

公司是成长性较好的铜矿央企

华泰研究

2026年5月01日 | 中国香港

更新报告

基本金属及加工

受益于主营金属（铜、锌、金、银等）价格上涨较多叠加公司主要矿产品销量同比增长较多，2025年公司业绩表现亮眼。展望未来，我们预期主营金属价格或进一步上涨；公司各个矿山或继续稳定运营，铜、金等矿产品产量维持较高水平；且我们认为公司是成长性较好的铜矿央企，Khomecau铜矿规划分步扩产，因此我们继续看好公司价值提升，维持“买入”。

2025年公司业绩亮眼主因金属涨价及主要矿产品销量释放

价格方面，2025年LME铜/LME锌/COMEX金/COMEX银同比增加9%/3%/45%/43%至9945美元/吨、2870美元/吨、3446美元/盎司、40.49美元/盎司。规模方面，公司实现铜、锌、金、银销量分别为48万吨、18万吨、10万盎司、926万盎司，分别同比上涨28%、-1%、20%、10%，除了锌以外，其他利润贡献较多的金属均同比增长较多；其中旗舰矿山Las Bambas铜产量创下矿山历史上的第二高年产量记录（41万吨铜精矿含铜），同时在年度矿石开采量、选矿量及整体回收率方面均刷新历史纪录。

展望未来，我们看好铜金价上涨周期

黄金方面，2022年之后，逆全球化背景下央行等金融机构正在进行资产再配置，成为金价中长期上涨的基石。若地缘冲突风险常态化，全球资产持续去美元化，黄金定价锚或由实际利率主导框架向信用风险对冲框架转移。若2026-2028年可投资黄金占比超过2011年顶点（3.6%）达到4.3-4.8%，期间金价有望升至\$5400-6800/oz。铜方面，2026年，供给端铜矿扰动频发延续，国内废铜释放受到政策影响，我们预期全球电解铜供给仍有限。需求端，全球电解铜需求由美国囤库、AI、电网建设驱动，或保持较高的增速，短期铜价走势关注年中美国232关税政策变化、美伊冲突走势变化。中长期来看，全球技术进步叠加海外制造业复苏，多周期共振下2026-2028年电解铜需求或保持高增；而供给约束性较强（铜矿扰动频繁、资源稀缺、对价格反应滞后），我们预测全球供需保持短缺，铜价有望冲击\$15000/t以上。

公司是成长性较好的铜矿央企

Khomecau铜矿扩产是推动公司未来增长的重要一环。该矿2025年实现铜产量4.06万吨、2026年规划实现产量4.8-5.3万吨。展望中期，公司计划新建一座年处理能力达450万吨的选矿厂，并将采矿区域延伸至5区北部、Mango及Zeta东北部矿床，期待将矿山的铜年产能提升至13万吨，伴生的白银产量或超过400万盎司，预计于2028H1产出首批精矿，C1成本有望优化至1.6美元/磅以下。展望远期，该矿已通过持续勘探活动，展现出进一步扩产的潜力，公司预计该矿铜年产能有望提升至20万吨，计划2026年启动相应的预可行性研究。

盈利预测及估值

考虑到铜扰动事件频发、需求好于我们先前的预期；市场流动性好于我们先前的预期、全球地缘政治事件频发，我们分别上调2026-2027年铜价、金价假设，最终测算公司2026-2028年归母净利14.97/16.65/17.65亿美元（变动幅度+72%/+91%）。可比公司PE估值为11.1X（2026E），给予公司11.1X PE，基于美元兑港元汇率7.84，上调目标价至10.75港元（前值5.90港元，基于2026E PE 12.1X；美元兑港元汇率7.85）。

风险提示：铜、金价不及预期，公司扩产项目进度不及预期，秘鲁社区扰动加剧。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

10.75

李斌

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269

研究员

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

黄自迪*

SAC No. S0570525070001

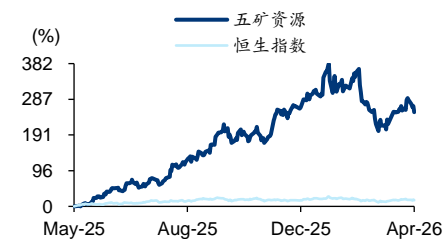
研究员

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

基本数据

收盘价(港币 截至4月30日)	8.31
市值(港币百万)	100,888
6个月平均日成交额(港币百万)	479.51
52周价格范围(港币)	2.32-11.96

