

## 河钢资源 (000923.SZ)

## 强烈推荐-A (维持)

### 2021年报点评: 疫情影响产销, 铜矿二期项目值得期待

4月26日, 公司公布2021年报, 全年实现营业收入65.67亿, 同比+10.64%, 归母净利润13.01亿, 同比+34%, 其中2021Q4营业收入7.88亿, 归母净利润-0.34亿, 2022Q1营业收入15.76亿, 同比-19.29%, 归母净利润2.87亿, 同比-35.7%。

□**受疫情影响, 产销不及公司经营目标。**公司核心资产位于南非, 依赖于当地铁路运输以及海上运输, 疫情对物流的冲击会对公司业绩带来较大不利影响。公司全年磁铁矿产销948.9/858.1万吨(计划1000万吨以上), 同比+27.7%/+15.7%, 含铜产品产销2.29/2.34万吨(计划3万吨以上), 同比+49.6%/+32.4%, 蛭石产销为15/15.8万吨(计划18万吨), 同比+25.9%/+5.5%。2022年公司生产计划为: 高品磁铁矿720万吨, 蛭石18万吨, 铜矿开采量600万吨, 磁铁矿全年销量突破1000万吨、力争1200万吨, 蛭石销量17万吨, 铜产品销量不低于3万吨。

□**磁铁矿业务铸牢公司业绩基本盘。**公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品, 经过几十年的铜矿生产, 现有约1.5亿吨磁铁矿地面堆存, 平均品位58%, 井下生产还将额外补充磁铁矿, 公司仅需对矿石进行简单的磁分离, 即可将其品位提高到62.5%-64.5%, 生产成本低廉, 为公司贡献稳定的盈利。

□**PC铜矿二期项目进度已完成75%, 预计2023年10月投产。**该项目因受疫情等因素的影响进度较为缓慢, 原计划为2021年12月投产。项目Cu资源量272万吨, 平均品位0.75%, TFe金属量4973万吨, 平均品位13.7%, 规划生产规模为1100万吨/年, 预计项目达产后年产铜7万金属吨, 伴生磁铁矿约150万吨/年。项目将有效提升公司盈利能力, 并分散公司对单一矿石品种的价格风险。

□**投资建议:**预计公司2022-2024年实现净利润14.5/16.8/19.1亿元, 对应市盈率分别为6/5.2/4.5倍, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□**风险提示:**疫情风险、需求不及预期、商品价格波动、项目进度不达预期、汇率风险等。

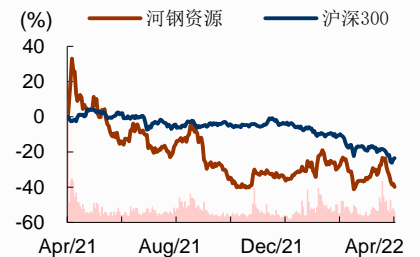
周期/金属及材料  
当前股价: 13.26元

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 总股本(万股)    | 65273    |
| 已上市流通股(万股) | 62789    |
| 总市值(亿元)    | 87       |
| 流通市值(亿元)   | 83       |
| 每股净资产(MRQ) | 13.4     |
| ROE(TTM)   | 13.0     |
| 资产负债率      | 24.2%    |
| 主要股东       | 河钢集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 34.59%   |

### 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 5  | 15 | 1   |
| 相对表现 | 14 | 30 | 18  |



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

1、《河钢资源(000923)——优质铜铁产能高速扩张》2020-12-01

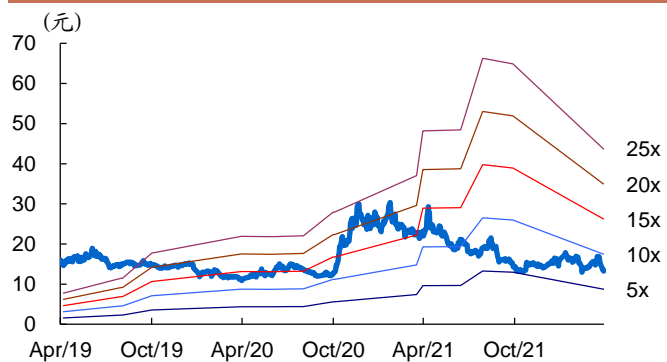
刘文平 S1090517030002  
liuwenping@cmschina.com.cn.8  
刘伟洁 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn  
赖如川 研究助理  
lairuchuan@cmschina.com.

### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 5935 | 6567 | 7661  | 8685  | 10222 |
| 同比增长       | 2%   | 11%  | 17%   | 13%   | 18%   |
| 营业利润(百万元)  | 2108 | 2805 | 3116  | 3620  | 4127  |
| 同比增长       | 96%  | 33%  | 11%   | 16%   | 14%   |
| 归母净利润(百万元) | 971  | 1301 | 1445  | 1678  | 1913  |
| 同比增长       | 84%  | 34%  | 11%   | 16%   | 14%   |
| 每股收益(元)    | 1.49 | 1.99 | 2.21  | 2.57  | 2.93  |
| PE         | 8.9  | 6.7  | 6.0   | 5.2   | 4.5   |
| PB         | 1.2  | 1.1  | 0.9   | 0.8   | 0.7   |

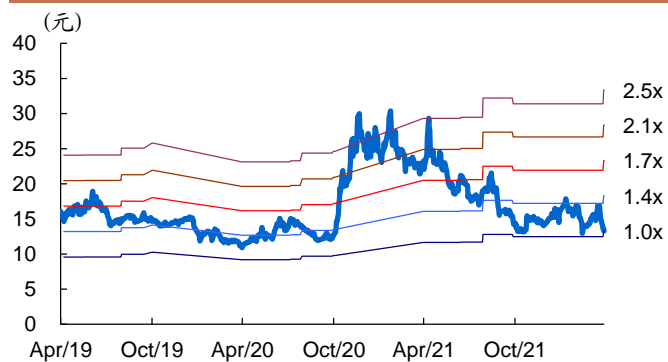
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 河钢资源历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 河钢资源历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 5545         | 6193         | 8196         | 10527        | 13367        |
| 现金             | 3651         | 4873         | 6645         | 8793         | 11292        |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 4            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 1324         | 786          | 894          | 1013         | 1193         |
| 其它应收款          | 14           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 存货             | 443          | 459          | 566          | 619          | 761          |
| 其他             | 108          | 75           | 90           | 101          | 121          |
| <b>非流动资产</b>   | 7884         | 7788         | 7977         | 8125         | 8239         |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 607          | 887          | 1136         | 1336         | 1498         |
| 无形资产商誉         | 705          | 592          | 533          | 479          | 431          |
| 其他             | 6572         | 6309         | 6309         | 6309         | 6309         |
| <b>资产总计</b>    | <b>13428</b> | <b>13981</b> | <b>16174</b> | <b>18652</b> | <b>21606</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1013         | 816          | 960          | 1027         | 1205         |
| 短期借款           | 140          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 652          | 568          | 714          | 780          | 959          |
| 预收账款           | 13           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 209          | 248          | 246          | 246          | 246          |
| <b>长期负债</b>    | 2563         | 2421         | 2421         | 2421         | 2421         |
| 长期借款           | 145          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 2418         | 2421         | 2421         | 2421         | 2421         |
| <b>负债合计</b>    | <b>3577</b>  | <b>3237</b>  | <b>3381</b>  | <b>3448</b>  | <b>3626</b>  |
| 股本             | 653          | 653          | 653          | 653          | 653          |
| 资本公积金          | 4748         | 4748         | 4748         | 4748         | 4748         |
| 留存收益           | 2024         | 2645         | 3894         | 5376         | 7093         |
| 少数股东权益         | 2427         | 2698         | 3498         | 4427         | 5486         |
| 归属于母公司所有者权益    | 7425         | 8045         | 9295         | 10777        | 12494        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>13428</b> | <b>13981</b> | <b>16174</b> | <b>18652</b> | <b>21606</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2413        | 2877        | 2250        | 2608        | 2941        |
| 净利润            | 1506        | 2022        | 2245        | 2607        | 2972        |
| 折旧摊销           | 139         | 193         | 233         | 276         | 310         |
| 财务费用           | 18          | 8           | (46)        | (62)        | (80)        |
| 投资收益           | (22)        | (10)        | (101)       | (101)       | (101)       |
| 营运资金变动         | 482         | 687         | (90)        | (120)       | (169)       |
| 其它             | 290         | (23)        | 9           | 8           | 10          |
| <b>投资活动现金流</b> | (728)       | (728)       | (326)       | (326)       | (326)       |
| 资本支出           | (732)       | (729)       | (427)       | (427)       | (427)       |
| 其他投资           | 3           | 2           | 101         | 101         | 101         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (243)       | (578)       | (152)       | (134)       | (115)       |
| 借款变动           | (133)       | (560)       | (2)         | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (65)        | (65)        | (196)       | (196)       | (196)       |
| 其他             | (45)        | 47          | 46          | 62          | 80          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1441</b> | <b>1572</b> | <b>1772</b> | <b>2147</b> | <b>2499</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2020       | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 5935       | 6567        | 7661        | 8685        | 10222       |
| 营业成本             | 1790       | 1772        | 2227        | 2435        | 2992        |
| 营业税金及附加          | 11         | 16          | 18          | 21          | 24          |
| 营业费用             | 1464       | 1622        | 1892        | 2145        | 2525        |
| 管理费用             | 561        | 462         | 538         | 610         | 718         |
| 研发费用             | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用             | (17)       | (25)        | (46)        | (62)        | (80)        |
| 资产减值损失           | (39)       | (16)        | (16)        | (16)        | (16)        |
| 公允价值变动收益         | (1)        | 91          | 91          | 91          | 91          |
| 其他收益             | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益             | 22         | 10          | 10          | 10          | 10          |
| <b>营业利润</b>      | 2108       | 2805        | 3116        | 3620        | 4127        |
| 营业外收入            | 1          | 5           | 5           | 5           | 5           |
| 营业外支出            | 5          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>      | 2104       | 2810        | 3120        | 3624        | 4131        |
| 所得税              | 598        | 788         | 875         | 1017        | 1160        |
| 少数股东损益           | 535        | 720         | 800         | 929         | 1059        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>971</b> | <b>1301</b> | <b>1445</b> | <b>1678</b> | <b>1913</b> |

主要财务比率

|                | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 2%    | 11%   | 17%   | 13%   | 18%   |
| 营业利润           | 96%   | 33%   | 11%   | 16%   | 14%   |
| 归母净利润          | 84%   | 34%   | 11%   | 16%   | 14%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 69.8% | 73.0% | 70.9% | 72.0% | 70.7% |
| 净利率            | 16.4% | 19.8% | 18.9% | 19.3% | 18.7% |
| ROE            | 13.3% | 16.8% | 16.7% | 16.7% | 16.4% |
| ROIC           | 14.9% | 19.1% | 18.7% | 18.3% | 17.5% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 26.6% | 23.2% | 20.9% | 18.5% | 16.8% |
| 净负债比率          | 2.5%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 5.5   | 7.6   | 8.5   | 10.3  | 11.1  |
| 速动比率           | 5.0   | 7.0   | 7.9   | 9.6   | 10.5  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 2.9   | 3.9   | 4.3   | 4.1   | 4.3   |
| 应收账款周转率        | 4.8   | 6.2   | 9.1   | 9.1   | 9.3   |
| 应付账款周转率        | 2.9   | 2.9   | 3.5   | 3.3   | 3.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.49  | 1.99  | 2.21  | 2.57  | 2.93  |
| 每股经营净现金        | 3.70  | 4.41  | 3.45  | 4.00  | 4.51  |
| 每股净资产          | 11.38 | 12.33 | 14.24 | 16.51 | 19.14 |
| 每股股利           | 0.10  | 0.30  | 0.30  | 0.30  | 0.30  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 8.9   | 6.7   | 6.0   | 5.2   | 4.5   |
| PB             | 1.2   | 1.1   | 0.9   | 0.8   | 0.7   |
| EV/EBITDA      | 4.0   | 3.0   | 2.7   | 2.3   | 2.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**杜开欣：**招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。