

洛阳钼业 (603993.SH)

重点项目加速推进，迎来产量释放期

买入

核心观点

2022 公司业绩同比增长 19%。2022 实现营收 1730 亿元 (-0.5%)，归母净利润 60.67 亿元 (+18.8%)，扣非归母净利润 60.67 亿元 (+47.9%)，经营性净现金流 154.54 亿元 (+149.6%)。其中 2022 年四季度单季营收 405 亿元 (-14.3%)，归母净利润 7.61 亿元 (-50.8%)，扣非归母净利润 13.6 亿元 (-37.7%)。

刚果金产品出口受限影响公司业绩。2022 年公司销售毛利润 161 亿元，同比下降 2 亿元，其中铜钴产品毛利润同比下降 24 亿元，铌磷产品毛利润增加 13 亿元，钼钨产品毛利润增加 7 亿元。从公司定期报告信息来看，公司位于刚果金的矿山铜、钴产品从下半年开始销量显著低于产量，2022 年全年 TFM 铜产量 25.4 万吨，销量 13 万吨，TFM 钴产量 2.03 万吨，销量 1.26 万吨，并在年末形成 13.6 万吨铜库存和 1.1 万吨钴库存。

TFM 混合矿项目和 KFM 项目即将放量。根据公司年报披露，TFM 混合矿项目基建剥离与土建施工任务圆满完成，安装工程中区工程进度完成 90%，东区工程进度完成 30%；KFM 厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，实现安全、优质、高效投料，项目预计于 2023 年第二季度投产。预计两个项目达产后，TFM 铜钴矿将增加铜年均产量 20 万吨、钴年均产量 1.7 万吨，KFM 将增加铜年均产量 9 万吨、钴年均产量 3 万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升。待 TFM 混合矿项目以及 KFM 项目投产并完全达产后，洛阳钼业钴产能将超过 7 万吨，助推公司成为全球最大的钴生产商。

风险提示：产能释放低于预期，大宗商品价格波动风险。

投资建议：维持“买入”评级

我们假设 2023-2025 年 LME 铜现货结算价为 8800/8800/8800 美元/吨，钴金属价格维持 25 万元/吨。预计 2023-2025 年收入 2102/2384/2563 亿元，同比增速 21.5%/13.4%/7.5%，归母净利润 110.66/142.35/143.66 亿元，同比增速 82.4%/28.6%/0.9%；摊薄 EPS 分别为 0.51/0.66/0.67，当前股价对应 PE 分别为 11.4/8.8/8.8X。公司是全球领先的新能源金属生产商，拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目建设及投产使公司铜矿产量两年内翻番，对铜价具备高业绩弹性，独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	173,863	172,991	210,241	238,442	256,266
(+/-%)	53.9%	-0.5%	21.5%	13.4%	7.5%
净利润(百万元)	5106	6067	11066	14235	14366
(+/-%)	119.3%	18.8%	82.4%	28.6%	0.9%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.51	0.66	0.67
EBIT Margin	7.7%	7.5%	8.9%	10.1%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	11.7%	18.6%	20.5%	18.1%
市盈率 (PE)	24.6	20.7	11.4	8.8	8.8
EV/EBITDA	12.3	13.2	10.3	8.3	8.3
市净率 (PB)	3.15	2.43	2.11	1.81	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		5.82 元
总市值/流通市值		125708/125126 百万元
52 周最高价/最低价		6.29/4.05 元
近 3 个月日均成交额		856.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

