

权益金事件落地, 2Q23 或开启高增长

华泰研究

2023 年 4 月 29 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

稀有金属

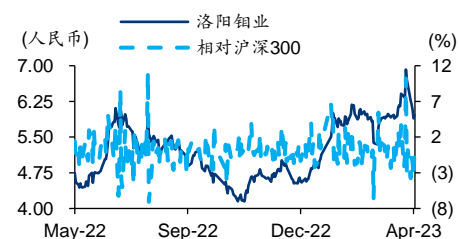
	3993 HK	603993 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 8.83	人民币: 11.53

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

(港币/人民币)	3993 HK	603993 CH
目标价	8.83	11.53
收盘价(截至 4 月 28 日)	4.79	5.96
市值(百万)	103,460	128,731
6 个月平均日成交额(百万)	130.14	779.58
52 周价格范围	2.38-5.80	4.15-6.92
BVPS	2.35	2.35

股价走势图



资料来源: Wind

权益金事项已落地, 2Q23 起有望开启发展和业绩的高速增长期

洛阳钼业 1Q23 实现归母净利润 3.17 亿元, 同环比分别下滑 82.3% 以及 58.3%, 主要受刚果金 TFM 铜钴矿项目权益金事件纠纷导致的销售阻滞所影响, 虽然 1Q23 公司铜钴项目生产正常进行。公司于 4 月 18 日发布公告称已与刚果金国家矿业公司就权益金问题达成共识, 目前出口正在恢复中, 预计公司在刚果金的销售将从 2Q23 起逐步恢复正常, 库存铜钴矿将在今年剩余时间逐步转化为公司的利润。同时公司 KFM/TFM 两大重点项目预计将在今年相继投产, 产能的跃升将为公司带来新一轮强劲的盈利驱动力。维持洛阳钼业 H/A 股“买入”评级, 目标价 8.83 港币 (12.5x 23E-24E EPS 均值, 与 2020 年来 PE 均值一致)/11.53 元 (较 H 股溢价 52%), 23-25E EPS 为 0.50/0.72/0.80 元。

各板块生产稳定, 刚果金铜钴销售 2Q23 起将恢复

公司 1Q23 各板块生产均基本稳定, 销量环比受季节性基数影响有一定下滑: 1) 国内钨钼产量分别同比+8.1%/-1.4%, 环比+12.8%/+27.2%; 销量同比-23.3%/-13.6%, 环比-22.8%/-20.3%; 2) 巴西钼磷产量分别同比-5.9%/-2.4%, 环比-0.3%/-4.8%; 销量同比+3.3%/+12.3%, 环比-5.5%/-37.3%; 3) 澳洲铜金产量同比 19.8%/20.3%, 环比+8.0%/+19.2%; 销量同比+69.3%/+69.9%, 环比-32.2%/-35.4%; 4) 刚果金铜钴产量同比-1.0%/-1.8%, 环比-7.6%/+0.2%, 但未实现销售。随着权益金问题的解决, 铜钴销量有望自 2Q23 起逐步恢复, 同时积累的库存也将同步提速去化。

KFM 以及 TFM 混合矿项目预计今年投产, 新一轮高增长即将开启

公司预计 KFM 一期将于 2Q23 全面投产, 2H23 达产后将年产 9 万吨铜以及 3 万吨钴。TFM 混合矿项目计划今年投产 (新增铜/钴年产量 20 万/1.7 万吨)。随着两大项目的陆续投放, 公司的刚果金板块铜/钴年度产量将从 22 年的 23/1.9 万吨攀升至 24 年的 52/7 万吨/年, 将成为全球最大的钴生产商以及全球前十大铜企。目前公司持有华越镍钴项 30% 股权并于 2023 年初与第二大股东宁德时代宣布将在玻利维亚合作开发锂项目, 实现了锂资源的初步布局。权益金事件解决后, 公司也将与刚果金 Gécamines 在新能源产业拓展合作。洛阳钼业将成为未来 2-3 年成长速度较快的矿业公司之一。

风险提示: 项目进展慢于预期; 大宗商品价格低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	173,863	172,991	198,137	211,616	216,744
+/-%	53.89	(0.50)	14.54	6.80	2.42
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,106	6,067	10,737	15,520	17,335
+/-%	119.26	18.82	76.98	44.54	11.70
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.24	0.28	0.50	0.72	0.80
ROE (%)	12.97	13.25	19.12	22.70	20.44
PE (倍)	25.21	21.22	11.99	8.29	7.43
PB (倍)	3.23	2.49	2.12	1.69	1.38
EV EBITDA (倍)	5.35	3.46	1.63	1.09	0.70

