

业绩历史最佳, “双子星” 放光芒

2024 年 08 月 26 日

➤ **近期公司发布 2024 年半年报。**2024H1 公司实现营收 1028 亿元 (其中矿山 314.4 亿元, 贸易 713.8 亿元), 同比增长 18.6%, 归母净利润 54.2 亿元 (其中矿山 47.4 亿元, 贸易 6.7 亿元), 同比增长 670.4%。单季度看, 公司实现营收 567 亿元, 同比增长 34%, 环比增长 23%, 实现归母净利润 33.5 亿元, 同比增长 767%, 环比增长 61%。业绩符合业绩预告。

➤ **2024H1, 公司实现归母净利润 54.17 亿元, 同比增长 670.43%。业绩同比增长主要得益于铜钴产品量价齐升, 公司毛利同比增利 151.72 亿元, 其中铜钴板块分别贡献 92.44/16.06 亿元, 合计贡献毛利增长的 71.5%; 钨钼板块分别贡献 -1.13/1.34 亿元, 铌磷板块分别贡献 1.11/0.56 亿元。**此外, 贸易板块毛利同比增长 35.81 亿元, 占毛利增长的 23.6%, 从净利润来看, 贸易板块净利润同比增长 123%至 6.7 亿元。**价:** 2024H1, 阴极铜/金属钴均价分别为 9090 美元/吨和 12.22 美元/磅, 分别同比变化 +4.45%和 -20.44%。**量: TFM 和 KFM 上半年保持快节奏生产乃至超产, 频创单月产量历史记录。**公司 2024H1 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 31.38/5.40 万吨, 同比增长 100.74%/178.22%, 完成全年计划 (指引中值) 的 57.58%/83.08%。

➤ **2024Q2, 公司归母净利润环比增加 12.74 亿元, 增利主要来自于毛利 (+70.95 亿元) 和其他/投资收益 (+2.27 亿元)。**毛利项的增加主要得益于铜板块量价齐升, 铜销量环比大幅增长 48.36%, 价格环比上涨 15.58%。减利项主要在于公允价值变动 (-31.21 亿元, 由于基本金属贸易业务衍生工具公允价值同比下降, 考虑到 IXM 为期现结合模式, 公允价值亏损与现货盈利对冲)、所得税 (-24.05 亿元, 由于刚果金板块税收较高)、费用和税金 (-1.32 亿元)。

➤ **核心看点:** ①**2024 年产量超预期完成。**产量指引为铜金属 52-57 万吨, 钴金属 6-7 万吨, 上半年铜钴产量均远超预期。铝金属 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。②**未来五年发展目标:** 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, 增量分为两阶段, 一阶段重点是 TFM 西区 Pumpi 矿和 KFM 二期深部硫化矿开发, 目前已经开始开展早期工作, 未来 TFM 三期深部硫化矿待一阶段完成后或将有更多消息。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%。

➤ **投资建议:** 随着刚果金项目持续放量, 我们预计 2024-2026 年, 公司归母净利润为 114.53、149.07、167.65 亿元, EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.78 元, 对应最新股价 (8 月 23 日) 的 PE 分别为 14X/11X/10X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 项目进展不及预期, 铜钴等主要金属价格下跌, 地缘政治风险, 刚果金权益金风险等。

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	199,060	205,420	210,093
增长率 (%)	7.7	6.9	3.2	2.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,250	11,453	14,907	16,765
增长率 (%)	36.0	38.8	30.2	12.5
每股收益 (元)	0.38	0.53	0.69	0.78
PE	19	14	11	10
PB	2.7	2.4	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

7.64 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

研究助理 袁浩

执业证书: S0100123090011

邮箱: yuanhao@mszq.com

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2024 年一季报点评: Q1 产量超预期, 铜钴持续成长-2024/05/04
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年年报深度点评: 见龙在田-2024/03/25
3. 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
4. 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
5. 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

目录

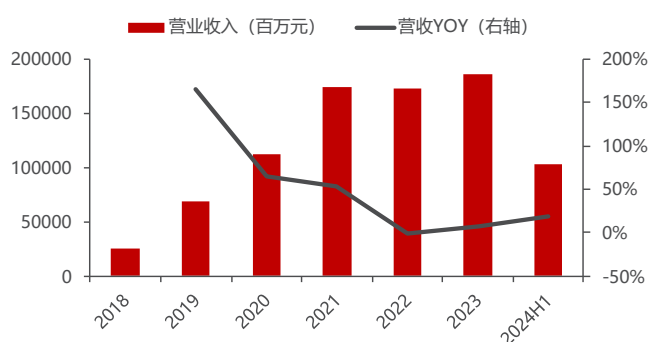
1 事件：公司发布 2024 年半年报	3
2 点评：量价齐升，两座世界级铜矿扬帆起航	4
2.1 铜价景气叠加优秀的产量完成度，业绩大幅增长	4
2.2 二季度迎铜价主升，Q2 业绩历史新高	9
3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足	12
4 盈利预测与投资建议	14
5 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2024 年半年报

2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营收 1028 亿元（其中矿山 314.4 亿元，贸易 713.8 亿元），同比增长 18.6%，归母净利润 54.2 亿元（其中矿山 47.4 亿元，贸易 6.7 亿元），同比增长 670.4%。

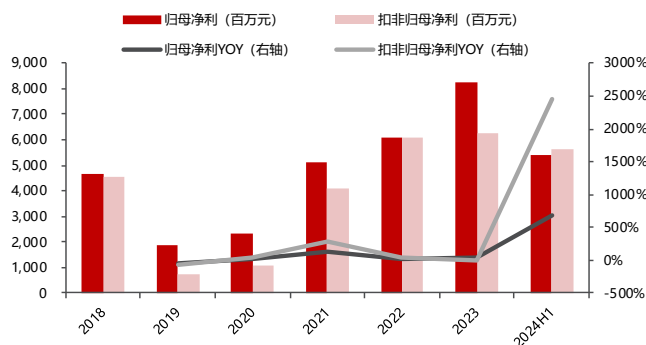
单季度看，公司实现营收 567 亿元，同比增长 34%，环比增长 23%，实现归母净利润 33.5 亿元，同比增长 767%，环比增长 61%。业绩符合业绩预告。

图1：2024H1，公司实现营收 1028 亿元



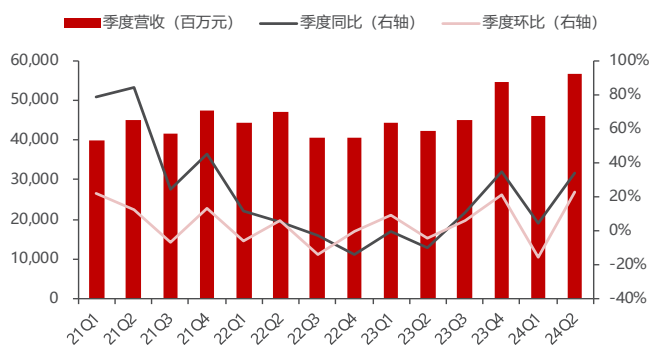
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2024H1，公司实现归母净利润 54.2 亿元



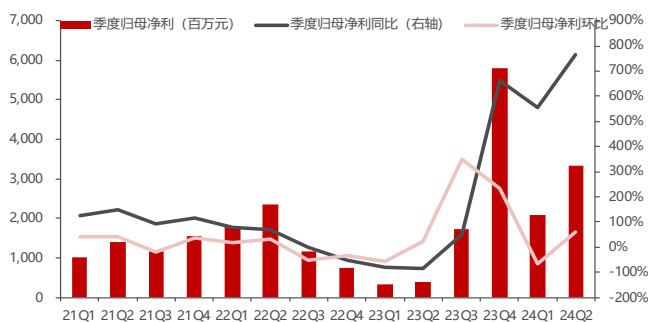
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司实现营收 567 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司实现归母净利润 33.5 亿元



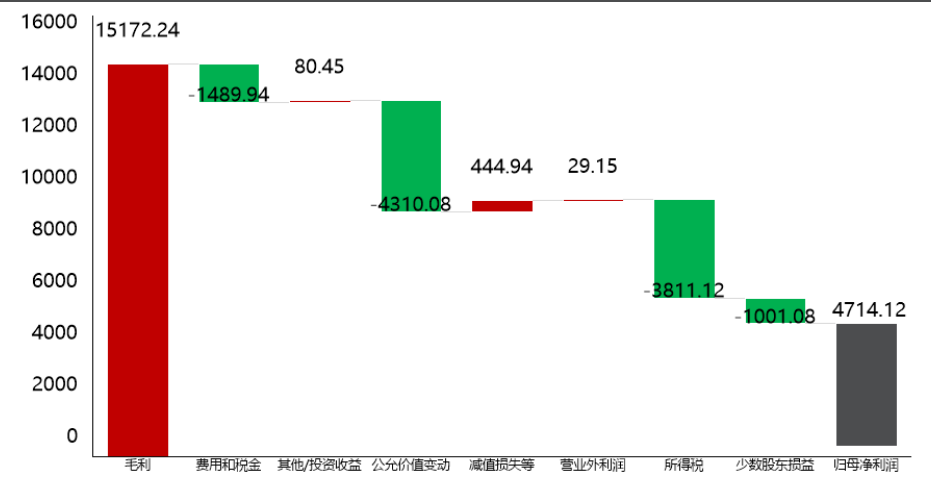
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：量价齐升，两座世界级铜矿扬帆起航

2.1 铜价景气叠加优秀的产量完成度，业绩大幅增长

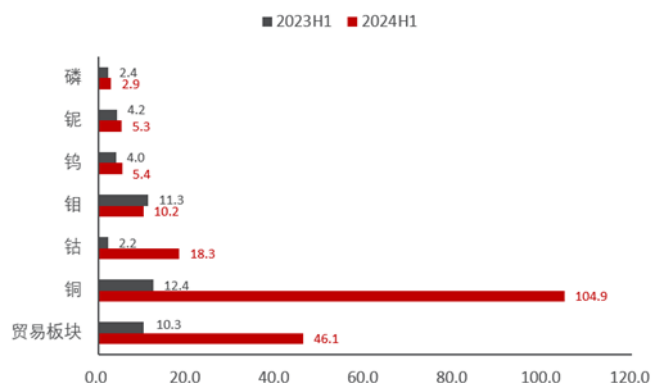
2024H1, 公司实现营收 1028.18 亿元, 同比增长 18.56%; 归母净利润 54.17 亿元, 同比增长 670.43%。业绩同比增长主要得益于毛利同比增利 151.72 亿元, 主要得益于铜钴矿销售大幅增长及相关商品价格上升; 投资收益同比增利 0.8 亿元, 主要联营企业投资收益同比增加。减利项主要是公允价值变动减利 43.10 亿元, 本期基本金属贸易业务衍生工具公允价值同比下降; 费用及税金减利 14.90 亿元, 税金同比增长 9.20 亿元, 主要是由于销量增加, 对应资源税缴纳金额增加; 所得税费用增加, 主要是由于本期铜钴业务所得税费用同比增加。

图5：2024H1 归母净利润变化拆分 (单位：百万元)



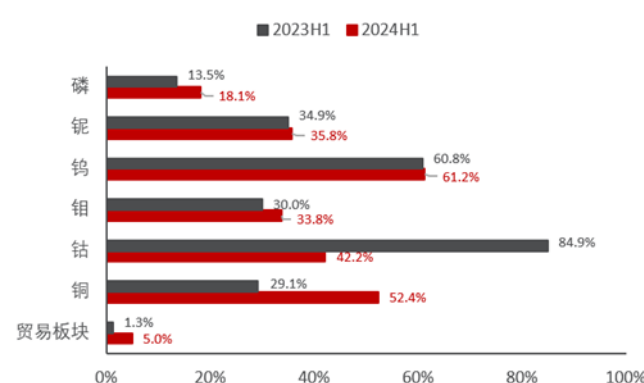
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2024H1 铜钴板块和矿山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7：2024H1 钴毛利率下降其余均上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：金属价格涨跌互现，上半年铜价偏强运行，钨价上升明显，钼钴价格跌幅较多，铌磷价格基本稳定，公司矿山业务毛利率同比 23H1 大幅上涨 20pct 至 46.9%。

- ✓ **铜钴板块：铜价偏强运行，毛利率升至 52.4%；钴价低迷继续下滑，毛利率降至 42.2%。** 2024H1，阴极铜/金属钴均价分别为 9090 美元/吨和 12.22 美元/磅，分别同比变化 4.45%和-20.44%，相应子公司净利润为 29.21 亿元（KFM+TFM），同比大幅增长 509%，主要得益于铜价上涨和铜钴矿产销量的增长。
- ✓ **其他板块：钨价上升明显，钼价跌幅较多，铌磷价格稳定。** 国内钼钨板块中，钼精矿、钼铁、氧化钼、黑钨精矿、APT 均价同比分别变动-15%、-17.39%、-22.26%、12.56%、10.69%，钼钨供需矛盾突出，钼价虽同比回落，但仍处于历史高位，钨受矿山减产检修、环保趋严、战略资源属性影响，供给侧相对偏紧，价格突破历史新高，涨幅明显；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铌均价分别+2.96%/-1.24%。特钢需求支撑铌价平稳运行，公司主要面向巴西市场销售磷肥，需求端受巴西大豆收成同比减产、谷物价格下跌等影响表现一般，进口到港的磷肥并未有大幅增长，供给端也并不宽松，供需僵持使得磷肥价格弱势维稳，巴西子公司净利润为 1.76 亿元，同比减少 45.41%
- ✓ **贸易板块：实现净利润 6.63 亿元，同比增长 116.67%。**

表1：公司相关产品市场价格情况

区域	产品	2023H1	2024H1	同比 (%)	
国内	钼	钼精矿 (人民币元/吨度)	4089.67	3476.42	-15.00%
		钼铁 (人民币万元/吨)	27.32	22.57	-17.39%
	钨	黑钨精矿 (人民币元/吨度)	1824.62	2053.85	12.56%
		APT (人民币万元/吨)	17.87	19.78	10.69%
国际	铜	阴极铜 (美元/吨)	8702.87	9090.30	4.45%
	钴	金属钴 (美元/磅)	15.36	12.22	-20.44%
	钼	氧化钼 (美元/磅钼)	26.69	20.75	-22.26%
	钨	APT (美元/吨度)	333.38	323.85	-2.86%
	铌	铌铁 (美元/公斤铌)	47.28	45.95	-2.8%
	磷	磷酸一铌 (美元/吨)	578.40	571.40	-1.24%

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)			净利润 (亿元)		
			2024H1	2023H1	同比	2024H1	2023H1	同比
TF Holdings Limited	刚果 (金) TFM 铜钴矿	80%	14.45	4.56	216.89%			
KFM Holdings Limited	刚果 (金) KFM 铜钴矿	71%	9.28	-	-	29.21	4.8	509%
CMOC Brasil	巴西铌磷矿	100%	3.12	3.05	2.30%	1.76	3.23	-39.72%

IXM	全球贸易业务	100%	93.85	79.61	17.89%	6.63	3.06	116.67%
-----	--------	------	-------	-------	--------	------	------	---------

资料来源：公司公告，民生证券研究院

量：各产品产量和贸易量完成度均超过年度产量指引中值的一半，钴产量完成度最高，为 83%；其次是铜，为 58%。

- ✓ **铜钴板块：TFM 和 KFM 上半年保持快节奏生产乃至超产，频创单月产量历史记录。**公司 2024H1 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 31.38/5.40 万吨，同比增长 100.74%/178.22%，完成全年计划（指引中值）的 57.58%/83.08%。TFM 拥有 5 条生产线，目前具备年产 45 万吨铜的能力，夯实 TFM 全球前五大铜矿山地位，作为伴生矿的钴拥有 3.7 万吨的生产能力。在持续的挖潜增效下，KFM 目前具备年产 15 万吨铜、5 万吨钴以上的生产能力。TFM 和 KFM 降本增效成果显著。通过工艺调整、技术创新等，铜和钴的回收率大幅提升。
- ✓ **钼钨板块：钼钨产量保持稳定，业绩超预期。**2024H1 钼/钨金属产量分别为 7349/4020 吨，同比-12.39%/+5.43%，完成全年计划（指引中值）的 54.07%/57.14%。三道庄难选矿石钨回收率和上房沟钼回收率均实现突破，同时上房沟钼矿扩新增出矿面积 3,000 平方米，因此尽管品位持续下降，但上半年业绩仍超预算目标。
- ✓ **铌磷板块：铌磷产量均高于指引中值，同比略有增长，铌产量创历史新高。**2024H1 铌/磷产量分别为 5082 吨/58.33 万吨，同比+8.23%/+6.47%，完成全年计划（指引中值）的 53.68%/50.72%，洛钼巴西降本增效和管理变革成果显著。
- ✓ **贸易板块：贸易金属量略低于指引中值。**2024H1 实物贸易量达 300.7 万吨，同比减少 9.26%。2024 年预计贸易量中值低于 2023 年实际贸易量。

表3：2024 年产量完成情况

主要产品	业务板块	2024 年生产指引 (万吨)	2024H1 实际产 量(万吨)	指引中值	计划完成进度（按 照产量指引中值计 算）	产量同比 (%)
TFM +KFM 铜金属	刚果（金）铜	52-57	31.38	54.5	57.58%	100.77%
TFM +KFM 钴金属	钴业务	6-7	5.4	6.5	83.08%	178.35%
钼金属	中国钼钨业务	1.2-1.5	0.73	1.35	54.07%	-13.10%
钨金属 (不含豫鹭矿业)		0.65-0.75	0.4	0.7	57.14%	5.26%
铌金属	巴西铌磷业务	0.9-1.0	0.51	0.95	53.68%	8.51%
磷肥（HA+LA）		105-125	58.33	115	50.72%	6.46%
实物贸易量	贸易产品	500-600	276.65	550	50.30%	-14.70%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2024H1 铜钴销售大幅增长。受益于产能增长以及生产经营步入正轨后,2023年上半年公司铜钴销量增长明显;库存端来看,钴和磷肥库存上升较为明显。

表4: 2024H1 销量和库存变化情况

主要产品	单位	销售量			库存		
		2024H1	2023H1	同比 (%)	2024H1	2023H1	同比 (%)
钼	吨	7185	7835	-8.30%	980	1294	-24.27%
钨	吨	3994	3558	12.25%	1101	1221	-9.83%
铌	吨	5178	4627	11.91%	735	739	-0.54%
磷肥 (HA+LA)	吨	538932	569300	-5.33%	133233	69044	92.97%
铜 (TFM+KFM)	吨	311806	93212	234.51%	141751	240729	-41.12%
钴	吨	50921	1663	2962.00%	40215	29507	36.29%
精矿产品	吨	1710308	1490926	14.71%	270110	253939	6.37%
精炼金属产品	吨	1056238	1873425	-43.62%	285222	462275	-38.30%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

注1: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

板块表现:铜钴大幅增长,钼钨保持稳定,铌磷稳定上升。

- ✓ **钼钨板块:整体较为稳定,钼减钨增。**同期对比,合计销量保持不变,2024H1公司钨产品售价提升17%,从毛利来看,板块整体较为稳定。
- ✓ **铜钴板块:铜钴板块是公司第一大盈利来源,2024H1铜钴销量大增,表现突出。**铜价的持续高位运行,伴随着销量的增加,为公司带来了显著的收入和利润增长,钴价虽持续低迷,但产量大增抵消了价格的下跌,毛利同样增加。
- ✓ **铌磷板块:整体稳定上升。**2024H1公司铌磷板块销量整体保持稳定,磷价虽有小幅度下跌但毛利上涨,板块整体处于稳定状态。

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 (%)	
	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1
钼	30.02	37.66	19.86	26.37	10.15	11.29	33.81%	29.98%
钨	8.79	6.64	3.41	2.60	5.38	4.04	61.17%	60.84%
钼钨合计	38.81	44.30	23.28	28.97	15.53	15.33	40.02%	34.60%
铜	200.26	42.71	95.41	30.30	104.85	12.41	52.36%	29.06%
钴	43.42	2.64	25.11	0.40	18.31	2.25	42.17%	85.23%
铜钴合计	243.68	45.36	120.52	30.70	123.16	14.66	50.54%	32.32%
铌	14.85	12.03	9.54	7.83	5.32	4.2	35.78%	34.94%
磷	16.26	17.56	13.32	15.18	2.94	2.38	18.10%	13.54%
铌磷合计	31.12	29.59	22.86	23.01	8.26	6.58	26.54%	22.24%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

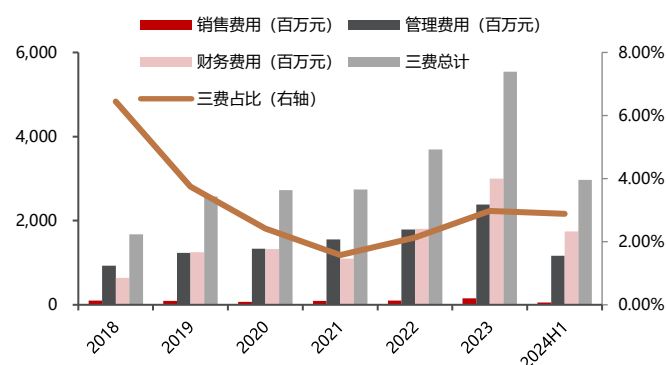
表6: 公司主要板块单位产品表现

单位产品	售价		单位销售成本		单位毛利		毛利率 (%)	
	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1
钼 (万元/吨)	41.78	48.07	27.65	33.66	14.13	14.41	33.83%	29.97%
钨 (万元/吨)	22.01	18.68	8.55	7.31	13.47	11.36	61.17%	60.84%
铜 (万元/吨)	6.36	4.58	3.03	3.25	3.39	1.33	52.82%	29.07%
钴 (万元/吨)	8.53	15.90	4.93	2.40	3.60	13.50	42.17%	84.91%
铌 (万元/吨)	28.69	26.00	18.42	16.91	10.27	9.08	35.78%	34.94%
磷 (元/吨)	3017.13	3085.11	2470.97	2667.23	546.16	417.88	18.10%	13.54%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

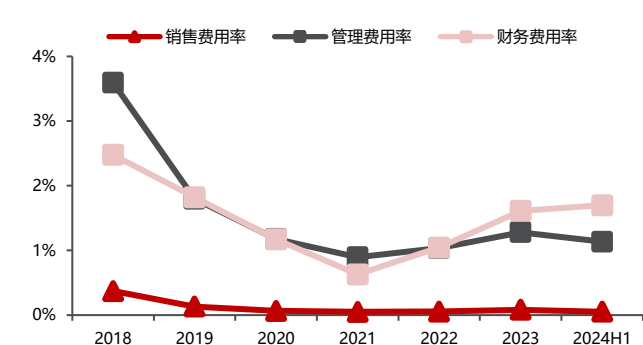
2024年H1公司期间三费为29.68亿元, 同比增加3.29亿元, 同比未有明显上升, 主要是财务费用上升。其中, 销售费用0.55亿元, 同比减少0.03亿元; 管理费用11.66亿元, 同比减少0.45亿元; 财务费用29.68亿元, 同比增加3.29亿元。2024年H1资产负债率相比23年底略微上升。

图8: 公司期间费用情况



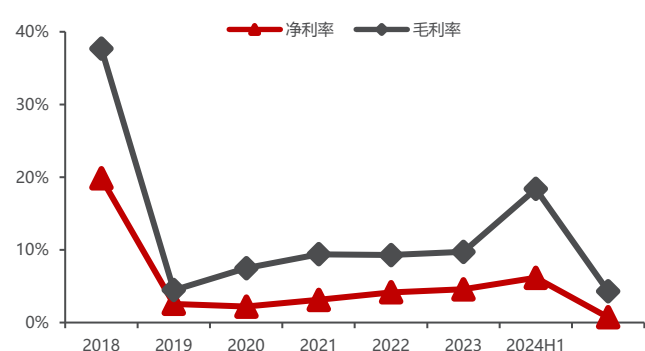
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 公司期间费用率情况



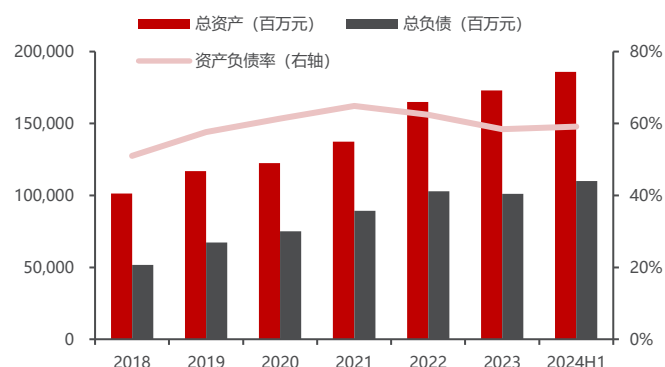
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

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



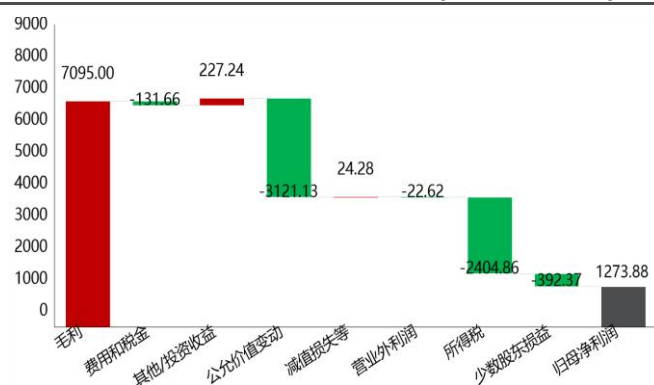
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 二季度迎铜价主升，Q2 业绩历史新高

同比来看, 2024Q2 v.s. 2023Q2: 2024Q2, 公司归母净利润同比增加 29.60 亿元。减少主要来自于毛利 (+110.64 亿元)、其他/投资收益 (+2.20 亿元)。而减利项主要来自于所得税 (-27.60 亿元)、费用和税金 (-4.32 亿元)、公允价值变动 (-45.18 亿元)。

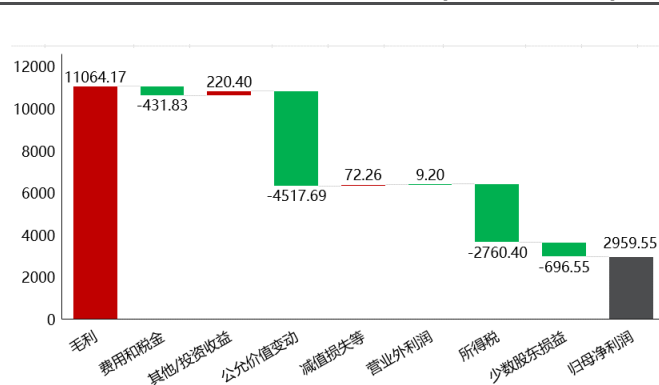
环比来看, 2024Q2 v.s. 2024Q1: 2024Q2, 公司归母净利润环比增加 12.74 亿元。增利主要来自于毛利 (+70.95 亿元) 和其他/投资收益 (+2.27 亿元)。毛利项的增加主要得益于铜板块量价齐升, 铜销量环比大幅增长 48.36%, 价格环比上涨 15.58%。减利项主要在于公允价值变动 (-31.21 亿元, 由于基本金属贸易业务衍生工具公允价值同比下降, 考虑到 IXM 为期现结合模式, 公允价值亏损与现货盈利对冲)、所得税 (-24.05 亿元, 由于刚果金板块税收较高)、费用和税金 (-1.32 亿元)。

图12: 2024Q2 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

图13: 2023Q2 业绩环比同比拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

价: 二季度铜钨钼价格表现亮眼, 钴价表现疲软。

- ✓ **铜钴板块:** 2024Q2, 阴极铜/金属钴价格分别为 9753 美元/吨和 12.9 美元/磅, 同比分别变化+16.72%和-18.72%, 环比分别变化-15.58%和-4.08%。钴价格同比下跌幅度较大主要由于下游需求走弱, 而铜价在供给受限, 宏观向好等因素共同推动下, 在 4、5 月份一路上行, 甚至一度高达 11000 美金/吨。
- ✓ **其他板块:** 2024Q2 钨价、钼价分别同比上涨 20.70%、11.23%; 铌价基本保持问题, 磷价同比上升较多。国内钨钼板块中, 黑钨精矿价格同比增长 20.70%, 环比增长 16.61%, 由于供给受限, 价格一度突破历史新高; 巴西铌磷板块中, 铌铁/磷酸一铌价格同比分别变化-2.35%/15.43%, 环比分别变化-0.88%/+4.76%。

表7：主要产品季度价格变化

产品	2024Q2	2024Q1	环比 (%)	2023Q2	同比 (%)
钼 钼精矿 (元/吨度)	3644	3317	9.88%	3276.3	11.23%
钨 黑钨精矿 (元/吨)	144202	123658	16.61%	119468.3	20.70%
铜 阴极铜 (美元/吨)	9753	8438	15.58%	8355.9	16.72%
钴 金属钴 (美元/磅)	12.9	13.5	-4.08%	15.9	-18.72%
铌 铌铁 (元/吨)	252373	254612	-0.88%	258437.5	-2.35%
磷 磷酸一铵 (美元/吨)	539	514	4.76%	466.6	15.43%

资料来源：Wind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

量：铜钴 Q2 产销量同比大增，贸易呈现下滑趋势。

- ✓ **铜钴板块：**公司 2024Q2 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 16.62/2.88 万吨,同比变化+73.40%和+101.60%，环比增长 12.70%和 14.40%。
- ✓ **钼钨板块：**2024Q2 钼/钨金属产量分别为 3875/2099 吨，同比变化-9.30%和+10.60%，环比增加 11.50%和 9.30%。
- ✓ **铌磷板块：**2024Q2 铌/磷产量分别为 2576/304545 吨，同比增加 6.70%/9.50%，环比变化+2.80%和+9.20%。
- ✓ **贸易板块：**2024Q2 精矿和精炼金属销量分别达 94.09/40.71 万吨，同比 +18.80%/-62.10%，环比+22.31%/-37.28%。

表8：2024Q2 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2024Q2	2024Q1	环比 (%)	2023Q2	同比 (%)
钼	吨	3875	3474	11.50%	4270	-9.30%
钨	吨	2099	1921	9.30%	1898	10.60%
铌	吨	2576	2506	2.80%	2415	6.70%
磷肥 (HA+LA)	吨	304545	278793	9.20%	278072	9.50%
铜 (TFM+KFM)	吨	166294	147494	12.70%	90137	89.62%
钴 (TFM+KFM)	吨	28822	25202	14.40%	14298	101.60%
铜合计	吨	166294	147494	12.70%	96474	73.40%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表9：2024Q2 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2024Q2	2024Q1	环比 (%)	2023Q2	同比 (%)
钼	吨	3777	3408	10.83%	4984	-24.20%
钨	吨	2221	1773	25.27%	2063	7.70%
铌	吨	2671	2507	6.54%	2397	11.40%
磷肥 (HA+LA)	吨	309823	229109	35.23%	289732	6.90%
铜 (TFM+KFM)	吨	186260	125546	48.36%	93212	99.80%
钴 (TFM+KFM)	吨	26644	24277	9.75%	1663	1502.20%

精矿产品	吨	940972	769336	22.31%	798151	18.80%
精炼金属产品	吨	407133	649105	-37.28%	1075132	-62.10%
铜合计	吨	186260	125546	48.36%	99269	87.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

成本：铜成本有所上升，钨成本上升最多，钴成本下降较多。

- ✓ **钼钨板块：成本均上升。**根据测算，Q2 钼、钨成本分别为 28.47 万元/吨、9.24 万元/吨，环比 24Q1 分别增长 6.49%、20.30%；同比 23Q2 分别增长 7.49%、67.86%。钼钨板块成本上升或主要是由于矿石品位持续下降。
- ✓ **铜钴板块：铜成本有所上升，钴成本下降。**根据测算，Q2 铜、钴成本分别为 3.16 万元/吨、4.53 万元/吨，环比分别变化+9.43%、-15.49%，同比分别变化-2.69%和+88.93%，钴成本同比大幅增加或主要是由于 KFM 新增产能产量逐步释放，KFM 的钴产品占比提升，而 KFM 钴可能分摊了部分前道采矿工序的成本，因此拉高了整体钴产品的成本。
- ✓ **铌磷板块：铌成本上升较多，磷成本下降明显。**根据测算，Q2 铌磷成本分别为 17.41 万元/吨、2680 元/吨，环比 Q1 成本分别变化+11.24%、-13.59%；同比 23Q2 分别变化+21.97%、-17.52%。

表10：2024Q2 主要产品成本同比、环比变化

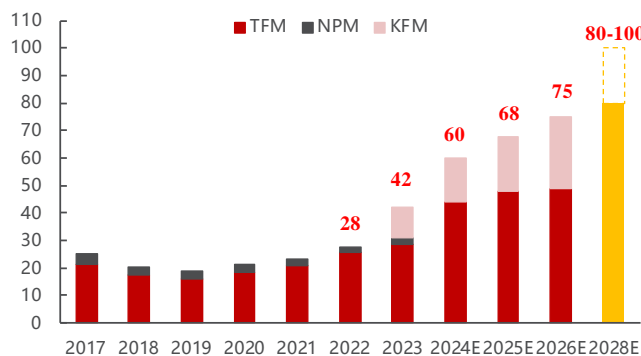
主要产品	单位	2024Q2	2024Q1	环比 (%)	2023Q2	同比 (%)
钼	万元/吨	28.47	26.73	6.49%	26.48	7.49%
钨	万元/吨	9.24	7.68	20.30%	5.50	67.86%
铜	万元/吨	3.16	2.89	9.43%	3.25	-2.69%
钴	万元/吨	4.53	5.37	-15.49%	2.40	88.93%
铌	万元/吨	19.37	17.41	11.24%	15.88	21.97%
磷	元/吨	2316	2680	-13.59%	2808	-17.52%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足

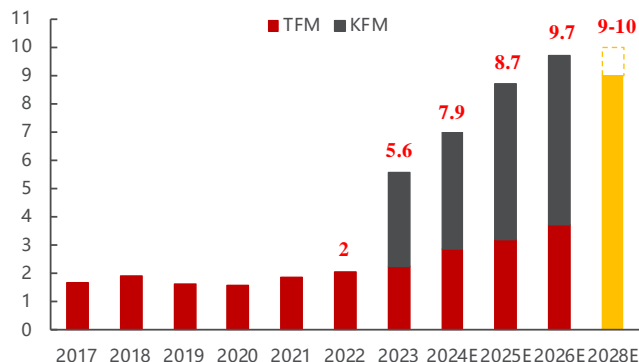
两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，且 24 年上半年产量进度超预期，我们上调 2024-2026 年公司铜钴产量预测，预计铜产量将达到 60/68/75 万吨，钴产量将达到 7.9/8.7/9.7 万吨。根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量分为两阶段，一阶段重点是 TFM 西区 Pumpi 矿和 KFM 二期深部硫化矿开发，目前已经开始开展早期工作，二阶段或为 TFM 三期深部硫化矿，待一阶段完成后将有更多信息。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%。

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11：2019-2026 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	283987	440000	480000	490000
	NPM	29191	27157	23534	22706	25550	0	0	0
	KFM	0	0	0	0	110000	160000	200000	260000
	合计	188307	212837	232654	276992	419537	600000	680000	750000
	增速	-7.50%	13.00%	9.31%	19.06%	51.46%	43.01%	13.33%	10.29%
	权益产量	156484	175701	190830	226135	331115	466000	526500	577250
钴	TFM	16098	15436	18501	20286	22500	28600	32000	37000
	KFM	0	0	0	0	27000	50000	55000	60000
	合计	16098	15436	18501	20286	49500	78600	87000	97000
	增速	-14.10%	-4.10%	19.86%	9.65%	144.01%	58.79%	10.69%	11.49%
	权益产量	12878	12349	14801	16229	37238	58505	64788	72350
	增速	-14.13%	-4.11%	19.86%	9.65%	129.45%	57.11%	10.74%	11.67%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

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。2024H1,TFM 混合矿项目如期实现产量和质量“双达标”,TFM 混合矿项目一季度顺利达产,二季度顺利达标,TFM 五条生产线全面建成,形成年产 45 万吨铜与 3.7 万吨钴的产能规模,成为世界第五大铜矿山和第二大钴矿山。通过工艺调整、技术创新等,铜钴回收率大幅提升。TFM 成为非洲首个获铜标志认证(The CopperMark)的矿山,亦是全球首个获该标志的中资运营矿山。

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 年第二季度投产即达产,2023 年全年产铜 11.37 万吨,钴 3.39 万吨。2024 年 KFM 预计保持满产。

新项目取得突破,投资水电补充能源短板。2024H1,考虑到刚果金基础设施较弱,公司签订 Nzilo II 水电站合作协议,加速推进电力项目开发,为新一轮产能跨越提供长期稳定的电力供应保障。同时公司继续聚焦内生性增长潜力,TFM 西区开发有序开展前期工作,KFM 二期勘探工作取得积极进展。

勘探工作取得良好进展。2024H1,TFM 铜钴矿开展矿区外围找矿和深部地质勘探工作,均取得显著成果。主要包括 Big Pumpi 铜钴矿的地质详查,TENK 矿和 FGME88 矿深部地质勘探,共完成 6,200 米的金刚石钻探,提高资源量级别并达到预期勘探效果。此外,还在北部 Kyaundji 区域完成了约 2 平方公里的地质填图和地质普查,为后续地质找矿提供理论依据。KFM 铜钴矿:报告期内,主要开展深部硫化矿补充勘探及外围地质找矿,设计工程量 18,512 米,50 个钻孔;现已完成钻孔施工 19 个,合计进尺 6,017 米,深部硫化矿勘探效果良好,外围找矿也取得一定进展。

4 盈利预测与投资建议

随着刚果金项目持续放量，我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 114.53、149.07、167.65 亿元，EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.78 元，对应最新股价（8 月 23 日）的 PE 分别为 14X/11X/10X，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) 地缘政治风险等。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) 刚果金权益金风险等。由于刚果金 Tenke 矿山扩产增储带来的权益金问题影响了产品的销售，若销售问题持续受到影响，或对利润产生不利影响。

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	199,060	205,420	210,093
营业成本	168,158	174,487	175,593	177,806
营业税金及附加	3,084	1,991	2,054	2,101
销售费用	155	166	171	175
管理费用	2,387	2,550	2,632	2,692
研发费用	327	350	361	369
EBIT	12,126	19,636	24,732	27,077
财务费用	3,004	3,039	3,046	2,655
资产减值损失	-141	0	0	0
投资收益	2,483	398	411	420
营业利润	13,288	16,998	22,100	24,845
营业外收支	-80	-80	-80	-80
利润总额	13,208	16,918	22,020	24,765
所得税	4,677	5,075	6,606	7,430
净利润	8,531	11,843	15,414	17,336
归属于母公司净利润	8,250	11,453	14,907	16,765
EBITDA	15,005	22,673	28,037	30,591

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	35,118	43,799	52,891
应收账款及票据	1,132	1,210	1,248	1,277
预付款项	1,182	1,226	1,234	1,250
存货	31,430	32,613	32,820	33,234
其他流动资产	19,187	25,800	25,954	26,068
流动资产合计	83,648	95,968	105,056	114,719
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
非流动资产合计	89,327	92,676	94,652	96,623
资产合计	172,975	188,644	199,708	211,342
短期借款	24,954	30,135	30,135	30,135
应付账款及票据	4,698	4,875	4,906	4,968
其他流动负债	19,328	23,908	24,108	24,307
流动负债合计	48,980	58,918	59,149	59,409
长期借款	18,768	17,089	17,089	17,089
其他长期负债	33,264	31,802	31,802	31,802
非流动负债合计	52,032	48,891	48,891	48,891
负债合计	101,012	107,809	108,040	108,301
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	12,422	12,812	13,319	13,890
股东权益合计	71,962	80,835	91,668	103,041
负债和股东权益合计	172,975	188,644	199,708	211,342

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.68	6.87	3.19	2.28
EBIT 增长率	-3.83	61.94	25.95	9.48
净利润增长率	35.98	38.83	30.16	12.47
盈利能力 (%)				
毛利率	9.72	12.34	14.52	15.37
净利润率	4.43	5.75	7.26	7.98
总资产收益率 ROA	4.77	6.07	7.46	7.93
净资产收益率 ROE	13.86	16.84	19.03	18.81
偿债能力				
流动比率	1.71	1.63	1.78	1.93
速动比率	0.91	0.94	1.08	1.23
现金比率	0.63	0.60	0.74	0.89
资产负债率 (%)	58.40	57.15	54.10	51.24
经营效率				
应收账款周转天数	1.87	2.12	2.15	2.16
存货周转天数	68.17	66.07	67.08	66.87
总资产周转率	1.10	1.10	1.06	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.53	0.69	0.78
每股净资产	2.76	3.15	3.63	4.13
每股经营现金流	0.72	0.74	1.03	1.13
每股股利	0.15	0.21	0.28	0.31
估值分析				
PE	19	14	11	10
PB	2.7	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.14	8.04	6.50	5.96
股息收益率 (%)	2.08	2.86	3.72	4.18

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,531	11,843	15,414	17,336
折旧和摊销	2,879	3,037	3,305	3,514
营运资金变动	4,209	-2,370	-176	-310
经营活动现金流	15,542	16,019	22,335	24,322
资本开支	-12,527	-5,987	-5,240	-5,443
投资	-622	-5,254	0	0
投资活动现金流	-10,659	-10,080	-4,829	-5,023
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,164	7,283	0	0
筹资活动现金流	-8,606	-1,537	-8,825	-10,207
现金净流量	-2,927	4,402	8,680	9,092

插图目录

图 1: 2024H1, 公司实现营收 1028 亿元	3
图 2: 2024H1, 公司实现归母净利润 54.2 亿元	3
图 3: 2024Q2, 公司实现营收 567 亿元	3
图 4: 2024Q2, 公司实现归母净利润 33.5 亿元	3
图 5: 2024H1 归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2024H1 铜钴板块和矿山板块毛利大幅增长提升整体盈利 (单位: 亿元)	4
图 7: 2024H1 钴毛利率下降其余均上升	4
图 8: 公司期间费用情况	8
图 9: 公司期间费用率情况	8
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况	8
图 11: 公司资产负债率情况	8
图 12: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	9
图 13: 2023Q2 业绩环比同比拆分 (单位: 百万元)	9
图 14: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨	12
图 15: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨	12

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	5
表 2: 各控股子公司盈利情况 (单位: 亿元)	5
表 3: 2024 年产量完成情况	6
表 4: 2024H1 销量和库存变化情况	7
表 5: 公司主要板块表现	7
表 6: 公司主要板块单位产品表现	8
表 7: 主要产品季度价格变化	10
表 8: 2024Q2 主要产品产量同比、环比变化情况	10
表 9: 2024Q2 主要产品销量同比、环比变化情况	10
表 10: 2024Q2 主要产品成本同比、环比变化	11
表 11: 2019-2026 年铜钴历史产量及预测	12
公司财务报表数据预测汇总	16

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