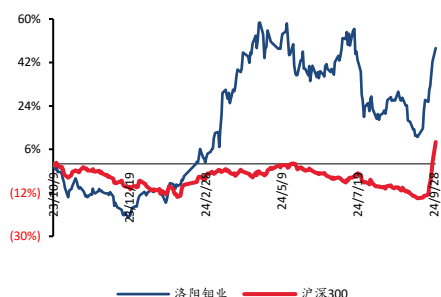


铜钴产量高增，精益管理实现降本增效

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	215.99/215.99
总市值/流通(亿元)	1,879.13/1,879.13
12个月内最高/最低价(元)	9.87/4.61

相关研究报告

<<【太平洋有色】洛阳钼业 2024 年中报业绩预告点评：五年目标取得开门红，向全球一流矿企迈进>>—2024-08-21

<<钴跌价致利润大幅回落，但仍具强抗风险能力——洛阳钼业跟踪点评>>—2020-03-31

<<铜钴板块成本大降，单季利润再创新高——洛阳钼业一季报点评>>—2018-05-02

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

报告摘要

TFM、KFM 实现超产，主要产品产量均超过全年目标的 50%。铜：

2024H1 公司实现铜金属产量 31.4 万吨，同比+100.7%，完成全年目标中值的 58%；**钴**：2024H1 公司实现钴金属产量 5.4 万吨，同比+178.2%，完成全年目标中值的 83%，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。**钼**：2024H1 公司实现钼金属产量 0.7 万吨，同比-12.4%，完成全年目标中值的 54%；**钨**：实现钨金属产量 0.4 万吨，同比+5.4%，完成全年目标中值的 57%。**铌**：实现铌金属产量 0.5 万吨，同比 8.2%，完成全年目标中值的 53%；**磷**：实现磷肥产量 58.3 万吨，同比+6.5%，完成全年目标中值的 51%。

铜、钴生产成本稳步下降。2024 年上半年，公司铜、钴生产成本较 2023 年有所下降，TFM 矿山克服困难实现东区达产达标，为下半年优化工艺、扩产提能打下坚实基础；KFM 矿山通过工艺调整和技术创新，实现回收率显著提升、产量增长以及成本稳步下降。

费用端表现优异。2024H1 公司销售、管理、财务费用率合计为 2.89%，同比-0.16pct；其中 Q2 销售、管理、财务费用率合计为 2.59%，同比-0.86pct，环比-0.66pct，公司费用端有所下降。

资产负债率下降，经营取得高质量发展。2024H1 末公司资产负债率为 59.2%，同比-5.7pct，下降较为明显；2024H1 末公司短期/长期借款为 301/171 亿元，同比分别+61/-64 亿元，环比分别+63/-9 亿元；2024Q2 公司经营性现金流量净额 53 亿元，同比+29%，环比-3%；公司上半年资产负债率下降较为明显，经营取得高质量成长。

投资建议：我们深度分析公司 2024 年中报，公司铜、钴产销快速增长，成长确定性强，同时生产成本、费用端控制较好，资产负债率下降，实现高质量成长。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026

研究助理：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122090007

研究助理：谭甘露

电话：

E-MAIL: tangl@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122100017

年公司归母净利润为 117/132/148 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	186,269	209,867	212,762	221,444
营业收入增长率(%)	7.68%	12.67%	1.38%	4.08%
归母净利（百万元）	8,250	11,677	13,152	14,769
净利润增长率(%)	35.98%	41.54%	12.64%	12.29%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.54	0.61	0.68
市盈率（PE）	13.68	16.09	14.29	12.72

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、	2024 年上半年业绩实现高增.....	5
二、	产量实现超产，项目稳步推进.....	6
(一)	公司上半年铜、钴等金属实现超产.....	6
(二)	主要项目稳步推进.....	8
三、	毛利分析.....	9
(一)	行业分析：金属资源价值属性凸显.....	9
(二)	成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化.....	12
(三)	毛利率分析：降本提价带动铜、钴业务毛利率提升.....	13
(四)	业务分析：矿山产金/铜量价齐升.....	13
四、	费用及负债分析.....	14
(一)	费用分析：期间费用率下降.....	14
(二)	负债分析：资产负债率下降.....	14
五、	盈利预测与投资建议.....	15
六、	风险提示.....	15

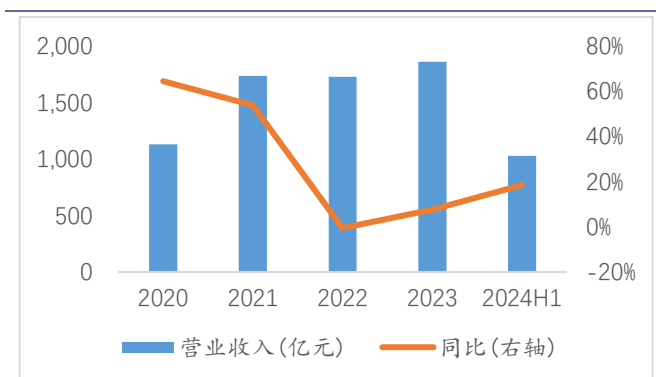
图表目录

图表 1: 2024H1 公司实现收入 1028 亿元	5
图表 2: 2024H1 公司实现归母净利润 54 亿元	5
图表 3: 2024H1 公司实现扣非净利润 56 亿元	5
图表 4: 2024H1 公司毛利率/净利润分别为 18%/5%	5
图表 5: 2024Q2 公司实现收入 567 亿元	6
图表 6: 2024Q2 公司实现归母净利润 33 亿元	6
图表 7: 2024Q2 公司实现扣非净利润 35 亿元	6
图表 8: 2024Q2 公司毛利率/净利润分别为 23%/6%	6
图表 9: 2024H1 公司实现铜金属产量 31.4 万吨	7
图表 10: 2024H1 公司实现钴金属产量 5.4 万吨	7
图表 11: 2024H1 公司实现钼金属产量 0.7 万吨	7
图表 12: 2024H1 公司实现钨金属产量 0.4 万吨	7
图表 13: 2024H1 公司实现铌金属产量 0.5 万吨	8
图表 14: 2024H1 公司实现磷肥产量 58.3 万吨	8
图表 15: 公司主要项目支出	9
图表 16: 2024H1 铜(阴极铜)均价同比+4.5%	10
图表 17: 2024H1 钴(金属钴)均价同比-20.4%	10
图表 18: 2024H1 钼(氧化钼)均价同比-22.3%	11
图表 19: 2024H1 钼(钼精矿)均价同比-15.0%	11
图表 20: 2024H1 钼(钼铁)均价同比-17.4%	11
图表 21: 2024H1 钨(APT)均价同比-2.9%	11
图表 22: 2024H1 钨(黑钨精矿)均价同比+12.6%	11
图表 23: 2024H1 钨(APT, 国内)均价同比+10.7%	11
图表 24: 2024H1 铌(铌铁)均价同比-2.8%	12
图表 25: 2024H1 磷(磷酸一铵)均价同比-1.2%	12
图表 26: 2024H1 公司主要业务成本情况	12
图表 27: 2024H1 公司主要业务毛利率情况	13
图表 28: 2024H1 公司业务收入分析	13
图表 29: 2024H1 公司费用率下降	14
图表 30: 2024Q2 公司费用率环比下降	14
图表 31: 2024H1 公司研发费用率维持稳定	14
图表 32: 2024Q2 公司研发费用率维持稳定	14
图表 33: 2024Q2 公司资产负债率同比-5.7pct.	15
图表 34: 2024Q2 公司经营净现金流同比+28%	15

