

# 中国有色矿业(01258.HK)

## 被低估的高成长性国际化铜矿公司

### 核心观点:

- **中国有色矿业: 产业链完整的国际化矿业公司。**全球领先的垂直综合铜生产商; 深耕非洲市场, 发展潜力较大; 股权结构稳定, 分布集中。
- **公司盈利能力良好, 业绩表现优异。**销量一路走高, 营收稳步向好; 产品结构优异, 开拓高毛利产品线; 量价齐升, 毛利率有上行趋势。
- **铜的中长期潜在供需缺口逐步扩大。**铜精矿资本开支周期低谷效应逐步显现, 新投矿山产量增速有限; 全球显性库存历史相对低位, 隐性库存较少; 电力基建及地产竣工大幅增长, 汽车销量边际大幅好转; RCEP+碳中和, 中长期铜消费增长核心驱动力; 拜登基建计划将在长期明显拉动铜消费。
- **多向持续发力, 助力业绩提升。**矿产资源星罗棋布, 具备资源优势; 扩大冶炼产能, 深化公司产能优势; 赞比亚、刚果金收紧铜精矿出口政策, 有望促进公司冶炼发展; 区位优势显著, 火法技术领先行业; 财务数据表现优异, 资产回报率高。
- **盈利预测及投资建议:**预计公司 2021-2023 年可实现营收分别为 44.07 亿美元、52.28 亿美元以及 52.57 亿美元, 对应可实现归母净利润分别为 3.88 亿美元、4.76 亿美元以及 4.92 亿美元, EPS 分别为 0.10 美元/股、0.13 美元/股以及 0.13 美元/股。以最新收盘价计算, 对应 PE 分别为 5.03 倍、4.10 倍以及 3.96 倍。基于可比公司估值, 我们认为公司合理价值为 7.8 港元/股 (美元兑港币汇率: 7.77), 对应 2021 年 10 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新增铜矿项目投产及爬产不及预期; 新增火法冶炼项目投产; 刚果金及赞比亚政策不确定性; 全球需求萎缩导致铜价大幅下跌。

### 盈利预测:

货币: 美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,016	2,602	4,407	5,228	5,257
增长率 (%)	-2.0%	29.0%	69.4%	18.6%	0.6%
EBITDA (百万元)	472	621	1,200	1,418	1,456
归母净利润 (百万元)	135	125	388	476	492
增长率 (%)	-7.8%	-7.3%	210.2%	22.7%	3.4%
EPS (元/股)	0.04	0.04	0.10	0.13	0.13
市盈率 (P/E)	6.06	7.91	5.03	4.10	3.96
ROE (%)	13.3%	11.2%	26.0%	24.3%	20.1%
EV/EBITDA	3.24	2.50	1.92	1.30	0.91

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

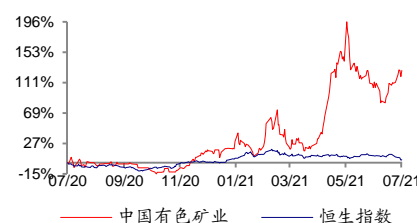
### 买入-H

当前价格	4.05 港元
合理价值	7.8 港元
报告日期	2021-07-11

### 基本数据

股票代码	01258.HK
总股本 (百万股)	3739.04
流通股本 (百万股)	3739.04
总市值 (百万)	15,143 港元
一年内最高/低价	5.41-1.55 港元
30 日日均成交量 (百万股)	12.57
30 日日均成交额 (百万)	47 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	70.88

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-23608197

juguoqian@gf.com.cn

### 分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超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。

### 相关研究:

## 目录索引

一、中国有色矿业：产业链完整的国际化矿业公司	5
（一）全球领先的垂直综合铜生产商	5
（二）深耕非洲市场，发展潜力较大	6
（三）股权结构稳定，分布集中	7
二、公司盈利能力良好，业绩表现优异	8
（一）销量一路走高，营收稳步向好	8
（二）产品结构优异，开拓高毛利产品线	9
（三）量价齐升，毛利率有上行趋势	10
三、铜的中长期潜在供需缺口逐步扩大	11
（一）铜精矿：资本开支周期低谷效应逐步显现，新投矿山产量增速有限	11
（二）库存：全球显性库存历史相对低位，隐性库存较少	12
（三）短期消费：电力基建及地产竣工大幅增长，汽车销量边际大幅好转	12
（四）中长期消费：RCEP+碳中和，中长期铜消费增长核心驱动力	14
（五）拜登基建计划将在长期明显拉动铜消费	16
四、多向持续发力，助力业绩提升	17
（一）矿产资源星罗棋布，具备资源优势	17
（二）扩大冶炼产能，深化公司产能优势	20
（三）赞比亚、刚果金收紧铜精矿出口政策，有望促进公司冶炼发展	22
（四）区位优势显著，火法技术领先行业	23
（五）财务数据表现优异，资产回报率高	25
五、盈利预测和投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）投资建议	27
六、风险提示	28

## 图表索引

图 1: 中国有色矿业产业布局 .....	5
图 2: 公司业务模式概览 .....	6
图 3: 公司历史沿革 .....	7
图 4: 公司股权架构 (截止 2021 年 5 月 14 日) .....	8
图 5: 2016-2020 年营业收入 (亿美元) .....	8
图 6: 2016-2020 年归母净利润 (亿美元) .....	8
图 7: 2016-2020 年期间费用 (万美元) .....	9
图 8: 2016-2020 年期间费用率 .....	9
图 9: 2016-2020 年产品营收占比 .....	9
图 10: 2016-2020 年产品毛利占比 .....	9
图 11: 2016-2020 年毛利率与净利率 .....	10
图 12: 2016-2020 年主要产品毛利率 .....	10
图 13: 2013-2020 年主营业务产量 (左, 万吨) 和平均售价 (右, 美元/吨) ..	10
图 14: 长江有色铜价 (元/吨) .....	11
图 15: 铜矿资本开支与铜价 .....	11
图 16: 铜矿资本开支与铜矿产量 .....	11
图 17: 铜矿资本开支与铜矿产量增速 .....	12
图 18: 三大交易所+上海保税区库存 (万吨) .....	12
图 19: 电网基本建设投资完成额同比增速 (%) .....	13
图 20: 电源基金建设投资完成额同比增速 (%) .....	13
图 21: 房屋竣工面积同比增速 (%) .....	13
图 22: 房屋竣工面积季节图 (万平方米) .....	13
图 23: 汽车销量同比增速 (%) .....	14
图 24: 汽车销量季节图 (万辆) .....	14
图 25: 主要情景全球用铜量 (万吨) .....	15
图 26: 主要情景中国用铜量 (万吨) .....	15
图 27: 加速情景全球用铜量 (万吨) .....	15
图 28: 加速情景中国用铜量 (万吨) .....	15
图 29: 2019-2025 全球及中国新能源车销量 (百万辆) .....	16
图 30: 新能源汽车铜消费量 (万吨) .....	16
图 31: “碳中和”相关行业铜消费量预测 (万吨) .....	16
图 32: 2018A-2023E 自产铜产量预计 (万吨) .....	20
图 33: 2018A-2023E 铜冶炼产品产量预测 (万吨) .....	21
图 34: 2013-2020 年公司硫酸平均售价和成本 (美元/吨) .....	22
图 35: 2019 年铜矿生产量全球 Top10 (千吨) .....	24
图 36: 2019 年冶炼厂铜生产量全球 Top10 (千吨) .....	24
图 37: 2020 年各公司 ROE 对比 .....	26
图 38: 2018-2020 年各公司 ROE 对比 .....	26
图 39: 2020 年各公司 ROA 对比 .....	26

图 40: 2018-2020 年各公司 ROA 对比 .....	26
表 1: 美国就业计划铜消费测算 (单位: 吨) .....	17
表 2: 公司矿山资源量及其品味 (万吨) .....	17
表 3: 公司矿山储量及其品味 (万吨) .....	19
表 4: 公司矿产铜 (氧化矿+硫化矿) 产量预测 (万吨) .....	20
表 5: 公司铜冶炼产品产量预测 (万吨) .....	21
表 6: 多功能经济区投资企业享受的税收优惠政策 .....	24
表 7: 2020 年公司对社区主要捐赠 .....	25
表 8: 公司营业收入预测 (千美元) .....	27
表 9: 公司营业成本预测 (千美元) .....	27
表 10: 可比公司估值表 (截止 7 月 9 日收盘价, 美元兑港币汇率: 7.77) .....	28

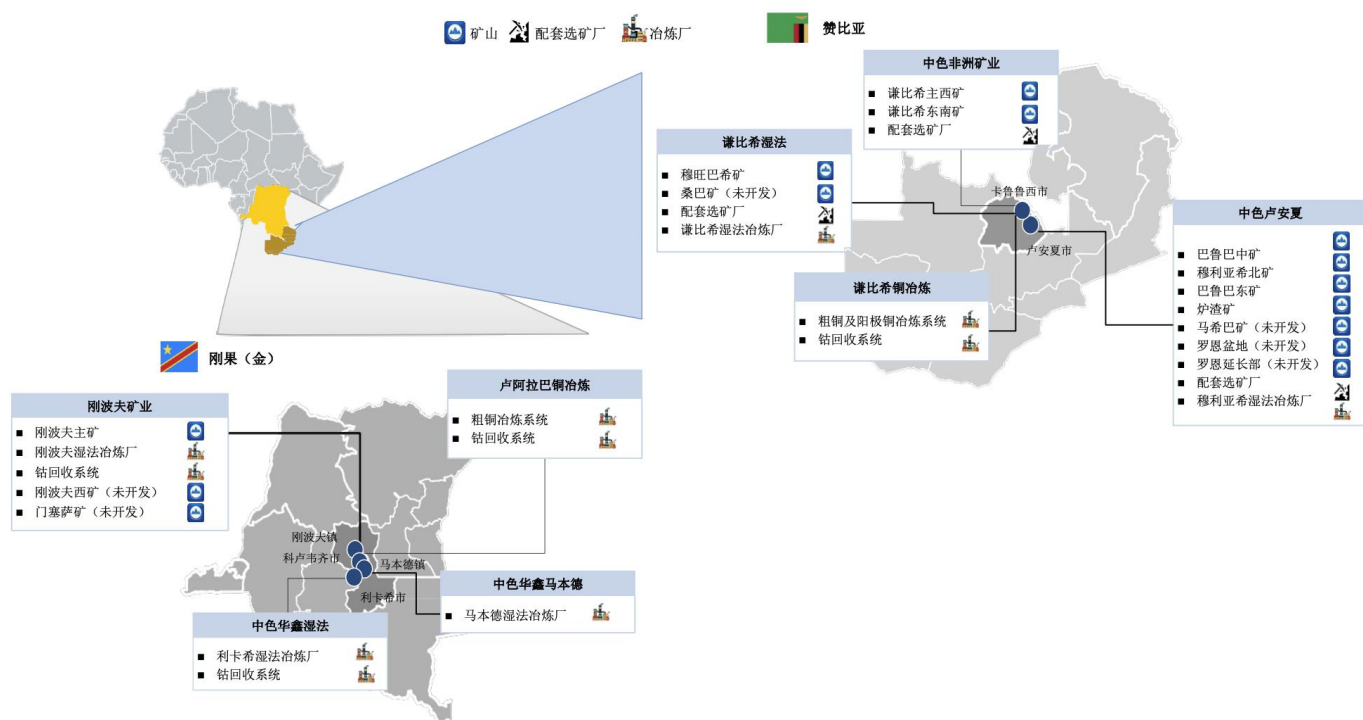
## 一、中国有色矿业：产业链完整的国际化矿业公司

### （一）全球领先的垂直综合铜生产商

中国有色矿业于2012年在香港联交所上市，是全球领先的铜、钴生产商。公司业务主要分布在赞比亚的铜带省和刚果金的加丹加省与卢阿拉巴省。

公司专注经营矿石开采、选矿、湿法冶炼、火法冶炼及销售等业务，是集铜、钴采选冶炼及销售于一身、产业链完整的国际化矿业公司。公司主营产品有粗铜、阳极铜、阴极铜、氢氧化钴、铜钴合金、硫酸和液态二氧化硫。

