

➤ **2024 年 3 月 22 日，公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营业收入 1862.69 亿元，同比增长 7.7%；归母净利润 82.5 亿元，同比增长 36%；扣非归母净利润 62.33 亿元，同比增长 2.7%。单季度看，2023Q4，公司实现营业收入 545.87 亿元，同比增长 34.7%、环比增长 21.4%；归母净利润 58.07 亿元，同比增长 663%、环比增长 233.7%；扣非归母净利润 48.77 亿元，同比增长 257.8%、环比增长 329.6%。业绩符合业绩快报。

➤ **2023 年归母净利润同比增长 36%。**主要增利项为毛利 (+20.5 亿元)，投资收益 (+17.6 亿元)，公允价值变动 (+32.9 亿元)，减利项主要是费用和税金 (-36.4 亿元)。**①分版块毛利拆分：**2023 年铜钴板块毛利同比增长 78 亿元至 124 亿元，主要得益于铜钴销量大幅增长，钼磷板块毛利同比减少 12.6 亿元至 15.4 亿元，主要由于磷价回落，钼钨板块毛利同比增长 8.1 亿元至 37.5 亿元，得益于钼价上涨，铜金板块毛利同比增长 0.86 亿元至 3.4 亿元。**②投资收益：**主要是 Q4 卖出澳大利亚 NPM 铜金矿获得收益。**③公允价值变动：**大多为贸易业务衍生金融工具公允价值变动同比增加。**④费用和税金：**费用增长主要来源于管理费用 (同比+6 亿元，人员奖金提升) 和财务费用 (同比+12 亿元，负债扩大+外币债务利率提升)，税金同比增长 18.5 亿元，主要是由于销量增加，对应资源税缴纳金额增加。**⑤库存：截止 2023 年底，铜库存 13.98 万吨，钴库存 3.71 万吨。**不过由于铜库存我们预计均为在途库存，短期不会释放为业绩，钴库存中在途库存估计约为 1.5 万吨，其余库存有望逐步形成销售。

➤ **公司公布产量指引，刚果金“双子星”潜力十足。****①2024 年产量指引：**铜金属 52-57 万吨，钴金属 6-7 万吨，钼金属 1.2-1.5 万吨，钨金属 0.65-0.75 万吨，铌金属 0.9-1 万吨，磷肥 105-125 万吨，实物贸易量 500-600 万吨。2024 年适时启动 TFM 三期和 KFM 二期扩建项目。**②未来五年发展目标：**实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨。

➤ **核心看点：①聚焦铜钴，产量持续增长。**随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 55/60/65 万吨，钴产量将达到 6.9/7.2/7.7 万吨。根据公司未来 5 年规划，如果 2028 年产量按照指引中值计算，2023-2028 年铜产量 CAGR 为 16.5%，钴产量 CAGR 为 11.3%。**②分红比例提升。**2023 年末计划分红 33 亿元 (含税) 现金，分红比例约为 40.00%。

➤ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 111.17、119.11、131.25 亿元，EPS 分别为 0.51、0.55 和 0.61 元，对应最新股价 (3 月 22 日) 的 PE 分别为 15X/14X/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴价格下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	186,269	197,178	200,642	204,262
增长率 (%)	7.7	5.9	1.8	1.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,250	11,117	11,911	13,125
增长率 (%)	36.0	34.8	7.1	10.2
每股收益 (元)	0.38	0.51	0.55	0.61
PE	20	15	14	12
PB	2.7	2.3	2.1	1.9

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

7.48 元



**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书: S0100523100001

邮箱: zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告: 税费拖累 Q3 业绩, “双子星” 放量值得期待-2023/10/30
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告: H1 出口受阻拖累业绩, 而今柳暗花明-2023/08/28
3. 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
4. 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
5. 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

# 目录

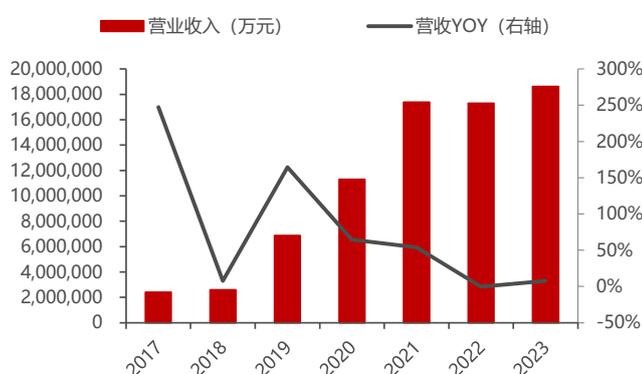
<b>1 事件：公司发布 2023 年年报</b>	<b>3</b>
<b>2 点评：涅槃重生，铜钴板块步入正轨驱动公司业绩高增</b>	<b>5</b>
2.1 2023 年铜钴产量大幅提升，业绩持续增长	5
2.2 2023Q4 铜钴产销保持良好，业绩创最佳四季度	10
<b>3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足</b>	<b>14</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>16</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>17</b>
<b>插图目录</b>	<b>19</b>
<b>表格目录</b>	<b>19</b>

# 1 事件：公司发布 2023 年年报

2024 年 3 月 22 日,公司发布 2023 年年报。2023 年,公司实现营收 1862.69 亿元,同比增长 7.7%;归母净利润 82.5 亿元,同比增长 36%;扣非归母净利 62.33 亿元,同比增长 2.7%。

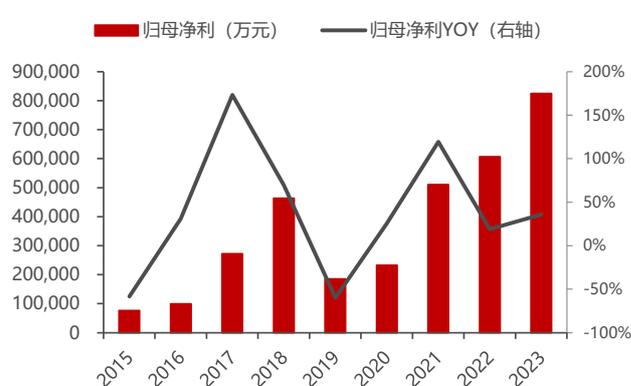
单季度看,2023Q4,公司实现营收 545.87 亿元,同比增长 34.7%、环比增长 21.4%;归母净利润 58.07 亿元,同比增长 663%、环比增长 233.7%;扣非归母净利 48.77 亿元,同比增长 257.8%、环比增长 329.6%。业绩符合业绩快报。