一、2024 年上半年业绩实现高增

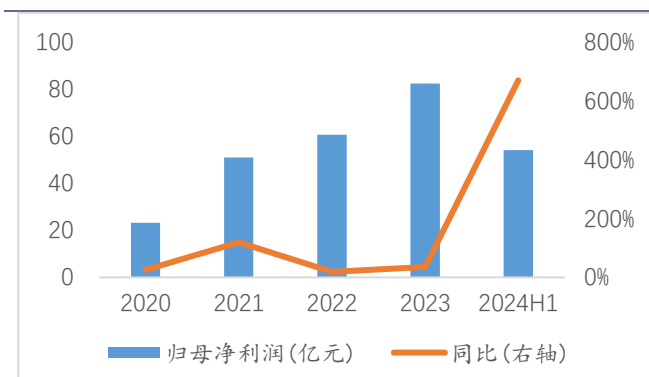
2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年上半年业绩。报告期内公司实现收入 1028.2 亿元，同比+18.6%；归母净利润 54.2 亿元，同比+670.4%；扣非净利润 56.3 亿元，同比+2457.2%。其中，二季度实现收入 567.0 亿元，同比+33.6%，环比+22.9%；归母净利润 33.5 亿元，同比+766.7%，环比+61.5%；扣非净利润 35.3 亿元，同比+2190.8%，环比+69.0%。

图表1：2024H1 公司实现收入 1028 亿元



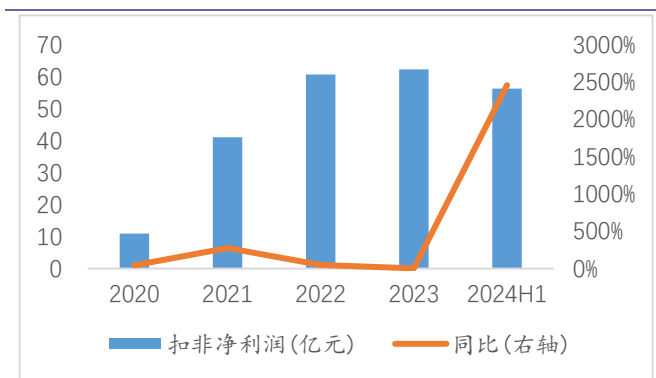
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2024H1 公司实现归母净利润 54 亿元



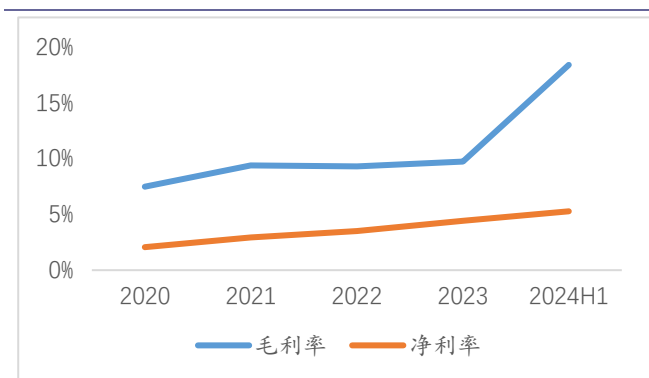
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2024H1 公司实现扣非净利润 56 亿元



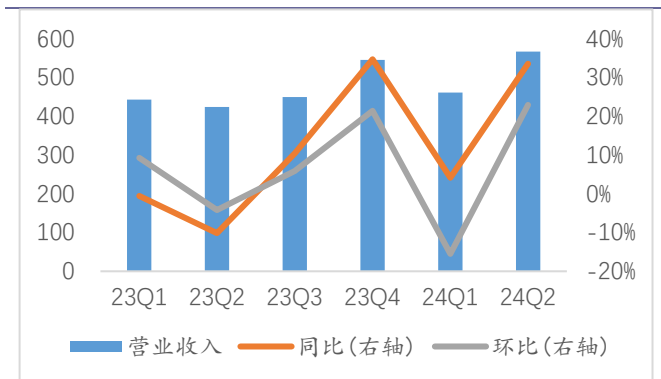
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2024H1 公司毛利率/净利润分别为 18%/5%



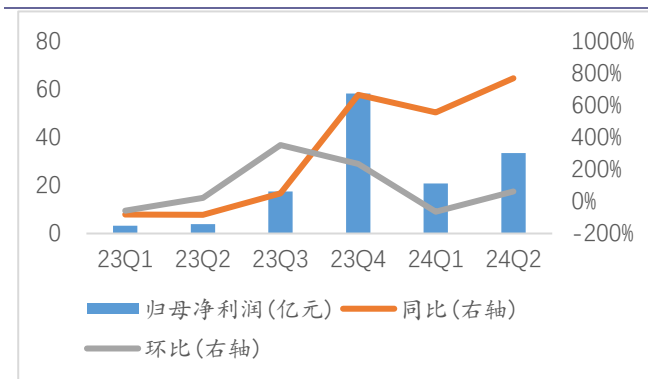
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：2024Q2 公司实现收入 567 亿元