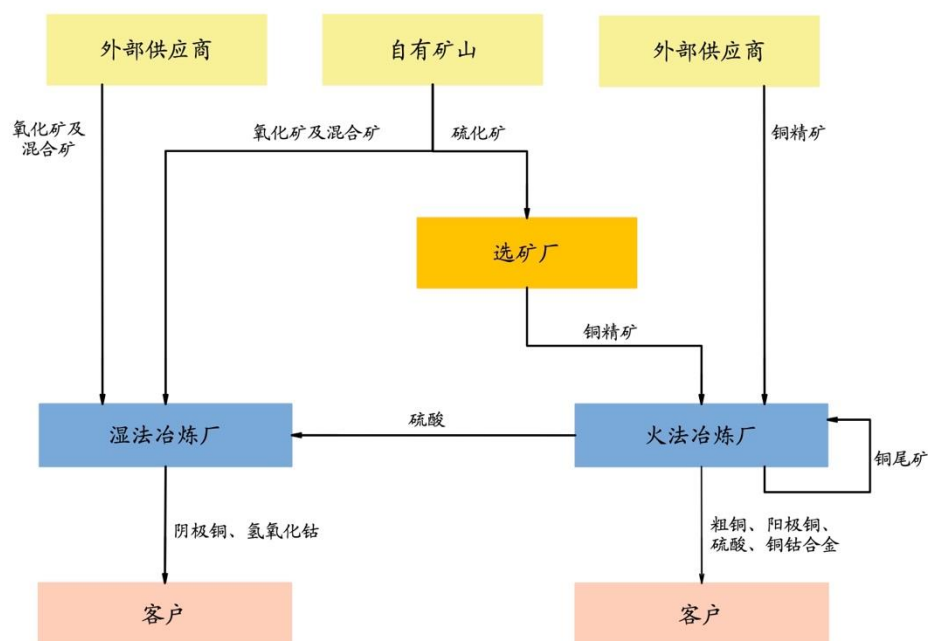
图 1：中国有色矿业产业布局



数据来源：《中国有色金属建设股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，广发证券发展研究中心

公司通过湿法冶炼和火法冶炼对不同类型的矿石进行加工。公司利用火法冶炼将选矿富集后的硫化矿冶炼为粗铜及阳极铜，同时产出副产品硫酸和铜钴合金。公司利用湿法冶炼加工氧化矿，通过浸出和电积工序生产出阴极铜。

图 2：公司业务模式概览



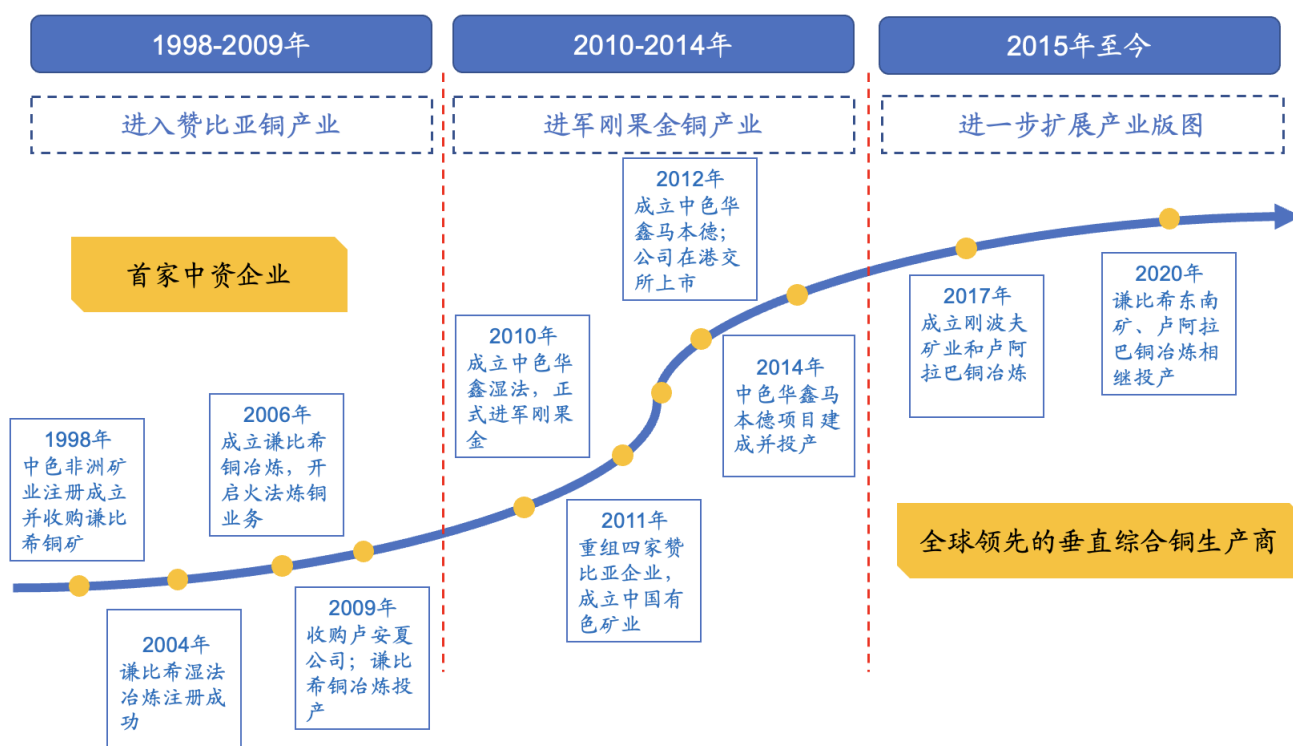
数据来源：《中国有色金属建设股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，广发证券发展研究中心

## （二）深耕非洲市场，发展潜力较大

中国有色矿业是投资非洲的先行者。1998年，公司收购谦比希铜矿，成立中色非洲矿业，成为首家进入赞比亚铜产业的中资企业。2010年，公司成立中色华鑫湿法冶炼股份有限公司，正式向刚果金市场进军。2015-2020年，公司陆续完成中色华鑫湿法改扩建、卢阿拉巴铜冶炼、谦比希东南矿体等重大项目的建设工程。



图 3：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

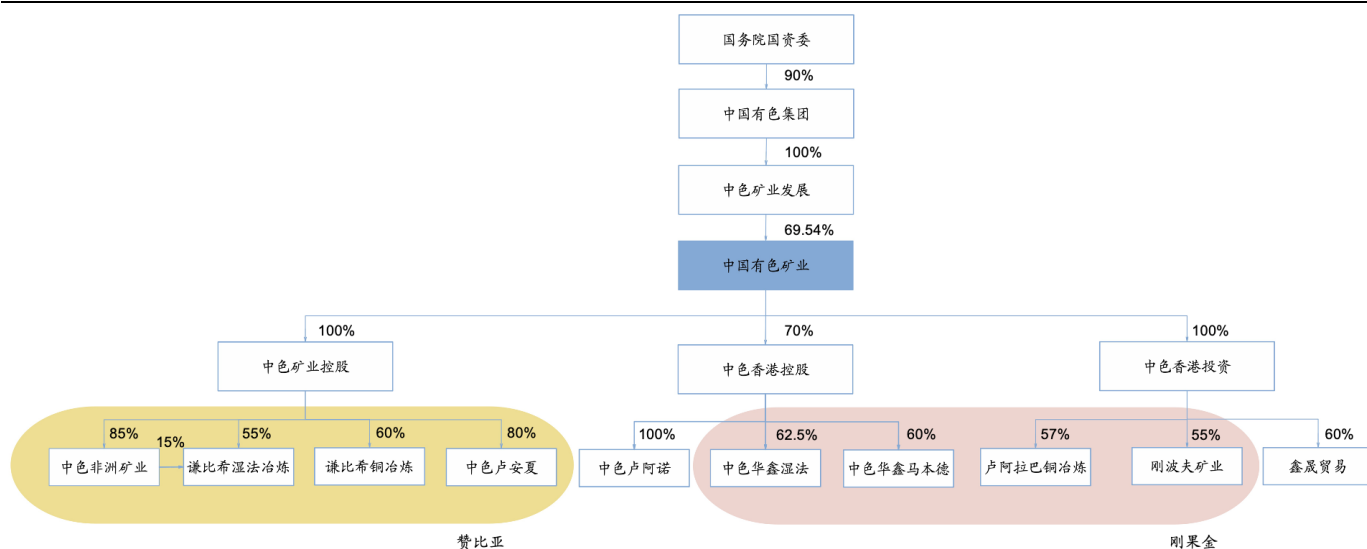
### （三）股权结构稳定，分布集中

公司是由中色矿业发展控股69.54%的国有企业，股权结构较为集中。中国有色集团持有中色矿业发展100%的股权，国务院国资委持有中国有色集团90%的股权。因此，公司实际控制人为国务院国资委。

公司的业务主要由位于赞比亚的中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希铜冶炼和谦比希湿法冶炼四家公司，以及位于刚果金的中色华鑫湿法、中色华鑫马本德、卢阿拉巴铜冶炼和刚波夫矿业四家公司经营。公司目前在赞比亚和非洲拥有多个矿权及冶炼厂。

中国有色矿业的主要股东都是央企及央企子公司。自公司上市以来，公司主要股东少有减持公司股票的情况发生，因此公司股票流通性不理想。自上市至2020年末，公司累计换手率为5.34%，日均换手率为0.0047%。近日，公司以先旧后新的方式配售2.5亿股，募集9.85亿港元，配售事项及认购事项分别于2021年5月11日及2021年5月14日完成。自认购完成后的1个月，公司股票日均换手率上升至0.4063%。公司向第三方人士的配售，改善了公司股票的流通性。

图 4: 公司股权架构 (截止2021年5月14日)



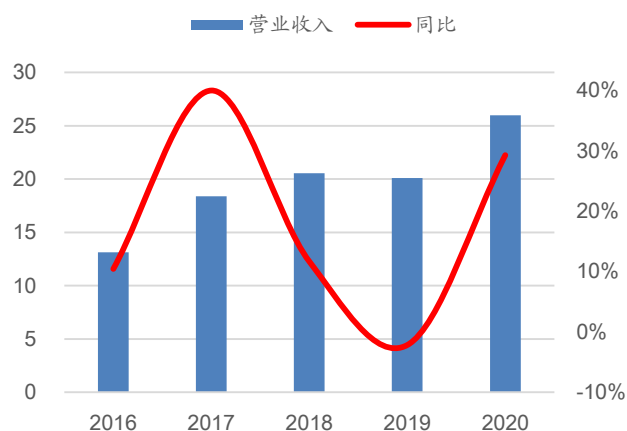
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## 二、公司盈利能力良好，业绩表现优异

### （一）销量一路走高，营收稳步向好

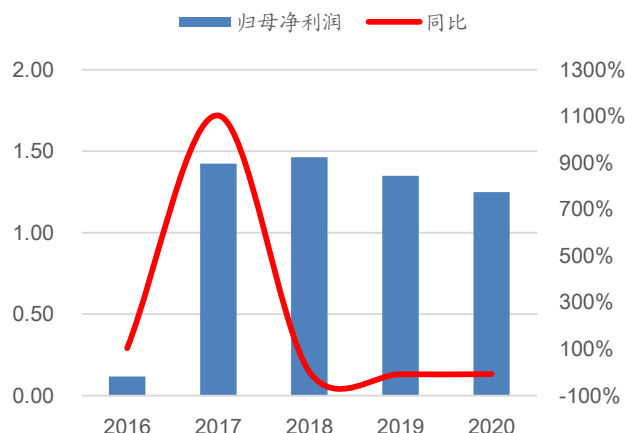
2017-2020年公司营业收入和归母净利润基本保持稳定状态。**2020年公司实现营业收入25.97亿美元，归母净利润1.25亿美元。**2020年公司营收同比增长29.30%，主要系国际铜价上涨和产销量增加；2020年归母净利润同比下降7.35%，这主要由于汇兑损失和期间费用上升。2020年，公司生产规模扩大，产销量提高，导致销售费用、管理费用升高。同时，随着公司项目投产，资本化利息下降，费用化利息升高，公司财务费用率大幅增加。

图 5: 2016-2020年营业收入 (亿美元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

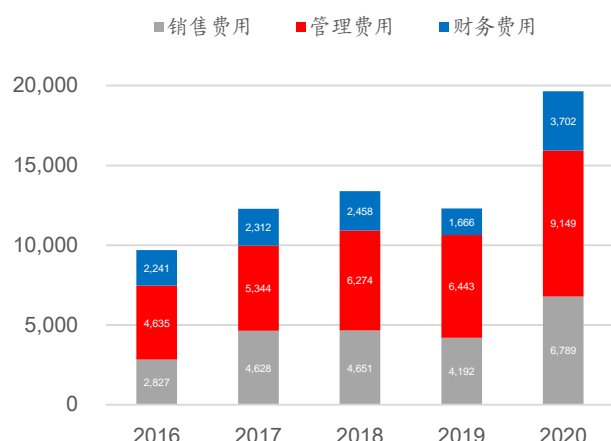
图 6: 2016-2020年归母净利润 (亿美元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