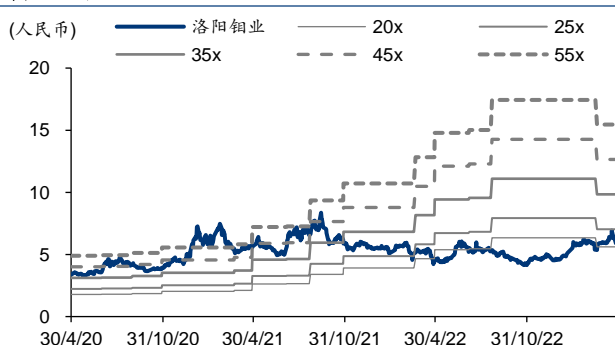
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要季度数据

主要运营数据	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
产量(t)									
钼	4,031	3,968	3,869	4,517	3,812	3,962	3,687	3,653	4,119
钨	2,091	2,181	2,175	2,211	1,943	2,244	1,816	1,506	1,915
铌	1,877	2,070	2,323	2,316	2,423	2,204	2,297	2,288	2,280
磷肥(HA+LA)	255,166	265,340	317,648	278,853	276,480	288,086	291,971	283,463	269,792
TFM 铜	49,687	48,462	54,180	56,791	62,434	62,953	62,004	66,895	61,806
钴	3,300	3,710	4,090	7,401	5,108	5,357	4,812	5,009	5,018
NPM 铜(80%权益)	5,648	6,008	5,928	5,950	5,200	6,063	5,677	5,766	6,227
NPM 黄金(80%权益)(盎司)	4,489	5,154	5,569	4,736	3,790	4,591	4,015	3,825	4,561
主要财务数据(百万元)									
营业收入	39,916	44,900	41,743	47,304	44,525	47,242	40,702	40,522	44,284
主营业务成本	(35,703)	(40,114)	(39,055)	(42,668)	(37,374)	(42,927)	(38,861)	(37,764)	(42,492)
毛利润	4,212	4,787	2,688	4,636	7,151	4,315	1,841	2,758	1,792
毛利率 (%)	11%	11%	6%	10%	16%	9%	5%	7%	4%
销售费用	(20)	(17)	(21)	(31)	(25)	(36)	(25)	(12)	(19)
管理费用	(366)	(318)	(342)	(529)	(466)	(361)	(668)	(296)	(513)
财务费用	(240)	(315)	(364)	(176)	(155)	(574)	(466)	(613)	(643)
税前利润	1,888	2,471	2,015	2,381	3,232	4,680	1,489	403	431
所得税	(663)	(863)	(632)	(1,170)	(1,348)	(1,746)	(82)	562	(158)
少数股东权益	(217)	(207)	(234)	337	(92)	(578)	(250)	(205)	44
归母净利润	1,007	1,401	1,150	1,548	1,792	2,356	1,158	761	317
归母净利率 (%)	3%	3%	3%	3%	4%	5%	3%	2%	1%

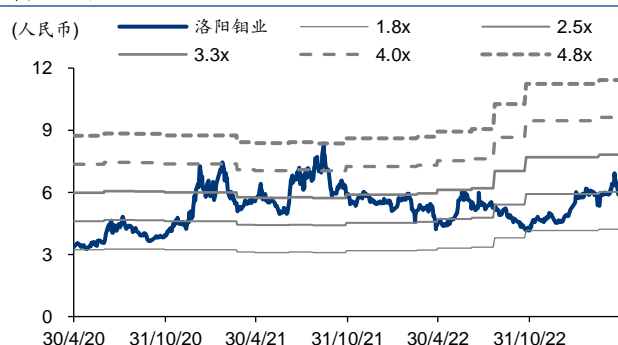
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 洛阳钼业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 洛阳钼业 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	70,956	85,682	92,086	105,354	121,708
现金	24,318	32,648	39,463	50,442	68,380
应收账款	745.90	800.26	970.65	920.74	1,016
其他应收账款	2,158	5,017	5,017	5,017	5,017
预付账款	1,473	2,130	2,130	2,130	2,130
存货	26,960	32,255	31,673	34,012	32,332
其他流动资产	15,301	12,833	12,833	12,833	12,833
非流动资产	66,494	79,337	86,286	93,097	100,562
长期投资	1,249	1,934	1,934	1,934	1,934
固定投资	24,959	28,056	33,629	38,336	42,177
无形资产	19,399	19,448	17,065	14,683	12,300
其他非流动资产	20,886	29,900	33,658	38,144	44,150
资产总计	137,450	165,019	178,372	198,450	222,269
流动负债	50,660	50,061	50,917	50,302	51,008
短期借款	26,912	20,108	20,108	20,108	20,108
应付账款	1,260	1,547	1,484	1,631	1,515
其他流动负债	22,488	28,406	29,326	28,564	29,385
非流动负债	38,525	52,921	52,921	52,921	52,921
长期借款	13,611	18,975	18,975	18,975	18,975
其他非流动负债	24,915	33,946	33,946	33,946	33,946
负债合计	89,186	102,982	103,838	103,223	103,928
少数股东权益	8,419	10,339	13,918	19,091	24,870
股本	4,320	4,320	4,320	4,320	4,320
资本公积	26,770	26,357	26,357	26,357	26,357
留存公积	15,162	19,704	28,621	44,142	61,477
归属母公司股东权益	39,845	51,699	60,616	76,136	93,471
负债和股东权益	137,450	165,019	178,372	198,450	222,269

