

主力矿运营恢复，新矿山贡献在即

华泰研究

2024年3月07日 | 中国香港

年报点评

基本金属及加工

投资评级(上调):

买入

目标价(港币):

2.90

研究员

SAC No. S0570520110001
SFC No. AOH868

王帅

bruce.wang@htsc.com
+(86) 21 2897 2099

联系人

SAC No. S0570122100007
SFC No. BUM666

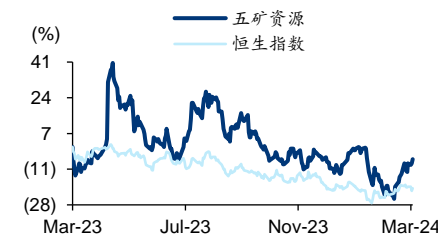
马梦辰, CFA

mamengchen@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	2.90
收盘价(港币 截至3月6日)	2.25
市值(港币百万)	19,476
6个月平均日成交额(港币百万)	26.13
52周价格范围(港币)	1.75-3.58
BVPS(美元)	0.25

股价走势图



资料来源: S&P

2023 盈利遇挑战；2024 改善空间显著

五矿资源 2023 年实现归母净利润 900 万美元，较 22 年的 1.72 亿美元下滑约 95%。虽然公司的主力矿山 Las Bambas (LB) 已于 1H23 恢复了正常的生产运输，并在全年实现了 64%/24% 的项目收入/EBITDA 增长；但由于 Kinsevere 以及 Dugald River 项目经营环境受阻，公司盈利大幅下滑。基于成本上涨以及产量增量综合考虑，我们将五矿资源 24/25/26 年盈利预测调整至 2.4/6.6/7.1 亿美元 (24/25 前值: 4.5/6.0 亿美元)。鉴于公司经营环境改善的同时资源储备实现增厚，叠加铜价的乐观前景，上调公司评级至“买入”，目标价为 2.9 港币，基于 1.37x 2024E BVPS 0.27 美元 (较公司自 2019 年来 PB 均值折价 80%，以反映矿山运营干扰不确定性)。

Las Bambas 恢复稳定运营，Chalcobamba 项目全力推进

LB 矿山自去年 3 月恢复运输后运营保持稳定，该矿曾在 22 年受社区堵路影响导致运输中断 173 天以及停产逾 50 天。23 年 LB 铜精矿产量同比提升 19% 至 30.2 万吨，销量另受益于库存的消化同比提升 36% 至历史第二高水平 (37.5 万吨)。产销量的提升部分抵消了铜价下行的不利影响，项目 EBITDA 录得同比增长 24%。LB 矿 24 年计划生产 28-32 万吨铜，上限取决于 CB 项目的开发进度，目前公司已进入矿区进行前期准备，有望在 1H24 开始预剥离工作。CB 项目有望助力 LB 矿山中期产量提升至 35-40 万吨。

2024 年 Kinsevere 及 Dugald River 项目盈利能力有望改善

2023 年 Kinsevere 项目受品位下滑以及电网供电问题导致产量同比减少 10%，同时第三方矿石消耗增加致 C1 成本攀升约 30% 至 3.29 美元/磅。随着 2024 年 Sokoroshe II 矿区的矿石供应量提升，预计成本将回落至 2.8-3.15 美元/磅。Dugald River 项目受 23 年初的事故停产影响导致全年产销量下滑以及成本上涨，项目 24 年锌精矿指引产量恢复至 17.5-19 万吨水平，同时成本预计从 0.93 美元/磅下移至 0.7-0.85 美元/磅，盈利能力有望改善。

又一低成本世界级铜矿利润贡献在即

公司于 4Q23 签订股份购买协议，收购非洲 Khoemacau 铜矿，该矿目前年均产铜约 6 万吨，且根据扩建计划产量将进一步提升至 13 万吨/年，预计将在 2028 或 2029 年前投产。公司测算该项目扩建完成后将带来约 6 亿美元的 EBITDA (扩产前为 1.5 亿美元)，同时 C1 成本将从现在的 1.75-2.4 美元/磅降至 1.45-1.65 美元/磅，处于成本曲线前 50 分位。另外项目位于极具潜力的新兴卡拉哈里铜矿带，在现有 4.5 亿吨矿产资源量基础上 (1.4% 铜品位) 具有进一步勘探扩产潜力，远期产量或达 20 万吨。

风险提示: 1) 主要矿山生产中断; 3) 金属价格弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (美元百万)	3,254	4,347	4,051	5,635	5,635
+/-%	(24.00)	34.00	(7.00)	39.00	0.00
归属母公司净利润 (美元百万)	172.00	9.00	239.00	655.00	705.00
+/-%	(74.00)	(95.00)	2,559	174.00	8.00
EPS (美元, 最新摊薄)	0.02	0.00	0.03	0.08	0.08
ROE (%)	8.45	0.42	10.66	24.35	20.92
PE (倍)	14.43	276.37	10.41	3.80	3.53
PB (倍)	1.16	1.17	1.05	0.82	0.67
EV EBITDA (倍)	16.06	21.06	11.89	5.01	4.46

