



證券研究部

電話: +852 2533 3700

電郵: research@sbichinacapital.com

地址: 香港中環皇后大道中5號衛怡大廈4樓

股票代號 (02362.HK)

建議	未評級
目標價 (港元)	N/A
現價 (港元)	0.86
過去 12 個月波動區間 (港元)	0.79–2.00
市值 (億港元)	108.35

資料來源: 彭博, SBI CHINA CAPITAL

金川國際(02362.HK)

集團重點開發 Musonoi 高品位礦場未來帶動採礦業務收益增長，預期銅價下半年或於區間徘徊及對鈷中長期價格持正面態度

金川國際(02362.HK) 2021 年受惠於基準銅價及鈷價上漲，帶動全年總收益由約 6.6 億美元(當中包括已終止經營業務上海金川均和之併表收益)按年增加 25.2%至約 8.3 億美元，其採礦業務收益按年增加 24.7%至約 6.2 億美元，而礦產品及金屬產品貿易業務收益按年增加 26.6%約至約 2.1 億美元。因 2021 年銅及鈷價飆升及成本控制至 2020 年相似水平，集團的毛利增加 17.1 百分點至約 30.3%，歸屬母公司股東淨利潤約 1.2 億美元，較去年同期增加約 402.5%。

2022 年第一季度表現回顧

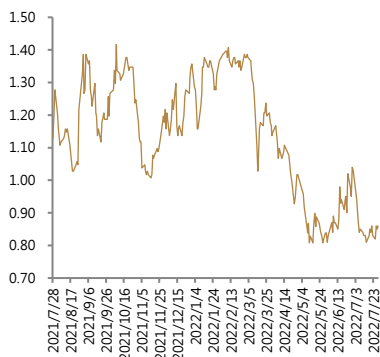
集團的第一季度總收益按年增加約 83.9%至約 3.1 億美元，其主營採礦業務中銅及鈷的銷售收益分別按年增加約 13.9%及 41.5%至約 1.4 億美元及 4,172.3 萬美元，主要受惠於銅及鈷價格於第一季度維持高位。銅及鈷的出售噸數分別為 15,137 噸及 843 噸，按年增加約 5.9%及 22.0%。集團的銅產量(於陰極銅及銅精礦之銅含量)下降 1.3%至 14,308 噸，下跌原因主要為處理較低品位的銅礦石所致；而集團鈷的產量按年同期上升 40.6%至 1,104 噸，此因入廠品位及鈷回收率皆上升。至於集團外部採購礦產品及金屬產品貿易業務的收益按年躍增約 723.2%至約 1.3 億美元，增加原因為集團於香港設立的新貿易業務線交易量逐漸提升。

重點開發 Musonoi 項目帶動未來銅鈷採礦產量及收益貢獻

集團自 2018 年完成恩菲可行性研究並首次確認 Musonoi 項目儲量，其蘊含約 606 千噸銅及 174 千噸鈷的礦儲量，開採期為 19 年。集團與剛果(金)國有企業 Gécamines SA 分別以 75%和 25%擁有權以開發於剛果(金)科盧韋齊的 Musonoi 項目。而 Musonoi 項目特點為擁有高品位的鈷含量，儲量礦石品位達 0.9%，高品位成礦始於地表以下 50 米至 100 米之間，未來將採用深孔空場採礦法及樁柱充填採礦法從地下進行開採。

集團該項目現正處於建設階段，我們估計 Musonoi 項目將於 2023 年投產，而 Musonoi 相對於集團的其他礦址有較高的銅及鈷的回收率，加上其高品位的礦資源將來皆提高集團銅及鈷的產量，未來為集團提供額外的收益貢獻。

股價表現 (02362.HK)



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	-17.3%	-15.5%	-28.2%
相對變動	-11.1%	-13.3%	-6.5%

資料來源: Choice, SBI CHINA CAPITAL

### 銅價於 2022 年下半年或於區間徘徊

根據 ICSG 報告，全球經濟受俄烏局勢、中國針對疫情的限制措施及美國進取的加息步伐影響而出現疲弱跡象，精煉銅短期的消耗量增長因此放緩，加上全球銅產量出現復甦，皆對銅價造成短期下行壓力。

圖：倫敦所銅每噸美元價格(由 2022 年 1 月 1 日至 7 月 28 日)



資料來源：倫敦金屬交易所(LME)

