

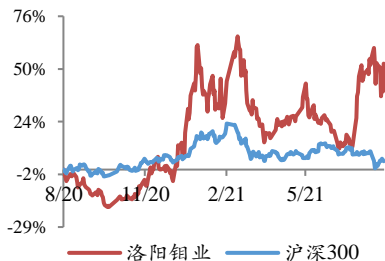
聚焦能源金属, TFM 投资充分挖掘产能潜力

投资评级: 买入

报告日期: 2021-08-08

收盘价(元)	6.94
近12个月最高/最低(元)	7.56/3.70
总股本(百万股)	21,599
流通股本(百万股)	17,617
流通股比例(%)	81.56
总市值(亿元)	1,499
流通市值(亿元)	1,223

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 王洪岩

执业证书号: S0010521010001

邮箱: wanghy@hazq.com

联系人: 许勇其

执业证书号: S0010120070052

邮箱: xuqy@hazq.com

联系人: 翁嘉敏

执业证书号: S0010120070014

邮箱: wengjm@hazq.com

相关报告

1. 项目推进促进未来产能释放, 公司迎来高速发展契机 2021-03-30

2. 收购特大级铜钴矿, 外源性扩张更上一层楼 2020-12-15

3. 降本增效对冲疫情影响, 矿业贸易增厚公司业绩 2020-09-28

主要观点:

● 公司事件

公司于2021年8月7日发布公告, 拟投资25.1亿美元用于TFM铜钴矿混合矿项目建设, 规划建设3条生产线, 分别为350万吨/年的混合矿生产线、330万吨/年的氧化矿生产线和560万吨/年的混合矿生产线, 计划2023年建成投产, 未来达产后预计新增铜年均产量约20万吨, 新增钴年均产量约1.7万吨。

● TFM 投资扩产释放铜钴产能, 共计新增1240万吨矿石处理量

TFM铜钴矿拥有6个采矿权, 是全球范围内储量最大、品位最高的铜、钴矿产之一, 资源开发潜力巨大, 公司间接持有TFM铜钴矿80%权益。截至2020年底, TFM拥有铜、钴资源量分别为2471万吨、247万吨, 铜、钴的品位分别为2.9%、0.29%, 2020年铜、钴产量达18.26万吨、1.54万吨。本次投资项目旨在进一步开发TFM丰富资源, 挖掘内生性增长潜力, 化资源优势为产能优势, 计划总投资25.1亿美元, 资金来源为企业自筹和银行贷款; 规划建设3条生产线, 分别为350万吨/年的混合矿生产线、330万吨/年的氧化矿生产线和560万吨/年的混合矿生产线, 计划2023年建成投产, 达产后预计年处理矿石总量1240万吨, 新增铜、钴年均产量分别约20万吨、1.7万吨。

● 混合矿开发充分实现资源价值, 铜价高企背景下更具性价比

铜钴矿由表生氧化矿过渡到混合矿和原生硫化矿, 本次公司投资落地的项目即为混合矿扩产, 随着TFM铜钴矿资源开发的进展, 进一步开发混合矿、充分挖掘自有矿山并实现资源价值成为必然选择。本次扩产项目预计建设期不超过2年半, 建设速度超过市场预期, 当前铜钴价格景气上行, 与外购资源相比, 利用自有资源进行铜钴产能扩张更具性价比。

● 大力发展铜钴矿聚焦能源金属赛道, 规模化效应降本增效

据公司发布的2021年经营计划, 预计TFM铜产量18.73-22.89万吨, 钴产量1.65-2.01万吨。本次混合矿项目建成后, 预计TFM可达铜年产能40万吨、钴年产能3万吨, 叠加远期Kisanfu项目投产后铜钴产能的进一步扩张, 公司将受益规模化效应带来的降本增效。