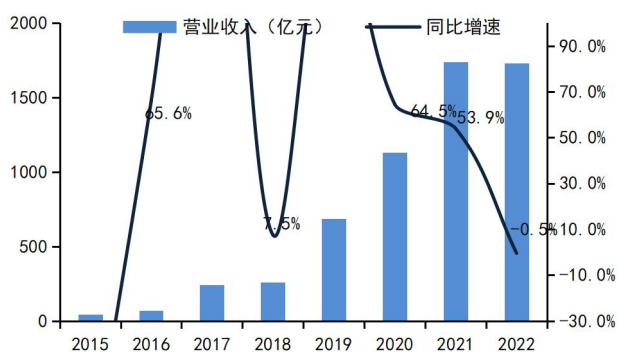
相关研究报告

- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 铜钴产品销量下滑拖累业绩，重点项目按计划推进》——2022-10-25
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 主要产品量价齐增，重点项目加速推进》——2022-08-22
- 《洛阳钼业 (603993.SH) - 开发 KFM 铜钴矿，助力公司成为全球最大钴原料供应商》——2022-07-01
- 《铜钴资源巨头，世界级项目建设助力公司产能翻倍》——2022-06-13
- 《洛阳钼业 (603993.SH) 年报点评：降本增效“打基础”，加快两个世界级铜钴项目建设“上台阶”》——2022-03-21

2022 公司业绩同比增长 19%。2022 实现营收 1730 亿元(-0.5%),归母净利润 60.67 亿元(+18.8%),扣非归母净利润 60.67 亿元(+47.9%),经营性净现金流 154.54 亿元(+149.6%)。其中 2022 年四季度单季营收 405 亿元(-14.3%),归母净利润 7.61 亿元(-50.8%),扣非归母净利润 13.6 亿元(-37.7%)。

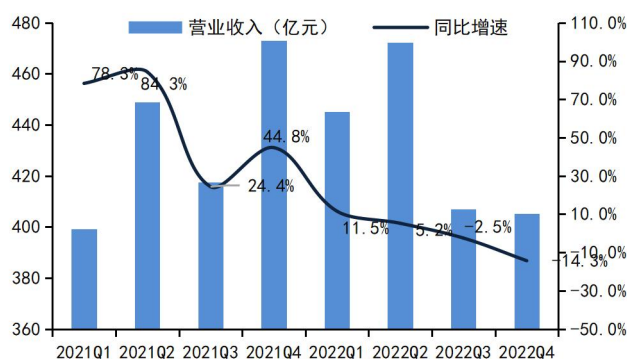
刚果金产品出口受限影响公司业绩。2022 年公司销售毛利润 161 亿元,同比下降 2 亿元,其中铜钴产品毛利润同比下降 24 亿元,铌磷产品毛利润增加 13 亿元,钼钨产品毛利润增加 7 亿元。从公司定期报告信息来看,公司位于刚果金的矿山铜、钴产品从下半年开始销量显著低于产量,2022 年全年 TFM 铜产量 25.4 万吨,销量仅 13 万吨,TFM 钴产量 2.03 万吨,销量仅 1.26 万吨,并在年末形成 13.6 万吨铜库存和 1.1 万吨钴库存。

图1: 洛阳铝业营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



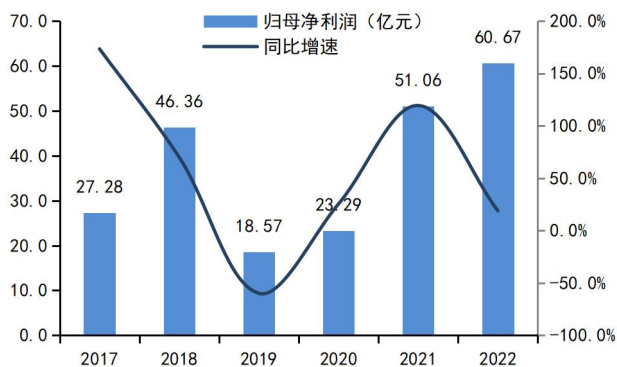
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 洛阳铝业单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



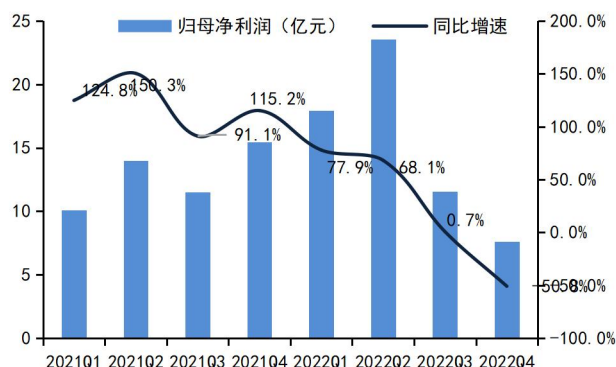
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 洛阳铝业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