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	6,191	15,454	23,988	26,881	35,073
净利润	5,428	7,192	14,317	20,694	23,114
折旧摊销	3,990	4,337	6,809	7,675	8,542
财务费用	1,095	1,808	2,321	2,143	1,854
投资损失	(110.30)	(725.92)	(725.92)	(725.92)	(725.92)
营运资金变动	(8,882)	(1,571)	1,268	(2,904)	2,290
其他经营现金	4,670	4,413	0.01	0.00	0.00
投资活动现金	(4,892)	(7,372)	(13,032)	(13,760)	(15,281)
资本支出	(4,282)	(10,518)	(11,171)	(11,928)	(13,175)
长期投资	118.00	1,730	725.92	725.92	725.92
其他投资现金	(728.13)	1,416	(2,587)	(2,558)	(2,831)
筹资活动现金	7,889	(2,097)	(4,141)	(2,143)	(1,854)
短期借款	3,682	6,269	0.00	0.00	0.00
长期借款	203.36	(1,876)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(619.45)	(412.60)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	4,623	(6,077)	(4,141)	(2,143)	(1,854)
现金净增加额	8,944	8,653	6,816	10,979	17,938

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	173,863	172,991	198,137	211,616	216,744
营业成本	157,540	156,926	169,415	174,072	175,820
营业税金及附加	1,256	1,235	1,415	1,511	1,548
营业费用	89.75	97.17	111.29	118.87	121.75
管理费用	1,556	1,791	2,576	2,751	2,818
财务费用	1,095	1,808	2,321	2,143	1,854
资产减值损失	(60.73)	(65.27)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	(3,368)	(1,611)	(1,611)	(1,611)	(1,611)
投资净收益	110.30	725.92	725.92	725.92	725.92
营业利润	8,789	9,889	20,469	29,160	32,712
营业外收入	19.16	19.67	0.00	0.00	0.00
营业外支出	(52.52)	(104.26)	0.00	0.00	0.00
利润总额	8,755	9,804	20,469	29,160	32,712
所得税	3,328	2,613	6,152	8,466	9,598
净利润	5,428	7,192	14,317	20,694	23,114
少数股东损益	321.59	1,125	3,579	5,173	5,778
归属母公司净利润	5,106	6,067	10,737	15,520	17,335
EBITDA	9,856	15,950	29,599	38,978	43,107
EPS (人民币, 基本)	0.24	0.28	0.50	0.72	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	53.89	(0.50)	14.54	6.80	2.42
营业利润	198.19	12.52	106.98	42.46	12.18
归属母公司净利润	119.26	18.82	76.98	44.54	11.70
获利能力 (%)					
毛利率	9.39	9.29	14.50	17.74	18.88
净利率	3.12	4.16	7.23	9.78	10.66
ROE	12.97	13.25	19.12	22.70	20.44
ROIC	12.49	11.63	22.24	28.94	32.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.89	62.41	58.21	52.01	46.76
净负债比率 (%)	91.87	72.29	46.12	24.57	4.61
流动比率	1.40	1.71	1.81	2.09	2.39
速动比率	0.55	0.78	0.90	1.13	1.47
营运能力					
总资产周转率	1.34	1.14	1.15	1.12	1.03
应收账款周转率	240.13	223.77	223.77	223.77	223.77
应付账款周转率	147.43	111.79	111.79	111.79	111.79
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.28	0.50	0.72	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.72	1.11	1.24	1.62
每股净资产(最新摊薄)	1.84	2.39	2.81	3.52	4.33
估值比率					
PE (倍)	25.21	21.22	11.99	8.29	7.43
PB (倍)	3.23	2.49	2.12	1.69	1.38
EV EBITDA (倍)	5.35	3.46	1.63	1.09	0.70

免责声明

分析师声明

本人，王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司