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	6,218	8,428	8,871	9,427
+/-%	38.80	35.50	5.30	6.30
归属母公司净利润(百万)	509.00	1,497	1,665	1,765
+/-%	214.20	194.11	11.22	6.01
EPS(最新摊薄)	0.04	0.12	0.14	0.15
ROE(%)	13.80	31.79	26.47	22.05
PE(倍)	25.29	8.60	7.73	7.29
PB(倍)	3.25	2.36	1.81	1.45
EV EBITDA(倍)	6.89	5.32	4.64	4.17
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 (2026-4-30)	2026E	2027E	2028E
铜价, 美元/吨	12000	12200	12400
金价, 美元/盎司	4507	4735	4735
归母净利润, 亿美元	14.97	16.65	17.65
本次假设 (2025-8-13)	2026E	2027E	2028E
铜价, 美元/吨	9700	9800	
金价, 美元/盎司	4,445	4,665	
归母净利润, 亿美元	8.71	8.72	
变化幅度	2026E	2027E	2028E
铜价, 美元/吨	24%	24%	
金价, 美元/盎司	1%	2%	
归母净利润, 亿美元	72%	91%	

注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

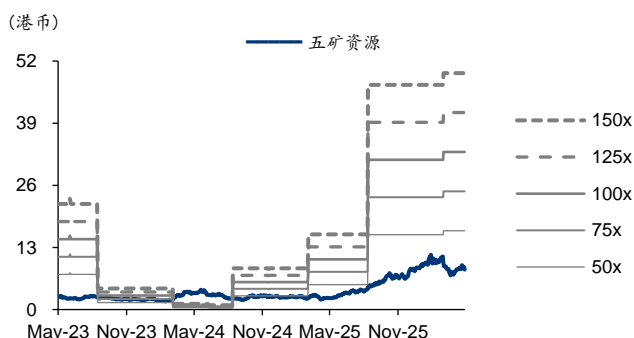
图表2: 可比公司估值

公司代码 (Bloomberg)	公司简称	Wind 一致预期 PE (2026E)
3993 HK	洛阳钼业	11.2
1258 HK	中国有色矿业	11.6
2899 HK	紫金矿业	10.6
	平均值	11.1

注: 数据截至 2026 年 4 月 30 日

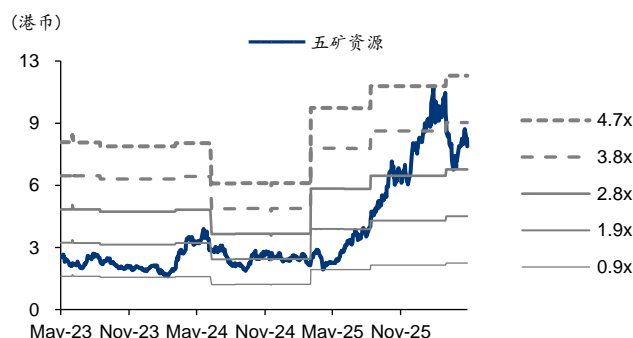
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,479	6,218	8,428	8,871	9,427
销售成本	(2,950)	(3,386)	(3,530)	(3,715)	(3,986)
毛利润	1,529	2,833	4,899	5,156	5,441
销售及分销成本	(123.00)	(134.00)	(182.00)	(192.00)	(204.00)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(209.00)	(322.00)	(437.00)	(460.00)	(488.00)
财务成本净额	(369.00)	(272.00)	(150.00)	(27.00)	141.00
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	621.00	1,727	4,043	4,391	4,803
税费开支	(255.00)	(772.00)	(1,779)	(1,932)	(2,113)
少数股东损益	(204.00)	(446.00)	(767.00)	(794.00)	(925.00)
归母净利润	162.00	509.00	1,497	1,665	1,765
折旧和摊销	(981.00)	(1,346)	(1,225)	(1,246)	(1,294)
EBITDA	1,971	3,345	4,193	4,418	4,662
EPS (美元, 基本)	0.01	0.04	0.12	0.14	0.15

