

2023 年 09 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

TFM 铜钴矿恢复出口，公司 Q2 业绩环比改善

—洛阳钼业（603993.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

dufei2@cfsc.com.cn

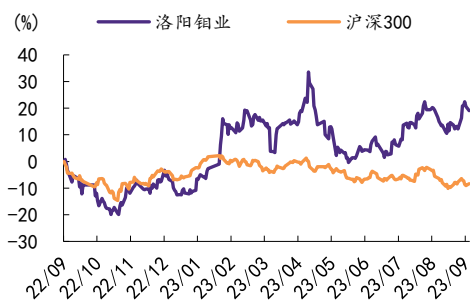
洛阳钼业发布 2023 半年报：2023 年 H1 营业总收入 867.26 亿元，同比-5.49%；归母净利润 7.03 亿元，同比-83.05%；扣除非经常性损益的归母净利润 2.2 亿元，同比-93.65%。

基本数据

2023-09-11

当前股价（元）	6.19
总市值（亿元）	1337
总股本（百万股）	21599
流通股本（百万股）	17666
52 周价格范围（元）	4.15-6.92
日均成交额（百万元）	676.86

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《洛阳钼业（603993）：刚果金铜钴产能将放量，主要金属矿产出将大幅增长》2023-03-22

投资要点

■ 归母净利环比改善，经营业绩企稳

2023Q2 营业总收入 424.43 亿元，同比-10.16%，环比-4.16%；归母净利润 3.86 亿元，同比-84%，环比+21.73%；扣除非经常性损益的归母净利润 1.54 亿元，同比-91.36%，环比+134.79%。

2023Q2 公司归母净利润同比下降 84%。拆分二季度业绩，归母净利下降的主要原因是毛利较上年二季度减少 23.84 亿元，另四费及税金同比上浮 6.07 亿元，但所得税费用减少 8.93 亿元，少数股东权益减少 6.22 亿元。

2023Q2 归母净利润环比上升 21.73%。经财报拆解分析，净利润上升主要原因是公允价值损益较 2023Q1 增加 16.04 亿元，另毛利上升 1.39 亿元。但四费及税金，所得税费均分别环比上涨 7.58 亿元，6.95 亿元。

■ 产量持续增长，刚果金销售已全面恢复

产量方面，刚果（金）KFM 矿山继今年 Q1 投产后，2023Q2 进入爬产通道，实现铜产量 25443 吨，环比增加 481.55%，实现钴产量 9162 吨，环比增加 8882.35%，KFM 已达到设计产能；TFM 矿山铜产量同比环比增长，钴产量环比上升，分别实现 64694 吨，5136 吨。其中铜产量同比+2.77%，环比+4.67%，钴产量同比-4.13%，环比+2.35%。

中国区钼产量增长，钨产量同比环比均有所下滑。中国区 2023Q2 实现钼产量 4270 吨，同比+7.77%，环比 3.67%；实现钨产量 1898 吨，同比-15.42%，环比-0.89%。巴西区 2023Q2 实现铌产量 2415 吨，同比+9.57%，环比+5.92%；实现磷肥产量 278072 吨，同比-3.48%，环比+3.07%。澳洲区铜金产量均实现增长，分别为 6337 吨，4989 盎司，其中铜产量同比+4.52%，环比+1.77%，金产量+8.67%，环比+9.38%。

销量方面，刚果金地区出口于今年 5 月已恢复并于 Q2 实现销售，其中该季度铜销量为 93212 吨，钴销量为 1663 吨。其他地区产销率均在 100%左右，销量同比全线增长，环比除澳洲区均有增长。其中中国钼、钨板块分别实现销量 4984

吨，2,063 吨，同比分别+13.84%，+4.67%，环比分别+74.82%，+37.99%。巴西铌、磷板块分别实现销量 2397 吨，289732 吨，同比分别+11.64%，+17.87%，环比分别 7.49%，3.64%。

价格方面，据公司半年报，2023H1 钼产品价格同比涨幅显著，钨，铌产品价格小幅上涨，其他产品价格均有不同程度的下降。其中钼精矿 2023H1 均价为 4,089.67 元/吨度，同比+56.33%，钼铁 2023H1 均价为 27.32 万元/吨，同比+57.19%；钴，磷金属产品于 2023H1 同比下跌幅度较大，前者均价为 15.36 美元/磅，同比-58.18%，后者均价为 578.6 美元/吨，同比-45.74%。

毛利方面，2023H1 澳洲铜金板块毛利率为 21.65%，同比+1.21pct，其他板块均有所下降。其中铌磷板块及铜钴板块毛利率同比下降幅度较大，分别-28.11pct，-33.53pct。

■ KFM 步入运营阶段，TFM 混合矿项目下半年投产

TFM 混合矿项目中区于今年上半年顺利投产，东区工程预计下半年投产；KFM 从建设阶段全面转入运营阶段。预计 2023 年刚果金铜、钴板块分别贡献 36-42 万吨，4.5-5.4 万吨

磷板块在矿山端启动南区、东北区剥离，保证原矿品位稳定；选矿端开展降镁实验，提升选矿回收率。铌板块加快缩短两个铌选厂磨矿段工艺差距，有望大幅提升铌回收率；利用富余冶炼产能，开展铌外加工业务，增加利润点。加快推进磁铁矿、磷石膏及弱磁尾矿销售等开源项目，实现有价元素最大化利用。钼钨板块抢抓钼市场机遇，推进三道庄钼钨矿的纵深挖潜与上房沟钼矿的技术攻关。澳洲矿区加快 E22 可研设计和 E31/E31N 投产，全面改善平衡铜金入选品位，进一步提高设备运转率。