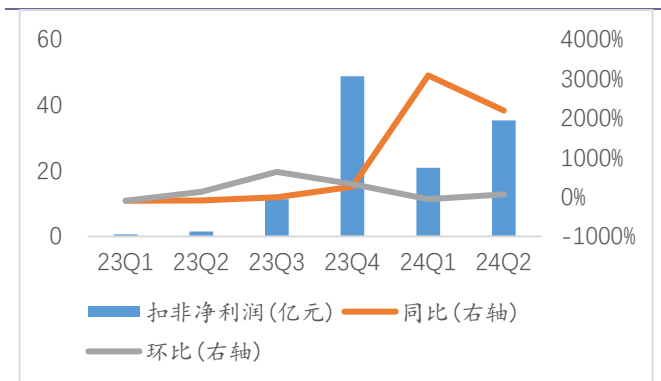
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：2024Q2 公司实现归母净利润 33 亿元



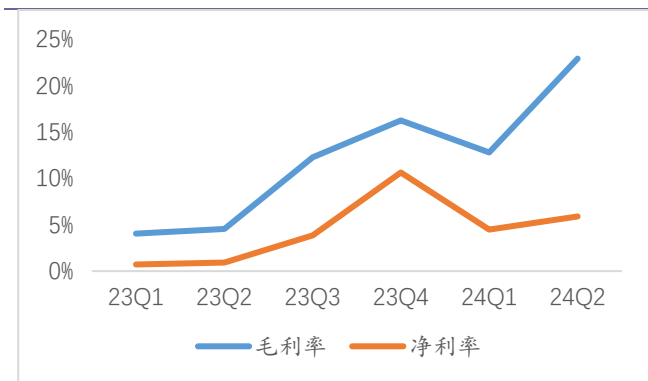
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：2024Q2 公司实现扣非净利润 35 亿元



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：2024Q2 公司毛利率/净利润分别为 23%/6%



资料来源：iFind，太平洋证券整理

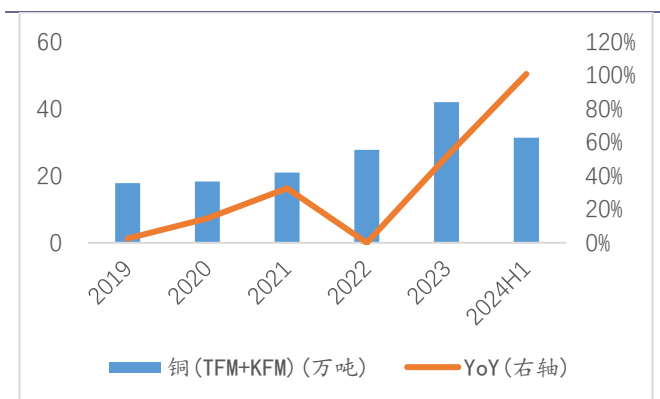
二、产量实现超产，项目稳步推进

(一) 公司上半年铜、钴等金属实现超产

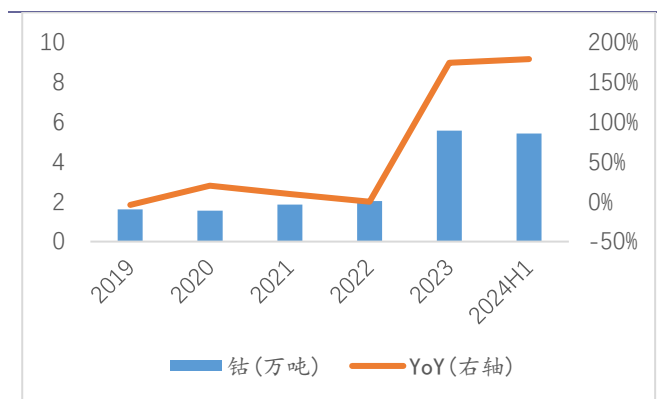
2024 年上半年公司铜、钴等金属产量均超过全年指引中值的 50%。2024 年上半年公司实现铜金属产量 31.4 万吨，同比+100.7%，完成全年目标中值的 58%；实现钴金属产量 5.4 万吨，同比+178.2%，完成全年目标中值的 83%；实现钼金属产量 0.7 万吨，同比-12.4%，完成全年目标中值的 54%；实现钨金属产量 0.4 万吨，同比+5.4%，完成全年目标中值的 57%；实现铌金属产量 0.5 万吨，同比 8.2%，完成全年目标中值的 53%；实现磷肥产量 58.3 万吨，同比+6.5%，完成全年目标中值的 51%。

刚果（金）铜钴：公司在刚果（金）拥有两座世界级矿山 TFM 和 KFM，其中 TFM 拥有 5 条生

产线，目前具备年产 45 万吨铜的能力，作为伴生矿的钴拥有 3.7 万吨的生产能力；KFM 目前具备年产 15 万吨铜、5 万吨钴以上的生产能力。2024 年 H1，刚果（金）板块实现营业收入 243.68 亿元，同比增长 444.78%，毛利 123.16 亿元。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；成本端，通过工艺调整、技术创新等，铜和钴的回收率大幅提升，TFM 和 KFM 降本增效成果显著；TFM 成为非洲首个获铜标志认证（The Copper Mark）的矿山，亦是全球首个获该标志的中资运营矿山。

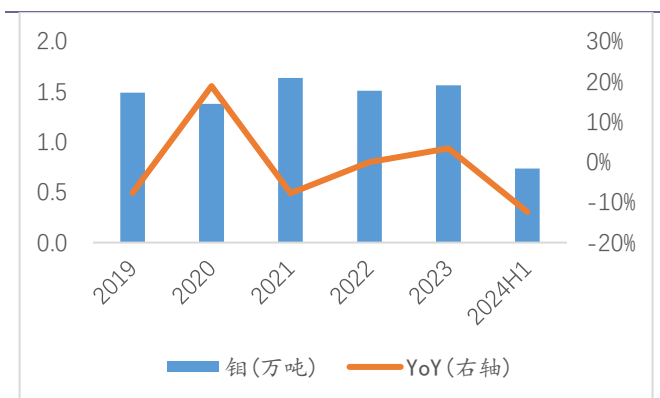
图表9：2024H1 公司实现铜金属产量 31.4 万吨


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

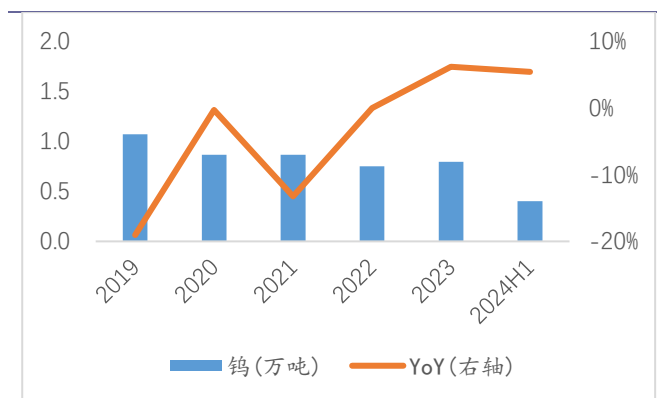
图表10：2024H1 公司实现钴金属产量 5.4 万吨


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

中国钨钼：公司在中国境内运营三道庄和上房沟两座钨矿山，在品位持续下降、钨价上半年回调的情况下，公司中国区克服困难，提升管理效能，业绩超预期目标。2024 年 H1，实现营业收入 38.81 亿元，毛利 15.53 亿元。上半年公司三道庄难选矿石钨回收率和上房沟钨回收率均实现突破，上房沟钨矿扩帮剥离与技术攻关全面提速，新增出矿面积 3000 平方米。

图表11：2024H1 公司实现钨金属产量 0.7 万吨


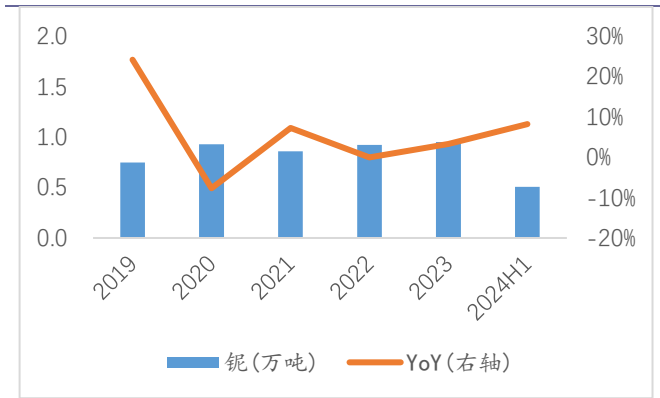
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：2024H1 公司实现钼金属产量 0.4 万吨


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

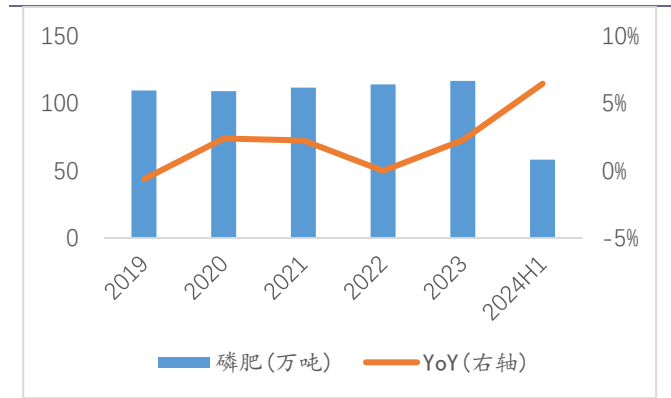
巴西铌磷：公司在巴西拥有两座优质矿山，由旗下全资子公司洛钼巴西具体运营，上半年，洛钼巴西降本增效和管理变革成果显著，铌产量创历史新高，实现营业收入 31.12 亿元，同比增长 5.14%，毛利 8.26 亿元。

图表13：2024H1 公司实现铌金属产量 0.5 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2024H1 公司实现磷肥产量 58.3 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 主要项目稳步推进

2024 年上半年公司主要项目稳步推进。根据公司产品规划，到 2028 年，公司铜、钴产量分别有望达 80-100 万吨、9-10 万吨。

TFM 铜钴矿：公司 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：Big Pumpi 铜钴矿的地质详查，TENK 矿和 FGME88 矿深部地质勘探，共完成 6200 米的金刚石钻探，提高资源量级别并达到预期勘探效果；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；在 Pumpi 矿北部附近区域开展了约 10 平方公里的土壤地球化学化取样，检查矿化异常区的地质分布特征，所获得信息为靶区确定和今后外围找矿方向提供了依据。

KFM 铜钴矿：公司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 18512 米，50 个钻孔；现已完成钻孔施工 19 个，合计进尺 6017 米，深部硫化矿勘探效果良好，外围找矿也取得一定进展。

三道庄钼钨矿：公司在矿区范围内开展深部地质勘探，已完成 7 个钻孔施工，合计进尺 2,478 米；在矿坑北部和南部区域实施空区探测，施工 27 个空区探测孔施工，合计进尺 1223 米。

上房沟钼矿：公司在矿区范围内开展深部地质勘探，施工3个钻孔，合计进尺1662米；为资源量升级和提高二级矿量保有工作，在矿坑内施工47个生产探矿孔，合计进尺5222米；为确保生产安全开展空区探测，施工空区探测孔23个，合计进尺1932米。

钼矿：公司组织开展东北排土场工程、采场扩帮工程和采场底部排水泵送系统工程的证件办理和施工单位入场；推进BVFR和BVO破碎排水系统建设。

磷矿：公司3A号排土场开始施工，同时根据当地环境部门的要求，完成了方案的修改和优化工作。

图表15：公司主要项目支出

项目	采矿支出	勘探支出	发展支出
境内矿山(人名币万元)			
三道庄钨矿	22,580.28	142.57	2,650.49
上房沟钼矿	12,748.27	277.36	368.26
境外矿山(百万美元)			
刚果(金)TFM铜钴矿	395.57	3.53	2.69
刚果(金)KFM铜钴矿	279.58	0.00	0.00
巴西钼矿	16.73	1.51	1.02
巴西磷矿	5.56	0.50	0.21

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、 毛利分析

(一)行业分析：金属资源价值属性凸显

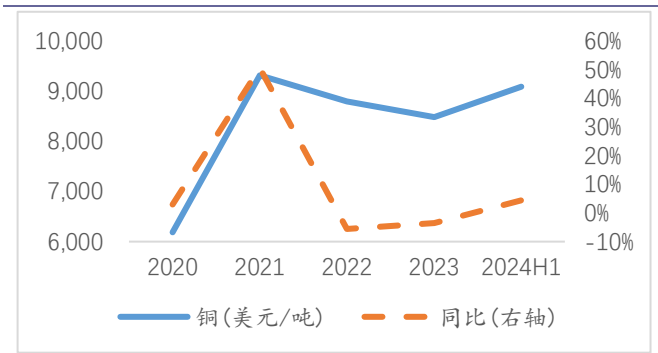
贵金属成为央行等机构重要配置选项，基本金属资源价值愈发凸显。2024年，全球经济形势趋弱，主要经济体逐步进入降息周期，叠加地缘政治风险加剧，贵金属成为行业及机构配置资产的重要选项。随着逆全球化思潮蔓延，全球供应链体系面临挑战，基本金属的资源价值愈发凸显，全球矿业开发壁垒增加，行业收并购事件不断，集中度不断提升。

铜：2024年上半年，LME现货铜均价9090.30美元/吨，同比增加4.45%。2024年前5个月，全球经济趋弱，在矿端供应紧缺、精炼铜减产预期、对俄罗斯金属的制裁以及降息预期对投资者情绪的刺激下，铜价经历了显著增长，5月份LME现货铜价触及历史高位约11,000美元/吨。5月下旬开始，随着国内铜传统消费进入淡季，且精炼端由于废铜供应宽松减产不及预期，以及矿端供应短缺局面有所好转，铜价自高位逐步回落。此后伴随美国经济软着陆预期走强，美联储降息周期打开，以及国内政策端不断发力，铜价企稳并显著回升。中长期来看，资源供应端紧缺状况

不改，新能源、人工智能等行业快速发展，带来铜需求增量，铜中长期供需紧缺形势未发生明显变化。

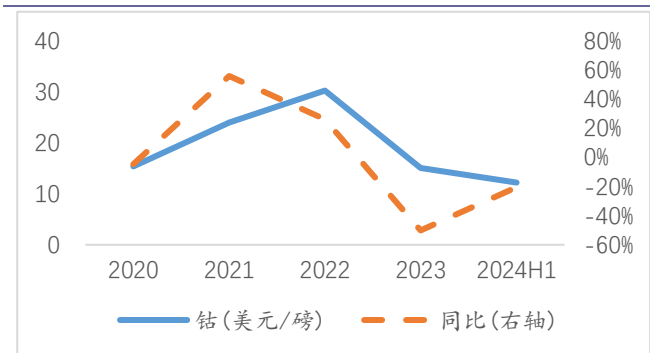
钴：2024年上半年，MB标准级金属钴低幅均价12.22美元/磅，同比下跌20.44%。2024年1-6月国内钴供应量约12.4万吨，同比增长50.3%，主要由于上半年钴原料大量进口所致。需求端2024年1-6月国内钴消费量近6.8万吨，同比增长31.2%。一季度由于新能源产业链的复苏，钴价相对趋于平稳；二季度，尽管国家收储预期增强，但下游产业链开工率不足，钴价表现不及预期。截至6月末，国内钴相关产品库存增速已经明显降低，当前库存主要集中在产业链各环节，以原料和金属钴库存为主。依据统计，全球钴消费中电池材料占比达67%，其次是高温合金(10%)和硬质合金(5%)。根据安泰科统计，2024年1-6月我国三元前驱体产量39.8万吨，同比增长7.6%，3C数码和三元动力终端消费恢复，新能源产业依然保持稳定增长。

图表16：2024H1铜(阴极铜)均价同比+4.5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：2024H1钴(金属钴)均价同比-20.4%



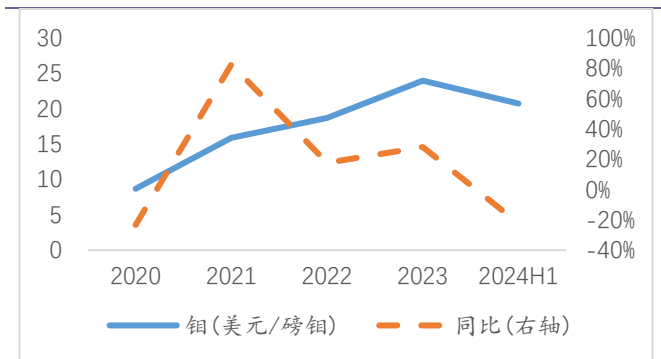
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

钼：2024年上半年，钼铁均价约22.57万元/吨，虽同比回落17.39%，但仍处于历史周期的次高位阶段。依据安泰科数据显示，2024年上半年全球钼金属供应量为14.60万吨；钼金属需求量为14.56万吨；其中，国内钼金属供应量为6.49万吨，钼金属需求量为6.65万吨。2024年上半年，国内钢厂招标钼铁量为72,652吨，同比增长25.4%，需求增量一方面因上年度个别月份受价格影响需求萎缩，另一方面反映含钼钢种作为中高端钢种在国家提倡高质量发展背景下的需求正在逐年递增，尤其体现在高端含钼不锈钢、优特钢、高速工具钢等。

钨：2024年上半年，APT均价为人民币19.78万元/吨，同比增加10.69%。依据国内亿览网、钨钼云商网站数据统计，2024年上半年国内钨精矿产量约60,274标吨，同比增长11.38%，APT产量约57,340吨，同比下降6.33%。2024年1-6月，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，年内涨幅近30%。后续环保因素影响逐渐消化，钨供应

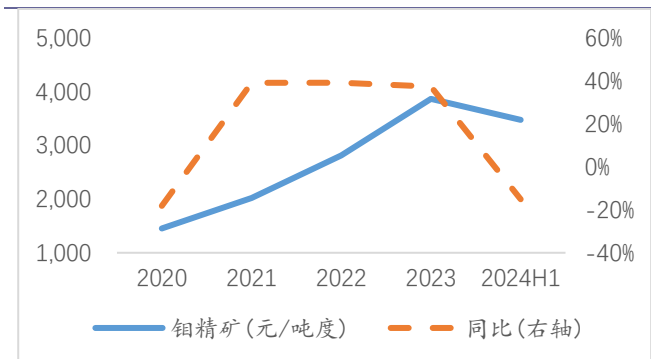
面逐步宽松，价格自高位回落，但年内涨幅仍显著。

图表18: 2024H1 钼(氧化钼)均价同比-22.3%



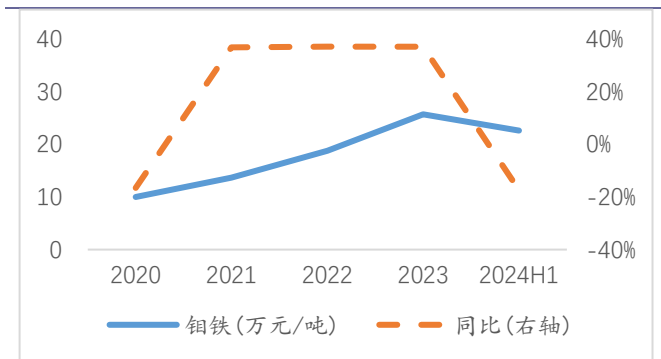
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表19: 2024H1 钼(钼精矿)均价同比-15.0%



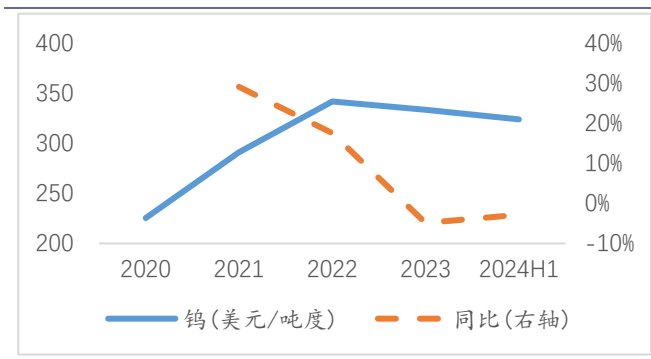
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表20: 2024H1 钼(钼铁)均价同比-17.4%



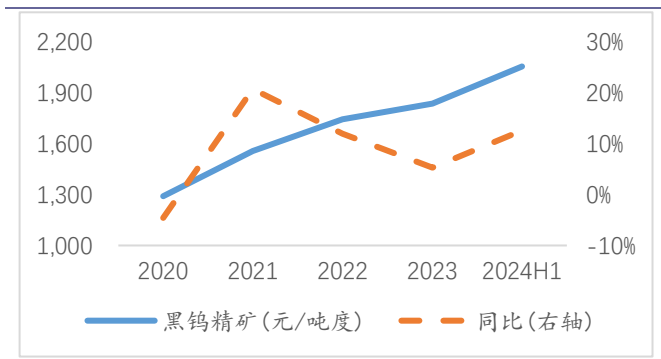
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表21: 2024H1 钨(APT)均价同比-2.9%



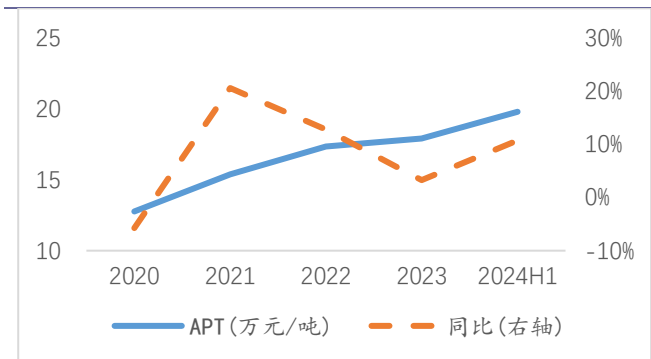
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表22: 2024H1 钨(黑钨精矿)均价同比+12.6%



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表23: 2024H1 钨(APT, 国内)均价同比+10.7%



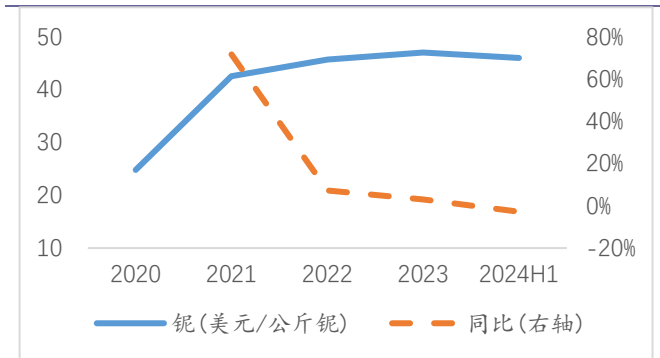
资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

钼: 2024年上半年钼铁均价 45.95 美元/公斤, 同比下降 2.8%。2024年上半年, 钢铁产业普遍未有起色, 需求相对低迷, 国际价格小幅下跌; 虽然建筑用钢对钼铁需求不及预期, 但受国家

家电补贴，新能源汽车补贴等利好政策带动，特钢对钼需求强劲，使得国内价格相对平稳运行。

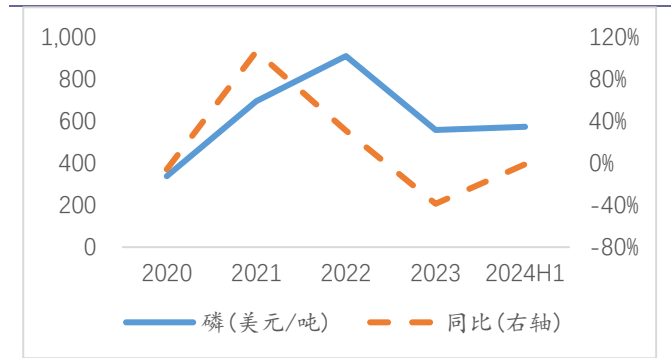
磷：2024年上半年MAP（磷酸一铵）巴西到货价均价571.4美元/吨，同比基本持平。公司磷肥产品于巴西当地生产当地销售。需求端来看，受巴西大豆收成同比减产、谷物价格下跌等影响，巴西国内磷肥1月至4月的需求量同比降低13.2%，5月至6月同比持平；供应端来看，进口到港的磷肥并未有大幅增长，供需僵持使得磷肥价格弱势维稳，进入5月由于俄罗斯和摩洛哥生产商控制供应量，中国MAP需求突然释放，价格一路上涨，主要市场参与者开始活跃，磷肥价格进入上行期。

图表24：2024H1 钼(钼铁)均价同比-2.8%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2024H1 磷(磷酸一铵)均价同比-1.2%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化

铜、钴生产成本显著下降。2024年上半年，公司TFM矿山克服困难实现东区达产达标，为下半年优化工艺、扩产提能打下坚实基础；KFM矿山通过工艺调整和技术创新，实现回收率显著提升、产量增长以及成本稳步下降。

图表26：2024H1 公司主要业务成本情况

产品类别	单位	2024H1	2023
铜生产成本	万元/吨	3.06	3.45
钴生产成本	万元/克	4.93	7.22
钼生产成本	万元/吨	27.65	27.35
钨生产成本	万元/克	8.55	7.61
钼生产成本	万元/吨	18.42	18.50
磷生产成本	万元/吨	0.25	0.26

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 毛利率分析：降本提价带动铜、钴业务毛利率提升

2024H1 公司多项业务毛利率同比明显提升。2024 年上半年，受益于价格上升及生产成本下降，铜、钴板块毛利率显著提升。公司全资子公司 IXM 是全球领先的有色金属贸易商，贸易网络覆盖 80 多个国家，同时构建了全球化的物流和仓储体系，通过遍布全球的销售网络和扎实的合作伙伴基础，提升运营效率，实现贸易与矿业的战略协同，上半年公司贸易业务毛利率取得小幅提升。

图表27：2024H1 公司主要业务毛利率情况

业务类别	2023	24Q1	24Q2	24Q2 环比
铜	45.30%	48.07%	55.60%	7.53%
钴	37.01%	36.61%	47.18%	10.57%
钼	40.24%	29.03%	37.41%	8.38%
钨	59.54%	62.52%	60.22%	-2.31%
铌	34.00%	37.99%	33.80%	-4.19%
磷	17.56%	14.70%	20.81%	6.11%
矿物金属贸易	1.65%	3.04%	6.64%	3.60%
精炼金属贸易	1.07%	2.66%	6.82%	4.16%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 业务分析：矿山产金/铜量价齐升

2024H1 公司矿山产金/铜业务量价齐升。2024 年上半年，公司铜、钴金属销量为 31.18/5.09 万吨，同比分别为+234.5%/+162.2%，钼、钨金属销量为 0.72/0.40 万吨，同比分别为-14.4%/+4.7%，铌金属、磷销量为 0.52/53.89 万吨，同比分别为+10.3%/-1.6%。上半年公司 TFM、KFM 产销增加明显，贡献公司主要增量收入与毛利来源。

图表28：2024H1 公司业务收入分析

产品名称	售价(万元/吨, 不含税)	销售数量(吨)	收入(万元)	成本(万元)	毛利率
铜	6.42	311,806	2,002,650	954,105	52.36%
钴	8.53	50,921	434,165	251,061	42.17%
钼	41.78	7,185	300,181	198,631	33.83%
钨	22.01	3,994	87,919	34,139	61.17%
铌	28.69	5,178	148,549	95,391	35.78%
磷	0.30	538,932	162,603	133,168	18.10%
矿物金属贸易	1.34	1,710,308	2,286,631	2,165,344	5.30%

精炼金属贸易	6.64	1,056,238	7,010,674	6,671,020	4.84%
其他			31	29	
内部交易抵销			-2,159,140	-2,117,915	

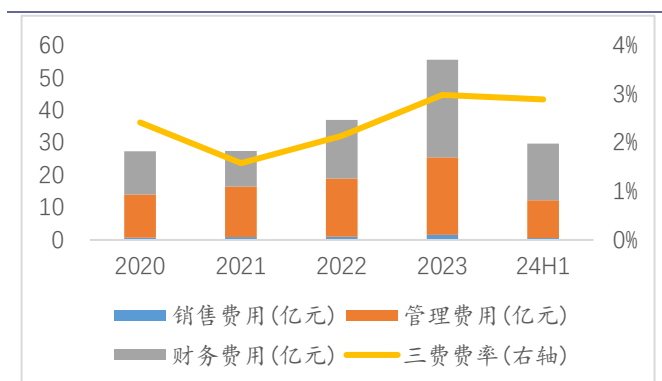
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、费用及负债分析

(一) 费用分析：期间费用率下降

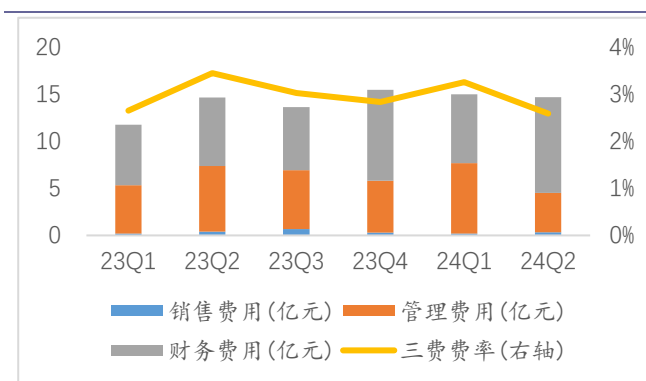
费用端表现优异。2024H1 公司销售、管理、财务费用率合计为 2.89%，同比-0.16pct；其中 Q2 销售、管理、财务费用率合计为 2.59%，同比-0.86pct，环比-0.66pct，公司费用端有所下降。

图表29：2024H1 公司费用率下降



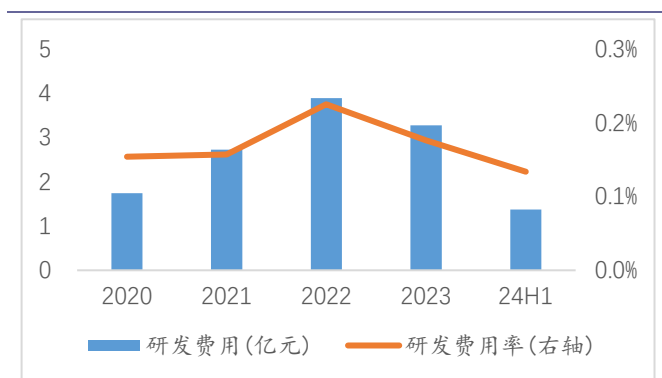
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：2024Q2 公司费用率环比下降



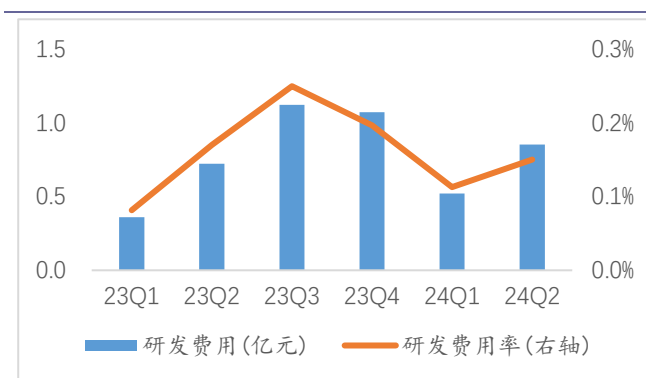
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：2024H1 公司研发费用率维持稳定