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	529.00	833.00	587.00	908.00	696.00
应收账款和票据	752.00	899.00	1,538	1,027	1,699
现金及现金等价物	193.00	329.00	1,357	3,750	5,524
其他流动资产	28.00	18.00	18.00	18.00	18.00
总流动资产	1,502	2,079	3,500	5,703	7,937
固定资产	11,723	11,364	11,627	11,869	12,062
无形资产	1,044	1,044	1,043	1,042	1,041
其他长期资产	717.00	813.00	814.00	814.00	814.00
总长期资产	13,484	13,221	13,484	13,725	13,917
总资产	14,986	15,300	16,984	19,427	21,854
应付账款	679.00	846.00	744.00	929.00	866.00
短期借款	889.00	766.00	643.00	520.00	398.00
其他负债	401.00	811.00	895.00	979.00	1,062
总流动负债	1,969	2,423	2,282	2,428	2,326
长期债务	3,740	2,509	2,078	1,926	1,773
其他长期债务	2,998	3,468	3,460	3,451	3,443
总长期负债	6,738	5,977	5,538	5,377	5,216
股本	4,380	4,384	4,384	4,384	4,384
储备/其他项目	(961.00)	(424.00)	1,073	2,737	4,502
股东权益	3,419	3,960	5,457	7,121	8,886
少数股东权益	2,860	2,940	3,707	4,501	5,426
总权益	6,279	6,900	9,164	11,622	14,312

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	79.40	25.29	8.60	7.73	7.29
PB	3.76	3.25	2.36	1.81	1.45
EV EBITDA	11.96	6.89	5.32	4.64	4.17
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(12.30)	25.54	41.02	50.46	46.58

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	1,971	3,345	4,193	4,418	4,662
融资成本	369.00	272.00	150.00	27.00	(141.00)
营运资本变动	(150.00)	52.00	(495.00)	376.00	(523.00)
税费	(255.00)	(772.00)	(1,779)	(1,932)	(2,113)
其他	(323.00)	(207.00)	1,075	1,218	1,434
经营活动现金流	1,612	2,690	3,144	4,107	3,319
CAPEX	(3,812)	(1,002)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
其他投资活动	842.00	(79.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(2,970)	(1,081)	(1,487)	(1,487)	(1,487)
债务增加量	(61.00)	(1,279)	(479.00)	(200.00)	(200.00)
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	1,165	(193.00)	(150.00)	(27.00)	141.00
融资活动现金流	1,104	(1,472)	(629.00)	(227.00)	(59.00)
现金变动	(254.00)	136.00	1,028	2,393	1,774
年初现金	447.00	193.00	329.00	1,357	3,750
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	193.00	329.00	1,357	3,750	5,524

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	3.10	38.80	35.50	5.30	6.30
毛利润	62.66	85.28	72.93	5.25	5.53
营业利润	95.27	98.50	80.09	5.26	5.44
净利润	1,700	214.20	194.11	11.22	6.01
EPS	1,185	213.90	194.11	11.22	6.01
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.10	45.60	58.10	58.10	57.70
EBITDA	44.01	53.80	49.75	49.80	49.45
净利润率	3.62	8.19	17.76	18.77	18.72
ROE	5.85	13.80	31.79	26.47	22.05
ROA	1.20	3.36	9.27	9.15	8.55
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	152.91	96.29	42.26	(4.03)	(25.44)
流动比率	0.76	0.86	1.53	2.35	3.41
速动比率	0.49	0.51	1.28	1.97	3.11

营运能力 (天)

会计年度 (天)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产周转率 (次)	0.33	0.41	0.52	0.49	0.46
应收账款周转天数	49.35	47.79	52.05	52.05	52.05
应付账款周转天数	79.02	81.07	81.08	81.06	81.06
存货周转天数	56.07	72.40	72.41	72.44	72.43
现金转换周期	26.41	39.13	43.38	43.42	43.43

每股指标 (美元)

会计年度 (美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	0.01	0.04	0.12	0.14	0.15
每股净资产	0.28	0.33	0.45	0.59	0.73

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。
- 五矿资源（1208 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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。
- 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担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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

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>

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

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司