

审慎增持 (首次)

河钢资源

000923

高弹性铜铁资源标的

2023年01月13日

市场数据

市场数据日期	2023-01-12
收盘价(元)	13.96
总股本(百万股)	652.73
流通股本(百万股)	627.89
总市值(百万元)	9112.10
流通市值(百万元)	8765.29
净资产(百万元)	8395.74
总资产(百万元)	14641.33
每股净资产(元)	12.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

研究助理:

赵远喆

zhaoyuanji@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6567	4937	6874	8506
同比增长	10.6%	-24.8%	39.2%	23.7%
归母净利润(百万元)	1301	534	1022	1332
同比增长	34.0%	-59.0%	91.5%	30.4%
毛利率	73.0%	61.9%	63.0%	66.8%
净利率	30.8%	16.8%	23.1%	24.3%
每股收益(元)	1.99	0.82	1.57	2.04
每股经营现金流(元)	4.41	1.29	2.58	3.46
市盈率	7.6	18.5	9.7	7.4
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

引言: 河钢资源作为一家国有控股的矿产资源型上市公司, 经过过去几年的转型发展及资源整合, 形成了“铜矿+铁矿”双主业的发展模式。过去两年由于公司铜矿项目处于一二期衔接阶段, 尚难盈利; 铁矿成为其支柱业务, 贡献70%营收和90%利润, 因此过去几年公司更接近于铁矿标的。而伴随着铜矿二期项目的推进以及大宗商品价格整体反弹, 2023年公司铜矿+铁矿业务有望迎来反转, 是典型的高弹性铜铁资源标的。

● 铁矿业务: 高品质伴生矿, 业绩弹性大

PC公司开发的Palabora铜矿为铜铁伴生矿, 铜矿开采过程中会分离出磁铁矿, 公司现有磁铁矿堆存约1.5亿吨, 铜二期项目投产后, 每年新增贴铁矿产出。随着铁路运力的改善, 预计2023年公司磁铁矿出货量有望达到1000万吨, 中期维度公司磁铁矿出货量有望达到1500万吨/年。海运费构成公司磁铁矿到岸成本的主要部分, 2019-2020年公司铁矿石到岸成本基本维持在50多美元/吨, 随后的海运费价格上涨和汽运比例提高导致2021-2022年到岸成本上行至70美元以上。随着海运费的持续下滑, 我们预计公司2023年到岸成本有望逐步回落, 即便矿价不涨其铁矿盈利也将明显增厚。根据我们测算, 若2023年公司磁铁矿销售均价达到110美元/吨, 到岸成本下降至70美元/吨, 则全年公司铁矿业务有望实现归母净利润10.97亿元。

● 铜矿业务: 铜二期投产在即, 开辟盈利第二曲线

过去数年, 由于公司铜一期项目临近闭坑, 铜二期项目正在建设中, 公司铜矿业务整体小幅亏损。随着2023年铜二期项目投入使用, 铜矿业务有望实现

盈亏平衡。铜二期项目预计于 2025 年实现满产，满产后可实现 7 万吨/年铜金属量产出。若假设铜价维持在 6.5 万元/吨，公司二期铜矿全口径成本 3.2 万元/吨，则铜二期项目完全达产后有望为公司贡献归母净利润 7.6 亿元。

● 2023 年中国经济修复，工业品价格重回上行通道

铁矿石：铁矿石价格有望偏强运行。2023 年铁矿石需求有望逆转，一方面，疫情防控优化带来终端需求的渐进式复苏；另一方面“保交付”政策推动下，地产竣工端修复刺激铁矿石边际需求增长。中性预测下 2023 年生铁产量同比增速将达到 2-3%。供给端，我们预计 2023 年全球铁矿石产量同比增加约 2300 万吨，其中 1300 万吨增量来源于澳巴主流矿山，其余增量来自其他非主流矿山。虽然供给环比有增量但总体处于历史低位，在需求增长大背景下预计 2023 年矿价中枢有望逐步上移。

铜矿：地产“保交付”受益品种。2023 年铜价或震荡偏强。需求端，2023 年中国市场铜需求预计持续增长，一方面，电网、电源工程投资加快，稳增长有望为长期铜需求带来较好支撑；另一方面，“保交付”政策持续推进有望带来建筑用铜需求底部反转。虽然供给端铜矿增产较多，预计 2023 年全球铜矿供给增速为 5.3%，但由于精炼铜产能增速受限，2023 年全球精炼铜供给增长约 3.3%，全球铜供给压力相对可控。

● 投资建议：

随着海运费价格的下降和铁路运力的改善，公司磁铁矿业务盈利能力有望持续提升。铜二期项目投产后将为公司开辟盈利增长第二曲线，公司业绩弹性空间广阔。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.34、10.22 和 13.32 亿元，当前市值（2023 年 1 月 11 日收盘价）对应 2022-2024 年 PE 分别为 18.5、9.7 和 7.4 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示：铜二期项目推迟投产；铁矿石价格下降风险；海运费大幅上涨抬高成本等。

目 录

1、国资控股，掌握优质铜铁伴生矿.....	- 5 -
1.1、剥离机械制造，打造铁矿+铜矿核心业务.....	- 5 -
1.2、铁矿业务是当前利润主要来源.....	- 6 -
1.3、利润中枢抬升，在手现金充裕.....	- 7 -
2、铁矿业务：高品质伴生矿，开采成本低.....	- 9 -
2.1、定价参考普氏指数，运力水平决定出货量高低.....	- 11 -
2.2、重要看点：海运费回落推动铁矿到港成本下行.....	- 12 -
2.3、盈利测算：利润弹性大，2023年或达10亿级别.....	- 14 -
3、铜矿业务：产能交接时刻，二期项目投产在即.....	- 14 -
3.1、南非大型铜矿生产商，实现从精矿到制品的升级.....	- 14 -
3.2、重要看点：二期项目即将投产，铜矿业务迎来逆转.....	- 15 -
3.3、盈利测算：铜二期项目开辟盈利第二曲线.....	- 16 -
4、2023年中国经济修复，工业品价格重回上行通道.....	- 17 -
4.1、铁矿石：铁矿石价格有望偏强运行.....	- 17 -
4.2、铜：地产竣工受益品种，价格有望震荡走强.....	- 23 -
5、其他业务及盈利预测：.....	- 26 -
6、风险提示：.....	- 28 -

图目录

图 1、公司逐步发展为矿产资源型上市企业.....	- 5 -
图 2、控股股东占比较大，股权结构稳定.....	- 6 -
图 3、磁铁矿业务贡献公司主要营收（百万元）.....	- 7 -
图 4、2022年前三季度公司营收向下波动（百万元）.....	- 8 -
图 5、2022年前三季度公司归母净利润显著下滑（百万元）.....	- 8 -
图 6、公司磁铁矿业务毛利率较高.....	- 8 -
图 7、2022H1公司磁铁矿业务盈利能力小幅回落.....	- 8 -
图 8、2022Q3公司经营现金流同比下滑51.12%.....	- 9 -
图 9、公司资产负债率逐步降低.....	- 9 -
图 10、2022Q3公司账面货币资金达54.19亿元.....	- 9 -
图 11、铜矿筛选过程中分离出磁铁矿.....	- 10 -
图 12、公司矿区距离港口较近.....	- 11 -
图 13、62%和58%是铁矿石高低品重要参考指标（美元/吨）.....	- 11 -
图 14、公司磁铁矿出货量逐步攀升.....	- 12 -
图 15、海运费为磁铁矿到岸成本主要部分.....	- 13 -
图 16、海运费逐步回落至2019年前后水平.....	- 13 -
图 17、子公司为南非最大的铜制品生产商.....	- 15 -
图 18、公司二期项目位于一期项目下方.....	- 15 -
图 19、2023年铜二期投产后公司铜产量有望实现高速增长.....	- 16 -
图 20、2022年下半年生铁显著下滑（万吨）.....	- 18 -
图 21、2022年周度铁水产量在6月见顶（万吨）.....	- 18 -
图 22、2022年1-11月全国生铁产量累计同比增长-0.4%.....	- 18 -
图 23、2016年后全球铁矿石产量增速延续低位.....	- 19 -
图 24、2017年后四大矿山资本开支逐步回升.....	- 20 -
图 25、2017年后四大矿山铁矿产量增速延续低位.....	- 20 -
图 26、2023年Vale铁矿产量有望达到3.15亿吨.....	- 21 -

图 27、2023 年 BHP 铁矿产量预计为 2.55 亿吨.....	- 21 -
图 28、2023 年 Rio 铁矿产量有望达到 3.25 亿吨.....	- 21 -
图 29、2023 年 FMG 铁矿产量预计为 1.90 亿吨.....	- 21 -
图 30、全球铜消费消费结构（分地区，2021 年）.....	- 23 -
图 31、国内下游需求结构情况.....	- 23 -
图 32、电网投资完成额逐步提速.....	- 24 -
图 33、电源工程投资额逐步提速.....	- 24 -
图 34、2022 年下半年房屋竣工处于寻底阶段.....	- 24 -
图 35、铜价与行业资本开支变化相关性较强，铜价一般领先于资本开支.....	- 25 -
图 36、2016 年后全球铜矿产量增速明显下降，保持平稳增长.....	- 25 -
图 37、ICSG 预计 2023 年全球铜精矿产量同比增速+5.3%.....	- 25 -
图 38、ICSG 预计 2023 年全球精炼铜产量同比增速+3.3%.....	- 26 -
图 39、公司蛭石产销量总体稳定.....	- 27 -
图 40、公司蛭石业务收入波动较小.....	- 27 -

表目录

表 1、公司业务以矿产资源开采为主.....	- 6 -
表 2、公司磁铁矿业务盈利有望大幅增长.....	- 14 -
表 3、公司铜矿二期项目铜矿品位更高.....	- 15 -
表 4、2014-2016 年铜一期生产成本约 2.3-2.6 万元/吨.....	- 16 -
表 5、公司铜矿业务盈利有望大幅增长.....	- 17 -
表 6、2023 年全球铁矿石供给小幅增加（亿吨）.....	- 22 -
表 7、公司蛭石产量位居世界前列（引用 2014 年数据）.....	- 26 -
表 8、可比公司盈利预测与估值.....	- 28 -

1、国资控股，掌握优质铜铁伴生矿

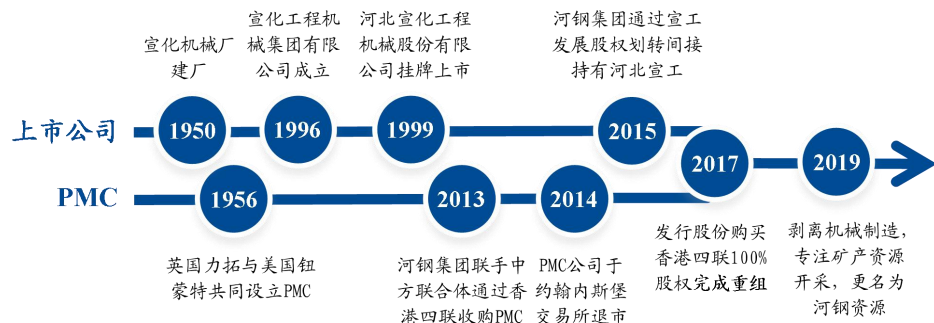
1.1、剥离机械制造，打造铁矿+铜矿核心业务

公司前身为 1950 年创立的宣化工程机械厂，1996 年改制为宣化工程机械集团有限公司，于 1999 年 7 月 14 日在深圳证券交易所上市。2015 年，河钢集团通过宣工发展股权划转间接持股公司，彼时公司主营业务为工程机械制造。