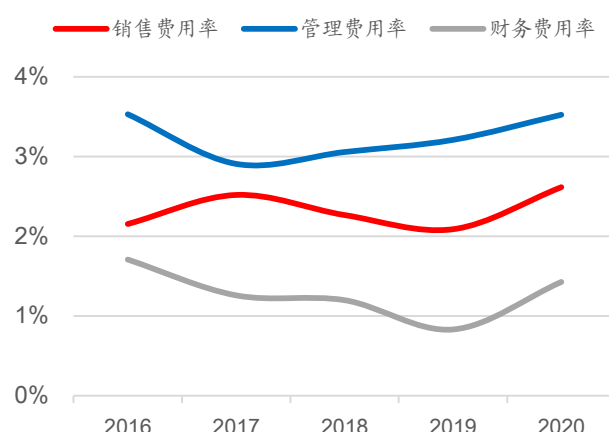


图 7: 2016-2020年期间费用 (万美元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 8: 2016-2020年期间费用率

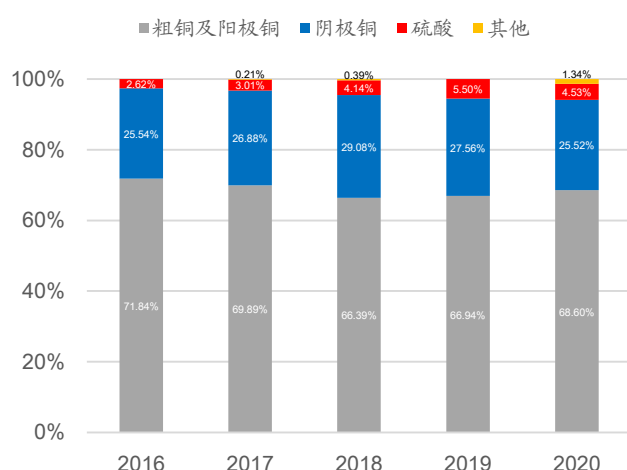


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## (二) 产品结构优异, 开拓高毛利产品线

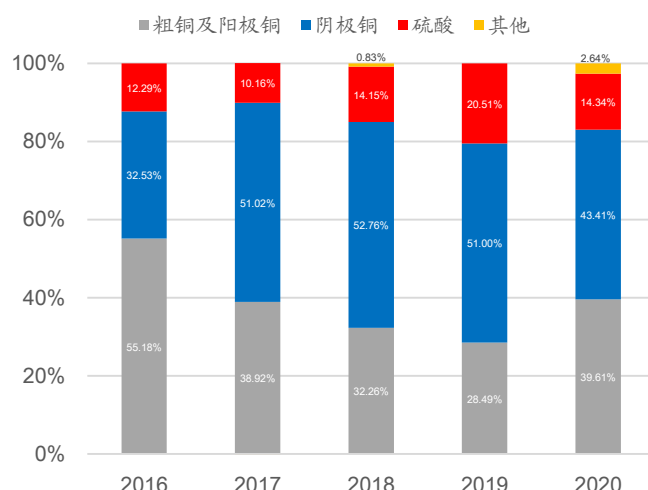
公司拥有丰富的铜矿资源, 将继续深耕铜业务。公司主营产品有粗铜、阳极铜、阴极铜、氢氧化钴、铜钴合金、硫酸和液态二氧化硫, 其中粗铜及阳极铜、阴极铜和硫酸贡献了主要的营收和毛利。2020年, 粗铜及阳极铜、阴极铜和硫酸营收分别为17.82亿、6.63亿和1.18亿美元, 毛利为2.49亿、2.73亿和0.90亿美元。2017-2020年, 粗铜及阳极铜毛利率维持在12%左右, 阴极铜毛利率维持在43%左右, 硫酸毛利率维持在82%左右。

图 9: 2016-2020年产品营收占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 10: 2016-2020年产品毛利占比

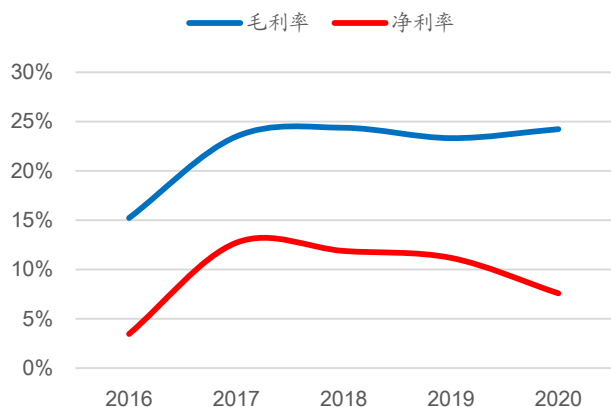


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2016年, 国际铜价较低, 阴极铜销售成本较高, 这导致了公司毛利润仅有15.22%。2017年, 随铜价回升和单位销售成本的下降, 公司毛利率有大幅上升。自2017年, 公司毛利率维持在24%左右。2016-2020年, 公司高毛利率项目占比略有提升。2016-2020年, 各产品营收占比基本稳定, 硫酸业务的营收占比略有升高, 由2.62%升至4.53%; 粗铜及阳极铜业务的营收占比略有下降, 由71.84%降至68.60%, 同比减少

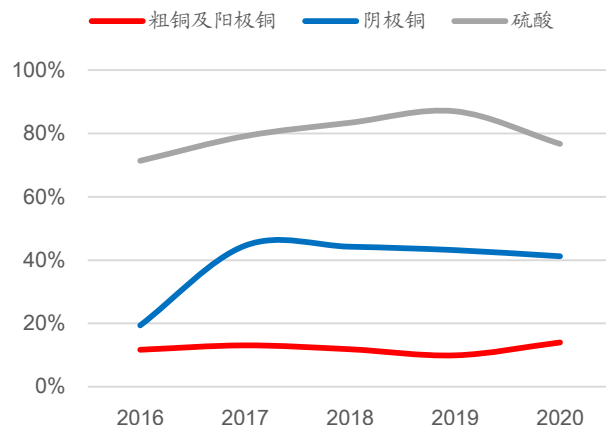
4.50%。自2017年起，粗铜及阳极铜、阴极铜、硫酸毛利率也较为稳定。2020年，公司开始增售液态二氧化硫，该产品毛利率高达88.9%，产生毛利1389.5万美元。

图 11: 2016-2020年毛利率与净利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: 2016-2020年主要产品毛利率

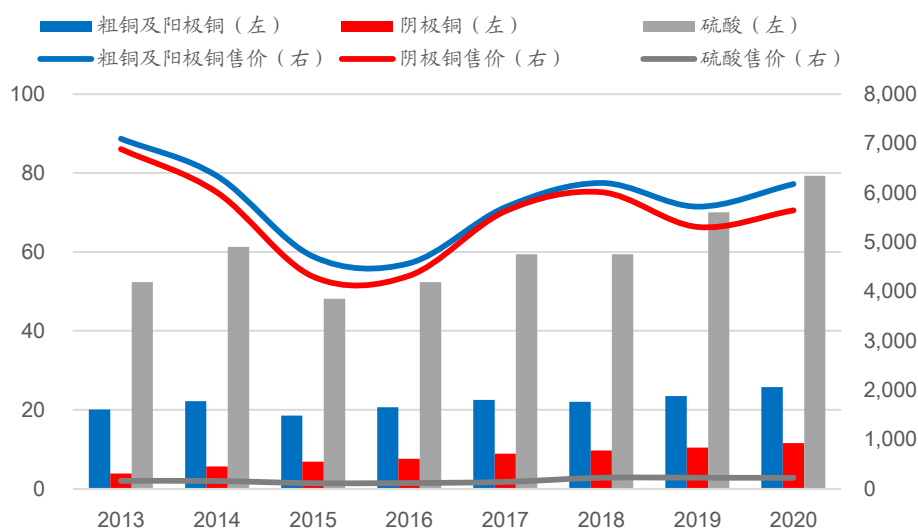


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### （三）量价齐升，毛利率有上行趋势

2013-2020年，公司相继完成谦比希铜冶炼项目、卢阿拉巴粗铜冶炼项目和谦比希东南矿探建结合项目等，铜产量持续增长。铜产品价格受供需关系影响，随国际铜价周期性波动。相较2019年，铜产品价格有所回升，粗铜及阳极铜平均售价由5719美元/吨上升至6176美元/吨，同比上涨7.99%；阴极铜售价由5307美元/吨至5644美元/吨，同比上涨6.34%。硫酸作为火法炼铜的副产品，产品一部分自用，一部分用于销售。2015-2020年，硫酸价格自113美元/吨上升至220美元/吨。

图 13: 2013-2020年主营业务产量（左，万吨）和平均售价（右，美元/吨）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 三、铜的中长期潜在供需缺口逐步扩大

2020年铜价总体呈现先抑后扬的价格走势，一季度铜价受疫情及美元流动性紧缩等因素影响，长江有色铜现货价一度跌至36570元/吨，此后随着欧美无限量化宽松政策的推出以及国内经济在疫情后的迅速修复，铜价在7月份以前持续上涨。7月份以后，国内进入消费淡季且因疫情修复导致的铜价上涨基本已经反应完毕，7月至11月国内铜价基本维持区间震荡。11月以后随着美国大选、矿山生产和发运等因素刺激铜价持续攀升至59150元/吨。2021年一季度，随着可再生能源和新能源汽车对铜消费拉动预期的逐步加深，叠加拜登政府的相关经济刺激计划预期，铜价持续冲高至70260元/吨后有所回调。

图 14：长江有色铜价（元/吨）

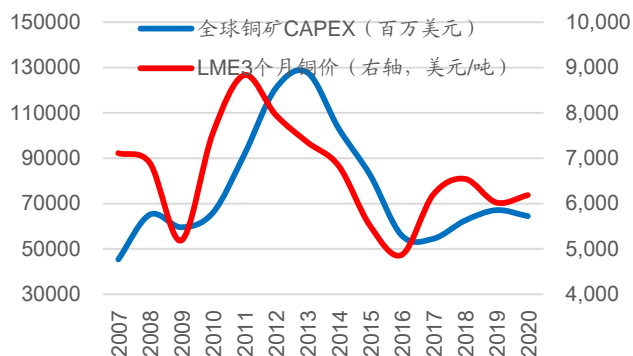


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### （一）铜精矿：资本开支周期低谷效应逐步显现，新投矿山产量增速有限

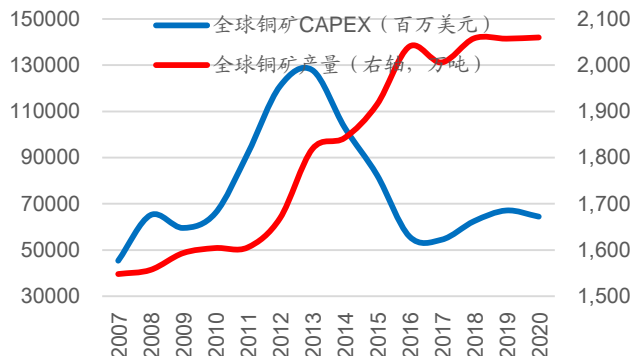
铜矿资本开支周期与铜价周期一致。通过对全球69个上市公司铜矿山资本开支（CAPEX）数据进行汇总梳理，可以发现铜矿山资本开支与铜价波动周期基本相同，铜价大幅上涨时，矿业企业受到金属价格的正向刺激，更多得进行矿山建设，资本开支大幅增长。金属价格大幅下跌时，资本开支大幅减少。