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

	前值	现值	变化 (%)				
目标价 (HKD)	2.92	2.92	0.0				
	2024E			2025E			2026E
	前值	现值	变化 (%)	前值	现值	变化 (%)	预测值
基准价格							
LME 铜价 (美元/吨)	9,500	8,800	(7.4)	10,000	10,000	0.0	10,000
LME 锌价 (美元/吨)	3,200	2,500	(21.9)	3,200	2,500	(21.9)	2,500
Las Bambas 铜							
产量 (kt)	300	310	3.3	300	380	26.7	380
销量 (kt)	300	310	3.3	300	380	26.7	380
C1 费率 (USD/t)	1.7	1.7	0.0	1.6	1.6	0.9	1.5
财务数据 (百万美元)							
营业收入	4,331	4,051	(6.5)	4,607	5,635	22.3	5,635
毛利润	1,671	1,321	(21.0)	1,989	2,502	25.8	2,538
经营费用总计	(3,075)	(3,114)	1.3	(3,055)	(3,637)	19.0	(3,601)
归母净利润	452	239	(47.1)	601	655	9.0	705

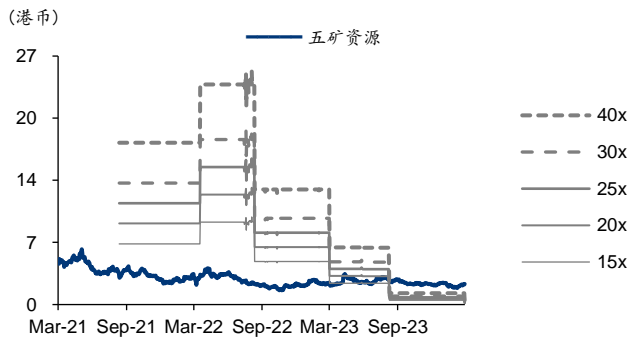
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要运营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量 (金属量, 千吨)						
铜	466	452	385	340	305	347
- Las Bambas	385	383	311	290	255	302
- Kinsevere	80	68	72	48	49	44
- Rosebery	1.5	1.5	1.5	1.6	1.1	1.2
锌	223	254	245	250	225	203
- Dugald River	147	170	178	180	173	152
- Rosebery	76	83	67	69	51	52
销量 (金属量, 千吨)						
铜	466	380	377	322	272	420
- Las Bambas	385	313	304	272	222	375
- Kinsevere	80	65	71	48	49	44
- Rosebery	1.4	1.4	1.6	1.6	1.2	1.1
锌	188	207	217	214	186	175
- Dugald River	122	138	153	154	141	129
- Rosebery	66	68	64	60	45	47
C1 现金成本 (美元/磅)						
Las Bambas (铜)	1.18	0.99	1.00	1.02	1.53	1.60
Kinsevere (铜)	1.68	2.24	1.81	1.95	2.55	3.29
Dugald River (锌)	0.58	0.70	0.70	0.67	0.84	0.93
Rosebery (锌)	-0.04	0.20	0.01	-0.34	0.26	0.26
财务数据 (百万美元)						
营业收入	3,670	3,012	3,034	4,255	3,254	4,347
销售成本	(2,461)	(2,221)	(2,203)	(2,143)	(2,180)	(3,406)
毛利润	1,209	791	831	2,112	1,075	940
毛利率(%)	32.9	26.3	27.4	49.6	33.0	21.6
经营费用总计	(2,745)	(2,472)	(2,478)	(2,456)	(2,456)	(3,734)
EBITDA	1,751	1,312	1,380	2,725	1,535	1,462
EBITDA margin(%)	47.7	43.5	45.5	64.0	47.2	33.6
财务费用净额	(527)	(512)	(400)	(324)	(285)	(342)
税前利润	306	(170)	52	1,503	461	190
所得税	(170)	(25)	(47)	(583)	(217)	(68)
少数股东权益	(69)	(35)	(70)	(253)	(71)	(113)
归母净利润	67	(230)	(65)	666	172	9

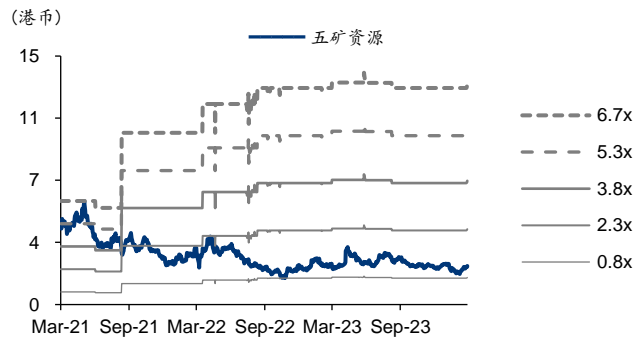
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,254	4,347	4,051	5,635	5,635
销售成本	(2,180)	(3,406)	(2,731)	(3,133)	(3,097)
毛利润	1,075	940.00	1,321	2,502	2,538
销售及分销成本	(119.00)	(127.00)	(119.00)	(165.00)	(165.00)
管理费用	(116.00)	(141.00)	(131.00)	(183.00)	(183.00)
其他收入/支出	(96.00)	(138.00)	(134.00)	(155.00)	(155.00)
财务成本净额	(285.00)	(342.00)	(317.00)	(303.00)	(211.00)
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	461.00	190.00	619.00	1,695	1,824
税费开支	(217.00)	(68.00)	(220.00)	(604.00)	(649.00)
少数股东损益	(71.00)	(113.00)	(160.00)	(437.00)	(470.00)
归母净利润	172.00	9.00	239.00	655.00	705.00
折旧和摊销	(790.00)	(790.00)	(815.00)	(839.00)	(859.00)
EBITDA	746.00	532.00	936.00	1,998	2,035
EPS (美元, 基本)	0.02	0.00	0.03	0.08	0.08

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	872.60	389.50	622.19	538.75	608.87
应收账款和票据	342.50	476.00	411.31	822.89	411.31
现金及现金等价物	372.20	447.00	583.05	2,031	3,349
其他流动资产	72.60	82.60	82.60	82.60	82.60
总流动资产	1,660	1,395	1,699	3,476	4,451
固定资产	9,509	9,417	9,108	8,774	8,420
无形资产	534.20	534.00	528.78	523.57	518.40
其他长期资产	832.00	554.60	554.60	554.60	554.60
总长期资产	10,876	10,506	10,191	9,852	9,493
总资产	12,536	11,901	11,890	13,328	13,944
应付账款	535.50	616.40	306.95	752.62	294.79
短期借款	1,203	1,331	1,331	1,331	1,331
其他负债	216.80	253.50	253.50	253.50	253.50
总流动负债	1,955	2,201	1,892	2,337	1,880
长期债务	4,210	3,376	3,276	3,176	3,076
其他长期债务	2,142	2,012	2,012	2,012	2,012
总长期负债	6,352	5,388	5,288	5,188	5,088
股本	3,221	3,225	3,225	3,225	3,225
储备/其他项目	NA	NA	NA	NA	NA
股东权益	2,139	2,123	2,363	3,018	3,722
少数股东权益	2,090	2,189	2,348	2,785	3,255
总权益	4,229	4,312	4,711	5,803	6,977

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	14.43	276.37	10.41	3.80	3.53
PB	1.16	1.17	1.05	0.82	0.67
EV EBITDA	16.06	21.06	11.89	5.01	4.46
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	13.30	42.62	17.54	69.71	62.07

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	746.00	532.00	936.00	1,998	2,035
融资成本	285.00	342.00	317.00	303.00	211.00
营运资本变动	(289.70)	430.50	(477.45)	117.53	(116.37)
税费	(217.00)	(68.00)	(220.00)	(604.00)	(649.00)
其他	307.80	613.40	497.86	536.68	647.30
经营活动现金流	832.10	1,850	1,053	2,351	2,128
CAPEX	(564.50)	(500.00)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
其他投资活动	26.00	(290.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(539.00)	(790.00)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
债务增加量	(955.10)	(611.40)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
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	(221.40)	(373.70)	(317.36)	(302.96)	(211.71)
融资活动现金流	(1,177)	(985.00)	(417.00)	(403.00)	(311.00)
现金变动	(883.10)	74.80	136.05	1,448	1,317
年初现金	1,255	372.20	447.00	583.05	2,031
汇率波动影响	0.00	NA	NA	NA	NA
年末现金	372.20	447.00	583.05	2,031	3,349

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(24.00)	34.00	(7.00)	39.00	0.00
毛利润	(49.00)	(13.00)	40.00	89.00	1.00
营业利润	(59.00)	(29.00)	76.00	113.00	2.00
净利润	(74.00)	(95.00)	2,559	174.00	8.00
EPS	(74.18)	(94.78)	2,556	174.06	7.63
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	33.00	22.00	33.00	44.00	45.00
EBITDA	22.93	12.24	23.11	35.46	36.11
净利润率	5.29	0.21	5.90	11.62	12.51
ROE	8.45	0.42	10.66	24.35	20.92
ROA	1.35	0.07	2.01	5.19	5.17
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	235.64	200.63	170.32	82.04	28.44
流动比率	0.85	0.63	0.90	1.49	2.37
速动比率	0.40	0.46	0.57	1.26	2.04
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.25	0.36	0.34	0.45	0.41
应收账款周转天数	32.11	33.89	39.43	39.42	39.42
应付账款周转天数	81.45	60.88	60.86	60.88	60.88
存货周转天数	121.83	66.70	66.68	66.70	66.70
现金转换周期	72.49	39.72	45.25	45.25	45.25
每股指标 (美元)					
EPS	0.02	0.00	0.03	0.08	0.08
每股净资产	0.25	0.25	0.27	0.35	0.43

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 王帅, 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。

一般声明及披露

本报告由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, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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

- 分析师王帅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。
- 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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2024华泰证券股份有限公司