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表32：2024Q2 公司研发费用率维持稳定

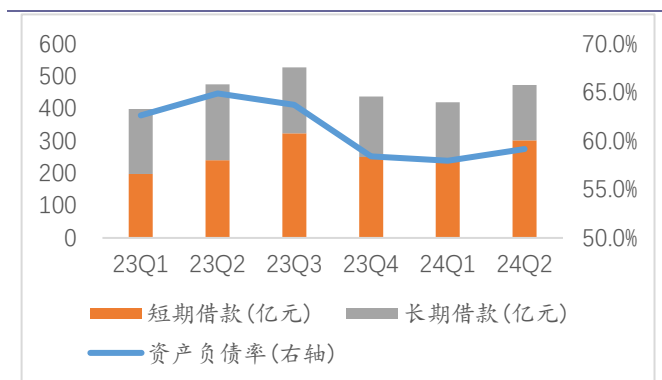


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 负债分析：资产负债率下降

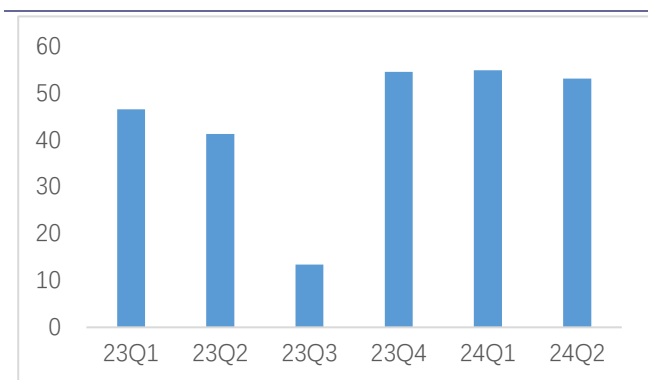
资产负债率下降，经营取得高质量发展。2024H1 末公司资产负债率为 59.2%，同比-5.7pct，下降较为明显；2024H1 末公司短期/长期借款为 301/171 亿元，同比分别+61/-64 亿元，环比分别+63/-9 亿元；2024Q2 公司经营性现金流量净额 53 亿元，同比+29%，环比-3%；公司上半年资产负债率下降较为明显，经营取得高质量成长。

图表33：2024Q2 公司资产负债率同比-5.7pct



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表34：2024Q2 公司经营净现金流同比+28%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、盈利预测与投资建议

公司铜、钴产销快速增长，成长确定性强，有望充分受益于行业高景气度。我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 117/132/148 亿元，维持“买入”评级。

六、风险提示

下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	32,648	30,716	33,062	38,093	49,335
应收和预付款项	2,930	2,314	2,888	3,012	2,946
存货	32,255	31,430	34,606	36,030	36,392
其他流动资产	17,850	19,187	18,985	19,598	19,474
流动资产合计	85,682	83,648	89,541	96,733	108,147
长期股权投资	1,934	2,229	2,522	2,946	3,284
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	28,056	35,604	38,457	41,836	45,969
在建工程	13,659	10,621	12,842	15,828	16,552
无形资产开发支出	19,448	22,960	23,443	24,791	26,573
长期待摊费用	218	228	228	228	228
其他非流动资产	101,705	101,333	107,548	114,738	126,169
资产总计	165,019	172,975	185,039	200,368	218,774
短期借款	20,108	24,954	26,451	26,297	28,360
应付和预收款项	3,957	4,698	4,888	4,947	5,190
长期借款	18,975	18,768	18,768	18,768	18,768
其他负债	59,942	52,592	53,154	54,112	54,352
负债合计	102,982	101,012	103,260	104,124	106,670
股本	4,320	4,320	4,320	4,320	4,320
资本公积	27,682	27,695	27,707	27,707	27,707
留存收益	19,704	26,078	34,497	47,649	62,418
归母公司股东权益	51,699	59,540	68,302	81,454	96,223
少数股东权益	10,339	12,422	13,477	14,789	15,881
股东权益合计	62,037	71,962	81,779	96,243	112,104
负债和股东权益	165,019	172,975	185,039	200,368	218,774

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	15,454	15,542	12,560	17,171	18,251
投资性现金流	-7,372	-10,659	-8,967	-11,986	-9,073
融资性现金流	-2,097	-8,606	-1,289	-154	2,063
现金增加额	8,653	-2,927	2,346	5,031	11,241

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	172,991	186,269	209,867	212,762	221,444
营业成本	156,926	168,158	184,211	186,261	192,142
营业税金及附加	1,235	3,084	3,148	2,745	3,282
销售费用	97	155	420	213	221
管理费用	1,791	2,387	2,099	2,128	2,214
财务费用	1,808	3,004	-58	-74	-86
资产减值损失	-65	-141	-23	-22	-12
投资收益	726	2,483	27	128	310
公允价值变动	-1,611	1,681	0	0	0
营业利润	9,889	13,288	19,587	21,382	24,125
其他非经营损益	-85	-80	0	0	0
利润总额	9,804	13,208	19,587	21,382	24,125
所得税	2,613	4,677	6,855	6,918	8,264
净利润	7,192	8,531	12,731	14,464	15,861
少数股东损益	1,125	281	1,055	1,312	1,092
归母股东净利润	6,067	8,250	11,677	13,152	14,769

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	9.29%	9.72%	12.22%	12.46%	13.23%
销售净利率	3.51%	4.43%	5.56%	6.18%	6.67%
销售收入增长率	-0.50%	7.68%	12.67%	1.38%	4.08%
EBIT 增长率	-4.35%	-3.83%	61.05%	9.11%	12.81%
净利润增长率	18.82%	35.98%	41.54%	12.64%	12.29%
ROE	11.74%	13.86%	17.10%	16.15%	15.35%
ROA	3.68%	4.77%	6.31%	6.56%	6.75%
ROIC	8.38%	6.44%	9.41%	9.66%	9.45%
EPS (X)	0.28	0.38	0.54	0.61	0.68
PE (X)	16.25	13.68	16.09	14.29	12.72
PB (X)	1.90	1.89	2.75	2.31	1.95
PS (X)	0.57	0.60	0.90	0.88	0.85
EV/EBITDA (X)	6.65	8.75	8.87	8.03	7.24

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。