

买入

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 有色金属 · 小金属

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen. com. cn 执证编码: S0980520040001
联系人: 焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen. com. cn

事项:

公司公告: 公司拟开发刚果(金) KFM 工程一期项目, 本次 KFM 开发项目(一期)建设投资 18.26 亿美元, 其中工程费用 14.27 亿美元, 工程建设其他费用 1.61 亿美元, 预备费 2.38 亿美元, 资金来源为企业自有和企业自筹。项目自 2021 年 3 月开始筹备, 预计 2023 年上半年投产, 项目设计最大规模为采选冶矿石 450 万吨/年, 未来达产后预计新增年平均 9 万吨铜金属和 3 万吨钴金属, 项目产品主要为阴极铜、粗制氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。

国信有色观点: 1) 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, 成为全球最大的钴原料供应商; 2) 我们上调公司铜、钴产销量预测, 由原来 2022-2024 铜产量 25/30/45 万吨上调至 25/32.25/54 万吨, 将原来 2022-2024 钴产量 20000/24000/37000 吨上调至 20000/31500/67000 吨; 3) 我们上调了公司 2022-2024 年归母净利润至 75.96/97.28/159.8 亿元(此前预计 75.96/85.27/111.76 亿元), 对应 PE 16.3/12.7/7.7x。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实现新跨越, 充分收益于新能源金属行业及磷肥行业高景气周期, 独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 公司公告建设 KFM 项目, 是世界上最大、最高品位的未开发的铜钴矿之一

6 月 30 日, 公司发布公告, 《关于投资建设刚果(金) KFM 开发项目的议案》已经公司第六届董事会第六次临时会议审议通过, 公司拟开发刚果(金) KFM 工程一期项目, 本次 KFM 开发项目(一期)建设投资 18.26 亿美元, 其中: 工程费用 14.27 亿美元, 工程建设其他费用 1.61 亿美元, 预备费 2.38 亿美元, 资金来源为企业自有和企业自筹。项目自 2021 年 3 月开始筹备, 预计 2023 年上半年投产, 项目设计最大规模为采选冶矿石 450 万吨/年, 未来达产后预计新增年平均 9 万吨铜金属和 3 万吨钴金属, 项目产品主要为阴极铜、粗制氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。

1、KFM 项目概况

Kisanfu 铜钴矿是位于 TFM 铜钴矿西南 33 公里处的大型铜钴矿床, KFM 控股通过 Phelps Dodge Congo S. A. R. L. (PDC) 持有该铜钴矿 95% 权益, 刚果(金)政府持有另外的 5% 权益。Kisanfu 铜钴矿总资源量约 3.65 亿吨矿石, 铜平均品位约 1.72%, 含铜金属约 628 万吨; 钴平均品位约 0.85%, 含钴金属量约 310 万吨。

表1: KFM 铜钴矿基本情况

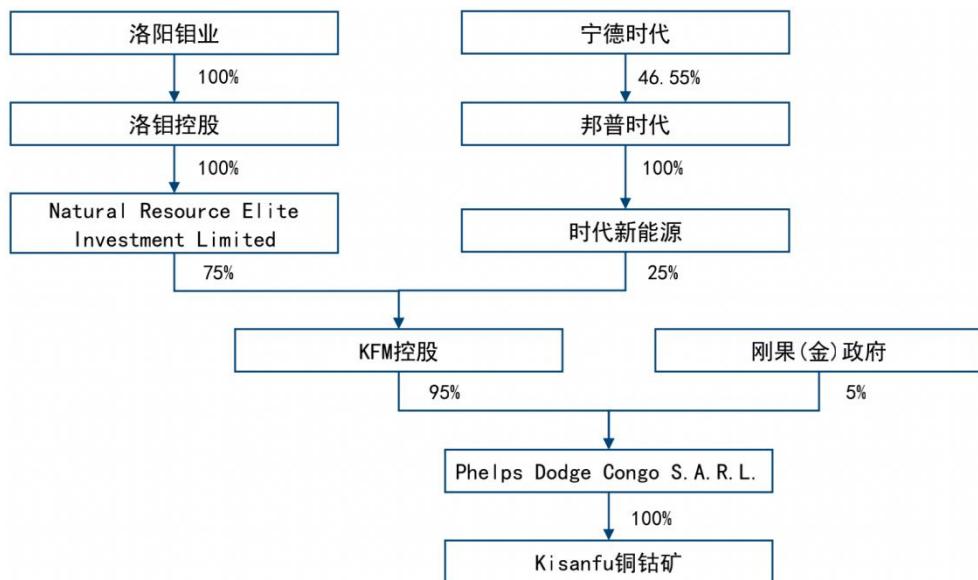
主要品种	资源量			矿证有效期
	矿石量(百万吨)	品位(%)	金属量(万吨)	
刚果(金)KFM 铜钴矿	铜 365	1.72	627.80	2047-03-14
	钴 365	0.85	310.25	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2020年12月，公司通过洛钼控股的全资子公司Natural Resource Elite Investment Limited以5.5亿美元自FCX处购买了其间接持有的百慕大子公司Jenny East和Kisanfu 100%的股份，从而间接获得PDC 95%的股份，即获得Kisanfu铜钴矿95%的权益。

2021年4月，洛钼控股与邦普时代签订了框架性合作协议，邦普时代通过全资子公司时代新能源以总对价1.375亿美元获得KFM Holding Limited (KFM控股) 25%的股权。交易完成后，洛钼控股与邦普时代在KFM控股的持股比例分别为75%和25%。

图1: Kisanfu铜钴矿矿权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、KFM助力公司成为全球最大钴原料供应商

在钴行业，当前公司钴产量位于全球第二位，与嘉能可同属全球领先的钴生产商。2021年嘉能可钴产量3.13万吨，洛阳钼业钴产量1.85万吨。以全球龙头企业各个钴矿达到近年来最大产量测算，其最大产量为5.6万吨。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，成为全球最大的钴原料供应商。

表2: 嘉能可与洛阳钼业钴产量对比(吨)

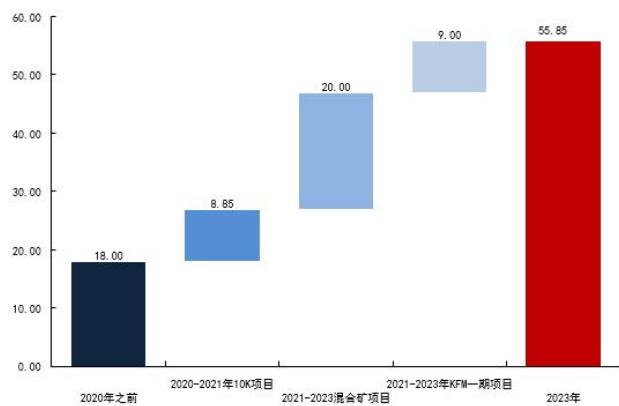
公司	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
嘉能可	28300	27400	42200	46300	27400	31300
Mutanda	24500	23900	27300	25100	0	3900
Katanga			11100	17100	23900	23800
Murrin Murrin	2800	2700	2900	3400	2900	2500
Sudbury, Raglan	1000	800	900	700	600	1100
洛阳钼业	1574	16419	18747	16098	15436	18501
TFM	1574	16419	18747	16098	15436	18501

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

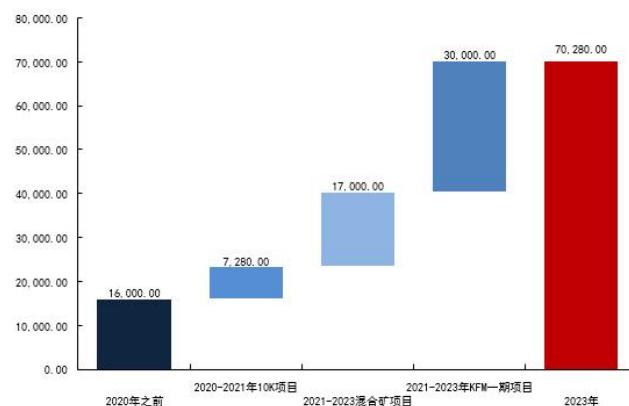
对于钴行业而言，加速开发刚果(金)铜钴矿的丰富资源，有利于更好地满足新能源产业发展对钴金属需求的增长，缓解电池厂商和汽车厂商对钴资源长期供应不足的担忧，维护产业链可持续发展。未来，公司将根据市场供求情况，适度调整排产计划，维护市场相对均衡。

图2: 公司在刚果(金)铜扩产规划(万吨)

图3: 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

3、对公司 2023-2024 年业绩影响

公司预计 KFM 项目于 2023 年上半年投产，参考公司过往项目进度，预计 KFM 项目爬坡期 6 个月，项目将于 2024 年满产。出于审慎考虑，我们预计 2023 年 KFM 项目释放 1/4 产量，即 2.25 万吨铜和 0.75 万吨钴，到 2024 年 KFM 项目实现满产，年产铜 9 万吨，产钴 3 万吨。因此我们将公司铜、钴产销量预测上调，由原来 2022-2024 铜产量 25/30/45 万吨上调至 25/32.25/54 万吨，将原来 2022-2024 钴产量 20000/24000/37000 吨上调至 20000/31500/67000 吨。我们上调了公司 2022-2024 年归母净利润至 75.96/97.28/159.8 亿元（此前预计 75.96/85.27/111.76 亿元）。

◆ 公司拥有全球顶级铜钴矿资源，两大世界级项目建设助力公司实现新跨越

公司在行业底部成功并购世界级矿山，拥有刚果（金）TFM 和 KFM 两大全球顶级铜钴矿资源，TFM 铜钴矿是全球范围内储量最大、品位最高的在产铜钴矿之一，开采成本具有很强的竞争力；与之毗邻的 KFM 铜钴矿是世界级绿地项目，资源量丰富。2022 年是公司建设年，将加快 TFM 混合矿、KFM 两个世界级项目建设，其中 TFM 混合矿项目将使公司铜钴矿产能翻倍，KFM 一期项目助力公司成为全球最大钴原料供应商。

◆ 投资建议：铜钴资源巨头，世界级项目建设助力公司产能跨越，维持“买入”评级

我们上调了公司 2022-2024 年归母净利润至 75.96/97.28/159.8 亿元（此前预计 75.96/85.27/111.76 亿元），对应 PE 16.3/12.7/7.7x。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实现新跨越，充分收益于新能源金属行业及磷肥行业高景气周期，独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长，维持公司“买入”评级。

◆ 风险提示

新增项目推进不及预期；大宗商品价格波动风险。

相关研究报告：

《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

《洛阳钼业-603993-2021 年三季报点评：21Q3 利润保持平稳，矿山金属产量符合预期》——2021-10-28

《洛阳钼业-603993-2021 年中报点评：上半年业绩表现亮眼，铜钴板块扩产提速》——2021-08-25

《洛阳钼业-603993-2020 年年报点评：内部降本增效成果显著，未来铜钴板块增长值得期待》——2021-03-26

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16948	24318	18971	27627	42100	营业收入	112981	173863	209538	215954	235760
应收款项	2034	2494	3006	3098	3382	营业成本	104536	157540	191314	193521	200140
存货净额	21170	26960	32726	33023	34112	营业税金及附加	892	1256	1514	1560	1703
其他流动资产	9652	9493	11441	11791	12872	销售费用	73	90	105	108	118
流动资产合计	57240	70956	73834	83230	100157	管理费用	1330	1556	1865	1922	2098
固定资产	27287	28841	32896	36431	39525	研发费用	174	272	335	346	377
无形资产及其他	21512	19399	18623	17847	17071	财务费用	1323	1095	1320	1361	1485
投资性房地产	15055	17004	17004	17004	17004	投资收益	409	110	400	600	600
长期股权投资	1348	1249	1249	1249	1249	资产减值及公允价值变动	(1669)	(3307)	(113)	(113)	(113)
资产总计	122441	137450	143607	155761	175007	其他收入	(618)	(341)	(297)	(308)	(339)
短期借款及交易性金融负债	25794	31866	27203	28109	28880	营业利润	2947	8789	13410	17661	30363
应付款项	1505	4166	5057	5103	5271	营业外净收支	(71)	(33)	11	11	11
其他流动负债	15059	14628	17981	20524	23947	利润总额	2876	8755	13420	17672	30373
流动负债合计	42358	50660	50241	53736	58099	所得税费用	398	3328	4026	5302	9112
长期借款及应付债券	18992	14761	14761	14761	14761	少数股东损益	150	322	1799	2642	5280
其他长期负债	13757	23765	23765	23765	23765	归属于母公司净利润	2329	5106	7596	9728	15982
长期负债合计	32748	38525	38525	38525	38525	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	75106	89186	88766	92262	96624	净利润	2329	5106	7596	9728	15982
少数股东权益	8443	8419	9678	11527	15223	资产减值准备	209	(186)	16	7	7
股东权益	38892	39845	45162	51972	63159	折旧摊销	4108	3990	3593	4120	4561
负债和股东权益总计	122441	137450	143607	155761	175007	公允价值变动损失	1669	3307	113	113	113
						财务费用	1323	1095	1320	1361	1485
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	4150	4012	(3965)	1857	1144
每股收益	0.11	0.24	0.35	0.45	0.74	其它	(231)	344	1243	1843	3689
每股红利	0.12	0.12	0.11	0.14	0.22	经营活动现金流	12233	16573	8595	17668	25496
每股净资产	1.80	1.84	2.09	2.41	2.92	资本开支	(1474)	(322)	(7000)	(7000)	(7000)
ROIC	8%	11%	12%	15%	24%	其它投资现金流	284	(256)	0	0	0
ROE	6%	13%	17%	19%	25%	投资活动现金流	(1504)	(479)	(7000)	(7000)	(7000)
毛利率	7%	9%	9%	10%	15%	权益性融资	(453)	1005	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	7%	9%	13%	负债净变化	(919)	(1750)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	9%	10%	15%	支付股利、利息	(2679)	(2601)	(2279)	(2918)	(4794)
收入增长	65%	54%	21%	3%	9%	其它融资现金流	(1781)	(1027)	(4663)	906	772
净利润增长率	25%	119%	49%	28%	64%	融资活动现金流	(9429)	(8724)	(6942)	(2012)	(4023)
资产负债率	68%	71%	69%	67%	64%	现金净变动	1300	7370	(5347)	8656	14473
息率	2.2%	2.1%	1.8%	2.4%	3.9%	货币资金的期初余额	15648	16948	24318	18971	27627
P/E	53.1	24.2	16.3	12.7	7.7	货币资金的期末余额	16948	24318	18971	27627	42100
P/B	3.2	3.1	2.7	2.4	2.0	企业自由现金流	12083	16000	2711	11925	20631
EV/EBITDA	19.4	12.2	11.8	9.6	6.1	权益自由现金流	9383	13223	(3037)	11834	20582

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 ±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 ±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提供。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