帕拉博拉矿业有限公司（PMC）最早于 1956 年由英国力拓集团与美国纽蒙特共同创立，主要从事铜矿等金属矿山的开采加工业务。2013 年河钢集团牵头中方联合体通过香港四联与南非工业发展有限公司（IDC）联合收购了 PMC。

2017 年，公司通过发行股份方式购买了四联香港 100% 股权，注入了四联香港旗下 PMC 帕拉博拉铜矿等资产，公司发展模式由“工程机械单一业务主导”变为“矿产资源+机械制造双主业驱动”。2019 年公司将其机械制造业务转让，转变为矿产资源型企业，并更名为河钢资源。

图 1、公司逐步发展为矿产资源型上市企业



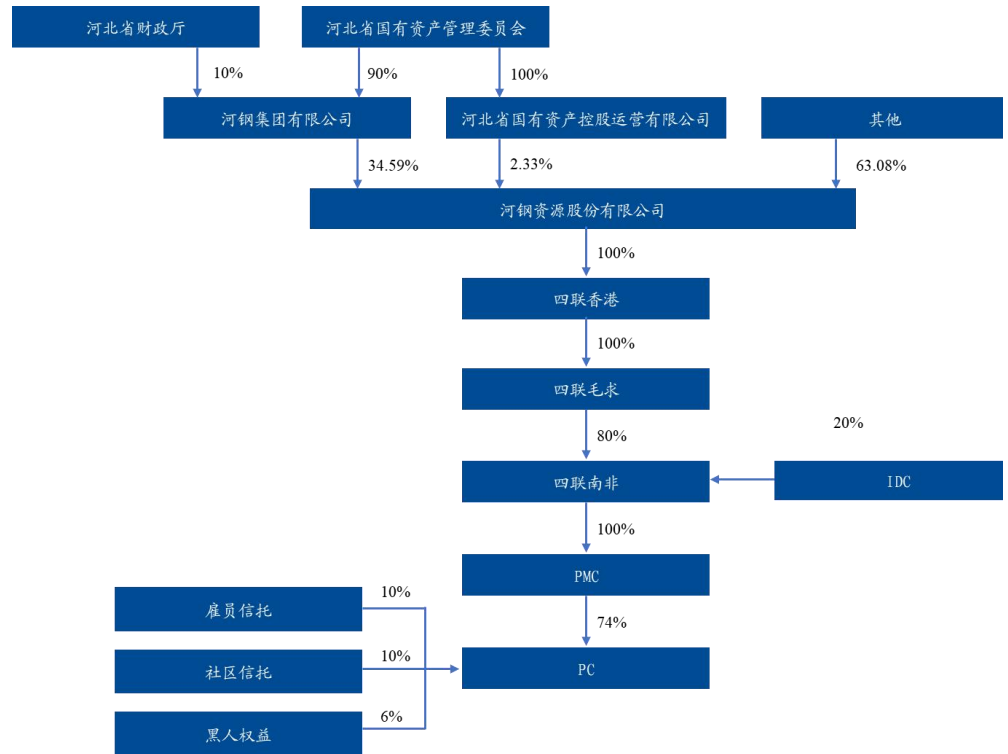
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

国资控股，股权结构稳定。目前，河钢集团有限公司（简称“河钢集团”）持有公司 34.59% 的股份，为公司的控股股东，公司股权结构较为稳定。河北省国资委持有河钢集团 90% 的股权，为公司的实控人。

公司通过四联香港旗下全资子公司四联毛求持有四联南非 80% 股份，PMC 为四联南非全资子公司，其持有帕拉博拉铜业有限公司（PC 公司）74% 的股份，PC 为公司负责矿产资源开采的主体企业，主要从事铜矿、磁铁矿和蛭石矿的开发利

用。

图 2、控股股东占比较大，股权结构稳定




资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、铁矿业务是当前利润主要来源

公司主要从事铜、铁和蛭石等矿产资源的开发业务。子公司 PC 为南非最大的铜产品生产商，拥有完整的铜矿开采、冶炼和加工产业链，可以生产包括铜杆线等各类铜制品。公司铜产品主要在南非当地市场销售，市占率约 50%。PC 公司拥有的蛭石矿是世界三大蛭石矿之一，所产蛭石品位较高，主要出口欧美日韩等发达国家和地区地区。磁铁矿是公司铜矿开采加工过程中产生的伴生矿，帕拉博拉铜矿历史开发过程中以生产销售铜矿为主，磁铁矿多堆存于地面。公司 2022 年中报披露：现有堆存磁铁矿约 1.5 亿吨，平均品位约 58%。

表 1、公司业务以矿产资源开采为主

	产品	产量（2021 年）	简介
	金属铜	2.29 万吨	主要铜产品包括铜线、精铜矿和电解铜等。子公司 PC 是南非最大的铜产品生产商，占据当地市场份额约 50%



磁铁矿 948.9 万吨

帕拉博拉铜矿为铜铁伴生矿，现有磁铁矿堆存约 1.5 亿吨（平均品位 58%）



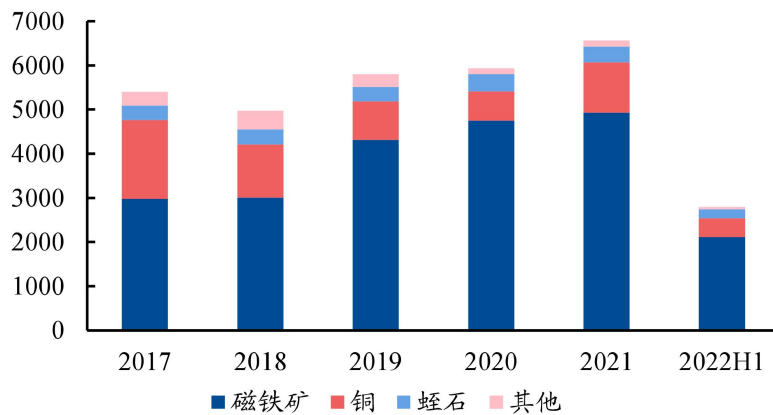
蛭石矿 15.01 万吨

子公司 PC 占据的蛭石矿为全球前三大蛭石矿之一，占据全球高端市场 30% 份额，产品主要出口欧美日韩等发达国家和地区

资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

铁矿业务贡献主要业绩。2017 年公司收购四联香港，四联香港旗下子公司 PC 的磁铁矿、铜和蛭石等业务并表。其中，PC 公司磁铁矿业务占据公司一半以上的营业收入和超过 60% 的利润；金属铜产品是磁铁矿外公司又一营收主要来源，但受限于公司铜矿一期临近闭坑，铜矿二期项目尚未投产，因此铜矿产量有限，营收贡献较小；2017 年以来，公司蛭石业务保持稳定，营收占比较小。

图 3、磁铁矿业务贡献公司主要营收（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、利润中枢抬升，在手现金充裕

2017 年公司并购注入矿产资源业务以来，营业收入和归母净利润总体上保持稳定增长，且归母净利润增速基本高于同期营收增速。2018 年由于受到异常气候影响，南非矿区降水偏多，影响了铁矿石的生产及销售，当年公司营收及归母净利润明显下滑。2020 年疫情冲击下的中国经济快速恢复带动铁矿需求的强劲增长，但铁矿供应却受到疫情持续扰动，供需错配下矿价持续上涨，2020 年公司实现归母净利润 9.71 亿元，同比大幅增长 83.72%。

2021 年，全球铁矿石价格持续提高，带动公司盈利能力大幅提升，公司归母净

利润达到了 13.01 亿元，同比大幅增长 34%。2022 年前三季度，受到铁矿石价格持续下滑影响，公司营收为 37.55 亿元，同比下滑 35.03%，归母净利润 4.13 亿元，同比下降 69.06%。

图 4、2022 年前三季度公司营收向下波动（百万元）

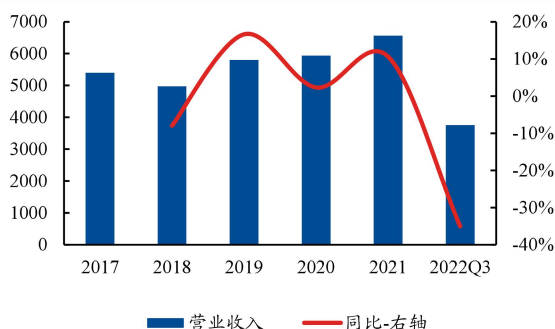
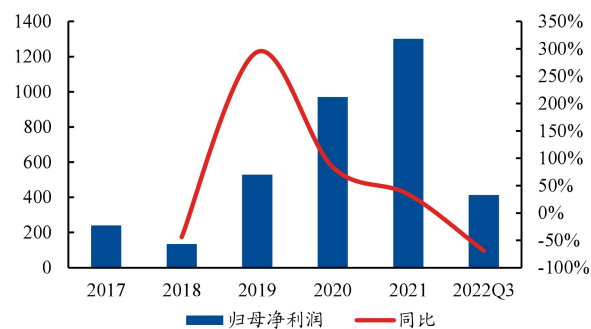


图 5、2022 年前三季度公司归母净利润显著下滑（百万元）

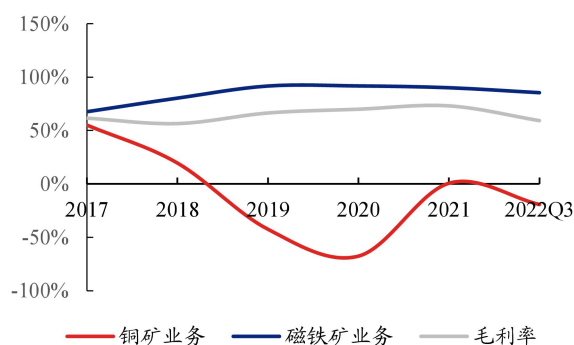


资料来源：iFind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：iFind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

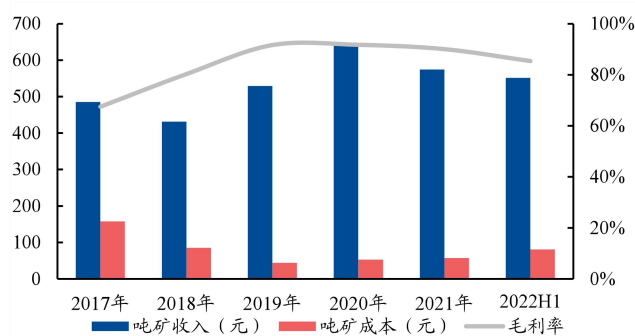
磁铁矿盈利能力较强。2017 年公司购入四联香港旗下南非 PC 公司后，PC 公司从事的铜、铁和蛭石等矿产资源开采业务成为公司营收和利润主要来源。2019 年，公司剥离盈利能力较弱的专用设备制造业务，聚焦矿产资源开发业务。矿产资源业务中，磁铁矿业务毛利率较高，近年来稳定在 90% 以上，贡献公司主要毛利。金属铜业务由于公司铜一期项目接近闭坑，产量下滑，影响下游金属铜产品生产及销售，毛利率处于历史低位。