图 15：铜矿资本开支与铜价



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

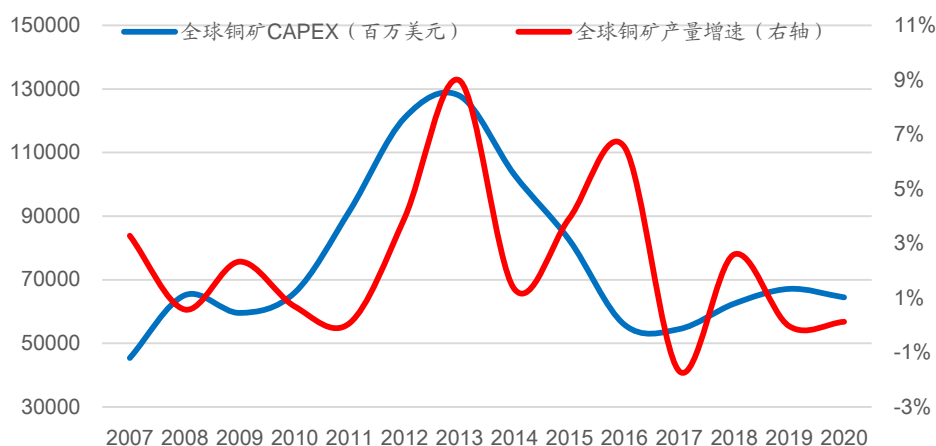
图 16：铜矿资本开支与铜矿产量



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

铜矿资本开支周期顶部对应铜精矿产量增速周期顶部。全球铜矿山可行性研究结束至最终投产周期平均约为5年，2007年以来全球铜矿山资本开支周期顶部出现在2013年，对应该年度开发的铜矿投产基本位于2018-2019年。2013-2016年全球铜矿资本开支持续下滑，2017年以后资本开支虽然有所增加，但是整体数额依然较低。以五年为周期后推，全球铜矿产量低增速时代已经来临。预计未来三年铜矿产量复合增速基本位于3-4%左右，每年产量增量有限。

图 17：铜矿资本开支与铜矿产量增速

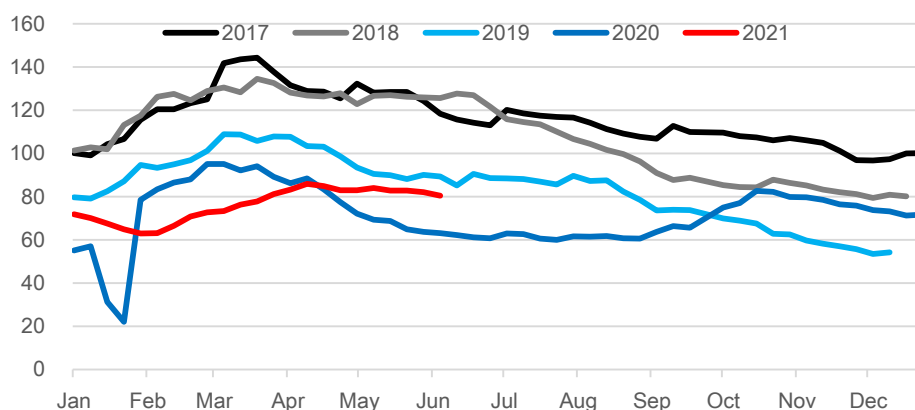


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

## (二) 库存：全球显性库存历史相对低位，隐性库存较少

截止2021年6月5日，全球电解铜三大交易所加上保税区的库存为80.46万吨，较四月份的年度高点有所下降，整体库存处于历史相对低位，随着后期的持续去库，将对金属价格形成明显支撑。

图 18：三大交易所+上海保税区库存 (万吨)



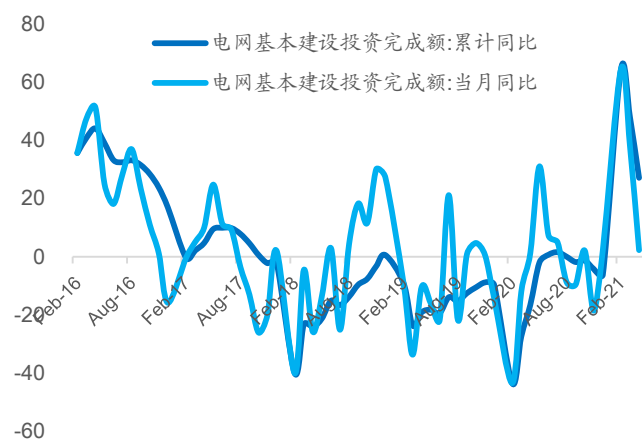
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## (三) 短期消费：电力基建及地产竣工大幅增长，汽车销量边际大幅好转

电网+电源基本建设投资完成额同比大幅增长。2021年1-4月，国内电网基建建设投

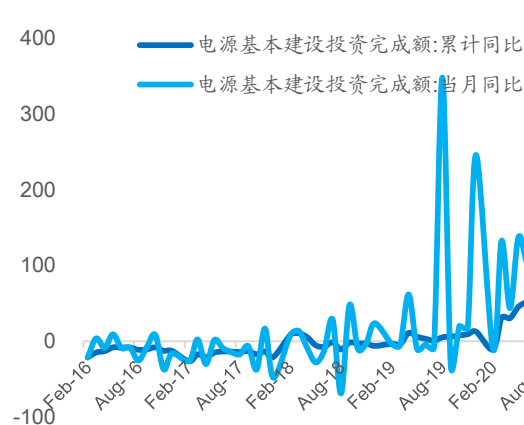
资完成额累计同比增速27.16%，电源基本建设投资完成额累计同比增速25.53%。2021年国家电网计划固定资产投资额为4600亿元，相对于去年完成的4473亿元存在2.84%的增幅，四季度追赶投资仍可期待。国家电网发布2020年社会责任报告：2021年电网投资4730亿元，相对于去年实际完成的4605亿元同比增长2.71%。

图 19：电网基本建设投资完成额同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

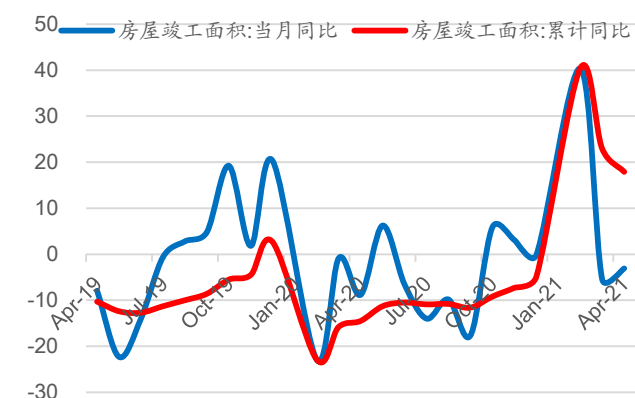
图 20：电源基本建设投资完成额同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

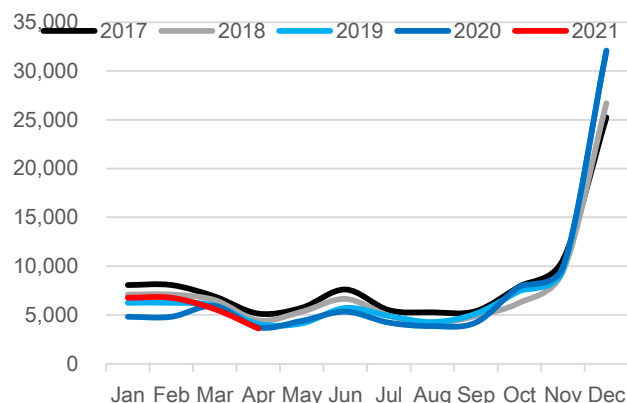
房屋竣工面积增速大幅转正，地产后周期逻辑依然可期。2021年1-4月，国内房屋竣工面积累计同比增速17.9%，由地产新开工传导到竣工大概需要30个月计算，地产后周期中地产竣工对于铜消费的拉动依然可期。

图 21：房屋竣工面积同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

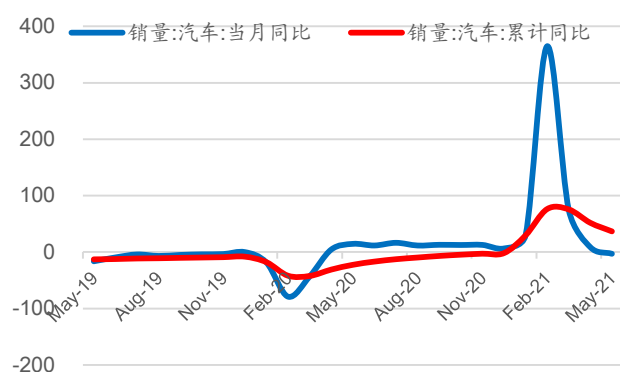
图 22：房屋竣工面积季节图（万平方米）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

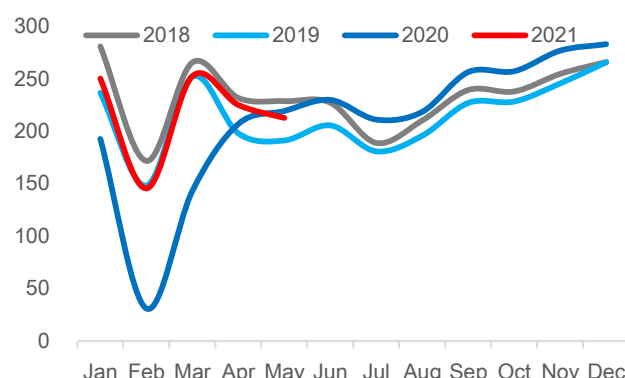
汽车销量边际大幅好转，拉动铜消费边际走强。2021年1-5月，国内汽车销量累计同比增速为36.6%，汽车销量的边际持续好转带动铜消费有所走强。

图 23: 汽车销量同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 汽车销量季节图 (万辆)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 中长期消费: RCEP+碳中和, 中长期铜消费增长核心驱动力

##### 1.RCEP: 东南亚国家重工业建设带来长期铜消费增长

我们在2020年11月16日发布的报告《RCEP: 迎接新景气周期》中提到, RCEP贸易自由化可能引致全球初级工业产能的进一步优化配置, 大宗商品中的有色金属需求的新兴增长点将逐步转向东南亚国家。相关国家的基础设施建设需求或将推动工业金属进入新一轮的需求景气周期。

2001年年末, 中国加入世贸组织, 随着中国商品在国际市场话语权的逐步增强, 国内商品出口金额逐年攀升, 其在全球的占比持续走高。但是可以看到, 国内自2012年以后, 随着货物出口量级的增长, 每年的贸易增速出现了从两位数增长跌落到单位数或者负增长的状态, 这其中既有中国经济增速有所下降的原因, 也因为近几年中美贸易状况的逐步恶化。此次RCEP的签订, 或将成为全球贸易新格局的开端, 使得全球贸易增长的接力棒逐步转交给东南亚等国家。

##### 2.碳中和: 中长期铜消费增长核心驱动力

2020年9月22日, 国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话, 提出“中国将提高国家自主贡献力度, 采取更加有力的政策和措施, 二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值, 努力争取2060年前实现碳中和”。2020年10月29日, 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》, 建议中提出“加快推动绿色低碳发展: 推动能源清洁低碳安全高效利用。发展绿色建筑。开展绿色生活创建活动。降低碳排放强度, 支持有条件的地方率先达到碳排放峰值, 制定2030年前碳排放达峰行动方案。”

“碳中和”对于铜消费的驱动作用我们认为主要可以分为两个方向。一方面针对发电侧, 以光伏、风电、核电、储能以及氢能为代表的可再生能源发电系统对铜金属的需求, 另一方面是以汽车电动化为代表的用电侧对铜金属的需求。

发电侧: 光伏风电拉动铜消费中长期增长。我们此前在《碳中和: 铜的新机会》深度报告中通过对可再生能源行业进行分行业测算, 我们得出了全球可再生能源行业

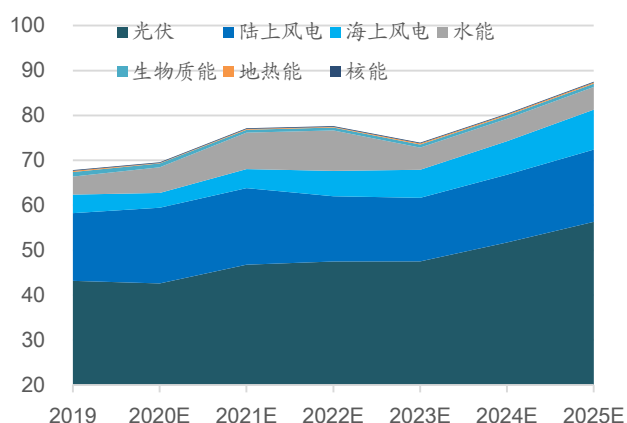


铜需求预测:

(1)主要情景:全球可再生能源行业用铜量将从2019年的67.83万吨/年增长至2025年的87.51万吨/年,中国可再生能源行业用铜量将从2019年的22.08万吨/年增长至2025年的29.79万吨/年;