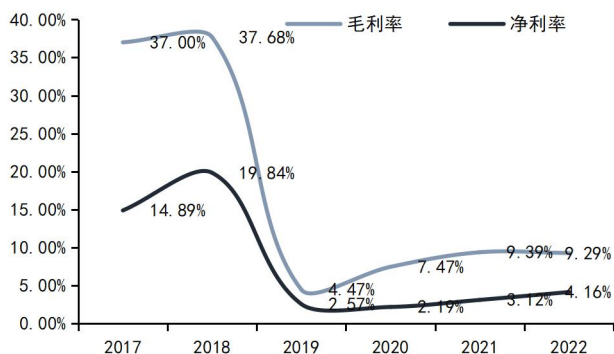
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 洛阳铝业单季归母净利润 (单位: 亿元)



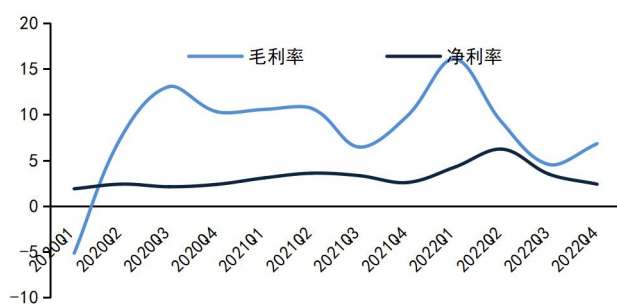
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 洛阳铝业毛利率、净利率变化情况



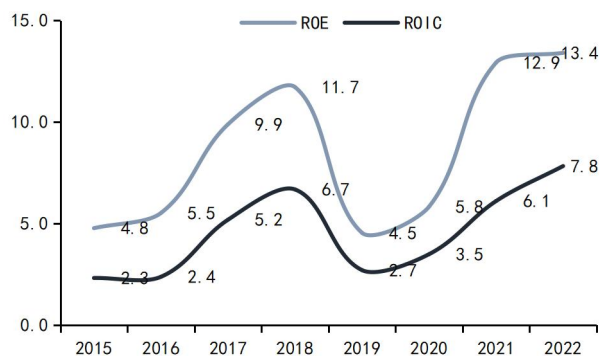
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 洛阳铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 洛阳铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



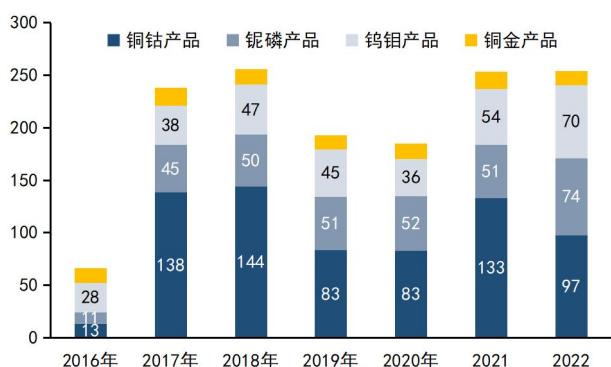
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 洛阳铝业经营性净现金流 (亿元)



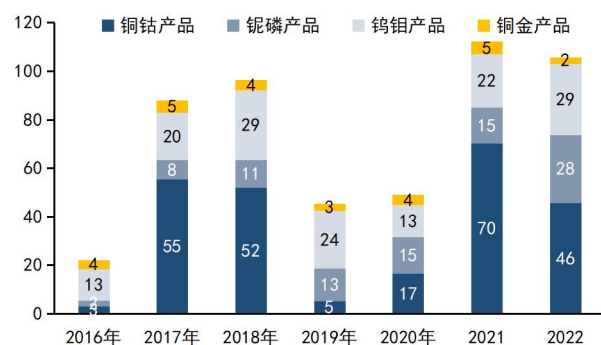
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 洛阳铝业矿山采掘版块营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