图 6、公司磁铁矿业务毛利率较高



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2022H1 公司磁铁矿业务盈利能力小幅回落

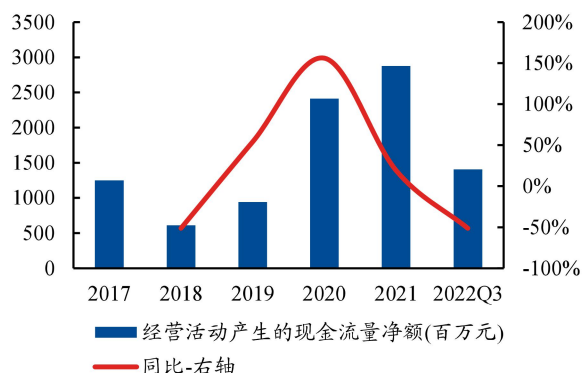


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

现金流状况总体改善，资产负债率降低。2020 年以来，伴随着铁矿石价格上涨，公司营收总体上保持持续增长态势，公司现金流状况不断改善。2022 年前三季度，受铁矿石下降影响，公司经营活动产生的现金流量净额为 14.07 亿元，同比下滑 51.12%。在现金流状况不断改善的情况下，公司资产负债率逐步下降，

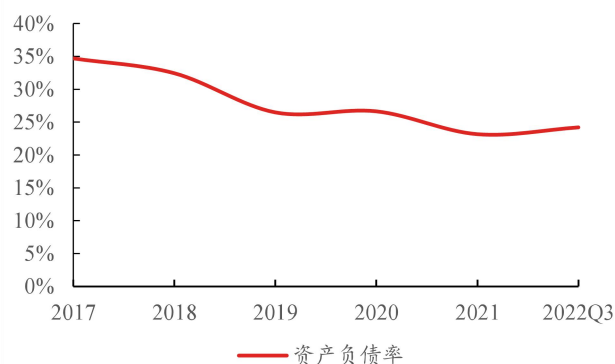
2022Q3 公司资产负债率为 24.19%，较 2017 年 34.72% 降低了 10.53pct。根据 2022 年三季报，公司目前拥有货币资金约 54.19 亿元（对应目前市值约 87.4 亿元），充足的库存现金为公司对外并购和应对行业景气度波动提供了坚实的资金支持。

图 8、2022Q3 公司经营现金流同比下滑 51.12%



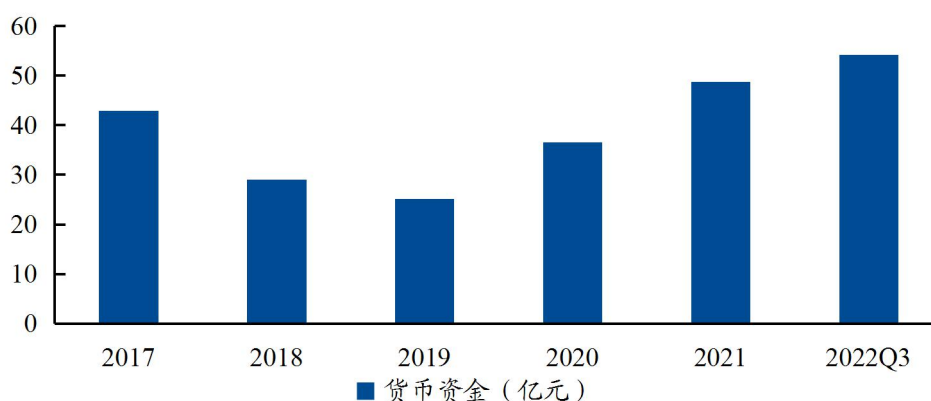
资料来源：iFind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（注：2022Q3 数据为前三季度累计数据）

图 9、公司资产负债率逐步降低



资料来源：iFind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（注：2022Q3 数据为前三季度累计数据）

图 10、2022Q3 公司账面货币资金达 54.19 亿元



资料来源：iFind，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理（注：2022Q3 数据为前三季度累计数据）

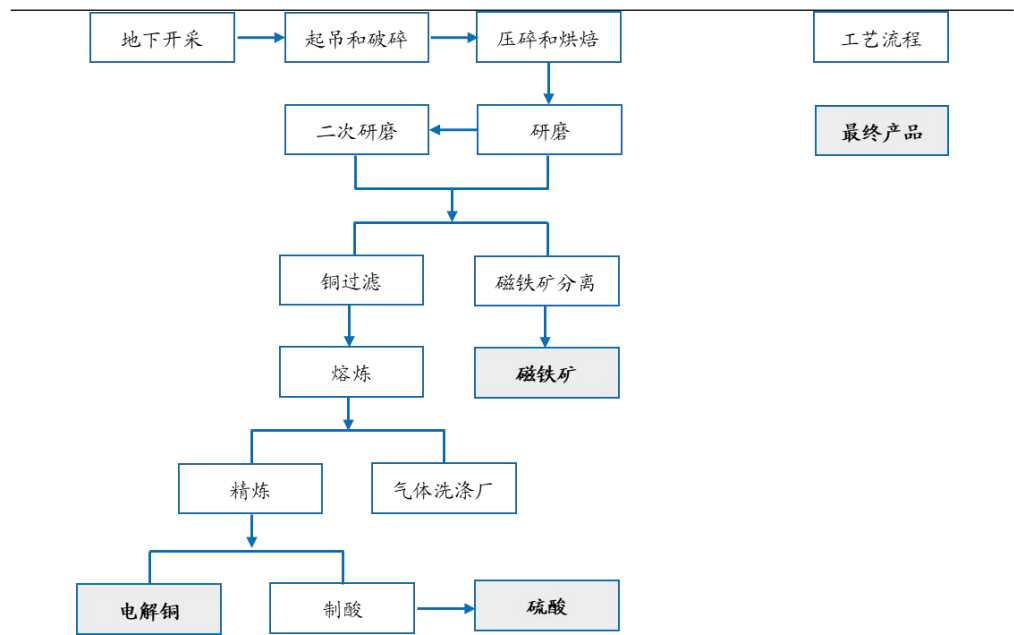
小结：公司 2017 年收购四联香港旗下 PC 公司后，磁铁矿业务持续稳定为公司贡献利润，公司资产负债率和现金流等财务指标不断优化。由于铜矿业务和磁铁矿业务对公司未来营收及利润具有显著影响，因此以下我们将分别深入分析公司磁铁矿和铜矿业务的盈利模式，判断公司未来盈利走势。

2、铁矿业务：高品质伴生矿，开采成本低

磁铁矿为重要的钢铁冶炼原料。磁铁矿是一种具有亚铁磁性的矿物，富含四氧化

三铁，通常加工成铁矿球团用作钢铁冶炼的原料。磁铁矿沉淀较低，以其为原料冶炼出的钢铁具有杂质少、品质高等特点，全球约 50% 的钢铁生产都使用磁铁矿。子公司 PC 拥有的 Palabora 铜矿为铜铁伴生矿，铜矿开采提炼过程中会分离出磁铁矿。PC 公司于 1956 年成立，1965 年开始在 Palabora 铜矿进行露天采矿，初期主要利用铜矿资源，铜矿筛选过程中被分离出的磁铁矿未得到充分利用，公司现有的磁铁矿堆存约 1.5 亿吨，平均品位达到了 58%。

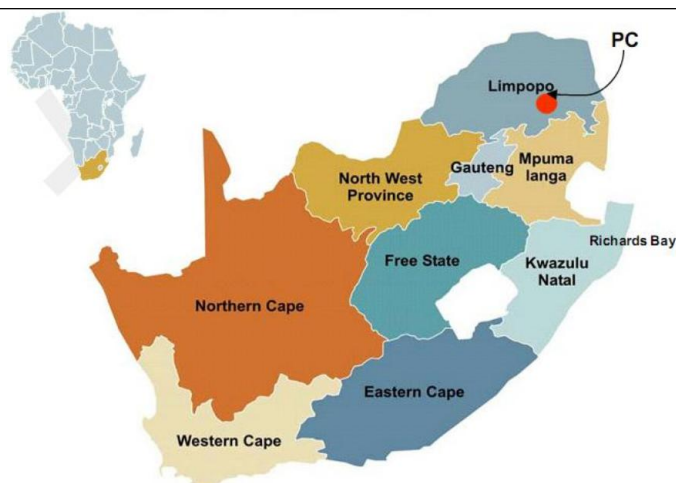
图 11、铜矿筛选过程中分离出磁铁矿



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

矿区邻近港口，矿石外运便利。帕拉博拉铜矿位于南非 Limpopo 省南部的 Ba-Phalaborwa 市，矿区紧邻 R40 国家公路，距离南非理查德湾港和莫桑比克马普托港距离较近且有铁路连接，目前，PC 公司生产的磁铁矿均通过铁路和公路等方式运往港口，并通过海运运输回国。

图 12、公司矿区距离港口较近

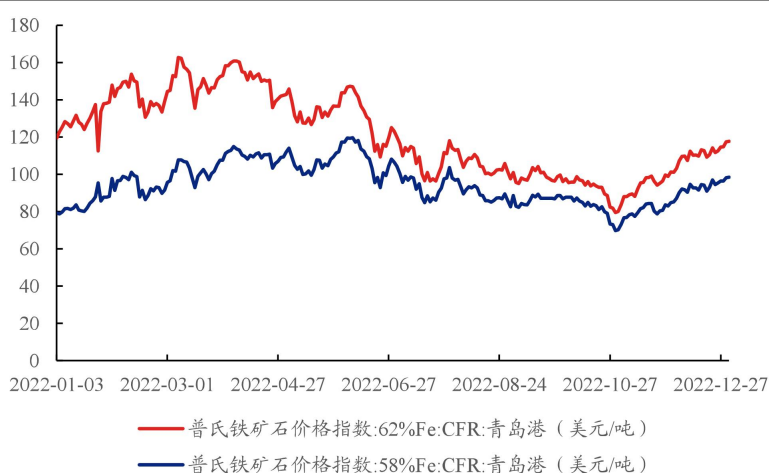


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、定价参考普氏指数，运力水平决定出货量高低

公司**磁铁矿销售定价参照对应品位普氏指数**。公司销售的磁铁矿产品分为两类：低品平均品位约 58%，销售定价参照 58%品位普氏指数；高品品位约 62.5%-64.5%，销售定价参照 62%普氏指数。公司现有堆存磁铁矿平均品位约 58%，经过简单的磁选和筛分等流程后即可提升品位至 62%以上。公司根据高低品价差调整高品与低品销售比例，目前公司磁铁矿销售以高品为主，高品产能约 700 万吨/年。

