

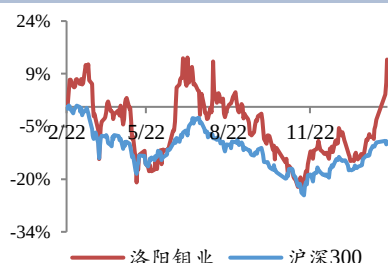
产量指引发布，TFM 和 KFM 两大铜钴矿产量释放超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-02

收盘价（元）	6.01
近 12 个月最高/最低（元）	6.04/4.15
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）	1,298
流通市值（亿元）	1,062

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.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 1 月 31 日发布公告，给出 2022 年产量及 2023 年生产指引。
- **2022 年生产计划顺利完成，TFM、国内钨钼等业务板块产量均表现优秀**
分项目看（完成率对比 2022 年生产指引中值）：
 - 1) TFM 铜钴业务：铜产量 25.43 万吨，钴产量 2.03 万吨，完成率分别为 102.95%和 106.77%；
 - 2) 中国钨钼业务：钨产量 1.51 万吨，钼产量 0.75 万吨，完成率分别为 108.34%和 112.92%；
 - 3) 巴西铌磷业务：铌产量 0.92 万吨，磷产量 114.00 万吨，完成率分别为 104.09%和 100.88%；
 - 4) 澳洲铜金业务：铜产量 2.27 万吨，金产量 1.62 万盎司，完成率分别为 93.25%和 86.98%；
 - 5) 贸易业务：贸易量 625.43 万吨，完成率为 74.46%。
- **两大铜钴矿项目顺利推进，有望于 2023 年全部投产。**
 - 1) TFM：投资金额 25.1 亿美元，建设规模为年处理量 1240 万吨，年产能铜 20 万吨+钴 1.7 万吨，项目于 2021 年 8 月开工，混合矿项目东区磨机基础设施完工，中区磨机主体设备安装，两区域土建进度超 75%，预计 2023 年投产；
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%；
 - 2) KFM：投资金额一期 18.26 亿美元，年处理量 450 万吨，年产能铜 9 万吨+钴 3 万吨，项目预计于 23 年 H1 投产，目前与邦普时代子公司完成股权交割后公司持股 71.25%；
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。

● 钼价冲高，3-5 年内供给受限，公司钼业务有望持续受益

钼矿价格冲上高点，单日上涨 900 元/基吨，短期预计全面上涨。春节后钢招量价齐涨及国际价格大涨双向推动，市场信心提振，后因矿山出货暴涨再次领涨钼市，1 月 31 日，50 度以上钼精矿现款报价 5450-5470 元/吨度。目前国际钼价迅速上涨，海内外价差逐渐扩大；另外钼精矿冲上新高点，势必带动下游产品迅速抬升，预计短期内钼市持续偏强，钼价全面上涨。

短期 3-5 年内新增供给有限。矿端国内新增供给有限，海外受到品位下降、扩产规划推进缓慢、部分矿山罢工停产等因素影响也难有增量。钼矿作为小金属，周期性强，投资额大且投资时间长，周期性决定了短期 3-5 年内供应不会增加。公司公告中，22 年钼金属产量 1.51 万吨，同比

-8%；23 年规划 1.2-1.5 万吨。凭借较大的体量有望持续受益。

● 投资建议

公司降本增效成果显著，非洲刚果（金）两大矿山 KFM 和 TFM 充分挖掘资源禀赋，“5223”管理架构基本落地，ESG 评级上升 A 级，“三步走”战略稳定实施，为未来发展奠定坚实基础。预计 2022-2024 年公司营收分别为 1807.20/ 1881.22/ 1971.56 亿元，同比增速分别为 3.9%/4.1%/4.8%；对应归母净利润分别为 78.71/88.17/107.19 亿元，同比增速分别为 54.2%/12%/21.6%，当前股价对应 PE 分别为 16X/15X/12X，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	173863	180720	188122	197156
收入同比 (%)	53.9%	3.9%	4.1%	4.8%
归属母公司净利润	5106	7871	8817	10719
净利润同比 (%)	119.3%	54.2%	12.0%	21.6%
毛利率 (%)	9.4%	8.3%	8.8%	10.1%
ROE (%)	12.8%	12.1%	11.9%	12.7%
每股收益 (元)	0.24	0.36	0.41	0.50
P/E	23.25	16.49	14.72	12.11
P/B	3.02	2.00	1.76	1.54
EV/EBITDA	8.17	9.12	7.44	5.65

