

H1 出口受阻拖累业绩，而今柳暗花明

2023 年 08 月 28 日

► **事件：2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报。**2023 年 H1，公司实现营收 867.26 亿元，同比减少 5.5%；归母净利润 7.03 亿元，同比减少 83%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比减少 93.7%。2023Q2，公司实现营收 424.43 亿元，同比减少 10.2%、环比减少 4.2%；归母净利润 3.86 亿元，同比减少 83.6%、环比增长 21.7%；扣非归母净利润 1.54 亿元，同比减少 91.4%、环比增长 134.8%。业绩符合业绩预告。

► **公司 2023 年上半年业绩同比大幅下降的主要原因系 TFM 铜钴产品出口受限导致销售受到影响，以及公司磷产品市场价格较上年同期下跌所致。**①**毛利：**2023H1 毛利同比下降 77.5 亿元，其中主要是由于铜钴产品毛利同比下降 44.8 亿元，占全公司下降总金额的 57.8%。②**产量：**2023 上半年公司实现铜/钴产量 16.9/1.94 万吨，同比分别增长 23.59%/85.55%；钼/钨金属产量 8389/3813 吨，同比分别变化+7.91%/-9.93%，其中铜/钴产量完成年度指引中值的 40.6%和 39.2%，未完成产量指引中值的原因是 TFM 混合矿上半年未投产，随着项目逐步投产、满产，下半年会有增量，或可完成年度产量目标。此外钼钴产量完成年度指引中值的 62.1%和 54.5%，超额完成任务。③**销量：**2023H1 铜钴板块实际销售为铜 9.3 万吨，钴 1663 吨。④**价格：**2023H1 铜钴价格分别同比减少 10.8%/58.2%至 8703 美元/吨和 15.36 美元/磅，增利点在于 2023H1 钼价同比增长 56.3%至 40.9 万元/吨，减利点在于 2023H1 磷价（磷酸一铵）同比减少 45.7%至 579 美元/吨。⑤**贸易板块：**IXM 委任新 CEO，2023H1 贸易板块归母净利润超人民币 3 亿元。

► **核心看点：**①**聚焦铜钴，产量倍增在即。**随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，我们预计 2023-2025 年公司铜产量将达到 41.5/53.5/57.5 万吨，钴产量将达到 4.95/6.36/6.7 万吨。2022-2025 年铜产量 CAGR 为 27.6%，钴产量 CAGR 为 48.9%。②**华越镍钴项目满产贡献新的利润增量。**项目年产 6 万吨镍金属的混合氢氧化镍钴，已于 2022 年 4 月达产，2023 年将全年满产。③**携手宁德时代，合作开发世界最大盐湖。**投资 14 亿美元建设两座采用直接锂萃取工艺的锂冶炼厂，产能合计 5 万吨电池级碳酸锂/年。④**员工持股彰显管理层信心。**2020-2022 年连续三年回购股票进行员工持股，管理层利益与投资者绑定。

► **投资建议：**考虑到销售受阻及铜钴磷等主要产品价格下跌，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 74.35、113.83、116.26 亿元，EPS 分别为 0.34、0.53 和 0.54 元，对应最新股价（8 月 25 日）的 PE 分别为 17X/11X/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴等主要金属价格下跌，地缘政治风险，销售进度低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	172991	192125	204396	205106
增长率 (%)	-0.5	11.1	6.4	0.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	6067	7435	11383	11626
增长率 (%)	18.8	22.5	53.1	2.1
每股收益 (元)	0.28	0.34	0.53	0.54
PE	21	17	11	11
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.80 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 1.洛阳钼业 (603993.SH) 公司深度报告：成长中的能源金属平台企业-2023/07/30
- 2.洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年半年报预告点评：销售受阻影响利润释放，期待下半年逐季恢复-2023/07/16
- 3.洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年一季报业绩点评：黎明前的黑暗，期待二季度出口恢复+KFM 投产-2023/05/04
- 4.洛阳钼业 (603993.SH) 2022 年年报点评：销售不畅影响 Q4 利润，期待刚果金“双子星”投产-2023/03/19
- 5.洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：产量计划超预期，2023 年迎量价齐升-2023/02/01