图 13、62%和 58%是铁矿石高低品重要参考指标（美元/吨）

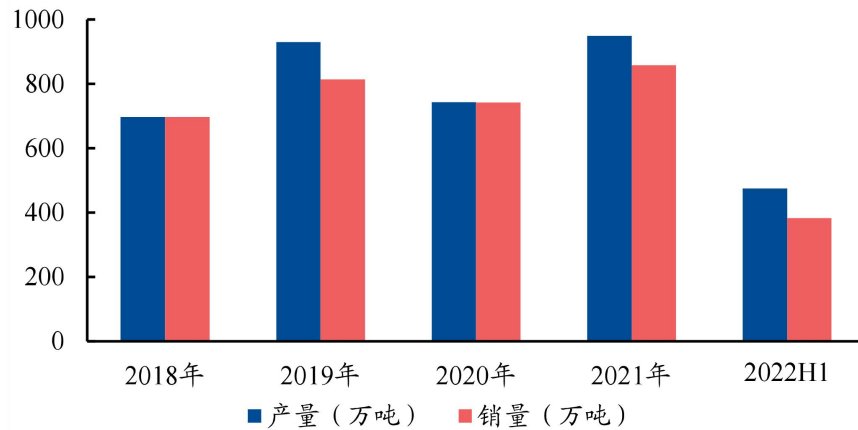


资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

磁铁矿出货量瓶颈为铁路运力。公司现有磁铁矿堆存约 1.5 亿吨，另外铜二期项目投产后，每年会新增磁铁矿产出。公司历史堆存的磁铁矿开发条件便利，其中 58%品位的磁铁矿可以直接从堆存中装车发运，62%的磁铁矿经过简单磁选，筛分等流程即可产出。公司前端开采并不存在产能瓶颈，限制公司磁铁矿出货量的

关键在于当地的铁路公路运力不足：目前公司通过延长厂区磁铁矿装载铁路沿线，增加火车车皮等方式提高公司火车运力；公路运输成本较高，公司往往会在铁矿石价格较高，铁路运力不足时，选择部分公路运输作为补充。预计 2023 年，公司磁铁矿出货量有望达到 1000 万吨，中期维度有望达到 1500 万吨级别。

图 14、公司磁铁矿出货量逐步攀升

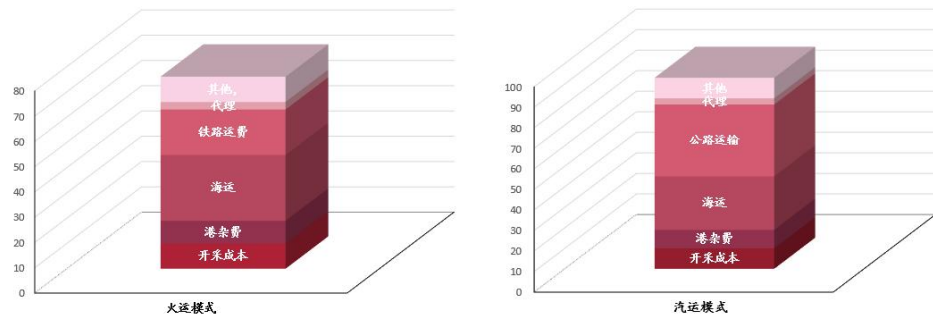


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、重要看点：海运费回落推动铁矿到港成本下行

海运费为公司磁铁矿主要成本。公司磁铁矿开发条件便利，到港成本处于行业较低水平。公司铁矿石到岸成本主要由五部分构成：开采成本、陆运费（铁路运输或公路运输）、海运费、港杂费和代理及其他费用。其中开采成本、港杂费和代理及其他费用相对固定且占比较小，对整体成本波动影响较小；海运费和陆运费波动对公司磁铁矿到岸成本有显著影响。公司磁铁矿主要通过铁路或公路运送至南非理查兹贝港或莫桑比克马普托港，然后通过海运运往国内港口。陆地运输费用中，铁路运输和公路运输费用相对固定（铁路运输成本低于公路运输），陆地运输费用的波动主要取决于公路运输和铁路运输的比例。海运费在公司磁铁矿成本结构中占比较高，海运费波动对公司磁铁矿整体成本变动具有明显影响。

图 15、海运费为磁铁矿到岸成本主要部分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年公司铁矿到港成本有望大幅下行。公司海运费变动与波罗的海干散货指数变动趋势基本一致。2021 年之前公司到岸成本总体维持在 50 多美元/吨左右，但 2021 年海运费价格大幅飙涨和汽运比例提高之后，公司铁矿石成本显著提高，当年到岸成本突破 80 美金。2022 年下半年以来，波罗的海干散货指数呈现震荡走低趋势，公司磁铁矿吨成本预计回落到 75-80 美元/吨水平。预计 2023 年全球海运费价格有望逐步回落至 2019 年前后水平，但考虑到近两年由于铁路运力不足，公司采用了部分成本较高的公路运输，因此公司磁铁矿到岸成本难以回到 2019 年前后 50 多美元/吨水平。海运费是公司磁铁矿的主要构成部分，海运费的大幅下降仍然对公司磁铁矿到岸成本下降具有显著影响，因此我们谨慎假设 2023 年公司磁铁矿到岸成本为 70 美元/吨。

图 16、海运费逐步回落至 2019 年前后水平



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、盈利测算：利润弹性大，2023年或达10亿级别

基于上述介绍的公司产销量和成本情况，我们预计2023年公司磁铁矿业务盈利有望实现大幅增长，主要受益于：（1）海运费价格下降带动公司磁铁矿到岸成本逐步回落至正常水平；（2）疫情影响消退，磁铁矿出货量有望达到1000万吨。我们预计2022年公司磁铁矿全年销售均价约为97美元/吨，假设公司磁铁矿销售均价在90-150美元/吨，下面我们测算了当磁铁矿销售均价为90、100、110、130和150美元/吨时，对应公司磁铁矿业务归母净利润分别为5.49、8.23、10.97、16.46和21.95亿元。取价格中值110美元/吨计算，预计2023年磁铁矿业务有望为公司贡献归母净利润10.97亿元。

表2、公司磁铁矿业务盈利有望大幅增长

2023年磁铁矿业务归母净利润测算（亿元）					
销售均价预计 （美元/吨）	90	100	110	130	150
对应62%普指 （美元/吨）	98	109	120	141	163
美元兑人民币	6.78	6.78	6.78	6.78	6.78
到岸成本 （美元/吨）	70	70	70	70	70
出货量（万吨）	1000	1000	1000	1000	1000
利润总额 （亿元）	13.55	20.33	27.10	40.65	54.20
净利润（亿元）	9.76	14.64	19.51	29.27	39.03
归母净利润 （亿元）	5.49	8.23	10.97	16.46	21.95

资料来源：公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

3、铜矿业务：产能交接时刻，二期项目投产在即

3.1、南非大型铜矿生产商，实现从精矿到制品的升级

公司铜制品业务所需铜矿资源全部来源于帕拉博拉铜矿。目前，PC公司拥有从铜矿资源开采、冶炼和铜制品加工的完整产业链。公司金属铜制品主要包括铜丝、铜棒、阴极铜和铜精矿等。产品主要在南非当地销售，占据当地市场份额的50%左右。未来随着铜二期产能放量和冶炼加工设施改造升级，公司铜产品结构将以铜丝、铜棒等高附加值铜制品为主，铜精矿等附加值较低产品销售占比将显著下降。

3.2、重要看点：二期项目即将投产，铜矿业务迎来逆转

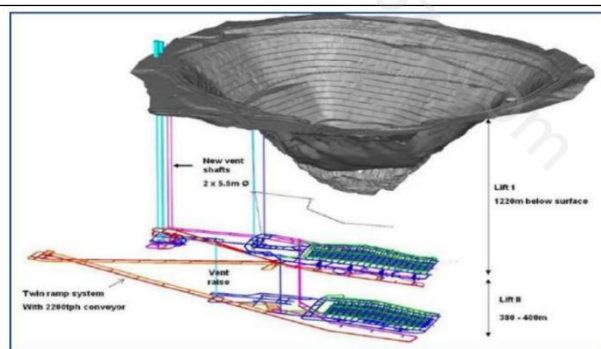
公司铜矿开采项目主要包括铜矿一期项目和铜矿二期项目。两个项目位于同一区域（采矿权证号为 LP116 MRC、LP118 MRC、LP121 MRC），铜一期项目开采标深为地下 420m 到地下 820m，铜二期开采标深为地下 820m 到地下 1300m。

图 17、子公司为南非最大的铜制品生产商



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、公司二期项目位于一期项目下方



注：图中 Lift I 即铜矿一期项目，Lift II 即铜矿二期项目。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

铜一期项目临近闭坑。公司铜矿一期项目原计划于 2017 年闭坑，后因矿石品位高于边界品位、铜矿价格处于高位以及铜二期项目多次延期投产等因素影响，铜矿一期项目持续生产至今，目前开采主要为铜矿一期项目边角及支撑架等部分，铜矿一期项目预计 2023 年闭坑。因为矿石品位下降、不能连续作业及产能不饱和等因素影响，公司铜板块业务近年来处于小幅亏损状态。

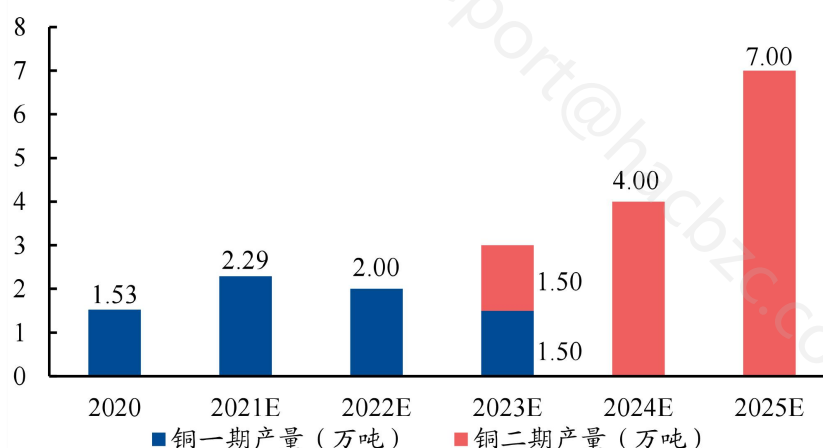
表 3、公司铜矿二期项目铜矿品位更高

项目	保有资源储量	Cu 品位	Tfe 品位
铜矿一期	1135.28 万吨	0.68%	19.67%
铜矿二期	12058.79 万吨	0.80%	13.55%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

铜二期项目即将投产。公司铜矿二期项目原计划于 2017 年底建成，2021 年实现满产，后受到疫情管控及施工方破产等因素影响，铜矿二期项目投产时间推迟。预计 2023 年三季度，公司铜矿二期项目有望进入边生产边施工状态，开始贡献铜矿石产出；2024 年铜矿二期项目爬产；若进展顺利，公司铜矿二期项目有望在 2025 年实现满产，即实现 7 万吨/年铜金属量产出。铜矿二期项目建设同时，公司对原有的铜矿冶炼设施进行维修改造，现已基本完成。冶炼设施产能与铜矿二期产能匹配：即铜矿满产产能约为 1100 万吨/年，矿石铜含量约为 0.6%-0.8%，冶炼设施满产产能约为 7 万吨/年。目前公司铜板块产品以铜精矿为主，预计铜二期项目达产后，公司冶炼产能将逐步释放，公司铜板块产品为铜杆线等制成品。

图 19、2023 年铜二期投产后公司铜产量有望实现高速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

如何看待铜二期项目成本？ 由于公司铜矿二期尚未投产，真实成本较难判断。我们以铜矿一期成本为参考，2014-2016 年在一期项目进入尾声之前整体成本维持在 2.3-2.6 万元/吨，但由于彼时铜矿一期承担的折旧摊销较少，因此成本偏低。铜矿二期品位要高于一期，但作业深度更大，考虑到折旧摊销等因素，预计铜矿二期吨成本在 3-3.5 万，中值预计 3.2 万元（全成本口径）。

表 4、2014-2016 年铜一期生产成本约 2.3-2.6 万元/吨

时间/年	2014	2015	2016 年	2017	2018	2019	2020
销量 (万吨)	4.30	3.93	3.12	4.40	2.20	1.30	1.77
营收 (亿元)	18.56	13.69	10.69	17.85	12.06	8.73	6.61
成本 (亿元)	11.20	9.37	7.67	7.99	9.68	12.43	11.08
毛利 (亿元)	7.36	4.32	3.01	9.86	2.38	-3.69	-4.47
毛利率	40%	32%	28%	55%	20%	-42%	-68%
吨价 (万元)	4.32	3.49	3.42	4.06	5.48	6.72	3.74
吨成本 (万元)	2.61	2.39	2.46	1.82	4.40	9.56	6.26
吨毛利 (万元)	1.71	1.10	0.96	2.24	1.08	-2.84	-2.52

资料来源：公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、盈利测算：铜二期项目开辟盈利第二曲线。

基于上述对公司铜二期项目的出货量和吨成本的分析，我们假设铜二期产品售价参考电解铜价格 6.5 万元/吨（扣税后约 5.75 万元/吨），全口径成本计 3.2 万元/吨。考虑到南非地区 28% 的资源所得税和 PC 公司净利润转化为公司归母净利润比例为 59.2%，预计满产后铜矿业务有望每年为公司贡献 7.61 亿元归母净利润。

表 5、公司铜矿业务盈利有望大幅增长

铜二期满产后归母净利润测算（亿元）						
含税价 (万元/吨)	5.50	6.00	6.50	7.00	7.50	8.00
税后价 (万元/吨)	4.87	5.31	5.75	6.19	6.64	7.08
吨成本 (万元/吨)	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
销售数量 (万吨)	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
利润总额 (亿元)	11.67	14.77	17.87	20.96	24.06	27.16
净利润 (亿元)	8.40	10.63	12.86	15.09	17.32	19.55
归母净利润 (亿元)	4.97	6.29	7.61	8.94	10.26	11.58

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

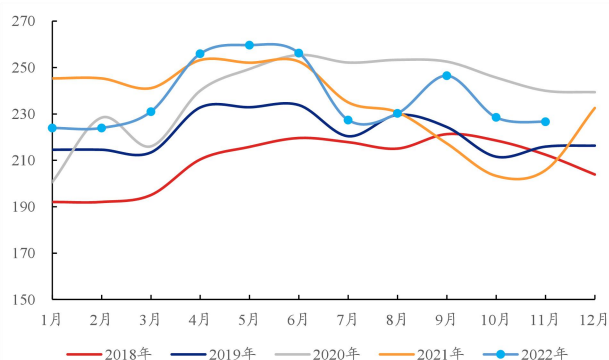
4、2023 年中国经济修复，工业品价格重回上行通道

4.1、铁矿石：铁矿石价格有望偏强运行

4.1.1、需求端：预计 2023 年铁矿石需求持续走强

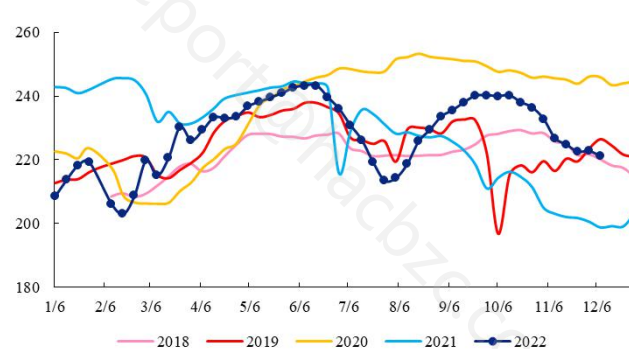
需求是影响矿价的关键因素：过去这几年铁矿石价格暴涨暴跌更多是由需求驱动，2020 年中国为了对冲疫情影响实施了积极的财政政策和稳健的货币政策，随后的地产投资持续拉动铁矿石需求大幅增长，矿价走牛。而 2021 年下半年以来，伴随着终端需求逐步降温，尤其是钢铁去产量政策的驱动下，铁矿需求一蹶不振，Mysteel 跟踪的周度铁水产量自 2021 年 6 月高点 240 万吨跌至 12 月的 200 万吨的历史低位水平，环比降幅逾 15%。而 2022 年铁矿需求一波三折，上半年在限产放松推动下铁水产量环比大幅上行，矿价在 4 月初见到全年高点 160 美金。但疫情冲击之下，钢企订单明显减少、产业链库存积压，6 月下旬钢厂开始被迫减产，矿价持续走低并最终跌破 90 美金大关。虽然 11 月下旬以来铁矿下游需求并未明显改善，但宏观预期逐步回暖推动矿价底部，铁矿价格重新站稳 110 美金水平。

图 20、2022 年下半年生铁显著下滑（万吨）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

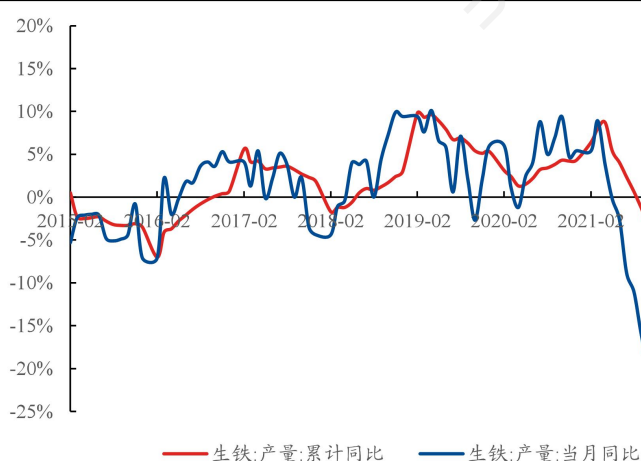
图 21、2022 年周度铁水产量在 6 月见顶（万吨）



资料来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年铁矿需求大概率走强：相较于 2022 年铁矿需求呈现出的波动下行之势，我们认为 2023 年铁矿需求将迎来逆转。一方面，疫情防控政策的不断优化将带来终端需求的回升，虽然这并不会一蹴而就，尤其是前期疫情高峰的冲击会导致暂时性的需求降温，但随着疫情逐步平复，稳增长形成的实物量需求将加速落地；另一方面，在政府“保交付”压力下，地产竣工有望逐步修复，带动钢企订单回升、铁矿需求走强。虽然地产后端复苏带来的钢企需求增量不如新开工和施工环节，但相较于 2022 年地产全产业链条的同时沉底，后端带来的需求边际增量仍不容忽视，当然具体弹性有待观察。2022 年 1-11 月全国生铁产量累计同比增速-0.4%，这意味着铁矿需求全年基本走平，当然同比增速快速修复更多是由于往年过低基数所致，而非 2022 年下半年真实需求强度的改善。若假设 2023 年上半年铁水产量回到 2022 年同期水平，而下半年韧性维持，中性预测下 2023 年生铁产量同比增速将达到 2-3%。

图 22、2022 年 1-11 月全国生铁产量累计同比增长-0.4%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

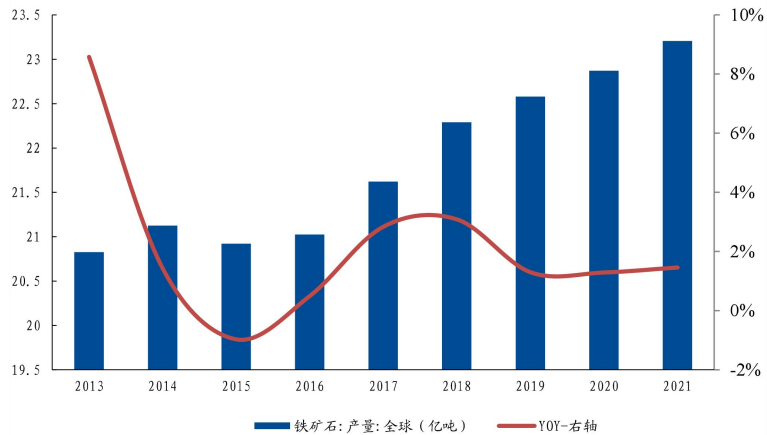
我们在上文重点阐述了铁矿需求将得以回升，但矿价的判断需结合供给释放综合判断，接下来我们对未来铁矿供应情况作详细梳理。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4.1.2、供给端：预计 2023 年全球铁矿石供应小幅增加

2022 年铁矿石供应增量预计维持低位。2015 年以来，全球铁矿石供给增速总体处于较低水平，2017 年和 2018 年铁矿石供给分别同比小幅增长 2.84%和 3.09%。2019 年以来，在铁矿石价格逐步企稳回升的情况下，全球铁矿石供给增速均保持在 2%以下低位。预计 2022 年内全球铁矿石供给增量处于偏低水平。

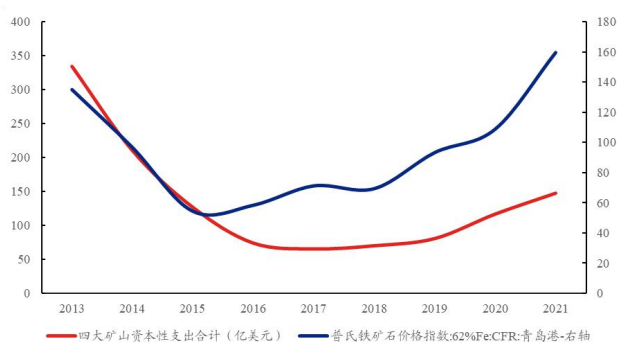
图 23、2016 年后全球铁矿石产量增速延续低位



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

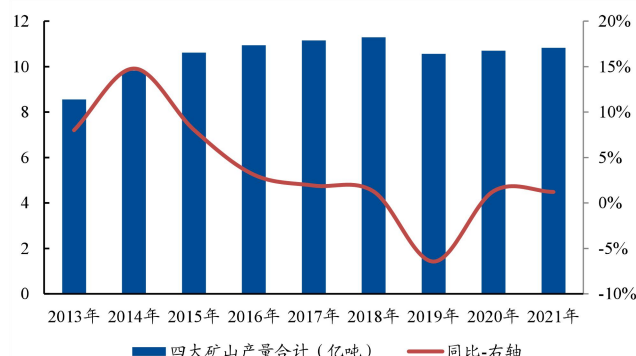
预计 2023 年全球铁矿石供应增量延续低位。2013-2015 年全球铁矿石价格持续下降，以四大矿山为代表的铁矿石生产企业的资本开支力度也随之减弱。根据铁矿石投资开发周期 3-5 年计算，2013 年铁矿石行业投资高峰对应 2017-2018 年全球铁矿石产量增速达到近年来顶点。2016 年后，铁矿石价格反弹上扬，矿企的资本开支意愿也随之增强，2017 年以来四大矿山资本支出增速不断提高，但对应四大矿山铁矿石产量增速仍处于 1%-2% 的较低位置，预计 2022-2023 年，四大矿山铁矿石产量增速仍处于较低水平。考虑到四大矿山在资金规模、开采技术及开采成本等领域的优势地位，在铁矿石价格回落（相较于 2021 年高点）和四大矿山产量增速维持低位的情况下，2023 年全球其他非主流矿山铁矿石产量增速预期也处于相对较低位置，因此，2023 年全球铁矿石供给增量有限。

图 24、2017 年后四大矿山资本开支逐步回升



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2017 年后四大矿山铁矿产量增速延续低位



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年铁矿石产量或小幅增加，澳巴主流矿贡献主要增量

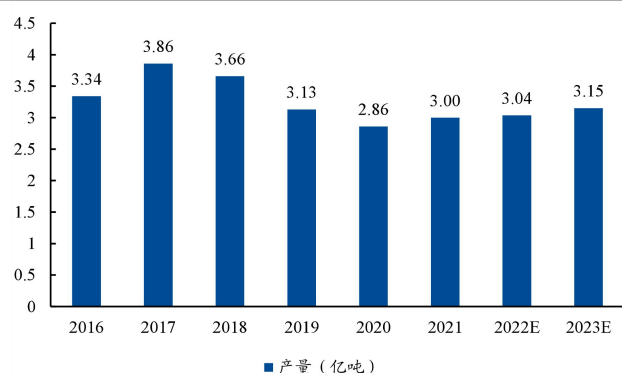
以四大矿山为代表的铁矿石厂商资本开支不断增加，预计 2023 年全球铁矿石供应小幅增加约 2300 万吨。其中，供应主要增量来自于澳巴主流矿山，海外非主流矿和国产矿增量份额相对较小。

澳洲巴西主流矿山 2023 年预计小幅增产 1300 万吨。其中，Vale 预计增产 500 万吨，BHP 预计增产 200 万吨，Rio 预计增产 500 万吨，FMG 产量预计增产 100 万吨。巴西其他矿山预计增产约 200 万吨。

Vale: 在 2022 年 4 月份出售掉中西部系统之后，Vale 下调了公司 2022 年的全年生产目标，从之前的 3.20-3.35 亿吨调低至 3.10-3.20 亿吨。2022 年一季度 Vale 北部系统又受到强降雨的影响，对集团的整体生产形成较大的拖累，2022 年前三季度，Vale 铁矿石产量总和仅为 2.28 亿吨，实现全年产量目标难度较大。因此我们谨慎预计 2022 年 Vale 产量为其预测区间下沿 3.1 亿吨。2023 年随着 Serra Norte 矿区和 S11D 矿区的逐步放量，Vale 产量有望小幅爬升，但考虑到暴雨等极端气候影响，同时结合公司披露的产量预测，我们预计 2023 年 Vale 铁矿石产量小幅增加 500 万吨至 3.15 亿吨。

BHP: 2022 年 Newman、Yandi 和 Jimblebar 等三大矿区产量预计出现下降，但受益于 Area C 的 South Flank 项目在 2022 年持续放量，BHP2022 年产量仍有望维持在较高位置。2022 年前三季度，公司铁矿石产量为 1.89 亿吨，预计 2022 年全年公司铁矿石产量有望达到 2.53 亿吨。2023 年，随着 South Flank 项目产量的进一步爬升，公司铁矿石产量有望达到 2.55 亿吨。

图 26、2023 年 Vale 铁矿产量有望达到 3.15 亿吨



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图 27、2023 年 BHP 铁矿产量预计为 2.55 亿吨

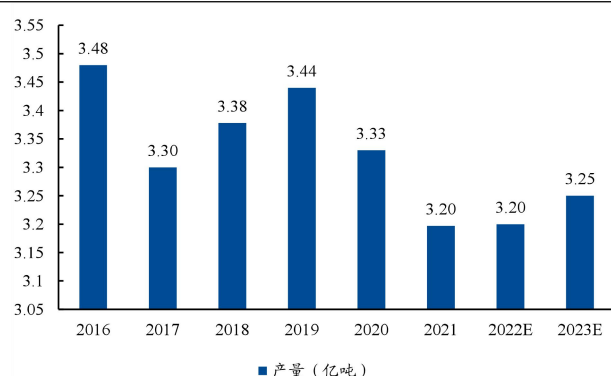


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

Rio: 由于上半年西澳地区疫情蔓延影响，皮尔巴拉矿区劳动力短缺，对铁矿石生产造成不利影响。公司 2022 年三季度报披露：预计 2022 年全年产量目标预计在预测区间（3.20-3.25 亿吨）下沿，因此我们预计力拓 2022 年铁矿石产量为 3.2 亿吨。2023 年随着 Gudai-Darri 项目的爬产，力拓铁矿石产量有望增加至 3.25 亿吨。

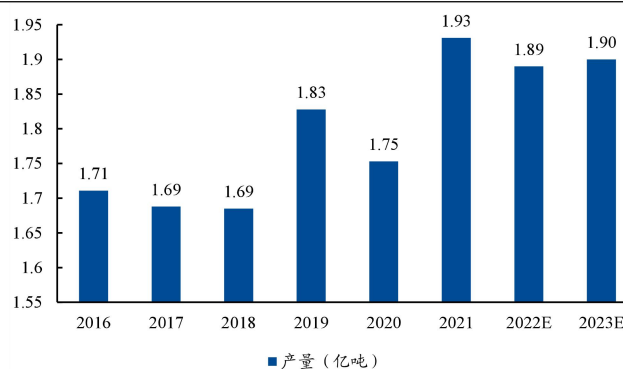
FMG: 受到劳动力短缺影响，Iron Bridge 项目投产时间推迟至 2023Q1。因此，结合公司销量预测目标，我们预计公司 2022 年产量低于 2021 年。2022 年前三季度，公司铁矿石产量（FMG 产量采用矿石处理量数据）总计为 1.39 亿吨，预计全年铁矿石产量约为 1.89 亿吨。2023 年随着 Iron Bridge 项目的投产，公司铁矿石产量有望增加至 1.90 亿吨。

图 28、2023 年 Rio 铁矿产量有望达到 3.25 亿吨



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图 29、2023 年 FMG 铁矿产量预计为 1.90 亿吨



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

除澳大利亚和巴西外，乌克兰、印度、俄罗斯和加拿大也是世界上重要的铁矿石生产国。

印度: 2022 年 5 月份，印度财政部为了应对国内高通胀，调整钢材价格，全面

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上调铁矿石出口关税，印度铁矿石出口量急剧收缩。2022年11月份，为解决国内供给过剩问题，印度再次宣布调低相关关税，自印度时间11月19日生效。至此，印度铁矿石关税基本回到调整前水平。受关税调整影响，预计印度2022年铁矿石出口量将下滑至0.17亿吨，2023年或有望恢复至0.24亿吨。

乌克兰：乌克兰在非主流供应体系中占比相对较大。但2022年初俄乌冲突爆发以来，乌克兰铁矿石出口量大幅下滑，预计2022年乌克兰出口量0.26亿吨，显著低于2021年的0.44亿吨。2023年乌克兰铁矿石出口主要受制于俄乌冲突进展，若2023年俄乌冲突缓和，乌克兰铁矿石产量和出口量有望小幅恢复；反之，乌克兰铁矿石出口量进一步下滑，保守预测2023年乌克兰铁矿石出口量为0.18亿吨。

国产矿：与澳巴主流矿相比，国产矿品位相对较低，生产成本较高，对价格调整反应较大。2022年1月，中国钢铁工业协会提出“基石计划”，受相关政策支持和鼓励，国产矿产量有回升趋势，但2022年内因矿山事故导致安检力度加强，综合考虑上述因素影响，预计2022年国产矿产量将下滑至3.32亿吨。2023年随着疫情管控的逐步放开和基石计划的持续推进，国产矿产量有望高速增长，但考虑到安监核查等因素影响，预计2023年国产矿产量为3.41亿吨，环比增加900万吨。

表 6、2023 年全球铁矿石供给小幅增加（亿吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
四大矿山增量	-0.11	0.32	-0.01	-0.43	-0.27	0.34	0.05	0.13
Vale	3.34	3.86	3.66	3.13	2.86	3.00	3.10	3.15
BHP	2.26	2.26	2.41	2.40	2.40	2.55	2.53	2.55
Samarco	—	—	—	—	—	0.07	0.08	0.08
Rio	3.48	3.30	3.38	3.44	3.33	3.20	3.20	3.25
FMG	1.71	1.69	1.69	1.83	1.75	1.93	1.89	1.90
巴西—其他增量	0.27	0.14	0.37	-0.77	-0.06	0.17	-0.15	0.02
CSN	0.32	0.26	0.29	0.30	0.25	0.30	0.32	0.34
Guaiba Island Terminal	0.48	0.45	0.40	0.20	0.23	0.25	0.29	0.29
Ponta da Madeira	1.33	1.59	1.89	1.74	1.82	1.79	1.61	1.61
CPBS	0.23	0.19	0.20	0.08	0.15	0.17	0.16	0.16
Porto Sudeste	0.06	0.09	0.10	0.16	0.18	0.18	0.16	0.16
TUBARAO	0.99	0.97	1.04	0.67	0.46	0.57	0.57	0.57
非主流发货增量	0.13	0.51	0.01	0.17	0.50	-0.16	-0.37	-0.01
乌克兰	0.39	0.37	0.37	0.40	0.46	0.44	0.26	0.18
印度	0.22	0.28	0.18	0.31	0.52	0.36	0.17	0.24
俄罗斯	0.19	0.21	0.19	0.22	0.26	0.25	0.25	0.25
加拿大	0.41	0.41	0.48	0.52	0.55	0.53	0.53	0.53
国内矿产量	3.32	3.43	3.29	3.47	3.61	3.51	3.32	3.41

内矿增量	0.17	0.14	-0.10	-0.19	0.09
海漂+国内供应增量	-0.56	0.43	0.36	-0.66	0.23

资料来源：上海钢联，iFind，FMG 公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

小结：2023 年铁矿石供给增量主要来源于新增项目投产，考虑到项目投产过程中的各种不确定性因素影响，新增产能释放进度存疑。同时现有铁矿石产能释放也会受到新冠疫情蔓延和俄乌冲突等因素影响。若上述影响因素发酵，则 2023 年全球铁矿石供应或不及预期，供给过剩状况有望得到进一步缓解。

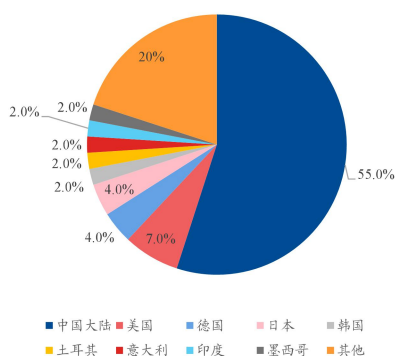
供需对接：2023 年需求复苏，铁矿石价格中枢有望上移。需求端：疫情防控优化，稳增长形成的实物量需求将加速落地，同时地产竣工端复苏带来钢铁需求边际增量。供给端：根据我们的供给梳理，预计 2023 年全球铁矿石新增供给约 2300 万吨，但考虑到后续疫情反复及俄乌冲突加剧等因素影响，全球铁矿石新增供给或不及预期。铁矿石过剩局面或有边际改善，对应 2023 年全年矿价中枢上移。

4.2、铜：地产竣工受益品种，价格有望震荡走强

4.2.1、需求端：预计 2023 年铜需求持续走强

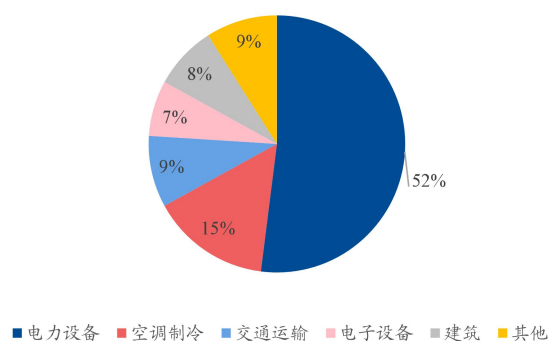
中国是全球最大的铜消费国，电力领域是主要需求领域。根据 ICSG 统计，2021 年全球精炼铜消费量为 2526 万吨，同比增长 1.1%，中国大陆消费量为 1389 万吨，占全球消费总量的 55%，是全球最大的铜消费市场。国内铜消费终端结构看，电力领域需求占比最大（52%），其次是空调制冷（15%）、交通运输（9%）、建筑（8%）等。

图 30、全球铜消费消费结构（分地区，2021 年）



资料来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理

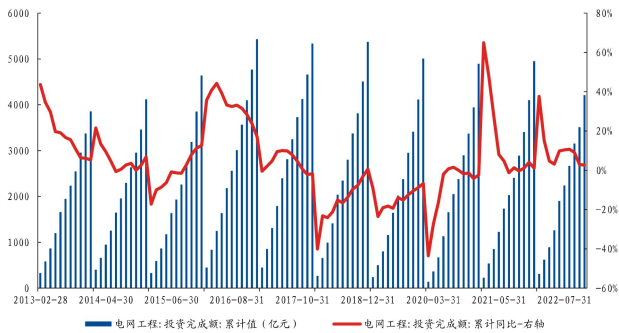
图 31、国内下铜游需求结构情况



资料来源：腾远钴业招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

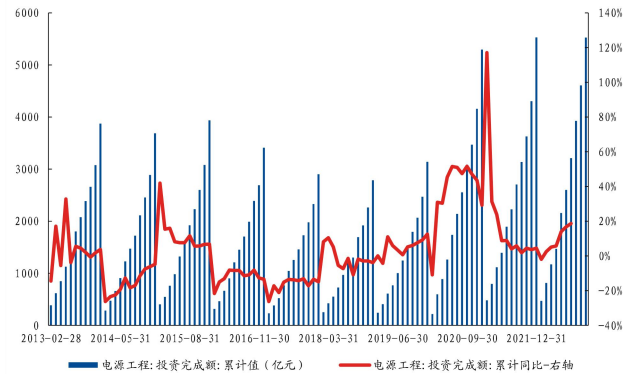
电网、电源工程投资加快，有望为长期铜需求带来较好支撑。根据 iFinD 数据，2022 年 1-11 月我国电力、电源工程投资额累计达 4209 和 5525 亿元，同比分别增长 2.6%和 28.3%，投资需求保持较强增长，投资节奏开始逐渐加快。今年四季度受季节性需求影响，电网、电源工程投资有望继续保持强势增长。此外，国家电网此前表示 2022 年全年计划投资 5012 亿元，同比增长 6%。展望未来，“十四五”规划中电网投资额超 2.9 万亿元，较“十三五”规划增长 13%，有望对铜消费量的拉动起重要作用。

图 32、电网投资完成额逐步提速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、电源工程投资额逐步提速



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

“保交付”对建筑用铜需求构成支撑。房地产链条的传导路径依次为“新开工-销售-施工-竣工”，过去这几年房企为了加快周转、快速回笼资金，将竣工端资金挪到开工端，进而导致两者增速长期背离。2021年竣工链条开始明显修复，但由于前端下行速度过快，加之房企资金被强监管，竣工数据开始呈现持续走弱。而2022年下半年在各地政府“保交楼”政策的调控下，竣工数据总体已出现改善，但与上半年相比仍处于较低水平。2023年随着地产竣工端的持续恢复，建筑用铜的需求有望迎来边际改善。

图 34、2022 年下半年房屋竣工处于寻底阶段



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

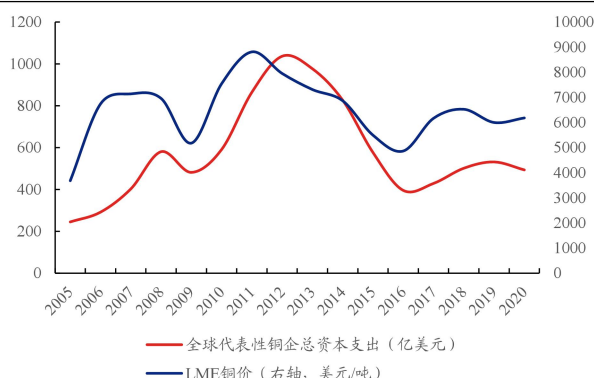
我们上文重点阐述在电网和地产竣工端的驱动下，未来全球铜需求有望增加，但铜价的判断需结合实际供给情况，接下来我们对全球铜供应进行分析。

4.2.2、供给端：预计 2023 年铜实际供给增量有限

当前正处于新一轮供给扩张周期。从资本开支维度看，自 2012 年铜价开启了长达 4 年的单边下行趋势，铜矿行业资本开支随之持续走弱。由于资本开支高峰到最终矿山投产一般需要 2-4 年，2017 至 2019 年全球铜矿新增产能锐减。随着 2017 年铜价逐渐企稳反弹，矿企资本开支意愿逐渐加强，2019 年达到阶段高点，对应产能集中释放在 2022-2023 年，因此目前正处于铜矿供给增产周期阶段。但此轮资本开支力度相对以往缩减明显，铜矿增产幅度不及以往，供给增速有望在

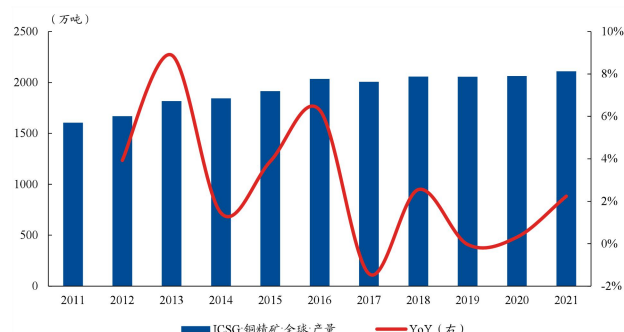
2023 年看到拐点。

图 35、铜价与行业资本开支变化相关性较强，铜价一般领先于资本开支



资料来源：Bloomberg, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

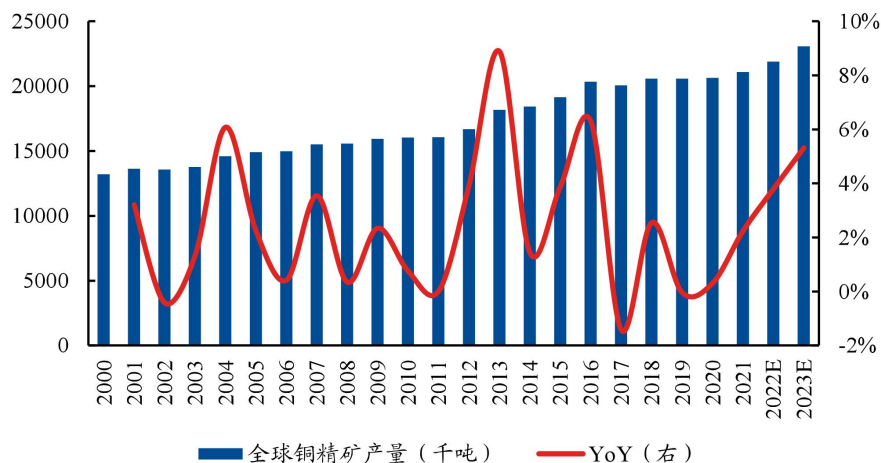
图 36、2016 年后全球铜矿产量增速明显下降，保持平稳增长



资料来源：ICSG, 兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年全球铜矿供给增速或迎来高峰。 2023 年供给增量将继续保持大规模增长，供给增速或迎拐点。根据 ICSG 最新预测（2022 年 10 月），2022-2023 年全球铜矿供给增速分别约为 3.9%（82.8 万吨）和 5.3%（116.5 万吨）。从分矿山项目看，根据 ICSG 统计，2021-2023 年，刚果（金）的卡莫阿-卡库拉铜矿、秘鲁的 Quellaveco 铜矿以及智利的 Spence-SGO 和 QB2 铜矿将成为近两年增产的主力矿山。

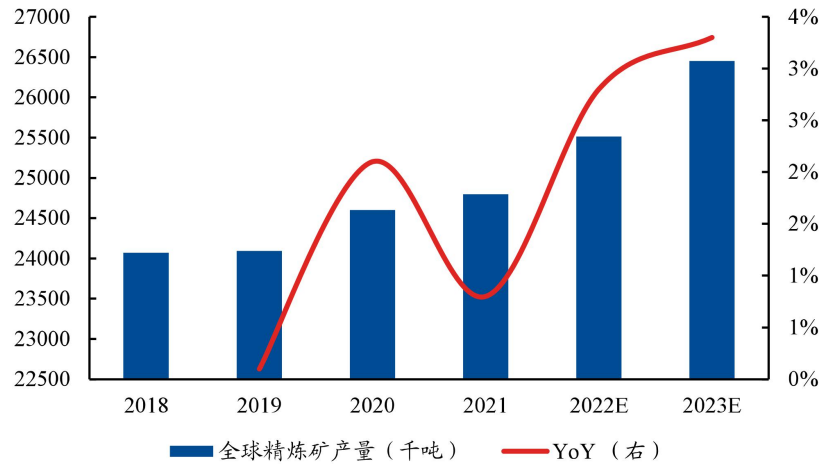
图 37、ICSG 预计 2023 年全球铜精矿产量同比增速+5.3%



资料来源：ICSG, 兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年全球精炼铜产量增速低于铜矿供给增速。 根据 ICSG 最新预测（2022 年 10 月），由于智利、巴西、墨西哥和美国等地冶炼厂产能扩建时间推迟以及停工检修时间超出预期等因素影响，2022 年和 2023 年全球精炼铜产量增速分别为 2.8%和 3.3%，低于同期全球铜矿供给增速，全球铜实际供给增量有限。

图 38、ICSG 预计 2023 年全球精炼铜产量同比增速+3.3%



资料来源：ICSG，兴业证券经济与金融研究院整理

供需对接：中国需求复苏推动铜价逐步走强。供给端：根据上述我们对供给新增产能的梳理，2023 年铜矿新增产量有望延续高增速，（预计 2022-2023 年全球铜矿产量增速预计达 3.9%和 5.3%）；但由于未来全球铜冶炼厂新增产能逐步缓，精炼铜供给增速低于铜矿供给增速，全球铜实际供给增量有限；需求端：随着防疫政策措施常态化，国内经济修复有望加速，特别在电网、新能源车等需求动能有望成为拉动铜需求的重要驱动力。我们预计 2022-2023 年全球精铜需求量增速预计达 1.0%和 2.7%。展望 2023 年全年，随着国内经济修复由弱转强，国内对铜的需求有望逐步走高，进而带动铜价中枢上移。

5、其他业务及盈利预测：

5.1、蛭石业务：高端市场占有率稳固，持续稳定贡献业绩

除铜矿与磁铁矿外，公司主要经营业务还包括蛭石矿的开发。蛭石是一种具有层状结构的含镁水铝硅酸盐，是黑云母等天然矿物风化蚀变后的产物，颜色呈现出金黄色或银白色。蛭石拥有两个特质：（1）较高的层电荷数，具有较高的阳离子交换容量和较强的阳离子交换吸附能力；（2）预热膨胀，蛭石层间水分子经高温灼烧后，体积增大 18-25 倍，因此蛭石常被用作建筑材料和绝缘防火材料等。

公司蛭石生产规模位居世界前列。世界蛭石矿主要分布在美国、巴西和南非等国，公告显示，2014 年公司为世界上蛭石生产规模最大，市场份额最高的企业，同时，根据公司公告，目前公司在全球高端蛭石市场占有率约为 30%。鉴于全球蛭石市场相对稳定，且公司产销量领先优势较为明显，2014 年市场份额数据现在仍然具有重要的参考价值，即公司仍为全球主要的蛭石生产商之一。

表 7、公司蛭石产量位居世界前列（引用 2014 年数据）

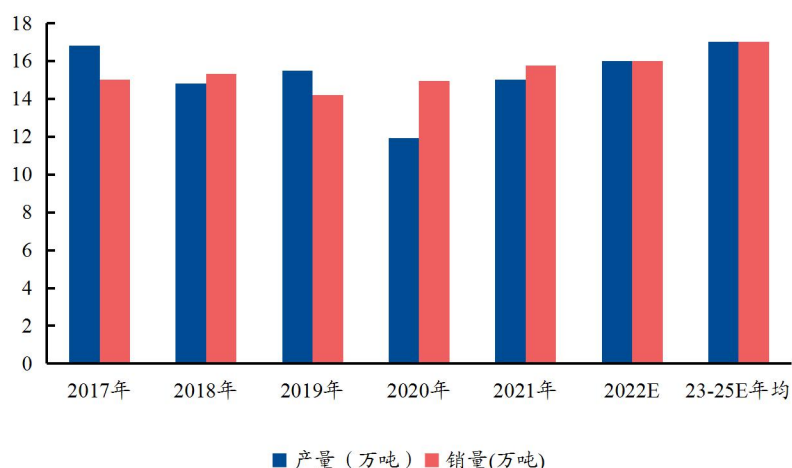
生产厂商	产量 (万吨)	市场份额	所在区域
PC	14	36.71%	南非

Brasil Mineiros	6	15.73%	巴西
Virginia Vemiculite	5.6	14.68%	美国
W.R.Grace	4.5	11.80%	美国
Shawa Mine	4	10.49%	津巴布韦
Namekara Mine	3	7.87%	乌干达
合计	37.1	97.27%	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

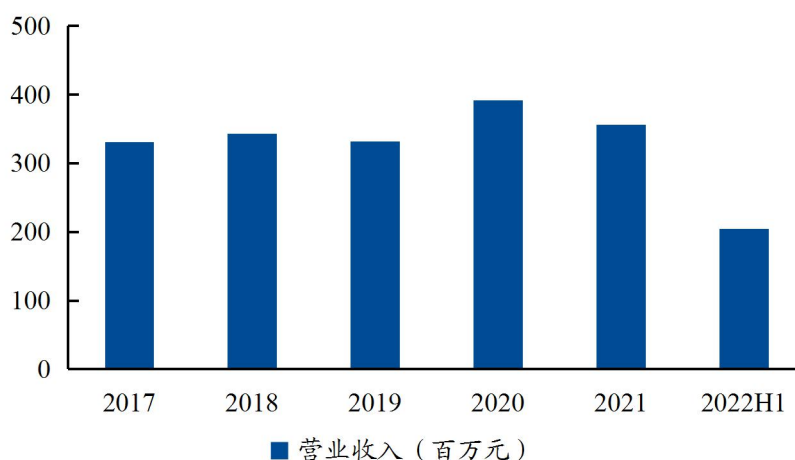
公司蛭石品质优良，远销欧美。公司生产的蛭石主要为金黄色和褐色蛭石，品质高端，主要销往欧美日航等发达国家和地区，依托优良的蛭石品质和多年来持续供货，公司与下游客户合作关系稳固。公司蛭石业务销量和收入总体保持平稳，未来随着公司进一步开拓南非本地市场，蛭石产销量有望进一步提升。

图 39、公司蛭石产销量总体稳定



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图 40、公司蛭石业务收入波动较小



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、盈利预测：

在前文分析公司铜矿、磁铁矿和蛭石业务的基础上，我们对公司盈利预测做出如下假设：

(1) 磁铁矿业务：我们假设 2022-2024 年公司磁铁矿业务出货量分别为 800、1000 和 1100 万吨，销售均价分别为 97、110 和 110 美元/吨，吨完全成本分别为 77、70 和 70 美元/吨。

(2) 铜金属业务：我们假设 2022-2024 年公司铜金属产销量分别为 2.0、3.0 和 4.0 万吨。

(3) 蛭石业务：我们假设 2022-2024 年公司蛭石产销量均为 17 万吨，蛭石业务出货量和利润贡献相对稳定。

我们选取了同样从事铜铁等矿产资源开发业务的大中矿业、海南矿业和江西铜业进行估值比较。预计公司 2022 年 PE 为 18.5 倍，略高于可比公司 2022 年均值 13.3 倍。随着海运费价格的下降和铁路运力的改善，公司磁铁矿业务盈利能力有望持续提升。铜二期项目投产后将为公司开辟盈利增长第二曲线，公司业绩弹性空间广阔。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.34、10.22 和 13.32 亿元，当前市值（2023 年 1 月 11 日收盘价）对应 2022-2024 年 PE 分别为 18.5、9.7 和 7.4 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

表 8、可比公司盈利预测与估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
001203.SZ	大中矿业	193.02	12.80	1.08	0.92	1.30	1.93	11.9	14.0	9.8	6.6
601969.SH	海南矿业	145.67	7.16	0.43	0.40	0.57	0.63	16.7	18.3	12.6	11.4
600362.SH	江西铜业	537.31	18.56	1.63	1.78	1.68	1.75	11.4	10.5	11.1	10.6
		平均						13.3	14.2	11.1	9.6
000923.SZ	河钢资源	87.40	13.39	1.99	0.82	1.57	2.04	7.6	18.5	9.7	7.4

资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理（大中矿业、海南矿业和江西铜业盈利预测数据取自 iFind 一致预期）

收盘价日期为 2023 年 1 月 11 日

6、风险提示：

铜二期项目推迟投产：目前铜一期项目临近闭坑，未来公司铜制品所需铜矿资源全部来自铜二期项目。若铜二期项目受南非当地疫情蔓延和项目团队施工进度滞后等因素影响推迟投产，则会对公司业绩增长产生不利影响。

铁矿石价格下降风险：目前公司盈利主要由磁铁矿业务贡献，若未来铁矿石价格

大幅下降，则公司盈利可能出现明显回落。

海运费大幅上涨：海运费是公司磁铁矿到岸成本的主要部分，若之后海运费价格大幅上涨，则公司磁铁矿业务成本大幅抬升，压缩利润空间。

附表

会计年度	单位: 百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6193	7404	9579	12277
货币资金	4873	5919	7590	9931
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	786	906	1216	1483
预付款项	28	37	50	58
存货	459	480	651	722
其他	47	62	72	82
非流动资产	7788	7396	6744	5994
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	887	2798	3399	3345
在建工程	4357	2179	1089	545
无形资产	592	440	286	132
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	1952	1979	1970	1973
资产总计	13981	14799	16322	18271
流动负债	816	917	1113	1216
短期借款	0	47	31	36
应付票据及应付账款	568	631.00	838.76	937.03
其他	248	239	243	242
非流动负债	2421	2301	2173	2050
长期借款	0	-118	-246	-370
其他	2421	2420	2419	2420
负债合计	3237	3218	3286	3266
股本	653	653	653	653
资本公积	4748	4748	4748	4748
未分配利润	4157	4486	5426	6612
少数股东权益	2698	2993	3558	4295
股东权益合计	10744	11581	13037	15006
负债及权益合计	13981	14799	16322	18271

会计年度	单位: 百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1301	534	1022	1332
折旧和摊销	191	309	531	641
资产减值准备	0	2	46	30
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-91	-61	-71	-67
财务费用	8	-57	-79	-109
投资损失	-10	-14	-12	-13
少数股东损益	720	295	565	737
营运资金的变动	763	-135	-331	-292
经营活动产生现金流量	2877	840	1681	2257
投资活动产生现金流量	-728	197	191	193
融资活动产生现金流量	-578	9	-200	-109
现金净变动	1223	1046	1671	2341
现金的期初余额	3649	4873	5919	7590
现金的期末余额	4871	5919	7590	9931

会计年度	单位: 百万元			
	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6567	4937	6874	8506
营业成本	1772	1883	2540	2824
税金及附加	16	18	19	21
销售费用	1622	1569	1666	2080
管理费用	462	404	555	691
研发费用	0	6	9	9
财务费用	-25	-57	-79	-109
其他收益	0	0	0	0
投资收益	10	14	12	13
公允价值变动收益	91	61	71	67
信用减值损失	-16	-21	-19	-20
资产减值损失	-0	-15	-22	-172
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2805	1152	2205	2877
营业外收入	5	3	4	4
营业外支出	0	2	1	2
利润总额	2810	1153	2207	2879
所得税	788	325	621	810
净利润	2022	829	1587	2069
少数股东损益	720	295	565	737
归属母公司净利润	1301	534	1022	1332
BPS (元)	1.99	0.82	1.57	2.04

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	10.6%	-24.8%	39.2%	23.7%
营业利润增长率	33.1%	-58.9%	91.4%	30.5%
归母净利润增长率	34.0%	-59.0%	91.5%	30.4%
盈利能力				
毛利率	73.0%	61.9%	63.0%	66.8%
净利率	30.8%	30.8%	16.8%	23.1%
ROE	16.2%	6.2%	10.8%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	23.2%	21.7%	20.1%	17.9%
流动比率	7.58	8.08	8.61	10.10
速动比率	7.02	7.55	8.02	9.51
营运能力				
资产周转率	47.9%	34.3%	44.2%	49.2%
应收帐款周转率	575.8%	529.1%	591.2%	574.3%
存货周转率	371.5%	379.9%	425.0%	389.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.99	0.82	1.57	2.04
每股经营现金	4.41	1.29	2.58	3.46
每股净资产	12.33	13.16	14.52	16.41
估值比率(倍)				
PE	7.6	18.5	9.7	7.4
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn