

黎明前的黑暗，期待二季度出口恢复+KFM 投产

2023 年 05 月 04 日

➤ **事件：公司发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 442.84 亿元，同比减少 0.5%、环比增长 9.3%；归母净利润 3.17 亿元，同比减少 82.3%、环比减少 58.3%；扣非归母净利 0.66 亿元，同比减少 96.1%、环比减少 95.2%。业绩低于预期。

➤ **分板块来看，铜钴板块未形成销售拖累利润，钼钨板块表现亮眼，总部费用或成为较大的利润拖累项。**

①**铜钴板块：**2023Q1 刚果金铜钴产量分别为 7.2/0.51 万吨，同比增长 9%/0.2%，主要增量为 KFM 投产贡献（4375 吨铜+102 吨钴），但是由于权益金事项造成的出口受阻，产量并未形成销售。目前公司已于刚果金国家矿业公司就 TFM 权益金问题达成共识，出口正在恢复中，二季度销售或将回归正常，预计半年内或可将目前的 20 万吨铜库存进行销售。

②**钼钨板块：**2023Q1 中国钼钨板块产量分别为 4119/1915 吨，销量分别为 2851/1495 吨（环比-22.8%/-20.3%），销售不及产量主要是因为金属价格高位影响需求，钼/钨 Q1 均价分别为 47.9/11.8 万元/金属吨，环比分别增长 40.3%/7.4%，得益于售价增长，钼钨板块盈利较好。

③**铌磷板块：**2023Q1 巴西铌磷板块产量分别为 2280 吨/27 万吨，销量分别为 2230 吨/28 万吨（环比-5.5%/-37.3%），磷肥销量环比下跌较多主要是因为 2022Q4 销售了 Q3 的部分库存，导致销量较大，Q1 恢复正常故销售环比下跌。铌铁/磷酸一铵 Q1 均价分别为 23.1 万元/吨和 612.5 美元/吨，环比分别变化-0.2%和+6.6%。

④**其他板块：**IXM 商业毛利 2 亿左右，净利润或约 1 亿。投资收益 1.6 亿元，其中主要是华越镍钴项目贡献，总部费用亏损此前都是由铜钴板块承担，由于铜钴板块 Q1 亏损，因此总部费用亏损或对总盈利拖累较大。

➤ **核心看点：**

①**聚焦铜钴，产量倍增在即。**随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，我们预计 2023-2025 年公司铜产量将达到 41.5/53.5/57.5 万吨，钴产量将达到 4.95/6.36/6.7 万吨。2022-2025 年铜产量 CAGR 为 27.6%，钴产量 CAGR 为 48.9%。

②**华越镍钴项目满产贡献新的利润增量。**项目年产 6 万吨镍金属量的混合氢氧化镍钴，已于 2021 年 12 月正式投产，2022 年 4 月达产，2023 年将全年满产，成为公司新的利润增长点。

③**携手宁德时代，合作开发世界最大盐湖。**投资 10 亿美元建设两座采用直接锂萃取工艺的锂冶炼厂，产能合计 5 万吨电池级碳酸锂/年。

④**员工持股彰显管理层信心。**2020-2022 年连续三年回购股票进行员工持股，管理层利益与投资者绑定。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司归母净利润为 100.92、119.05、126.39 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.59 元，对应最新股价（5 月 4 日）的 PE 分别为 12X/10X/10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴等主要金属价格下跌，地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	172991	196135	204840	208230
增长率 (%)	-0.5	13.4	4.4	1.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6067	10092	11905	12639
增长率 (%)	18.8	66.3	18.0	6.2
每股收益 (元)	0.28	0.47	0.55	0.59
PE	20	12	10	10
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.70 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2022 年年报点评：销售不畅影响 Q4 利润，期待刚果金“双子星”投产-2023/03/19
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：产量计划超预期，2023 年迎量价齐升-2023/02/01
3. 洛阳钼业 (603993.SH) 2021 年年报点评：主要金属品种量价齐升，业绩同比大增-2022/03/20
4. 洛阳钼业 (603993) 中报点评：业绩高增，关注铜钴扩产-2021/08/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	172991	196135	204840	208230
营业成本	156926	175808	181468	183616
营业税金及附加	1235	1455	1520	1545
销售费用	97	113	118	120
管理费用	1791	2032	2122	2157
研发费用	389	350	365	371
EBIT	12608	16453	19326	20502
财务费用	1808	1167	1186	1196
资产减值损失	-65	0	0	0
投资收益	726	785	819	833
营业利润	9889	16079	18968	20148
营业外收支	-85	0	0	0
利润总额	9804	16079	18968	20148
所得税	2613	4206	4962	5279
净利润	7192	11872	14006	14869
归属于母公司净利润	6067	10092	11905	12639
EBITDA	17139	21337	25042	26976

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32648	31071	30441	37929
应收账款及票据	800	989	1033	1050
预付款项	2130	2131	2200	2226
存货	32255	33942	35035	35449
其他流动资产	17850	16753	15187	15261
流动资产合计	85682	84887	83896	91915
长期股权投资	1934	2718	3538	4371
固定资产	28056	32759	37004	41191
无形资产	19448	19491	19491	19491
非流动资产合计	79337	88321	93808	97383
资产合计	165019	173207	177704	189298
短期借款	20108	20108	20108	20108
应付账款及票据	3957	3871	3996	4043
其他流动负债	25997	24200	17593	17708
流动负债合计	50061	48179	41697	41858
长期借款	18975	18975	18975	18975
其他长期负债	33946	33955	33940	34058
非流动负债合计	52921	52930	52915	53033
负债合计	102982	101109	94612	94891
股本	4320	4320	4320	4320
少数股东权益	10339	12120	14221	16451
股东权益合计	62037	72099	83092	94407
负债和股东权益合计	165019	173207	177704	189298

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.50	13.38	4.44	1.66
EBIT 增长率	-4.35	30.49	17.46	6.08
净利润增长率	18.82	66.34	17.97	6.16
盈利能力 (%)				
毛利率	9.29	10.36	11.41	11.82
净利润率	3.51	5.15	5.81	6.07
总资产收益率 ROA	3.68	5.83	6.70	6.68
净资产收益率 ROE	11.74	16.83	17.29	16.21
偿债能力				
流动比率	1.71	1.76	2.01	2.20
速动比率	0.90	0.88	1.01	1.19
现金比率	0.65	0.64	0.73	0.91
资产负债率 (%)	62.41	58.37	53.24	50.13
经营效率				
应收账款周转天数	1.69	1.84	1.84	1.84
存货周转天数	75.02	70.47	70.47	70.47
总资产周转率	1.14	1.16	1.17	1.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.47	0.55	0.59
每股净资产	2.39	2.78	3.19	3.61
每股经营现金流	0.72	0.69	0.90	1.00
每股股利	0.00	0.14	0.16	0.17
估值分析				
PE	20	12	10	10
PB	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.31	6.75	5.50	4.83
股息收益率 (%)	0.00	2.45	2.89	3.06

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7192	11872	14006	14869
折旧和摊销	4531	4884	5716	6475
营运资金变动	-159	-2664	-973	-371
经营活动现金流	15454	14859	19479	21692
资本开支	-10470	-12926	-10236	-9053
投资	1804	0	0	0
投资活动现金流	-7372	-12926	-8478	-9053
股权募资	997	0	0	0
债务募资	-1876	0	-6905	0
筹资活动现金流	-2097	-3510	-11631	-5152
现金净流量	8653	-1577	-629	7487

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026