图1：2023 年，公司实现营收 1862.7 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润 82.5 亿元



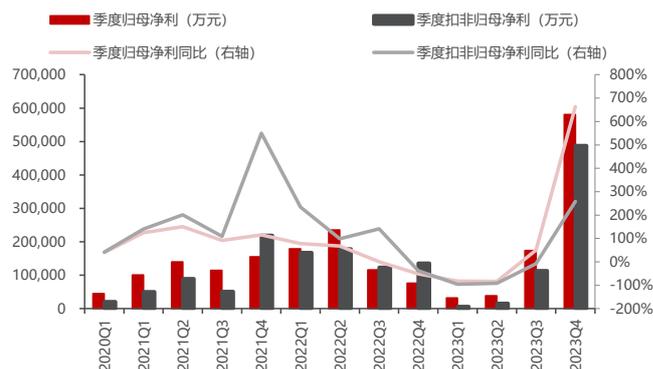
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司实现营收 546 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司实现归母净利润 58.1 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司公布 2024 年生产指引。铜金属量 52-57 万吨，钴金属量 6-7 万吨，钼金属量 1.2-1.5 万吨，钨金属量 0.65-0.75 万吨，铌金属量 0.9-1 万吨，磷肥 105-125 万吨，实物贸易量 500-600 万吨。

提出未来五年发展目标，完成“三步走”战略第二步“上台阶”的目标。初步进入全球一流矿业公司行列：实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、

钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨；国际化运营能力明显提高，“5233”架构搭建成功，数智化“千里钼”SAP 项目圆满完成，国际治理体系形成鲜明特色，ESG 达到世界一流企业水平。

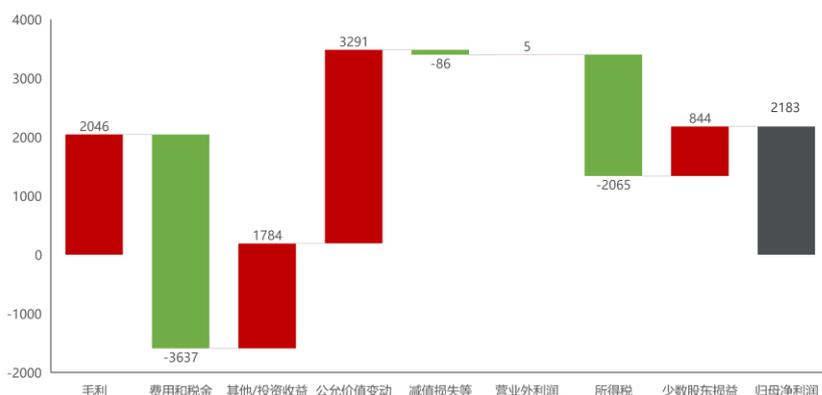
**公司公布 2023 年分红计划。**2024 年 3 月 22 日，公司第六届董事会第十二次会议审议通过《关于本公司 2023 年度利润分配预案的议案》，董事会建议向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5425 元（含税）。根据截至 2023 年 12 月 31 日本公司总股本（扣除公司回购专用证券账户所持股份数），2023 年末期股息派发总额预计为人民币 33 亿元（含税）现金，分红比例约为 40.00%。本分配预案尚待股东大会审议。

## 2 点评: 涅槃重生, 铜钴板块步入正轨驱动公司业绩高增

### 2.1 2023 年铜钴产量大幅提升, 业绩持续增长

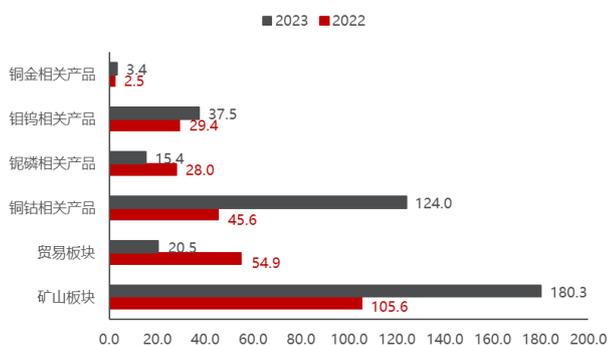
2023 年, 公司实现营收 1862.69 亿元, 同比增长 7.7%; 归母净利润 82.5 亿元, 同比增长 36%。业绩同比增长主要得益于毛利同比增利 20.46 亿元, 主要得益于铜钴矿销售大幅增长; 投资收益同比增利 17.6 亿元, 主要是 Q4 卖出澳大利亚 NPM 铜金矿获得收益; 公允价值变动同比增加 32.9 亿元, 大多为贸易业务衍生金融工具公允价值变动同比增加。减利项主要是费用及税金减利 36.4 亿元, 费用增长主要来源于管理费用 (同比+6 亿元, 人员奖金提升) 和财务费用 (同比+12 亿元, 负债扩大+外币债务利率提升), 税金同比增长 18.5 亿元, 主要是由于销量增加, 对应资源税缴纳金额增加。

图5: 2023 年归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)



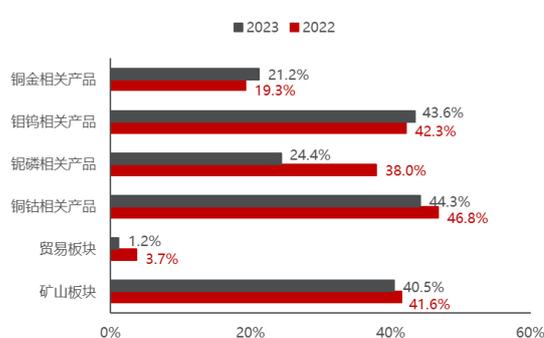
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 2023 年铜钴板块毛利大幅增长提升整体盈利 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2023 年铜钴和铜金板块毛利率下降导致矿山板块毛利率同比减少 1.1pct



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

价: 金属价格涨跌互现, 年内铜价持稳运行, 钼价上升明显, 但由于钴、磷、

镍 2023 年均价同比下滑严重，公司矿山业务毛利率下降 1.1pct 至 40.5%。

- ✓ **铜钴板块：铜价高位运行，跌幅有限，钴价同比大幅下滑 50.12%，板块毛利率同比下降 2.5pct 至 44.3%。** 2023 年，阴极铜/金属钴均价分别为 8483 美元/吨和 15.11 美元/磅，分别同比变化-3.57%和-50.12%，相应子公司归母净利润为 35.98 亿元(KFM+TFM)，主要得益于铜钴矿产销量的大幅增长。
- ✓ **其他板块：小金属价格大多上涨。** 国内钼钨板块中，钼精矿、钼铁、氧化钼、黑钨精矿、APT 年均价同比分别增长 37.43%、37.09%、28.14%、5.28%、3.23%、12.74%，钼钨供给受限，需求旺盛，供需矛盾突出，全年平均价格维持高位运行；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铌年均价分别+2.96%/-38.77%。公司主要面向巴西市场销售磷肥，2023 年随着区域冲突影响的持续消化，俄罗斯对巴西化肥的出口基本恢复，磷肥主产地摩洛哥、西撒哈拉地区及中东地区的企业均在按计划扩产中，需求端巴西国内受强季风影响，第二季农作物种植推迟，影响了巴西国内化肥需求偏弱，导致磷价弱势运行，跌幅明显，巴西子公司归母净利润为 9.87 亿元，同比减少 39.72%
- ✓ **贸易板块：归母净利润同比上涨 612%至 9.13 亿元，创历史最好水平。**

表1：公司相关产品市场价格情况

区域	产品	2022 年	2023 年	同比 (%)
国内	钼精矿 (人民币元/吨度)	2816	3870	37.43%
	钼铁 (人民币万元/吨)	18.74	25.69	37.09%
	黑钨精矿 (人民币元/吨度)	1743	1835	5.28%
	APT (人民币万元/吨)	17.34	17.90	3.23%
国际	铜 阴极铜 (美元/吨)	8797	8483	-3.57%
	钴 金属钴 (美元/磅)	30.29	15.11	-50.12%
	钼 氧化钼 (美元/磅钼)	18.73	24.00	28.14%
	钨 APT (美元/吨度)	341.66	325.00	-4.88%
	铌 铌铁 (美元/公斤铌)	45.65	47.00	2.96%
	磷 磷酸一铌 (美元/吨)	908	556	-38.77%
	镍 金属镍 (美元/吨)	25605	21505	-16.01%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：各控股子公司盈利情况 (单位：亿元)

公司名称	所属矿山/业务	持有权益	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2023	2022	同比	2023	2022	同比
TF Holdings Limited	刚果 (金) TFM 铜钴矿	80%	228.41	97.78	133.60%	19.40	20.49	-5.30%
KFM Holdings Limited	刚果 (金) KFM 铜钴矿	71%	81.43	-	-	16.58	-	-
CMOC Brasil	巴西铌磷矿	100%	63.11	71.07	-11.19%	9.87	16.37	-39.72%
IXM	全球贸易业务	100%	1694	1609	5.24%	9.13	1.28	612.40%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**量：矿山产量均接近或超过年初产量指引区间上限，贸易金属量略低于指引中值。**

- ✓ **铜钴板块：KFM+TFM 两大世界级铜钴项目夯实产能优势，带动铜钴产量提升。**公司 2023 年铜钴板块铜/钴金属产量分别为 41.95/5.55 万吨，同比增长 65%/174%，完成全年计划（指引中值）的 108%/112%。KFM 项目于 2023 年第一季度提前产出效益，第二季度投产即达产，全年产铜 11.37 万吨，钴 3.39 万吨。TFM 混合矿项目按“里程碑”节点，顺利完成中区混合矿、东区氧化矿和混合矿三条生产线的建设，目前拥有 5 条铜钴生产线，形成年产 45 万吨铜与 3.7 万吨钴的产能规模。全年产铜 28.0 万吨，钴 2.16 万吨。
- ✓ **钼钨板块：钼钨产量保持稳定，超过年初产量指引上限。**2023 年钼/钨金属产量分别为 15635/7975 吨，同比+3%/+6%，完成全年计划（指引中值）的 116%/114%。由于公司年内进行了相关勘探活动，积极推动扩能，如三道庄矿综合利用共伴生资源，降低了工业品位并重新圈定经济合理境界，可开采矿石量增加，由此延长矿山剩余服务年限。因此，尽管品位有下滑趋势，但预计 2024 年钼钨产量将继续保持稳定，产量指引同 2023 年。此外，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：铌磷产量均高于指引中值，同比略有增长。**2023 年铌/磷产量分别为 9515 吨/117 万吨，同比+3%/+3%，完成全年计划（指引中值）的 103%/102%。
- ✓ **铜金板块：公司已将 NPM 铜金矿 80%权益出售，截至 2023 年 12 月 15 日，NPM 铜/金产量分别为 2.55 万吨和 18772 万盎司。**
- ✓ **贸易板块：贸易金属量略低于指引中值。**2023 年实物贸易量达 591 万吨，同比减少 6%，低于指引中值。2024 年预计贸易量中值低于 2023 年实际贸易量。

**表3：2023 年产量完成情况以及 2024 年产量指引**

主要产品	业务板块	2023 年生产指引 (万吨)	2023 年全年产量 (吨)	目标完成情况 (按指引中值计算)	2024 年生产指引 (万吨)	2024 年增速 (按指引中值计算)
TFM +KFM 铜金属	刚果（金）铜	36.00-42.00	419,537	108%	52.00-57.00	29.9%
TFM +KFM 钴金属	钴业务	4.50-5.40	55,526	112%	6.00-7.00	17.1%
钼金属		1.20-1.50	15,635	116%	1.20-1.50	-13.7%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	中国钼钨业务	0.65-0.75	7,975	114%	0.65-0.75	-12.2%
铌金属		0.84-1.00	9,515	103%	0.9-1.00	-0.2%
磷肥 (HA+LA)	巴西铌磷业务	105.00-125.00	117	102%	105.00-125.00	-1.7%
NPM 铜金属 (80%权益)	澳洲铜金业务	2.40-2.70	25,500	100%	—	—

NPM 黄金 (80%权益)		2.50-2.70 (万盎司)	18,772	72%	—	—
实物贸易量	贸易产品	570-670	591 万吨	95%	500-600	-6.9%
<b>铜产量合计</b>	<b>铜</b>	<b>38.4-44.7</b>	<b>445,037</b>	<b>107%</b>	<b>52.00-57.00</b>	<b>29.9%</b>
<b>钴产量合计</b>	<b>钴</b>	<b>4.50-5.40</b>	<b>55,526</b>	<b>112%</b>	<b>6.00-7.00</b>	<b>17.1%</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2023 年 NPM 铜金属及黄金产量截止其出售交割日（2023 年 12 月 15 日）

**2023 年铜钴销售大幅增长，除钴外其他各产品销量变化与产量变化趋势基本一致。**受益于销售恢复及产能增长，2023 年公司铜钴销量增长明显；库存端来看，2022 年主要为矿山端库存，而 2023 年主要为在途库存，按现有价格铜钴存货价值 180 亿。其中我们预计铜均为在途库存，钴库存中约 1.5 万吨为在途库存，剩余库存有望逐步形成销售。

**表4：2023 年销量和库存变化情况**

主要产品	单位	销售量			库存		
		2023	2022	同比 (%)	2023	2022	同比 (%)
钼	吨	15580	16044	-2.89%	815	761	7.10%
钨	吨	7871	7745	1.63%	1074	971	10.61%
铌	吨	9378	9105	3.00%	831	694	19.74%
磷肥 (HA+LA)	吨	1163521	1157340	0.53%	111054	89970	23.43%
铜 (TFM+KFM)	吨	389791	173094	125.19%	139769	135573	3.10%
钴	吨	29733	18351	62.02%	37111	11318	227.89%
铜 (NPM 80%权益)	吨	25500	21866	16.62%			
金 (NPM 80%权益)	盎司	18772	16141	16.3%			
精矿产品	吨	2729906	3117694	-12.44%	352211	337593	4.33%
精炼金属产品	吨	3182325	3136596	1.46%	446841	505112	-11.54%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注 1：2023 年铜钴产品销售量为最终对外销售实现量；库存量包含公司矿山自产数据和集团内贸易平台持有的自产库存量

注 2：2023 年 NPM 铜金属及黄金产量截止其出售交割日（2023 年 12 月 15 日）

**板块表现：铜钴大幅增长，钼钨保持稳定，铌磷下滑较多。**

- ✓ **钼钨板块：整体较为稳定。**2023 年公司钼产品售价提升 25%抵消了销量的下滑，钨产品量价问题，从毛利来看，板块整体较为稳定。
- ✓ **铜钴板块：铜钴板块步入正轨，成为公司第一大盈利来源，2023 年铜钴销量大增，表现突出。**铜价高位运行，量增直接带动营收利润增长，而钴价较为低迷，同比下滑较多，因此产量增长未直接带动板块盈利增长。根据我们测算，2023 年铜钴单位产品净利分别为 0.83 万元/吨、1.23 万元/吨。铜钴单位净利较低主要是由于 2023 年在途库存补充的过程中，在途库存由于贸易端未形成销售导致营收无法确认，同时矿山端形成销售后需要先进行资源税和所

得税的缴纳，因此额外的税收压低了实际销售部分的单位净利。

- ✓ **钼磷板块：磷价下滑较多拖累板块表现。**2023 年公司钼磷板块销量整体保持稳定，磷产品单位售价下滑 23%拖累板块表现，毛利同比 22 年减少 55%。同时钼产品由于人工和制造费用上涨导致单位成本上行，尽管产销量略有增长，但毛利仍同比下降 1.43 亿元。根据我们测算，2023 年公司钼、磷单位净利分别为 6.10 万元/吨、0.04 万元/吨。

**表5：公司主要板块表现**

分产品	营业收入 (亿元)		营业成本 (亿元)		毛利 (亿元)		毛利率 (%)	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
钼	71.31	55.65	42.61	34.97	28.70	26.50	40.24	37.16
钨	14.80	14.00	5.99	5.24	8.81	9.27	59.54	62.61
<b>钼钨合计</b>	<b>86.11</b>	<b>69.65</b>	<b>48.60</b>	<b>40.21</b>	<b>37.51</b>	<b>35.77</b>	<b>43.56</b>	<b>51.35</b>
铜	245.95	60.22	134.53	45.11	111.42	15.10	45.3	25.08
钴	34.06	37.26	21.45	6.73	12.60	30.53	37.01	81.93
<b>铜钴合计</b>	<b>280.01</b>	<b>97.48</b>	<b>155.99</b>	<b>51.84</b>	<b>124.02</b>	<b>45.63</b>	<b>44.29</b>	<b>46.81</b>
钼	26.28	25.61	17.35	15.24	8.94	10.37	34	40.5
磷	36.96	48.07	30.47	30.42	6.49	17.65	17.56	36.7
<b>钼磷合计</b>	<b>63.24</b>	<b>73.68</b>	<b>47.82</b>	<b>45.66</b>	<b>15.42</b>	<b>28.02</b>	<b>24.39</b>	<b>38.03</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：铜不含 NPM

**表6：公司主要板块单位产品表现**

单位产品	营业收入		营业成本		毛利		毛利率 (%)	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
钼 (万元/吨)	45.77	36.78	27.35	23.11	18.42	17.51	40.24	47.62
钨 (万元/吨)	18.81	17.51	7.61	6.55	11.20	11.58	59.54	66.18
<b>钼钨合计</b>	<b>64.58</b>	<b>54.29</b>	<b>34.96</b>	<b>29.66</b>	<b>29.62</b>	<b>29.10</b>	<b>45.86</b>	<b>53.60</b>
铜 (万元/吨)	6.31	4.62	3.45	3.46	2.86	1.16	45.30	25.08
钴 (万元/吨)	11.45	29.66	7.22	5.36	4.24	24.30	37.01	81.93
<b>铜钴合计</b>	<b>17.76</b>	<b>34.28</b>	<b>10.67</b>	<b>8.82</b>	<b>7.10</b>	<b>25.46</b>	<b>39.95</b>	<b>74.27</b>
钼 (万元/吨)	28.03	26.52	18.50	15.78	9.53	10.74	34.00	40.49
磷 (万元/吨)	0.32	0.41	0.26	0.26	0.06	0.15	17.56	36.71
<b>钼磷合计</b>	<b>28.34</b>	<b>26.79</b>	<b>18.76</b>	<b>15.95</b>	<b>9.58</b>	<b>10.84</b>	<b>33.81</b>	<b>40.46</b>

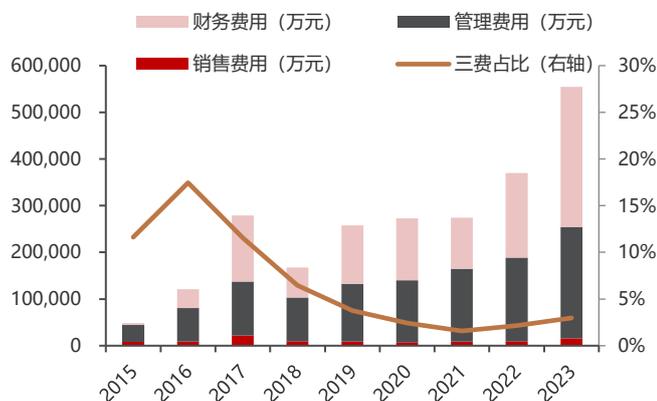
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注 1：铜不含 NPM；

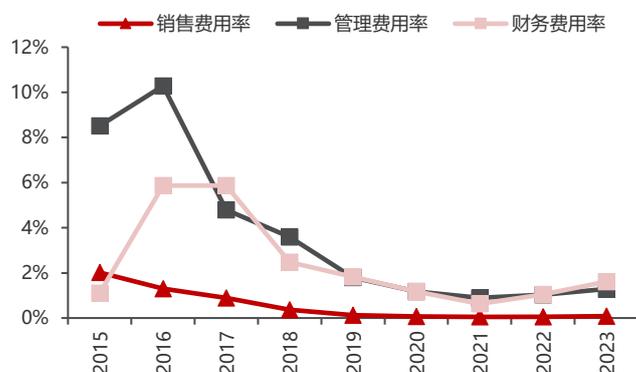
注 2：公司 23 年披露口径有所更改，23 年铜钴产品销售量为最终对外销售实现量；22 年则为公司矿山自产数据，因此 2022 和 2023 年铜钴单位产品情况存在偏差，此处按当年报表披露数据计算

**2023 年公司期间三费为 55.5 亿元，同比增加 18.5 亿元，主要是由于财务费用和管理费用增加明显。**其中，销售费用 1.55 亿元，同比增加 0.58 亿元；管理费用 23.87 亿元，同比增加 5.96 亿元，主要由于人员奖金等增加，管理费用率增加 0.3pct 至 1.3%；财务费用 30 亿元，同比增加 11.95 亿元，主要系负债规模增

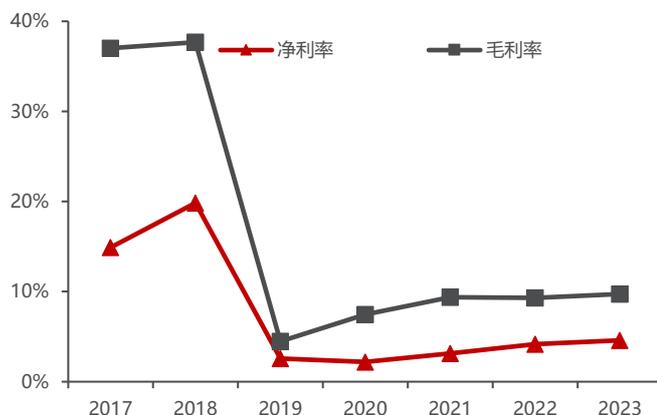
加及外债利率提升导致利息支出增加所致,财务费用率增加 0.6pct 至 1.6%,2022 年资产负债率同比下降 4pct 至 58%。

**图8: 公司期间费用情况**


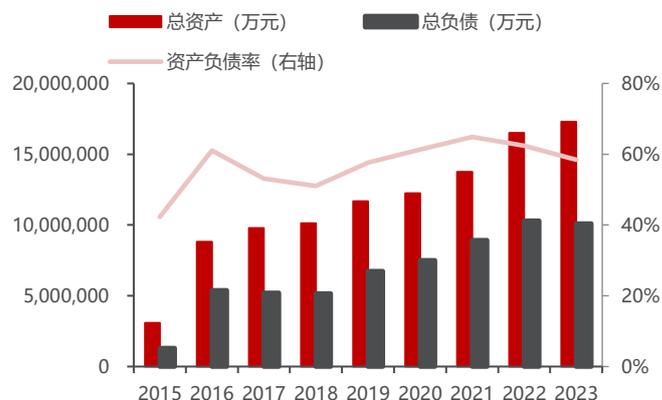
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图9: 公司期间费用率情况**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图10: 公司整体毛利率、净利率情况**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图11: 公司资产负债率情况**


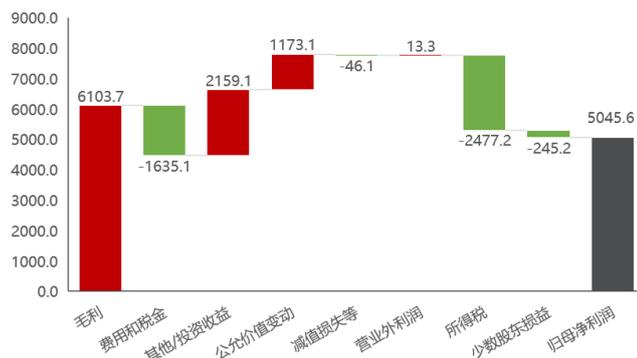
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.2 2023Q4 铜钴产销保持良好, 业绩创最佳四季度

**同比来看, 2023Q4 v.s. 2022Q4:** 2023Q4, 公司归母净利润同比增加 50.46 亿元。增长主要来自于毛利 (+61.04 亿元)、其他/投资收益 (+21.59 亿元)、公允价值变动 (+11.73 亿元), 受益于销售恢复后的铜钴销量大增、Q4 出售 NPM 而实现的投资收益以及贸易公司衍生品取得的公允价值变动收益。而减利项主要来自于所得税 (-24.77 亿元)、费用和税金 (-16.35 亿元)。

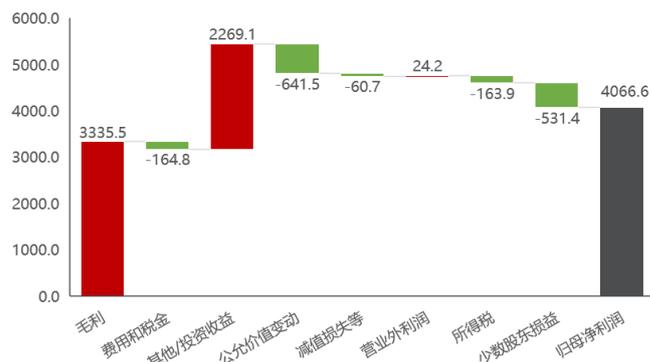
**环比来看, 2023Q4 v.s. 2023Q3:** 2023Q4, 公司归母净利润环比增加 40.67 亿元。增利主要来自于毛利 (+33.36 亿元) 和其他/投资收益 (+22.69 亿元)。而减利项主要在于公允价值变动 (-6.42 亿元)、所得税 (-1.64 亿元)。

图12: 2023Q4 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13: 2023Q4 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: 四季度钨铌表现亮眼, 钴镍价格疲软。

- ✓ **铜钴板块:** 2023Q4, 阴极铜/金属钴价格分别为 8250 美元/吨和 15.1 美元/磅, 同比分别变化+3.06%和-33.95%, 环比分别变化-1.80%和-5.15%。钴价格同比下跌幅度较大主要由于下游需求走弱, 而铜价在供给约束下维持高位运行。
- ✓ **其他板块:** 2023Q4 钨价、铌价分别同比上涨 9.19%、8.97%; 其他非贸易品种价格同比出现一定下滑, 其中镍价下滑幅度较大, 同环比分别下滑 31.43% 和 15.09%。国内钨钼板块中, 黑钨精矿价格同比增长 9.19%, 环比增长 0.27%, 由于成本上升和供给受限, 价格高位运行; 巴西铌磷板块中, 铌铁/磷酸一铌价格同比分别变化 +8.97%/-10.39%, 环比分别变化 +2.28%/+10.39%, 磷肥价格下行主要是由于供给较宽松, 而需求持续偏弱。

表7: 主要产品季度价格变化

产品	2023Q4	2023Q3	环比 (%)	2022Q4	同比 (%)
钼 钼精矿 (元/吨度)	3224	4229	-23.78%	3416.5	-5.65%
钨 黑钨精矿 (元/吨)	120040	119722	0.27%	109941.7	9.19%
铜 阴极铜 (美元/吨)	8250	8401	-1.80%	8005.0	3.06%
钴 金属钴 (美元/磅)	15.1	15.9	-5.15%	22.9	-33.95%
铌 铌铁 (元/吨)	264333	258438	2.28%	242583.3	8.97%
磷 磷酸一铌 (美元/吨)	515	467	10.39%	574.8	-10.39%
铅 金属铅 (美元/吨)	2121	2158	-1.70%	2090.4	1.49%
锌 金属锌 (美元/吨)	2508	2448	2.43%	2987.5	-16.07%
铝 金属铝 (美元/吨)	2227	2204	1.06%	2355.9	-5.47%
镍 金属镍 (美元/吨)	17511	20623	-15.09%	25538.4	-31.43%

资料来源: 公司公告, 亚洲金属网, 镍钴网, 民生证券研究院

注: 铅锌铝为 IXM 贸易品种

量：铜钴 Q4 产销量同比大增，磷肥产销 Q4 环比下滑较多。

- ✓ **铜钴板块：**公司 2023 年四季度铜钴板块铜/钴金属产量分别为 12.69/1.83 万吨，同比变化+89.62%和+264.68%，环比增长 14.46%和 2.39%。根据我们的测算，公司 2023 年四季度铜钴板块铜/钴金属销量分别为 21.4/2.80 万吨，环比分别增长 1.13%/26.17%。由于权益金事件的解决及公司铜钴新建产能快速释放，23 年四季度产销继续保持良好态势，同比实现大幅度增长。
- ✓ **钼钨板块：**2023 年四季度钼/钨金属产量分别为 3534/2070 吨，同比变化-3.26%和+37.45%，环比减少 4.80%和 1.05%。
- ✓ **铌磷板块：**2023 年四季度铌/磷产量分别为 2227/292429 吨，同比变化-2.67%/2.36%，环比变化-14.11%和-10.83%。
- ✓ **铜金板块：**公司 2023Q4 以 40.3 亿元出售了澳洲 NPM 项目的全部股权，使得公司 Q4 实现投资收益 22.54 亿元，同比大幅增长了近 26 倍，其中主要为资产出售贡献，据公司资产出售公告，该笔交易或带来净收益 2.52 亿美元。截至交割日（2023 年 12 月 15 日），2022 年四季度 NPM 铜/金产量分别为 6456 吨/4517 盎司，同比变化 +11.97%/+18.09%，环比减少 1.13%/4.00%。
- ✓ **贸易板块：**2023 年四季度精矿和精炼金属销量分别达 74.02/30.63 万吨，同比-7.26%/-63.63%，环比+48.4%/-69.46%。

表8：2023Q4 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2023Q4	2023Q3	环比 (%)	2022Q4	同比 (%)
钼	吨	3534	3712	-4.80%	3653	-3.26%
钨	吨	2070	2092	-1.05%	1506	37.45%
铌	吨	2227	2593	-14.11%	2288	-2.67%
磷肥 (HA+LA)	吨	292429	327929	-10.83%	285698	2.36%
铜 (TFM+KFM)	吨	126848	110821	14.46%	66895	89.62%
钴 (TFM+KFM)	吨	18267	17841	2.39%	5009	264.68%
铜 (NPM 80%权益)	吨	6456	6530	-1.13%	5766	11.97%
金 (NPM 80%权益)	盎司	4517	4705	-4.00%	3825	18.09%
铜合计	吨	133304	117351	13.59%	72661	83.46%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2023 年 NPM 铜金属及黄金产量截止其出售交割日（2023 年 12 月 15 日）

表9：2023Q4 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2023Q4	2023Q3	环比 (%)	2022Q4	同比 (%)
钼	吨	3976	3769	5.49%	3694	7.63%
钨	吨	2181	2132	2.30%	1876	16.26%
铌	吨	2424	2327	4.17%	2361	2.67%
磷肥 (HA+LA)	吨	262552	331669	-20.84%	445658	-41.09%

铜 (TFM+KFM)	吨	214000	211617	1.13%	0	不适用
钴 (TFM+KFM)	吨	27988	22182	26.17%	329	8406.99%
铜 (NPM 80%权益)	吨	6332	6181	2.44%	9303	-31.94%
金 (NPM 80%权益)	盎司	3647	4767	-23.49%	6571	-44.50%
精矿产品	吨	740202	498778	48.40%	798151	-7.26%
精炼金属产品	吨	306252	1002648	-69.46%	842136	-63.63%
铜合计	吨	220332	217798	1.16%	9303	2268.40%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2023年NPM铜金属及黄金产量截止其出售交割日（2023年12月15日）

注：由于公司销量披露口径更改，此处铜钴Q4矿山端销量为我们估算数据

### 3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足

两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 55/60/65 万吨，钴产量将达到 6.9/7.2/7.7 万吨。根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量或主要来自于 TFM 三期和 KFM 二期。如果按照指引中值计算，2023-2028 年铜产量 CAGR 为 16.5%，钴产量 CAGR 为 11.3%。

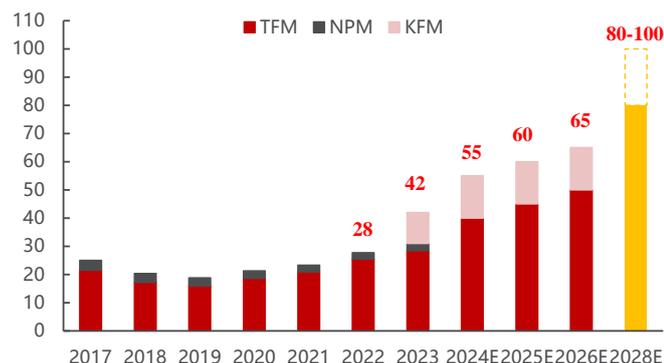
**TFM 铜钴矿：**公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积超过 1,500 平方公里，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。TFM 项目全年产铜 28.0 万吨，钴 2.16 万吨。

**目前 TFM 已经全面实现达产目标，2024 年为爬坡期，2025 年预计将满产。** TFM 混合矿项目按“里程碑”节点，顺利完成中区混合矿、东区氧化矿和混合矿三条生产线的建设，拥有 5 条铜钴生产线，形成年产 45 万吨铜与 3.7 万吨钴的产能规模。截至 3 月 20 日，根据公司公众号信息，TFM 混合矿东区氧化矿线连续七天日均处理量 12883 吨，超设计产能 27.6%；混合矿线连续七天日均处理量 17677 吨，超设计产能 4.0%；铜、钴单日最大产量 678 吨与 36 吨，超过设计标准 16.9%与 9.0%，全面实现达产目标。铜、钴月产量 3 月底迎来历史新高。此前中区 350 万吨/年混合矿生产线已经于 2023 年 8 月初达标。

**KFM 铜钴矿：**公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。主要产品为阴极铜、氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。KFM 项目于 2023 年第一季度提前产出效益，第二季度投产即达产，全年产铜 11.37 万吨，钴 3.39 万吨。2024 年 KFM 保持满产，1 月实现产铜量超 1.4 万吨，2 月产量刷新历史纪录，超 1.5 万吨。

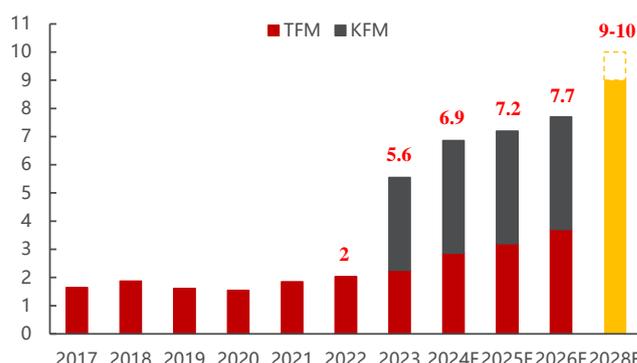
2024 年，公司将加强地勘工作，启动增储计划，为 TFM 三期、KFM 二期开发做准备。

图14：公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图15：公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表10: 2019-2026 年铜钴历史产量及预测

品种	矿山	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铜	TFM	159116	185680	209120	254286	280287	400000	450000	500000
	NPM	29191	27157	23534	22706	25550	0	0	0
	KFM	0	0	0	0	113700	150000	150000	150000
	合计	<b>188307</b>	<b>212837</b>	<b>232654</b>	<b>276992</b>	<b>419537</b>	<b>550000</b>	<b>600000</b>	<b>650000</b>
	增速	-7.50%	13.00%	9.31%	19.06%	51.46%	31.10%	9.09%	8.33%
	权益产量	<b>156484</b>	<b>175701</b>	<b>190830</b>	<b>226135</b>	<b>330791</b>	<b>426875</b>	<b>466875</b>	<b>506875</b>
	增速	-7.53%	12.28%	8.61%	18.50%	46.28%	29.05%	9.37%	8.57%
钴	TFM	16098	15436	18501	20286	21600	28600	32000	37000
	KFM	0	0	0	0	33926	40000	40000	40000
	合计	<b>16098</b>	<b>15436</b>	<b>18501</b>	<b>20286</b>	<b>55526</b>	<b>68600</b>	<b>72000</b>	<b>77000</b>
	增速	-14.10%	-4.10%	19.86%	9.65%	173.72%	23.55%	4.96%	6.94%
	权益产量	<b>12878</b>	<b>12349</b>	<b>14801</b>	<b>16229</b>	<b>41452</b>	<b>51380</b>	<b>54100</b>	<b>58100</b>
	增速	-14.13%	-4.11%	19.86%	9.65%	155.42%	23.95%	5.29%	7.39%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

## 4 盈利预测与投资建议

随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 111.17、119.11、131.25 亿元，EPS 分别为 0.51、0.55 和 0.61 元，对应最新股价（3 月 22 日）的 PE 分别为 15X/14X/12X，维持“推荐”评级。

## 5 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) 汇率风险等。**公司矿山遍布全球，涉及外币较多，虽然采用汇率套保规避风险，但是也可能存在套保失误或是汇率波动较大带来的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	186,269	197,178	200,642	204,262
营业成本	168,158	175,034	176,992	179,049
营业税金及附加	3,084	1,972	2,006	2,043
销售费用	155	165	167	170
管理费用	2,387	2,526	2,571	2,617
研发费用	327	346	352	359
EBIT	12,126	17,254	18,675	20,147
财务费用	3,004	2,835	2,494	2,241
资产减值损失	-141	0	0	0
投资收益	2,483	986	1,003	1,021
<b>营业利润</b>	<b>13,288</b>	<b>15,408</b>	<b>17,186</b>	<b>18,930</b>
营业外收支	-80	-80	-80	-80
<b>利润总额</b>	<b>13,208</b>	<b>15,328</b>	<b>17,106</b>	<b>18,850</b>
所得税	4,677	3,832	4,790	5,278
净利润	8,531	11,496	12,317	13,572
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,250</b>	<b>11,117</b>	<b>11,911</b>	<b>13,125</b>
EBITDA	15,005	20,290	21,980	23,661

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	38,278	43,901	50,453
应收账款及票据	1,132	1,198	1,219	1,241
预付款项	1,182	1,230	1,244	1,258
存货	31,430	32,716	33,082	33,466
其他流动资产	19,187	19,452	19,535	19,623
<b>流动资产合计</b>	<b>83,648</b>	<b>92,874</b>	<b>98,981</b>	<b>106,042</b>
长期股权投资	2,229	2,229	2,229	2,229
固定资产	35,604	41,477	45,393	48,670
无形资产	22,960	22,960	22,960	22,960
<b>非流动资产合计</b>	<b>89,327</b>	<b>92,316</b>	<b>94,292</b>	<b>96,263</b>
<b>资产合计</b>	<b>172,975</b>	<b>185,190</b>	<b>193,273</b>	<b>202,305</b>
短期借款	24,954	24,954	24,954	24,954
应付账款及票据	4,698	4,890	4,945	5,002
其他流动负债	19,328	19,855	20,014	20,181
<b>流动负债合计</b>	<b>48,980</b>	<b>49,700</b>	<b>49,913</b>	<b>50,137</b>
长期借款	18,768	18,768	18,768	18,768
其他长期负债	33,264	33,264	33,264	33,264
<b>非流动负债合计</b>	<b>52,032</b>	<b>52,032</b>	<b>52,032</b>	<b>52,032</b>
<b>负债合计</b>	<b>101,012</b>	<b>101,732</b>	<b>101,945</b>	<b>102,170</b>
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	12,422	12,800	13,206	13,653
<b>股东权益合计</b>	<b>71,962</b>	<b>83,458</b>	<b>91,328</b>	<b>100,135</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>172,975</b>	<b>185,190</b>	<b>193,273</b>	<b>202,305</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.68	5.86	1.76	1.80
EBIT 增长率	-3.83	42.29	8.23	7.88
净利润增长率	35.98	34.76	7.14	10.19
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.72	11.23	11.79	12.34
净利润率	4.43	5.64	5.94	6.43
总资产收益率 ROA	4.77	6.00	6.16	6.49
净资产收益率 ROE	13.86	15.73	15.25	15.18
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.71	1.87	1.98	2.12
速动比率	0.91	1.05	1.16	1.29
现金比率	0.63	0.77	0.88	1.01
资产负债率 (%)	58.40	54.93	52.75	50.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.87	2.13	2.17	2.17
存货周转天数	68.17	65.97	66.92	66.90
总资产周转率	1.10	1.10	1.06	1.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.51	0.55	0.61
每股净资产	2.76	3.27	3.62	4.00
每股经营现金流	0.72	0.76	0.84	0.91
每股股利	0.00	0.21	0.22	0.24
<b>估值分析</b>				
PE	20	15	14	12
PB	2.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.23	9.04	8.35	7.76
股息收益率 (%)	0.00	2.75	2.95	3.25

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,531	11,496	12,317	13,572
折旧和摊销	2,879	3,037	3,305	3,514
营运资金变动	4,209	-945	-271	-285
<b>经营活动现金流</b>	<b>15,542</b>	<b>16,396</b>	<b>18,141</b>	<b>19,574</b>
资本开支	-12,527	-5,985	-5,240	-5,444
投资	-622	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-10,659</b>	<b>-4,999</b>	<b>-4,237</b>	<b>-4,422</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,164	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8,606</b>	<b>-3,835</b>	<b>-8,282</b>	<b>-8,599</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2,927</b>	<b>7,562</b>	<b>5,622</b>	<b>6,552</b>

## 插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 1862.7 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利润 82.5 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司实现营收 546 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司实现归母净利润 58.1 亿元.....	3
图 5: 2023 年归母净利润变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 6: 2023 年铜钴板块毛利大幅增长提升整体盈利 (单位: 亿元).....	5
图 7: 2023 年铜钴和铜金板块毛利率下降导致矿山板块毛利率同比减少 1.1pct.....	5
图 8: 公司期间费用情况.....	10
图 9: 公司期间费用率情况.....	10
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况.....	10
图 11: 公司资产负债率情况.....	10
图 12: 2023Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元).....	11
图 13: 2023Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元).....	11
图 14: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨.....	14
图 15: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨.....	14

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司相关产品市场价格情况.....	6
表 2: 各控股子公司盈利情况 (单位: 亿元).....	6
表 3: 2023 年产量完成情况以及 2024 年产量指引.....	7
表 4: 2023 年销量和库存变化情况.....	8
表 5: 公司主要板块表现.....	9
表 6: 公司主要板块单位产品表现.....	9
表 7: 主要产品季度价格变化.....	11
表 8: 2023Q4 主要产品产量同比、环比变化情况.....	12
表 9: 2023Q4 主要产品销量同比、环比变化情况.....	12
表 10: 2019-2026 年铜钴历史产量及预测.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	18

## 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。	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