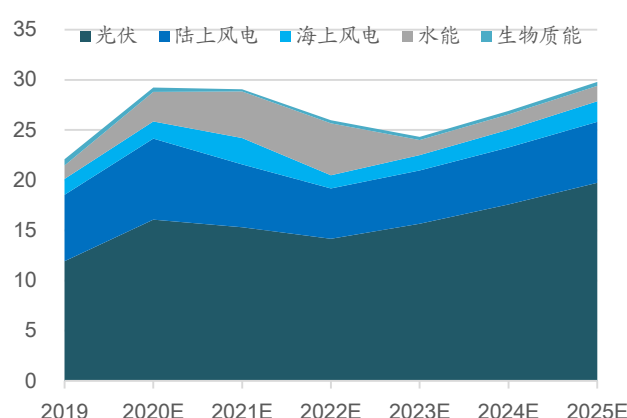
(2)加速情景:全球可再生能源行业用铜量将从2019年的68.18万吨/年增长至2025年的115.46万吨/年,中国可再生能源行业用铜量将从2019年的22.08万吨/年增长至2025年的36.68万吨/年。

图 25: 主要情景全球用铜量 (万吨)



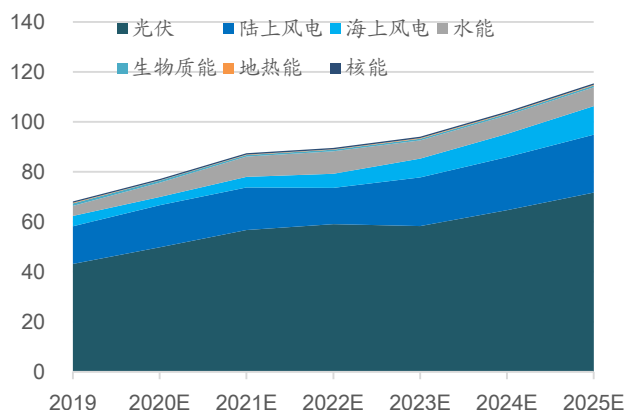
数据来源: IEA, IAEA, IRENA, 广发证券发展研究中心预测

图 26: 主要情景中国用铜量 (万吨)



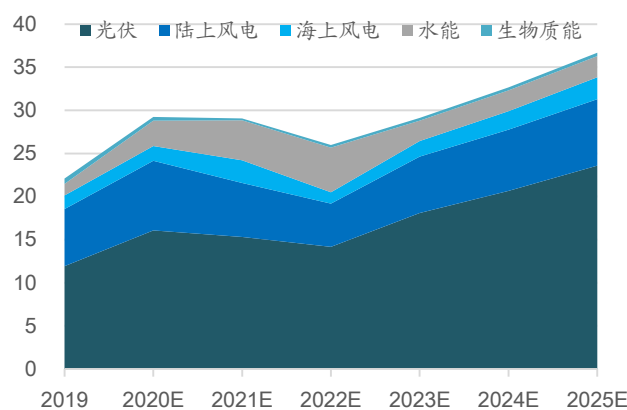
数据来源: IEA, IAEA, IRENA, 广发证券发展研究中心预测

图 27: 加速情景全球用铜量 (万吨)



数据来源: IEA, IAEA, IRENA, 广发证券发展研究中心预测

图 28: 加速情景中国用铜量 (万吨)

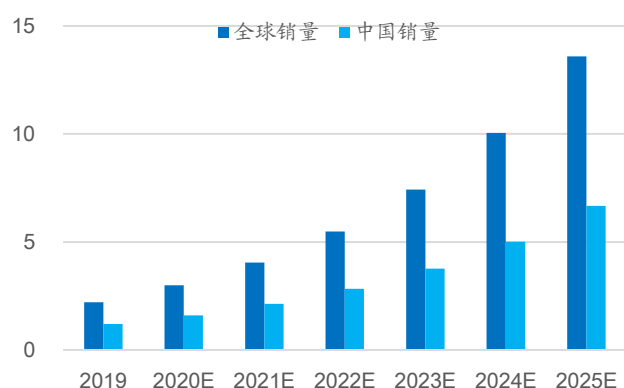


数据来源: IEA, IAEA, IRENA, 广发证券发展研究中心预测

用电侧: 汽车电动化引领铜的新消费增长点。我们此前在《碳中和: 铜的新机会》深度报告中通过测算, 得出全球新能源汽车用铜量将从2019年的16.82万吨增长至2025年的103.44万吨, 国内新能源汽车用铜量将从2019年的9.18万吨增长至2025年的50.75万吨。

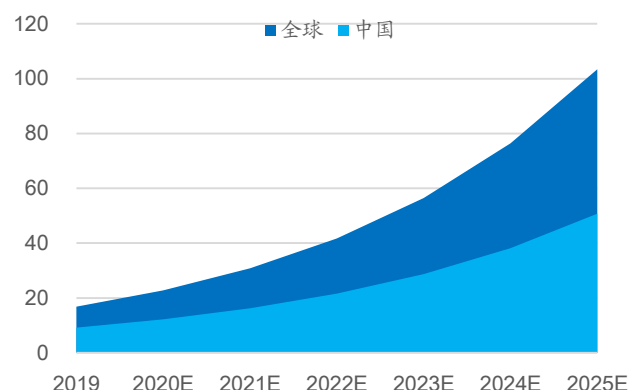


图 29: 2019-2025全球及中国新能源车销量(百万辆)



数据来源: EV Sales, 中汽协, IEA, 广发证券发展研究中心

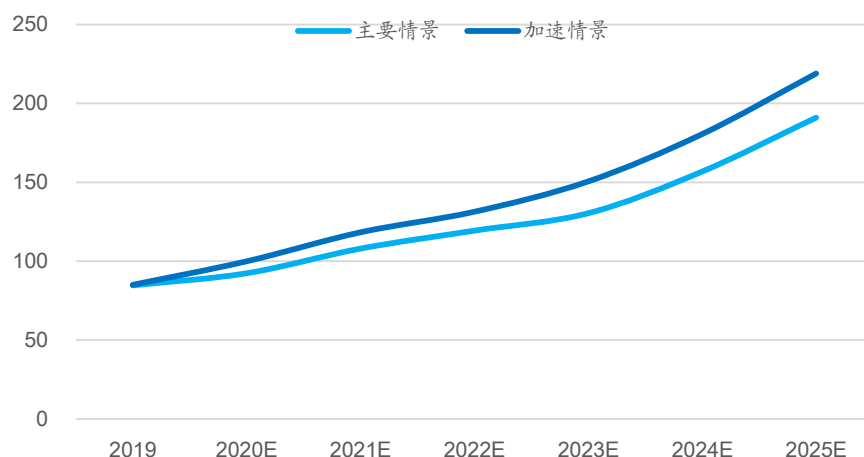
图 30: 新能源汽车铜消费量(万吨)



数据来源: EV Sales, 中汽协, IEA, 广发证券发展研究中心

基于“碳中和”概念下发电侧的可再生能源装机量和用电侧的新能源汽车销量预测，我们测算出“碳中和”相关行业（可再生能源行业+电动汽车行业）全球铜消费量：在主要情景下将从2019年的84.65万吨/年增长至2025年的190.95万吨/年，在加速情景下将从2019年的85万吨/年增长至2025年的218.89万吨/年。据ICSG统计，2019年全球铜消费量为2432.6万吨，其中中国铜消费量1267.88万吨。据我们测算，2019年碳中和相关行业全球铜消费占比约为3.44%，随着可再生能源行业和电动汽车行业的快速发展，这一消费占比将会逐步提升。

图 31: “碳中和”相关行业铜消费量预测(万吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心预测

### (五) 拜登基建计划将在长期明显拉动铜消费

我们在此前的深度报告《拜登基建计划对铜消费影响几何?》中通过分项测算，测算出拜登2万亿基建计划在未来十年所能拉动的铜消费量，预计未来十年在中性假设下将拉动217万吨铜消费，平均每年约22万吨的消费增量。如果拜登2万亿美元基建政策得以通过并实施，或将使得铜的供需平衡转向更为短缺的状态，对长期铜价形成有力支撑或向上推动作用。

表 1: 美国就业计划铜消费测算 (单位: 吨)

假设	电动汽车	铅管	电力	住房	耗铜量总计
乐观	1,295,542	500,202	615,871	176,400	2,588,015
中性	1,120,069	404,009	492,697	151,200	2,167,975
悲观	944,596	307,816	369,523	126,000	1,747,935

数据来源: 广发证券发展研究中心测算

## 四、多向持续发力，助力业绩提升

### (一) 矿产资源星罗棋布，具备资源优势

公司拥有丰富的矿产资源，铜、钴储量可观。目前，公司在产矿山主要包括谦比希主西矿体、谦比希东南矿体、穆旺巴希矿、巴鲁巴中矿、穆利亚希北矿、巴鲁巴东矿和罗恩盆地，在建矿山包括刚波夫主矿体和罗恩延长部露天矿。截至2020年，公司拥有铜资源量583.65万吨，权益铜资源量470.75万吨；钴资源量16.59万吨，权益钴资源量13.98万吨。其中，探明铜资源量191.08万吨，探明权益铜资源量159.69万吨；探明钴资源量5.45万吨，探明权益钴资源量4.59万吨。铜、钴资源主要集中在中色非洲矿业和中色卢安夏。中色非洲矿业拥有权益铜资源量311.74万吨，占公司总权益铜资源量66.22%；拥有权益钴资源量12.03万吨，占公司总权益钴资源量86.05%。中色卢安夏拥有权益铜资源量112.28万吨，占公司总权益铜资源量23.85%；拥有权益钴资源量1.95万吨，占公司总权益钴资源量13.95%。

表 2: 公司矿山资源量及其品味 (万吨)

公司	矿山名称	资源分布	矿石量	2020 年平均品位			铜资源量		钴资源量		2020 年（万吨）	
				铜合计	氧化铜	钴	矿山资源量	权益资源量	矿山资源量	权益资源量	开采矿石产能	开采矿石产能
中色非洲矿业（85%）	谦比希主矿	探明	973	2.33%	-	-	22.67	19.27	-	-	214.5	13.47
		控制	386	2.43%	-	-	9.38	7.97	-	-		
		推断	747	2.33%	-	-	17.41	14.79	-	-		
	谦比希西矿	探明	364	2.03%	1.00%	-	7.39	6.28	-	-	99	139.17
		控制	146	1.83%	0.96%	-	2.67	2.27	-	-		
		推断	145	2.32%	1.10%	-	3.36	2.86	-	-		
		探明	1468	2.12%	-	-	31.12	26.45	-	-		
		控制	466	2.15%	-	-	10.02	8.52	-	-		
		推断	354	2.18%	-	-	7.72	6.56	-	-		
	谦比希东南矿	探明	3754	2.29%	-	0.12%	85.97	73.07	4.50	3.83	330	117.24
		控制	3847	1.83%	-	0.10%	70.40	59.84	3.85	3.27		
		推断	5275	1.87%	-	0.11%	98.64	83.85	5.80	4.93		
谦比希湿法冶炼	穆旺巴希矿	探明	214	2.04%	1.18%	-	4.37	2.96	-	-	60	35.67
		控制	461	2.11%	0.58%	-	9.73	6.59	-	-		
		推断	375	2.06%	-	-	7.73	5.23	-	-		
	Samba	探明	-	-	-	-	-	-	-	-	无开采	