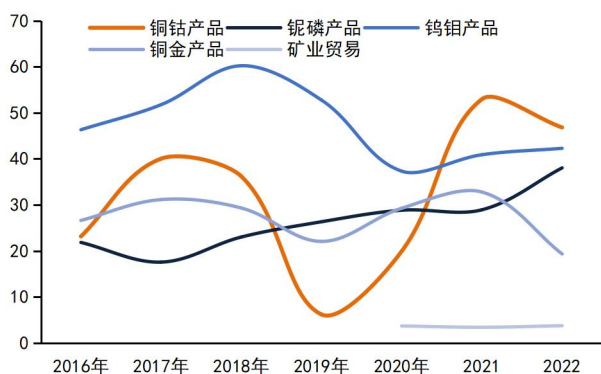
图10: 洛阳铝业矿山采掘版块毛利润构成 (亿元)



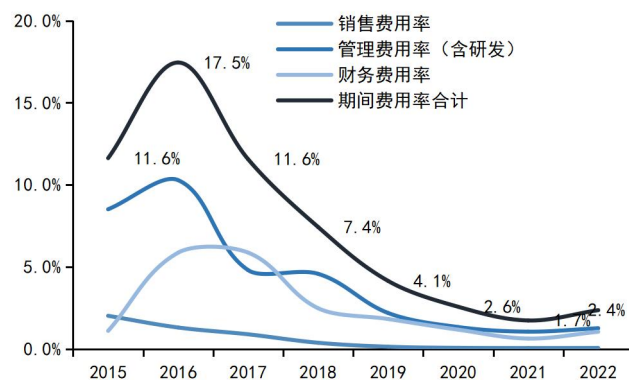
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 洛阳铝业各版块毛利率 (%)

图12: 洛阳铝业期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：公司产品分季度产销量

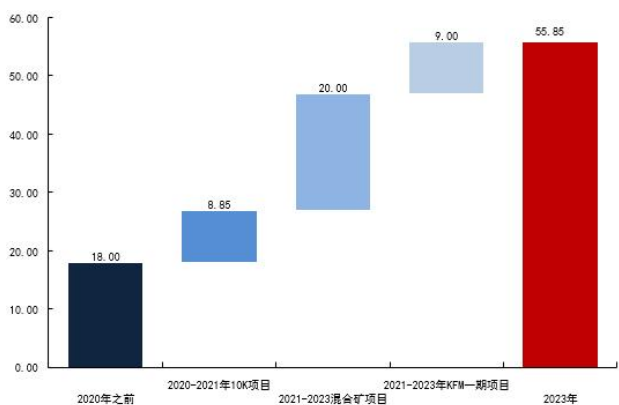
生产/采购量	单位	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
TFM 铜金属	吨	62,434	62,953	62,004	66,895
钴金属	吨	5,108	5,357	4,812	5,009
钼金属	吨	3,812	3,962	3,687	3,653
钨金属 (不含豫鹭矿业)	吨	1,943	2,244	1,816	1,506
铌金属	吨	2,423	2,204	2,297	2,288
磷肥 (HA+LA)	吨	276,480	288,086	291,971	285,698
NPM 铜金属 (80%权益)	吨	5,200	6,063	5,677	5,766
NPM 黄金 (80%权益)	盎司	3,790	4,591	4,015	3,825
精矿产品 (贸易量)	吨	762,891	783,815	1,017,341	553,953
精炼金属产品 (贸易量)	吨	771,270	736,017	739,827	889,886
销售量		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
TFM 铜金属	吨	51,348	64,049	15,017	0
钴金属	吨	5,918	4,955	1,358	329
钼金属	吨	3,718	4,378	4,254	3,694
钨金属 (不含豫鹭矿业)	吨	1,730	1,971	2,168	1,876
铌金属	吨	2,159	2,147	2,438	2,361
磷肥 (HA+LA)	吨	248,927	245,814	216,941	445,658
NPM 铜金属 (80%权益)	吨	3,728	5,103	3,732	9,303
NPM 黄金 (80%权益)	盎司	2,499	4,326	2,745	6,571
精矿产品 (贸易量)	吨	727,295	819,411	772,837	798,151
精炼金属产品 (贸易量)	吨	758,127	749,160	787,173	842,136

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

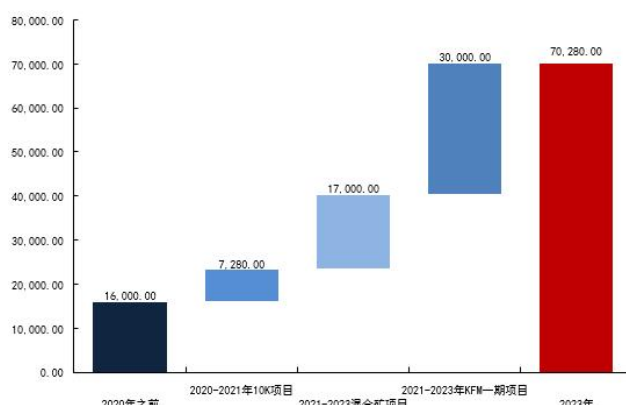
TFM 混合矿项目和 KFM 项目即将放量。根据公司年报披露，TFM 混合矿项目基建剥离与土建施工任务圆满完成，安装工程中区工程进度完成 90%，东区工程进度完成 30%；KFM 厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，实现安全、优质、高效投料，项目预计于 2023 年第二季度投产。预计两个项目达产后，TFM 铜钴矿将增加铜年均产量 20 万吨、钴年均产量 1.7 万吨，KFM 将增加铜年均产量 9 万吨、钴年均产量 3 万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升。待 TFM 混合矿项目以及 KFM 项目投产并完全达产后，洛阳钼业钴产能将超过 7 万吨，助推公司成为全球最大的钴生产商。

图 13：公司在刚果（金）铜扩产规划（万吨）

图 14：公司在刚果（金）钴扩产规划（吨）

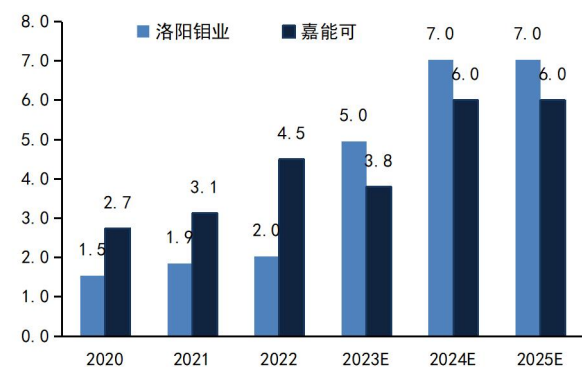


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



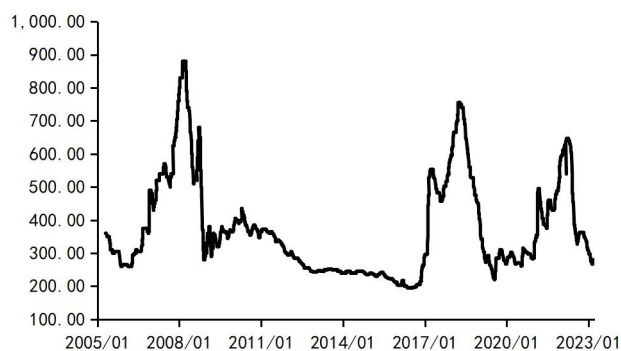
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图15：公司与嘉能可钴产量对比（万吨）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

