

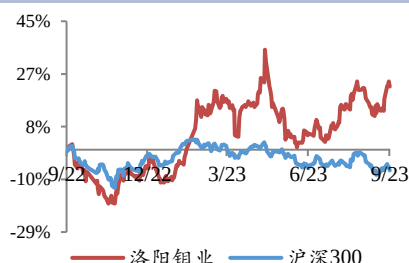
TFM 铜钴矿出口恢复，产能放量弹性可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-07

收盘价（元） 6.16
近 12 个月最高/最低（元） 6.81/4.09
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） 1,331
流通市值（亿元） 1,088

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：汪浚哲

执业证书号：S0010121070002

邮箱：wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 刚果铜钴矿放量在即，“提升年”全方位增强内生动力 2023-03-21

2. 产量指引发布，TFM 和 KFM 两大铜钴矿产量释放超预期 2023-02-02

主要观点：

● 公司发布 2023 年半年报

23H1 公司营收 867.26 亿元，同比-5.49%，归母净利润 7.03 亿元，同比-83.05%。23Q2 公司营收 424.43 亿元，同比/环比-10.16%/-4.16%，归母净利润 3.86 亿元，同比/环比-83.61%/+21.73%。

● 刚果金出口恢复，产销增长期待下半年弹性

1) 铜钴板块：23H1 实现营收 39.7 亿元，同比-58.8%，其中 TFM 及 KFM 项目铜、钴生产量分别 15.63/1.94 万吨，同比分别+24.7%/+85.6%，销售量分别 9.32/0.17 万吨，同比分别-19.2%/-84.7%。TFM 出口权益金纠纷解决，于 23 年 5 月恢复出口，此外，截至年中，刚果金铜钴库存量分别 24.07/2.95 万吨，预计上半年铜钴销售延后至 H2 报表。**2) 钼钨板块：**23H1 钼钨板块营收 44.31 亿元，同比+26.48%。钼钨产量分别 8389/3813 吨，同比+7.9%/-8.9%，销量分别 7835/3558 吨，同比-3.2%/-3.9%。**3) 铌磷板块：**23H1 铌磷板块营收 29.59 亿元，同比-17.42%，铌产/销量 4695/4627 吨，同比+1.55%/+7.5%；磷肥产/销量 54.8/56.9 万吨，同比+11.6%/+40.0%。铌磷板块产销增长，但磷肥售价大跌拖累盈利。**4) 铜金板块：**23H1 铜金板块营收 8.5 亿元，同比+30.73%。NPM 铜产/销量 1.26/1.24 万吨，同比+11.55%/+40.04%；NPM 金产/销量 9550/8825 盎司，同比+13.95%/+29.3%。

● 铜钴项目扩产顺利，产能爬坡 H2 起逐渐贡献增量

23H1 公司刚果金铜钴项目扩产顺利，23Q1TFM 混合矿中区投料试产，焙烧制酸区安装进度完成 97%；KFM 于 23Q2 投产。下半年，TFM 混合矿投产在即，公司铜钴产能将大幅提升，预计公司 2023 年铜、钴产量将达 39/4.95 万吨。

● 携手宁德时代，全球协作布局新能源金属

23Q1 公司引入宁德时代作为第二大股东，开启公司发展新纪元，与宁德时代在非洲、南美洲等重点区域深度合作，锚定全球能源转型，进一步推动玻利维亚锂盐湖开发项目和刚果金电池价值链项目进程。

● 投资建议

由于上半年刚果金铜钴出口受限及部分产品价格回落，下调公司盈利预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 91.03/121.51/132 亿元（前值 105/117/128 亿元），同比+50%/33.5%/8.3%，对应 PE 为 14.8X/11.1X/10.3X，维持“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期；铜、钴价格大幅下跌；行业景气不及预期等。

● 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	186831	207503	211716
收入同比（%）	-0.5%	8.0%	11.1%	2.0%

归属母公司净利润	6067	9103	12151	13160
净利润同比（%）	18.8%	50.0%	33.5%	8.3%
毛利率（%）	9.3%	10.7%	11.9%	12.6%
ROE（%）	11.7%	11.7%	13.5%	12.7%
每股收益（元）	0.28	0.42	0.56	0.61
P/E	16.25	14.83	11.11	10.26
P/B	1.90	1.73	1.50	1.31
EV/EBITDA	6.65	5.96	4.85	4.29

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	97653	106789	116465	营业收入	172991	186831	207503	211716
现金	32648	39710	42528	50831	营业成本	156926	166798	182808	185092
应收账款	800	563	737	714	营业税金及附加	1235	1363	1500	1532
其他应收款	5017	4197	5114	5064	销售费用	97	105	115	118
预付账款	2130	1835	2168	2142	管理费用	1791	2111	2198	2284
存货	32255	34231	37567	38035	财务费用	1808	1401	1020	1233
其他流动资产	12833	17118	18676	19679	资产减值损失	-65	-86	-46	-45
非流动资产	79337	86483	94890	102222	公允价值变动收益	-1611	0	0	0
长期投资	1934	2357	2868	3349	投资净收益	726	544	614	667
固定资产	28056	29542	30662	31263	营业利润	9889	15248	20130	21770
无形资产	19448	18776	18344	17832	营业外收入	20	5	0	0
其他非流动资产	29900	35808	43016	49778	营业外支出	104	20	0	0
资产总计	165019	184136	201679	218687	利润总额	9804	15233	20130	21770
流动负债	50061	38686	39515	39611	所得税	2613	5027	6385	6814
短期借款	20108	8000	8000	8000	净利润	7192	10206	13745	14956
应付账款	1547	1645	1803	1825	少数股东损益	1125	1102	1595	1796
其他流动负债	28406	29041	29712	29785	归属母公司净利润	6067	9103	12151	13160
非流动负债	52921	55927	58897	60853	EBITDA	17139	22587	27773	29938
长期借款	18975	21975	24975	26975	EPS（元）	0.28	0.42	0.56	0.61
其他非流动负债	33946	33952	33922	33878	主要财务比率				
负债合计	102982	94613	98411	100464	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	10339	11441	13036	14832	成长能力				
股本	4320	21599	21599	21599	营业收入	-0.5%	8.0%	11.1%	2.0%
资本公积	27682	27682	27682	27682	营业利润	12.5%	54.2%	32.0%	8.1%
留存收益	19697	28800	40951	54111	归属于母公司净利	18.8%	50.0%	33.5%	8.3%
归属母公司股东权	51699	78081	90232	103392	获利能力				
负债和股东权益	165019	184136	201679	218687	毛利率（%）	9.3%	10.7%	11.9%	12.6%
现金流量表					净利率（%）	3.5%	4.9%	5.9%	6.2%
单位:百万元					ROE（%）	11.7%	11.7%	13.5%	12.7%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC（%）	8.4%	8.4%	9.6%	9.4%
经营活动现金流	15454	18042	18109	23073	偿债能力				
净利润	6067	9103	12151	13160	资产负债率（%）	62.4%	51.4%	48.8%	45.9%
折旧摊销	4531	6488	7297	7669	净负债比率（%）	166.0%	105.7%	95.3%	85.0%
财务费用	2969	1124	842	1166	流动比率	1.71	2.52	2.70	2.94
投资损失	-726	-544	-614	-667	速动比率	0.99	1.55	1.65	1.88
营运资金变动	-159	681	-3190	-76	营运能力				
其他经营现金流	8998	9613	16963	15057	总资产周转率	1.05	1.01	1.03	0.97
投资活动现金流	-7372	-17434	-16619	-15359	应收账款周转率	216.17	331.82	281.60	296.56
资本支出	-10470	-13214	-15223	-14545	应付账款周转率	101.42	101.39	101.40	101.40
长期投资	1804	-4723	-2010	-1481	每股指标（元）				
其他投资现金流	1294	504	614	667	每股收益	0.28	0.42	0.56	0.61
筹资活动现金流	-2097	6454	1328	590	每股经营现金流薄）	0.72	0.84	0.84	1.07
短期借款	-6804	-12108	0	0	每股净资产	2.39	3.62	4.18	4.79
长期借款	5365	3000	3000	2000	估值比率				
普通股增加	0	17279	0	0	P/E	16.25	14.83	11.11	10.26
资本公积增加	36	0	0	0	P/B	1.90	1.73	1.50	1.31
其他筹资现金流	-693	-1718	-1672	-1410	EV/EBITDA	6.65	5.96	4.85	4.29
现金净增加额	8653	7062	2818	8303					

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。