜精矿产销量变化	11
图 11: 毗邻矿区运营及运输路线的社区和村镇.....	12
图 12: “拉斯邦巴斯之心”的社区参与	12
图 13: Las Bambas 铜矿迈向全球领先的成本水平.....	13
图 14: Las Bambas 铜矿每年节省成本总额(百万美元).....	13
图 15: Las Bambas 铜矿节省额占年生产成本的百分比.....	13
图 16: Las Bambas 铜矿发展机遇	14
图 17: Kinsevere 铜产销量情况.....	16
图 18: Kinsevere 铜 C1 成本变化	16
图 19: Kinsevere 新增备用发电机组	16
图 20: Khoemacau 按矿区产量提升	18
图 21: Khoemacau 达到铜产量 130 千吨/年的路线图	18
图 22: 科马考铜矿 C1 现金成本曲线的位置 (美元/磅).....	19
图 23: Dugald River 锌精矿含锌产销量.....	21
图 24: Dugald River 锌回收率	21
图 25: Rosebery 锌精矿含锌产销量	22
图 26: Rosebery 2025H1 锌当量产量 (千吨)	22
图 27: 巴西镍业概览.....	23
图 28: 巴西镍业位于全球成本曲线的前四分之一分位(美元/磅)	24
图 29: 绿地项目开发为产量扩张提供支持(千吨镍/年).....	24
图 30: 全球大型铜矿项目.....	26
图 31: 中国废铜进口变化 (吨)	27
图 32: 中国自美国废铜进口变化 (吨)	27
图 33: 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)	28

图 34: 全球精炼铜月度产量 (千吨)	28
图 35: 中国电解铜月度产量 (万吨)	28
图 36: 硫酸价格走势	28
图 37: 铜杆月度开工率 (%)	29
图 38: 电解铜表观消费量 (万吨)	29
图 39: 中国电网基本建设投资完成额当月值 (亿元)	29
图 40: 中国电源基本建设投资完成额当月值 (亿元)	29
图 41: 中国空调当月产量 (万台)	30
图 42: 中国建筑业房屋建筑面积 (万平方米)	30
图 43: 全球制造业 PMI (%)	30
图 44: 美国库存周期 (%)	30
图 45: 国内铜消费结构	31
图 46: comex-lme 铜价差持续存在 (吨/美元)	33
图 47: 非美地区库存低位 (吨)	33
图 48: A 股 SW 铜行业 PE-TTM 与铜价	33
图 49: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)	34
图 50: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%)	34
表 1: 公司矿产资源与矿石储量 (截至 2025 年 6 月 30 日)	6
表 2: 公司主力铜矿山铜产量 (千吨)	7
表 3: 公司主力铜矿山铜产量 (千吨)	7
表 4: Las Bambas 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	10
表 5: Las Bambas 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	10
表 6: Kinsevere 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	15
表 7: Kinsevere 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	15
表 8: Khoemacau 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	17
表 9: Khoemacau 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	17
表 10: Khoemacau 铜产销量	18
表 11: Dugald River 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	20
表 12: Dugald River 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	20
表 13: Rosebery 矿山资源量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	21
表 14: Rosebery 矿山储量情况 (截至 2025 年 6 月 30 日)	22
表 15: 全球重点矿企铜产量情况 (万吨)	25
表 16: 2026 年铜矿新增项目 (万吨)	26
表 17: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)	27
表 18: AI 数据中心领域铜需求测算 (万吨)	31
表 19: 中国精铜需求测算 (万吨)	31
表 20: 全球精铜消费预测表 (万吨)	32

表 21: 全球精铜供需平衡表 (千吨)	32
表 22: 新建铜矿项目 NPV 测算.....	34
表 23: 公司营业收入及营业费用预测 (百万美元)	35
表 24: 可比公司估值 (2025.12.23)	36
表 25: FCFE 核心假设.....	37
表 26: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 美元/股)	37

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,502	2,710	5,307	7,909
现金	193	1,011	3,169	5,678
应收账款及票据	444	615	822	876
存货	529	615	686	679
其他	336	470	630	677
非流动资产	13,484	13,474	13,405	13,247
固定资产	11,723	11,504	11,304	11,121
无形资产	1,164	1,359	1,490	1,515
其他	597	611	611	611
资产总计	14,986	16,184	18,712	21,156
流动负债	1,969	1,799	2,126	2,155
短期借款	889	389	339	289
应付账款及票据	387	450	502	496
其他	693	961	1,286	1,369
非流动负债	6,738	6,967	7,117	7,167
长期债务	3,740	3,940	4,090	4,140
其他	2,998	3,027	3,027	3,027
负债合计	8,707	8,767	9,244	9,322
普通股股本	4,380	4,380	4,380	4,380
储备	-964	-246	1,087	2,649
归属母公司股东权益	3,419	4,136	5,470	7,031
少数股东权益	2,860	3,281	3,999	4,803
股东权益合计	6,279	7,417	9,469	11,834
负债和股东权益	14,986	16,184	18,712	21,156

现金流量表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,612	2,484	3,374	3,729
净利润	162	717	1,333	1,561
少数股东权益	204	421	718	804
折旧摊销	1,006	1,123	1,119	1,108
营运资金变动及其他	240	222	204	255
投资活动现金流	-2,970	-1,070	-1,031	-930
资本支出	-928	-1,100	-1,050	-950
其他投资	-2,043	30	19	20
筹资活动现金流	1,104	-596	-185	-289
借款增加	-152	-300	100	0
普通股增加	1,152	0	0	0
已付股利	0	-296	-285	-289
其他	103	0	0	0
现金净增加额	-254	818	2,158	2,510

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,479	6,206	8,300	8,838
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,950	3,425	3,825	3,783
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0
财务费用	391	275	265	246
除税前溢利	621	1,907	3,406	3,953
所得税	255	768	1,355	1,587
净利润	366	1,139	2,051	2,366
少数股东损益	204	421	718	804
归属母公司净利润	162	717	1,333	1,561
EBIT	1,013	2,182	3,671	4,199
EBITDA	2,018	3,305	4,790	5,307
EPS (美元)	0.02	0.06	0.11	0.13

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	3.05%	38.55%	33.75%	6.48%
归母净利润增长率	1698.89%	343.15%	85.85%	17.09%
毛利率	34.13%	44.80%	53.91%	57.20%
销售净利率	3.61%	11.56%	16.07%	17.66%
ROE	4.74%	17.34%	24.38%	22.20%
ROIC	5.47%	11.09%	15.91%	15.45%
资产负债率	58.10%	54.17%	49.40%	44.06%
净负债比率	70.66%	44.73%	13.31%	-10.56%
流动比率	0.76	1.51	2.50	3.67
速动比率	0.49	1.16	2.17	3.36
总资产周转率	0.33	0.40	0.48	0.44
应收账款周转率	11.22	11.73	11.55	10.41
应付账款周转率	8.31	8.19	8.04	7.58
每股收益	0.02	0.06	0.11	0.13
每股经营现金流	0.13	0.20	0.28	0.31
每股净资产	0.28	0.34	0.45	0.58
P/E	21.51	18.86	10.15	8.67
P/B	1.17	3.27	2.47	1.92
EV/EBITDA	4.18	5.10	3.09	2.31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师；孙雪琪，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn