

2024年02月29日
河钢资源(000923.SZ)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

铁矿石

铁矿贡献业绩基本盘，铜二期预计打开成长空间

目 河北国资委控股，铜铁资源开发正当时

战略转型，从机械制造蜕变南非矿产开发运营。公司前身为成立于1950年的宣化工程机械厂，2017年通过对四联香港的全资收购，公司由机械制造正式向矿产开发转型，开始从事南非帕拉博拉铜矿、磁铁矿和蛭石矿的开发、运营和销售业务。国资委控股河钢集团为第一大股东，享有矿产开发协同优势。截止至2023年三季度末，河钢集团持有公司34.59%的股份，是公司第一大股东。

目 南非铁矿开采销售为利润主要来源，铜矿潜力可期

- 截止至2022年底，公司尚有约1.4亿吨磁铁矿地面堆存，平均品位为58%。PC仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提高到62.5%至64.5%。磁铁矿除了少量供给南非厂商外，大部分通过出售给中国钢铁企业。2023年上半年铁矿石营收占比66%，较2022年减少4.6pct，毛利率为79.61%，较2022年下滑6.76pct。
- 铜板块，公司当前运营项目为铜一期，原矿产能1000万吨/年，但资源已逐步枯竭，据公司投资者问答，铜二期预计2024年底投产，铜二期项目原矿平均品位0.8%，设计产能1100万吨，对应铜金属量7万吨以上，铜二期生产和运营期限可以持续15年。同时，在冶炼产能方面，据公司公告，公司对冶炼加工装置进行了改造升级，铜冶炼设计产能为8万吨，产品附加值将得到进一步提升。2023年上半年铜板块营收占比21.8%，较2022年增加2.5pct，毛利率为-1.54%，较2022年下滑3.62pct。
- 蛭石板块，PC蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的1/3左右，由于PC蛭石矿优质的品位和质量，PC和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向欧洲和亚洲客户出口供应蛭石。2023年上半年蛭石板块营收占比9.7%，较2022年增加1.8pct。

目 宏观压制减弱叠加供需格局趋紧，铜价易涨难跌

美联储加息周期基本结束，利率提升对铜价的压制减弱，国内宏观政策支持不断，国内外库存周期有望迎来共振上行，补库周期下铜价强势表现可期。基本面方面，供应端资本开支处于低位，后续供给增长乏力，铜矿项目投放幅度逐年收窄，我们梳理2023年全球重点铜矿产量，预计同比增长约72.1万吨，2024年预计同比增长约54.6万吨，2025年预计同比增长约32.8万吨。

投资评级	买入-A 首次评级
6个月目标价	21.0元
股价(2024-02-28)	15.18元

交易数据	
总市值(百万元)	9,908.43
流通市值(百万元)	9,531.43
总股本(百万股)	652.73
流通股本(百万股)	627.89
12个月价格区间	12.42/17.26元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.5	-6.7	14.8
绝对收益	-4.0	-8.6	-0.5

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

洪璐 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524010005

honglu1@essence.com.cn

相关报告

国内铁矿石缺口持续存在，供需双增铁矿价格预计平稳

我国铁矿石资源储量充足，但贫矿复合矿占比居多。据自然资源部，截至 2022 年底，我国的铁矿石储量有 162.46 亿吨，占全球储量 11%，位于世界第四名，但是我国的铁矿石含铁量平均为 34.5%，低于世界平均水平。国内铁矿石供应仍难以满足经济增长需要，2023 年国内经济持续温和复苏，铁矿需求增长强劲。根据海关进口数据显示，2023 年我国铁矿石进口数量 11.8 亿吨，同比上涨 6.6%，国内铁矿石原矿产量为 9.91 亿吨，同比增长 7.1%。2024 年，随着主流矿山上在产能扩张，发运量预计同比增多，需求端持续修复下供需双增，铁矿价格预计维持平稳。

投资建议：

我们预计 2023/2024/2025 年公司将实现营业收入分别为 53.87 亿元、62.68 亿元、67.81 亿元，实现净利润分别为 9.50 亿元、11.45 亿元、13.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.46、1.75、2.06 元/股，目前股价对应 PE 为 10.7、8.8、7.5 倍。我们选取同业铁矿和铜矿公司进行估值对比，给予 2024 年 12 倍 PE，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 21.0 元/股。

风险提示：项目进度不及预期，原材料价格波动风险，境外经营政策风险，预测假设及模型误差超预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,567.0	5,053.1	5,387.4	6,268.2	6,781.2
净利润	1,301.3	666.3	949.8	1,144.5	1,344.1
每股收益(元)	1.99	1.02	1.46	1.75	2.06
每股净资产(元)	12.33	13.72	16.66	18.05	19.65

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	7.8	15.2	10.7	8.8	7.5
市净率(倍)	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
净利润率	19.8%	13.2%	17.6%	18.3%	19.8%
净资产收益率	16.2%	7.4%	8.7%	9.7%	10.5%
股息收益率	1.9%	1.9%	1.6%	2.3%	3.0%
ROIC	44.5%	22.1%	24.6%	32.0%	38.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 河北国资委控股，钢铁资源开发正当时.....	5
1.1. 战略转型，从机械制造蜕变南非矿产开发运营.....	5
1.2. 南非铁矿开采销售为利润主要来源，铜矿潜力可期.....	6
1.3. 走出灾害阴霾，盈利同比预增.....	8
2. 铜二期 2024 年底完工，贡献业绩弹性.....	10
2.1. 铜二期工程建设有序推进，计划 24 年底完工.....	10
2.2. 铜行业：供需格局趋紧，铜价或维持上行趋势.....	12
2.2.1. 低库存趋势配合宏观驱动，铜价易涨难跌.....	12
2.2.2. 供给端：铜矿资本开支处于低位，后续供给增长乏力.....	13
2.2.3. 需求端：国内宏观支持政策不断，期待内外库存周期共振上行.....	15
3. 低成本高品位铁矿供应商，现金流稳健业绩基本盘扎实.....	15
3.1. 公司优势之一：矿区交通便利，成熟的铁矿加工工艺.....	15
3.2. 公司优势之二：生产高品位铁矿，铜二期释放新堆存.....	16
3.3. 公司优势之三：拓宽运输途径，海运成本稳定.....	17
3.4. 国内铁矿石缺口持续存在，供需双增铁矿价格预计平稳.....	18
4. 蛭石资源禀赋优越，产销平稳.....	20
5. 盈利预测.....	22
6. 风险提示.....	22

目 录

图 1. 公司股权架构（截止至 2023 年三季度末）.....	6
图 2. 近年来公司主要产品的营收占比.....	7
图 3. 对比公司毛利率（%）.....	7
图 4. 期货收盘价 LME 铜（3 月）（美元/吨）.....	8
图 5. 普氏铁矿石价格指数（美元/吨）.....	8
图 6. 公司利润总额及同比（亿元，%）.....	8
图 7. 公司营业现金比率.....	8
图 8. 公司营业收入及同比（亿元，%）.....	8
图 9. 公司归母净利和扣非归母净利（亿元，%）.....	8
图 10. 公司三费费用及占比（亿元，%）.....	9
图 11. 公司销售毛利率、销售净利率（%）.....	9
图 12. 公司资产负债情况（亿元）.....	9
图 13. 公司 ROE 及销售净利率.....	9
图 14. 公司经营性现金流及净利润（亿元）.....	10
图 15. 可比公司资产周转率（倍）.....	10
图 16. 帕拉博拉矿一期、二期结构图.....	10
图 17. 铜产品产销量及同比增速.....	11
图 18. 铜产品毛利率变动.....	11
图 19. 铜产品单吨成本（万元/吨）.....	12
图 20. 铜收盘价.....	13
图 21. 铜库存处于历史低位.....	13
图 22. 美国与欧洲制造业 PMI.....	13
图 23. 美国消费者信心指数.....	13
图 24. 海外铜矿企资本性支出（亿美元）.....	14

图 25. IGSB 全球矿山产能 (千吨)	14
图 26. 铜价和中国库存同比(美元/吨, %)	15
图 27. 中美名义库存同比	15
图 28. 国内有色金属上中下游产成品存货期末同比 (%)	15
图 29. 国内有色金属上中下游营业收入累计同比 (%)	15
图 30. 矿产与港口地理位置	16
图 31. 公司铁矿开采流程	16
图 32. 铁矿石品位 (%)	17
图 33. 公司铁矿石产量、销量 (千吨)	17
图 34. 铁矿石单位营业成本 (元/吨)	18
图 35. 公司运输费 (亿元)	18
图 36. 波罗的海运费指数	18
图 37. 我国进口金额前十的产品 (亿元)	18
图 38. 2022 年全球铁矿石储量 (%)	19
图 39. 2023 全球铁矿石发运量 (%)	19
图 40. 历年全球铁矿石产量 (千吨, %)	19
图 41. 历年铁矿石发运量 (万吨)	19
图 42. 我国铁矿石进口数量、均价 (亿吨, 美元/吨)	20
图 43. 我国铁矿石进口均价 (美元/吨)	20
图 44. 我国钢材产量及增速 (亿吨, %)	20
图 45. 中国制造业和建筑业固定资产投资完成额累计同比 (%)	20
图 46. 蛭石产销量情况	21
图 47. 蛭石营收情况	21
图 48. 2023 年蛭石产量国家分布情况	21
图 49. 2023 年蛭石储量国家分布情况	21
图 50. 2018-2023 年全球蛭石产量	22
图 51. 中国未膨胀的蛭石和珍珠岩进口月均价 (美元/吨)	22
表 1: 历史沿革	5
表 2: 铜一期、二期资源储量及品位	11
表 3: 2023 年中铜二期项目资本投入及进度	12
表 4: 全球重点铜矿产量增长情况预测	14
表 5: 浮选、磁选工艺	16
表 6: 我国铁矿石主要上市企业	18
表 7: 四大矿山未来展望	19
表 8: 可比公司估值表	22

1. 河北国资委控股，钢铁资源开发正当时

1.1. 战略转型，从机械制造蜕变南非矿产开发运营

河钢资源致力于南非矿产资源开发，主要业务为铜、铁矿石和蛭石的开采、加工、销售。公司前身为成立于 1950 年的宣化工程机械厂，主营业务为推土机制造和工程机械产品生产。2010 年，随着公司控制权转移到河北钢铁，公司除了原本业务之外，也增加了工矿配件、冶金机械、环保机械、矿山机械的生产等业务。随后受工程机械行业市场需求疲软的影响，公司盈利能力持续低迷，2017 年通过对四联香港的全资收购，公司由机械制造正式向矿产开发转型。这一收购意味着公司在资源领域的正式布局，开始从事南非帕拉博拉铜矿、磁铁矿和蛭石矿的开发、运营和销售业务。

股权变更伴随战略转型，矿产资源成长可期

省国资委接手宣工，宣工实现扭亏为盈。由于宣工集团产品落后加之身陷财务危机，2006 年宣化工程机械集团的破产导致公司控股权由宣工发展接管，2007 年河北省国资委通过与欧力重工、福田重机签署三方股权转让协议，以 10000 万元获得宣工发展 19.01% 的股份，后续通过股权受让的形式，实现对宣工发展的 100% 控股。随后工程机械市场改善，国内外市场需求复苏，宣工发展抢抓两个市场并趁势大力推进产品结构调整，实现扭亏为盈。2008 年 Q1 公司营业收入比上年同期增长 35.70%，恢复交易并更名为河北宣工。2010 年，河北国资委将河北宣工委托河北钢铁集团管理，发挥工程机械制造行业与钢铁行业联动性。

公司收购四联香港，布局矿产业务。2017 年，河北宣工通过非公开发行购买的方式以 288,599 万元收购河钢集团、天物集团、俊安集团通所持四联香港的 100% 股份，进而控制 PMC 公司 80% 股份。四联香港通过控股公司 PMC 公司间接持有 PC 公司 74% 的股权实现对南非 Palabora 铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿冶炼业务的布局。同年，公司通过向长城资产、林丽娜等投资者非公开发行股份，成功募集了约为 26 亿元的配套资金，用于 PC 公司铜矿二期项目建设，解决资金不足的问题。收购完成后，公司矿产品资源板块营收占比持续达到 90% 以上，2019 年底经深圳证券交易所核准，公司证券简称自 2019 年 12 月 31 日起由“河北宣工”变更为“河钢资源”。

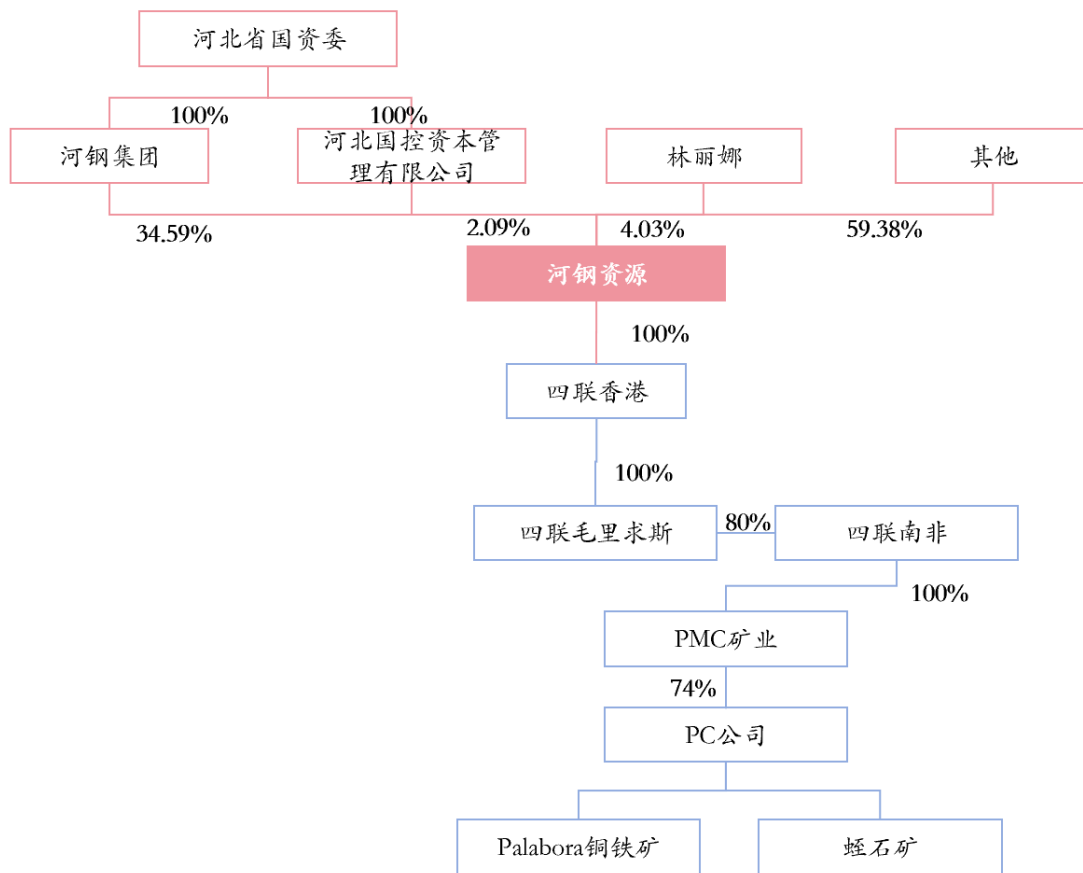
表1：历史沿革

时间	事件
1950	公司前身宣化工程机械厂成立，是中国生产制造推土机等工程机械系列产品及零部件的大型国有企业。
1996	宣化工程机械集团有限公司成立
1999	河北宣化工程机械股份有限公司挂牌上市
2006	宣化工程机械集团破产，公司控股权由宣工发展接管
2007	河北省国资委实现对宣工发展的 100% 控股
2008	宣工发展恢复交易并更名为河北宣工。
2010	河北国资委将河北宣工委托河北钢铁集团管理
2013	河钢集团牵头中方联合体通过香港四联收购 PMC 公司
2017	河北宣工购买香港四联 100% 股权完成重组，由机械制造向矿产开发转型。
2019	河北宣工完成战略转型发展，出售工程机械板块业务，并更名为河钢资源股份有限公司

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

国资委控股河钢集团为第一大股东，享有矿产开发协同优势。截止至 2023 年三季度末，河钢集团持有公司 34.59% 的股份，是公司第一大股东。2008 年，河北省国资委出资建立了河钢集团，经过十几年来年的发展，已形成以钢铁为主业，矿山资源、金融服务、装备制造、现代物流等相关产业协同发展的产业格局。2017 年，河钢集团将控制的铜矿、铁矿等业务交由河钢资源管理。截至 2022 年底，河钢集团资产总额达 5396 亿元，营业收入 4007 亿元，世界 500 强排名第 189 位。

图1. 公司股权架构（截止至 2023 年三季度末）



资料来源：Wind，公司公告，国投证券研究中心

1.2. 南非铁矿开采销售为利润主要来源，铜矿潜力可期

公司主营业务集中在铜和铁矿石的开采、加工与销售。公司的主要产品包括铜产品、磁铁矿和蛭石。据公司公告，旗下的PC是南非最大的铜棒/线生产商，其终端客户销售稳定。南非作为非洲第二经济体，基础设施发展潜力巨大，对铜棒/线的需求将保持稳步增长。据公司公告，目前PC公司铜一期项目临近闭坑，铜二期项目目前进入前期试生产阶段，2024年年底实现铜二期项目的投产，2026年实现满产，铜矿生产和运营将持续15年，预计为公司提供新盈利增长点。

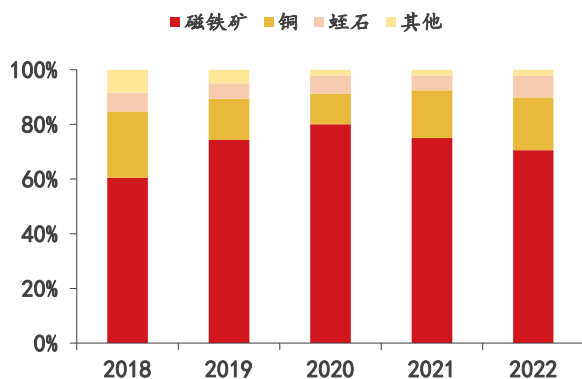
磁铁矿板块：高品位，低成本，高毛利率。公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，经过几十年的铜矿生产，截止至2022年底，公司尚有约1.4亿吨磁铁矿地面堆存，平均品位为58%。同时，井下生产将每年新增磁铁矿产品。PC仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提高到62.5%至64.5%。受益于高品位，在磁铁矿生产成本方面，与国内外铁矿山相比公司有较大优势。公司磁铁矿的毛利率依旧稳定在80%左右。随着铜二期的投产，预计每年新增地面堆存189.92万吨，平均铁矿石品位可达62%。磁铁矿除了少量供给南非厂商外，大部分通过出售给中国钢铁企业。2023年上半年铁矿石营收占比66%，较2022年减少4.6pct，毛利率为79.61%，较2022年下滑6.76pct。

铜板块：公司当前运营项目为铜一期，原矿产能1000万吨/年，但资源已逐步枯竭，据公司投资者问答，铜二期预计2024年底投产，铜二期项目原矿平均品位0.8%，设计产能1100万吨，对应铜金属量7万吨以上。旗下的PC是南非最大的铜产品生产企业，铜产品包括铜精矿、阴极铜、铜线等，绝大部分在当地销售。公司的铜矿开采与冶炼团队由经验丰富的生产管理及工程技术专业人员组成，具备出色的生产和管理经验。旗下的PC是南非最大的铜线生产商，历经力拓公司管理，建立了世界领先、运营规范的生产管理体系，获得ISO9001(2008)

认证。PC 在南非铜市场的卓越表现，使其成为该地区铜产品的重要供应商。2023 年上半年铜板块营收占比 21.8%，较 2022 年增加 2.5pct，毛利率为-1.54%，较 2022 年下滑 3.62pct。

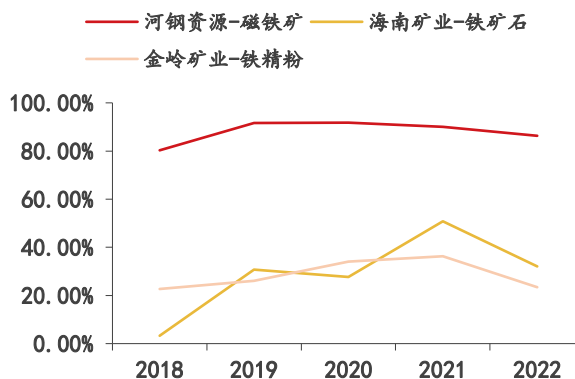
蛭石板块：PC 蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的 1/3 左右，由于 PC 蛭石矿优质的品位和质量，PC 和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向欧洲和亚洲客户出口供应蛭石。2023 年上半年蛭石板块营收占比 9.7%，较 2022 年增加 1.8pct。

图2. 近年来公司主要产品的营收占比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图3. 对比公司毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

受美联储高利率压制，2023 年铜价同比小幅下跌，2023 年全年均价 8525 美元/吨，同比下跌 2.97%。2023 年年初国内防控放开后刺激政策频出，经济复苏预期浓厚，美国及欧洲部分经济数据显示经济软着陆概率增加，LME 铜 (3 个月) 的期货收盘价上探至全年最高点 9364 美元/吨。4-5 月，美国一季度 GDP 大幅放缓，就业及经济数据表现不佳，欧美 PMI 数据再度点燃海外衰退预期，美债问题引发市场恐慌，再叠加国内社融、房地产投资等多项经济数据疲软，铜价重心下移，铜价跌至 7891 美元/吨。6 月初随着美债上限协议达成以及美联储 6 月暂停加息，海外市场风险偏好有所修复，同时国内政策刺激预期逐渐升温，宏观情绪逐步转向乐观，年底随着美国降息周期预期开启、国内外铜库存持续处于历史低位等因素支撑，LME 铜价重新攀升。

铁矿石价格高位震荡，全年价格走势呈 N 字型。2023 年青岛港 62%品位铁矿石价格同比微跌，2023 年全年均价 119.75 美元/吨，同比微跌 0.31%；青岛港 58%品位的铁矿石价格同比上涨，全年均价 103.86 美元/吨，同比 10.34%。2023 年初宏观预期持续向好，市场对春节后的复工复产预期走强，乐观情绪蔓延，黑色系价格持涨运行。随后 3-5 月，海外金融风险市场信心承压叠加宏观数据持续走低，“双焦”预期过剩，成材负反馈发酵，宏观与产业利空共振，黑色系价格下行。年中，成材“淡季不淡”特征凸显，钢厂由于利润修复生产积极性提高，日均铁水产量维持 240 万吨以上的高位，原料铁矿石价格带动黑色系价格触底反弹；三季度由于“金九银十”预期，铁水产量持续走高创年内新高，铁矿石价格进一步上涨。四季度，宏观氛围持续转暖，“万亿元国债”、城中村改造与“三大工程”陆续落地，中央政治局会议定调 2024 年经济，市场情绪得以提振，再叠加高铁水低库存下，铁矿石价格持涨运行。

图4. 期货收盘价 LME 铜 (3月) (美元/吨)



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

图5. 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)

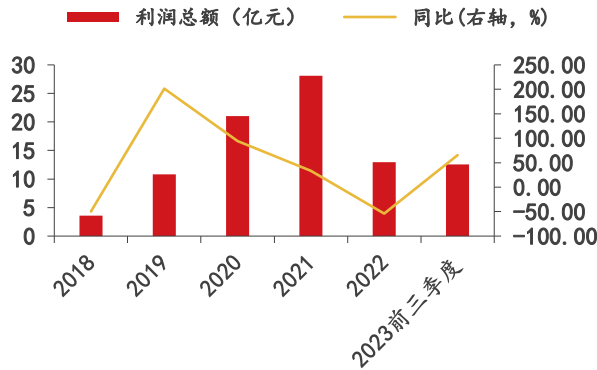


资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

1.3. 走出灾害阴霾，盈利同比预增

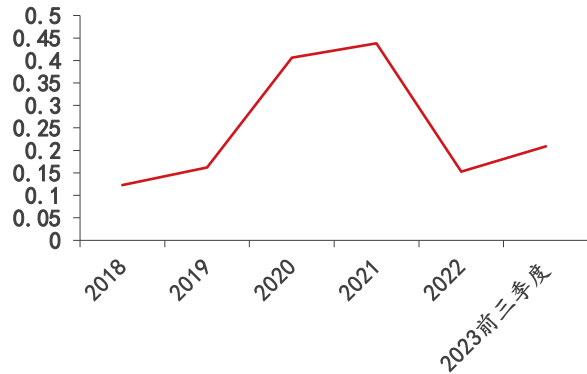
2023年上半年受南非严重洪涝灾害以及大规模限电事件影响，公司业绩有所下滑，但通过补发运亏欠量，2023年总体实现业绩上涨。根据公司2023年业绩预告，公司预计实现归母净利润为8.5亿元-10.5亿元，较上年同期增长27.57%-57.59%，扣非归母净利润为8.56亿元-10.56亿元。2023年前三季度公司实现归母净利润6.67亿元，同比下降61.36%。其中2023年第三季度，根据公司公告，通过加大低品矿销售，公司第三季度单季度实现营业收入同比上升69.63%，归母净利润2.86亿元，同比上升1332.8%。2022年受矿价下跌和海运成本提高，公司归母净利润为6.66亿元，同比下降48.8%。

图6. 公司利润总额及同比 (亿元, %)



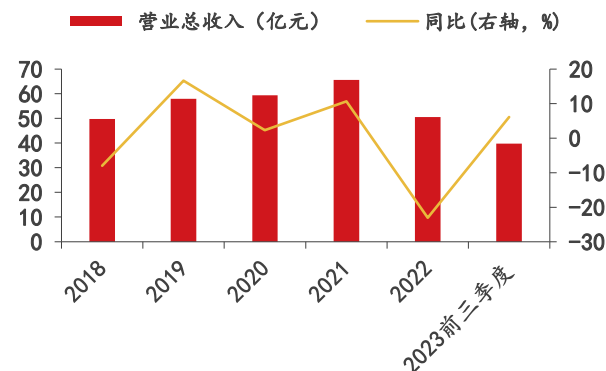
资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

图7. 公司营业现金比率



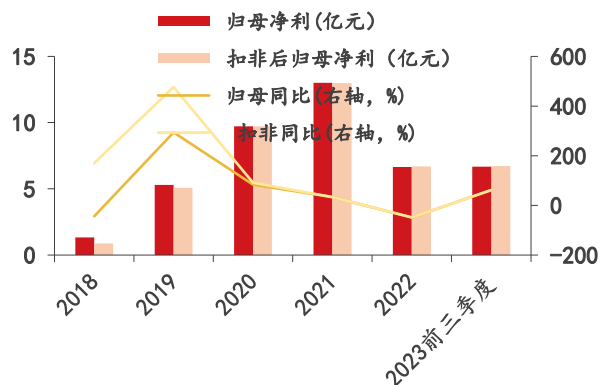
资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

图8. 公司营业收入及同比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

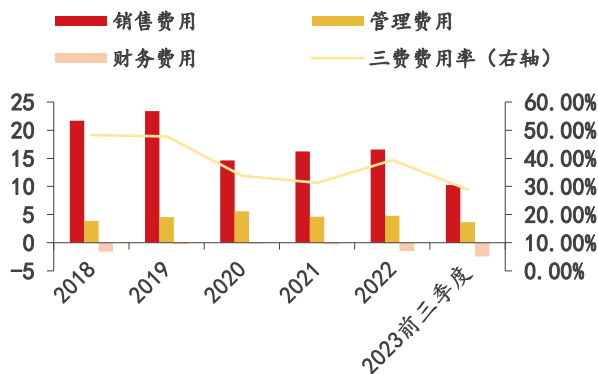
图9. 公司归母净利和扣非归母净利 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

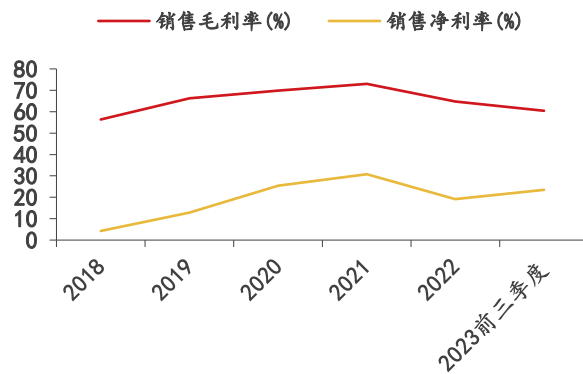
三费中销售费用占比最高，受海运影响较大。铁路运输成本较高，公司通过签订长期协议的形式平滑价格波动。2023 年前三季度，公司三费合计 11.52 亿元，其中销售费用 10.27 亿元，同比减少 1.66 亿元；前三季度销售费用率 28.92%，较 2022 年底下降 10.45pct。2023 年一季度，受南非因限电及恶劣天气宣布进入“灾难状态”，影响到公司使用远港理查港的装载效率，公司多数订单延期，销售减少导致销售费用下滑。2023 年前三季度财务费用为负，主要是利息费用减少、汇兑损益增加等原因。

图10. 公司三费费用及占比 (亿元, %)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图11. 公司销售毛利率、销售净利率 (%)

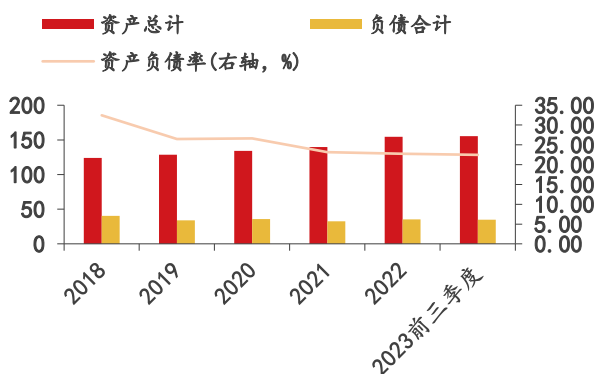


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

净利率改善，有望带动 ROE 上升。通过对四联香港的收购，2017 年公司成功实现业务转型，公司净利率显著改善，ROE 相应提高，2022 年受到铁矿石价格及海运费波动影响，公司净利率下降至 19.14%，ROE 降至 7.4%，2023 年前三季度净利率回升至 23.42%，ROE 为 7.34%。

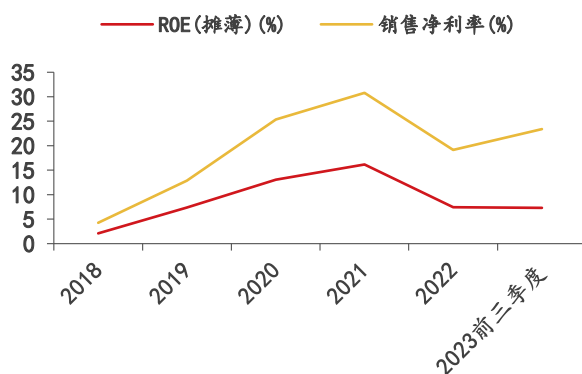
资产负债率偏低，经营性现金流状况良好。2018 年以来，公司资产小幅增长，负债水平保持稳定，资产负债率平稳偏低，2023 年三季度为 22.47%。2023 年三季度公司资产周转率为 0.26，与可比公司略有差距。公司经营性现金流状况良好，2022 年受大宗商品价格下降等因素影响，公司收入及利润有所下降，销售商品、提供劳务收到的现金下降较 2021 年减少 31.27%，经营性现金流为 7.72 亿，同比下降 73.16%。2023 年前三季度公司经营性现金流为 8.33 亿，较 2022 年提升 0.61 亿，经营性现金流净额/净利润为 0.89。较 2022 年提升 0.09。

图12. 公司资产负债情况 (亿元)



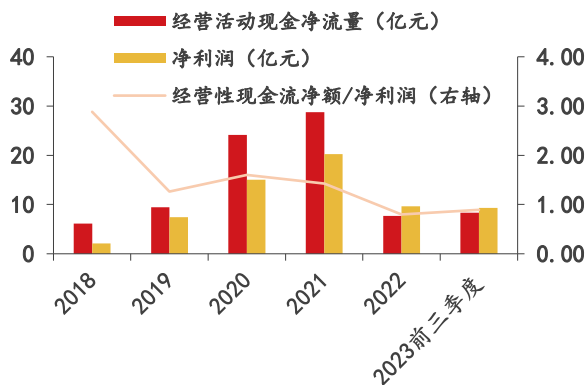
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图13. 公司 ROE 及销售净利率



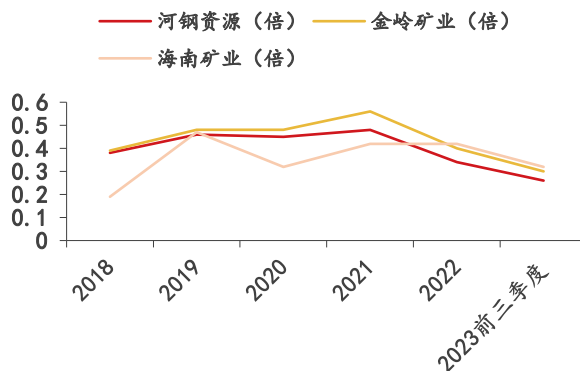
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图14. 公司经营性现金流及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图15. 可比公司资产周转率（倍）



资料来源：I find，国投证券研究中心

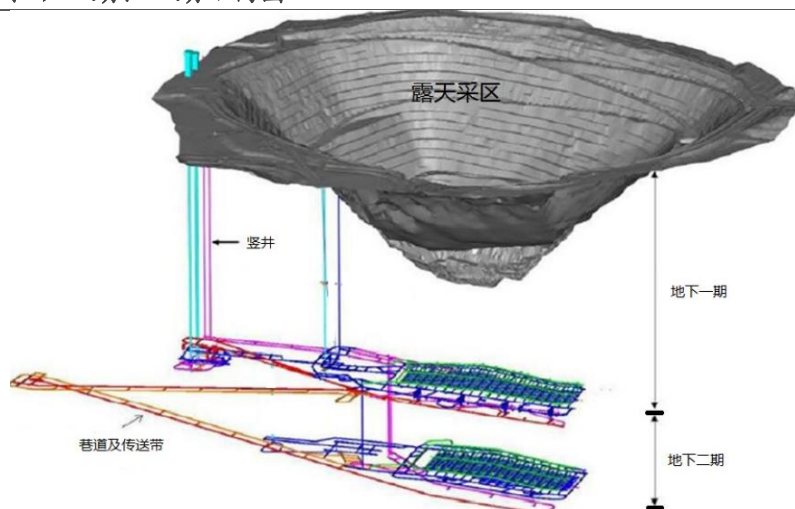
2. 铜二期 2024 年底完工，贡献业绩弹性

公司铜业务主要依托于 PC 公司，终端客户充足且稳定。据公司公告，公司铜业务的主体资产为南非的帕拉博拉铜矿，河钢资源通过南非 PC 公司持有其 59.2% 的权益。PC 公司铜矿为铜铁伴生矿，采用机械化分块崩落开采法，原矿经破碎、研磨、浮选后形成铜精矿，再经熔炼、精炼、延压，即可得到阳极铜、电解铜、铜棒、铜线等铜产品。帕拉博拉铜业公司从采选到冶炼、销售全产业链布局，主要铜产品绝大部分在当地销售，是南非最大的铜线生产商。南非作为非洲第二经济体，基础设施发展潜力巨大，对于铜线的需求保持稳步增长，公司铜产品终端客户充足且稳定。

2.1. 铜二期工程建设有序推进，计划 24 年底完工

公司铜矿开采项目包括一期与二期项目，计划二者有序衔接。铜矿一期与二期项目位于同一区域（采矿权证号为 LP116MRC、LP118MRC、LP121MRC），铜一期项目开采标深为地下 420m 到地下 820m，铜二期开采标深为地下 820m 到地下 1300m。上世纪 50 年代开始开采铜矿，经历了露天和井下一期开采，目前正在建设井下二期工程。一期项目生产规模为 1000 万吨原矿/年，资源已经逐渐枯竭，原计划于 2017 年停产，后续由铜矿二期项目衔接，但受到南非疫情影响，铜矿二期至今还未能完全投产，公司通过优化采矿点放料，力争在保证铜品位的前提下使铜一期预期寿命延长至 2023 年下半年，以实现铜一期与铜二期有序衔接。

图16. 帕拉博拉矿一期、二期结构图



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

铜二期项目设计产能 7 万吨，生产和运营期限可持续 15 年。根据公司公告，截至 2016 年 4 月，铜一期保有资源储量为矿石量 1021.28 万吨，铜金属量 6.95 万吨，平均品位为 0.68%，

全铁金属量 198.29 万吨，平均地质品位 19.42%，设计原矿产能 1000 万吨/年，原计划 2017 年底停产。铜二期评估利用资源储量为矿石量 12051.95 万吨，其中铜金属量 96.48 万吨、平均地质品位 0.80%，全铁金属量 1633.23 万吨，平均地质品位 13.55%，设计原矿产能 1100 万吨/年，对应铜金属量 7 万吨以上。铜二期生产和运营期限可以持续 15 年。

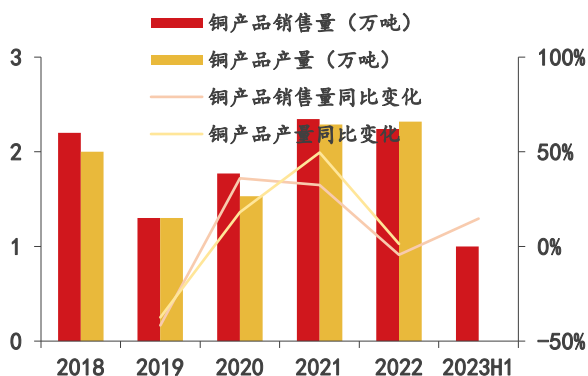
表2：铜一期、二期资源储量及品位

项目	利用资源储量(万吨)	设计原矿产能(万吨)	金属种类	品位	金属量(万吨)
铜一期	1021.28	1000	铜	0.68%	6.95
			全铁	19.42%	198.29
铜二期	12051.95	1100	铜	0.80%	96.48
			全铁	13.55%	1633.23

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

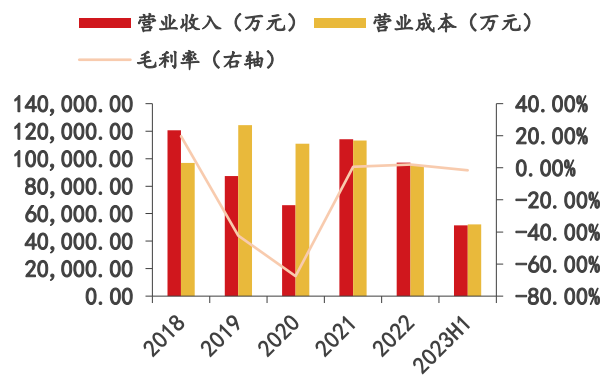
公司原铜板块毛利自 2021 年扭亏为盈，产能利用率较低仅维持盈亏平衡。按照公司原计划，铜矿一期于 2017 年停产，铜矿二期则将于 2017 年底建成，2018 年投产，但受到南非疫情影响，铜矿二期的前期工程进度缓慢，公司目前还处于铜一期与铜二期的过渡阶段，距离铜矿二期项目达产仍有一定距离。据公司公告，铜产品的产销量方面，铜一期由于已步入开采后期，其产量远低于设计产能，自 2021 年起，铜产品年产销量便稳定在 2 万吨左右，难以实现较大突破，一定程度拖累营收表现；铜板块盈利能力方面，公司铜业务毛利在 2019-2020 年处于亏损状态，2021 年后铜价大幅上涨，铜业务盈利好转，但毛利仅维持盈亏平衡。

图17. 铜产品产销量及同比增速



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图18. 铜产品毛利率变动



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

铜二期项目带来量增，铜板块业绩预期迎来提升。据公司 2023 年 9 月公告，铜二期第一台破碎机已完成对机器设备的安装调试，进入前期试生产阶段；随着破碎机投入使用，铜二期原矿可开始逐步产出，提升公司铜产品产量。据铜二期采矿权评估报告，铜矿二期从建成到实现 1100 万吨的原矿产能目标需三年，试产期生产负荷分别为 50%、70%、90%，达产后年产量将达 1100 万吨。Cu 平均地质品位 0.80%、TFe 平均地质品位 13.55%、生产规模 1100 万吨原矿/年；满负荷矿山服务年限 15 年 4 个月；采选固定资产总投资合计 85,081.99 万美元（人民币 598,699.80 万元）；采选单位总成本费用 21.63 美元/吨原矿。产品方案为铜精矿（含 Cu 30%、含 Au 2.1 克/吨、含 Ag 37.6 克/吨，选矿回收率 88%）、铁精粉（品位 64.5%，产率 17.57%）。同时，在冶炼产能方面，据公司公告，公司对冶炼加工装置进行了改造升级，铜冶炼设计产能为 8 万吨，产品附加值将得到进一步提升。

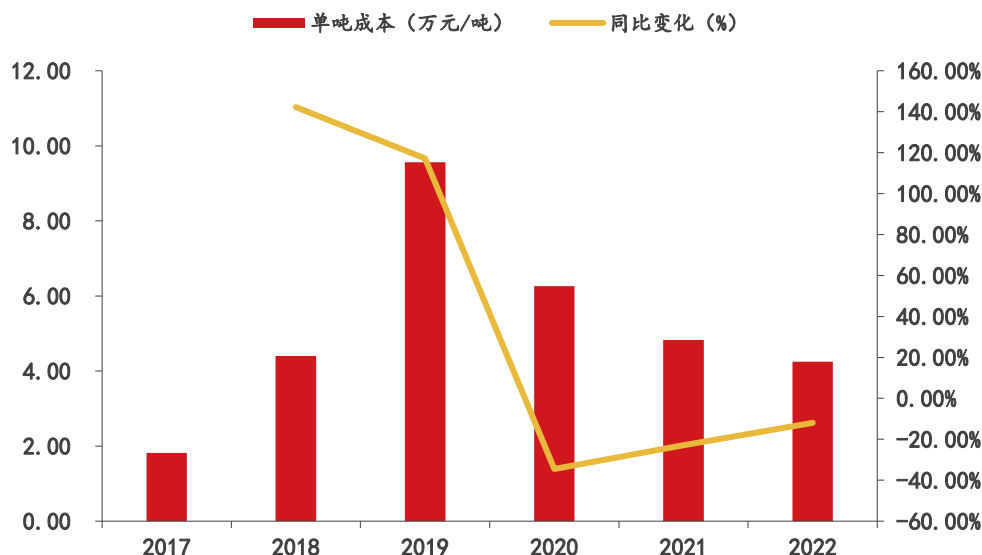
表3：2023年中铜二期项目资本投入及进度

项目名称	已累计投入募集资金 (万元)	在建工程账面价值 (万元)	工程进度	达到预定可使用状态日期	2023H1 实现的收益 (万元)
铜矿二期建设	277,884	490,405	86.60%	2024.12.31	7006

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

铜二期达产后单位成本有望下行。成本方面，据公司公告，铜一期项目在2020-2022年的铜单位营业成本分别为6.26/4.83/4.25万元/吨；由于铜一期项目已进入开采后期，资源面临枯竭，其开采量及品位大幅下降，同时，浮选及冶炼设备老化，故障频繁，停产检修维护时间增长，以上诸多因素共振导致铜产品的销量偏低，成本处于高位。据公司2023年中报披露，铜矿二期建设资金来源包括自有资金和募集资金，2023年上半年铜二期在建工程账面余额达49.04亿元，工程累计投入占预算比例81.91%，工程进度86.6%，在2023年上半年已实现效益7006万元，预计未来随着铜二期项目稳步运行，公司铜板块产能提升的同时资源品位也将得到有效拉动，有望助力单位成本下行。

图19. 铜产品单吨成本 (万元/吨)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2.2. 铜行业：供需格局趋紧，铜价或维持上行趋势

2.2.1. 低库存趋势配合宏观驱动，铜价易涨难跌

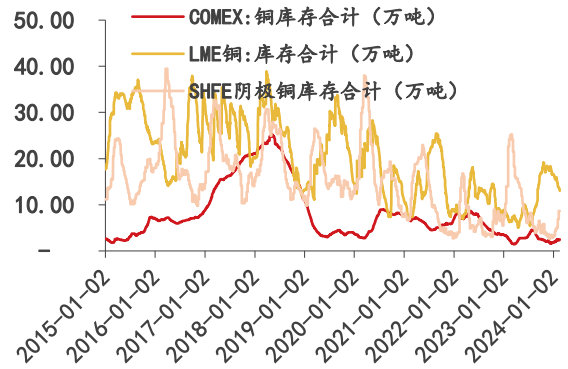
铜的宏观驱动来自国内外两方面。海外而言，美联储加息周期基本结束，利率提升对铜价的压制减弱，美国制造业PMI处在筑底状态，未来海外制造业周期回暖有望提振铜价。国内而言，国内宏观政策支持不断，国内外库存周期有望迎来共振上行，有色金属行业已逐渐步入主动补库存周期，补库存周期下铜价强势表现可期。

图20. 铜收盘价



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心测算

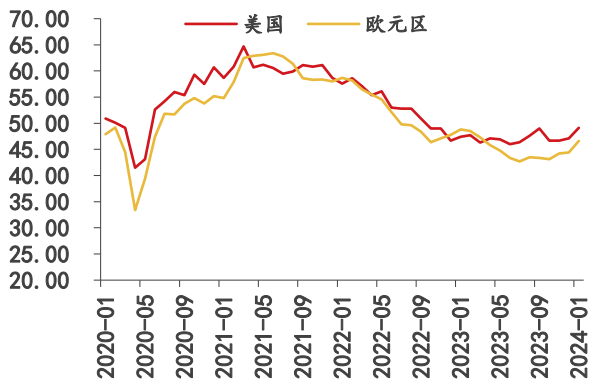
图21. 铜库存处于历史低位



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心测算

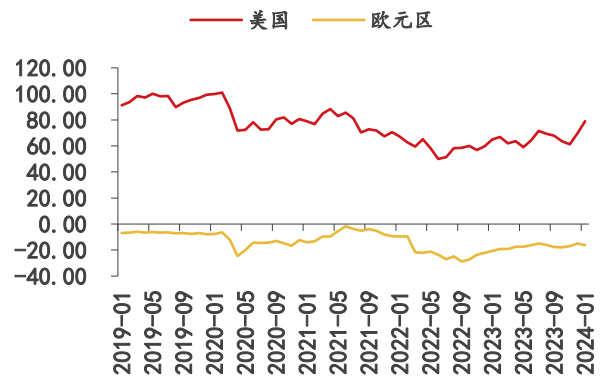
海外消费具备韧性，金属需求稳健。据供应管理协会 ISM 公布数据，欧美制造业 PMI 数据好于预期，美国 1 月制造业 PMI 初值为 50.3，为 15 个月最高，欧洲制造业 PMI 为 47.2，较上月上升 1.4 个百分点，虽然欧洲制造业恢复速度较上月加快，但整体仍处于弱势运行的格局。据美国商务部公布数据，欧美消费者信心较强，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数初值微升 0.6 点至 79.6，为 2021 年 7 月以来的最高水平。通胀虽有粘性，降息之路虽曲折但重启降息预期下，铜价上行仍有支撑。

图22. 美国与欧洲制造业 PMI



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心测算

图23. 美国消费者信心指数

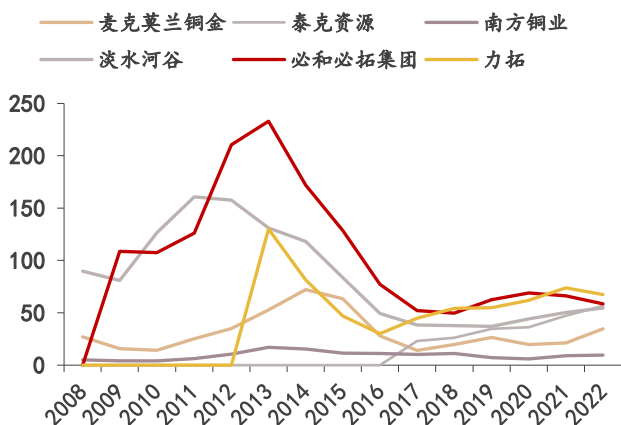


资料来源: Ifind, 国投证券研究中心测算

2.2.2. 供给端：铜矿资本开支处于低位，后续供给增长乏力

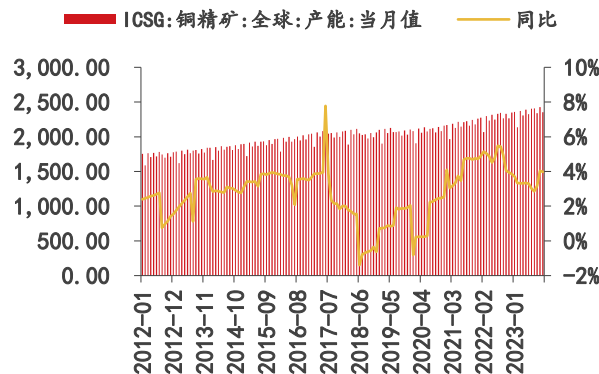
据 Bloomberg，必和必拓、麦克莫兰铜金、泰克资源等 6 家世界主要海外铜矿企业目前资本性开支处于历史较低水平，2013-2014 年，以上 6 家铜企的资本开支攀至历史高点，而后一路下行，自 2017 年至今始终保持低位震荡；铜矿的开发周期通常在 6-8 年，2015-2017 年的资本开支基本对应 2023-2025 年的投产周期，因此 2023 年全球铜矿产能实现高放量，但后续铜矿供给预期逐步放缓。

图24. 海外铜矿企资本性支出 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, 国投证券研究中心测算

图25. ICSG 全球矿山产能 (千吨)



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心测算

据各公司公告, 2023-2024 年全球铜矿投产项目较多, 其中, 2023 年重点铜矿产量预计同比增长约 72.1 万吨, 2024 年预计同比增长约 54.6 万吨, 2025 年预计同比增长约 32.8 万吨, 现有铜矿产量增幅在逐年收窄, 未来矿端供给增长乏力。随着铜矿供应端收紧, 诸多铜企下调产量目标。据 SMM, 2023 年铜矿供应端干扰率较去年上升 2pct 至 4.8%, 多家海外矿企下调产量预期。如 Codelco 将铜年产量预期自 135-145 万吨下调至 131-135 万吨, Freeport 将铜年产量预期自 186 万吨下调至 181 万吨。英美资源将 2023 年铜产量预期从 83-87 万吨下调至 82.5 万吨, 将 2024、2025 年的铜产量预期分别从 91-100 万吨、84-93 万吨下调至 73-79 万吨、69-75 万吨。

表4: 全球重点铜矿产量增长情况预测

公司	国家	项目	铜矿产量预测 (万吨)			
			2022	2023E	2024E	2025E
泰克资源 Teck	智利	Quebrada Blanca	0.96	6.28	25.25	29.5
紫金矿业	刚果金	Kamoa-Kakula	33.3	39.355	46.5	50
五矿资源	秘鲁	Las Bambas	25.48	30.2	30	30
自由港 Freeport	印度尼西亚	PT Freeport Indonesia	71.09	75.29	78.92	82.92
洛阳钼业	刚果金	KFM	0	8	15	15
淡水河谷 vale	巴西	Salobo	12.78	18.04	19.46	19.46
中铝集团	秘鲁	Toromocho	24.47	25.2	27.17	27.63
必和必拓 BHP	智利	Escondida	102.03	107.25	113	113
奥克泰迪 Ok Tedi	巴布亚新几内亚	Ok Tedi	10.3	11.43	12.97	13.88
紫金矿业	中国	Qulong	11.5	15.4	16.7	16.7
第一量子 First Quantum	巴拿马	Cobre Panama	35.04	33.08	20	25
智利国家铜业 codelco	智利	Salvador	1.99	2.99	4.49	4.49
Capstone	智利	Mantoverde	2.58	3.54	3.8	6
必和必拓 BHP	智利	Spence	24.78	24.4	23	23
诺里尔斯克镍业 Norilsk Nickel	俄罗斯	Norilsk Nickel	43.3	42.9	42.9	42.9
第一量子 First Quantum	赞比亚	Kansanshi	14.6	13.5	14	15
智利国家铜业 codelco	智利	Chuquibambilla	22.85	19.6	24	24
力拓 Rio Tinto	蒙古	Oyu Tolgoi	13	17	25	35
洛阳钼业	刚果金	TFM	25	31	45	45
紫金矿业	塞尔维亚	Timok	11.5	12	12	12
英美资源 Anglo American	秘鲁	Quellaveco	10.23	33	30	30
英美资源 Anglo American	智利	Los Bronces	27.09	25	23	22
智利国家铜业 codelco	智利	Andina	17.7	19.2	16.1	18.6
合计同比增加 (万吨)				72.09	54.61	32.82

资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心

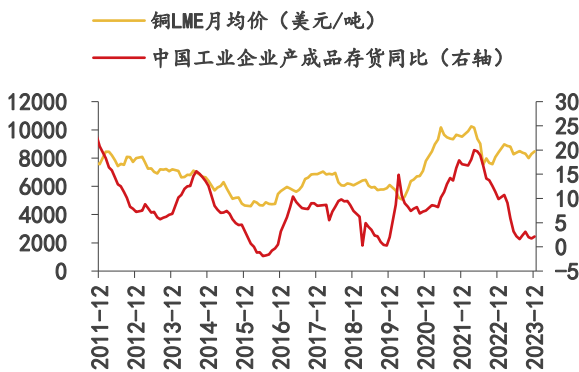
2.2.3. 需求端：国内宏观支持政策不断，期待内外库存周期共振上行

国内外名义库存拐点逐渐显现，2024 年中美库存周期有望迎来共振上行。以名义产成品库存为指标，当前中国库存周期在 2023 年 7 月基本确认见底迎来上行，美国库存周期已处磨底阶段，结合当前美国制造业 PMI 磨底来看，美国库存周期也有望迎来上行，内外共振下，本轮补库力度有较强支撑。

复盘过去历轮国内补库周期，铜价在补库阶段一般倾向于反弹。过去十年间，以工业企业产成品存货同比为指标划分，共有三轮补库周期。最近的一轮补库期是 2019 年 11 月-2022 年 3 月，期间铜价上涨 74%。2016 年 4 月-2017 年 4 月的补库期，铜价上涨 18.4%。2013 年 8 月-2014 年 9 月，产能过剩等原因限制了补库幅度，且铜处在供给释放阶段，期间铜价相对承压下跌 5.1%。

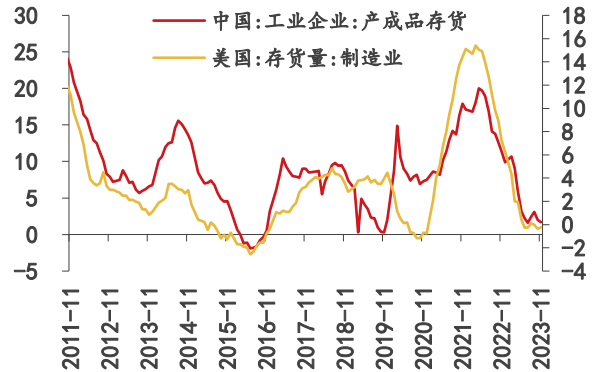
有色金属行业当前主动补库存迹象已逐渐显现。主动补库存阶段，是指工业企业产成品库存上升，营业收入上升的阶段，这一阶段往往对应企业下游需求改善，企业开工情况转好，价格逐渐走强，企业利润也逐步提升。当前有色上中下游的库存、营收均已有所回升。微观来看，多个铜加工企业在 2023 年已有扩产能或产能爬坡计划，如博威合金公司提前规划布局，启动“3 万吨特殊合金电子材料带材扩产项目”和“2 万吨特殊合金电子材料线材扩产项目”，金田股份“年产 4 万吨新能源汽车用电磁扁线项目”建设进展顺利。

图26. 铜价和中国库存同比(美元/吨, %)



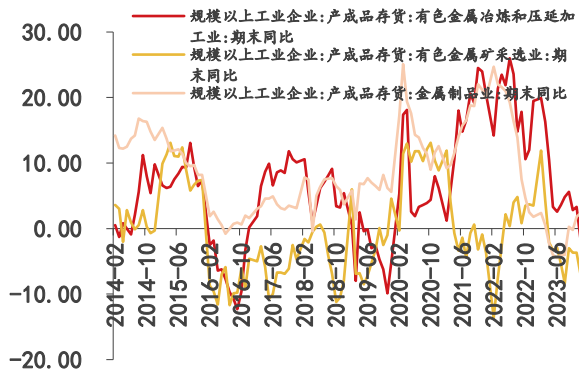
资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

图27. 中美名义库存同比



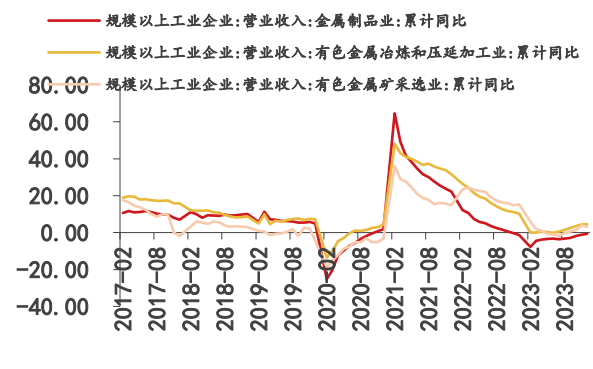
资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

图28. 国内有色金属上中下游产成品存货期末同比 (%)



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

图29. 国内有色金属上中下游营业收入累计同比 (%)



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

3. 低成本高品位铁矿供应商，现金流稳健业绩基本盘扎实

3.1. 公司优势之一：矿区交通便利，成熟的铁矿加工工艺

PC 公司在南非当地经营着和谐的社区关系。PC 公司成立于 2007 年，PMC 矿业为其唯一股东，随后于 2010 年，为符合南非《黑人振兴经济法案》及相关法律法规的要求，PMC 矿业将其持有的 PC 公司 6% 的股份转让给帕拉博拉 BEE 投资公司，10% 的股份转让给帕拉博拉社区信托，10% 的股份转让给帕拉博拉雇员信托。为解决当地就业、促进经济发展做出了积极贡献，为铁矿生产提供了稳定的政治社会背景。

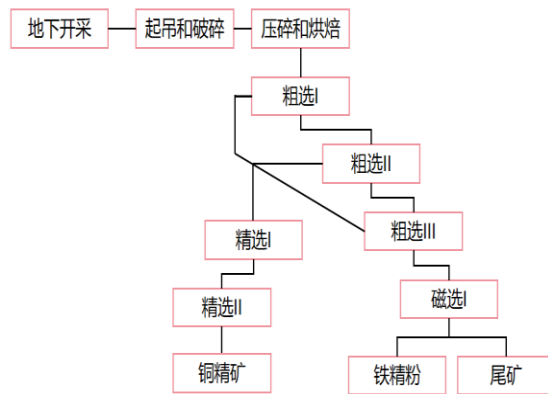
矿产所处地理位置交通便利，铁矿出口通畅。帕拉博拉矿区位于南非东北部林波波省帕拉博鲁瓦镇，矿区距离帕拉博鲁瓦镇约 3.5km，有柏油公路与之相通。Nelspruit 和 Tzaneen 之间的 R40 国道从帕拉博鲁瓦镇通过，矿区向东南 400km 有马普托港，铁矿石及冶炼所需煤炭均通过马普托港运输。

图30. 矿产与港口地理位置



资料来源：谷歌地图，国投证券研究中心

图31. 公司铁矿开采流程



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

PMC 磁铁矿属于加工铜矿石过程中分离出的伴生矿，采用浮选+磁选工艺流程。铁矿石主要用于钢铁工业，冶炼含碳量不同的生铁和钢。回收矿石中多种有用矿物时，不同矿物先后浮选的流程称优先浮选；先将有用矿物全部浮出后再行分离的流程，称混合-分离浮选。一般含铁量在 35% 的矿石，在经过磁选后的铁精矿含铁量可达 68-70%。PMC 在粗选之前，会进行磨矿，细筛再磨技术是提高精矿铁品位的有效途径之一。

截止至 2022 年底，公司尚有约 1.4 亿吨磁铁矿地面堆存，加之每年从井下原矿石中新开采的磁铁矿产品，2022 年产能约 800 万吨。中国铁矿石资源稀缺，每年大量进口铁矿石。公司通过海运销售给中国钢厂，少部分磁铁矿作为洗煤介质销售给当地洗煤厂。

表5：浮选、磁选工艺

工艺	原理	流程
浮选	根据矿物表面物理化学性质的差异，而分选矿物的一种选矿方法	包括磨矿，分级，调浆及浮选的粗选、精选、扫选作业。
磁选	利用各种矿石或物料的磁性差异，在磁力及其他力作用下进行选别的过程	对矿粉进行三级磁选处理，再经湿料磁选

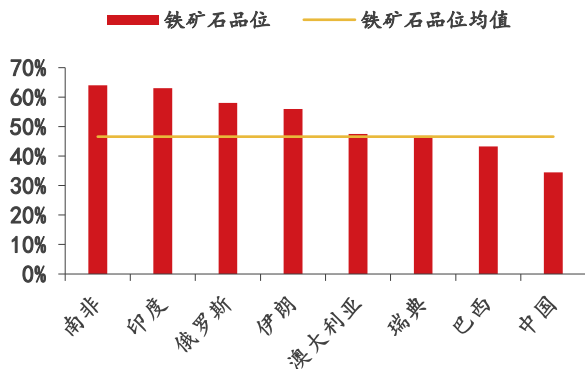
资料来源：地质杂志、国投证券研究中心

3.2. 公司优势之二：生产高品位铁矿，铜二期释放新堆存

公司高品位的铁矿石，降低了后续选矿成本。2016 年公司委托上海立信资产评估有限公司根据先期勘探数据，评估南非波波波省帕拉波矿区铜二期矿石品位：铁精粉品位 64.5%，产率 17.57%。根据 USGS 2021 统计报告，南非印度的铁矿石平均在 60% 以上，俄罗斯、伊朗的铁矿石品位平均在 50%-60% 之间，而中国的铁矿石品位在 34% 左右，低于世界平均水平 46%，且

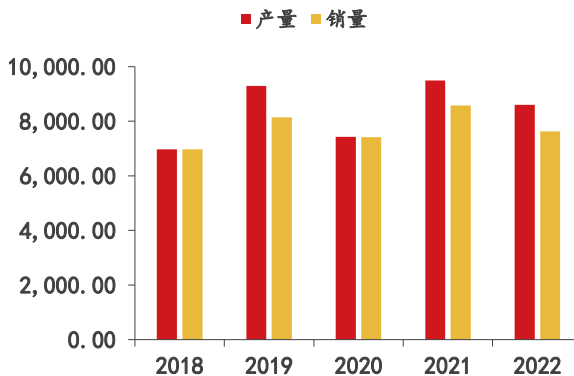
与 PC 公司的 62% 有显著差异。PC 公司在经过初步浮选+磁选后，以低成本将公司的堆存铁矿石，从 58% 提升到 62% 的品位。

图32. 铁矿石品位 (%)



资料来源：国投证券研究中心，USGS

图33. 公司铁矿石产量、销量 (千吨)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

铁矿石产销稳定，储量充足。作为公司的主营业务磁铁矿 2022 年的产量 859.73 万吨，同比下降 9.4%；销量为 762.49 万吨，同比下降 11.14%。公司近几年的产销稳定，约在 700-1000 万吨区间。根据公司 2017 年委托立信进行的采矿权评估报告，随着铜二期的投产，每年可新增地面堆存 189.92 万吨= (入选矿石量-铜精矿产量)×产率= (1100.00-19.04)×17.57%。

公司磁铁矿储量来源分为两部分：一部分为加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，为堆存状态。截止至 2022 年地面堆存约 1.4 亿吨，含铁量约 56%，在销售前经预处理加工，含铁量可以进一步提升至 64.5%；另一部分为铜二期未开采部分，保有资源储量约 1.2 亿吨，含铁量约为 13.55%，铁金属量为 1633.23 万吨。公司通过磁选处理可提升磁铁矿的含铁量，分为高品位矿和低品位矿两种销售方式。高品位矿的售价可能相对较高，而低品位矿则以普氏 58% 品位价格出售，相对便宜。在这两者之间的灵活切换，将根据市场需求和价格波动来进行权衡。

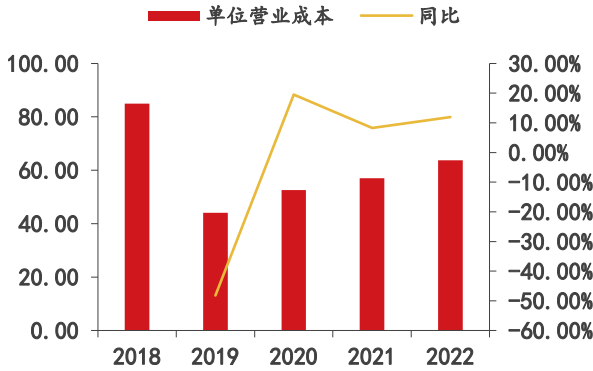
3.3. 公司优势之三：拓宽运输途径，海运成本稳定

铁矿石单位营业成本保持较低水平。2022 年，铁矿石总营业成本为 48,632.01 万元，销量为 7,624.90 千吨，其单位成本为 63.78 元/吨，较 2021 年同比上升 11.91%。近五年平均单位营业成本为 60.48 元/吨，波动水平较小。2022 年，公司总体运输费为 156,489 万元，较 2021 年小幅下降。

拓宽路面运输途径，保证稳定运力水平。从帕拉博拉矿区到港口有约 400 公里的路程，公司的运输方式分为两种：汽运以及铁路。汽运方面，公司将结合市场情况持续推动 PMC 公路运输恢复，在市场情况较好时，加大公路运输力度。铁路方面，拟延长厂区磁铁矿装载铁路沿线，减少火车解列时间，加快火车在厂区的运转周期。同时，加强与南非铁道部沟通力度，通过向南非铁道部 TFR 提供支持等方式，增加火车车皮数量，进而提高公司火车运力。

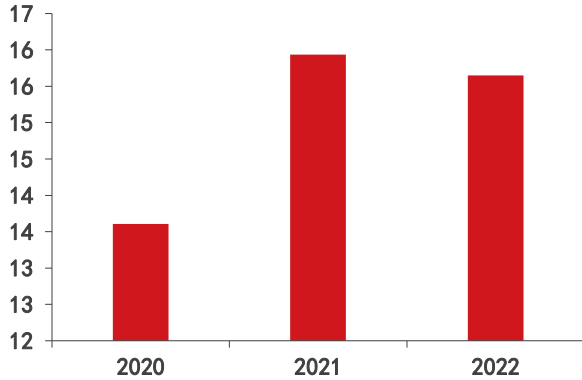
铁矿石海运成本呈逐渐下降趋势。公司采用 CFR 定价到岸价=离岸价+运费，运费直接影响着到岸成本，绝大部分磁铁矿通过四联香港公司统一销售，通过海运采取 M+2 等结算方式主要销售给中国钢铁生产企业。因此，公司运费成本中海运费占比较大，其主要受波罗的海指数影响。2023 年上半年波罗的海含航运费指数 (BDI) 延续 2022 年的下跌态势，下半年进入矿上出货旺季，需求上升 BDI 指数攀升，达到全年最高值 3346 点，2023 年全年 BDI 均值为 1378，较 2022 年同比下降 556 点。

图34. 铁矿石单位营业成本（元/吨）



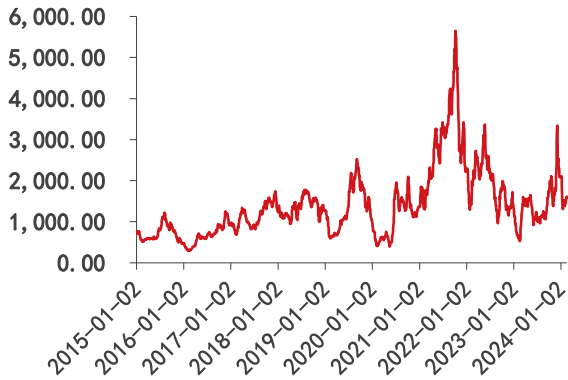
资料来源：国投证券研究中心

图35. 公司运输费（亿元）



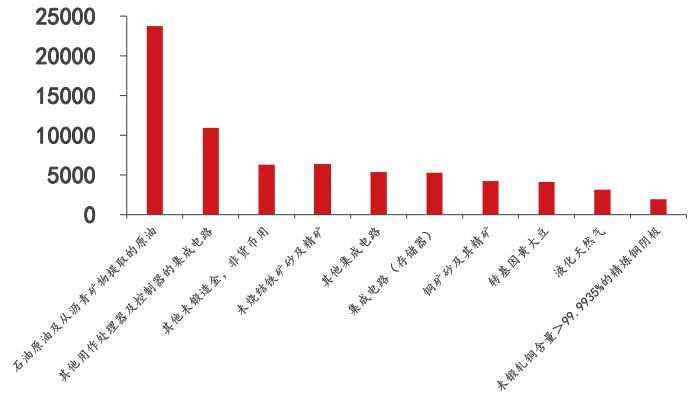
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图36. 波罗的海运费指数



资料来源：I find，国投证券研究中心

图37. 我国进口金额前十的产品（亿元）



资料来源：海关总署，国投证券研究中心

3.4. 国内铁矿石缺口持续存在，供需双增铁矿价格预计平稳

我国铁矿石的厂家主要分为两类，一类是独立的铁矿石开采洗选企业，以河钢资源、海南矿业为代表，这类企业的主要产品为铁精粉、原矿，向下游钢铁企业出售。另一类企业是拥有独立矿山的钢铁企业，主要进行自产自销。目前我国上市的铁矿石企业，除了河钢资源，还有由山钢集团控股的金岭矿业、与宝武资源签订 130 万吨供应协议的海南矿业、宏达矿业以及中国罕王。据国家统计局最新数据显示，2023 年中国铁矿石原矿产量为 99,055.5 万吨，同比增长 7.1%。

我国铁矿石资源储量充足，但贫矿复合矿占比居多。根据 USGS 统计，2022 年全球铁矿石储量主要分布在澳大利亚、巴西、俄罗斯、中国等国家。据我国自然资源部，截至 2022 年底，我国的铁矿石储量有 162.46 亿吨，占全球储量 11%，位于世界第四名，但是我国的铁矿石含铁量平均为 34.5%，低于世界平均水平。2023 年，我国铁矿石产量 9.91 亿吨，同比增长 7.1%。

表6: 我国铁矿石主要上市企业

企业名称	所属矿山名称	保有资源储量	平均品位	2022 年单位营业成本 (元/吨)
河钢资源	南非帕拉博拉铜矿	地面堆存 1.4 亿吨 (2022)	58%-64.5%	63.78
金岭矿业	铁山分矿、侯家庄框、召口铁矿和金岭矿业参股金鼎矿业王旺庄铁矿 (40%)	4746.91 万吨	38.16%-51.24%	722.12
海南矿业	石碌铁多金属矿	2.57 亿吨	46.6%	340.12

资料来源：智研咨询，公司公告，国投证券研究中心

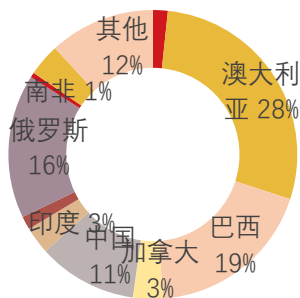
表7：四大矿山未来展望

企业名称	2023 年产量	主要矿山	2024FY 指引产量/指导发运量	未来项目
力拓	3.32 亿吨	皮尔巴拉、加拿大 IOC 公司 CarolLake 矿区	3.23 亿吨-3.38 亿吨	库戴利德项目预计 2024 年达产，年产能 5000 万吨
淡水河谷	3.21 亿吨	北部系统、南部系统、东南系统、中西部系统	3.1-3.2 亿吨	暂无
必和必拓	2.54 亿吨	西澳铁矿、萨马科铁矿	2.54-2.65 亿吨	南坡矿于 2021 年 5 月首次生产，预计 2024 年 6 月达产，年产能 8000 万吨
FMG 集团	2.14 亿吨	奇切斯特矿区、所罗门矿区、西部矿区、铁桥项目	1.92-1.97 亿吨	铁桥磁铁矿项目 2023 年 5 月开始投产，预计在 2025 年 8 月中旬前达到 2200 万吨满负荷

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

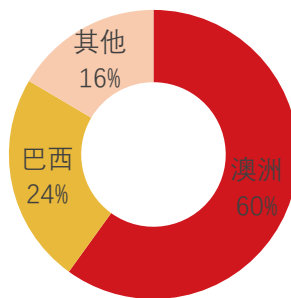
2023 年全球铁矿石发运量同比增多。根据钢联数据，2023 年全球铁矿石发运总量为 15.63 亿吨，较 2022 年同比增长 3.25%。主要供给国家澳洲巴西，一方面恶劣天气的影响较往年减弱，另外矿山新项目达产的刺激以及矿山作业效率的提高，都促进两个地区的铁矿石运力增强，澳洲铁矿石全年发运总量为 9.37 亿吨，巴西全年发运量为 3.68 亿吨。分矿山看，发运增量主由力拓贡献，2023 年皮尔巴拉铁矿产量为 3.315 亿吨，较 2022 年提升 2%；皮尔巴拉铁矿发运量为 3.318 亿吨，较 2022 年上升 3%，力拓计划 2024 年皮尔巴拉发运量为 3.23 亿吨-3.38 亿吨。淡水河谷 2023 全年铁矿石产量达到 3.212 亿吨，同比增长 4.3%。2024 年，随着主流矿山上产能扩张，发运量预计同比增多。

图38. 2022 年全球铁矿石储量 (%)



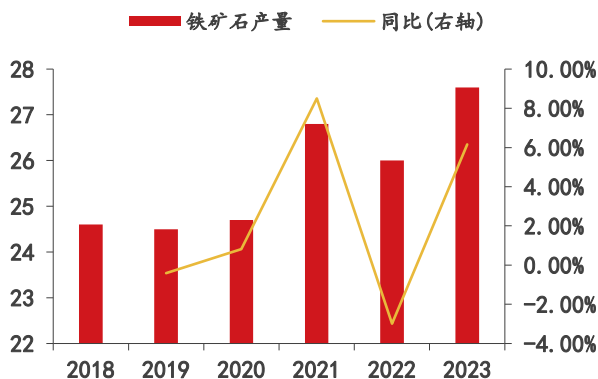
资料来源：USGS，国投证券研究中心

图39. 2023 全球铁矿石发运量 (%)



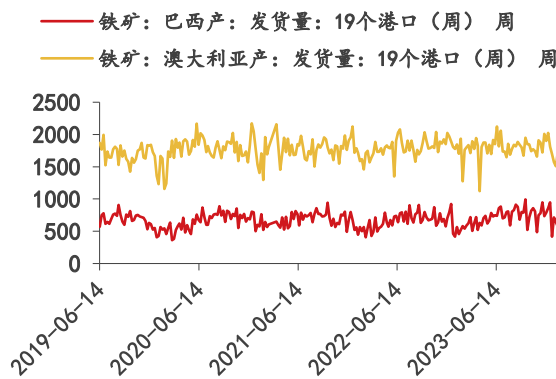
资料来源：钢联，国投证券研究中心

图40. 历年全球铁矿石产量 (千吨, %)



资料来源：USGS，国投证券研究中心

图41. 历年铁矿石发运量 (万吨)

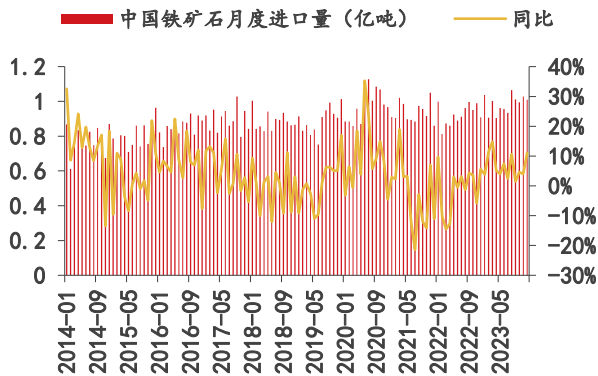


资料来源：钢联，国投证券研究中心

我国铁矿石进口需求强劲。虽然我国是世界上主要的铁矿石储量国和生产国，但国内铁矿石供应仍难以满足经济增长需要，因此我国铁矿石进口需求较大，是国际铁矿石交易市场的最大买家。根据海关进口数据显示，2023 年我国铁矿石进口数量 11.8 亿吨，同比上涨 6.6%，

受新冠疫情影响，2021 年和 2022 年我国铁矿石进口数量和金额都有所下滑；2023 年经济持续增长，铁矿石需求回暖，进口需求回归增长趋势。我国铁矿石进口需求的持续增长，进一步推动进口均价稳中缓升。2023 年铁矿石进口均价为 114.62 美元/吨，较 2022 年上涨 0.4%。

图42. 我国铁矿石进口数量、均价（亿吨，美元/吨）



资料来源: Ifind, 海关总署, 国投证券研究中心

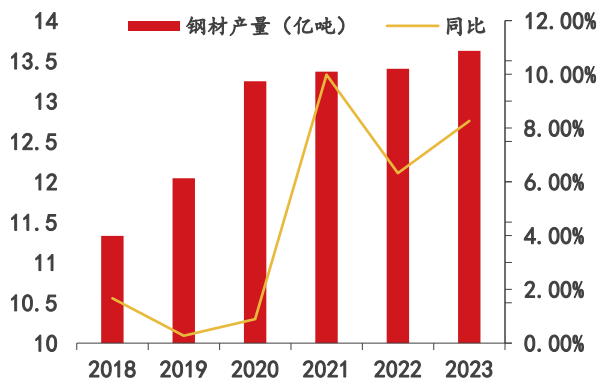
图43. 我国铁矿石进口均价（美元/吨）



资料来源: Ifind, 海关总署, 国投证券研究中心

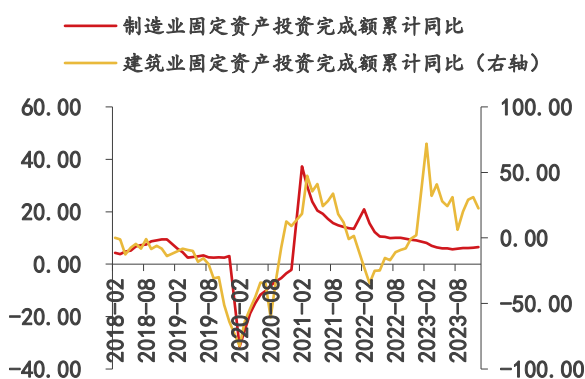
钢材需求超预期，带动铁矿石需求上涨。铁矿石在高炉中经过加热后形成生铁，生铁再经过冶炼形成粗钢，最后经过精制和轧制成为钢材，钢材是铁矿石最主要的精加工产品。下游制造业、建筑业投资保持正增长，助力铁矿石需求走强。2022 年，我国钢材产量 13.4 亿吨，同比增速为 0.27%，2023 年，稳增长政策持续发力下，我国经济修复回升，钢材需求也有所增长，23 年实现钢材产量为 13.62 亿吨，同比增长 1.67%。

图44. 我国钢材产量及增速（亿吨，%）



资料来源: 国家统计局, 国投证券研究中心

图45. 中国制造业和建筑业固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源: Ifind, 国投证券研究中心

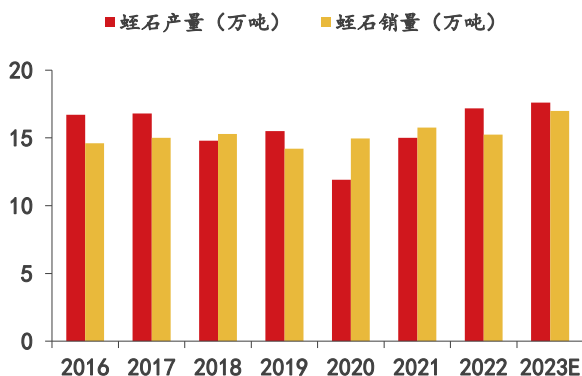
4. 蛭石资源禀赋优越，产销平稳

蛭石应用领域有待进一步拓展。据公司公告，蛭石是一种天然、无机、无毒的矿物质，在高温作用下会膨胀的矿物，广泛应用于农林渔业、建筑、冶金等行业以及做为吸附剂、助滤剂、化学制品和化肥的活性载体、污水处理、海水油污吸附、香烟过滤嘴，炸药密度调节剂被使用。同时，公司积极与科研院校合作，进一步拓展蛭石应用领域。

公司蛭石资源禀赋优异。据公司公告，公司蛭石业务主体资产为 PC 蛭石矿，是南非主要出产蛭石的矿区、世界前三大蛭石矿之一；蛭石矿经露天开采、筛选、破碎、干燥后得到蛭石精矿，再通过空气分级机便能将蛭石按照颗粒粗细分成 7 个商业等级；PC 蛭石矿区资源禀赋优异，年产量约为 16 万吨，占全球份额的 1/3 左右。

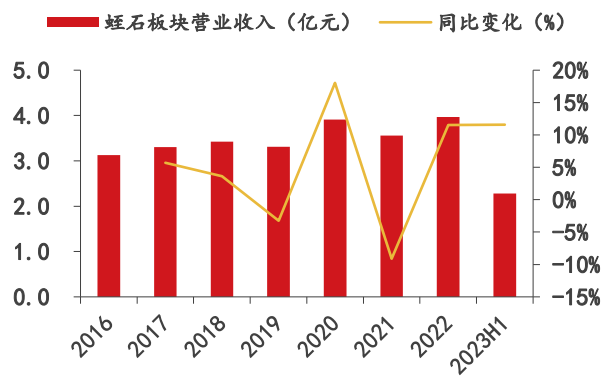
蛭石供应链关系牢固，业绩保持平稳运行。据公司公告，凭借 PC 蛭石矿优质的品位和质量，PC 公司和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向东南亚，欧洲及北美地区出口供应蛭石。据公司年报披露，2022 年公司蛭石产量为 17.19 万吨，同比增长 14.53%；2022 年蛭石销量实现 15.25 万吨，同比微幅下降 3.32%；2019-2022 年蛭石产品分别实现营收 3.31/3.91/3.56/3.96 亿元，蛭石业务整体运行平稳，且稳中有升。

图46. 蛭石产销量情况



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图47. 蛭石营收情况

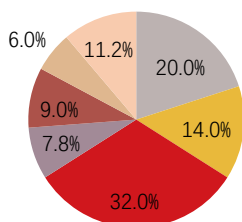


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

蛭石行业供给平稳，短期难实现较大增量。从全球蛭石储量来看，据 USGS，2023 年全球蛭石储备量约为 6110 万吨左右，其中，美国、南非、土耳其、巴西的蛭石储量位居全球前四，分别为 2500 万吨、1400 万吨、1100 万吨、660 万吨。在全球蛭石产量方面，据 USGS，2018-2023 年全球蛭石总产量为 43/39/38/46.4/47/50 万吨，始终保持平稳运行，在蛭石作为罕见矿物等众多因素共振下，预计其产能在短期内难以出现较大增量，高品质蛭石尤甚。在产量国家分布方面，据 USGS，2023 年，南非、美国、巴西仍为全球前三大蛭石主要产出国，产量分别为 16 万吨、10 万吨、7 万吨，分别占 2023 年全球蛭石总产量（50 万吨）的 32%、20%、14%。

图48. 2023 年蛭石产量国家分布情况

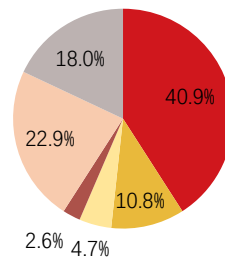
■美国 ■巴西 ■南非 ■中国 ■津巴布韦 ■乌干达 ■其他



资料来源：USGS，国投证券研究中心

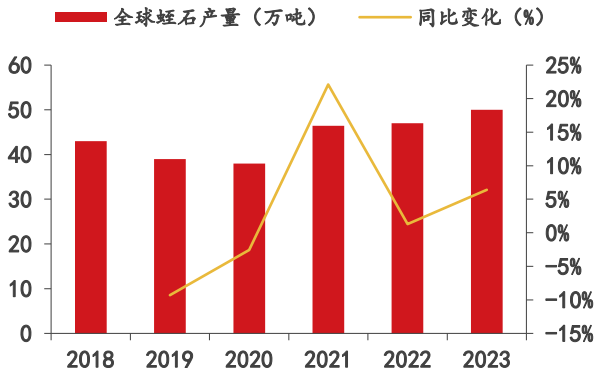
图49. 2023 年蛭石储量国家分布情况

■美国 ■巴西 ■中国 ■印度 ■南非 ■土耳其



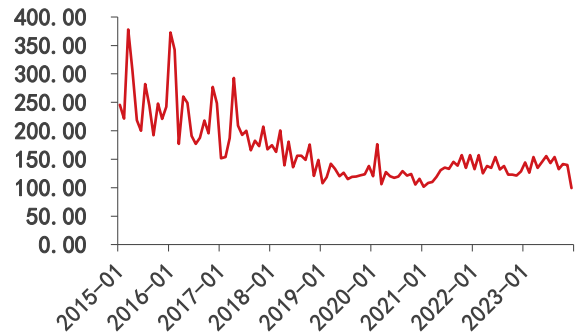
资料来源：USGS，国投证券研究中心

图50. 2018-2023 年全球蛭石产量



资料来源: USGS, 国投证券研究中心

图51. 中国未膨胀的蛭石和珍珠岩进口月均价 (美元/吨)



资料来源: 海关总署, 国投证券研究中心

5. 盈利预测

盈利预测

我们预计 2023/2024/2025 年公司将实现营业收入分别为 53.87 亿元、62.68 亿元、67.81 亿元，实现净利润分别为 9.50 亿元、11.45 亿元、13.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.46、1.75、2.06 元/股，目前股价对应 PE 为 10.7、8.8、7.5 倍。

我们选取同业铁矿和铜矿公司进行估值对比，给予 2024 年 12 倍 PE，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 21.0 元/股。

关键假设

量：据公司年报，2022 年公司铁矿、铜矿产品产量分别为 859.7、2.3 万吨，考虑物流运输逐步恢复及铜矿投产爬坡，我们预计 23-25 年公司铁矿销量分别为 700、800、800 万吨，铜矿销量分别为 2.3、3、4 万吨。

价：据同花顺 2023 年 LME 铜收盘价 0.85 万元/吨，同比下跌 3%；普氏 62%度铁矿均价 119.75 美元/吨，同比微跌 0.31%。当前虽面临美联储高利率压制，国内复苏速率偏慢，但考虑长期铜矿供应刚性突出，铁矿进口依赖度较高，而需求在经济复苏和补库预期下维持稳健增长，我们预计 24-25 年电解铜均价 0.85 万美元/吨，24-25 年铁矿均价为 120 美元/吨。

利：考虑二期逐步达产后规模效应提升，预计 24-25 年铜矿单吨毛利逐步扩张，分别为 1.13、2.13 万元/吨。铁矿毛利为 461 元/吨。

表8: 可比公司估值表

	公司	总市值 (亿元)	股价	净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601899.SH	紫金矿业	3479	13.50	223.8	274.4	336.0	0.85	1.04	1.28	15.9	13.0	10.6
601969.SH	海南矿业	124	6.08	6.6	8.9	11.8	0.32	0.44	0.58	18.8	14.0	10.5
000655.SZ	金岭矿业	34	5.78	2.8	2.9	3.0	0.48	0.49	0.50	12.1	11.8	11.5
	平均									15.6	12.9	10.9

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

注: 盈利预测取自 wind 一致预期，行情数据日期取自 2024 年 2 月 23 日

6. 风险提示

1) **项目进度不及预期**。公司铜二期项目规模较大，且此前受南非疫情影响，公司对井下生产建设比较谨慎，项目进度存在延期情况，若项目落地不及预期，可能会影响后续业绩。

- 2) **原材料价格波动风险。**公司主要产品包括磁铁矿、铜产品（铜精矿、阴极铜、铜线等）和蛭石，宏观经济周期、国内外市场供求关系、国内产业政策以及原材料、能源价格的波动等因素均可能引起公司主要产品的价格变化，对公司营收规模、业绩水平产生影响。
- 3) **境外经营政策风险。**公司的主要矿产资源主要位于南非，近年来南非经济发展动力偏弱，叠加 Eskom 限电危机以及暴雨导致的洪灾，地区失业率走高，安全保障堪忧，存在地区局势失控和相关政策重大调整的风险，对公司的原材料供给可能造成不确定性。
- 4) **预测假设及模型误差超预期。**上述所涉及模型对公司业绩预测具有未来产品价格、公司产能、产量等与生产经营相关的参数假设，存在与未来实际情况间偏差超预期的风险，从而影响结论精确度。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,567.0	5,053.1	5,387.4	6,268.2	6,781.2	成长性					
减:营业成本	1,772.3	1,782.9	1,760.3	2,045.3	2,045.3	营业收入增长率	10.6%	-23.1%	6.6%	16.3%	8.2%
营业税费	15.6	12.0	12.0	14.6	15.6	营业利润增长率	33.1%	-53.6%	47.8%	19.6%	16.3%
销售费用	1,622.1	1,656.5	1,454.6	1,692.4	1,830.9	净利润增长率	34.0%	-48.8%	42.5%	20.5%	17.4%
管理费用	461.5	477.7	465.8	525.0	598.5	EBITDA 增长率	33.2%	-55.3%	55.5%	21.8%	16.6%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	33.0%	-58.4%	46.6%	17.3%	15.1%
财务费用	-25.2	-145.9	-229.0	-312.5	-387.6	NOPLAT 增长率	33.7%	-56.8%	47.0%	17.3%	15.1%
加:资产/信用减值损失	-16.0	-14.3	-14.3	-14.3	-14.3	投资资本增长率	-12.8%	31.9%	-10.0%	-3.4%	-17.1%
公允价值变动收益	91.1	34.3	-	-	-	净资产增长率	9.1%	11.0%	20.0%	10.3%	10.7%
投资和汇兑收益	9.6	12.1	14.7	12.2	13.0						
营业利润	2,805.4	1,302.1	1,924.2	2,301.3	2,677.1	利润率					
加:营业外净收支	4.1	-9.0	-2.9	-2.6	-4.8	毛利率	73.0%	64.7%	67.3%	67.4%	69.8%
利润总额	2,809.5	1,293.1	1,921.3	2,298.7	2,672.3	营业利润率	42.7%	25.8%	35.7%	36.7%	39.5%
减:所得税	787.8	325.9	480.3	574.7	668.1	净利润率	19.8%	13.2%	17.6%	18.3%	19.8%
净利润	1,301.3	666.3	949.8	1,144.5	1,344.1	EBITDA/营业收入	45.2%	26.3%	38.4%	40.2%	43.3%
						EBIT/营业收入	42.3%	22.9%	31.5%	31.7%	33.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	41	69	101	127	133
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	43	54	57	51	56
货币资金	4,873.0	4,788.3	7,702.2	9,341.5	11,795.9	流动资产周转天数	322	457	529	594	666
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	59	66	67	64	66
应收帐款	812.5	1,040.1	979.1	1,256.1	1,225.9	存货周转天数	25	40	36	34	33
应收票据	0.3	0.2	3.9	1.5	1.5	总资产周转天数	751	1,048	1,105	1,063	1,068
预付帐款	27.7	32.6	39.4	41.5	36.4	投资资本周转天数	231	324	328	263	218
存货	458.7	663.7	403.0	786.2	452.6						
其他流动资产	20.7	106.5	60.0	62.4	76.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	7.4%	8.7%	9.7%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.5%	6.3%	8.2%	8.9%	9.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	44.5%	22.1%	24.6%	32.0%	38.2%
投资性房地产	361.2	349.7	349.7	349.7	349.7	费用率					
固定资产	887.3	1,038.0	1,986.2	2,451.2	2,553.8	销售费用率	24.7%	32.8%	27.0%	27.0%	27.0%
在建工程	4,357.0	5,207.6	3,905.7	2,929.3	2,197.0	管理费用率	7.0%	9.5%	8.6%	8.4%	8.8%
无形资产	591.9	592.8	574.9	557.1	539.2	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,590.7	1,620.6	1,623.6	1,611.6	1,618.6	财务费用率	-0.4%	-2.9%	-4.3%	-5.0%	-5.7%
资产总额	13,980.9	15,440.1	17,627.7	19,388.1	20,846.8	四费/营业收入	31.3%	39.3%	31.4%	30.4%	30.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	615.0	661.2	610.2	868.8	604.6	资产负债率	23.2%	22.7%	18.8%	18.5%	16.1%
应付票据	-	-	3.2	0.6	1.0	负债权益比	30.1%	29.4%	23.1%	22.7%	19.2%
其他流动负债	201.5	174.1	194.2	190.1	185.2	流动比率	7.58	7.94	11.38	10.84	17.18
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	7.02	7.14	10.88	10.10	16.61
其他非流动负债	2,420.8	2,675.5	2,504.9	2,533.7	2,571.4	利息保障倍数	-110.51	-7.92	-7.40	-6.36	-5.91
负债总额	3,237.2	3,510.8	3,312.5	3,593.2	3,362.2	分红指标					
少数股东权益	2,698.2	2,973.4	3,440.1	4,010.0	4,655.5	DPS(元)	0.30	0.30	0.25	0.36	0.46
股本	652.7	652.7	652.7	652.7	652.7	分红比率	15.0%	29.4%	17.1%	20.5%	22.3%
留存收益	8,964.0	9,434.5	10,222.3	11,132.2	12,176.4	股息收益率	1.9%	1.9%	1.6%	2.3%	3.0%
股东权益	10,743.7	11,929.3	14,315.1	15,794.9	17,484.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,021.7	967.3	949.8	1,144.5	1,344.1
						加:折旧和摊销	191.1	173.4	371.5	529.3	647.6
						资产减值准备	0.5	3.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-91.1	-34.3	-	-	-
						财务费用	8.2	-	-229.0	-312.5	-387.6
						投资收益	-9.6	-12.1	-14.7	-12.2	-13.0
						少数股东损益	720.4	301.0	491.2	579.5	660.2
						营运资金的变动	925.3	-341.8	142.3	-360.3	115.6
						经营活动产生现金流量	2,877.4	772.3	1,711.1	1,568.4	2,366.9
						投资活动产生现金流量	-727.6	-904.6	14.7	12.2	13.0
						融资活动产生现金流量	-577.5	-294.4	1,188.0	58.8	74.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.99	1.02	1.46	1.75	2.06
						BVPS(元)	12.33	13.72	16.66	18.05	19.65
						PE(X)	7.8	15.2	10.7	8.8	7.5
						PB(X)	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
						P/FCF	6.5	-17.3	6.8	7.8	4.8
						P/S	1.5	2.0	1.9	1.6	1.5
						EV/EBITDA	1.8	3.6	1.9	1.1	0.3
						CAGR(%)	-5.2%	27.5%	-1.5%	-5.2%	27.5%
						PEG	-1.5	0.6	-7.3	-1.7	0.3
						ROIC/WACC	4.2	2.1	2.3	3.1	3.6
						REP	0.3	0.4	0.4	0.2	0.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034