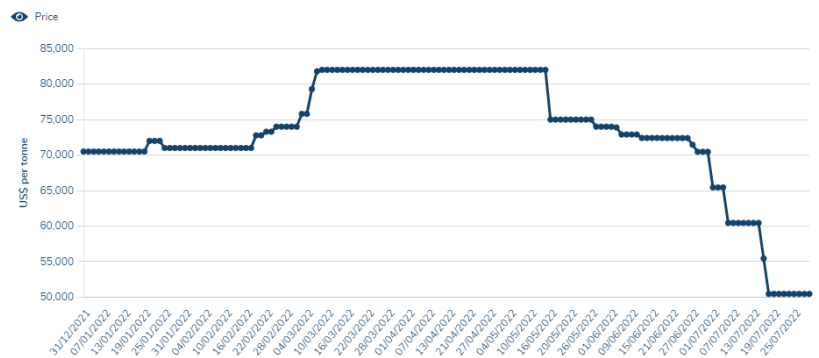
倫敦所銅價自 5 月頭從每噸約 9,500 美元回落至現 7 月約每噸 7,300 美元水平，但我們估計銅價下半年再下行的空間有限。由於中國為全球最大的精煉銅消耗國，銅頻繁用於太陽能、風能等新能源及電動汽車生產領域，而中國於 2022 年上半年受疫情限制措施影響拖累經濟生產活動，所以自疫情始緩解將帶動生產端復甦刺激銅需求。

另外，根據美國地質調查局(USGC)的數據，俄羅斯於 2021 年位全球銅產量近 3.5%，而俄羅斯的銅生產如出現任何中斷，將對銅價造成衝擊。加上倫敦所存貨水平於 2022 年長期處於 170,000 噸水平以下，綜觀而言我們認為下半年銅價將維持一定支撐，並預期集團全年每噸銅平均實現售價將與 2021 年相約或輕微下跌。

### 鈷價短期下行空間有間並對中長期鈷價保持正面

鈷的應用為合金(包括高溫合金、硬質合金及磁性材料等)、工業化學品製造(如鈷鹽及鈷氧化物等)和作電池的生產。而鈷價最近受下遊手機消費電子產品銷量下滑等因素影響，鈷市場短期需求回軟。鈷價於 2022 年第二季度從高位出現調整，但事實上鈷價於 2022 年上半年平均表現與過往三年比較，仍維持於較高的價格水平。

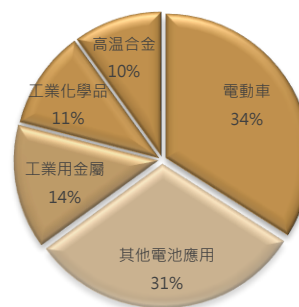
圖：倫金所鈷每噸美元價格(由 2022 年 1 月 1 日至 7 月 28 日)



資料來源：倫敦金屬交易所(LME)

根據 CRU 數據指出，電動車於 2021 年首次超越其他電池應用並成為最大的需求端來源，佔鈷全球約 34% 的需求。而根據國際能源署(IEA)的統計，2021 年全球電動車的銷量達 2020 年的 2.2 倍至約 660 萬輛，中國為全球電動車銷量最多的國家並佔全球銷量超過一半。

圖：2021 年全球鈷消費領域需求分佈



資料來源：CRU、SBI CHINA CAPITAL

按中國汽車製造商協會估計，國內電動車於 2022 年的銷量將向 500 萬輛靠攏，佔國內汽車總銷售額的 18%。我們留意到下遊新能源汽車對鈷需求仍然強勢，故將持續對鈷價格起一定支持，惟仍需密切留意消費電子產品市場的銷量有否回暖。

從供給端分析，全球鈷資源儲量稀缺而大部份資源集中於剛果(金)，其最大的鈷礦之一 Mutanda 自 2019 年停產後，該礦場宣佈將於 2022 年開始恢復運作。以中長期而言，剛果(金)及印尼將貢獻全球近 90% 開採鈷的供應增長，因新能源汽車行業對鈷高需求帶動下，估計鈷將於 2024 年再次出現求過於供的現象。我們預期鈷市場的供需於 2022 年及 2023 年皆偏向平衡，並相信鈷價格再下行的空間有限，因此估計集團全年每噸鈷平均實現售價將較 2021 年財年有所提升以帶動其採礦收益。

