

产量持续超预期，期待刚果金矿山持续放量

2024 年 10 月 30 日

► **事件：2024 年 10 月 28 日，公司发布 2024 年三季报。**2024 年前三季度公司实现营收 1548 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 82.7 亿元，同比增长 239%。单季度看，公司实现营收 519.4 亿元，同比增长 15.5%，环比减少 8.4%，实现归母净利润 28.56 亿元，同比增长 64.12%，环比减少 14.64%。业绩符合我们预期。

► **2024 年前三季度公司实现营收 1548 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 82.7 亿元，同比增长 239%。业绩同比增长主要得益于毛利同比增利 180.3 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；减利项主要是费用和税金 (-14.82 亿元)，由于铜钴产品 2023 年上半年销售较少，税金及附加基数较低，2024 年同比有所增加。公允价值变动 (-53.87 亿元)，主要是贸易期货端的亏损，与现货端的毛利增长对冲。所得税 (-44.45 亿元)，主要是盈利大幅增长导致所得税相应增加，另外刚果金盈利占比提升，而刚果金所得税较多，导致公司整体实际税率抬升。

► **2024Q3，公司归母净利润环比减少 4.90 亿元。**减利主要来自于毛利环比减少 46.11 亿元，其中矿山端环比减少 11.8 亿元，贸易端环比减少 34.3 亿元，为现货端的盈利，与期货端损失对冲。矿山端毛利环比下滑主要是由于铜钴价格环比下跌，以及铜销量环比下降，分板块来看，铜钴板块分别导致毛利环比下降 7.4/4.6 亿元，合计贡献毛利减少的 102%。钼钨板块分别导致毛利下降 1.02/0.3 亿元，主要是由于钼钨 Q3 销量环比下降 4.2%和 13.3%。钼磷板块分别使得毛利环比变化-0.12/+1.68 亿元。增利项主要在于公允价值变动 (+25.36 亿元，由于基本金属贸易业务衍生工具公允价值环比增加，与现货毛利的盈利下滑对冲)、所得税 (+12.29 亿元，由于刚果金板块税收环比改善)。

► **核心看点：①2024 年产量超预期完成。**前三季度矿山端除钼外均超额完成产量目标，钴产量完成度最高，前三季度已经完成全年目标的 130.31%；其次是铜，为 87.34%。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，TFM 三期深部硫化矿待一阶段完成后或将有更多信息。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%。

► **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 111.34、135.19、142.12 亿元，EPS 分别为 0.52、0.63 和 0.66 元，对应当前股价（10 月 29 日）的 PE 分别为 15X/12X/12X，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	210,313	214,565	216,567
增长率 (%)	7.7	12.9	2.0	0.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,250	11,134	13,519	14,212
增长率 (%)	36.0	35.0	21.4	5.1
每股收益 (元)	0.38	0.52	0.63	0.66
PE	20	15	12	12
PB	2.8	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.74 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) 2024 年半年报深度点评：业绩历史最佳，“双子星”放光芒-2024/08/26
- 2.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
- 3.洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年年报深度点评：见龙在田-2024/03/25
- 4.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
- 5.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

目录

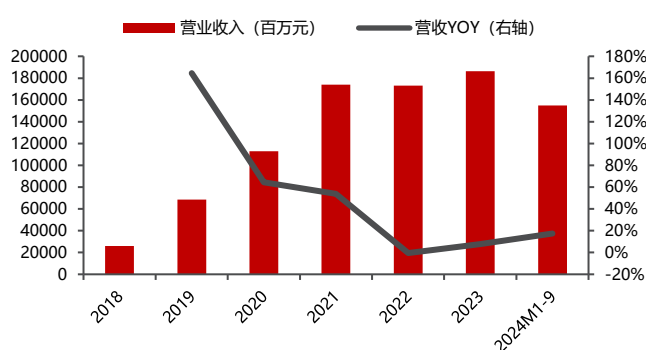
1 事件：公司发布 2024 年三季度	3
2 点评：量价齐升，两座世界级铜矿扬帆起航	4
2.1 铜钴产量持续超预期，业绩同比大幅增长.....	4
2.2 三季度铜钴价格环比下滑，拖累业绩.....	8
3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足	11
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2024 年三季报

2024 年 10 月 28 日，公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度公司实现营业收入 1548 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 82.7 亿元，同比增长 239%。

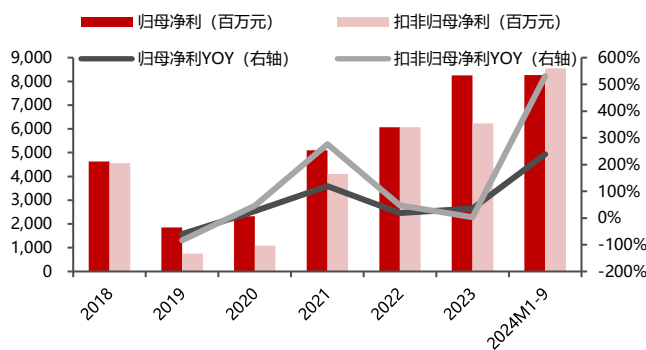
单季度看，公司实现营收 519.4 亿元，同比增长 15.5%，环比减少 8.4%，实现归母净利润 28.56 亿元，同比增长 64.12%，环比减少 14.64%。业绩符合我们预期。

图1：2024M1-9，公司实现营收 1548 亿元



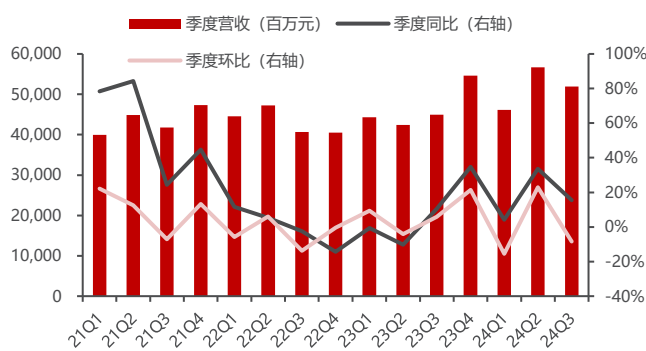
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2024 M1-9，公司实现归母净利润 82.7 亿元



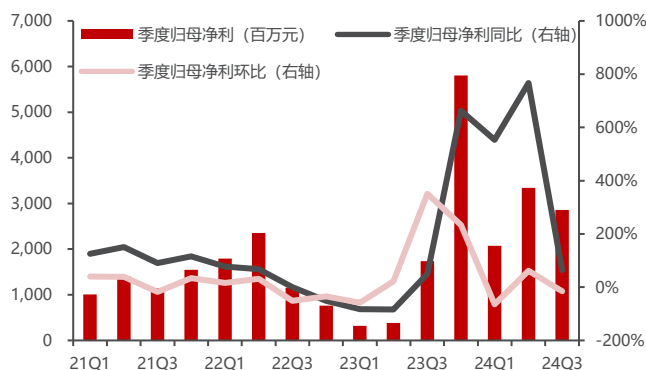
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2024Q3，公司实现营收 519.4 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2024Q3，公司实现归母净利润 28.56 亿元



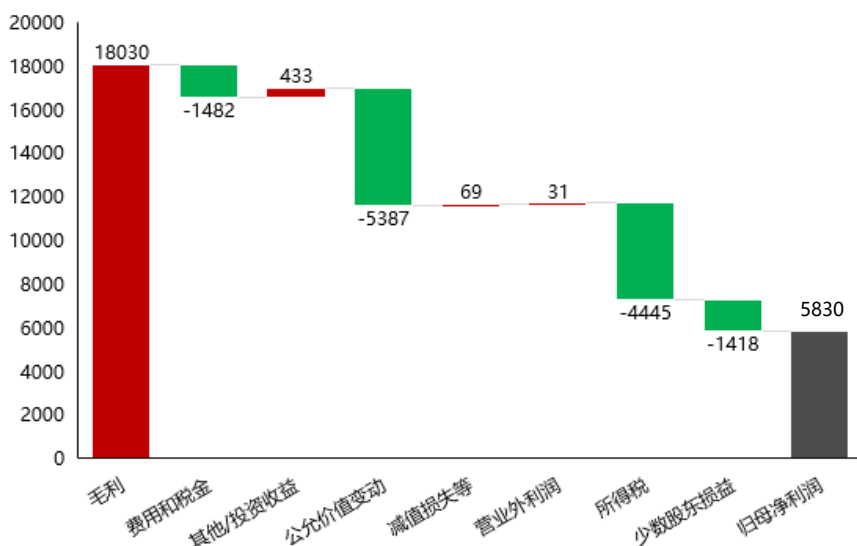
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：量价齐升，两座世界级铜矿扬帆起航

2.1 铜钴产量持续超预期，业绩同比大幅增长

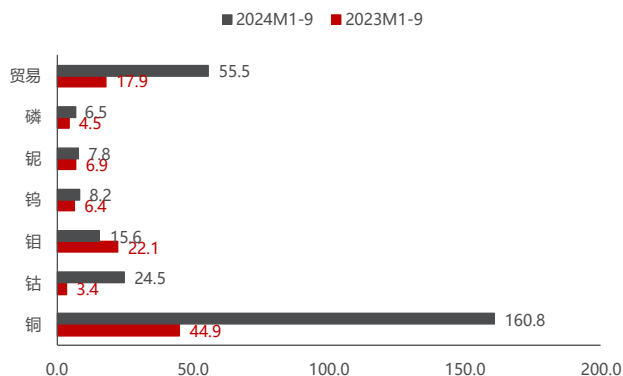
2024 年前三季度公司实现营收 1548 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 82.7 亿元，同比增长 239%。业绩同比增长主要得益于毛利同比增利 180.3 亿元，主要得益于铜钴矿销售大幅增长及相关商品价格上升；减利项主要是费用和税金（-14.82 亿元），由于铜钴产品 2023 年上半年销售较少，税金及附加基数较低，2024 年同比有所增加。公允价值变动（-53.87 亿元），主要是贸易期货端的亏损，与现货端的毛利增长对冲。所得税（-44.45 亿元），主要是盈利大幅增长导致所得税相应增加，另外刚果金盈利占比提升，而刚果金所得税较多，导致公司整体实际税率抬升。

图5：2024M1-9 归母净利润变化拆分（单位：百万元）



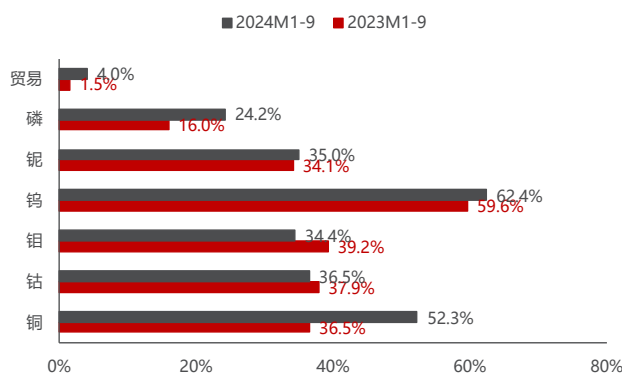
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2024M1-9 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7：2024M1-9 钼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

矿山端除钼外均超额完成产量目标，钴产量完成度最高，前三季度已经完成全年目标的 130.31%；其次是铜，为 87.34%。

- ✓ **铜钴板块：TFM 和 KFM 上半年保持快节奏生产乃至超产，铜钴产量均超额完成年度目标。**公司 2024M1-9 铜钴板块铜/钴金属产量分别为 47.6/8.47 万吨，同比增长 78.18%/127.33%，完成全年计划（指引中值）的 87.34%/130.31%。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。**2024M1-9 钼/钨金属产量分别为 1.13/0.61 万吨，同比变化 -6.62%/+3.30%，完成全年计划（指引中值）的 83.70%/87.14%，钼略有欠产，主要或由于矿山品位下滑所致。
- ✓ **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。**2024M1-9 铌/磷产量分别为 0.77/89.56 万吨，同比+5.65%/+2.26%，完成全年计划（指引中值）的 81.05%/77.88%，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。**2024M1-9 实物贸易量达 395.23 万吨，同比减少 22.80%。综合考虑财务成本以及贸易机会，今年的实物贸易量同比略有收缩，但盈利同比有所增长。

表1：2024 年 M1-9 产量指引完成情况

主要产品	业务板块	2024 年生产指引 (万吨)	2024M9 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)	2024M9 同比
铜金属 (TFM 及 KFM)	刚果 (金)	52-57	47.6	54.5	87.34%	78.18%
钴金属 (TFM 及 KFM)	KFM 铜钴业务	6-7	8.47	6.5	130.31%	127.33%
钼金属		1.2-1.5	1.13	1.35	83.70%	-6.62%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	中国钼钨业务	0.65-0.75	0.61	0.7	87.14%	3.30%
铌金属		0.9-1.0	0.77	0.95	81.05%	5.65%
磷肥(HA+LA)	巴西铌磷业务	105-125	89.56	115	77.88%	2.26%
精矿产品		500-600	395.23	550	71.86%	-22.80%
精炼金属产品	贸易业务					

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2024 年前三季度铜钴销售大幅增长。受益于产能增长以及生产经营步入正轨后，2024 年前三季度公司铜钴销量增长明显。

表2：2024 前三季度销量情况

主要产品	单位	销售量		
		2024M1-9	2023M1-9	同比 (%)
钼	吨	10802	11604	-6.91%
钨	吨	5919	5690	4.02%
铌	吨	7555	6954	8.64%
磷肥 (HA+LA)	吨	858250	900969	-4.74%
铜 (TFM+KFM)	吨	470631	304829	54.39%
钴 (TFM+KFM)	吨	79826	23845	234.77%
精矿产品	吨	2672202	1989704	34.30%
精炼金属产品	吨	1628612	2876073	-43.37%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

板块表现：铜钴毛利大幅增长，钼钨略有下滑，铌磷稳定回升。

- ✓ **钼钨板块：整体较为稳定，钼减钨增。**同期对比，钼成本有所下降，但售价降幅更多，因此单位毛利同比减少，钨成本略有抬升，售价同比增长更多，因此单位毛利同比增长。
- ✓ **铜钴板块：铜钴板块是公司第一大盈利来源，2024M1-9 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。**2024M1-9 公司铌磷板块磷销量整体保持稳定，磷价同比略有回升，叠加降本增效，整体毛利有所增长，铌价格成本维持稳定略有增长，销量同比小幅增长，毛利同比抬升。

表3：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 (%)	
	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9
钼	45.20	56.44	29.64	34.30	15.57	22.14	34.44%	39.23%
钨	13.11	10.72	4.93	4.33	8.18	6.39	62.42%	59.60%
钼钨合计	58.31	67.16	34.56	38.63	23.75	28.53	40.73%	42.48%
铜	307.31	122.86	146.48	77.98	160.83	44.89	52.34%	36.53%
钴	67.06	9.10	42.59	5.65	24.47	3.45	36.49%	37.87%
铜钴合计	374.37	131.97	189.07	83.63	185.30	48.33	49.50%	36.62%
铌	22.38	20.19	14.54	13.30	7.83	6.89	35.01%	34.12%
磷	26.87	28.03	20.36	23.56	6.51	4.47	24.24%	15.95%
铌磷合计	49.25	48.22	34.90	36.86	14.35	11.36	29.13%	23.56%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

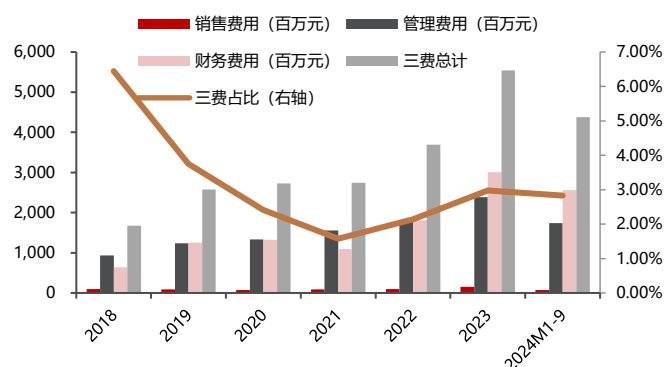
表4：2024M1-9 产品的单位指标

单位产品	售价		单位销售成本		单位毛利		毛利率 (%)	
	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9	2024M1-9	2023M1-9
钼 (万元/吨)	41.85	48.64	27.44	29.56	14.41	19.08	34.44%	39.23%
钨 (万元/吨)	22.15	18.84	8.32	7.61	13.82	11.23	62.42%	59.60%
铜 (万元/吨)	6.42	-	3.06	-	3.36	-	52.34%	-
钴 (万元/吨)	8.79	-	5.34	-	3.46	-	39.31%	-
铌 (万元/吨)	29.62	29.04	19.25	19.13	10.37	9.91	35.01%	34.12%
磷 (万元/吨)	3130.78	3111.14	2371.94	2614.83	758.84	496.31	24.24%	15.95%

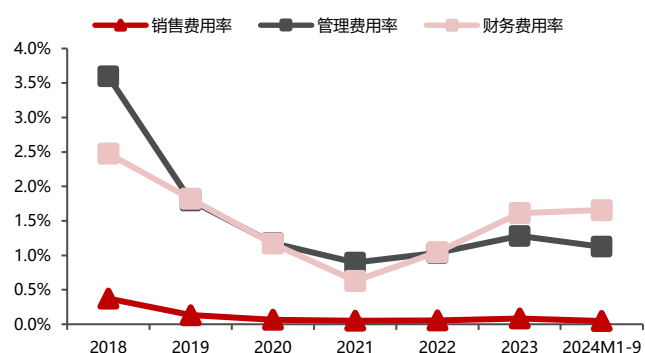
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其中 2023M1-9 铜钴的销量口径与营收、成本口径不一致，因此无法准确计算单位数据

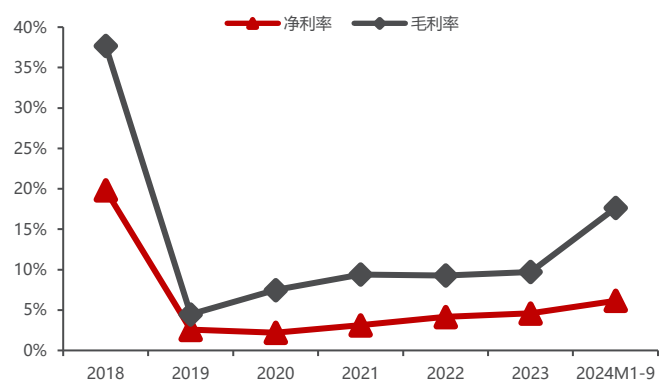
2024M1-9 公司期间三费为 43.77 亿元，同比增加 3.78 亿元，同比未有明显上升，主要是财务费用上升。其中，销售费用 0.72 亿元，同比减少 0.52 亿元；管理费用 17.41 亿元，同比减少 0.94 亿元；财务费用 25.64 亿元，同比增加 5.25 亿元。2024 三季度末资产负债率相比 23 年底下降 1.34pct 至 57.06%。

图8：公司期间费用情况


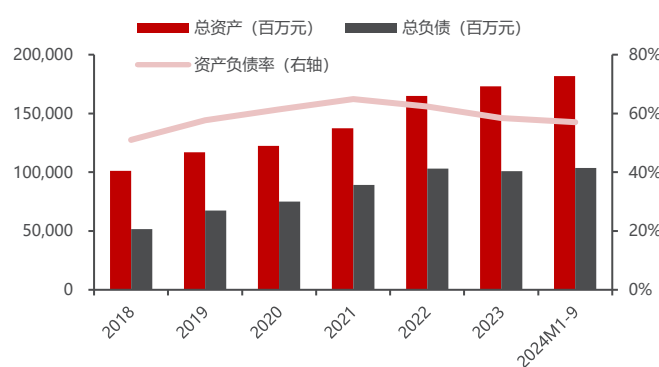
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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


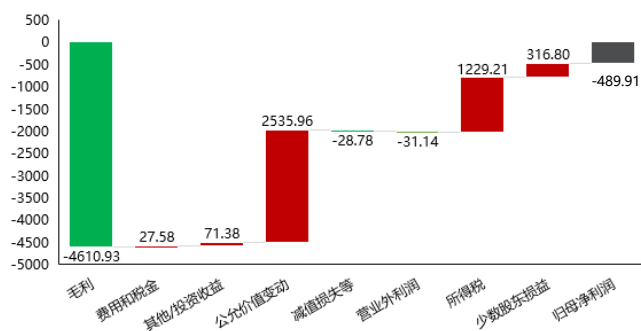
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 三季度铜钴价格环比下滑，拖累业绩

同比来看, 2024Q3 v.s. 2023Q3: 2024Q3, 公司归母净利润同比增加 11.16 亿元。增加主要来自于毛利 (+28.57 亿元)、其他/投资收益 (+3.52 亿元)。而减利项主要来自于公允价值变动 (-10.77 亿元)、所得税 (-6.34 亿元, 主要由于刚果金所得税增加)、少数股东损益 (-4.17 亿元)。

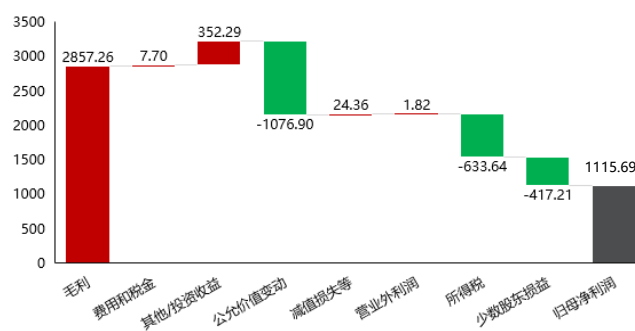
环比来看, 2024Q3 v.s. 2024Q2: 2024Q3, 公司归母净利润环比减少 4.90 亿元。减利主要来自于毛利 (-46.11 亿元, 其中矿山端环比减少 11.8 亿元, 贸易端环比减少 34.3 亿元, 为现货端的盈利, 与期货端损失对冲)。增利项主要在于公允价值变动 (+25.36 亿元, 由于基本金属贸易业务衍生工具公允价值环比增加, 与现货毛利的盈利下滑对冲)、所得税 (+12.29 亿元, 由于刚果金板块税收环比改善)。

图12: 2024Q3 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: 2024Q3 业绩同比拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

价: 三季度铜钴价格环比下跌, 拖累业绩。

- ✓ **铜钴板块:** 2024Q3, 阴极铜/金属钴价格分别为 9210 美元/吨和 11.6 美元/磅, 同比分别变化+10.2%和-27.4%, 环比分别下跌 5.6%和 10.6%。钴价格同比下跌幅度较大主要由于下游需求走弱, 且供给增长较多, 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, 一度高达 11000 美金/吨, 此后随着宏观情绪减弱, 下游需求负反馈, 铜价三季度环比逐步走低。
- ✓ **其他板块:** 2024Q3 钨价、钼价分别同比变化+13.1%、-10.6%; 铌价基本保持稳定, 磷价底部回升, 同比上涨 28%。

表5：主要产品季度价格变化

产品		2024Q3	2024Q2	环比 (%)	2023Q3	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度)	3681	3644	1.0%	4115.6	-10.6%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	135415	144202	-6.1%	119722.2	13.1%
铜	阴极铜 (美元/吨)	9210	9753	-5.6%	8355.9	10.2%
钴	金属钴 (美元/磅)	11.6	12.9	-10.6%	15.9	-27.4%
铌	铌铁 (元/吨)	262500	252373	4.0%	258437.5	1.6%
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	597	539	10.9%	466.6	28.0%

资料来源：Wind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

量：铜钴产量维持高位。2024Q3，公司实现铜钴产量 16.23/3.07 万吨，同比分别增长 46.42%和 72.06%，环比分别变化-2.43%和+6.51%。铜钴产量的同比增长主要得益于 TFM 混合矿和 KFM 的投产，环比变化不大主要是因为 Q2 已经满产。从销量来看，铜钴销量分别为 15.9/2.9 万吨，产销率分别为 97.9%和 94.2%，铜钴库存均略有增长。**值得注意的是，Q2 销售了部分铜在途库存，因此 Q3 铜销量环比下滑 14.7%。**

表6：2024Q3 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2024Q3	2024Q2	环比 (%)	2023Q3	同比 (%)
钼	吨	3985	3875	2.84%	3712	7.35%
钨	吨	2109	2099	0.48%	2092	0.81%
铌	吨	2600	2576	0.93%	2593	0.27%
磷肥 (HA+LA)	吨	312217	304545	2.52%	327929	-4.79%
铜 (TFM+KFM)	吨	162261	166294	-2.43%	110821	46.42%
钴 (TFM+KFM)	吨	30698	28822	6.51%	17841	72.06%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：由于澳大利亚 NPM 矿已于 2023 年 Q4 出售，因此 2023Q3 的铜产量并未包括 NPM 产量。

表7：2024Q3 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2024Q3	2024Q2	环比 (%)	2023Q3	同比 (%)
钼	吨	3617	3777	-4.24%	3769	-4.03%
钨	吨	1925	2221	-13.33%	2132	-9.71%
铌	吨	2377	2671	-11.01%	2327	2.15%
磷肥 (HA+LA)	吨	319318	309823	3.06%	331669	-3.72%
铜 (TFM+KFM)	吨	158825	186260	-14.73%	211617	-24.95%
钴 (TFM+KFM)	吨	28905	26644	8.49%	22182	30.31%
精矿产品	吨	961894	940972	2.22%	498778	92.85%
精炼金属产品	吨	572374	407133	40.59%	1002648	-42.91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：由于公司销量披露口径更改，23Q3 数据为矿山端销售量，24 年数据为贸易端实际销售量。

成本：成本环比除钴铌外均下降。

- ✓ **钼钨板块：钼钨成本环比均下降。**根据测算，Q3 钼、钨成本分别为 27.02 万元/吨、7.86 万元/吨，环比 24Q2 分别下降 5.09%、14.93%；同比 23Q3 分别变化+28.43%、-3.05%。钼钨板块成本环比下降或由于公司采取措施降本增效，钼成本同比抬升主要或由于矿石品位同比下降。
- ✓ **铜钴板块：铜成本环比略有下降，钴成本环比抬升。**根据测算，Q3 铜、钴成本分别为 3.06 万元/吨、5.87 万元/吨，环比分别变化-2.36%、+20.90%，钴成本环比增加或由于销售产品中产品结构变化所致。
- ✓ **铌磷板块：铌磷成本同比均下降，环比来看，铌成本有所上行，磷成本持续下降。**根据测算，Q3 铌磷成本分别为 21.06 万元/吨、2205 元/吨，环比 Q2 成本分别变化+8.71%、-4.81%，铌成本抬升或由于 Q2 铌销量较多，摊薄销售成本，Q3 恢复正常；同比 23Q3 分别下降 10.52%、12.68%，或由于公司持续降本增效。

表8：2024Q3 主要产品成本同比、环比变化

主要产品	单位	2024Q3	2024Q2	环比 (%)	2023Q3	同比 (%)
钼	万元/吨	27.02	28.47	-5.09%	21.04	28.43%
钨	万元/吨	7.86	9.24	-14.93%	8.11	-3.05%
铜	万元/吨	3.06	3.14	-2.36%	-	-
钴	万元/吨	5.87	4.85	20.90%	-	-
铌	万元/吨	21.06	19.37	8.71%	23.53	-10.52%
磷	元/吨	2205	2316	-4.81%	2525	-12.68%

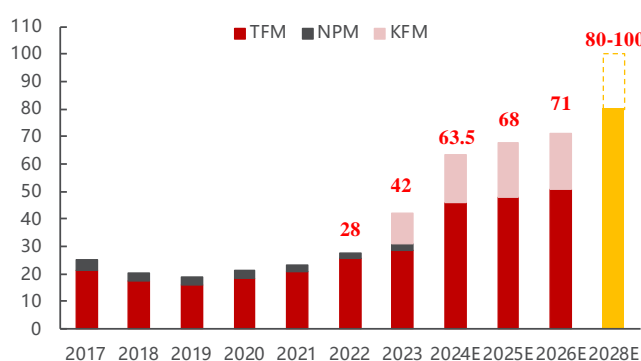
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其中 2023Q3 铜钴的销量口径与营收、成本口径不一致，因此无法准确计算单位数据

3 项目跟踪：聚焦铜钴，刚果金“双子星”潜力十足

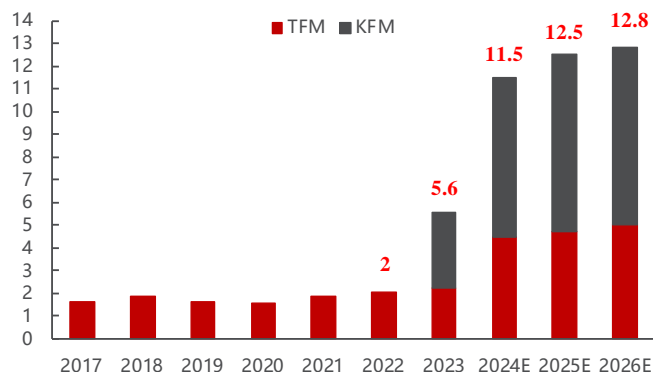
两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，且 24 年前三季度产量进度超预期，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 63.5/68/71 万吨，钴产量将达到 11.5/12.5/12.8 万吨。根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量分为两阶段，一阶段重点是 TFM 西区 Pumpi 矿和 KFM 二期深部硫化矿开发，目前已经开始开展早期工作，二阶段或为 TFM 三期深部硫化矿，待一阶段完成后或将有更多信息。

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（实际上 24 年就能提前达成目标）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表9：2019-2026 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	460000	480000	510000
	NPM	29191	27157	23534	22706	25550	0	0	0
	KFM	0	0	0	0	110000	175000	200000	200000
	合计	188307	212837	232654	276992	419537	635000	680000	710000
	增速	-7.50%	13.00%	9.31%	19.06%	51.46%	51.36%	7.09%	4.41%
	权益产量	156484	175701	190830	226135	331115	492688	526500	550500
钴	TFM	16098	15436	18501	20286	22500	45000	47000	50000
	KFM	0	0	0	0	27000	70000	78333	78333
	合计	16098	15436	18501	20286	49500	115000	125333	128333
	增速	-14.10%	-4.10%	19.86%	9.65%	144.01%	132.32%	8.99%	2.39%
	权益产量	12878	12349	14801	16229	37238	85875	93413	95813
	增速	-14.13%	-4.11%	19.86%	9.65%	129.45%	130.61%	8.78%	2.57%

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

随着刚果金项目持续放量，我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 111.34、135.19、142.12 亿元，EPS 分别为 0.52、0.63 和 0.66 元，对应当前股价（10 月 29 日）的 PE 分别为 15X/12X/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	210,313	214,565	216,567
营业成本	168,158	178,386	178,437	179,445
营业税金及附加	3,084	3,786	3,862	3,898
销售费用	155	175	179	181
管理费用	2,387	2,695	2,749	2,775
研发费用	327	369	377	380
EBIT	12,126	25,028	29,090	30,019
财务费用	3,004	2,886	2,934	2,509
资产减值损失	-141	-7	0	0
投资收益	2,483	526	429	433
营业利润	13,288	22,664	26,588	27,946
营业外收支	-80	-80	-80	-80
利润总额	13,208	22,584	26,508	27,866
所得税	4,677	9,485	10,603	11,146
净利润	8,531	13,099	15,905	16,719
归属于母公司净利润	8,250	11,134	13,519	14,212
EBITDA	15,005	28,065	32,395	33,533

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	30,784	40,230	49,430
应收账款及票据	1,132	1,278	1,304	1,316
预付款项	1,182	1,254	1,254	1,261
存货	31,430	33,342	33,352	33,540
其他流动资产	19,187	26,108	26,211	26,260
流动资产合计	83,648	92,766	102,351	111,807
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	92,862	94,839	96,809
资产合计	172,975	185,629	197,189	208,617
短期借款	24,954	30,476	30,476	30,476
应付账款及票据	4,698	4,984	4,985	5,014
其他流动负债	19,328	26,613	26,721	26,809
流动负债合计	48,980	62,073	62,183	62,299
长期借款	18,768	11,266	11,266	11,266
其他长期负债	33,264	30,930	30,930	30,930
非流动负债合计	52,032	42,196	42,196	42,196
负债合计	101,012	104,270	104,379	104,495
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	12,422	14,387	16,772	19,280
股东权益合计	71,962	81,359	92,810	104,122
负债和股东权益合计	172,975	185,629	197,189	208,617

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	12.91	2.02	0.93
EBIT 增长率	-3.83	106.40	16.23	3.19
净利润增长率	35.98	34.96	21.42	5.12
盈利能力 (%)				
毛利率	9.72	15.18	16.84	17.14
净利润率	4.43	5.29	6.30	6.56
总资产收益率 ROA	4.77	6.00	6.86	6.81
净资产收益率 ROE	13.86	16.62	17.78	16.75
偿债能力				
流动比率	1.71	1.49	1.65	1.79
速动比率	0.91	0.81	0.96	1.11
现金比率	0.63	0.50	0.65	0.79
资产负债率 (%)	58.40	56.17	52.93	50.09
经营效率				
应收账款周转天数	1.87	2.06	2.17	2.18
存货周转天数	68.17	65.36	67.28	67.10
总资产周转率	1.10	1.17	1.12	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.52	0.63	0.66
每股净资产	2.76	3.10	3.52	3.93
每股经营现金流	0.72	0.74	1.05	1.09
每股股利	0.15	0.21	0.25	0.26
估值分析				
PE	20	15	12	12
PB	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.32	6.59	5.71	5.51
股息收益率 (%)	2.01	2.69	3.27	3.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,531	13,099	15,905	16,719
折旧和摊销	2,879	3,037	3,305	3,514
营运资金变动	4,209	-3,260	-29	-141
经营活动现金流	15,542	15,926	22,648	23,556
资本开支	-12,527	-5,987	-5,240	-5,443
投资	-622	-4,681	0	0
投资活动现金流	-10,659	-9,581	-4,811	-5,010
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,164	3,795	0	0
筹资活动现金流	-8,606	-6,277	-8,391	-9,345
现金净流量	-2,927	68	9,446	9,201

插图目录

图 1: 2024M1-9, 公司实现营收 1548 亿元.....	3
图 2: 2024 M1-9, 公司实现归母净利润 82.7 亿元.....	3
图 3: 2024Q3, 公司实现营收 519.4 亿元.....	3
图 4: 2024Q3, 公司实现归母净利润 28.56 亿元.....	3
图 5: 2024M1-9 归母净利润变化拆分 (单位: 百万元).....	4
图 6: 2024M1-9 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: 2024M1-9 钼钴毛利率下降其余均上升.....	4
图 8: 公司期间费用情况.....	7
图 9: 公司期间费用率情况.....	7
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况.....	7
图 11: 公司资产负债率情况.....	7
图 12: 2024Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元).....	8
图 13: 2024Q3 业绩同比拆分 (单位: 百万元).....	8
图 14: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨.....	11
图 15: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨 (实际上 24 年就能提前达成目标).....	11

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2024 年 M1-9 产量指引完成情况.....	5
表 2: 2024 前三季度销量情况.....	6
表 3: 公司主要板块表现.....	6
表 4: 2024M1-9 产品的单位指标.....	7
表 5: 主要产品季度价格变化.....	9
表 6: 2024Q3 主要产品产量同比、环比变化情况.....	9
表 7: 2024Q3 主要产品销量同比、环比变化情况.....	9
表 8: 2024Q3 主要产品成本同比、环比变化.....	10
表 9: 2019-2026 年铜钴历史产量及预测.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

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