



项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9531	11203	13183	13953
增长率(%)	19.53	17.54	17.67	5.84
EBITDA (百万元)	2561.23	4459.38	5054.23	5452.95
归属母公司净利润 (百万元)	1334.74	2930.71	3249.06	3513.04
增长率(%)	169.76	119.57	10.86	8.12
EPS(元/股)	0.41	0.91	1.01	1.09
市盈率 (P/E)	27.75	12.64	11.40	10.54
市净率 (P/B)	2.82	2.44	2.01	1.69
EV/EBITDA	13.41	6.81	5.15	3.93

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

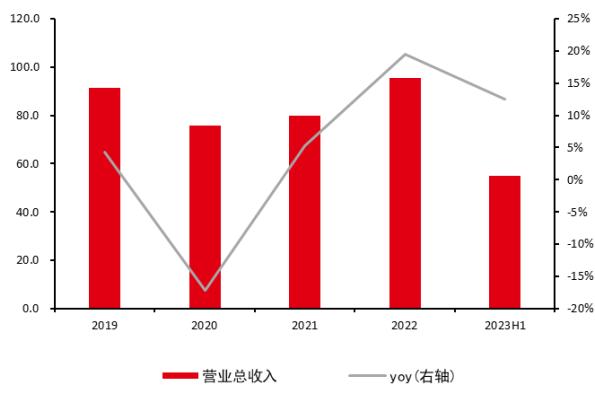
1 铜价震荡上行，业绩显著高增

公司发布 2023 年半年报，报告期内公司实现营业收入 55.10 亿元，较上年增长 12.52%；实现归母净利润 14.93 亿元，较上年增长 124.49%，实现扣非归母净利润 14.88 亿元，较上年增长 126.05%。

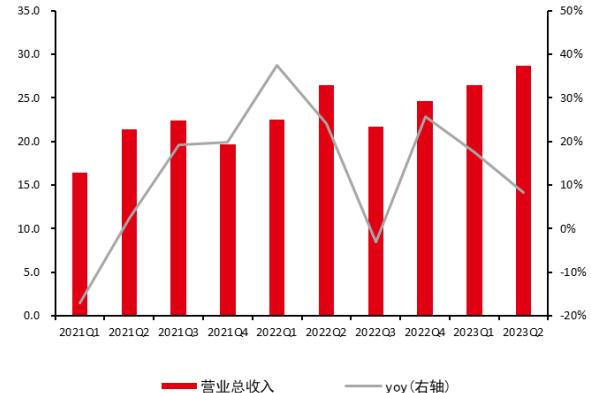
上半年业绩高增主要受益铜价上涨。上半年铜产品价格震荡上行，氧化铜累计均价 27.08 美元/磅铜，同比上涨 45%；钼铁累计均价 27.41 万元/吨，同比上涨 58%，公司抢抓市场机遇，强化当期生产经营，及时调整产品结构，严抓降本增效，业绩再创历史同期最好水平。

Q2 业绩环比下滑。分季度看，公司 Q2 实现营收 28.66 亿元，同比/环比增长 8.23%/8.40%，实现归母净利润 6.60 亿元，同比/环比变化 69.23%/-20.77%。

图表1：公司年度营收和同比情况（亿元）



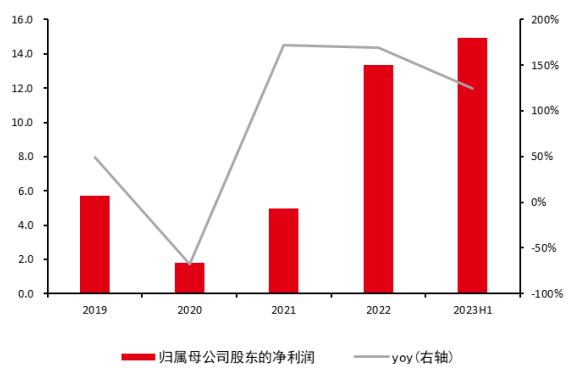
图表2：公司季度营收和同比情况（亿元）



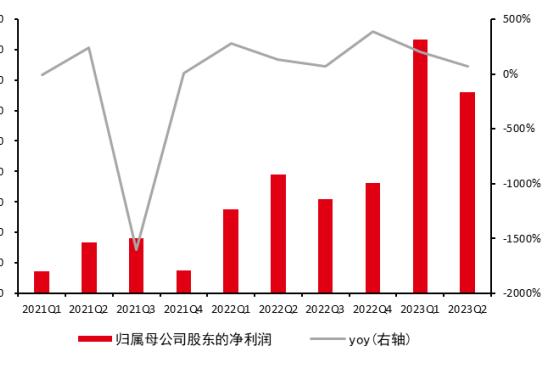
资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润和同比情况（亿元）



图表4：公司季度归母净利润和同比情况（亿元）

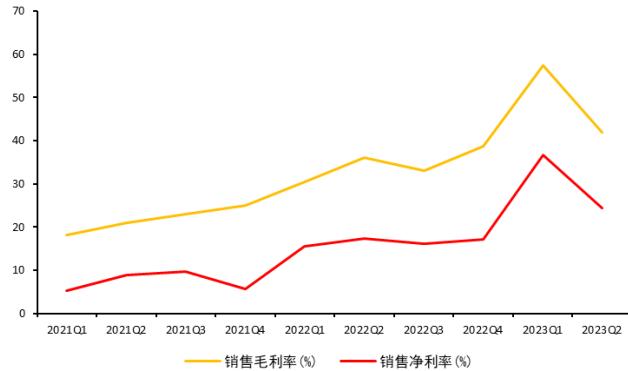


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

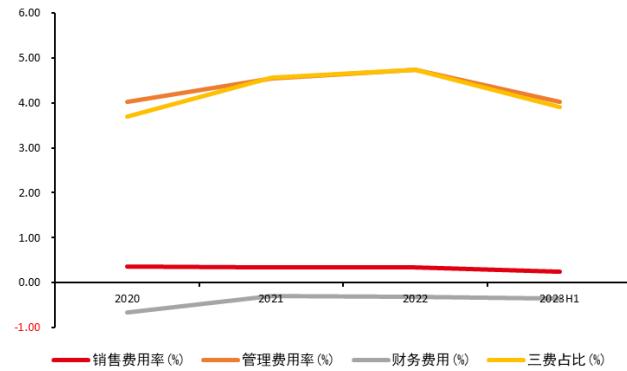
盈利能力与铜价波动保持一致，管理费用占比下降。从历史盈利能力变化看，公司毛利、净利率整体跟随铜价变动，其中 23 年 H1 销售毛利率/净利率达 49.49%/30.29%，Q2 销售毛利率环比 Q1 下降 15.50 个百分点，主要系价格下跌影响，其中钼铁/氧化铜价格下跌 27.72%/27.14%。三费方面，2020-2023H1 公司财务费用占比始终为负，主要支出为管理费用，其中上半年受益于营收规模增长、降本增效等原因，三费占比呈下降趋势。

图表5：公司年度盈利能力情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司年度三费情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

钼行业龙头，资源禀赋优秀。公司是全球钼行业内具有较强影响力的钼专业供应商，布局全产业链条，深加工装备技术居国内同行前列。根据公司2022年公告，公司旗下自有矿山包括金堆城钼矿和东沟钼矿，金堆城钼矿资源量为4.65亿吨，品位为0.083%，东沟钼矿资源量为4.71亿吨，品位为0.120%。

图表7：公司自有矿山储量/产量

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限
金堆城钼矿	钼	46463.38万吨	32188.83万吨	0.083%	1355.47万吨	35 (1320万吨/年计)
东沟钼矿	钼	47138.23万吨	27543.78万吨	0.120%	856.14万吨	57 (825万吨/年计)

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

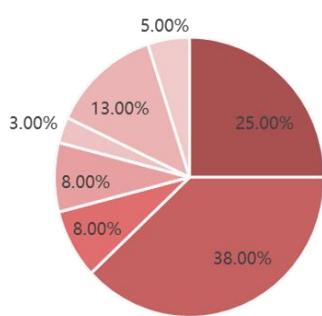
2 7月钢招超预期，钼价波澜再起

钢铁领域占钼下游需求的79%。从下游需求结构看，约有25%的钼用于制造不锈钢，结构钢、工具钢和铸铁占比38%/8%/8%，其余21%用于升级产品，包括镍合金/化学品/钼金属等，占比3%/13%/5%。

7月钢招超预期，看好下半年消费复苏。从7月钢招情况看，钼铁招标量达1.33万吨，超出市场预期，考虑到下半年正值金九银十消费旺季，叠加政策催化陆续落地，钼铁价格上涨具有强支撑。

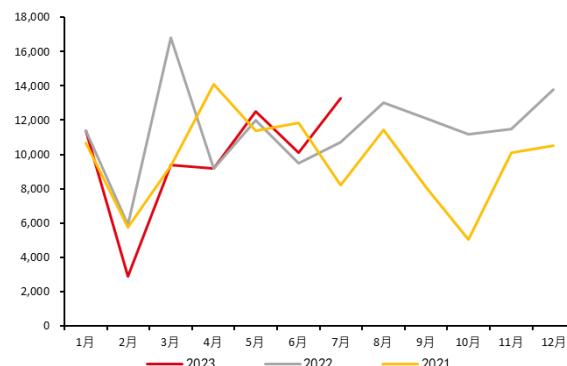
图表8: 铜下游需求

■ 不锈钢 ■ 结构钢 ■ 工具钢 ■ 铸铁 ■ 镍合金 ■ 化学品 ■ 铜金属



资料来源: IMO, 中邮证券研究所

图表9: 钢厂铜铁招标量 (吨)



资料来源: 亿览网, 中邮证券研究所

中长期看钢铁行业有望走出周期底, 制造业升级带动特钢消费持续提升, 地缘冲突下军用铜消费旺盛, 风电领域潜力巨大, 我们预计 2023-2025 年全球铜行业将维持供不应求局面, 供给/需求年复合增速达 3.98%/4.37%, 供需缺口为 2.74/2.57/3.10 万吨。

图表10: 铜行业供需平衡表

单位: 万吨	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球产量	26.37	26.21	26.96	28.39	29.47
yoY		-0.62%	2.88%	5.29%	3.79%
中国产量	10.08	11.28	12.00	13.10	14.00
yoY		11.83%	6.42%	9.17%	6.87%
南美	8.22	7.56	7.86	8.06	8.26
yoY		-8.05%	-2.00%	2.54%	2.48%
北美	5.83	5.08	5.20	5.80	6.00
yoY		-12.83%	2.27%	11.54%	3.45%
其他	2.23	2.29	2.40	2.50	2.60
yoY		2.44%	4.98%	4.17%	4.00%
全球需求	27.86	28.64	29.70	30.96	32.57
yoY		2.80%	3.70%	4.24%	5.18%
中国需求	11.14	12.20	12.62	13.51	14.72
yoY		9.49%	3.50%	7.00%	9.00%
欧洲	5.89	5.63	6.08	6.33	6.58
yoY		-4.39%	8.00%	4.00%	4.00%
美国	2.72	2.78	2.85	2.90	2.96
yoY		2.34%	2.34%	2.00%	2.00%
日本	2.39	2.31	2.33	2.36	2.38
yoY		-3.23%	1.00%	1.00%	1.00%
独联体	1.17	0.93	1.02	1.07	1.13
yoY		-20.23%	10.00%	5.00%	5.00%
其他	4.56	4.79	4.79	4.79	4.79
供需缺口	-1.49	-2.43	-2.74	-2.57	-3.10

资料来源: IMO, 中邮证券研究所

3 风险提示

铜价波动风险；下游需求不及预期风险；项目进度不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	9531	11203	13183	13953	营业收入	19.5%	17.5%	17.7%	5.8%
营业成本	6217	6147	7052	7312	营业利润	161.3%	111.3%	14.8%	8.6%
税金及附加	554	523	766	811	归属于母公司净利润	169.8%	119.6%	10.9%	8.1%
销售费用	31	36	43	45	获利能力				
管理费用	451	392	606	656	毛利率	34.8%	45.1%	46.5%	47.6%
研发费用	201	168	198	209	净利率	14.0%	26.2%	24.6%	25.2%
财务费用	-31	0	0	0	ROE	10.1%	19.3%	17.6%	16.0%
资产减值损失	-116	-8	-8	-8	ROIC	11.9%	20.9%	19.2%	17.2%
营业利润	1875	3963	4550	4941	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	13.5%	11.7%	10.6%	9.2%
营业外支出	6	0	0	0	流动比率	4.07	5.79	7.57	9.79
利润总额	1869	3963	4550	4941	营运能力				
所得税	283	555	688	765	应收账款周转率	47.18	73.51	73.54	69.95
净利润	1586	3408	3862	4176	存货周转率	14.40	22.34	24.63	23.95
归母净利润	1335	2931	3249	3513	总资产周转率	0.63	0.66	0.65	0.57
每股收益(元)	0.41	0.91	1.01	1.09	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	3037	6806	11151	15743	每股收益	0.41	0.91	1.01	1.09
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	4.08	4.70	5.71	6.80
应收票据及应收账款	140	165	194	205	估值比率				
预付款项	42	42	48	49	PE	27.75	12.64	11.40	10.54
存货	504	499	572	593	PB	2.82	2.44	2.01	1.69
流动资产合计	6042	8880	13347	17978	现金流量表				
固定资产	4510	4156	3794	3424	净利润	1586	3408	3862	4176
在建工程	631	618	606	594	折旧和摊销	630	497	504	512
无形资产	2093	2093	2093	2093	营运资本变动	49	979	109	34
非流动资产合计	9763	9432	9058	8676	其他	215	-13	5	17
资产总计	15806	18312	22404	26654	经营活动现金流净额	2481	4871	4480	4739
短期借款	0	0	0	0	资本开支	-125	-133	-132	-145
应付票据及应付账款	810	801	919	953	其他	-591	-21	-3	-3
其他流动负债	674	732	844	884	投资活动现金流净额	-716	-154	-135	-148
流动负债合计	1484	1533	1763	1837	股权融资	2	0	0	0
其他	656	613	613	613	债务融资	0	1	0	0
非流动负债合计	656	613	613	613	其他	-516	-950	0	0
负债合计	2140	2146	2376	2450	筹资活动现金流净额	-514	-949	0	0
股本	3227	3227	3227	3227	现金及现金等价物净增加额	1258	3769	4345	4592
资本公积	6754	6754	6754	6754					
未分配利润	1952	3477	6239	9225					
少数股东权益	511	988	1601	2263					
其他	1223	1721	2208	2735					
所有者权益合计	13666	16166	20028	24204					
负债和所有者权益总计	15806	18312	22404	26654					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话: 010-67017788
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

电话: 18717767929
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

电话: 15800181922
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048