### 集團重點開發 Musonoi 高品位礦場未來帶動採礦業務收益增長，預期銅價下半年或於區間徘徊及對鈷中長期價格持正面態度

集團 2022 年第一季度的總收益按年增長明顯，主要受惠銅及鈷價格於第一季度維持高位，帶動採礦業務中的銅及鈷銷售分別按年增加約 13.9%及 41.5%至約 1.4 億美元及 4,172.3 萬美元。而集團於香港設立的新貿易業務線交易量提升，使外部採購礦產品及金屬貿易業務收益按年飆升 723.2%至約 1.3 億美元。集團未來重點開發的 Musonoi 項目為大型的銅鈷礦山，含高品位的鈷，我們估計 Musonoi 項目將於 2023 年投產，未來將刺激集團的銅及鈷的產量以持續帶動其採礦業務增長。而銅和鈷價格最近出現回調，但我們相信兩金屬價格短期再下行空間有限，預期銅價下半年或於區間徘徊。我們估計集團 2022 年全年每噸銅平均實現售價與 2021 年相約或輕微下跌，但鈷的平均售價則高於 2021 年全年水平，且對中長期鈷價持正面態度。

## 同業比較

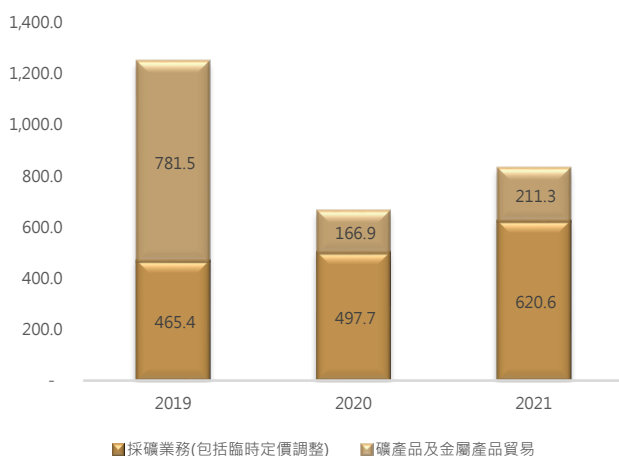
		市值	市盈率	預測市盈率	市賬率	市銷率	收入	毛利率	股本回報率
		(百萬)	(X)	(X)	(X)	(X)	(百萬)	(%)	(%)
00358.HK	江西銅業	54,551.8	4.6	-	0.4	0.1	533,646.6	3.7	8.8
00661.HK	中國大冶有色金屬	1,216.9	3.6	-	0.4	0.0	43,000.6	3.6	10.1
01208.HK	五礦資源	20,303.5	3.7	4.3	1.3	0.6	33,073.5	49.6	46.5
01258.HK	中國有色礦業	12,151.9	4.2	3.1	1.0	0.4	31,484.6	26.8	26.9
	平均值	22,056.0	4.1	3.7	0.8	0.3	160,301.3	20.9	23.1
02362.HK	金川國際	10,834.8	11.5	6.9	1.5	1.8	6,084.3	32.2	13.9

資料來源: 彭博、SBI CHINA CAPITAL

## 風險因素

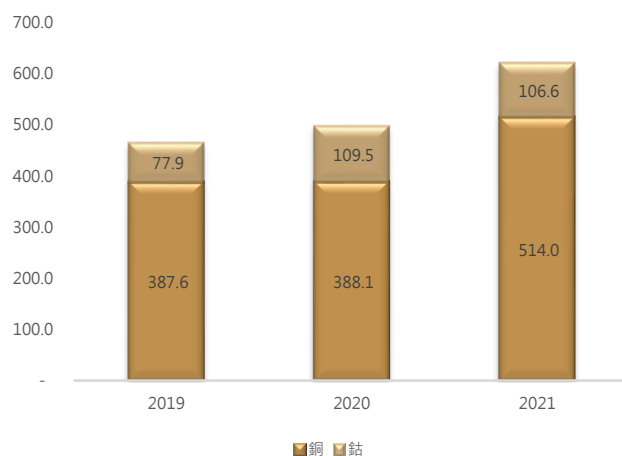
- 美國進取的加息步伐進一步推低商品價格
- Musonoi 投產步伐不如預期
- 消費電子產品市場持續疲弱拉低鈷價格
- 經濟衰退減低對銅及鈷的商品需求
- 國內電動車需求不如預期

按業務分類之總收入 (美元, 百萬)