公司积极搜寻、筛选、调研优质项目，加大投资和并购力度。中国区东戈壁钼矿项目处于前期准备中，其资源量达 51 万吨钼金属量，平均品位在 0.115%，储量达 20 万吨钼金属量，品位在 0.139%。另公司继续深化与宁德时代合作，下半年将加快推进玻利维亚锂盐湖开发和非洲电池价值链项目的落地。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 1901.20、2068.31、2235.36 亿元，归母净利润分别为 87.13、107.96、129.32 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15.3、12.4、10.3 倍。

考虑到公司上半年刚果金 TFM 铜钴矿出口受阻，主要产品销量受到较大负面影响。上半年业绩大幅下滑，因此我们下调盈利预测。但是考虑到今年 5 月公司 TFM 铜钴出口已经恢复，且 KFM 矿达到设计产能，下半年将持续贡献增量。叠

加铜价已经恢复至较高位置等因素，因此我们维持“买入”评级。

■ 风险提示

1) 公司产能增长不及预期；2) 公司铜、钴等主要矿产成本大幅上升；3) 产品价格大幅波动的风险；4) 海外开矿政治风险；5) 海外矿产运输影响再度发生；6) 公司业绩不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	172,991	190,120	206,831	223,536
增长率（%）	-0.5%	9.9%	8.8%	8.1%
归母净利润（百万元）	6,067	8,713	10,796	12,932
增长率（%）	18.8%	43.6%	23.9%	19.8%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.40	0.50	0.60
ROE（%）	9.8%	13.3%	15.5%	17.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、事件：公司发布 2023 年半年报	5
2、业绩拆解：归母净利环比改善，经营业绩企稳.....	6
3、毛利拆分：产量进一步提升，毛利受价格变动影响	7
4、费用上浮，流动性稳健.....	11
5、下半年展望：坚持内生外延成长模式，积蓄可持续发展动能	13
6、盈利预测及投资评级	13
7、风险提示.....	14

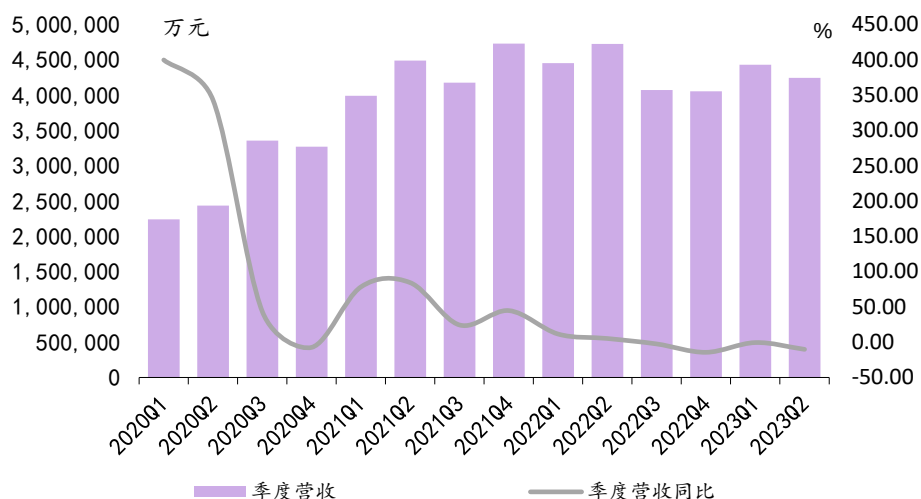
图表目录

图表 1：公司季度营收及同比变化	5
图表 2：公司季度归母净利润及同比变化.....	5
图表 3：公司 2023Q2 业绩同比变化拆分（亿元）	6
图表 4：公司 2023Q2 业绩环比变化拆分（亿元）	6
图表 5： 2023Q2 公司分季度毛利润及综合毛利率变化.....	7
图表 6：公司矿山采掘及加工板块分产品产量变化.....	7
图表 7：2023H1 产量对比生产指引情况	8
图表 8：公司矿山采掘及加工板块分产品销量变化.....	8
图表 9：公司矿产贸易板块分产品采购量及销量变化.....	9
图表 10：公司 2022 年分产品库存情况	10
图表 11：产品价格变动	10
图表 12：公司分产品毛利润及毛利率	10
图表 13：公司三费季度变化	11
图表 14：公司三费费用率季度变化	11
图表 15：公司研发费用季度变化	12
图表 16：公司资产负债率季度变化	12
图表 17：公司分季度所得税及税率	12
图表 18：公司分季度少数股东损益及少数股权占比.....	12
图表 19：公司经营活动现金净额季度变化.....	13
图表 20：公司筹资活动现金净额季度变化.....	13

1、事件：公司发布 2023 年半年报

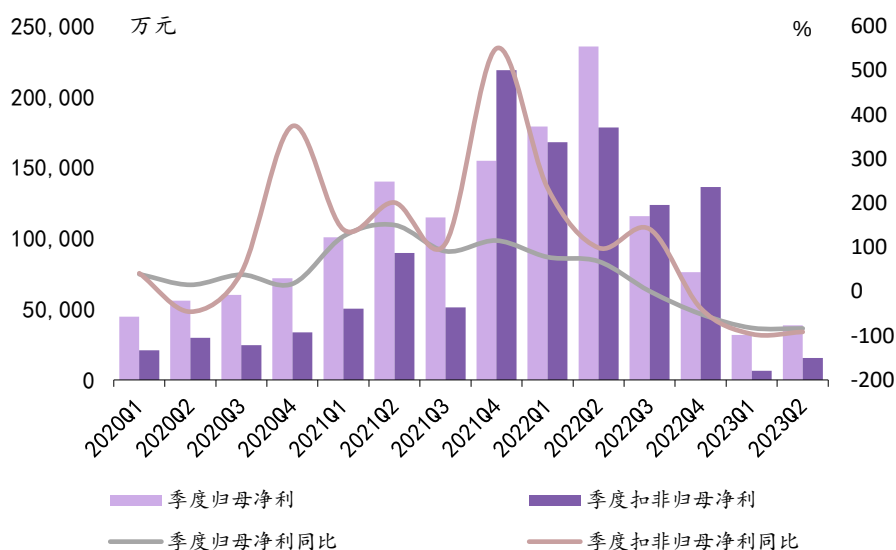
2023 年 Q2 营业总收入 424.43 亿元，同比-10.16%，环比-4.16%；归母净利润 3.86 亿元，同比-84%，环比+21.73%；扣除非经常性损益的归母净利润 1.54 亿元，同比-91.36%，环比+134.79%。

图表 1：公司季度营收及同比变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：公司季度归母净利润及同比变化

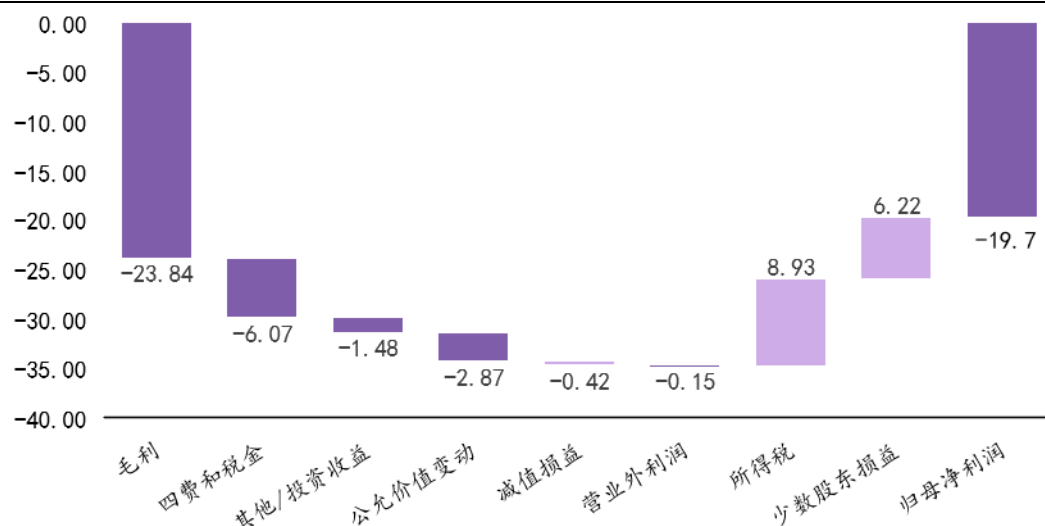


资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、业绩拆解：归母净利环比改善，经营业绩企稳

2023Q2 同比比较:2023 年二季度公司实现归母净利润 3.86 亿元，同比下降 84%。拆分二季度业绩，归母净利下降的主要原因是毛利较上年二季度减少 23.84 亿元，另四费及税金同比上浮 6.07 亿元，但所得税费用减少 8.93 亿元，少数股东权益减少 6.22 亿元。

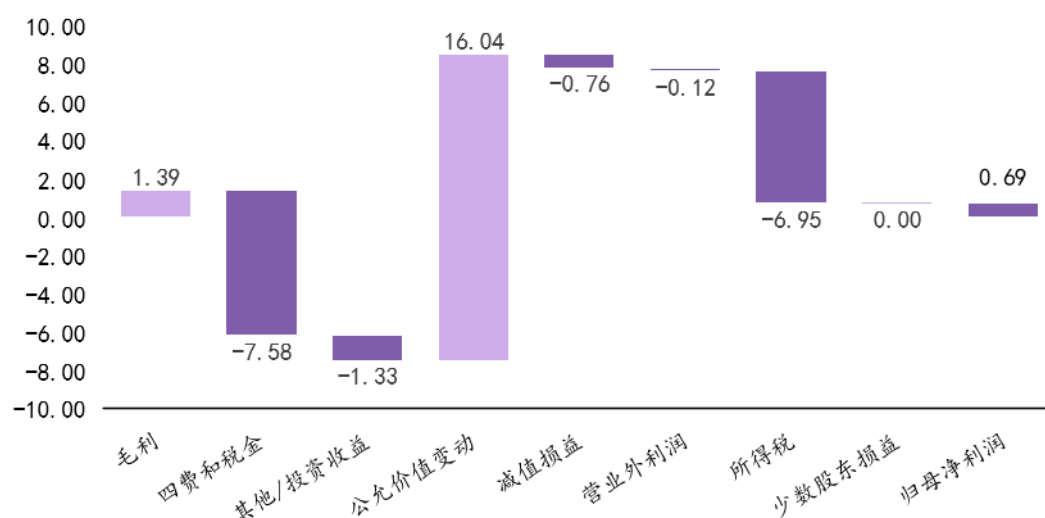
图表 3：公司 2023Q2 业绩同比变化拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2023Q2 环比比较:2023 年二季度公司归母净利润环比上升 21.73%。经财报拆解分析，净利润上升主要原因是公允价值损益较 2023Q1 增加 16.04 亿元，另毛利上升 1.39 亿元。但四费及税金，所得税费均分别环比上涨 7.58 亿元，6.95 亿元。

图表 4：公司 2023Q2 业绩环比变化拆分（亿元）

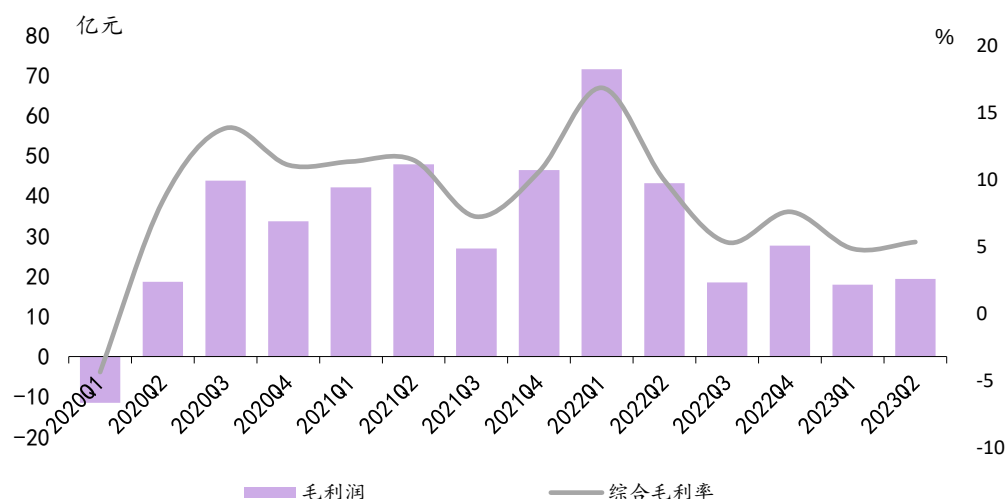


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3、毛利拆分：产量进一步提升，毛利受价格变动影响

公司 2023 二季度整体实现毛利 19.31 亿元，综合毛利率 4.55%，同比减少 4.59pct，环比增加 0.5pct。

图表 5：2023Q2 公司分季度毛利润及综合毛利率变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

产量方面，刚果（金）KFM 矿山继今年 Q1 投产后，2023Q2 进入爬产通道，Q2 实现铜产量 25443 吨，环比增加 481.55%，实现钴产量 9162 吨，环比增加 8882.35%，KFM 已达到设计产能；TFM 矿山铜产量同比环比增长，钴产量环比上升，实现铜产量 64694 吨，钴产量 5136 吨。其中铜产量同比+2.77%，环比+4.67%，钴产量同比-4.13%，环比+2.35%。

中国区铜产量同比环比均上升，钨产量同比环比均有所下滑。中国区 2023Q2 实现铜产量 4270 吨，同比+7.77%，环比 3.67%；实现钨产量 1898 吨，同比-15.42%，环比-0.89%。巴西区 2023Q2 实现钨产量 2415 吨，同比+9.57%，环比+5.92%；实现磷肥产量 278072 吨，同比-3.48%，环比+3.07%。澳洲区铜金产量均实现增长，分别为 6337 吨，4989 盎司，其中铜产量同比+4.52%，环比+1.77%，金产量+8.67%，环比+9.38%。

图表 6：公司矿山采掘及加工板块分产品产量变化

地区	产品	单位	产量						同比 (%)	环比 (%)
			2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2		
刚果(金)	铜 (TFM)	吨	62,434	62,953	62,004	66,895	61,806	64,694	2.77	4.67
	铜 (KFM)	吨	/	/	/	/	4,375	25,443	/	481.55
	钴 (TFM)	吨	5,108	5,357	4,812	5,009	5,018	5,136	-4.13	2.35
	钴 (KFM)	吨	/	/	/	/	102	9,162	/	8882.35

中国	铜	吨	3,812	3,962	3,687	3,653	4119	4270	7.77	3.67
	钨	吨	1,943	2,244	1,816	1,506	1,915	1,898	-15.42	-0.89
巴西	铌	吨	2,423	2,204	2,297	2,288	2280	2415	9.57	5.92
	磷肥 (HA+LA)	吨	276,480	288,086	291,971	285,698	269792	278072	-3.48	3.07
澳洲	铜 (NPM 80%权益)	吨	5,200	6,063	5,677	5,766	6227	6337	4.52	1.77
	金 (NPM 80%权益)	盎司	3,790	4,591	4,015	3,825	4,561	4,989	8.67	9.38

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

从 2023H1 产量对比生产指引中值来看，各个地区生产按部就班向 2023 产量目标迈进，完成率基本都在 40-55% 区间。其中 KFM 铜钴矿今年 Q1 末才投产，Q2 已达到设计产能，下半年将持续爬产。中国区铜产量数据亮眼，完成率为 62.14%。

图表 7：2023H1 产量对比生产指引情况

地区	产品	单位	2023H1 产量	2023 年生产指引中值	完成率
刚果（金）	铜（TFM）	吨	126,500	310000	40.81%
	铜（KFM）	吨	29,818	80000	37.27%
	钴（TFM）	吨	10,154	22500	45.13%
	钴（KFM）	吨	9,264	27000	34.31%
中国	铜	吨	8389	13500	62.14%
	钨（不含豫鹭矿业）	吨	3,813	7000	54.47%
巴西	铌	吨	4695	9200	51.03%
	磷肥（HA+LA）	吨	547864	1150000	47.64%
澳洲	铜（NPM 80%权益）	吨	12564	25500	49.27%
	金（NPM 80%权益）	盎司	9,550	26000	36.73%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

销量方面，刚果金地区出口于今年 5 月已恢复并于 Q2 实现销售。二季度公司在刚果金实现铜销量为 93212 吨，钴销量为 1663 吨。其他地区产销率均在 100% 左右，销量同比全线增长，环比除澳洲区域以外均有增长。中国铜、钨金属分别实现销量 4984 吨，2063 吨，同比分别为+13.84%，+4.67%，环比分别为 74.82%，+37.99%。巴西铌、磷分别实现销量 2397 吨，289732 吨，同比分别+11.64%，+17.87%，环比分别为 7.49%，3.64%。

图表 8：公司矿山采掘及加工板块分产品销量变化

地区	产品	单位	销量							
			2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	同比	环比

								(%)	(%)
刚果(金)	铜(TFM)	吨	51,348	64,049	15,017	/	/	93212	/
	铜(KFM)	吨	/	/	/	/	/	/	/
	钴(TFM)	吨	5,918	4,955	1,358	329	/	1663	/
	钴(KFM)	吨	/	/	/	/	/	/	/
中国	钼	吨	3,718	4,378	4,254	3,694	2851	4984	13.84
	钨	吨	1,730	1,971	2,168	1,876	1,495	2,063	4.67
巴西	铌	吨	2,159	2,147	2,438	2,361	2230	2397	11.64
	磷肥(HA+LA)	吨	248,927	245,814	216,941	445,658	279568	289732	17.87
澳洲	铜(NPM 80%权益)	吨	3,728	5,103	3,732	9,303	6310	6057	18.69
	金(NPM 80%权益)	盎司	2,499	4,326	2,745	6,571	4,246	4,579	5.85

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

矿产贸易板块，公司今年上半年实现利润约 3 亿元，实现流动性历史最好。分季度来看，2023Q2 实现精矿产品采购量 824095 吨，同比-8.33%，环比+3.31%，实现销量 792374 吨，同比-3.3%，环比+13.43%。2023Q2 实现精炼金属产品采购量 1262412 吨，同比+88.81%，环比+82.48%，实现销量 107513 吨，同比+43.51%，环比+34.68%。

图表 9：公司矿产贸易板块分产品采购量及销量变化

产品	单位	采购量						同比 (%)	环比 (%)
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2		
精矿产品	吨	762,891	898,973	902,183	621,592	797707	824095	-8.33	3.31
精炼金属产品	吨	771,270	668,598	807,246	868,471	691,805	1,262,412	88.81	82.48
产品	单位	销量						同比 (%)	环比 (%)
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2		
精矿产品	吨	727,295	819,411	772,837	798,151	698552	792374	-3.30	13.43
精炼金属产品	吨	758,127	749,160	787,173	842,136	798,293	1,075,132	43.51	34.68

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

库存方面，2023H1 刚果(金)地区的铜，钴同比库存量仍有较大幅度的上升，分析可得其原因为 23H1 产量突破，另一方面刚果运力有限，完全消解产量实现销售需要时间。刚果(金)板块 TFM 铜 2023H1 库存量为 240,729 吨，同比增加 272.18%，钴的 2023H1 库存量为 29,507 吨，同比增加 189.6%。

图表 10：公司 2022 年分产品库存情况

地区	产品	单位	库存量		
			2022	2023H1	较 2022H1 同比增减 (%)
矿山采掘及加工	铜 (TFM 及 KFM)	吨	135573*	240,729	272.18
	钴 (TFM 及 KFM)	吨	11,318	29,507	189.6
	钼	吨	761	1,294	9.64
	钨	吨	971	1,221	-27.42
	铌	吨	694	739	-20.66
	磷肥 (HA+LA)	吨	89,970	69,044	-64.07
	铜 (NPM 80%权益)	吨	1,310	1,335	-49.06
	金 (NPM 80%权益)	盎司	不适用	不适用	不适用
矿产贸易	精矿产品	吨	337,593	253,939	-25.54
	精炼金属产品	吨	505,112	462,275	-2.89

资料来源：公司公告，华鑫证券研究（注：*只含 TFM 铜库存，2022 年 KFM 未投产）

价格方面，据公司半年报，2023H1 钼产品价格同比涨幅显著，钨，铌产品价格小幅上涨，其他产品价格均有不同程度的下降。其中钼精矿 2023H1 均价为 4,089.67 元/吨度，同比+56.33%，钼铁 2023H1 均价为 27.32 万元/吨，同比+57.19%；钴，磷金属产品于 2023H1 同比下跌幅度较大，前者均价为 15.36 美元/磅，同比-58.18%，后者均价为 578.6 美元/吨，同比-45.74%。

图表 11：产品价格变动

	产品	单位	2023H1	2022H1	同比
钼	钼精矿	元/吨度	4,090	2,616	56.33
	钼铁	万元/吨	27	17.38	57.19
钨	黑钨精矿	元/吨度	1,824.62	1,765.26	3.36
	APT	万元/吨	18	17.58	1.65
铜	阴极铜	美元/吨	8,702.87	9,760.74	-10.84
钴	金属钴	美元/磅	15.36	36.73	-58.18
铌	铌铁	美元/公斤铌	47.28	46.14	2.47
磷	磷酸一铵	美元/吨	578.6	1,066.44	-45.74
镍	金属镍	美元/吨	24,205	28,744.93	-15.8

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

毛利方面，2023H1 澳洲铜金板块毛利率为 21.65%，同比+1.21%，其他板块均有所下降。其中铌磷板块及铜钴板块毛利率同比下跌幅度较大，分别-28.11%，-33.53%。

图表 12：公司分产品毛利润及毛利率

产品	毛利润 (万元)			毛利率 (%)		
	2022H1	2023H1	同比 (%)	2022H1	2023H1	同比增减
矿山采掘 钼、钨	163,149.77	153,331.75	-6.02	46.57	34.61	-11.96

及加工	铜、金	13,084.84	18,402.86	40.64	20.44	21.65	1.21
	铌、磷	180,440.97	65,823.52	-63.52	50.35	22.24	-28.11
	铜、钴	537,797.00	90,033.73	-83.26	56.21	22.68	-33.53
矿产贸易	精矿产品	61,078.35	35,360.16	-42.11	3.03	1.68	-1.35
	精炼金属产品	189,279.54	8,328.68	-95.60	3.49	0.16	-3.33
	其他	0.46	0.69	52.15	5.28	7.00	1.72

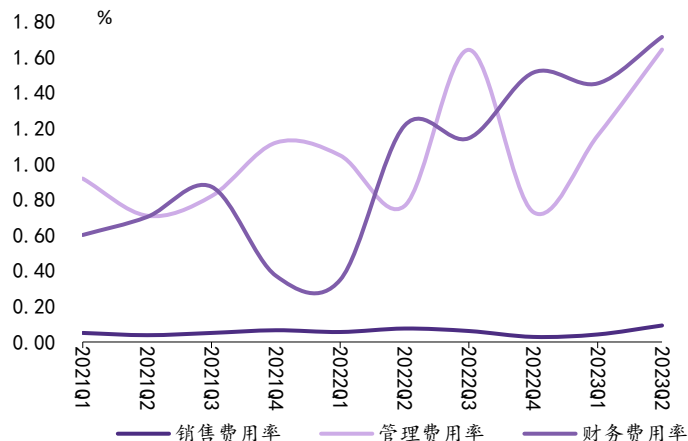
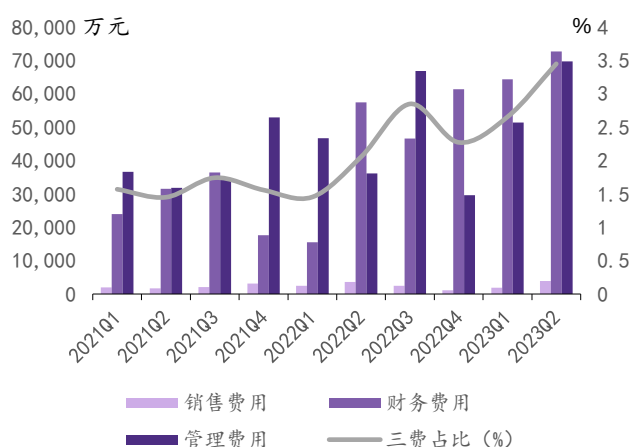
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

4、费用上浮，流动性稳健

从期间费用来看，2023Q2 公司费用整体上扬。三费合计 14.63 亿元，同比+50.75%，环比+24.54%。销售费用为 0.39 亿元，同比+10.24%，环比+109.89%；管理费用为 6.97 亿元，同比+93.1%，环比+35.82%；财务费用为 7.27 亿元，同比+26.64%，环比+13.06%。销售费用率 0.09%，管理费用率 1.64%，财务费用率 1.71%，同比分别+0.02pct，+0.88pct，+0.5pct，环比分别+0.05pct，+0.48pct，+0.26pct。

图表 13：公司三费季度变化

图表 14：公司三费费用率季度变化



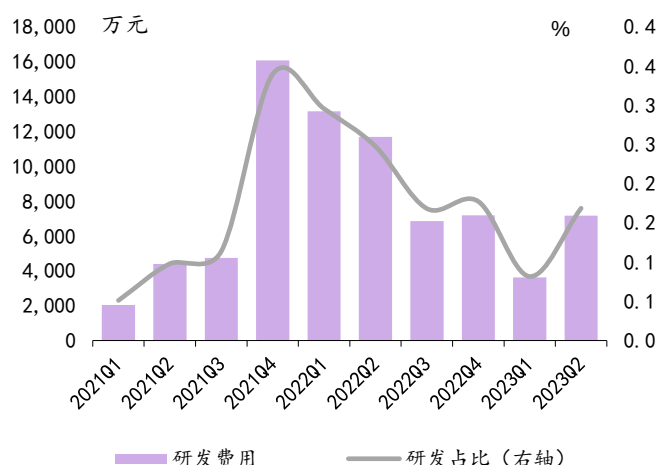
资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

研发费用方面，2023Q2 为 7,155.31 万元，营收占比 0.1686%，同比下降环比上升。

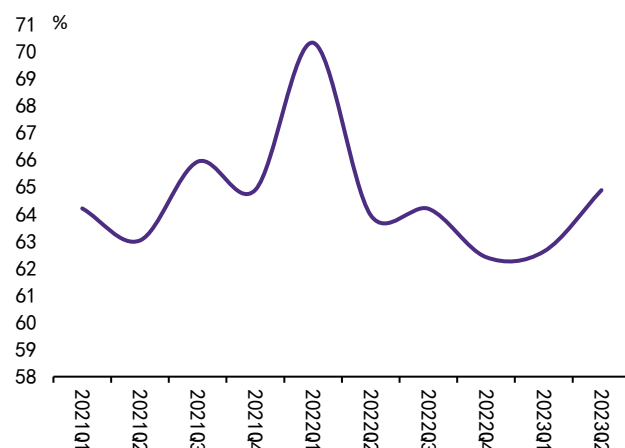
公司资产负债率 2023Q2 为 64.88%，维持在合理水平。据公司半年报，应付 Gécamines 权益金期末余额为 25.29 亿元，占 1 年内到期非流动负债的 56.07%；在其他非流动负债科目中，应付 Gécamines 权益金期末余额为 28.90 亿元，占期末余额总额 10.79%。

图表 15：公司研发费用季度变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

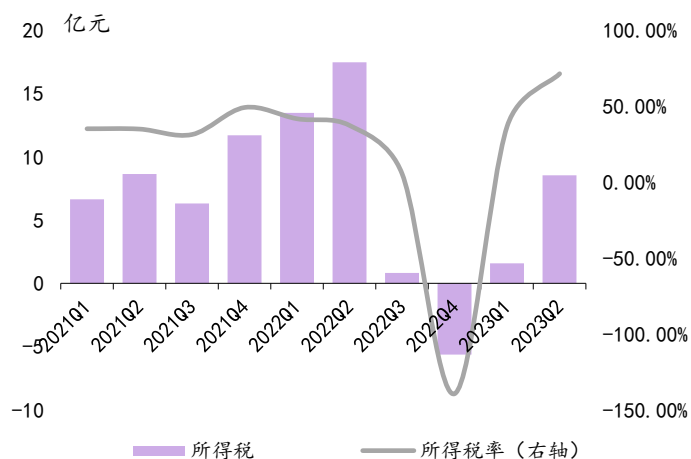
图表 16：公司资产负债率季度变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

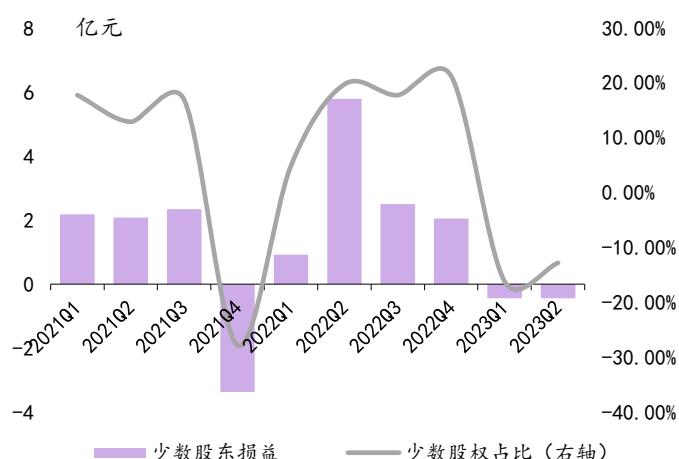
公司 2023Q2 所得税费用有较大幅度的上浮，所得税率同比+34.07pct，环比增加+34.68pct。少数股东损益 2023Q2 为 -0.438 亿元，少数股东损益占比为-12.80%。

图表 17：公司分季度所得税及税率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

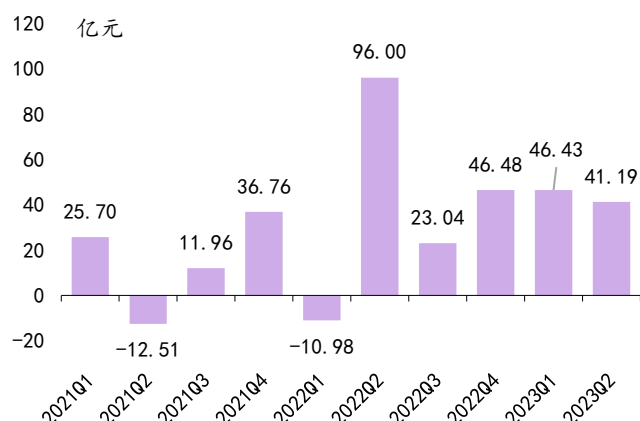
图表 18：公司分季度少数股东损益及少数股权占比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2023Q2 公司实现经营活动现金净流入 41.19 亿元，同比环比均下降。2023Q2 公司筹资活动现金净流入额 20.82 亿元，同比环比均上升。

图表 19：公司经营活动现金净额季度变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 20：公司筹资活动现金净额季度变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、下半年展望：坚持内生外延成长模式，积蓄可持续发展动能

TFM 混合矿项目中区于今年上半年顺利投产，东区工程预计下半年投产；KFM 从建设阶段全面转入运营阶段。预计 2023 年刚果金铜钴板块分别贡献 36-42 万吨，4.5-5.4 万吨

磷板块在矿山端启动南区、东北区剥离，保证原矿品位稳定；选矿端开展降镁实验，提升选矿回收率。**铌板块**加快缩短两个铌选厂磨矿段工艺差距，有望大幅提升铌回收率；利用富余冶炼产能，开展铌外加工业务，增加利润点。加快推进磁铁矿、磷石膏及弱磁尾矿销售等开源项目，实现有价元素最大化利用。**钨钼板块**抢抓钨市场机遇，推进三道庄钨钼矿的纵深挖潜与上房沟钨矿的技术攻关。**澳洲矿区**加快 E22 可研设计和 E31/E31N 投产，全面改善平衡铜金入选品位，进一步提高设备运转率。

公司积极搜寻、筛选、调研优质项目，加大投资和并购力度。中国区东戈壁钨矿项目处于前期准备中，其资源量达 51 万吨钨金属量，平均品位在 0.115%，储量达 20 万吨钨金属量，品位在 0.139%。另公司继续深化与宁德时代合作，下半年将加快推进玻利维亚锂盐湖开发和非洲电池价值链项目的落地。

6、盈利预测及投资评级

预测公司 2023-2025 年收入分别为 1901.20、2068.31、2235.36 亿元，归母净利润分别为 87.13、107.96、129.32 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15.3、12.4、10.3 倍。

考虑到公司上半年刚果金 TFM 铜钴矿出口受阻，主要产品销量受到较大负面影响。上半年业绩大幅下滑，因此我们下调盈利预测。但是考虑到今年 5 月公司 TFM 铜钴出口已经

恢复，且 KFM 矿达到设计产能，下半年将持续贡献增量。叠加铜价已经恢复至较高位置等因素，因此我们维持“买入”评级。

7、风险提示

1) 公司产能增长不及预期；2) 公司铜、钴等主要矿产成本大幅上升；3) 产品价格大幅波动的风险；4) 海外开矿政治风险；5) 海外矿产运输影响再度发生；6) 公司业绩不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	172,991	190,120	206,831	223,536
现金及现金等价物	32,648	34,960	38,844	43,602	营业成本	156,926	170,435	183,549	196,597
应收款	5,199	5,714	6,216	6,718	营业税金及附加	1,235	1,357	1,477	1,596
存货	32,255	35,310	38,030	40,737	销售费用	97	107	116	126
其他流动资产	15,581	16,530	17,456	18,381	管理费用	1,791	1,968	2,141	2,314
流动资产合计	85,682	92,514	100,546	109,438	财务费用	1,808	776	667	534
非流动资产：					研发费用	389	427	465	502
金融类资产	5,995	5,995	5,995	5,995	费用合计	4,085	3,278	3,389	3,476
固定资产	28,056	34,381	35,367	34,320	资产减值损失	-20	-20	-20	-20
在建工程	13,659	5,464	2,185	874	公允价值变动	-1,611	-1,611	-1,611	-1,611
无形资产	19,448	18,475	17,503	16,579	投资收益	726	726	726	726
长期股权投资	1,934	1,934	1,934	1,934	营业利润	9,889	14,165	17,532	20,983
其他非流动资产	16,241	16,241	16,241	16,241	加：营业外收入	20	20	20	20
非流动资产合计	79,337	76,495	73,230	69,949	减：营业外支出	104	104	104	104
资产总计	165,019	169,008	173,776	179,387	利润总额	9,804	14,081	17,447	20,898
流动负债：					所得税费用	2,613	3,752	4,650	5,569
短期借款	20,108	20,108	20,108	20,108	净利润	7,192	10,328	12,798	15,329
应付账款、票据	3,957	4,332	4,665	4,997	少数股东损益	1,125	1,615	2,002	2,397
其他流动负债	24,307	24,307	24,307	24,307	归母净利润	6,067	8,713	10,796	12,932
流动负债合计	50,061	50,603	51,100	51,595					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	21,125	21,125	21,125	21,125	成长性				
其他非流动负债	31,796	31,796	31,796	31,796	营业收入增长率	-0.5%	9.9%	8.8%	8.1%
非流动负债合计	52,921	52,921	52,921	52,921	归母净利润增长率	18.8%	43.6%	23.9%	19.8%
负债合计	102,982	103,524	104,021	104,516	盈利能力				
所有者权益					毛利率	9.3%	10.4%	11.3%	12.1%
股本	21,599	21,599	21,599	21,599	四项费用/营收	2.4%	1.7%	1.6%	1.6%
股东权益	62,037	65,484	69,755	74,871	净利率	4.2%	5.4%	6.2%	6.9%
负债和所有者权益	165,019	169,008	173,776	179,387	ROE	9.8%	13.3%	15.5%	17.3%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	62.4%	61.3%	59.9%	58.3%
净利润	7192	10328	12798	15329	营运能力				
少数股东权益	1125	1615	2002	2397	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
折旧摊销	4337	2843	3216	3233	应收账款周转率	33.3	33.3	33.3	33.3
公允价值变动	-1611	-1611	-1611	-1611	存货周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
营运资金变动	4411	-3977	-3651	-3639	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	15454	9198	12753	15710	EPS	0.28	0.40	0.50	0.60
投资活动现金净流量	-7372	1870	2292	2358	P/E	22.0	15.3	12.4	10.3
筹资活动现金净流量	-5770	-6882	-8527	-10214	P/S	0.8	0.7	0.6	0.6
现金流量净额	2,312	4,187	6,518	7,854	P/B	2.6	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。