

河钢资源(000923.SZ)

铁矿石业务构筑低成本护城河，铜二期投产放量在即再添新动能

投资要点：

➤ 磁铁矿业务成本优势凸显，外部环境缓和运输条件改善

公司通过对地面堆存的磁铁矿进行简单磁分离，即可生产出62.5%至64.5%品位的磁铁矿产品，铁矿业务具备明显低成本优势。现阶段影响公司磁铁矿销量最直接的因素是南非运营环境和基础设施情况，目前南非电力危机已有所缓和，2023年下半年公司铁矿石发运已恢复正常，南非公布的2023年综合资源计划（IRP）旨在彻底解决南非能源危机，彻底解决限电问题，同时公司加强与南非铁路公司沟通合作，提高公司火车运力和装车效率，未来有望进一步打破运输瓶颈。

➤ 铜二期年内有望完成建设，项目部分投产开启二次成长

公司对铜二期施工进度重新评估，项目预计于2024年12月完工。截至2023年9月，公司铜二期项目进入前期试生产阶段。项目正式投产后，铜矿设计产能是1100万吨，金属铜产量7万吨，矿山运营年限预计延长至2033年。公司铜产品包括铜精矿、阴极铜、铜线等，大部分在南非当地销售。国际货币基金组织预计南非2024年实际GDP增速1.8%，叠加南非发布2023年综合资源计划，新能源以及电力基础设施建设将拉动当地对铜产品需求，长期利好公司铜产品在当地的销售。

➤ 铁矿石：延续供强需弱格局，利好若集中兑现价格有望反弹

1)国内持续提高铁矿石自给能力，海外矿山供给保持稳定，预计我国铁矿石供应整体宽松。钢铁产量进入峰值平台期叠加上游用钢需求稳固，钢铁生产形成上有“顶”下有“底”的局面，铁矿石全年需求整体稳固。
2)2024年春季旺季下游需求恢复偏慢，港口铁矿石库存压力增大，预计短期内铁矿石供强需弱的格局难以发生根本改变。未来在利好政策和重大项目下有望提振需求，推动库存整体水平下移。若美联储降息如期落地，美元指数进入下行周期，叠加利好政策和重大项目推动下需求加快回升，若多重利好若集中兑现或支撑铁矿石价格复苏。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测公司在2024-2026年可实现归母净利润11.21/11.97/13.3亿元，对应EPS为1.72/1.83/2.04元/股。选取涉及铁矿石采选的大中矿业、海南矿业、金岭矿业，涉及铜采选加工的云南铜业作为可比公司，以2024年6月4日收盘价计算，可比公司2024-2026年PE均值分别为14.6/12.6/11.7倍。考虑到南非经营环境好转，铁矿业务具备明显低成本优势，铜二期项目部分投产放量在即，有望开启第二成长曲线，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ 风险提示

(1)铁矿石价格下跌超预期；(2)铜二期项目投产不及预期；(3)南非经营环境变化风险；(4)海运价上涨超预期。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,053	5,867	7,075	8,422	9,981
增长率	-23%	16%	21%	19%	19%
净利润(百万元)	666	912	1,121	1,197	1,330
增长率	-49%	37%	23%	7%	11%
EPS(元/股)	1.02	1.40	1.72	1.83	2.04
市盈率(P/E)	18.3	13.4	10.9	10.2	9.2
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所
注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

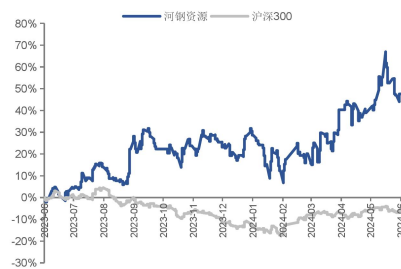
买入（首次评级）

当前价格：18.73元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	653/628
总市值/流通市值(百万元)	12226/11760
每股净资产(元)	14.11
资产负债率(%)	23.22
一年内最高/最低(元)	22.07/13.07

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：王保庆（S0210522090001）
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn
联系人：胡森皓（S0210122070105）
邮箱：HSH3809@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 河钢资源：成功转型发展，聚焦矿产主业	4
1.1 收购海外矿山，剥离工程机械业务	4
1.2 河钢旗下矿产资源平台，坐拥南非优质矿产资源	4
1.3 聚焦矿业生产经营，三大业务板块齐发力	5
1.4 南非经营环境复杂严峻，2023年下半年发运恢复正常	6
2 铁矿石行业：蓄势以待	9
2.1 供给：海外供应整体稳定，国内增量引起重视	9
2.2 需求端：钢铁生产消费平稳，政策呼吁废钢替代	11
3 价格展望：多重利好有望集中兑现	13
4 公司层面：开启二次成长	15
4.1 磁铁矿业务：持续巩固成本优势，着力突破运输“瓶颈”	15
4.2 铜业务：铜二期项目重新评估，计划年内部分投产	17
4.3 蛭石：掌握优势资源，产量全球领先	19
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	21
6 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构图	5
图表 3: Palabora 铜矿生产流程	6
图表 4: 近年来公司营业收入趋势	6
图表 5: 近年来公司归母净利润趋势	6
图表 6: 公司单季营业收入情况	7
图表 7: 公司单季归母净利情况	7
图表 8: 公司各业务营收情况（亿元）	7
图表 9: 公司各业务毛利情况（亿元）	7
图表 10: 销售费用率较高	8
图表 11: 运输费占销售费用的比例高	8
图表 12: 南非新增装机容量方案	8
图表 13: 我国可用铁矿石及金属铁产量历史趋势	9
图表 14: 我国铁矿石原矿产量历史趋势	9
图表 15: 我国铁矿石年度进口数量趋势	10
图表 16: 我国铁矿石进口数量全球占比	10
图表 17: 我国铁矿石进口来源占比情况	10
图表 18: 我国铁矿石对外依赖程度高	10
图表 19: 澳大利亚和巴西铁矿石发货量（万吨）	10
图表 20: 我国铁矿石到港量（万吨）	10
图表 21: 进口铁矿砂及其精矿当月值（万吨）	11
图表 22: 进口铁矿砂及其精矿累计值（万吨）	11
图表 23: 采矿业&黑色金属矿采选业固定资产投资额累计同比	11
图表 24: 我国生铁产量情况	12
图表 25: 我国粗钢产量情况	12
图表 26: 美元指数放松对铁矿石价格压制	14
图表 27: 美国通胀水平大幅回落	14
图表 28: 铁矿石主要港口库存变化趋势（万吨）	14
图表 29: 铁矿石日均疏港量（万吨/天）	14
图表 30: CDFI 进口铁矿石海运费趋势（海岬型船；美元/吨）	15
图表 31: 公司磁铁矿的产销趋势	16



图表 32: 公司磁铁矿业务毛利情况(亿元)	16
图表 33: 公司磁铁矿业务毛利率情况	16
图表 34: 帕拉博拉矿区交通位置	17
图表 35: PC 铜矿卫星图像	18
图表 36: 铜矿一、二期项目示意图	18
图表 37: 公司铜二期达产后铜精矿年产量预测表	18
图表 38: 公司金属铜的产销趋势	19
图表 39: 蛭石生产流程示意图	19
图表 40: PC 蛭石产量占比	20
图表 41: 2023 年全球蛭石产量预测分布情况	20
图表 42: 公司蛭石产量情况	20
图表 43: 公司蛭石销量情况	20
图表 44: 公司业绩拆分预测表	20
图表 45: 可比公司估值表	21
图表 46: 财务预测摘要	22



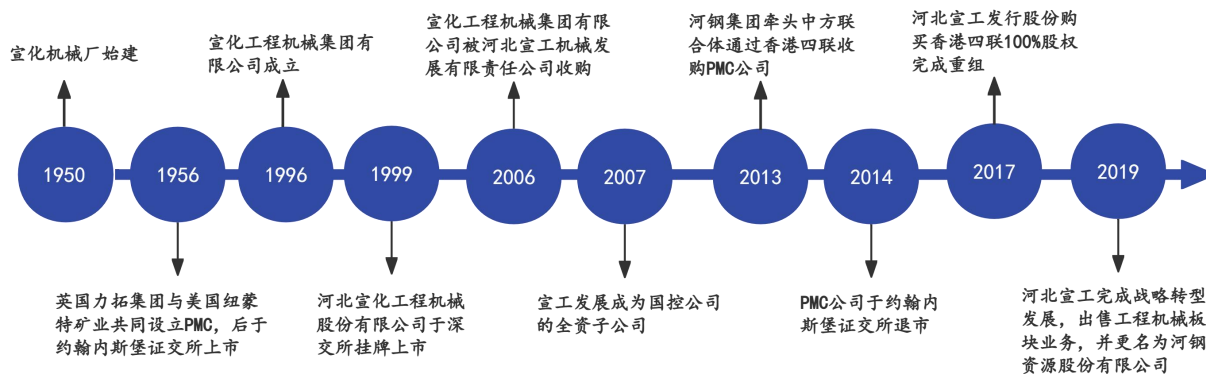
1 河钢资源：成功转型发展，聚焦矿产主业

1.1 收购海外矿山，剥离工程机械业务

河钢资源股份有限公司（简称河钢资源）隶属于世界 500 强河钢集团，前身为宣化工程机械厂，始建于 1950 年，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。1999 年 6 月，宣工集团独家发起募集设立了“河北宣化工程机械股份有限公司”，于同年 7 月 14 日在深圳证券交易所上市（股票简称：河北宣工，股票代码：000923）。

为了加快自身发展步伐，2017 年 6 月，公司发行股份购买四联香港资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准。重组完成后，公司通过全资子公司四联香港间接控股南非帕拉博拉矿业有限公司（PMC），实现了布局铁、铜等优质矿产资源的良好开端。2019 年，公司实现战略转型，剥离工程机械板块业务，专注打造全球化资源类上市平台，公司名称变更为河钢资源股份有限公司（股票简称：河钢资源，股票代码：000923）。

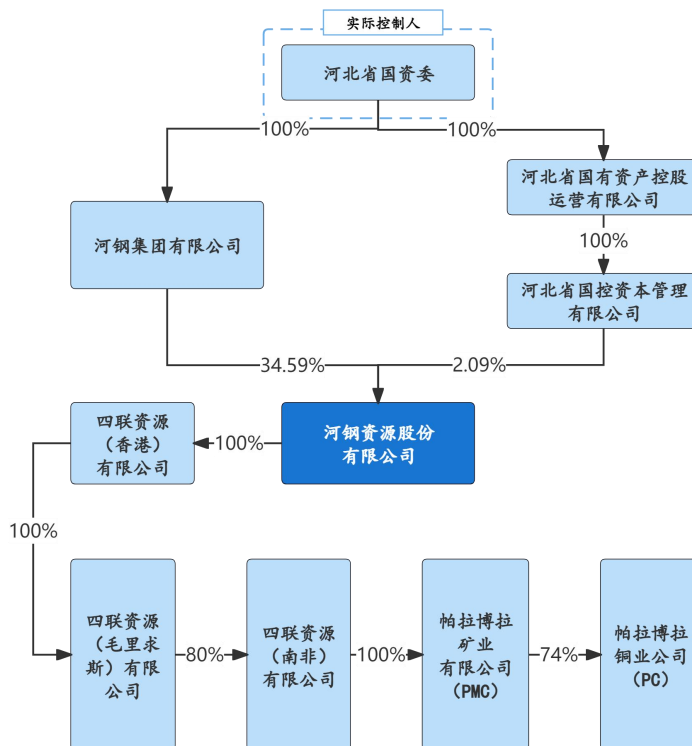
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、华福证券研究所

1.2 河钢旗下矿产资源平台，坐拥南非优质矿产资源

截至公司 2023 年年报，公司控股股东为河钢集团有限公司，持有公司 34.59% 的股权，实际控制人为河北省国资委。


图表 2: 公司股权结构图


数据来源：公司公告、华福证券研究所

公司 2017 年度重大资产重组完成后，公司持有四联香港 100% 股份。四联香港通过控股公司 PC 实现对南非 Palabora 铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿冶炼。PC 公司是一家历史悠久的多元化矿业企业，2013 年前隶属于矿业巨头力拓公司，在力拓经营期间 PC 建立了世界领先、运营规范的生产管理体系。公司在采矿、选矿、冶炼、加工等生产环节获得了 ISO9001（2008）认证，能够为客户提供稳定有质量保障的矿产品。

四联香港及其子公司主营业务为南非铜矿、蛭石矿的开发、运营，以及自产矿产品的加工、销售和服务。2022 年四联香港总资产 147 亿元，约占河钢资源总资产的 95%；营业收入 49.4 亿元，约占河钢资源总营收的 98%。

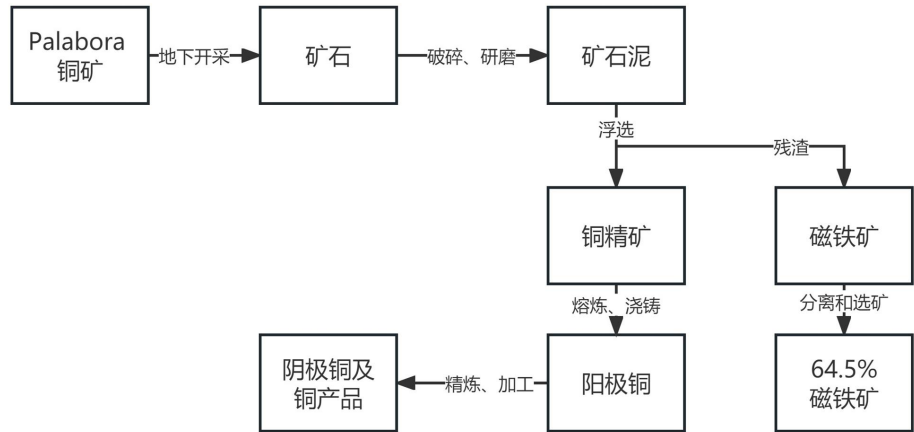
1.3 聚焦矿业生产经营，三大业务板块齐发力

在公司出售工程机械板块业务后，公司的生产经营主要在南非，核心业务分为磁铁矿、铜产品、蛭石三大业务板块。

南非 Palabora 铜矿为铜铁伴生矿，公司采用机械化分块崩落开采法，开采地下凹陷采场壳下面的矿石。铜矿一期地下开采深度最深已经达到 800 米，铜矿二期地下施工深度最深已经达到 1,200 米。矿石通过起吊、破碎、压碎、研磨等得到精磨的矿石泥，在浮选槽中通过化学反应物使铜颗粒上升分离，冷凝形成铜精矿，剩下的残渣中含有磁铁矿，通过分离清洗，得到高品磁铁矿产品。绝大部分磁铁矿通过四联香港公司统一销售，主要销售给中国钢铁生产企业。铜精矿通过熔炼、精炼、加工等得到相应铜产品。



图表 3: Palabora 铜矿生产流程



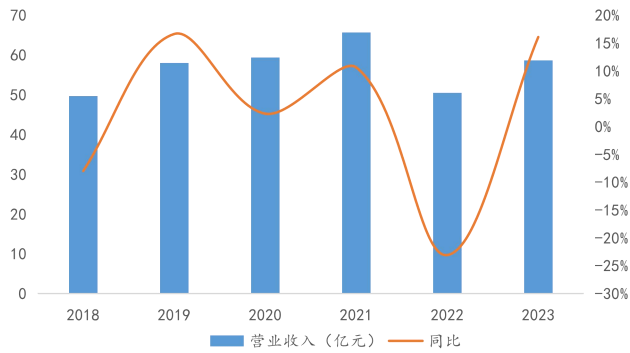
数据来源: 河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、华福证券研究所

1.4 南非经营环境复杂严峻，2023 年下半年发运恢复正常

2022-23 年，南非多重突发事件加剧了经营环境的复杂严峻，南非洪水灾害一度使得南非全国进入灾难状态，南非国家电力公司实施多轮限电措施导致矿业生产受到冲击，铁路港口罢工停运使得矿产资源出口受到限制。南非经营环境的复杂性给公司矿产生产以及货物运输带来较大挑战，面对众多困难和挑战，公司展现了良好经营管理能力和业绩韧性。

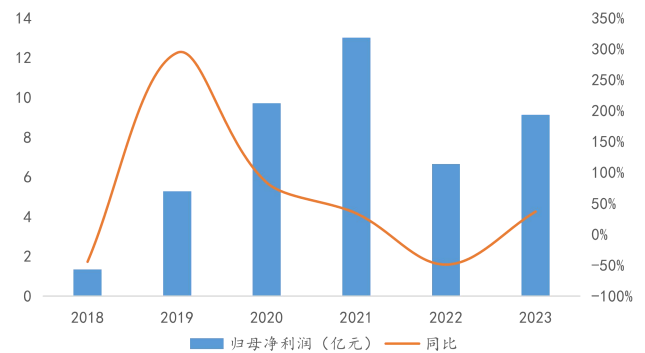
2023 年公司营业总收入 58.67 亿元，同比增长 16.1%；归属于上市公司股东净利润 9.12 亿元，同比增长 36.95%。2024 年 Q1 公司业绩继续改善，单季度实现营收 16.11 亿元，同比增长 41.36%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 27.94%；实现扣非归母净利润 2.42 亿元，同比增长 29.25%。

图表 4: 近年来公司营业收入趋势



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

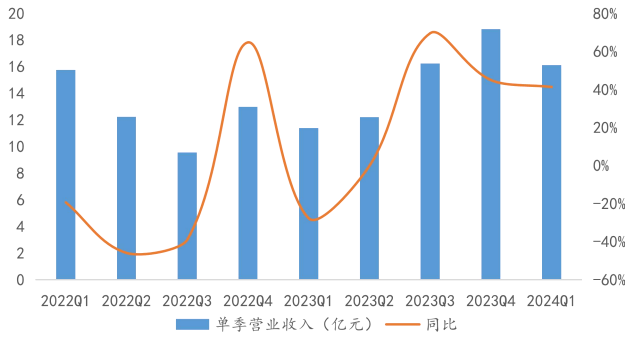
图表 5: 近年来公司归母净利润趋势



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

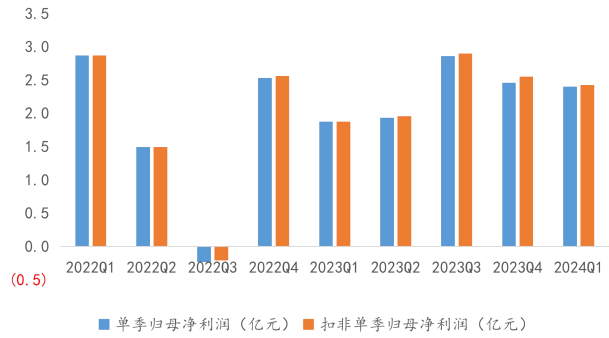


图表 6: 公司单季营业收入情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 7: 公司单季归母净利润情况



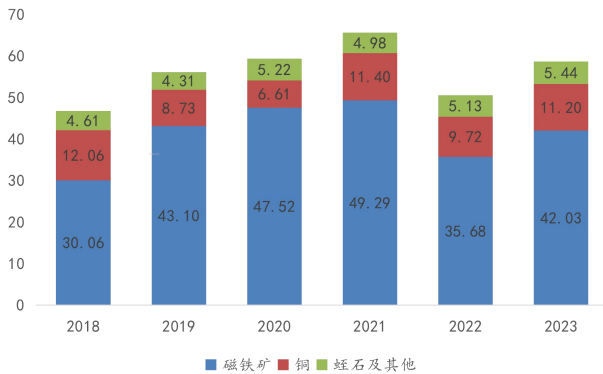
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

磁铁矿业务是公司现阶段的核心业务

营收方面, 2023 年公司磁铁矿/铜产品/蛭石的营业收入分别为 42.03/11.2/4.15 亿元, 分别占公司营业收入的 71.64%/19.09%/9.28%, 分别较上一年+1.03pct/-0.16pct/-0.87pct。

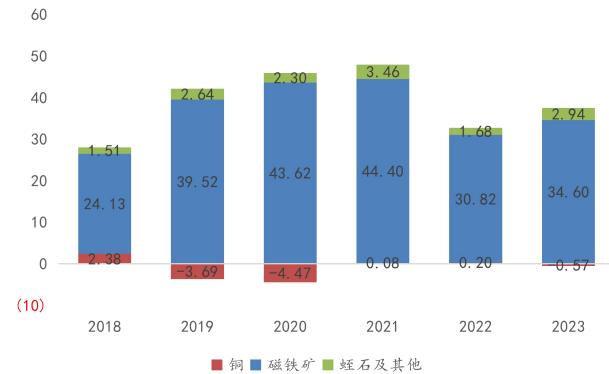
毛利方面, 2023 年公司磁铁矿/铜产品/蛭石的毛利分别为 34.6/-0.57/2.86 亿元, 磁铁矿业务占公司毛利的 93.58%, 磁铁矿业务继续贡献着主要营收和毛利。

图表 8: 公司各业务营收情况 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 9: 公司各业务毛利情况 (亿元)



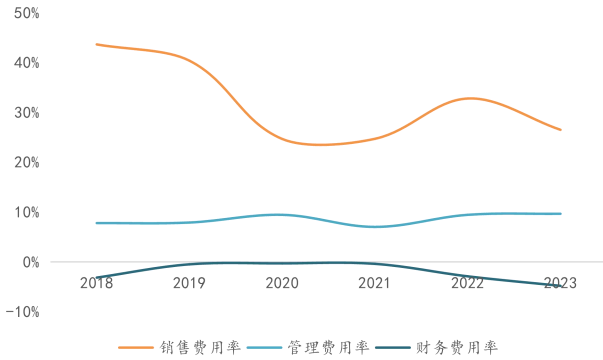
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

磁铁矿主要销往国内, 铜产品主要面向当地

公司绝大部分磁铁矿通过四联香港公司统一销售, 定价方式为 CFR, 通过海运采取 M+2 (M 是装船日所在月份, 以装船日所在月份的普氏价格为基础确认收入, M+2 月是结算月, 按照当月普氏价格对前期确认收入进行调整) 等结算方式, 产品主要销往国内。铜产品主要销售给当地用户, 部分铜精矿销往国内。蛭石通过销售公司销售到欧洲、美洲和亚洲等世界各地。

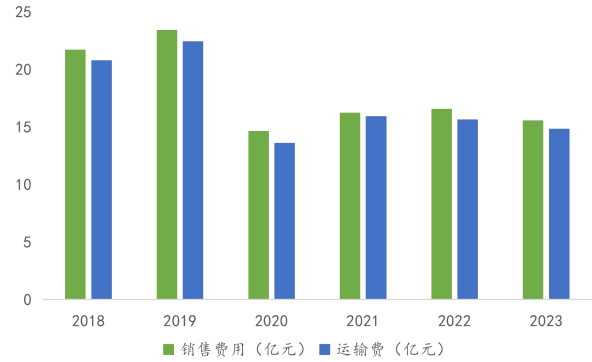
公司销售费用率较高, 2023 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 26.51%/9.66%/-4.79%。出售磁铁矿发生的销售费用主要是运输费, 包括陆运费、海运费、港杂费等, 2023 年公司运输费用达 14.83 亿元, 占销售费用的 95%。

图表 10: 销售费用率较高



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 11: 运输费占销售费用的比例高



数据来源: 公司公告、同花顺 iFinD、华福证券研究所

电荒阴云仍然笼罩, 新能源电力发展或破局

南非的电力问题已持续多年, 受煤电设备老化、设备维护不足事故频发等因素, 大规模停电限电时有发生, 对社会和经济运行产生严重影响。2023 年由于电力危机对企业 and 经济构成生存威胁, 南非一度宣布进入国家灾难状态。2023 年, 南非经济增长率仅为 0.6%, 较 2022 年 1.9% 的增长率显著回落。限电叠加南非洪涝灾害等影响因素, 对铁路、公路、港口等基础设施产生较大不利影响, 对公司磁铁矿发运造成极大挑战, 截至 2023 年中报披露期, 公司磁铁矿销售 273.57 万吨, 较去年同期下降 109 万吨。据公司披露, 磁铁矿发运量自 6 月份开始回升, 下半年已逐步恢复正常。

截至目前, 南非的电力危机尚未解除, 2024 年以来 Eskom 已多次启动限电, 电荒问题仍然笼罩南非。2024 年 1 月, 南非发布 2023 年综合资源计划 (IRP) 旨在彻底解决南非能源危机。该方案设想达到 2030 年, 计划风能新增 4468 兆瓦电力, 太阳能新增 3715 兆瓦电力, 天然气新增 7220 兆瓦电力, 电池存储提供额外 4103 兆瓦电力。到 2050 年建设超过 100 吉瓦新发电能力, 包括太阳能、风能、核能和煤炭发电。

图表 12: 南非新增装机容量方案

	Coal	Gas - IPP Programme	Gas - Eskom	Dispatchable Capacity	Nuclear	Hydro	Pumped Storage	CSP	Solar PV	Wind	Hybrid IPP Programme	Distributed Generation ^a	BESS - IPP Programme	BESS - Eskom	Unserved Energy (TWh)
Current Base (MW)	38 800	1 005	2 825	-	1 860	1 600	2732	500	2 287	3 443	-	5 000	-	20	
2024	720							100			150	900		199	13.06
2025	720	1 220							2 115	644	476	900	513	141	7.63
2026										140		900			7.66
2027		1 000								684		900	2 000	615	4.55
2028		1 000	3 000						500			900	615		0.22
2029									500	1 500		900			0.25
2030		1 000		1 376					500	1 500		900			0.27
Additional New Capacity (MW)	1 440	4 220	3 000	1 376				100	3 615	4 468	626	6 300	3 743	360	

- Installed Capacity
- Capacity under construction
- Capacity procured
- New Capacity
- Distributed Generation Capacity for own use
- Unserved Energy, preferred as low as possible

数据来源: 南非 2023 年综合资源计划、华福证券研究所



根据国际货币基金组织 2023 年 10 月《世界经济展望》，预计南非 2024 年实际 GDP 增速 1.8%。随着南非电力危机逐步缓解，经济持续发展，基础设施优化，公司磁铁矿发运量逐渐稳定并有望增长，新能源以及电力基础设施建设将拉动当地对铜产品需求，长期利好公司铜产品在当地的销售。

2 铁矿石行业：蓄势以待

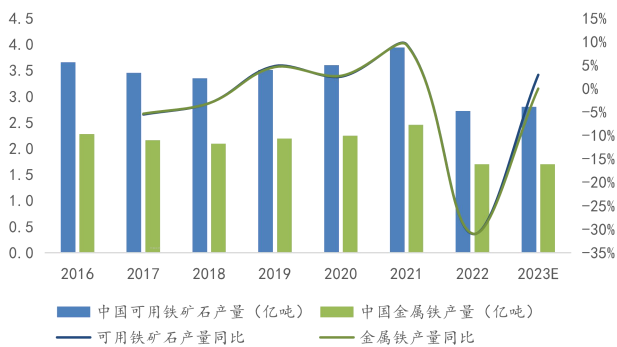
2.1 供给：海外供应整体稳定，国内增量引起重视

2.1.1 稳固的“压舱石”：2023 年原矿产量同比大增

可用铁矿石及金属铁产量有所下降。据美国地质调查局统计，2022 年我国可用铁矿石及金属铁产量下降明显，分别同比下降-30.96%和-30.89%，降至 2.72 亿吨和 1.7 亿吨；预计 2023 年我国可用铁矿石及金属铁产量将企稳，分别为 2.8 亿吨和 1.7 亿吨。

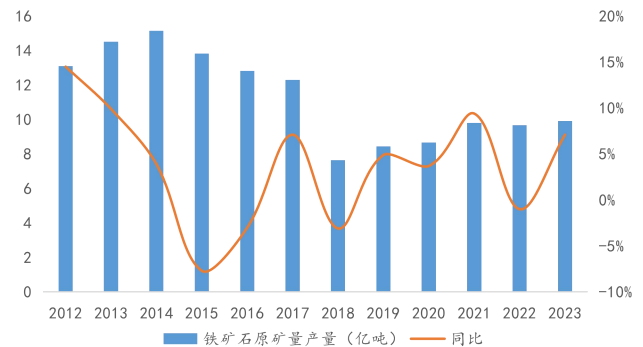
2023 年铁矿石原矿产量同比增长 7.1%。2018 年，受国家生态保护及钢铁行业产能压缩、产能置换等政策影响，铁矿石需求下降且价格处于低位，国产矿生产动力不足产量大幅下降，2018 年铁矿石原矿减产幅度达 37.91%。2019 年起，铁矿石原矿产量开始企稳，同比增速基本回到正增长区间，2022 年铁矿石原矿产量同比略有下降 1%，2023 年同比增速反弹至 7.1%。

图表 13：我国可用铁矿石及金属铁产量历史趋势



来源：USGS、华福证券研究所

图表 14：我国铁矿石原矿产量历史趋势

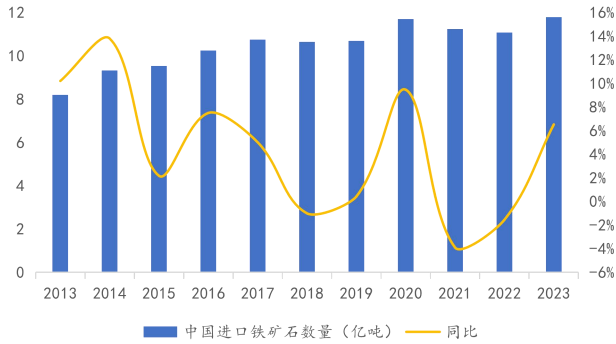


来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

2.1.2 世界的“吸铁石”：对外依赖程度高达约八成

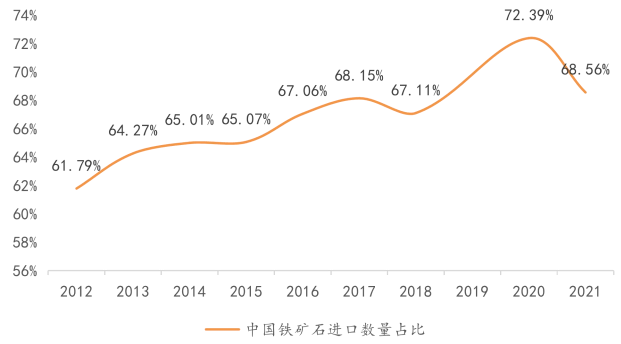
近年来，我国铁矿石进口数量呈现出：进口数量整体稳增、进口规模全球最大、进口来源相对单一、对外依赖度高特征。（1）我国铁矿石进口数量在近十年来整体呈现相对稳定的增长。铁矿石进口数量从 2013 年的 8.19 亿吨增长至 2023 年的 11.79 亿吨，十年间复合增长率为 3.71%。（2）铁矿石进口数量规模在全球铁矿石进口数量占比最大，连续多年超半数以上。根据世界钢铁协会数据显示，2012-2021 年我国进口铁矿石数量规模在全球占比中持续领先，2021 年铁矿石进口数量约占世界铁矿石进口总数的 68.56%。（3）铁矿石进口来源相对单一。由于全球优质铁矿石资源多集中在澳大利亚、巴西等因素，我国铁矿石进口也主要来自上述两个国家，2023 年我国从澳大利亚和巴西进口的铁矿石数量分别占进口总量的 62.51%和 21.08%。（4）我国铁矿石资源对外依赖程度高。按照美国地质局数据，预测 2023 年我国可利用铁矿石约 2.8 亿吨，以此计算 2023 年我国铁矿石表观消费量约为 14.38 亿吨，对进口铁矿石的依赖程度为 82.02%。

图表 15: 我国铁矿石年度进口数量趋势



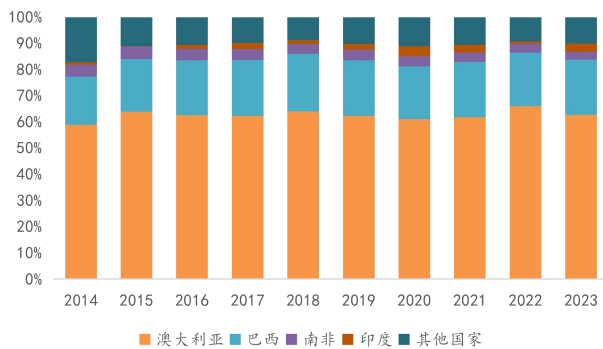
来源: Wind、华福证券研究所

图表 16: 我国铁矿石进口数量全球占比



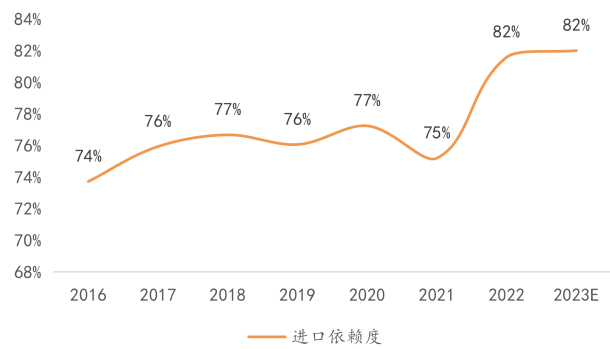
来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 17: 我国铁矿石进口来源占比情况



来源: Wind、华福证券研究所

图表 18: 我国铁矿石对外依赖程度高



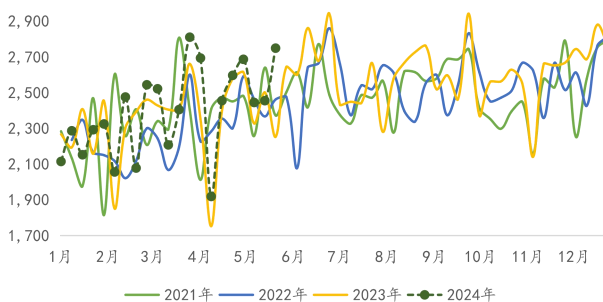
来源: USGS、同花顺 iFinD、华福证券研究所

2023 年海外供给整体稳定, 2024 年初铁矿石延续大量进口

从澳大利亚和巴西这两个全球最重要的铁矿石生产以及出口国家的发货量来看, 进入 2024 年, 澳巴两国铁矿石发货量整体于历史同期水平接近, 截至 3 月 29 日, 澳大利亚和巴西铁矿石累计发货量达 3 亿吨, 基本与去年持平。

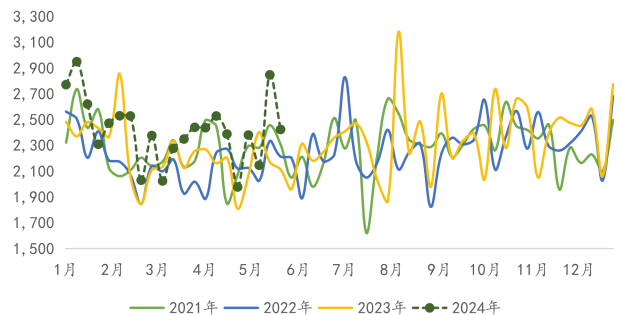
2024 年 1-4 月份, 我国累计进口铁矿砂及其精矿 4.12 亿吨, 累计同比增长 7.2%, 对比历史同期数据来看, 2024 年 1-4 月进口铁矿砂及其精矿的数量明显高于近几年的进口数量规模, 大量铁矿石进口叠加钢铁产量有进一步控产限产的预期, 年内铁矿石供给或呈现充裕的局面, 采购商将逐渐降低进口意愿, 全年进口铁矿石累计同比增速或实现高开后续逐步放缓的趋势。

图表 19: 澳大利亚和巴西铁矿石发货量 (万吨)



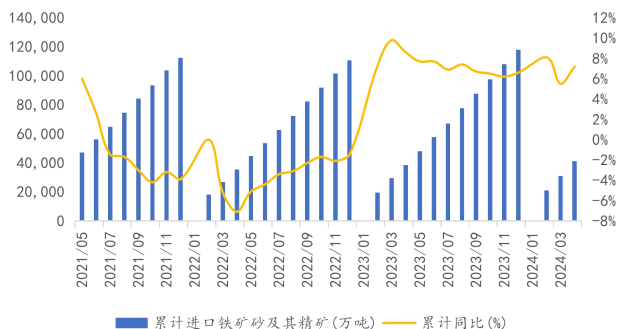
来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 20: 我国铁矿石到港量 (万吨)



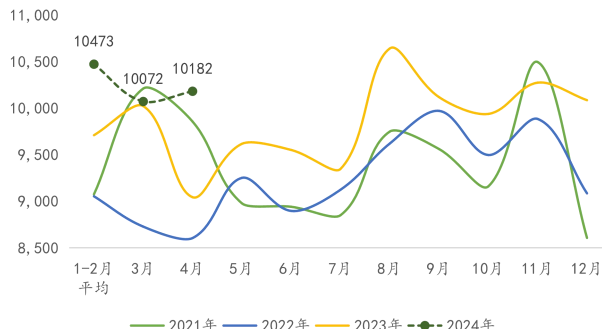
来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 21: 进口铁矿砂及其精矿当月值 (万吨)



来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 22: 进口铁矿砂及其精矿累计值 (万吨)



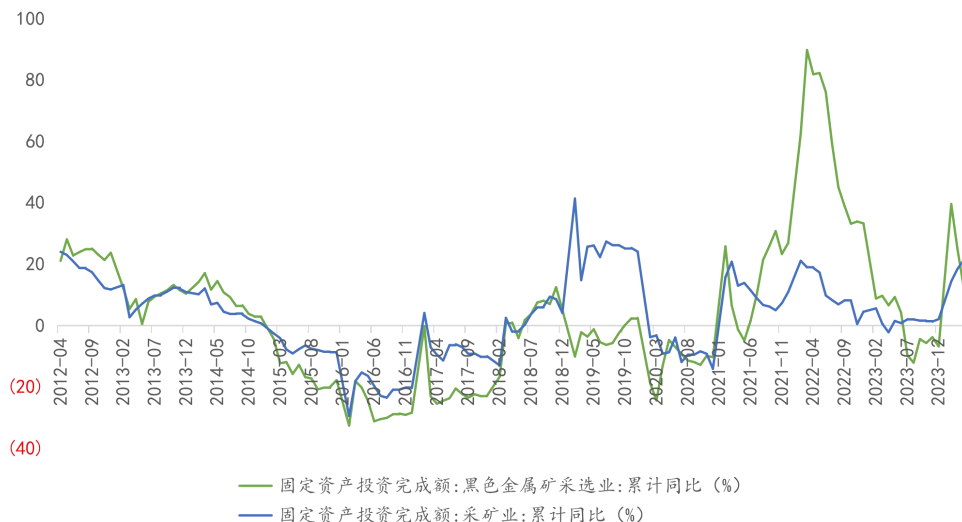
来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

2.1.3 供应链“强心剂”：国产矿 1 亿吨的增量目标

2022 年，中钢协向国家发改委、工信部、自然资源部、生态环境部四部委上报了“基石计划”，即通过国内新增产铁矿开发、境外新增权益铁矿、废钢资源的开发，实现对铁矿石供给和价格的话语权。“基石计划”旨在用 10 年至 15 年时间，切实改变我国铁资源来源构成，从根本上补足钢铁产业链资源短板。“基石计划”提出，到 2025 年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨，分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。

在将铁矿列为战略性矿产以及国内找矿行动主攻矿种的背景下，结合“基石计划”，国内铁矿投资自 2021 年-2022 年全面提速，2021 年-2022 年黑色金属矿采选业固定资产投资额同比增速分别为 26.9%和 33.3%。2023 年铁矿石供给增速（原矿产量同比增长 7.1%）大幅高于需求增速（生铁同比增长 0.7%），在市场供需紧张得以缓解的背景下，投资意愿开始大幅减退，2023 年黑色金属矿采选业固定资产投资额同比呈现 6.8%的负增长。

图表 23: 采矿业&黑色金属矿采选业固定资产投资额累计同比



来源: Wind、华福证券研究所

在铁矿行业投资持续加码下，国内各重点新建铁矿项目也在如火如荼开展。其中具体代表性的本溪思山岭铁矿、陈台沟铁矿、本溪大台沟铁矿、本溪南芬铁矿、河北马城铁矿等重点铁矿项目推进，项目产能在“十四五”期间陆续释放，国产铁矿石产能的加速扩张为维护钢铁供应链安全注入“强心剂”。

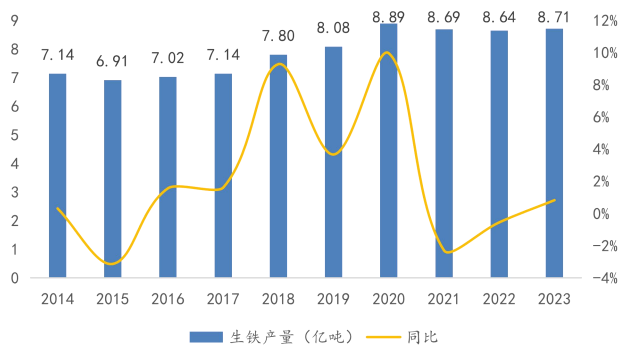
2.2 需求端：钢铁生产消费平稳，政策呼吁废钢替代

2.2.1 供给侧改革持续深入，粗钢产量进入峰值平台期

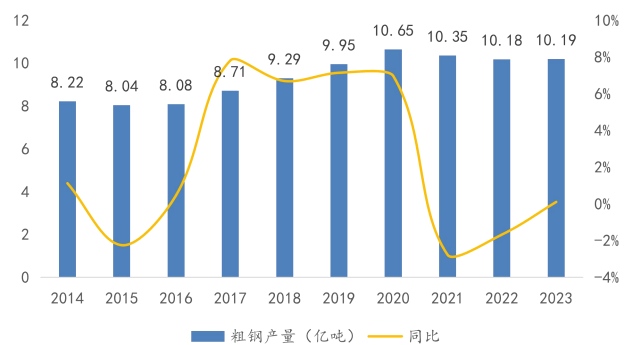


“十三五”时期，我国钢铁工业深入推进供给侧结构性改革，化解过剩产能取得显著成效。“十四五”时期，我国钢铁工业仍然存在产能过剩压力大、产业安全保障能力不足、绿色低碳发展水平有待提升、产业集中度偏低等问题。目前钢铁行业正继续深化供给侧结构性改革，加快推进钢铁工业质量变革、效率变革、动力变革，保障产业链供应链安全稳定，促进质量效益全面提升。

2020年我国生铁、粗钢产量均达到峰值，分别为8.89亿吨和10.65亿吨。受“十四五”钢铁行业供给侧结构性改革继续深化的影响，以及在国内经济形势、下游需求结构变化等多重因素作用下，钢铁产量自2020年后开始进入峰值平台期。2021年国内生铁和粗钢产量进入负增长区间；至2022年，我国生铁、粗钢产量分别为8.64亿吨和10.18亿吨，同比增速维持下降，但下降幅度较前一年有明显收窄。2023年随着我国经济恢复向好，国内下游需求逐渐企稳，海外需求呈现走强，我国生铁、粗钢产量较去年增长0.83%和0.11%，生铁、粗钢生产态势进一步走稳。

图表 24: 我国生铁产量情况


来源: Wind、华福证券研究所

图表 25: 我国粗钢产量情况


来源: Wind、华福证券研究所

2.2.2 国内用钢结构持续调整，用钢总量有望企稳增长

钢铁作为基础工业材料，钢铁需求与国民经济发展情况息息相关。当前我国经济处在持续恢复向好的同时，也面临着一些风险和挑战，其中房地产行业低迷对用钢需求产生较大冲击，但基建和制造业用钢对钢铁需求起着支撑作用。我们认为随着地产拖累逐步减轻，基建在强预期下拉动钢需，制造业持续景气为钢需贡献增量，钢需结构持续优化调整，用钢需求韧性充足有望企稳。

2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对推动大规模设备更新和消费品以旧换新作出全面部署，重点将实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，其中推进重点行业设备更新改造、建筑和市政基础设施领域设备更新、以及汽车、家电产品以旧换新等举措预计将对钢铁下游行业需求产生强大推动力，进一步支撑我国钢铁消费需求。

(1) 建筑业：地产拖累或减轻，基建保持较强预期

房地产行业处于筑底阶段。2023年，我国房屋新开工面积累计9.54亿平方米，累计同比减少20.4%；房屋施工面积累计83.84亿平方米，累计同比减少7.2%；房屋竣工面积累计9.98亿平方米，累计同比增长17%；商品房销售面积累计11.17亿平方米，累计同比减少8.5%。中央经济工作会议要求，要积极稳妥化解房地产风险。保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”预计将进一步支撑钢需。政策正在加大引导力度，支持房企合理融资需求多地楼市限购政策调整，政策松绑趋势形成，在政策的持续加力下，房地产行业正在加速筑底，预计地产对钢需拖累逐步将逐步减轻。

在基建领域中，交通运输建设、能源建设、水利建设等是主要涉及钢材消费的领域。2023年，铁路运输业固定资产投资完成额同比增长25.2%；道路运输业固定资产投资完成额同比下降0.7%；电力、热力的生产和供应业固定资产投资完成额同比增长27.3%；水利管理业固定资产投资完成额同比增长5.2%。中央经济工作会议



提出，稳中求进，以进促稳，先立后破。基建对于经济增长有着重要的拉动效应。预计未来基础设施建设固定资产投资同比增速保持在较高增速。

(2) 制造业：汽车、船舶、家电等制造业持续景气

汽车行业：2023年全国汽车产量3011.32万辆，同比增长9.3%；新能源汽车产量944.3万辆，同比增加30.3%。整体来看，随着新能源汽车产量基数的扩大，虽然2023年生产增速有所回落，但整体增速仍然保持稳定。政策方面继续鼓励汽车消费，支持新能源汽车下乡等，进一步支撑汽车产业发展，我们预计2024-25年汽车产量仍将保持较为稳定的增长。

船舶行业：2023年全国新接船舶订单7,120万载重吨，同比增长56.4%；手持船舶订单13,939万载重吨，同比增长32%；造船完工4,232万载重吨，同比增长11.8%。2023年全年，中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的50.2%、66.6%和55%。按照手持船舶订单计算，当前造船生产保障系数约为3.5年。

家电行业：2023年政策支持促进绿色智能家电消费，“家电下乡”、“以旧换新”等一系列举措持续开展，2024年政策推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，汽车、家电等消费品以旧换新有望形成更新换代规模效应。其中，空调受房屋竣工面积下滑影响，预计2024-25年增速回落；冰箱、洗衣机以更新换代需求为主，预计将保持较高增速。

随着我国基建投资力度不断加大，地产行业加速筑底，制造业保持较快发展，我国经济用钢强度保持在较高水平。在政策的加力支持下，大规模设备更新和消费品以旧换新行动预计将加快落地，进一步刺激钢铁下游行业需求，国内用钢总量在经济持续向好发展的背景下有望企稳增长。

3 价格展望：多重利好有望集中兑现

目前全球铁矿石市场的定价机制实施现货价格机制，主要参考普氏价格指数和MBIO指数作为定价依据，由于我国铁矿石对外依赖程度高，国产铁矿石一般也跟随海外铁矿石价格波动。铁矿石价格受多重因素影响，包括但不限于（1）供需关系、（2）美元价值、（3）库存水平、（4）费用成本等因素。

3.1 供需关系：供给宽松需求整体稳固

供应端：（1）我国实施战略性矿产国内找矿行动，结合“基石计划”在“十四五”期间1亿吨铁精矿的增量目标，重点铁矿项目有序推进，2023年铁矿石原矿产量同比增长7.1%。（2）四大矿山2024年铁矿石指导产量和发运量增减互有，整体保持稳定或有增量。进入2024年，澳巴铁矿石发货量整体与历史同期水平接近，我国铁矿石累计到港量较去年同期有所增长，1-4月份我国进口铁矿砂及其精矿累计同比增长7.2%。结合国内外情况，我国铁矿石供应整体宽松。

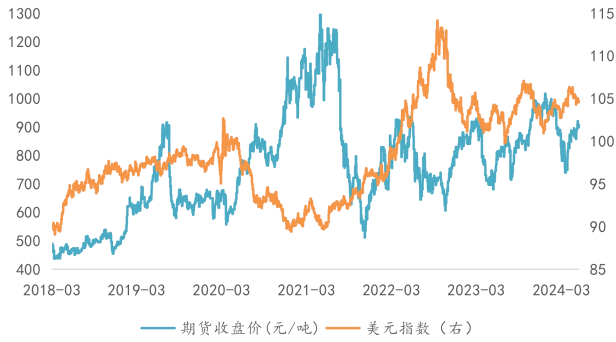
需求端：（1）2023年粗钢产量基本实现平控，随着供给侧改革深入，预计控产政策将收紧落实以保障钢铁产业供需处于动态平衡。同时我国经济持续向好发展，大规模设备更新和消费品以旧换新行动以及“三大工程”等重要项目的推进将拉动下游行业用钢需求。（2）为实现碳达峰碳中和，废钢等再生资源利用持续推进，“十四五”期间废钢消耗量预计将有所提高。替代铁矿石使用的空间加大。整体来看，钢铁产量进入峰值平台期叠加下游用钢需求稳固，钢铁生产形成上有“顶”下有“底”的局面，铁矿石需求整体比较稳固。

3.2 宏观层面：美联储年内有望开启降息

宏观经济政策决定美元的利率和流动性，美元贬值利好铁矿石等大宗商品价格，美联储的降息预期推动美元指数下行，逐渐放松对铁矿石价格的压制。

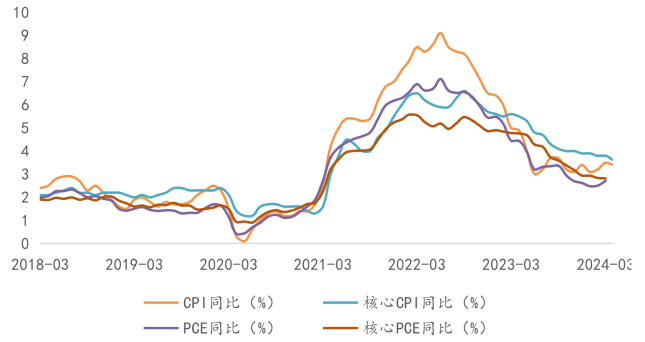


图表 26: 美元指数放松对铁矿石价格压制



来源: Wind、华福证券研究所

图表 27: 美国通胀水平大幅回落

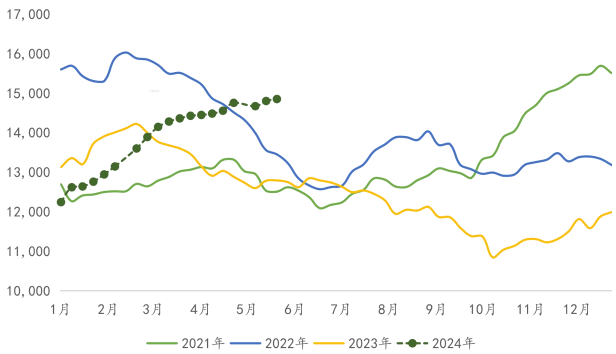


来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

3.3 库存水平: 库存启动去化的拐点或将到来

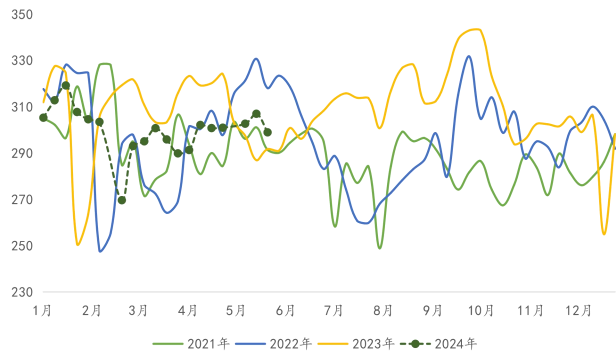
从铁矿石港口库存数据来看, 2024 年受进口数量增长以及需求恢复不及预期的影响, 年初至今铁矿石库存持续升高, 目前已高于去年同期水平。短期来看, 受今年下游建设项目启动偏缓等因素影响, 钢厂生产节奏放缓, 铁矿石需求恢复较慢, 叠加到港量的上升, 短期库存存在去化压力。但从中长期来看, 大规模设备更新和消费品以旧换新行动、万亿国债项目和“三大工程”等重要项目的落实将拉动下游行业用钢需求, 钢铁需求整体仍然稳固。上半年受到抑制的钢材消费, 在下半年有望释放带动疏港量回升, 铁矿石库存拐点或将到来。

图表 28: 铁矿石主要港口库存变化趋势(万吨)



来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 29: 铁矿石日均疏港量(万吨/天)



来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

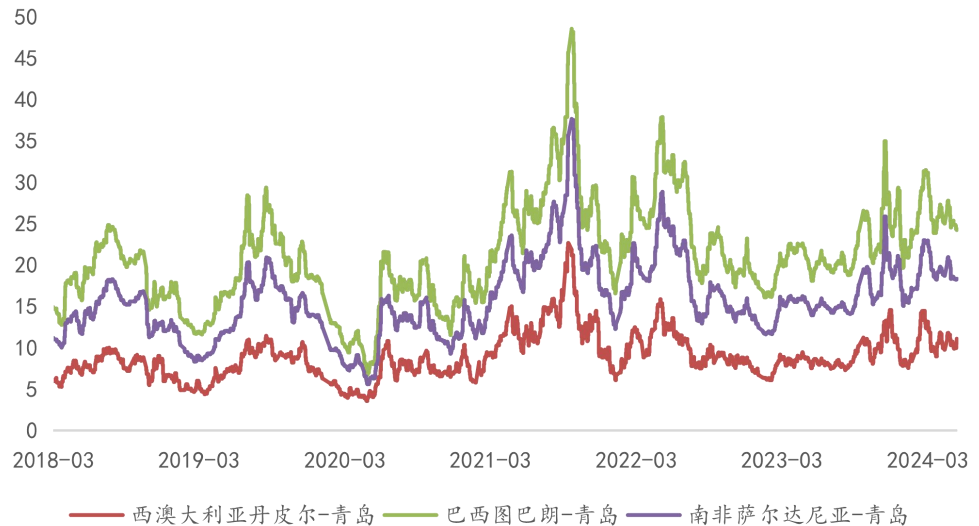
3.4 费用成本: 海运费用趋稳回到理性区间

铁矿石价格与费用成本息息相关, 矿石的生产成本包括矿石开采成本、原矿运输成本、选矿加工成本、管理销售费用、矿山维检和矿权使用等费用, 而对于进口铁矿石, 还需要考虑海上运费变动的的影响。

我国进口铁矿石典型的海上航线有: 西澳大利亚丹皮尔—中国青岛; 巴西图巴朗—中国青岛; 南非萨尔达尼亚—中国青岛等。受全球新冠疫情大流行、极端天气和原油价格影响, 2021-2022 年海运费用冲高上涨, 显著高于历史价格水平; 2023 年伴随疫情防控解除, 海运费用趋稳回到理性区间。



图表 30: CDFI 进口铁矿石海运费趋势 (海岬型船; 美元/吨)



来源: Wind、华福证券研究所

(1) 在供需层面, 国产铁矿石在供应链安全和找矿行动等支持下, 预计原矿产量将企稳增长, 同时海外进口呈现增长趋势, 铁矿石供应整体宽松。在粗钢平控政策和下游需求稳固的双重作用下, 钢铁产量形成上有“顶”下有“底”的格局, 铁矿石全年需求整体稳固。受上半年消费不及预期影响, 下半年需求释放有望加快。

(2) 在库存方面, 2024年初, 春季旺季下游需求恢复偏慢, 高炉开工率下滑, 港口铁矿石自年初持续累库, 预计短期内铁矿石供强需弱的格局难以改变, 但在利好政策和重大项目推动下, 未来需求有望回升库存水平下移。(3) 在宏观层面, 美国通胀水平已大幅回落, 美联储有望在下半年开启降息, 利好铁矿石等大宗商品。

整体来看, 铁矿石供强需弱格局或主导 2024 年上半年铁矿石价格偏弱运行, 下半年若美联储降息如期落地, 美元指数进入下行周期, 叠加利好政策和重大项目推动下需求加快回升, 多重利好若集中兑现或支撑铁矿石价格复苏。

4 公司层面: 开启二次成长

4.1 磁铁矿业: 持续巩固成本优势, 着力突破运输“瓶颈”

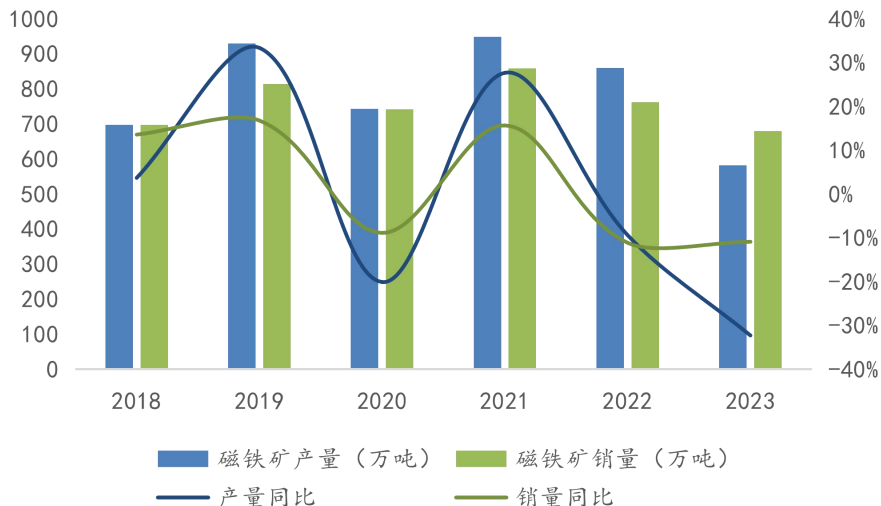
磁铁矿堆存 1.3 亿吨, 平均品位为 58%

磁铁矿为一种具有亚铁磁性的矿物, 产于变质矿床和内生矿床中, 氧化后变为赤铁矿或褐铁矿, 是炼铁的主要原料。公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品, 目前高品矿产能 800 万吨, 低品矿随时可以从矿堆装出来运到港口完成销售, 公司会根据市场价格及时调整高低品销售结构。

南非 Palabora 铜矿经过几十年的铜矿生产积累了大量磁铁矿副产品, 截至 2023 年年报公布时间, 公司拥有约 1.3 亿吨磁铁矿地面堆存, 平均品位为 58%, 同时伴随矿区生产, 每年还将新增磁铁矿产品。按照 2023 年磁铁矿销量计算, 在不考虑新开采的磁铁矿情况下, 仅磁铁矿堆存量可供公司销售 19 年。



图表 31: 公司磁铁矿的产销趋势



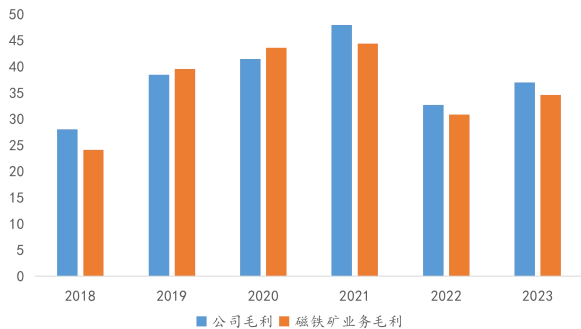
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

公司在 2023 年生产磁铁矿 582.2 万吨, 销售 679.4 万吨; 计划在 2024 年生产高品磁铁矿 750 万吨, 销量有望达到 800 万吨。

磁铁矿业务成本优势凸显, 有望持续贡献稳定盈利

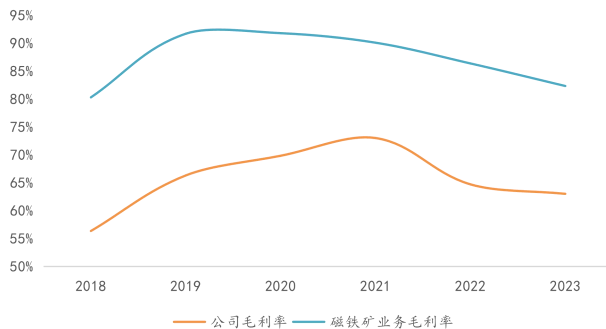
公司磁铁矿业务拥有低成本优势。通过对地面堆存的磁铁矿进行简单磁分离, 即可将磁铁矿品位提高到 62.5%至 64.5%。受益于公司简单的堆存磁铁矿生产方式, 磁铁矿生产成本显著低于传统矿山企业, 公司相较于同业的铁矿业务具备明显的成本优势。公司磁铁矿毛利率多年来均保持在 80%以上, 2023 年磁铁矿毛利率高达 82.33%, 明显高于公司整体毛利率。

图表 32: 公司磁铁矿业务毛利情况 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 33: 公司磁铁矿业务毛利率情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

着力突破运输“瓶颈”, 关注铁路运力提升

帕拉博拉矿区位于南非东北部林波波省帕拉博鲁瓦(Phalaborwa)镇, 中心地理坐标为: 东经 34° 08', 南纬 23° 59'。矿区交通方便, 矿区距离帕拉博鲁瓦镇约 3.5km, 有柏油公路与之相通。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(Maputo)港运输。

影响公司销量最直接的因素是南非境内的基础设施, 包括铁路运输、港口和公路运输的条件。PC 的磁铁矿通过铁路运往莫桑比克的马普托港和南非的理查德湾港, 并从上述港口以海运的方式运往中国销售。一般情况下, 在陆上时通过铁路运输能够控制成本, 铁路每年签协议, 价格相对固定且运输成本较低。但在 (1) 矿价高的时候或在 (2) 铁路运输受影响的情况下 (当地铁路公司对线路的年度维护、技术维护以及列车出轨等事故), PC 将通过公路运输的方式将磁铁矿运往距离相对近的莫

桑比克马普托港。

图表 34: 帕拉博拉矿区交通位置



数据来源: 南非 Palabora Copper Proprietary Limited 铜矿(二期)采矿权评估报告、华福证券研究所

公司始终关心铁路运力提升进展, 南非铁路公司 (TRANSNET) 作为公司第一供应商, 2022 年采购额 6.7 亿元, 占年度采购总额的 18%。公司计划进一步加强与南非铁路公司沟通, 增加机车、车皮等手段, 提高公司火车运力。同时通过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, 全面提升厂内外汽车火车装车效率。

4.2 铜业务: 铜二期项目重新评估, 计划年内部分投产

铜一期面临枯竭, 过渡期余矿开采

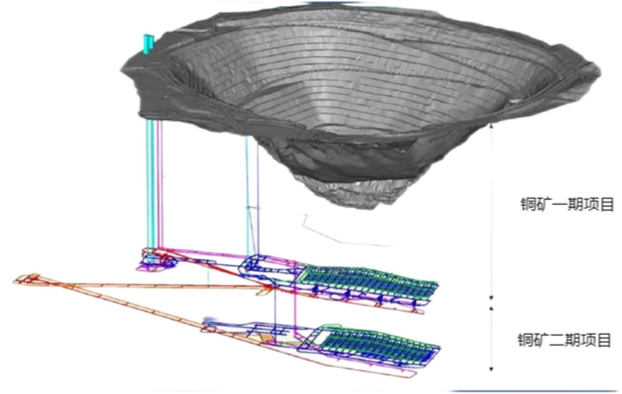
公司 2016 年委托上海立信资产评估有限公司根据先期勘探数据, 对公司铜矿二期储量主要评估数据如下: (1) 截止 2016 年 4 月 30 日, PC 铜矿(二期)开采范围内, 保有资源/储量(111b+122b+333): 矿石量 36,288.56 万吨, Cu 金属量 271.83 万吨、TFe 金属量 4,973.05 万吨, Cu 平均地质品位 0.75%、TFe 平均地质品位 13.70%; (2) 评估利用资源储量: 矿石量 12,051.95 万吨, Cu 金属量 96.48 万吨、TFe 金属量 1,633.23 万吨, Cu 平均地质品位 0.80%、TFe 平均地质品位 13.55%; (3) 评估基准日评估用可采储量: 矿石量 10,485.20 万吨, Cu 金属量 83.94 万吨、TFe 金属量 1,420.91 万吨, Cu 平均地质品位 0.80%、TFe 平均地质品位 13.55%。

图表 35: PC 铜矿卫星图像



数据来源: 河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、华福证券研究所

图表 36: 铜矿一、二期项目示意图



数据来源: 河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、华福证券研究所

根据 2017 年公司重组报告书, 铜一期原预计将于 2017 年闭坑。但经公司在运营过程中实地采样分析并结合实际生产数据, 认为铜一期采掘仍具有经济性。在铜二期项目尚未达产之际, 公司继续对铜一期余矿加以开采。

铜二期项目重新评估, 已进入前期试生产阶段

2023 年 4 月, 公司发布的项目延期公告披露, 虽然南非整体形势已好转, 但是铜二期项目建设进度受到社会因素影响, 无法在 2023 年三季度前如期完工。为确保公司项目稳步实施, 公司根据实际建设进度, 对铜二期施工进度重新评估, 预计该项目将于 2023 年三季度部分投产, 于 2024 年 12 月完工。

2023 年 9 月, 公司再度发布关于项目建设进展的公告, 铜二期项目进入前期试生产阶段, 破碎机投入使用后, 铜二期原矿可开始逐步产出, 将逐步提升公司铜产品产量。

据公司 2023 年年报披露, 2023 年铜二期 5#破碎机已经投入使用, 调试也基本完成, 进入部分投产状态; 铜二期工程项目整体进度已经达到 90.02%。

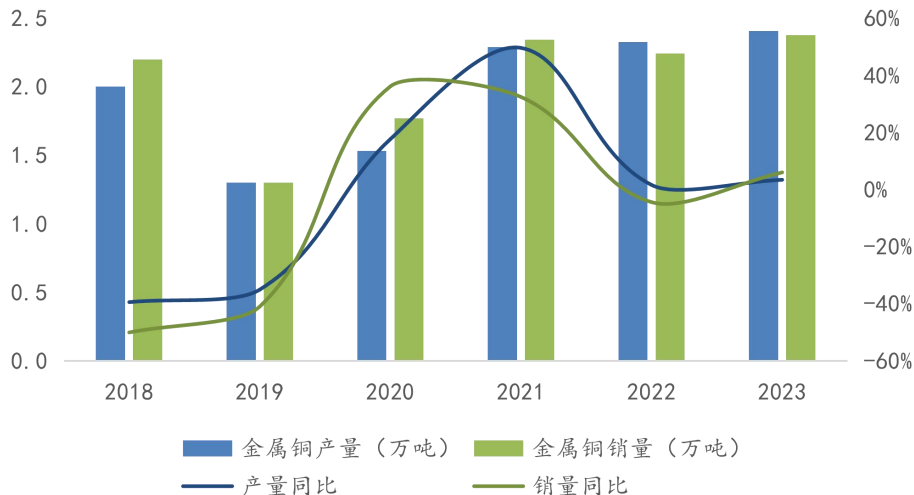
图表 37: 公司铜二期达产后铜精矿年产量预测表

序号	项目名称	项目达到预计可使用状态日期	设计矿石产量 (万吨)	平均品位	金属铜 (万吨)
1	铜二期项目	2024 年 12 月 31 日	1100	0.80%	7

数据来源: 河钢资源股份有限公司关于非公开发行募投项目延期的公告、南非 Palabora Copper Proprietary Limited 铜矿(二期)采矿权评估报告、华福证券研究所

铜二期达产后, 预计矿石年产能可达 1,100 万吨, 铜平均地质品位为 0.8%, 金属铜产量预计达到 7 万吨, 矿山运营年限预计延长至 2033 年。2024 年, 公司计划生产金属铜 3 万吨, 铜产品销量 3 万吨。公司铜产品包括铜精矿、阴极铜、铜线等, 大部分在南非当地销售。PC 是南非最大的铜线生产商, 终端客户销售稳定, 铜二期项目的投产将继续确保 PC 在南非铜产品的市场影响力和行业地位, 为公司提供稳定的盈利保障。

图表 38: 公司金属铜的产销趋势



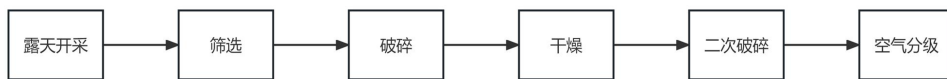
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

4.3 蛭石: 掌握优势资源, 产量全球领先

蛭石业务是公司业务组合多元化的重要组成, 蛭石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。受益于 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, 公司长期向北美、欧洲和亚洲客户出口供应蛭石。

公司生产的蛭石产品是通过露天开采蛭石矿, 经过筛选、破碎、干燥等流程得到蛭石精矿, 最后通过空气分级机将蛭石按照颗粒粗细分成 7 个商业等级, 并分离出尾矿。

图表 39: 蛭石生产流程示意图



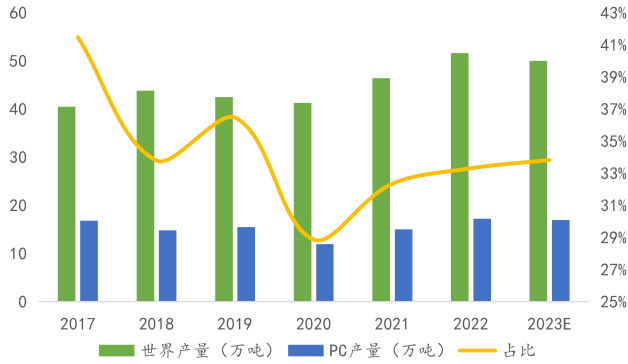
数据来源: 河北宣化工程机械股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、华福证券研究所

根据美国地质局数据, 2017 年至今世界蛭石产量稳中有增, 2022 年世界蛭石产量增长至 51.6 万吨, 2023 年下滑至 50 万吨, 2023 年南非产量达 16 万吨, 占世界的 32%。南非是世界上最大的蛭石生产国, 其他重要蛭石生产国包括美国、巴西、中国等。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。

根据 2016 年南非 Palabora Copper Proprietary Limited 蛭石矿采矿权评估报告, 截止 2016 年 04 月 30 日, 全矿区范围内, 保有资源/储量(111b+122b+333): 矿石量 3,632 万吨, 蛭石量 654 万吨, 平均地质品位 18%。评估用可采储量: 矿石量 2,578 万吨, 蛭石量 464 万吨, 平均地质品位 18%。评估显示该蛭石矿可满足服务 27 年 2 个月至 2043 年。

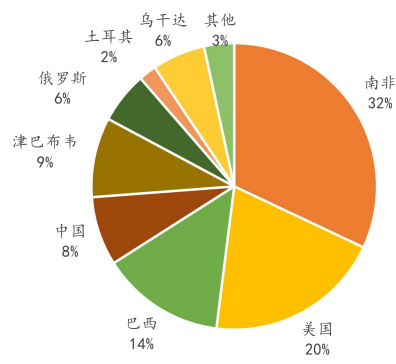
2023 年, 公司蛭石产量 16.92 万吨 (约占全球产量的 34%), 同比下降 1.6%; 销量 13.1 万吨, 同比下降 13.95%。根据公司 2024 年经营计划, 蛭石产销量分别有望达到 16.8 和 17 万吨。

图表 40: PC 蛭石产量占比



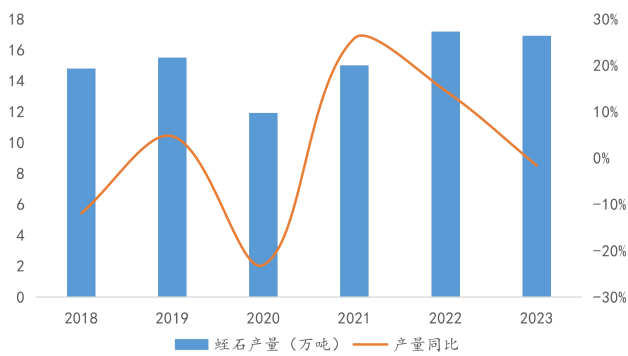
数据来源: 公司公告、USGS、华福证券研究所

图表 41: 2023 年全球蛭石产量预测分布情况



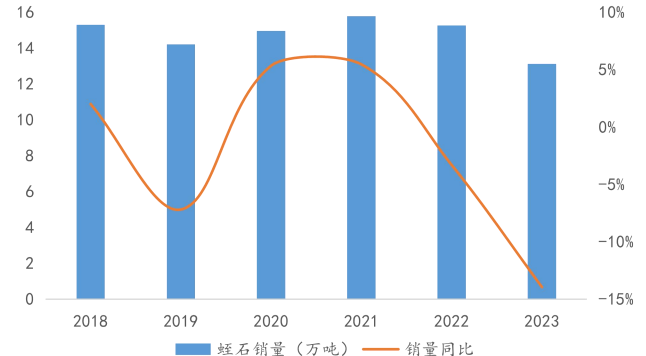
数据来源: USGS、华福证券研究所

图表 42: 公司蛭石产量情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 43: 公司蛭石销量情况



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

(1) 量: 随着南非生产经营环境好转, 电力及运输条件逐步改善, 铁矿石发运逐渐恢复正常; 铜二期项目投产带动铜产品销量上升。预计 2024-2026 年磁铁矿销量 800/850/900 万吨, 铜销量 3/5/7 万吨, 蛭石销量为 17/17/17 万吨。

(2) 价: 铁矿石供需整体偏向宽松, 全年价格将有所回落; 铜供需缺口拉大, 铜价中枢上移。预计 2024-2026 年磁铁矿单吨售价为 590/570/570 元/吨, 铜单吨售价为 5.7/5.9/6 万元/吨, 蛭石单吨售价为 3100/3000/3000 元/吨。

(3) 利: 磁铁矿生产流程简单具备低成本优势, 铜二期随产能爬坡生产规模化成本逐渐回落。预计 2023-2025 年磁铁矿毛利率为 85%/86%/87%, 铜业务毛利率为 14%/23%/29%, 蛭石毛利率为 68%/67%/67%。

图表 44: 公司业绩拆分预测表

业务类型	项目 (亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
磁铁矿业务	营业收入	47.52	49.29	35.68	42.03	47.20	48.45	51.30
	营业成本	3.90	4.89	4.86	7.43	7.20	6.80	6.75
	毛利	43.62	44.40	30.82	34.60	40.00	41.65	44.55
	毛利率	92%	90%	86%	82%	85%	86%	87%
铜业务	营业收入	6.61	11.40	9.72	11.20	16.99	29.38	42.12
	营业成本	11.08	11.32	9.52	11.76	14.55	22.50	30.10
	毛利	-4.47	0.08	0.20	-0.57	2.44	6.88	12.02



	毛利率	-68%	1%	2%	-5%	14%	23%	29%
蛭石业务	营业收入	3.91	3.56	3.96	4.15	5.27	5.10	5.10
	营业成本	1.56	--	2.32	1.30	1.67	1.67	1.67
	毛利	2.35	--	1.65	2.86	3.60	3.43	3.43
	毛利率	60%	--	42%	69%	68%	67%	67%
其他业务	营业收入	1.31	1.42	1.16	1.29	1.29	1.29	1.29
	营业成本	1.36	1.51	1.13	1.21	1.21	1.21	1.21
	毛利	-0.05	-0.09	0.04	0.08	0.08	0.08	0.08
	毛利率	-4%	-7%	3%	6%	6%	6%	6%
合计	营业收入	59.35	65.67	50.53	58.67	70.75	84.22	99.81
	毛利	17.90	17.72	17.83	21.69	24.62	32.17	39.72
	营业成本	41.45	47.95	32.70	36.97	46.13	52.05	60.09
	毛利率	70%	73%	65%	63%	65%	62%	60%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

5.2 投资建议

我们预测公司在 2024-2026 年可实现归母净利润 11.21/11.97/13.3 亿元, 对应 EPS 为 1.72/1.83/2.04 元/股。选取涉及铁矿石采选的大中矿业、海南矿业、金岭矿业, 涉及铜采选加工的云南铜业作为可比公司, 以 2024 年 6 月 4 日收盘价计算, 可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别为 14.6/12.6/11.7 倍。考虑到南非经营环境好转, 铁矿业务具备明显低成本优势, 铜二期项目部分投产放量在即, 有望开启第二成长曲线, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000878.SZ	云南铜业	271.69	1.11	1.22	1.38	12.3	11.1	9.8	13.56
001203.SZ	大中矿业	158.34	0.82	0.98	1.09	12.8	10.7	9.7	10.50
601969.SH	海南矿业	142.22	0.41	0.55	0.60	17.2	12.8	11.7	6.98
000655.SZ	金岭矿业	35.72	0.37	0.38	0.39	16.2	15.8	15.4	6.00
	平均					14.6	12.6	11.7	

数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所
备注：数据截至 2024 年 6 月 4 日

6 风险提示

(1) **铁矿石价格下跌超预期**。公司现阶段铁矿石业务贡献主要利润, 若下游需求不及预期或导致铁矿石价格下跌超预期, 将影响公司盈利能力。

(2) **铜二期项目投产不及预期**。公司铜一期矿体资源面临枯竭, 若铜二期项目投产不及预期, 将影响铜产品的产销量, 进而影响公司业绩。

(3) **南非经营环境变化风险**。公司生产经营主要在南非, 若南非电力供应不足、道路运输条件不及预期, 将影响公司生产经营和业绩情况。

(4) **海运价上涨超预期**。海运费用对公司成本影响较大, 若海运价上涨超预期, 将影响公司盈利能力。

图表 46: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,882	6,696	8,452	10,869	营业收入	5,867	7,075	8,422	9,981
应收票据及账款	1,366	1,578	1,804	2,120	营业成本	2,169	2,462	3,217	3,972
预付账款	33	37	48	60	税金及附加	17	17	21	26
存货	511	686	1,051	1,203	销售费用	1,555	1,769	2,106	2,495
合同资产	0	0	0	0	管理费用	567	693	825	978
其他流动资产	81	87	103	121	研发费用	0	0	0	0
流动资产合计	6,873	9,083	11,458	14,372	财务费用	-281	-143	-190	-199
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-6	-10	-10	-10
固定资产	923	3,803	6,229	5,674	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	5,650	3,528	578	228	公允价值变动收益	63	63	53	59
无形资产	535	451	389	320	投资收益	16	13	13	14
商誉	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,885	1,885	1,885	1,885	营业利润	1,910	2,340	2,496	2,771
非流动资产合计	8,993	9,667	9,081	8,108	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	15,865	18,751	20,540	22,479	营业外支出	28	28	28	28
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,882	2,311	2,468	2,743
应付票据及账款	715	739	975	1,216	所得税	613	753	804	894
预收款项	0	2	1	1	净利润	1,269	1,558	1,664	1,849
合同负债	61	127	152	180	少数股东损益	356	438	467	519
其他应付款	50	50	50	50	归属母公司净利润	912	1,121	1,197	1,330
其他流动负债	207	231	255	284	EPS (按最新股本摊)	1.40	1.72	1.83	2.04
流动负债合计	1,033	1,149	1,433	1,730					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	2,642	2,642	2,642	2,642	成长能力				
非流动负债合计	2,642	2,642	2,642	2,642	营业收入增长率	16.1%	20.6%	19.0%	18.5%
负债合计	3,675	3,791	4,075	4,372	EBIT 增长率	39.6%	35.5%	5.1%	11.6%
归属母公司所有者	9,201	11,533	12,571	13,694	归母公司净利润增	36.9%	22.8%	6.8%	11.1%
少数股东权益	2,989	3,426	3,894	4,413	获利能力				
所有者权益合计	12,190	14,959	16,465	18,107	毛利率	63.0%	65.2%	61.8%	60.2%
负债和股东权益	15,865	18,751	20,540	22,479	净利率	21.6%	22.0%	19.8%	18.5%
					ROE	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%
					ROIC	12.6%	14.0%	13.4%	13.6%
					偿债能力				
					资产负债率	23.2%	20.2%	19.8%	19.5%
					流动比率	6.7	7.9	8.0	8.3
					速动比率	6.2	7.3	7.3	7.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	72	75	72	71
					存货周转天数	97	88	97	102
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.40	1.72	1.83	2.04
					每股经营现金流	2.37	4.40	2.63	3.67
					每股净资产	14.10	17.67	19.26	20.98
					估值比率				
					P/E	13	11	10	9
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	34	26	21	17

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn