

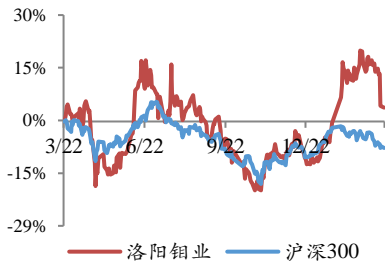
刚果铜钴矿放量在即，“提升年”全方位增强内生动力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-20

收盘价（元）	5.35
近12个月最高/最低（元）	6.18/4.15
总股本（百万股）	21,599
流通股本（百万股）	17,666
流通股比例（%）	81.79
总市值（亿元）	1,156
流通市值（亿元）	945

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

- 1.产量指引发布，TFM和KFM两大铜钴矿产量释放超预期 2023-02-02
- 2.量价齐升助推业绩创新高，ESG持续改进 2022-08-22

主要观点：

- **事件：**公司于2023年3月18日发布2022年年度报告。全年实现营业收入1729.9亿元，yoy-0.5%；实现归母净利润60.7亿元，yoy+19%。单四季度实现归母净利润7.6亿元，yoy-51%，qoq-34%。
- **业绩受Q4刚果铜钴矿产品出口影响，权益金问题解决后销售有望恢复**根据年报披露的产销量数据，TFM铜产量25万吨，销量13万吨；钴产量2.0万吨、销量1.3万吨。上半年由于疫情、通关、德班港洪水等因素对运输的阻碍，下半年又受到权益金事件阻碍，导致TFM铜钴销售大受影响。我们认为公司与当地政府积极协商，或将在不久解决此事项，从而实现库存铜钴的销售，增厚今年的业绩。

- **两大铜钴矿项目顺利推进，有望于2023年全部投产。**

建设进展：报告期内，TFM混合矿项目基建剥离与土建施工任务圆满完成，安装工程中区工程进度完成90%，东区工程进度完成30%；KFM厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，实现安全、优质、高效投料，项目预计于2023年第二季度投产。

产量展望：公司给出TFM铜金属2023年生产指引29-33万吨，中值31万吨，同比2022年产量增长21.91%；TFM钴金属2023年生产指引2.1-2.4万吨，中值2.25万吨，同比2022年产量增长10.91%；公司给出2023年KFM铜产量指引7-9万吨，钴产量指引2.4-3.0万吨。KFM由于首采区氧化矿品位较好，或将实现投产即达产，并且其品位较TFM更高，更具成本优势。

- **把握周期性，拉满弓驱动产能跃升**

中国钨钼：高质量发展拉动需求叠加副产钼量减，钼价持续高位短期内将延续，公司凭借较大的体量有望持续受益。矿端国内新增主产钼供给有限；受到品位下降、扩产规划推进缓慢、部分矿山罢工停产等因素影响，海外副产钼也难有增量。公司22年钼金属产量1.51万吨，23年规划1.2-1.5万吨；此外公司还准备加快东戈壁钼矿建设，该矿钼金属资源量50.7万吨、钼金属储量19.7万吨。

澳洲铜金及巴西铌磷：根据年报23年重点工作，澳洲NPM重点做好矿源规划和供矿搭配，加快E31和E31北投产、降低E48入矿、加大E26出矿、规划E22可研，全面提高入选品位。巴西加快推进磷矿山西南部采剥，改善磷矿品位。以“抢抓市场机遇、快速推进投产、增加产能效益、降低资本支出”为目标，拉弓蓄能，以高质量项目建设驱动高质量投产运营，加快资源优势转换产能优势。

- **投资建议**

23-24年是公司的“提升年”，KFM新建和TFM扩产贡献主要利润增长

动能，玻利维亚盐湖也有序推进中，“三步走”战略稳定实施，为未来发展奠定坚实基础。预计 2023-2025 年公司营收分别为 1798/ 1846/ 1883 亿元，同比增速分别为 3.9%/2.7%/2.0%；对应归母净利润分别为 105/117/128 亿元，同比增速分别为 72.5%/11.6%/9.4%，当前股价对应 PE 分别为 11X/10X/9X，给予“买入”评级。

