

【事件】

五矿资源 (1208.HK) 公布了 2025 年全年业绩，截至 2025 年 12 月 31 日公司全年业绩表现强劲，实现收入 62.18 亿美元，较 2024 年增长 39%。除税后净利润增至 9.55 亿美元。全年经营活动所得之现金净额 26.90 亿美元，为历史新高，同比大增 67%。

【点评观点】**➤ 量价齐升兑现利润，强劲现金流带来资产负债表改善**

2025 年业绩的爆发主要归功于核心金属产量的提升及大宗商品价格的上涨，公司全年铜产量增长 27%，锌产量增长 6%，金产量增长 22%，银产量增长 17%。在 26.90 亿美元经营现金流支撑下，公司的资产负债表得到显著强化。公司在收到 MLB 合营公司 11.59 亿美元的股息收款后，与合营伙伴 Khoemacau 提前偿还了 5 亿美元贷款，使得年末净债务降至 33.51 亿美元，杠杆率降至 33% 的低位水平。这表明公司底层资产造血能力极强，财务健康度年内大幅提升。

➤ Las Bambas 发挥业绩“压舱石”作用，Khoemacau 铜精矿产量快速增长有望成为第二增长曲线

作为核心资产，矿山 Las Bambas 2025 年铜精矿含铜产量达 41.08 万吨，同比大增 27%，单体贡献了 28.31 亿美元的 EBITDA（同比增 78%），是公司最大单一体量矿山。同时，增量资产 Khoemacau 的扩建项目已于 2026 年 2 月正式破土动工，目标将年产能提升至 13 万吨铜精矿含铜，并使得矿山伴生银的年产量超过 400 万盎司。预计 2028 年上半年将产出首批铜精矿，并且未来具备铜精矿产量提升至 20 万吨的潜力。“存量稳产+增量扩产”的路径，有望为公司锁定中长期的产能成长性。

➤ 个别资产减值及地缘纠纷仍然存在，未来需关注并购延期风险

尽管整体业绩亮眼，但公司业绩仍受到部分资产的影响。受钴出口配额制度、电力供应等因素的影响，Kinsevere 矿山资产计提了 2.90 亿美元的减值，公司表示将在 2026 年在该矿山优先部署电池储能系统来缓

研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

解电力问题。此外，秘鲁税务局（SUNAT）针对 2014-2018 年的税务纠纷仍在上诉阶段，且当局又对 2019 财年提出了 1.62 亿美元的新税务评估。同时，收购英美资源巴西镍业的交易因欧盟委员会审查延长，最终截止日已延期至 2026 年 6 月 30 日。当前全球地缘政治不稳定因素增加，外部政策与法律风险或持续上升，或成为公司业绩的不确定性来源。

➤ 投资策略

2025 年是五矿资源价值重估的一年，公司从此前相对“高杠杆”的状态转向“稳健现金牛”，公司杠杆率快速降低，现金水平显著改善。尽管公司表示不派息以及公司部分资产的减值可能会对短期的市场情绪造成影响，但公司核心资产运营稳定、降杠杆成效显著、扩产路径清晰。我们认为可以适当忽略单项非现金减值的干扰，聚焦于公司自由现金流改善以及 2026 年部分矿山产能提升带来的收入预期增长。在金银铜等有色金属价格维持高位的大背景下，公司“业绩释放+资产负债表改善”的逻辑正在兑现，公司具备长期的关注价值。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>