公司	矿山名称	资源分布	矿石量	2020 年平均品位			铜资源量		钴资源量		2020 年（万吨）	
				铜合计	氧化铜	钴	矿山资源量	权益资源量	矿山资源量	权益资源量	开采矿石产能	开采矿石产能
（67.75 %）	矿	控制	280	1.73%	-	-	4.84	3.28	-	-		
		推断	585	1.65%	-	-	9.65	6.54	-	-		
中色卢安夏（80%）	巴鲁巴中矿	探明	119	2.46%	1.91%	0.18%	2.93	2.34	0.21	0.17	150	110
		控制	241	2.30%	1.68%	0.14%	5.54	4.43	0.34	0.27		
		推断	170	2.11%	1.17%	0.13%	3.59	2.87	0.22	0.18		
		探明	219	2.26%	0.08%	0.12%	4.95	3.96	0.26	0.21		
		控制	85	2.22%	0.08%	0.08%	1.89	1.51	0.07	0.05		
		推断	385	1.51%	0.08%	0.09%	5.81	4.65	0.35	0.28		
	炉渣选矿	探明	-	-	-	-	-	-	-	-	50	-
		控制	728	1.03%	0.31%	-	7.50	6.00	-	-		
		推断	-	-	-	-	-	-	-	-		
	穆利亚希北矿	探明	589	1.23%	-	0.03%	7.24	5.80	0.18	0.14	450	131
		控制	530	1.13%	-	0.02%	5.99	4.79	0.11	0.08		
		推断	2119	1.17%	-	0.01%	24.79	19.83	0.21	0.17		
	巴鲁巴东矿	探明	1464	1.67%	0.67%	0.02%	24.45	19.56	0.29	0.23	90	219
		控制	207	1.21%	1.16%	0.01%	2.50	2.00	0.02	0.02		
		推断	90	0.98%	0.88%	0.02%	0.88	0.71	0.02	0.01		
	马希巴矿	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		无开采
		控制	665	2.27%	-	0.02%	15.10	12.08	0.13	0.11		
		推断	148	1.94%	-	0.02%	2.87	2.30	0.03	0.02		
	罗恩盆地	探明	-	-	-	-	-	-	-	-	100	15
		控制	187	1.81%	1.52%	-	3.38	2.71	-	-		
		推断	-	-	-	-	-	-	-	-		
	罗恩西延长部	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		46.94
		控制	204	3.56%	3.07%	-	7.26	5.81	-	-		
		推断	31	2.51%	2.31%	-	0.78	0.62	-	-		
	罗恩东延长部	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		无开采
		控制	497	2.49%	2.32%	-	12.38	9.90	-	-		
		推断	22	2.33%	2.20%	-	0.51	0.41	-	-		
刚波夫矿业（55%）	刚波夫主体矿	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		项目于2020 年开工建设
		控制	879	3.21%	-	-	28.22	15.52	-	-		
		推断	267	3.09%	-	-	8.25	4.54	-	-		
	刚波夫主露天坑尾矿	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		
		控制	-	-	-	-	-	-	-	-		
		推断	149	0.72%	-	-	1.07	0.59	-	-		
	刚波夫西露天坑尾矿	探明	-	-	-	-	-	-	-	-		
		控制	-	-	-	-	-	-	-	-		
推断		235	1.15%	-	-	2.70	1.49	-	-			
			探明	9164	2.09%	0.14%	191.08	159.69	5.45	4.59		

公司	矿山名称	资源分布	矿石量	2020 年平均品位			铜资源量		钴资源量		2020 年 (万吨)	
				铜合计	氧化铜	钴	矿山资源量	权益资源量	矿山资源量	权益资源量	开采矿石产能	开采矿石产能
	矿山资源	控制	9809	2.01%		0.11%	196.80	153.22	4.51	3.80		
	源	推断	11097	1.76%		0.12%	195.77	157.84	6.63	5.59		
合计			30070	1.94%		0.08%	583.65	470.75	16.59	13.98		

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

截至2020年，公司拥有铜储量238.75万吨，权益铜储量191.34万吨；钴储量5.39万吨，权益钴储量4.57万吨。其中，证实铜储量110.23万吨，证实权益铜储量92.63万吨；证实钴储量4.24万吨，证实权益钴储量3.60万吨。

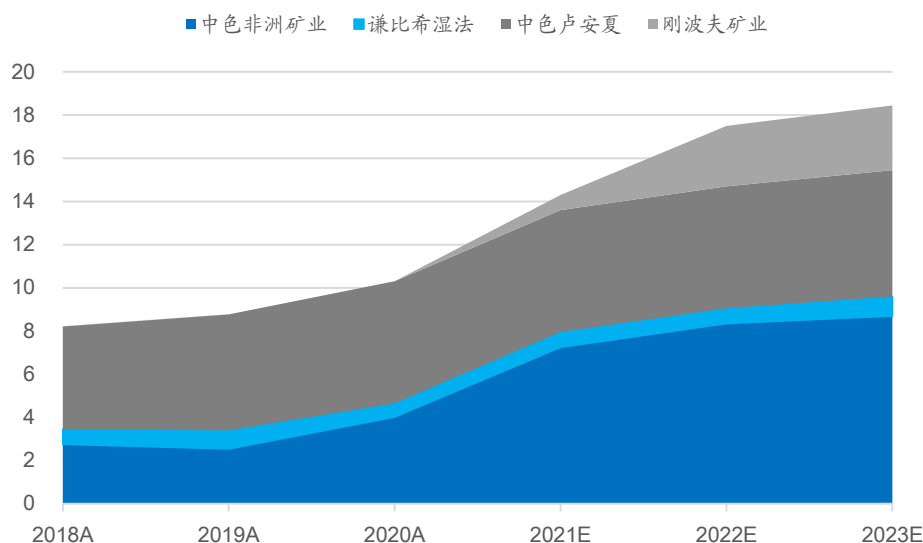
表 3：公司矿山储量及其品味（万吨）

公司	注册地	矿山名称	证实储量	2020 年平均品位			铜储量		钴储量	
				铜合计	氧化铜	钴	矿山储量	权益储量	矿山储量	权益储量
中色非洲矿业 (85%)	赞比亚	谦比希主矿	148	1.85%	-	-	585	1.48%	-	-
		谦比希西矿	-	-	-	-	-	-	-	-
		谦比希东南矿	794	1.93%	-	-	1059	1.98%	-	-
			3817	2.00%	-	0.11%	1169	1.72%	-	0.08%
谦比希湿法冶炼 (67.75%)	赞比亚	穆旺巴希矿	104	2.17%	1.23%	-	2.26	1.53	-	-
中色卢安夏 (80%)	赞比亚	巴鲁巴中矿	40	1.28%	0.06%	0.10%	0.51	0.41	0.04	0.03
		炉渣选矿	-	-	-	-	-	-	-	-
		穆利亚希北矿	-	-	-	-	-	-	-	-
		巴鲁巴东矿	738	1.77%	0.86%	-	13.06	10.45	-	-
		马希巴矿	-	-	-	-	-	-	-	-
		罗恩盆地	-	-	-	-	-	-	-	-
		罗恩西延长部	-	-	-	-	-	-	-	-
		罗恩东延长部	-	-	-	-	-	-	-	-
刚波夫矿业 (55%)	刚果金	刚波夫主体矿	-	-	-	-	-	-	-	-
合计			5641				110.23	92.63	4.24	3.60

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

目前，公司矿山自产铜年产量为10.3万吨。2020年，公司附属公司中色非洲矿业的谦比希东南矿体探建结合项目完工并投入生产，该项目设计年采选矿330万吨，年产铜精矿含铜5.89万吨。2020年公司在谦比希东南矿开采矿石117.24万吨。未来，随着谦比希东南矿体的达产和刚波夫矿山的投产，自给铜产能将不断攀升，预计2023年公司自产铜年产量可达到18.45万吨。这也将提升公司自己铜比例，促进毛利率上行。

图 32：2018A-2023E 自产铜产量预计（万吨）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心预测

表 4：公司矿产铜（氧化矿+硫化矿）产量预测（万吨）

	2023E	2022E	2021E	2020A	2019A	2018A
矿产铜	18.45	17.50	14.30	10.30	8.76	8.21
中色非洲矿业	8.70	8.35	7.25	4.02	2.54	2.76
谦比希湿法冶炼	0.90	0.70	0.70	0.62	0.85	0.68
中色卢安夏	5.85	5.65	5.65	5.66	5.38	4.77
刚波夫矿业	3.00	2.80	0.70	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心预测

## （二）扩大冶炼产能，深化公司产能优势

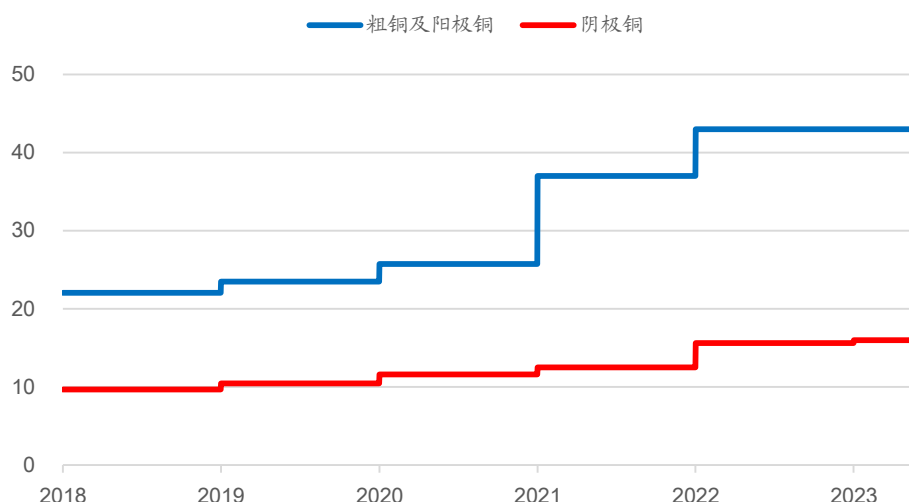
### 1. 铜：公司重点项目陆续完成，冶炼产能将逐步释放

铜产品的生产工艺分为火法和湿法。地下采矿厂生产的硫化矿用于火法冶炼，生产粗铜及阳极铜；露天采矿厂生产的氧化矿及混合矿用于湿法冶炼，生产阴极铜。目前，公司火法冶炼项目集中在赞比亚的谦比希铜冶炼和刚果金的卢阿拉巴铜冶炼，湿法冶炼项目集中在赞比亚的中色卢安夏、谦比希湿法冶炼和刚果金的中色华鑫湿法、中色马本德。**2020年粗铜及阳极铜产量25.72万吨，阴极铜产量11.59万吨。**

**公司在建项目进展良好，开拓工程按计划推进。**公司在建项目主要有刚波夫矿业的刚波夫主矿体探建结合项目和中色卢安夏的罗恩延长部露天矿项目。刚波夫主矿体探建结合项目于2020年1月投产，计划工期21个月，计划年处理99万吨氧化矿石和50万吨尾砂，将为阴极铜带来3.0万吨左右新产能。罗恩延长部露天矿项目设计年产100万吨优质氧化铜，预计将为阴极铜带来2万吨左右的年产能。

未来3年，卢阿拉巴铜粗铜冶炼项目的产能将逐步释放，刚波夫湿法冶炼厂项目不断推进，这将促进火法冶炼产能和湿法冶炼产能的攀升。**预计公司2023年粗铜及阳极铜产量为43万吨，阴极铜产量为16万吨。**

图 33：2018A-2023E铜冶炼产品产量预测（万吨）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心预测

表 5：公司铜冶炼产品产量预测（万吨）

	2023E	2022E	2021E	2020A	2019A	2018A
<b>粗铜及阳极铜</b>	<b>43.00</b>	<b>43.00</b>	<b>37.00</b>	<b>25.72</b>	<b>23.48</b>	<b>22.05</b>
谦比希铜冶炼	27.00	27.00	25.00	20.65	23.48	22.05
卢阿拉巴铜冶炼	16.00	16.00	12.00	5.07	0.00	0.00
<b>阴极铜</b>	<b>16.00</b>	<b>15.60</b>	<b>12.50</b>	<b>11.59</b>	<b>10.44</b>	<b>9.69</b>
谦比希湿法冶炼	1.00	1.00	1.00	0.91	0.70	0.55
中色卢安夏	4.50	4.30	4.30	4.30	4.19	4.19
中色华鑫湿法	2.50	2.50	2.50	2.68	2.31	1.48
中色华鑫马本德	5.00	5.00	4.00	3.70	3.24	3.47
刚波夫矿业	3.00	2.80	0.70	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心预测

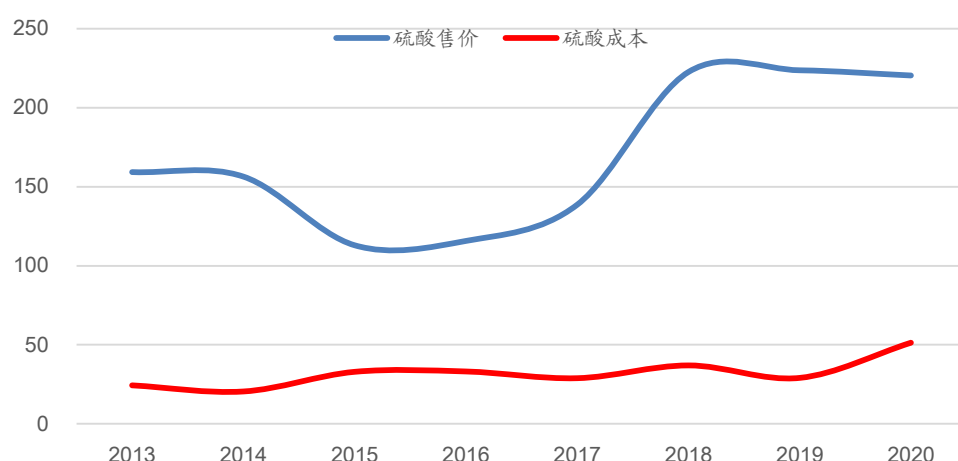
## 2.硫酸：需求旺盛，硫酸业务蓬勃发展

**硫酸是火法炼铜的副产物。**国内火法冶炼厂硫酸业务大多毛利率较低，甚至处于亏损状态。2018-2020年公司硫酸毛利率分别为83.40%、87.01%和76.72%，**业务毛利高，收益好，远超国内火法冶炼厂。**其主要原因是赞比亚和刚果金对硫酸需求旺盛。赞比亚和刚果金等地湿法冶炼项目较多，硫酸需求带动价格，因此售价常年处于高位。而硫酸单位销售成本相对稳定，故而其毛利率一直较高。

公司硫酸产能集中在赞比亚的谦比希铜冶炼和刚果金的卢阿拉巴铜冶炼，中色华鑫湿法生产的硫酸主要满足利卡西湿法冶炼厂自身的硫酸需求。随着粗铜及阳极铜产能的扩张，硫酸的设计产能也呈上升趋势。随着卢阿拉巴铜冶炼项目一期项目建成，公司硫酸新增产能24万吨/年，液态二氧化硫新增产能3万吨/年。**2020年公司硫酸产量79.32万吨，液态二氧化硫产量1.71万吨。预计公司2023年硫酸产量可达108万吨。**



图 34：2013-2020年公司硫酸平均售价和成本（美元/吨）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 3. 钴：在建工程进度良好，产能有望扩张

公司钴产品主要包括铜钴合金和氢氧化钴。截至2020年，公司铜钴合金年产能2万吨，氢氧化钴含钴年产能3000吨。铜钴合金产能集中在赞比亚的谦比希铜冶炼和刚果金的卢阿拉巴铜冶炼。2015年谦比希铜冶炼转炉渣还原电炉项目投入试生产，设计年产铜钴合金1.035万吨（其中含钴9.27%，含铜23.08%）。2020年卢阿拉巴钴回收系统项目投产，设计年产铜钴合金1万吨（含钴金属2000吨）。氢氧化钴产能目前集中在刚果金的中色华鑫湿法和赞比亚的谦比希东南矿体，预计刚波夫项目的投产将扩大氢氧化钴的产能。2019年一季度，中色华鑫湿法铜钴改扩建项目完成建设并投入生产，氢氧化钴含钴年产能2000吨。谦比希东南矿体已于2020年7月1日投产，氢氧化钴含钴设计产能1000吨。预计2021年10月，刚波夫主矿体探建结合项目将会投产，其设计年产粗制氢氧化钴含钴978吨左右。刚波夫项目的投产将使氢氧化钴含钴年设计产能由3000吨上升至3978吨。

### （三）赞比亚、刚果金收紧铜精矿出口政策，有望促进公司冶炼发展

由于政府债务和资金压力，赞比亚、刚果金进一步收紧了对铜精矿出口的政策。2019年1月1日，赞比亚将矿业权利金从4-6%浮动税率上调了1.5个百分点。即铜价每吨1-4499美元，其适用5.5%的税率；每吨4500-5999美元，其适用6.5%的税率；每吨6000-7499美元，其适用7.5%的税率；铜价超过每吨7500美元时，其适用10%的矿产资源税。同时该税收不能从企业所得税中扣除。为减少公共债务，遏制预算赤字上涨的趋势，赞比亚政府还计划以不可退销售税来替代原有16%的增值税，但因阻力过大最终未能实施。2018年3月，约瑟夫·卡比拉总统签署新矿法。新矿法规定，金、铜等有色金属矿山的特许使用费从2%提高到3.5%，钴等战略性金属矿山的特许使用费从2%提高到10%。新矿法还增加了超额利润税。如果材料或商品价格发生异常飙升（超过可研报告中规定的25%），国家将对超额利润按50%的税率征税。此外，刚果金国家免费占有的份额将从5%提高到10%，且该股份不可稀释；矿业许可年份从30年降至25年。2019年2月16日，刚果金进一步修订上述政策，禁止出口铜、钴精矿，该混合精矿只能在本地销售。



公司在赞比亚拥有25.0万吨粗铜及阳极铜、5.8万吨阴极铜的年产能，在刚果金拥有11.8万吨粗铜及阳极铜、6.5万吨阴极铜的产能。**铜、钴精矿出口政策的收紧对公司来说是利好消息。**

**相比赞比亚，刚果金冶炼产能较为匮乏，政策的变更或将对刚果金产生更大影响。**赞比亚政府鼓励国内发展火法冶炼厂，截至2019年底，赞比亚共拥有矿山产能约120万吨，火法铜冶炼产能约100万吨。**刚果金对火法冶炼产能的需求或将上升。**一方面，由于刚果金缺少足够的火法冶炼产能，其铜精矿多流出境外加工，如：赞比亚等。随着铜、钴精矿禁止出口政策的推行，铜精矿数量上升，这将增大刚果金对火法冶炼厂的需求。另一方面，刚果金矿山以露天矿为主，矿石类型以氧化矿为主，冶炼方式以湿法炼铜为主。因此，刚果金对硫酸需求较高。目前，刚果金硫酸供应主要依赖赞比亚和当地硫酸制酸厂，供给有限，来源不稳定。这两方面都将扩大刚果金对火法冶炼的需求。

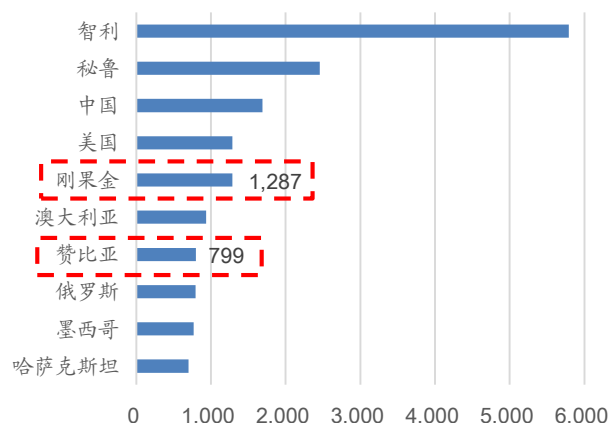
**公司卢阿拉巴铜冶炼项目是刚果金首个规模型现代化火法铜冶炼项目。**自2020年第二季度投产，卢阿拉巴铜冶炼2020年生产粗铜3万吨，代本集团内外加工粗铜3.8万吨，其中2.1万吨受香港新晟委托加工。**2020年5月31日，公司附属公司卢阿拉巴铜冶炼与紫金矿业的卡莫阿铜矿签订铜精矿来料加工协议，期限为10年。**卢阿拉巴铜冶炼每年最多为卡莫阿铜矿加工15万湿公吨铜精矿。

铜精矿出口政策逐渐落实，这将促进公司业绩的提升。一方面，这将推动公司在赞比亚和刚果金的产能扩张。另一方面，海运供给紧张，成本居高不下，铜精矿在当地加工将会极大压缩运输成本；同时，刚果金火法冶炼为稀缺产能，公司收购铜精矿的成本将有一定下降，这都将为公司带来更高的毛利润。

#### （四）区位优势显著，火法技术领先行业

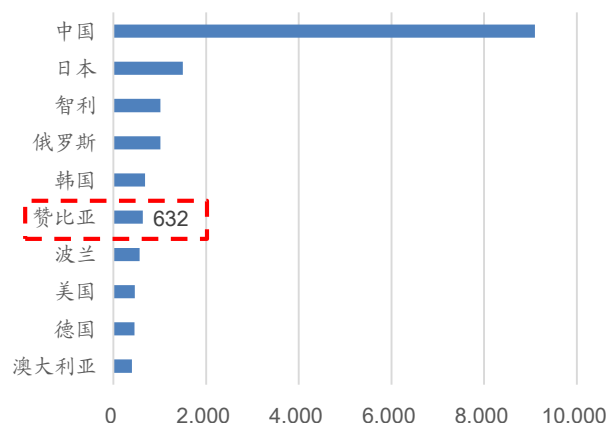
据中国有色金属工业协会，我国战略性矿产铜的资源储量占全球比重低于20%，国内有效供应能力长期偏低，铜的对外依存度超过70%。但由于工业化和城镇化的需要，我国对铜的需求量仍然维持在高位态势。**赞比亚和刚果金拥有丰富的资源储量和产能，是主要的铜生产国之一。**据ICSG，2019年刚果金和赞比亚矿山产量分别位于全球第五位和第七位，产量分别为128.7万吨和79.9万吨；赞比亚冶炼厂铜产量位于全球第六位，产量为63.2万吨。

图 35: 2019年铜矿生产量全球Top10 (千吨)



数据来源: ICSG, 广发证券发展研究中心

图 36: 2019年冶炼厂铜生产量全球Top10 (千吨)



数据来源: ICSG, 广发证券发展研究中心

公司在赞比亚和刚果金经营多年, 拥有着其他厂商无可比拟的优势。首先, 中国有色矿业1998年进入赞比亚, 是首家进入赞比亚铜市场的中资企业。迄今为止, 其已拥有了20余年非洲经营经验, 在赞比亚和刚果金拥有丰富的矿山产能和冶炼产能。其次, 公司控股股东中国有色集团投资建设了赞比亚中国经济贸易合作区, 这是中国在非洲设立的第一个境外经贸合作区, 也是赞比亚政府宣布设立的第一个多功能经济区。目前, 该经贸合作区由公司控股股东中国有色集团运营和管理。根据《赞比亚发展署法》规定, 在多功能经济区投资的企业可享受优惠政策。谦比希铜冶炼于首五个获利年度享有税项豁免, 并于其后三个年度享有所得税减半, 余下两年所得税减免25%。最后, 公司与赞比亚和刚果金政府、社区及工会建立了深厚的联系。公司与赞比亚和刚果金政府进行了积极的双向沟通。2019年4月, 赞比亚总统伦古到中色卢安夏现场视察。2019年12月, 刚果金国家矿业部长一行在卢阿拉巴铜冶炼董事长陪同下, 到卢阿拉巴铜冶炼公司实地考察铜钴冶炼项目建设情况。2020年7月中赞合作区总经理廖子彬一行代表中国商会拜会商贸工部常秘Mushuma Mulenga先生。公司同样主动承担社区责任, 2020年公司所在地社区在疫情防控物资捐赠、基础设施建设、教育医疗、体育文化、公共福利等方面做出了大力支持。

表 6: 多功能经济区投资企业享受的税收优惠政策

税种	优惠政策
所得税	允许企业在经营初期加大资产折旧率以减少公司所得税
	注: 2018年起, 赞比亚政府在财政预算案中取消了合作区“五减五免”的所得税优惠政策, 代之以资本性支出加速折旧, 冲销应纳所得税
关税	入区公司进口原材料、资本性货物和机器设备, 5年免关税
增值税	用于合作区建设的进口机器设备可享受零税率

数据来源: 《对外投资合作国别(地区)指南 赞比亚》(2020版), 广发证券发展研究中心

表 7：2020年公司对社区主要捐赠

捐赠企业	受赠对象/事由	受赠对象所在区域	捐赠金额（美元）
中色卢安夏	卢恩联合足球俱乐部年度赞助	赞比亚	94,231
中色卢安夏	社区公共设施及基础设施维修 (含防疫物资捐赠)	赞比亚	63,846
谦比希铜冶炼	Kankuko 涵洞桥	赞比亚	47,400
谦比希铜冶炼	Buyantanshi 学校	赞比亚	46,400
谦比希湿法	捐赠太阳能路灯	赞比亚	41,400
卢阿拉巴铜冶炼	省政府青年阳光基金	刚果金	30,000
中色华鑫马本德	为矿山附近村庄打井	刚果金	28,004
谦比希铜冶炼	奇布鲁马市场项目	赞比亚	27,800

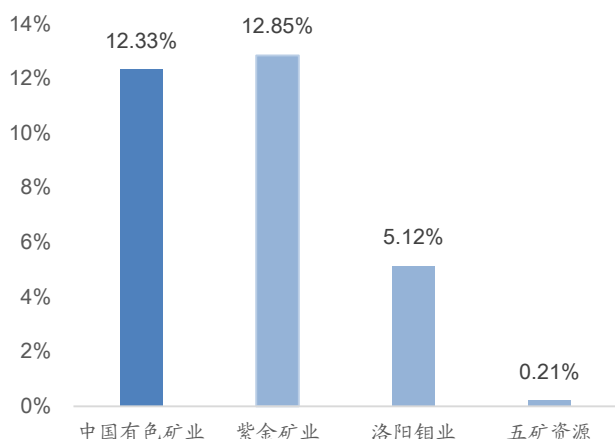
数据来源：公司环境、社会及管治报告，广发证券发展研究中心

公司火法冶炼技术较为先进。中国有色矿业拥有谦比希火法冶炼厂和卢阿拉巴火法冶炼厂两个火法冶炼厂。谦比希铜冶炼厂主要采取“富氧熔池冶炼-电炉沉降-转炉吹炼”技术，卢阿拉巴铜冶炼厂主要采取“侧吹熔炼-多喷枪顶吹吹炼”技术。谦比希铜冶炼熔炼原料配料流程采用一次仓式精确配料技术，取消了传统的制粒工序，缩短了流程，使得谦比希铜冶炼熔炼系统具有调整灵活、快速的特点。谦比希铜冶炼通过开展科技创新和强化生产技术管理，利用该系统切实把握原料结构和实际情况，并通过合理配料，有效提高冶炼自热水平，从工艺节能方面挖掘节能潜力。其次，该系统以提高作业率和负荷率为目标，做细、做实和做优生产组织，加强设备检修维护和车间消耗物料成本考核，降低各类生产性能源消耗，同时有效提高余热回收水平。

### （五）财务数据表现优异，资产回报率高

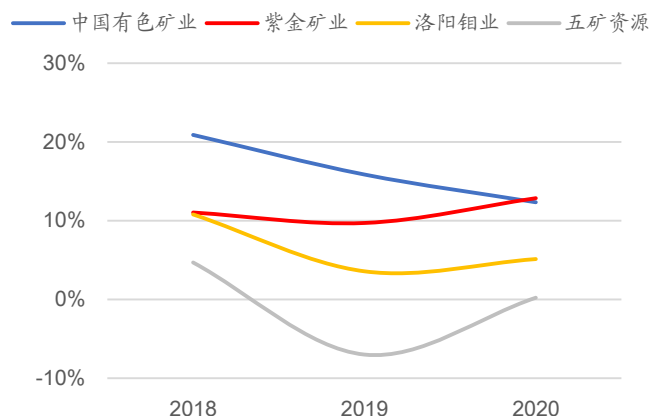
中国有色矿业长期保持着高于行业平均水平的盈利能力。2018-2020年，中国有色矿业的ROE和ROA运行趋势与行业相同，回报率常年处于高位。2020年，中国有色矿业ROE达到12.33%，略低于紫金矿业，远高于洛阳钼业和五矿资源；ROA达到5.75%，略高于紫金矿业，远高于洛阳钼业和五矿资源。随着谦比希东南矿山逐渐达产，刚波夫主矿体探建结合项目和罗恩延长部露天矿项目的陆续建成、投产，中国有色矿业盈利能力将进一步提升。

图 37: 2020年各公司ROE对比



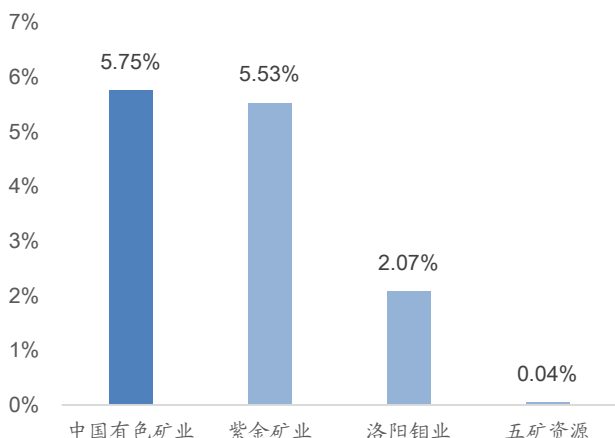
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 38: 2018-2020年各公司ROE对比



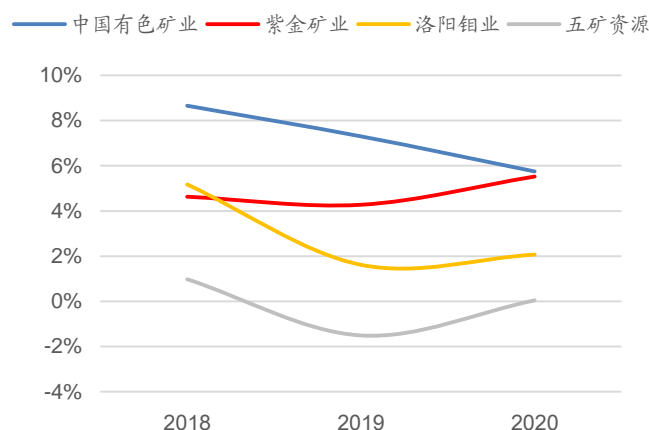
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 39: 2020年各公司ROA对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 40: 2018-2020年各公司ROA对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测和投资建议

### (一) 盈利预测

#### 1. 主要产品产量预测

基于公司未来三年铜矿及冶炼产能以及我们预计的爬产进度, 我们预测了公司未来三年主要产品产量, 相关具体产量参见上文。

#### 2. 产品价格及成本预测

基于我们对未来铜行业的供需平衡判断, 在供给增速缺乏弹性和下游新能源车及可再生能源等消费的刺激下, 铜行业供需平衡将逐步从供需紧平衡转为短缺, 因此我们预计未来几年铜价将维持高位。在2021-2023年LME铜现货均价维持9000美元/吨的核心假设下, 预计公司2021-2023年营业收入如下:

表8: 公司营业收入预测 (千美元)

营业收入分项	2023E	2022E	2021E	2020A	2019A
铜精矿含铜					
粗铜	3,713,361	3,718,101	3,195,625	1,781,780	1,344,641
阴极铜	1,349,622	1,315,881	1,054,392	662,897	553,672
铜钴合金					
硫酸	145,418	145,418	107,717	117,689	110,406
铋					
氢氧化钴含钴	5,048	5,048	5,048	3,008	
液态二氧化硫	27,519	27,519	27,519	15,629	
铜产品代加工服务	16,210	16,210	16,210	16,210	
合计	5,257,178	5,228,178	4,406,512	2,597,213	2,008,719

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心预测

假设2021-2023年公司自产铜矿单位成本维持在2020年的水平, 外购铜矿成本随着铜价变化, 在此核心假设下, 预计公司2021-2023年营业成本如下:

表9: 公司营业成本预测 (千美元)

营业成本分项	2023E	2022E	2021E	2020A	2019A
粗铜	3,033,984	3,050,864	2,613,560	1,532,466	1,211,160
阴极铜	598,431	581,326	461,343	389,676	314,744
铜钴合金					
硫酸	25,448	25,448	23,563	27,400	14,342
铋					
氢氧化钴含钴	4,293	4,293	4,293	2,558	
液态二氧化硫	3,053	3,053	3,053	1,734	
铜产品代加工服务	13,937	13,937	13,937	13,937	
合计	3,679,147	3,678,921	3,119,749	1,967,771	1,540,246

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心预测

## (二) 投资建议

预计公司2021-2023年可实现营收分别为44.07亿美元、52.28亿美元以及52.57亿美元, 对应可实现归母净利润分别为3.88亿美元、4.76亿美元以及4.92亿美元, EPS分别为0.10美元/股、0.13美元/股以及0.13美元/股。以最新收盘价计算, 对应PE分别为5.03倍、4.10倍以及3.96倍。基于可比公司估值, 我们认为公司合理价值为7.8港元/股(美元兑港币汇率: 7.77), 对应2021年10倍PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值表 (截止7月9日收盘价, 美元兑港币汇率: 7.77)

公司名称	公司代码	收盘价 (HKD)	EPS (HKD/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
紫金矿业	02899.HK	10.62	0.30	0.54	0.79	28.91	19.67	13.44
洛阳钼业	03993.HK	5.77	0.13	0.24	0.30	38.58	24.04	19.23
五矿资源	01208.HK	3.59	-0.06	0.33	0.42	-	10.88	8.55
江西铜业	00358.HK	16.18	0.76	1.64	1.70	15.91	9.87	9.52
均值							16.11	12.69
中国有色 矿业	01258.HK	4.05	0.30	0.78	1.01	7.12	5.03	4.10

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司 EPS 均为 Wind 一致预期

## 六、风险提示

### (一) 新增铜矿项目投产及爬产不及预期

公司谦比希东南矿体等矿山依然处于爬产过程中, 是否如期达到全部产能存在不确定性。

### (二) 新增火法冶炼项目投产不及预期

公司卢阿拉巴火法冶炼厂依然处于投产过程中, 是否如期达到全部出产量存在不确定性。

### (三) 刚果金及赞比亚政策不确定性

公司经营所在的刚果金及赞比亚未来对铜矿加工及金属出口政策如果存在变化, 或将导致公司经营受到影响。

### (四) 全球需求萎缩导致铜价大幅下跌

全球铜矿供给增速超预期或需求下滑超预期可能导致铜价大幅下跌。



资产负债表		单位: 百万美元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1404	1606	2686	3179	3530	
货币资金	481	498	881	1046	1391	
应收及预付	174	248	421	500	503	
存货	530	671	1064	1255	1255	
其他流动资产	219	188	319	378	380	
非流动资产	1911	1928	2054	2205	2455	
长期股权投资	-	-	-	-	-	
固定资产	1694	1720	1766	1827	1977	
在建工程	-	-	-	-	-	
无形资产	98	151	231	321	421	
其他长期资产	119	57	57	57	57	
资产总计	3316	3533	4740	5384	5984	
流动负债	782	1289	1894	1797	1631	
短期借款	301	597	773	472	300	
应付及预收	273	425	674	794	794	
其他流动负债	208	267	448	531	537	
非流动负债	998	585	585	585	585	
长期借款	894	464	464	464	464	
应付债券	-	-	-	-	-	
其他非流动负债	103	121	121	121	121	
负债合计	1779	1874	2479	2382	2216	
股本	613	613	613	613	613	
资本公积	401	499	877	1344	1827	
留存收益	-	-	-	-	-	
归属母公司股东权益	1014	1112	1491	1957	2440	
少数股东权益	522	547	770	1044	1327	
负债和股东权益	3316	3533	4740	5384	5984	

利润表	单位: 百万美元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2016	2602	4407	5228	5257
营业成本	1540	1968	3120	3679	3679
营业税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	42	68	115	137	137
管理费用	64	91	155	184	185
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	10	35	55	49	36
资产减值损失	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业利润	362	467	1016	1228	1255
营业外收支	-	-	-	-	-
利润总额	324	310	961	1179	1219
所得税	100	113	350	430	444
净利润	225	197	611	749	775
少数股东损益	90	72	223	274	283
归属母公司净利润	135	125	388	476	492
EBITDA	472	621	1200	1418	1456
EPS (元)	0.04	0.04	0.10	0.13	0.13

现金流量表	单位: 百万美元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	369	482	586	870	1020
净利润	135	125	388	476	492
折旧摊销	110	154	183	189	200
营运资金变动	34	131	-208	-68	45
其它	-	-	-	-	-
投资活动现金流	-420	-210	-307	-337	-447
资本支出	-408	-142	-310	-340	-450
投资变动	-	-	-	-	-
其他	-12	-68	3	3	3
筹资活动现金流	29	-250	104	-369	-227
银行借款	123	-134	175	-301	-172
股权融资	-	-	-	-	-
其他	-65	-103	0	0	0
现金净增加额	-24	17	384	164	345
期初现金余额	505	481	498	881	1046
期末现金余额	481	498	881	1046	1391

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-2.00%	29.04%	69.36%	18.65%	0.55%
营业利润增长	-22.11%	28.97%	117.8%	20.87%	2.20%
归母净利润增长	-7.80%	-7.35%	210.2%	22.68%	3.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.32%	24.24%	29.20%	29.63%	30.02%
净利率	4.70%	7.57%	13.86%	14.33%	14.74%
ROE	13.30%	11.24%	26.01%	24.30%	20.15%
ROIC	0.03	0.11	0.18	0.20	0.18
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.70%	53.05%	52.30%	44.25%	37.04%
净负债比率	51.16%	33.97%	15.71%	-3.67%	-16.64%
流动比率	1.80	1.25	1.42	1.77	2.16
速动比率	1.08	0.69	0.81	1.02	1.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.60	0.74	0.93	0.97	0.88
应收账款周转率	11.56	10.46	10.46	10.46	10.46
存货周转率	-	-	-	-	-
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.04	0.04	0.10	0.13	0.13
每股经营现金流	0.11	0.13	0.16	0.23	0.27
每股净资产	0.41	0.44	0.60	0.80	1.01
<b>估值比率</b>					
P/E	6.06	7.91	5.03	4.10	3.96
P/B	0.53	0.60	0.86	0.65	0.52
EV/EBITDA	3.24	2.50	1.92	1.30	0.91



## 广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任CRU中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。