● 风险提示

公司矿产品位下降、产品现货与期货价格波动；矿山资源储量估算结果发生偏离；公司境外投资项目受政策影响风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	172991	179757	184607	188322
收入同比 (%)	-0.5%	3.9%	2.7%	2.0%
归属母公司净利润	6067	10468	11686	12782
净利润同比 (%)	18.8%	72.5%	11.6%	9.4%
毛利率 (%)	9.3%	10.8%	11.8%	12.4%
ROE (%)	11.7%	13.2%	12.8%	12.3%
每股收益 (元)	0.28	0.48	0.54	0.59
P/E	16.25	11.04	9.89	9.04
P/B	1.90	1.45	1.27	1.11
EV/EBITDA	6.65	4.94	4.05	3.45

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	85682	87578	95662	104322	营业收入	172991	179757	184607	188322
现金	32648	36947	44171	51820	营业成本	156926	160395	162848	164898
应收账款	800	859	858	883	营业税金及附加	1235	1311	1335	1363
其他应收款	5017	3795	4115	4335	销售费用	97	101	102	105
预付账款	2130	1948	1979	2042	管理费用	1791	1819	1847	1902
存货	32255	31047	31563	32269	财务费用	1808	0	0	0
其他流动资产	12833	12982	12976	12974	资产减值损失	-65	-34	-39	-39
非流动资产	79337	84516	90436	96559	公允价值变动收益	-1611	0	0	0
长期投资	1934	2296	2688	3119	投资净收益	726	524	547	593
固定资产	28056	28970	29829	30296	营业利润	9889	16367	18716	20334
无形资产	19448	18945	18358	17905	营业外收入	20	0	0	0
其他非流动资产	29900	34306	39560	45239	营业外支出	104	0	0	0
资产总计	165019	172094	186098	200882	利润总额	9804	16367	18716	20334
流动负债	50061	28121	28906	29162	所得税	2613	4631	5496	5807
短期借款	20108	0	0	0	净利润	7192	11735	13220	14527
应付账款	1547	1443	1485	1517	少数股东损益	1125	1268	1534	1744
其他流动负债	28406	26678	27421	27645	归属母公司净利润	6067	10468	11686	12782
非流动负债	52921	52921	52921	52921	EBITDA	17139	21625	24615	26695
长期借款	18975	18975	18975	18975	EPS (元)	0.28	0.48	0.54	0.59
其他非流动负债	33946	33946	33946	33946					
负债合计	102982	81042	81826	82083					
少数股东权益	10339	11607	13140	14885	主要财务比率				
股本	4320	21599	21599	21599	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	27682	27682	27682	27682	成长能力				
留存收益	19697	30164	41851	54633	营业收入	-0.5%	3.9%	2.7%	2.0%
归属母公司股东权益	51699	79446	91132	103914	营业利润	12.5%	65.5%	14.4%	8.6%
负债和股东权益	165019	172094	186098	200882	归属于母公司净利	18.8%	72.5%	11.6%	9.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	9.3%	10.8%	11.8%	12.4%
					净利率 (%)	3.5%	5.8%	6.3%	6.8%
					ROE (%)	11.7%	13.2%	12.8%	12.3%
					ROIC (%)	8.4%	9.5%	9.7%	9.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	62.4%	47.1%	44.0%	40.9%
					净负债比率 (%)	166.0%	89.0%	78.5%	69.1%
					流动比率	1.71	3.11	3.31	3.58
					速动比率	0.99	1.88	2.09	2.34
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.04	0.99	0.94
					应收账款周转率	216.17	209.25	215.22	213.35
					应付账款周转率	101.42	111.18	109.68	108.69
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.28	0.48	0.54	0.59
					每股经营现金流薄)	0.72	0.82	0.89	0.94
					每股净资产	2.39	3.68	4.22	4.81
					估值比率				
					P/E	16.25	11.04	9.89	9.04
					P/B	1.90	1.45	1.27	1.11
					EV/EBITDA	6.65	4.94	4.05	3.45

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。