

## 河钢资源 (000923.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 明年将迎铜矿二期投产等多重改善

周期/金属及材料  
当前股价: 13.12 元

随着疫情影响减弱,铜矿二期的投产,公司明年预计铜铁产量双增。海运费预期回落。中国疫情政策优化后,消费预期回暖。多重改善下,预计公司明年利润改善。

#### 基础数据

总股本(万股)	65273
已上市流通股(万股)	62789
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	82
每股净资产(MRQ)	12.9
ROE(TTM)	4.5
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%

#### 铜二期项目预计2023年Q3开始投产,自然崩落法开采,成本优势明显:

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	-5	-10
相对表现	19	8	12



资料来源: 公司数据、招商证券

铜矿一期临近闭坑,疫情影响、资源枯竭导致开采持续性和矿石品位受限等情况下,2019年以来多亏损。

#### 相关报告

1、《河钢资源(000923)-2021年报点评:疫情影响产销,铜矿二期项目值得期待》2022-04-29

二期项目设计年产能7万吨,预计明年Q3投产。二期采用自然崩落法采矿,成本接近露天开采,具有采矿能力大、效率高、成本低等优势。二期的投产公司铜业务板块扭亏为盈,且同时提升公司铜价格弹性。一方面达产后年产铜矿量从目前的2.3万吨提升到7万吨,翻两倍;另外,规模扩张和品位提升下,生产成本大幅下滑。

#### 后疫情时代,铁矿石产销量恢复性增长:

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

磁铁矿为铜矿石加工中的伴生产品。公司现有约1.5亿吨平均品位为58%的磁铁矿地面堆存,可直接销售,因此其生产成本明显低于同品类铁矿。2021年公司铁矿毛利率90%,单吨营业成本61元(2021年普氏62%铁矿石价格指数CFR160美元/吨,约合人民币1030元/吨)。

公司铜铁蛭石核心业务在南非,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。铁矿石全部销往国内,主要成本为运费。疫情影响铁矿销量,同时海运费价格大涨侵蚀公司盈利能力。尤其今年上半年南非遭遇60年一遇的特大降雨,持续的强降雨及洪灾对铁路、公路等基础设施的损害,影响了铁矿销量。此外,河钢集团境内外自有铁矿资源存在注入公司的可能性。

维持“强烈推荐”投资评级:中国疫情政策优化,国内消费预期回暖,加上铁矿石和铜库存较低,补库的需求或许放大消费增速。因公司铁矿铜矿产量相对与公司市值较大(产量市值比),公司盈利弹性高。

假设2023/2024铁精矿销量1100万吨,铜精矿销量分别3.5/5万吨,我们预测2023/2024年净利润8.7/12.2亿元,分别对应10/7倍市盈率。截止到今年三季度末,公司在手现金52亿元(当前市值86亿元),资产负债率仅24%。维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示:铁矿石和铜价格大幅下跌、扩建项目进度不达预期、汇率风险、宏观经济风险、疫情反复导致产量释放不及预期风险等。

#### 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	4890	6547	7920
同比增长	2%	11%	-26%	34%	21%
营业利润(百万元)	2108	2805	1267	1864	2625
同比增长	96%	33%	-55%	47%	41%
归母净利润(百万元)	971	1301	590	866	1218
同比增长	84%	34%	-55%	47%	41%
每股收益(元)	1.49	1.99	0.90	1.33	1.87
PE	8.8	6.6	14.5	9.9	7.0
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

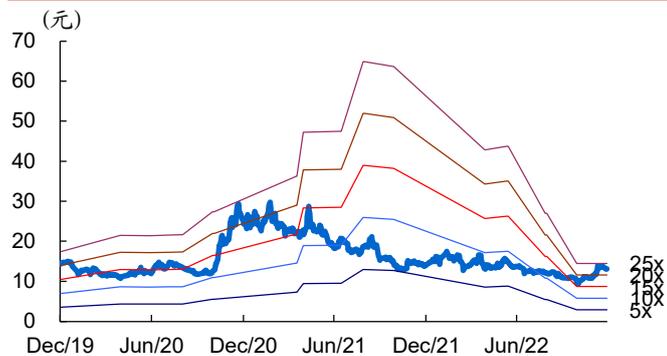
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司季度经营数据 (百万元)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
一、营业总收入	1953	2259	1568	788	1576	1222	957
二、营业总成本	1031	980	1013	839	973	962	1055
其中: 营业成本	643	430	399	300	427	483	623
营业税金及附加	3	9	11	-8	7	-1	3
营业费用	321	363	520	418	394	426	373
管理费用	85	116	120	141	114	115	111
研发费用	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	-25	61	-41	-20	30	-77	-59
资产减值损失	2	1	3	9	1	17	3
三、其他经营收益	47	15	10	28	9	-14	5
其它收益	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	57	5	29	1	-14	0
投资收益	47	-42	4	0	7	0	5
四、营业利润	969	1294	565	-23	612	246	-93
加: 营业外收入	0	0	0	5	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	5
五、利润总额	969	1294	565	-18	612	246	-98
减: 所得税	266	362	143	16	167	61	-5
六、净利润	703	932	422	-34	445	185	-93
减: 少数股东损益	257	344	120	0	158	36	-70
七、归属母公司所有者净利润	446	587	302	-34	287	149	-23
毛利率	67.1%	81.0%	74.5%	61.9%	72.9%	60.5%	34.9%
主营税金率	0.2%	0.4%	0.7%	-1.1%	0.4%	-0.1%	0.3%
营业费率	16.5%	16.1%	33.2%	53.0%	25.0%	34.8%	39.0%
管理费率	4.4%	5.1%	7.6%	17.9%	7.3%	9.4%	11.6%
营业利润率	49.6%	57.3%	36.0%	-2.9%	38.8%	20.1%	-9.7%
实际税率	27.5%	28.0%	25.4%	-88.2%	27.2%	24.9%	5.0%
净利率	22.9%	26.0%	19.3%	-4.4%	18.2%	12.2%	-2.4%
yoy							
营业总收入增长率	30.2%	101.0%	-1.2%	-54.3%	-19.3%	-45.9%	-39.0%
营业利润增长率	221.9%	365.2%	-13.8%	-102.6%	-36.8%	-81.0%	-116.5%
归母净利润增长率	192.1%	377.2%	-10.1%	-109.6%	-35.7%	-74.6%	-107.7%

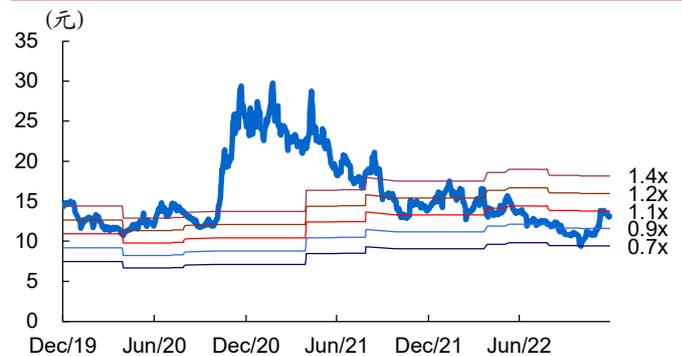
资料来源: 公司公告、招商证券

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	6729	7946	9556
现金	3651	4873	5638	6485	7847
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	571	764	924
其它应收款	14	18	13	18	21
存货	443	459	456	612	685
其他	108	57	50	67	78
<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>14706</b>	<b>16070</b>	<b>17795</b>
<b>流动负债</b>	1013	816	821	1018	1110
短期借款	140	0	0	0	0
应付账款	652	568	575	771	863
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>3242</b>	<b>3438</b>	<b>3530</b>
股本	653	653	653	653	653
资本公积金	4748	4748	4748	4748	4748
留存收益	2024	2645	3038	3727	4685
少数股东权益	2427	2698	3025	3504	4178
归属于母公司所有者权益	7425	8045	8439	9128	10086
<b>负债及权益合计</b>	<b>13428</b>	<b>13981</b>	<b>14706</b>	<b>16070</b>	<b>17795</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	1249	1289	1860
净利润	1506	2022	916	1345	1892
折旧摊销	139	193	233	276	310
财务费用	18	8	(131)	(152)	(179)
投资收益	(22)	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	482	687	242	(182)	(161)
其它	290	(23)	(1)	11	8
<b>投资活动现金流</b>	(728)	(728)	(417)	(417)	(417)
资本支出	(732)	(729)	(427)	(427)	(427)
其他投资	3	2	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	(243)	(578)	(66)	(25)	(81)
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)	(177)	(260)
其他	(45)	47	131	152	179
<b>现金净增加额</b>	<b>1441</b>	<b>1572</b>	<b>765</b>	<b>846</b>	<b>1362</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	5935	6567	4890	6547	7920
营业成本	1790	1772	1794	2406	2693
营业税金及附加	11	16	12	16	19
营业费用	1464	1622	1516	1931	2218
管理费用	561	462	443	491	554
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(17)	(25)	(131)	(152)	(179)
资产减值损失	(39)	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	91	0	0	0
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	1267	1864	2625
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	1271	1868	2629
所得税	598	788	355	523	737
少数股东损益	535	720	326	479	674
<b>归属于母公司净利润</b>	971	1301	590	866	1218

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	11%	-26%	34%	21%
营业利润	96%	33%	-55%	47%	41%
归母净利润	84%	34%	-55%	47%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.8%	73.0%	63.3%	63.2%	66.0%
净利率	16.4%	19.8%	12.1%	13.2%	15.4%
ROE	13.3%	16.8%	7.2%	9.9%	12.7%
ROIC	14.9%	19.1%	7.3%	10.2%	13.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.6%	23.2%	22.0%	21.4%	19.8%
净负债比率	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	7.6	8.2	7.8	8.6
速动比率	5.0	7.0	7.6	7.2	8.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5
存货周转率	2.9	3.9	3.9	4.5	4.2
应收账款周转率	4.8	6.2	7.2	9.8	9.4
应付账款周转率	2.9	2.9	3.1	3.6	3.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.49	1.99	0.90	1.33	1.87
每股经营净现金	3.70	4.41	1.91	1.97	2.85
每股净资产	11.38	12.33	12.93	13.98	15.45
每股股利	0.10	0.30	0.27	0.40	0.56
<b>估值比率</b>					
PE	8.8	6.6	14.5	9.9	7.0
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.3	3.2	6.9	4.8	3.4

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，中国注册会计师（CPA）。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 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。