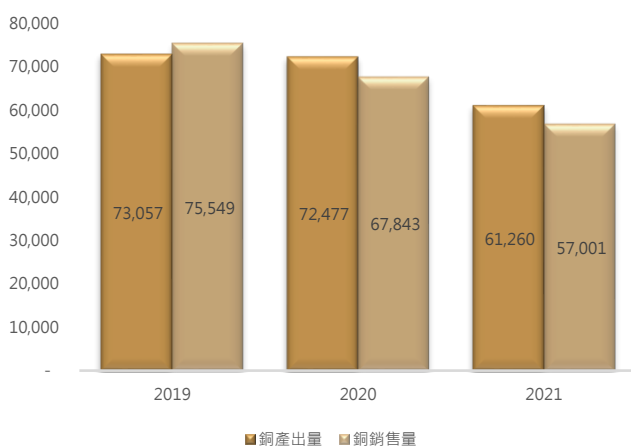
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

採購業務(包括臨時定價調整)- 銅及鈷銷售收入(美元, 百萬)



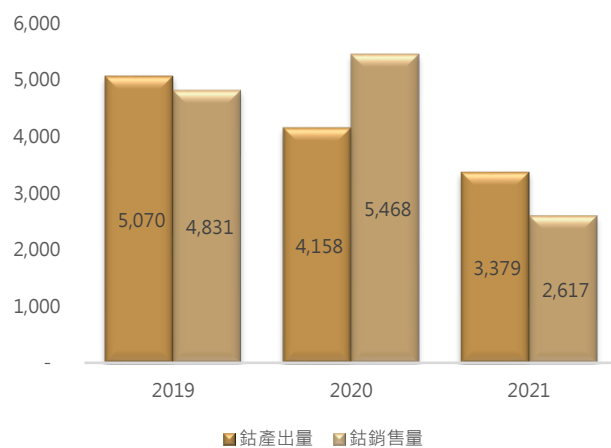
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

銅產出及銷售量(噸)



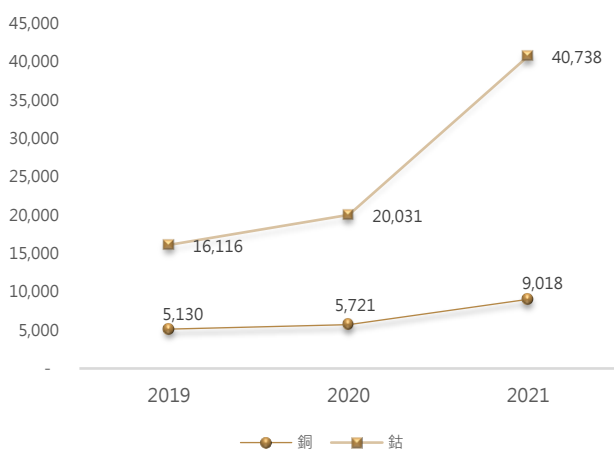
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

鈷產出及銷售量(噸)



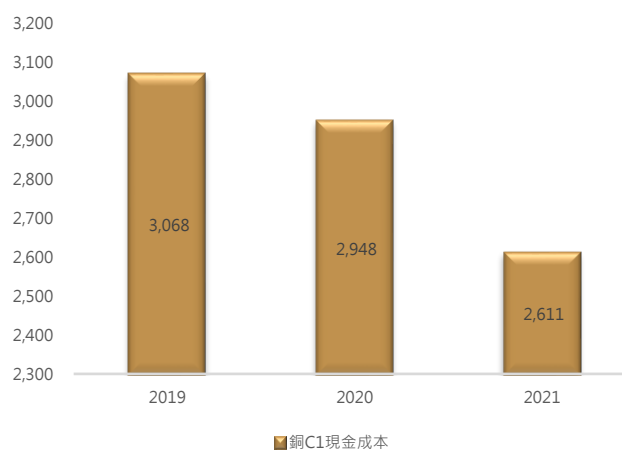
資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

集團銅及鈷平均實現售價(美元/噸)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

每噸銅的 C1 現金成本- 包括副產品抵扣(美元/噸)



資料來源: 公司資料、SBI CHINA CAPITAL

## 財務報表

損益表				資產負債表			
(美元, 百萬)	2019 (A)	2020 (A)	2021 (A)	(美元, 百萬)	2019 (A)	2020 (A)	2021 (A)
持續經營業務總收入	465.4	531.5	831.9	固定資產	688.9	705.3	730.0
按年增長	-10.9%	14.2%	56.5%	無形資產	489.4	501.1	582.7
銷售成本	(415.3)	(444.9)	(580.2)	其他非流動資產	651.9	635.2	779.2
毛利	50.1	86.6	251.7	非流動資產	1,340.7	1,340.5	1,509.2
其他收入	9.1	21.8	63.2	庫存	202.0	191.4	233.5
經營支出	(36.5)	(31.2)	(27.4)	貿易應收款項	156.5	128.1	74.3
經營溢利	22.7	77.1	287.5	現金或現金等物	45.2	73.8	198.8
財務支出淨額	(19.0)	(12.9)	(8.8)	其他	0.2	34.5	22.8
合營及聯營	-	-	-	流動資產	403.9	427.8	529.4
稅前盈利	3.8	64.3	278.7	總資產	1,744.6	1,768.3	2,038.7
所得稅開支	7.4	(22.4)	(116.7)	長期借貸	209.0	179.0	134.0
來自持續經營業務的溢利	11.1	41.9	162.0	其他非流動負債	303.2	293.7	351.4
來自終止經營業務的溢利	2.0	0.6	0.4	非流動負債	512.2	472.7	485.4
淨利潤	13.1	42.5	162.4	應付款項	70.6	95.4	112.2
按年增長	-86.1%	223.8%	282.2%	短期貸款	28.4	30.7	115.7
經調整 EBITDA	113.6	144.8	307.6	其他流動負債	143.3	152.6	148.5
				流動負債	242.3	278.8	376.3
				總負債	754.4	751.4	861.7
				非控股權益	125.6	122.5	163.7
				控股權益	864.6	894.5	1,013.2
				總權益	990.2	1,016.9	1,177.0

<b>現金流</b>				<b>財務比率</b>			
	2019	2020	2021		2019	2020	2021
(美元, 百萬)	(A)	(A)	(A)		(A)	(A)	(A)
稅前利潤	6.4	65.0	278.7	毛利率	10.8%	16.3%	30.3%
財務開支	20.7	14.1	9.5	經營利潤率	4.9%	14.5%	34.6%
財務收入	(1.8)	(1.3)	(0.7)	淨利潤率	2.4%	7.9%	19.5%
折舊與攤銷	100.4	89.7	83.3	核心 EBITDA 利潤率	24.4%	27.3%	37.0%
其他	(70.8)	(42.0)	(90.7)	股本回報率	1.1%	4.2%	14.8%
營運資本變動	32.9	47.8	(73.8)	資產回報率	0.6%	2.4%	8.5%
<b>經營現金流</b>	<b>87.9</b>	<b>173.2</b>	<b>206.3</b>	流動比率	166.7%	153.5%	140.7%
資本開支	(46.8)	(52.0)	(88.8)	速動比率	83.3%	84.8%	78.6%
其他	(2.4)	(36.0)	12.0	現金比率	18.7%	26.5%	52.8%
<b>投資現金流</b>	<b>(49.1)</b>	<b>(88.0)</b>	<b>(76.8)</b>	負債權益比率	24.0%	15.0%	11.6%
增股本取得	-	-	-	庫存周轉天數	170.5	161.4	133.6
淨借貸	(15.1)	(27.6)	39.9	應收款項周轉天數	144.5	97.7	44.4
利息支出	(20.7)	(14.1)	(10.9)	應付款項周轉天數	63.5	68.1	65.3
股息支出	(1.6)	(1.6)	(1.6)				
其他	(35.6)	(14.6)	(30.2)				
<b>融資現金流</b>	<b>(73.1)</b>	<b>(57.9)</b>	<b>(2.8)</b>				
<b>股權自由現金流</b>	<b>24.8</b>	<b>92.5</b>	<b>156.5</b>				
<b>公司自由現金流</b>	<b>101.2</b>	<b>129.3</b>	<b>122.9</b>				

資料來源: 公司資料 · SBI CHINA CAPITAL



軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：  
*research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.*

### SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

- 強烈建議買入：未來 12 個月絕對增長超過 50%
- 建議買入：未來 12 個月絕對增長超過 10%
- 建議持有：未來 12 個月絕對回報在-10%至+10%
- 建議沽售：未來 12 個月絕對下降超過 10%
- 建議強烈沽售：未來 12 個月絕對下降超過 50%

**披露：**投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

**分析員聲明：**本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

### 免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1) 在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2) 和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3) 在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。