目录

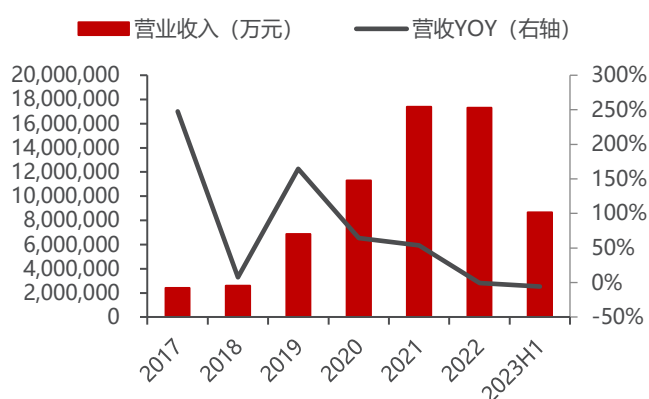
1 事件：公司发布 2023 年半年报	3
2 点评：权益金影响销售阻碍铜钴板块利润释放	4
2.1 2023H1 业绩下滑主要来自于铜钴板块	4
2.2 2023Q2，矿山端销售恢复，但由于在途库存影响并未转化为盈利	8
3 盈利预测与投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2023 年半年报

2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年 H1，公司实现营收 867.26 亿元，同比减少 5.5%；归母净利润 7.03 亿元，同比减少 83%；扣非归母净利润 2.2 亿元，同比减少 93.7%。

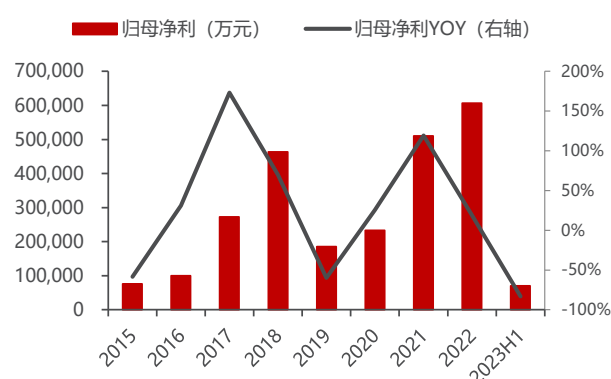
单季度看，2023Q2，公司实现营收 424.43 亿元，同比减少 10.2%、环比减少 4.2%；归母净利润 3.86 亿元，同比减少 83.6%、环比增长 21.7%；扣非归母净利润 1.54 亿元，同比减少 91.4%、环比增长 134.8%。业绩符合业绩预告。

图1：2023H1，公司实现营收 867.26 亿元



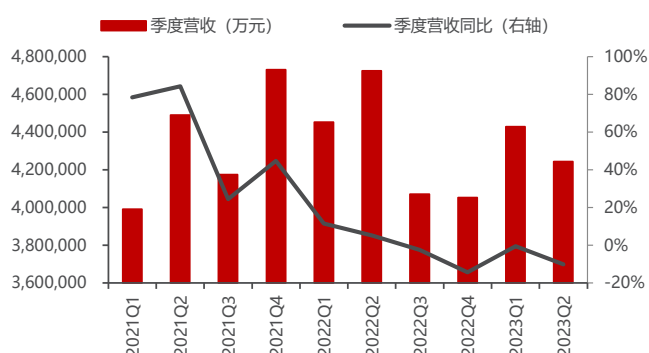
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2023H1，公司实现归母净利润 7.03 亿元



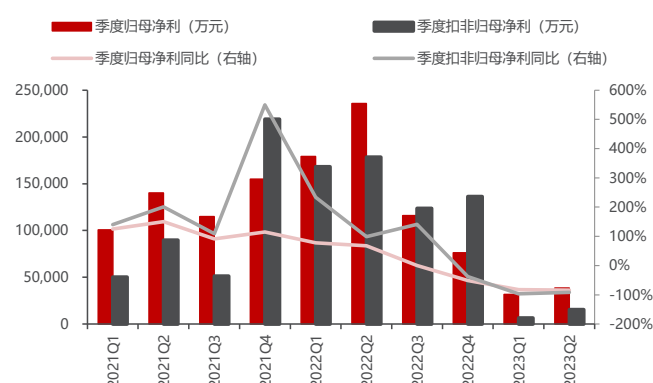
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2023Q2，公司实现营收 424.43 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2023Q2，公司实现归母净利润 3.86 亿元



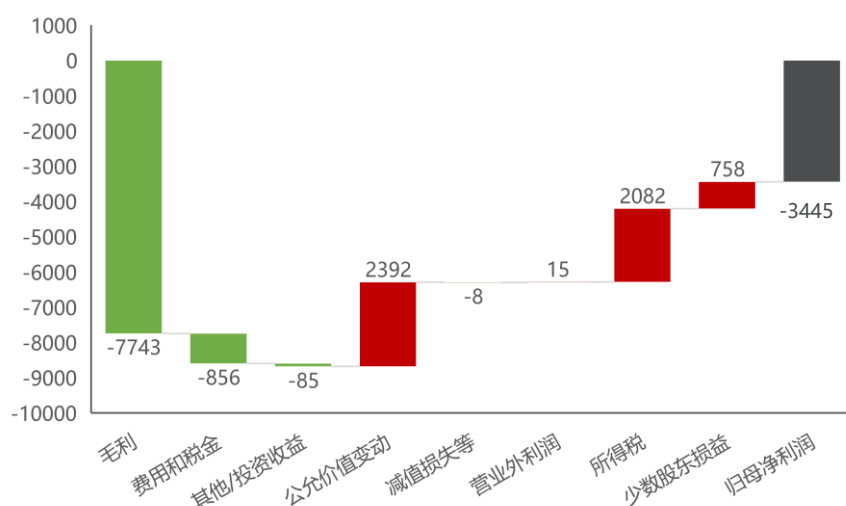
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：权益金影响销售阻碍铜钴板块利润释放

2.1 2023H1 业绩下滑主要来自于铜钴板块

2023 年上半年，公司实现归母净利润 7.03 亿元，同比减少 83%。业绩同比大幅减少主要是由于毛利同比大幅减少 77.4 亿元。毛利的减少主要是由于铜钴板块由于权益金事宜影响销售持续受阻，直到 5 月初才逐步恢复，但由于运输距离较远，在途时间较长，导致虽然矿山端已经将部分产品销售给 IXM，但贸易公司 IXM 尚未形成最终销售，无法确认为集团收入，因此毛利同比大幅减少 44.78 亿元。此外，铌磷板块受到磷价下跌影响，毛利同比亦下降 11.46 亿元，拖累公司盈利。

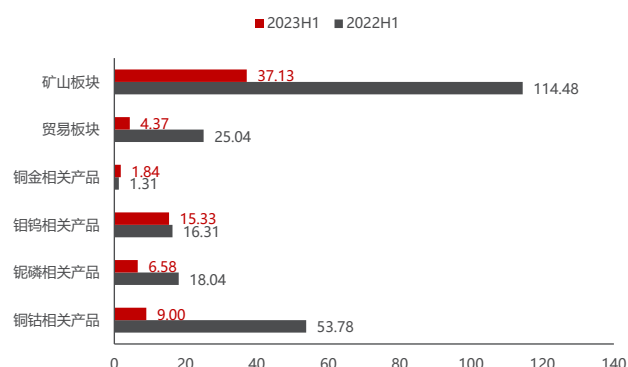
图5：2023H1 归母净利润变化拆分（单位：百万元）



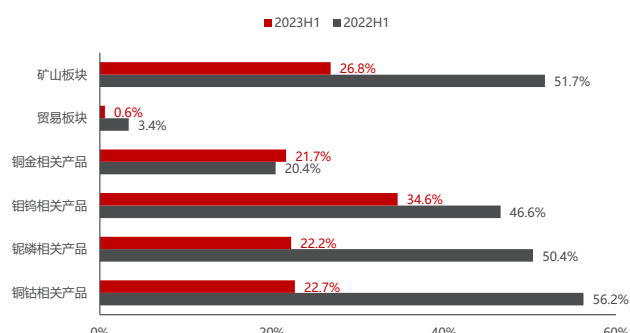
资料来源：公司公告，民生证券研究院

值得注意的是，尽管钼价大幅上涨，但由于成本同比大幅提升，钼钨板块毛利率下滑，叠加钼高价抑制需求，钼销量同比下滑，毛利同比略有下降。钼钨产品毛利率同比下降 12pct。尽管公司钼产量同比增长 8%，但由于钼价过高抑制需求，实际销量同比减少 3%，钼钨板块毛利最终同比下滑 0.98 亿元。

盈利的下滑很重要的因素在于成本同比大幅提升，其原因或主要有以下三点：①品位降低导致的单位采矿成本提升，根据我们测算，2023H1 三道庄钼钨矿的单位采矿成本相较于去年提升了 9.5%。②采矿证续证所需的权益金缴纳，公司三道庄钼钨矿面临采矿证延期，故需要缴纳对应权益金。③钨产量减少导致的副产品收益减少，体现为成本提升。由于品位下滑影响，钨产量同比下滑 9%，销量同比下滑 4%，伴生金属产量持续下降导致钼成本提升。

图6：2023H1 铜钴板块毛利下降拖累整体盈利（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023H1 铜钴板块毛利率下降拖累矿山板块毛利率同比下降 24.9pct


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：钼钨板块单位售价/成本/毛利测算

	2022H1	2023H1	同比变化
钼销量（吨）	8096	7835	-3.2%
钨销量（吨）	3701	3558	-3.9%
钼当量（吨）	10593	9422	-11.1%
钼市场价（元/吨）	26.16	40.90	56.3%
钨市场价（元/吨）	17.65	18.25	3.4%
钨/钼	0.675	0.446	-33.9%
钼钨板块营业收入（亿元）	35.03	44.31	26.5%
钼钨板块营业成本（亿元）	18.72	28.97	54.8%
钼钨板块毛利（亿元）	16.31	15.33	-6.0%
单位钼当量售价（万元/吨）	33.07	47.02	42.2%
单位钼当量成本（万元/吨）	17.67	30.75	74.0%
单位钼当量毛利（万元/吨）	15.40	16.27	5.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表2：三道庄钼钨矿单位采矿成本同比增长 9.5%

	2022H1	2023H1	同比
采矿量（万吨）	970.48	990.19	2.0%
采矿支出（万元）	31122	34806	11.8%
勘探支出（万元）	313	239	-23.5%
发展支出（万元）	692	858	23.9%
合计支出（万元）	32127	35903	11.8%
单位采矿量支出（元/吨）	33.10	36.26	9.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

价：2023H1 铜钴均价均下跌，小金属各有涨跌，由于基本金属 2023 年 H1 均价同比承压，公司矿山业务毛利率下降 11.96pct 至 34.61%。

- ✓ **铜钴板块：铜钴均下跌，板块毛利率同比下降 33.53pct 至 22.68%。**2023 上半年，阴极铜金属钴年均价为 9760.74 美元/吨，同比变化-10.84%，主要受海外通胀及风险事件等影响；金属钴上半年均价 36.73 美元/磅，受上半年下游新能源产业链表现不佳影响，同比变化-58.18%。相应子公司归母净利润为 4.80 亿元，同比下降 54.01%，除价格因素外，也受到刚果权益金事件影响，导致销售受阻。
- ✓ **其他板块：小金属价格各有涨跌。**国内钼钨板块中，钼精矿、钼铁、黑钨精矿、APT 年均价同比分别增长 56.33%、57.19%、3.36%、1.65%，钼钨供给收缩，需求受益于国内经济复苏，价格或将维持高位；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铌年均价分别+2.47%/-45.74%，二季度是用肥淡季，叠加农产品价格下跌，磷价格出现较大幅度下跌，下半年价格在消费旺季带动下有望回暖。

表3：公司相关产品市场价格情况

区域	产品	2022H1	2023H1	同比 (%)
国内	钼精矿 (人民币元/吨度)	2616.00	4089.67	56.33%
	钼铁 (人民币万元/吨)	17.38	27.32	57.19%
	黑钨精矿 (人民币元/吨度)	1765.26	1824.62	3.36%
	APT (人民币万元/吨)	17.58	17.87	1.65%
国际	铜 阴极铜 (美元/吨)	9760.74	8702.87	-10.84%
	钴 金属钴 (美元/磅)	36.73	15.36	-58.18%
	铌 铌铁 (美元/公斤铌)	46.14	47.28	2.47%
	磷 磷酸一铌 (美元/吨)	1066.44	578.60	-45.74%
	镍 金属镍 (美元/吨)	28744.93	24204.56	-15.80%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4：各控股子公司盈利情况 (单位：亿元)

公司名称	所属矿山/业务	持有益权	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2023H1	2022H1	同比	2023H1	2022H1	同比
CMOC Mining Pty Limited	澳洲 NPM 铜金矿	80%	8.70	6.50	33.80%	0.98	0.25	296.70%
TF Holdings Limited	刚果 (金) TFM 铜钴矿	80%	45.61	99.16	-54.01%	4.80	27.55	-82.59%
CMOC Brasil	巴西铌磷矿	100%	30.53	37.09	-17.68%	3.23	11.04	-70.74%
IXM	全球贸易业务	100%	796	861.68	-7.61%	3.06	6.44	-52.42%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

量：2023 年上半年刚果金 KFM 顺利投产，上半年铜钴产量同比大幅度增长；其余金属上半年实际产量接近或超过 2023 年全年指引的 50%。

- ✓ **铜钴板块：刚果 KFM 铜钴矿顺利投产。**公司 2023 年上半年铜/钴金属产量

分别为 16.89/1.94 万吨，同比增长 23.59%/85.55%，完成全年计划（指引中值）的 40.6%/39.2%。刚果 KFM 铜钴矿于 2023 年第二季度投产，单季度生产铜/钴分别为 2.98/0.92 万吨，贡献最大增量。下半年，公司刚金果 TFM 混合矿投产在即，产能预计将进一步大幅提升，销量有望继续增长。

- ✓ **钼钨板块：抢抓钼市场机遇，产量同比增长 7.91%；钨产量下滑 8.93%。**2023 年上半年钼/钨金属产量分别为 8389/3813 吨，同比+7.91%/-8.93%，完成全年计划（指引中值）的 62.1%/54.5%。上半年公司多措并举开展增产活动，推进三道庄钼钨矿的纵深挖潜与上房沟钼矿的技术攻关，实现钼产量同比增长 8%。由于矿山品位依旧在下滑，从全年指引中值来看，预计 2023 年钼钨产量将分别同比减少 10.7%/6.8%，目前，公司在积极推进新疆钼矿开发，未来钼产量或将有重回增长的可能性。
- ✓ **铌磷板块：铌产量同比增长 1.47%，磷产量同比下滑-2.95%。**2023 年上半年铌/磷产量分别为 4695/547864 吨，同比+1.47%/-2.95%，完成全年计划（指引中值）的 51%/47.6%。
- ✓ **铜金板块：**2023 年上半年 NPM 铜/金产量分别为 1.26 万吨和 9550 万盎司，同比增长 11.55%/13.95%，完成全年计划的 49.3%/36.7%。澳洲 NPM 铜金板块 E26L1N 矿体持续发力，助力 NPM 铜产量同比增加 11.55%，公司预计 2023 年 NPM 铜金产量同比将增长 12.3%/60.3%。
- ✓ **贸易板块：**2023 年上半年贸易量达 336.44 万吨，完成全年计划的 54.3%，同比增长 10.16%。公司预计 2023 年贸易量与 2022 年实际贸易量持平。

表5：2023 年 H1 产量完成情况以及 2023 年产量指引

主要产品	业务板块	2023 年生产 指引（万吨， 万盎司）	2023 年 H1 实 际产量（万吨，万 盎司）	指引中值	计划完成进度（按照产 量指引中值计算）	同比
TFM 铜金属	刚果（金）	29.00-33.00	12.65	31.00	40.8%	0.89%
TFM 钴金属	TFM 铜钴业务	2.10-2.40	1.02	2.25	45.1%	-2.97%
KFM 铜金属	刚果（金）	7.00-9.00	2.98	8.00	37.3%	
KFM 钴金属	KFM 铜钴业务	2.40-3.00	0.93	2.70	34.3%	
钼金属		1.20-1.50	0.84	1.35	62.1%	7.91%
钨金属	中国钼钨业务	0.65-0.75	0.38	0.70	54.5%	-8.93%
(不含豫鹭矿业)						
铌金属		0.84-1.00	0.47	0.92	51.0%	1.47%
磷肥（HA+LA）	巴西铌磷业务	105.00-125.00	54.79	115.00	47.6%	-2.95%
NPM 铜金属 (80%权益)		2.40-2.70	1.26	2.55	49.3%	11.55%
NPM 黄金 (80%权益)	澳洲铜金业务	2.50-2.70 (万盎司)	0.96	2.60	36.7%	13.95%
精矿产品						
精炼金属产品	贸易产品	570-670	336.44	620.00	54.3%	10.16%

铜产量合计	铜	38.40-44.70	16.89	41.55	40.6%	23.59%
钴产量合计	钴	4.50-5.40	1.94	4.95	39.2%	85.55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年上半年铜钴销售受阻导致销量大幅减少，库存增长，其他各产品销量变化与产量变化趋势基本一致。TFM 铜钴库存分别同比增长 272%和 190%，主要是由于上半年受到权益金事件影响，导致销售受阻。**2023 年 4 月，权益金事件已圆满解决，下半年铜钴销售有望回暖，高库存实现销售或将带来超额利润。**

表6：2023 年 H1 销量和库存变化情况

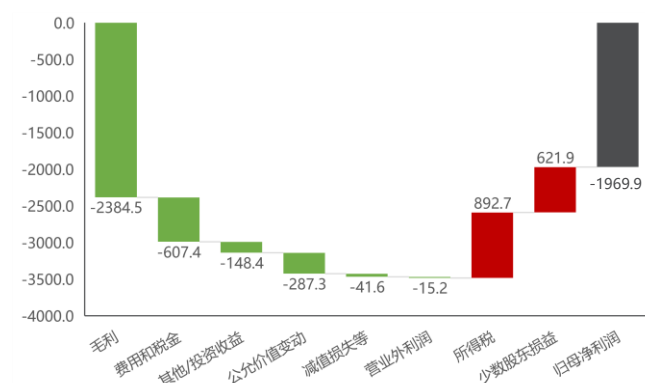
主要产品	单位	销售量			库存		
		2023H1	2022H1	同比 (%)	2023H1	2022H1	同比 (%)
钼	吨	7835	8096	-3.22%	1294	1180	9.66%
钨	吨	3558	3701	-3.86%	1221	1682	-27.41%
铌	吨	4627	4306	7.45%	739	932	-20.71%
磷肥 (HA+LA)	吨	569300	494741	15.07%	69044	192139	-64.07%
铜 (TFM)	吨	93212	115397	-19.22%	240729	64680	272.18%
钴 (TFM)	吨	1663	10873	-84.71%	29507	10189	189.60%
铜 (NPM 80%权益)	吨	12367	8831	40.04%	1335	2620	-49.05%
金 (NPM 80%权益)	盎司	8825	6825	29.3%			
精矿产品	吨	1490926	1546706	-3.61%	253939	341061	-25.54%
精炼金属产品	吨	1873425	1507287	24.29%	462275	476056	-2.89%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

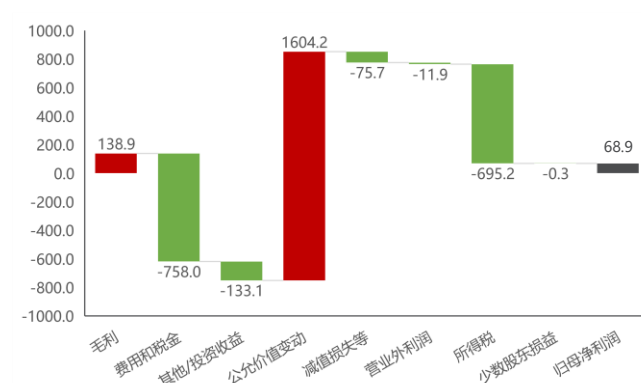
2.2 2023Q2，矿山端销售恢复，但由于在途库存影响并未转化为盈利

同比来看，2023Q2 v.s. 2022Q2：2023Q2，公司归母净利润同比减少 19.70 亿元。减少主要来自于毛利 (-23.85 亿元)，毛利的减少主要是由于铜钴销售受阻，其他减利项包括费用和税金 (-6.07 亿元)、其他/投资收益 (-1.48 亿元)、公允价值变动 (-2.87 亿元)。而增利项主要来自于所得税 (+8.93 亿元)、少数股东损益 (+6.22 亿元)。

环比来看，2023Q2 v.s. 2023Q1：2023Q2，公司归母净利润环比增加 0.69 亿元。增利主要来自于公允价值变动 (+16.04 亿元) 和毛利 (+1.39 亿元)，公允价值变动主要是由于基本金属贸易业务衍生金融工具公允价值变动同比增加。而减利项主要在于费用和税金 (-7.58 亿元)、所得税 (-6.95 亿元)。

图8：2023Q2 业绩同比变化拆分（单位：百万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023Q2 业绩环比变化拆分（单位：百万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：二季度除钨、铌外其他主要金属价格均环比下跌。

- ✓ **铜钴板块：**2023Q2，阴极铜/金属钴价格分别为 8480 美元/吨和 15.0 美元/磅，同比分别减少 10.76%和 60.73%，环比分别减少 5.39%和 11.44%。铜钴价格同比下跌主要由于美联储加息影响流动性，叠加需求预期较弱。
- ✓ **其他板块：**2023Q2 钼价同比上涨 25.88%、环比下跌 30.67%至 3407 元/吨度，主要得益于钼铁招标量快速增长，需求景气度提升。黑钨精矿价格同比增长 5.94%，环比增长 1.19%。其他金属品种大多下跌。巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铵价格同比分别变化 +11.05%/-53.71%，环比分别变化 +9.92%/-19.70%，磷肥价格下行主要是由于粮食价格回落，下游化肥厂开工率不足，采购磷肥积极性减弱。

表7：主要产品季度价格变化

产品	2023Q2	2023Q1	环比 (%)	2022Q2	同比 (%)
钼 钼精矿 (元/吨度)	3407	4914	-30.67%	2706.2	25.88%
钨 黑钨精矿 (元/吨)	119468	118059	1.19%	112775.0	5.94%
铜 阴极铜 (美元/吨)	8480	8963	-5.39%	9502.3	-10.76%
钴 金属钴 (美元/磅)	15.0	17.0	-11.44%	38.2	-60.73%
铌 铌铁 (元/吨)	253935	231008	9.92%	228677.4	11.05%
磷 磷酸一铵 (美元/吨)	492	613	-19.70%	1062.5	-53.71%
铅 金属铅 (美元/吨)	2099	2131	-1.48%	2198.3	-4.51%
锌 金属锌 (美元/吨)	2528	3109	-18.66%	3861.0	-34.51%
铝 金属铝 (美元/吨)	2281	2440	-6.52%	2899.1	-21.32%
镍 金属镍 (美元/吨)	22403	26193	-14.47%	28957.0	-22.63%

资料来源：Wind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

注：铅锌铝镍为 IXM 贸易品种

量：刚果金 KFM 投产，Q2 铜钴产量大增；权益金事件解决，Q2 恢复铜钴产品销售。

- ✓ **铜钴板块：**公司 2023 年二季度铜钴板块 TFM 铜/钴金属产量分别为 6.50/0.51 万吨，同比变化+2.77%和-4.13%，环比增长 4.67%和 2.35%；二季度刚果(金)KFM 投产，铜钴板块整体铜/钴金属产量达到 9.01/1.43 万吨。二季度权益金事件解决，TFM 铜/钴产品恢复出口，Q2 销量分别为 93212/1663 吨。但值得注意的是，这部分销售为矿山端销售，由于运输距离较长，绝大多数产品仍属于在途状态，并没有在贸易端形成销售，因此在集团盈利中并未获得明显体现。
- ✓ **钼钨板块：**2023 年二季度钼/钨金属产量分别为 4270/1898 吨，同比变化 7.77%和-15.42%，环比变化 3.67%和-0.89%。
- ✓ **铌磷板块：**2023 年二季度铌/磷产量分别为 2415/278072 吨，同比变化+9.57%和-3.48%，环比增加 5.92%/3.07%。
- ✓ **铜金板块：**2023 年二季度 NPM 铜/金产量分别为 6337 吨/4989 盎司，同比增加 4.52%/8.67%，环比增加 1.77%/9.38%。
- ✓ **贸易板块：**2023 年二季度精矿和精炼金属采购量总计 187.48 万吨，同比+23.36%，环比+25.87%。精矿产品 2023Q2 销售量为 79.24 万吨，环比增加 13.43%，精炼金属产品 2023Q2 销售量为 107.51 万吨，环比增加 34.68%。

表8：2023Q2 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2023Q2	2023Q1	环比 (%)	2022Q2	同比 (%)
钼	吨	4270	4119	3.67%	3962	7.77%
钨	吨	1898	1915	-0.89%	2244	-15.42%
铌	吨	2415	2280	5.92%	2204	9.57%
磷肥 (HA+LA)	吨	278072	269792	3.07%	288086	-3.48%
铜 (TFM)	吨	64694	61806	4.67%	62953	2.77%
钴 (TFM)	吨	5136	5018	2.35%	5357	-4.13%
铜 (KFM)	吨	25443	4375	-	-	-
钴 (KFM)	吨	9162	102	-	-	-
铜 (NPM 80%权益)	吨	6337	6227	1.77%	6063	4.52%
金 (NPM 80%权益)	盎司	4989	4561	9.38%	4591	8.67%
贸易量	吨	1874839	1489512	25.87%	1519832	23.36%
铜合计	吨	96474	72408	33.24%	69016	39.78%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表9：2023Q2 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2023Q2	2023Q1	环比 (%)	2022Q2	同比 (%)
钼	吨	4984	2851	74.82%	4378	13.84%
钨	吨	2063	1495	37.99%	1971	4.67%

铌	吨	2397	2230	7.49%	2147	11.64%
磷肥 (HA+LA)	吨	289732	279568	3.64%	245814	17.87%
铜 (TFM)	吨	93212	0	-	64049	45.53%
钴 (TFM)	吨	1663	0	-	4955	-66.44%
铜 (NPM 80%权益)	吨	6057	6310	-4.01%	5103	18.69%
金 (NPM 80%权益)	盎司	4579	4246	7.84%	4326	5.85%
精矿产品	吨	792374	698552	13.43%	819411	-3.30%
精炼金属产品	吨	1075132	798293	34.68%	749160	43.51%
铜合计	吨	99269	6310	1473.20%	69152	43.55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

考虑到销售受阻及铜钴磷等主要产品价格下跌, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 74.35、113.83、116.26 亿元, EPS 分别为 0.34、0.53 和 0.54 元, 对应最新股价 (8 月 25 日) 的 PE 分别为 17X/11X/11X, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司有较多在建项目，包括 TFM 混合矿项目、KFM 项目等，这些项目的建设需投入大量人力物力，若出现一些预期外的突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 铜钴等主要金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、钴、钼、钨、铌、磷等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 地缘政治风险。公司投资项目分布在中国、刚果金、巴西、澳大利亚、印尼等多个国家。若当地政府对公司进行针对，或是出台政策提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

4) 销售进度低于预期等。公司后续业绩恢复需要将库存及时销售，若库存销售受阻，例如刚果金运力不够等因素，则业绩释放或将低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	172991	192125	204396	205106
营业成本	156926	175992	181790	182094
营业税金及附加	1235	1426	1517	1522
销售费用	97	111	118	118
管理费用	1791	1990	2117	2125
研发费用	389	343	364	366
EBIT	12608	12339	18570	18961
财务费用	1808	1264	1260	1257
资产减值损失	-65	-6	0	0
投资收益	726	768	818	820
营业利润	9889	11846	18137	18534
营业外收支	-85	0	0	0
利润总额	9804	11846	18137	18534
所得税	2613	3099	4745	4856
净利润	7192	8747	13392	13678
归属于母公司净利润	6067	7435	11383	11626
EBITDA	17139	17223	24286	25436

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32648	41084	41525	47280
应收账款及票据	800	969	1031	1035
预付款项	2130	2134	2204	2208
存货	32255	36163	37354	37417
其他流动资产	17850	15246	15184	15207
流动资产合计	85682	95595	97298	103146
长期股权投资	1934	2702	3520	4340
固定资产	28056	32759	37004	41191
无形资产	19448	19491	19491	19491
非流动资产合计	79337	87652	93138	97700
资产合计	165019	183247	190436	200846
短期借款	20108	20108	20108	20108
应付账款及票据	3957	4437	4584	4591
其他流动负债	25997	25167	21063	21085
流动负债合计	50061	49712	45754	45784
长期借款	18975	23485	23485	23485
其他长期负债	33946	38944	38929	39047
非流动负债合计	52921	62429	62415	62532
负债合计	102982	112142	108169	108316
股本	4320	4320	4320	4320
少数股东权益	10339	11651	13660	15711
股东权益合计	62037	71106	82267	92530
负债和股东权益合计	165019	183247	190436	200846

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.50	11.06	6.39	0.35
EBIT 增长率	-4.35	-2.14	50.50	2.11
净利润增长率	18.82	22.54	53.11	2.14
盈利能力 (%)				
毛利率	9.29	8.40	11.06	11.22
净利润率	3.51	3.87	5.57	5.67
总资产收益率 ROA	3.68	4.06	5.98	5.79
净资产收益率 ROE	11.74	12.50	16.59	15.13
偿债能力				
流动比率	1.71	1.92	2.13	2.25
速动比率	0.90	1.10	1.21	1.34
现金比率	0.65	0.83	0.91	1.03
资产负债率 (%)	62.41	61.20	56.80	53.93
经营效率				
应收账款周转天数	1.69	1.84	1.84	1.84
存货周转天数	75.02	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.14	1.10	1.09	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.34	0.53	0.54
每股净资产	2.39	2.75	3.18	3.56
每股经营现金流	0.72	0.62	0.87	0.97
每股股利	0.09	0.10	0.16	0.16
估值分析				
PE	21	17	11	11
PB	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.59	8.55	6.06	5.79
股息收益率 (%)	1.47	1.78	2.73	2.78

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7192	8747	13392	13678
折旧和摊销	4531	4884	5716	6475
营运资金变动	-159	-718	-1180	-64
经营活动现金流	15454	13331	18854	21014
资本开支	-10470	-10947	-10236	-10053
投资	1804	0	0	0
投资活动现金流	-7372	-10621	-9764	-10053
股权募资	997	0	0	0
债务募资	-1876	2151	-4510	0
筹资活动现金流	-2097	5726	-8648	-5207
现金净流量	8653	8436	442	5755

插图目录

图 1: 2023H1, 公司实现营收 867.26 亿元.....	3
图 2: 2023H1, 公司实现归母净利润 7.03 亿元.....	3
图 3: 2023Q2, 公司实现营收 424.43 亿元.....	3
图 4: 2023Q2, 公司实现归母净利润 3.86 亿元.....	3
图 5: 2023H1 归母净利润变化拆分 (单位: 百万元).....	4
图 6: 2023H1 铜钴板块毛利下降拖累整体盈利 (单位: 亿元).....	5
图 7: 2023H1 铜钴板块毛利率下降拖累矿山板块毛利率同比下降 24.9pct.....	5
图 8: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元).....	9
图 9: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元).....	9

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 钼钨板块单位售价/成本/毛利测算.....	5
表 2: 三道庄钼钨矿单位采矿成本同比增长 9.5%.....	5
表 3: 公司相关产品市场价格情况.....	6
表 4: 各控股子公司盈利情况 (单位: 亿元).....	6
表 5: 2023 年 H1 产量完成情况以及 2023 年产量指引.....	7
表 6: 2023 年 H1 销量和库存变化情况.....	8
表 7: 主要产品季度价格变化.....	9
表 8: 2023Q2 主要产品产量同比、环比变化情况.....	10
表 9: 2023Q2 主要产品销量同比、环比变化情况.....	10
公司财务报表数据预测汇总.....	14

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026