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		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	70956	69817	80213	93264	
现金	24318	14466	25940	37549	
应收账款	746	1425	1205	1291	
其他应收款	2158	2507	2548	2655	
预付账款	1473	1966	1937	1978	
存货	26960	34091	33216	34382	
其他流动资产	15300	15363	15367	15409	
非流动资产	66494	65744	64898	63773	
长期投资	1249	1057	980	861	
固定资产	24959	25121	25261	25415	
无形资产	19399	18617	17699	16627	
其他非流动资产	20886	20949	20958	20870	
资产总计	137450	135561	145112	157037	
流动负债	50660	23282	23548	24204	
短期借款	26912	0	0	0	
应付账款	1260	1945	1704	1810	
其他流动负债	22488	21337	21845	22394	
非流动负债	38525	38525	38525	38525	
长期借款	13611	13611	13611	13611	
其他非流动负债	24915	24915	24915	24915	
负债合计	89186	61807	62074	62730	
少数股东权益	8419	8757	9225	9775	
股本	4320	21599	21599	21599	
资本公积	27646	27646	27646	27646	
留存收益	7880	15751	24568	35287	
归属母公司股东权益	39845	64996	73813	84532	
负债和股东权益	137450	135561	145112	157037	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	6191	2560	14281	14310	
净利润	5106	7871	8817	10719	
折旧摊销	4295	3847	3961	4119	
财务费用	1803	0	0	0	
投资损失	-110	-361	-341	-331	
营运资金变动	-8671	-9180	1344	-785	
其他经营现金流	17545	17434	7973	12092	
投资活动现金流	-4892	-2780	-2807	-2700	
资本支出	-4260	-3334	-3225	-3150	
长期投资	174	193	77	119	
其他投资现金流	-805	361	341	331	
筹资活动现金流	7889	-9633	0	0	
短期借款	6447	-26912	0	0	
长期借款	-1750	0	0	0	
普通股增加	-17279	17279	0	0	
资本公积增加	63	0	0	0	
其他筹资现金流	20407	0	0	0	
现金净增加额	8944	-9852	11474	11610	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	173863	180720	188122	197156	
营业成本	157540	165703	171515	177288	
营业税金及附加	1256	1485	1474	1550	
销售费用	90	126	118	125	
管理费用	1556	2059	2002	2092	
财务费用	1095	0	0	0	
资产减值损失	-61	-13	-14	-16	
公允价值变动收益	-3368	0	0	0	
投资净收益	110	361	341	331	
营业利润	8789	11370	13054	16108	
营业外收入	19	0	0	0	
营业外支出	53	0	0	0	
利润总额	8755	11370	13054	16108	
所得税	3328	3161	3769	4838	
净利润	5428	8209	9285	11269	
少数股东损益	322	338	468	550	
归属母公司净利润	5106	7871	8817	10719	
EBITDA	17501	14843	16644	19869	
EPS (元)	0.24	0.36	0.41	0.50	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	53.9%	3.9%	4.1%	4.8%	
营业利润	198.2%	29.4%	14.8%	23.4%	
归属于母公司净利	119.3%	54.2%	12.0%	21.6%	
获利能力					
毛利率 (%)	9.4%	8.3%	8.8%	10.1%	
净利率 (%)	2.9%	4.4%	4.7%	5.4%	
ROE (%)	12.8%	12.1%	11.9%	12.7%	
ROIC (%)	8.6%	8.5%	8.8%	9.6%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.9%	45.6%	42.8%	39.9%	
净负债比率 (%)	184.8%	83.8%	74.8%	66.5%	
流动比率	1.40	3.00	3.41	3.85	
速动比率	0.83	1.43	1.89	2.33	
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.33	1.30	1.26	
应收账款周转率	233.09	126.86	156.07	152.76	
应付账款周转率	125.01	85.21	100.68	97.93	
每股指标 (元)					
每股收益	0.24	0.36	0.41	0.50	
每股经营现金流薄)	0.29	0.12	0.66	0.66	
每股净资产	1.84	3.01	3.42	3.91	
估值比率					
P/E	23.25	16.49	14.72	12.11	
P/B	3.02	2.00	1.76	1.54	
EV/EBITDA	8.17	9.12	7.44	5.65	

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。