本次投资落地之前, 公司在铜钴矿领域已有频繁的进展: 1) TFM 10K扩建项目成功投产, 达产后铜、钴产能预计分别达到8.85万吨、0.73万吨; 2) TFM新建2万吨日处理量的硫化矿预计2023年投产; 3) Kisanfu铜钴矿正处于可研阶段, 预计2021年底完成项目可研并于2022年开始一期项目建设, 公司还将Kisanfu铜钴矿部分权益转让给宁德时代, 与锂电龙头达成战略合作。铜钴矿领域开展业务的力度和效率彰显了公司聚焦能源金属赛道的信心。

● **投资建议**

公司投资 TFM 混合矿扩产项目，充分挖掘资源禀赋，转化为产能优势，并且其“内需性增长+外源性扩张”双轮驱动模式促进业务规模增长。预计 2021-2023 年公司营收分别为 1181.54/1212.33/1228.49 亿元，同比增速分别为 4.6%/2.6%/1.3%；对应归母净利润分别为 49.52/62.44/67.24 亿元，同比增速分别为 112.6%/26.1%/7.7%，当前股价对应 PE 分别为 30X/24X/22X，给予“买入”评级。

● **风险提示**

公司矿山项目建设投产不及预期风险；金属价格波动风险；刚果（金）政府的政治经济环境不确定性风险；利率及汇率波动风险等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	112981	118154	121233	122849
收入同比 (%)	64.5%	4.6%	2.6%	1.3%
归属母公司净利润	2329	4952	6244	6724
净利润同比 (%)	25.4%	112.6%	26.1%	7.7%
毛利率 (%)	7.5%	7.9%	8.8%	9.2%
ROE (%)	6.0%	11.3%	12.5%	11.8%
每股收益 (元)	0.11	0.23	0.29	0.31
P/E	57.97	30.27	24.01	22.29
P/B	3.47	3.42	2.99	2.64
EV/EBITDA	5.45	6.05	4.91	4.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 主要铜钴矿山资源比较

矿山	矿产资源量 (100%权益)	百万吨 (Mt)	全铜品位 (% TCu)	全钴品位 (% TCo)	铜金属量 (t)	钴金属量 (t)
Kisanfu	探明+控制					
	磨矿	106.2	1.78	0.86		
	搅拌浸出	64.1	2.44	0.99		
	小计	170.03	2.03	0.91		
	推断					
	磨矿	180.7	1.48	0.80	628	310
	搅拌浸出	14.1	1.13	0.80		
	小计	194.8	1.45	0.80		
	探明+控制+推断					
磨矿	286.9	1.59	0.82			
搅拌浸出	78.1	2.2	0.96			
小计	365.0	1.72	0.85			
Katanga	探明+控制	265	3.68	0.54	1595	216
	推断	163	3.8	0.45		
	探明+控制+推断	428.0				
Mutanda	探明+控制	464	1.31	0.53	620	255
	推断	17	0.72	0.53		
	探明+控制+推断	481.0				
TFM	探明+控制+推断	857.7	2.9	0.29	2487	249

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 公司主要矿产品产量情况及产量指标规划

	产量	2020	2019	同比	2020规划量		2020完成度		2021产量指引	
					下限	上限	下限	上限	下限	上限
TFM	铜金属量 (吨)	182,597	177,956	2.61%	163,000	200,000	112.02%	91.30%	187,300	228,900
	钴金属量 (吨)	15,436	16,098	-4.11%	14,000	17,000	110.26%	90.80%	16,500	20,100
钼钨板块	钼金属量 (吨)	13,780	14,918	-7.63%	12,000	15,000	114.83%	91.87%	13,800	16,900
	钨金属量 (吨)	8,680	10,722	-19.04%	7,000	9,000	124.00%	96.44%	6,900	8,400
	铁精矿 (65%, 万吨)	19.55	2							
铌磷板块	磷肥 (吨)	1,090,000	1,097,623	-0.69%	1,234,000	1,234,000	88.33%	88.33%	999,000	121,000
	铌金属量 (吨)	9,300	7,489	24.18%	12,000	12,000	77.50%	77.50%	8,700	10,600
NPM	铜金属量 (吨)	26,997	28,591	-5.58%	29,000	29,000	93.09%	93.09%	24,100	29,400
(80%权益)	黄金产量 (盎司)	20,897	19,781	5.64%	25,000	25,000	83.59%	83.59%	21,300	26,000

