

## 五矿资源 20260823

### 五矿资源：核心矿山稳产降本，Khoemacau 扩产与集团资产注入支撑增长

#### 摘要

- LasBambas 铜矿进入稳产期，2026H1 产量 21 万吨，C1 成本由 2025 年 1.12 美元/磅降至 0.55 美元/磅，吨铜折旧摊销降至 2000 美元。
- Khoemacau 铜矿为核心增长极，预计 2028 年扩产至 13 万吨，远期规划 20 万吨，届时公司权益白银年产量有望突破 300 吨。
- 2024-2029 年公司铜产量年化增速预计 8.8%，2026 年指引产量为：LasBambas 40 万吨、Kinsevere 8 万吨、Khoemacau 6 万吨。
- 五矿团体外拥有 Aynak、Saindak、Galeno 三大绿地铜矿，单体产能均约 20 万吨，是实现“十五五”末百万吨产量目标的关键注入预期资产。
- 巴西镍资产收购受欧盟反垄断调查延期至 2026 年 10 月底；Kinsevere 铜矿计划由露采转地采以降低目前约 7,000 美元/吨的高额成本。
- 业绩对铜价高度敏感，单价每涨 500 美元增利 6 亿元；预测 2026 年归母净利 18.68 亿美元，对应 PE 约 8 倍，估值处于行业低位。

#### Q&A

#### 市场观点认为五矿资源增长最快的时期已经过去，未来公司的主要增长点在哪些方面？

市场认为公司在 2025 年经历了最快的增长，因为主力矿山 Las Bambas 的铜产量从 32 万吨增加到 40 万吨，此后的增量有限。然而，公司未来的增长点主要体现在三个方面：首先，Las Bambas 铜矿在产量稳定后，未来的关注点将转向成本的持续降低。其次，Khoemacau 铜矿将成为重要的增长引擎，该矿是一个大型铜银伴生矿，其铜产量预计在 2028 年后从目前约 5 万吨的年产量水平增加到 13 万吨，远期规划产量为 20 万吨，这将同时带来白银产量的大幅增长。最后，五矿团体外的三个大型绿地铜矿项目，即阿富汗的 Aynak 铜矿、巴基斯坦的 Saindak 铜矿和北秘鲁的 Galeno 铜矿，为公司提供了远期想象空间。五矿集团规划在“十五五”末期实现集团矿产铜年产量突破 100 万吨，这些体外资产未来

存在注入上市公司的可能性。

### 请介绍一下五矿资源的公司发展历程、当前资产布局以及 2026 年上半年的生产经营情况？

五矿资源的前身在港股市场主要从事铝加工和有色金属贸易。2010 年前后，公司通过收购澳大利亚的 MMG 转型为上游资源公司，初期主要资产为老挝的铜矿和澳大利亚的铅锌矿。随后，公司剥离了贸易与加工业务，成为纯粹的资源企业。公司的关键蜕变发生在 2014 年，因嘉能可收购斯特拉塔需满足中国商务部的反垄断要求，五矿资源借机收购了世界级的 Las Bambas 铜矿。目前，公司的核心资产包括秘鲁的 Las Bambas 铜矿、博茨瓦纳的 Khoemacau 铜矿、刚果（金）的 Kinsevere 铜矿，以及 Dugald River 和 Rosebery 两个多金属矿。2026 年上半年，公司共生产铜近 27 万吨，其中 Las Bambas 贡献了 21 万吨，Kinsevere 为 3 万吨，Khoemacau 为 2 万余吨。公司白银副产品产量可观，Las Bambas 全年可产约 180 吨白银，Khoemacau 约 40-50 吨，Dugald River 约 40 余吨，Rosebery 约 80 余吨。若未来 Khoemacau 铜矿产量达到 20 万吨，公司权益白银年产量有望超过 300 吨。受益于贵金属价格上涨，各矿山 C1 成本显著下降。以 Las Bambas 为例，其 C1 成本从 2025 年的 1.12 美元/磅降至 2026 年上半年的 0.55 美元/磅。从利润构成来看，公司归母净利润和 EBITDA 绝大部分来源于 Las Bambas 铜矿。

### Las Bambas 铜矿近年来的运营表现如何，特别是在社区关系、生产成本和盈利能力方面有哪些变化？

Las Bambas 铜矿自 2016-2017 年投产后，因社区关系问题导致生产长期不稳定。但从 2024 年开始情况好转，2025 年及 2026 年上半年均实现了持续稳定的满产状态。目前社区关系处理得较为稳固，加之秘鲁新任总统对矿业持支持态度，相关风险已相对降低。在生产成本方面，随着产量的回升，成本显著下降。C1 成本从 2024 年的 1.5 美元/磅（约 3,300 美元/吨）降至 2025 年的 1.1 美元/磅，2026 年上半年进一步降至 0.55 美元/磅（约 1,100 多美元/吨）。在盈利能力方面，该矿的工艺参数（如矿石处理量、品位、采选回收率）均处于行业领先水平。此前盈利能力不佳主要受产量波动、高额折旧摊销及利息费用的影响。其吨铜折旧摊销曾高达 3,000 多美元，远超全球约 1,000 美元的平均水平。随着产量提升，摊薄效应显现，2026 年上半年吨铜折旧摊销已降至 2000 美元附近，较 2025 年全年水平下降了 200 美元，运营情况持续改善。

### Khoemacau 铜矿和 Kinsevere 铜矿的现状和未来规划是怎样的？

Khoemacau 铜矿是公司于 2023 年收购的项目，拥有巨大的勘探潜力，其探矿权面积达 4,000 平方公里，是南部非洲为数不多尚未被充分勘探的矿区。公司收购后正积极推进扩储增产工作，2026 年上半年再次进行了增储。该矿的远期目标是实现年产 20 万吨铜。Kinsevere 铜矿的生产成本一直较高，2025 年成本接近 7,000 美元/吨。未来，该矿计划从地上开采转向地下开采硫化矿，以期将成本

降低至行业正常水平。

### 公司对巴西镍资产的收购进展如何？

公司计划收购的巴西镍资产具有重要的战略意义，尤其是在当前印尼镍资源政策背景下，该资产可能成为中资在海外唯一能够控股的镍资源项目。根据 2025 年初的评估，该资产在当时的市场环境下能够实现利润不亏、现金流为正。然而，该交易一直受到欧盟反垄断调查的影响，原定于 2025 年完成交割，但至今未能完成。最新的交易终止日已延长至 2026 年 10 月 31 日。

### 基于现有资产，公司未来的铜产量增长路径是怎样的？

根据公司指引，2026 年 Las Bambas 铜矿产量为 40 万吨，Kinsevere 为 8 万吨，Khoemacau 为 6 万吨。展望未来，Las Bambas 将维持稳产满产，Kinsevere 维持年产 8 万吨。主要的增长将来自 Khoemacau 铜矿，其 13 万吨扩产项目预计在 2028 年投产，假设当年达到 80% 产能，2029 年实现满产。更远期的规划是将 Khoemacau 的年产量提升至 20 万吨。基于此，公司在 2024 至 2029 年间的铜产量年化增速预计为 8.8%，其中增长最快的阶段是 2025 年，之后增速将有所放缓。

### 五矿集团体外有哪些重要的未开发铜矿资产，其开发前景和股权结构如何？

五矿集团体外拥有三个大型未开发铜矿，是集团实现“十五五”末铜年产量超百万吨目标的关键。这三个绿地项目分别是阿富汗的 Aynak 铜矿、巴基斯坦的 Saindak 铜矿以及北秘鲁的 Galeno 铜矿。每个矿山若投产，预计都能达到年产近 20 万吨的体量。从开发前景看，尽管 Aynak 铜矿在 2025 年讨论较多，但因其所在地区地缘政治和安全局势复杂，开发确定性相对较低。相比之下，Saindak 铜矿所在地区的基础设施和安全局势较好，而 Galeno 铜矿近期获得了集团更多的关注和投入，被视为可能优先投产的项目。在股权结构方面，Aynak 铜矿和 Galeno 铜矿为五矿集团与江西铜业的合资项目，江西铜业上市公司分别持有 25% 和 40% 的股份。

### 基于当前的业绩预测和估值水平，公司的投资价值如何？

在假设铜价为 13,500 美元/吨、锌价 3,300 美元/吨、金价 4,500 美元/盎司、银价 75 美元/盎司的前提下，预计公司 2026 年归母净利润约为 18.68 亿美元，2027 年与 2026 年基本持平。由于 Khoemacau 铜矿的扩产，预计 2028 年归母净利润将增至 20.4 亿美元。基于此预测，公司 2026 年的市盈率（P/E）倍数约为 8 倍，在铜业上市公司中处于较低水平。考虑到公司运营稳健、国企背景以及集团体外三大铜矿远期注入的想象空间，当前估值具有吸引力。此外，公司业绩对铜价敏感，铜价每上涨 500 美元，预计将增加公司年归母净利润约 6 亿元。