图16：钴价已接近底部位置（元/公斤）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

投资建议：我们假设 2023-2025 年 LME 铜现货结算价为 8800/8800/8800 美元/吨，钴金属价格维持 25 万元/吨。预计 2023-2025 年收入 2102/2384/2563 亿元，同比增速 21.5/13.4/7.5%，归母净利润 110.66/142.35/143.66 亿元，同比增速 82.4/28.6/0.9%；摊薄 EPS 分别为 0.51/0.66/0.67，当前股价对应 PE 分别为 11.4/8.8/8.8X。公司是全球领先的新能源金属生产商，拥有全球顶级铜钴矿山，两大世界级项目建设及投产使公司铜矿产量两年内翻番，对铜价具备高业绩弹性，独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	24318	32648	35192	44930	54604	营业收入	173863	172991	210241	238442	256266
应收款项	2494	5199	6318	7166	7702	营业成本	157540	156926	187338	209592	227238
存货净额	26960	32255	38503	42990	46552	营业税金及附加	1256	1235	1501	1702	1703
其他流动资产	9493	9586	11650	13213	14201	销售费用	90	97	118	134	134
流动资产合计	70956	85682	97659	114294	129053	管理费用	1330	1556	1791	2176	2468
固定资产	28841	41715	45277	48021	50273	研发费用	174	272	389	472	536
无形资产及其他	19399	19448	18670	17892	17114	财务费用	1095	1808	2198	2493	2493
投资性房地产	17004	16241	16241	16241	16241	投资收益	110	726	700	700	700
长期股权投资	1249	1934	1934	1934	1934	资产减值及公允价值变动	(3307)	(1546)	0	0	0
资产总计	137450	165019	179780	198381	214615	其他收入	(566)	(659)	(858)	(828)	(536)
短期借款及交易性金融负债	31866	27013	28224	29034	28090	营业利润	8789	9889	17137	22217	22394
应付款项	4166	3957	4723	5274	5711	营业外净收支	(33)	(85)	0	0	0
其他流动负债	14628	19092	23075	28909	34151	利润总额	8755	9804	17137	22217	22394
流动负债合计	50660	50061	56023	63217	67952	所得税费用	3328	2613	4567	5921	5968
长期借款及应付债券	14761	21125	21125	21125	21125	少数股东损益	322	1125	1504	2061	2061
其他长期负债	23765	31796	31796	31796	31796	归属于母公司净利润	5106	6067	11066	14235	14366
长期负债合计	38525	52921	52921	52921	52921	现金流量表 (百万元)					
负债合计	89186	102982	108944	116137	120872	净利润	5106	6067	11066	14235	14366
少数股东权益	8419	10339	11392	12834	14277	资产减值准备	(186)	5	33	8	6
股东权益	39845	51699	59445	69410	79466	折旧摊销	3990	4337	4182	5027	5519
负债和股东权益总计	137450	165019	179780	198381	214615	公允价值变动损失	3307	1546	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1095	1808	2198	2493	2493
每股收益	0.24	0.28	0.51	0.66	0.67	营运资本变动	4012	4960	(4649)	(506)	600
每股红利	0.12	0.22	0.15	0.20	0.20	其它	344	232	1019	1435	1437
每股净资产	1.84	2.39	2.75	3.21	3.68	经营活动现金流	16573	17146	11653	20199	21927
ROIC	11%	11%	13%	17%	16%	资本开支	(322)	(14151)	(7000)	(7000)	(7000)
ROE	13%	12%	19%	21%	18%	其它投资现金流	(256)	1696	0	0	0
毛利率	9%	9%	11%	12%	11%	投资活动现金流	(479)	(13139)	(7000)	(7000)	(7000)
EBIT Margin	8%	7%	9%	10%	9%	权益性融资	(244)	997	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(1750)	5365	0	0	0
收入增长	54%	-1%	22%	13%	7%	支付股利、利息	(2601)	(4792)	(3320)	(4271)	(4310)
净利润增长率	119%	19%	82%	29%	1%	其它融资现金流	221	2179	1212	810	(944)
资产负债率	71%	69%	67%	65%	63%	融资活动现金流	(8724)	4322	(2108)	(3461)	(5254)
息率	2.1%	3.8%	2.6%	3.4%	3.4%	现金净变动	7370	8330	2545	9738	9673
P/E	24.6	20.7	11.4	8.8	8.8	货币资金的期初余额	16948	24318	32648	35192	44930
P/B	3.2	2.4	2.1	1.8	1.6	货币资金的期末余额	24318	32648	35192	44930	54604
EV/EBITDA	12.3	13.2	10.3	8.3	8.3	企业自由现金流	16000	4639	6203	15132	16860
						权益自由现金流	14472	12183	6332	14939	15093

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032