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

风险提示:

公司矿山项目建设投产不及预期风险; 金属价格波动风险; 刚果(金)政府的政治经济环境不确定性风险; 利率及汇率波动风险等。

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	57240	83237	89058	100006	营业收入	112981	118154	121233	122849
现金	16948	32319	39919	50972	营业成本	104536	108823	110564	111595
应收账款	702	1886	1663	1624	营业税金及附加	892	1182	1212	1228
其他应收款	1677	2307	2113	2174	销售费用	73	118	121	123
预付账款	1406	1490	1552	1543	管理费用	1330	1182	1212	1228
存货	21170	29898	28474	28356	财务费用	1323	652	718	730
其他流动资产	15337	15337	15337	15337	资产减值损失	-247	-2	-1	0
非流动资产	65202	66194	67337	68494	公允价值变动收益	1916	-200	-800	-1000
长期投资	1348	1348	1348	1348	投资净收益	409	479	449	468
固定资产	23328	22943	22517	21990	营业利润	2947	6804	8551	9273
无形资产	21512	21782	22191	22663	营业外收入	15	0	0	0
其他非流动资产	19014	20121	21281	22493	营业外支出	86	0	0	0
资产总计	122441	149432	156396	168500	利润总额	2876	6804	8551	9273
流动负债	42358	64246	64796	69945	所得税	398	1701	2138	2318
短期借款	20464	37783	39794	44784	净利润	2479	5103	6413	6955
应付账款	877	2786	2271	2254	少数股东损益	150	151	169	231
其他流动负债	21017	23677	22732	22907	归属母公司净利润	2329	4952	6244	6724
非流动负债	32748	32748	32748	32748	EBITDA	10108	9913	11082	11577
长期借款	15360	15360	15360	15360	EPS (元)	0.11	0.23	0.29	0.31
其他非流动负债	17388	17388	17388	17388					
负债合计	75106	96994	97544	102694					
少数股东权益	8443	8594	8764	8994	主要财务比率				
股本	4320	4320	4320	4320	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	27583	27583	27583	27583	成长能力				
留存收益	6989	11941	18185	24909	营业收入	64.5%	4.6%	2.6%	1.3%
归属母公司股东权	38892	43843	50088	56812	营业利润	32.7%	130.8%	25.7%	8.4%
负债和股东权益	122441	149432	156396	168500	归属于母公司净利	25.4%	112.6%	26.1%	7.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	7.5%	7.9%	8.8%	9.2%
					净利率 (%)	2.1%	4.2%	5.2%	5.5%
					ROE (%)	6.0%	11.3%	12.5%	11.8%
					ROIC (%)	5.6%	4.4%	4.9%	4.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.3%	64.9%	62.4%	60.9%
					净负债比率 (%)	158.7%	185.0%	165.7%	156.1%
					流动比率	1.35	1.30	1.37	1.43
					速动比率	0.82	0.81	0.91	1.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.79	0.78	0.73
					应收账款周转率	160.90	62.63	72.88	75.65
					应付账款周转率	119.21	39.06	48.69	49.50
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.11	0.23	0.29	0.31
					每股经营现金流薄)	0.40	0.11	0.44	0.46
					每股净资产	1.80	2.03	2.32	2.63
					估值比率				
					P/E	57.97	30.27	24.01	22.29
					P/B	3.47	3.42	2.99	2.64
					EV/EBITDA	5.45	6.05	4.91	4.18

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；
- 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。