

洛阳钼业 (603993. SH)

加速新能源金属资源全球布局，铜钴矿放量迈入“上台阶”新时期

投资要点：

- 铜钴项目预计年内投产，产能产量攀升再上新台阶。**随着TFM混合矿、KFM铜钴矿两个世界级项目建设和投产，2023年铜钴产能产量有望大幅攀升。我们预计2023年-2025年刚果（金）TFM和KFM项目合计产铜39/47/48万吨，2023-2025年分别同比增长53%/21%/2%。
- 权益金问题已解决，铜产品迎来量价共振。**在铜钴产量跃升的背景下，叠加权益金问题解决后铜钴去库预期，公司将凭借IXM的渠道优势扩大铜钴销量。我们预计2023年刚果（金）铜、钴销量分别达45.19万吨和5.34万吨，同比增长247%和325%。另一方面，美联储加息周期接近尾声，美元指数将由强转弱，铜价重心得到支撑上移，铜产品将迎来量价共振，贡献重要边际增量。
- 加快布局新能源金属资源，多元产品组合抵御周期波动。**公司携手宁德时代加快布局新能源板块，玻利维亚年产能5万吨碳酸锂项目是其中典型代表。目前公司已布局铜、钴、镍及锂等资源，进一步巩固公司在能源转型原材料供应领域的领先地位。此外公司还拥有钼、钨、铌、磷和金等独特稀缺的产品组合，能更好抵御资源周期波动风险，增强抗风险能力。
- 盈利预测与投资建议：**随着TFM混合矿、KFM铜钴矿两个世界级项目建设和投产，2023年铜钴产能产量将大幅攀升，公司整体业绩迈上新台阶。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为120/138/141亿元，对应EPS为0.56/0.64/0.65元/股。参考可比公司，给予2023年15倍PE，对应目标价8.4元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**（1）铜价下跌；（2）主要项目投产不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	173,863	172,991	195,052	212,947	219,999
增长率	53.9%	-0.5%	12.8%	9.2%	3.3%
净利润（百万元）	5,106	6,067	12,028	13,787	14,087
增长率	119%	19%	98%	15%	2%
EPS（元/股）	0.24	0.28	0.56	0.64	0.65
市盈率（P/E）	29.3	24.6	12.4	10.8	10.6
市净率（P/B）	3.8	2.9	2.4	1.9	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

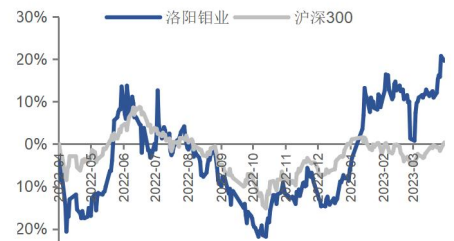
买入(首次评级)

当前价格：6.92元
 目标价格：8.4元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	21599/17666
总市值/流通市值（百万元）	149467/122247
每股净资产（元）	2.35
资产负债率（%）	62.41
一年内最高/最低（元）	6.92/4.15

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号：S0210522090001
 邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

(1) 量：假设各板块项目完成2023年年度生产指引中值目标，NPM铜金矿、TFM铜钴矿继续爬产，其余板块项目24、25年完成2023年年度生产指引最高值目标。预计2023-2025年中国产铜、钨分别为1.35/1.5/1.5万吨和0.7/0.75/0.75万吨；澳洲NPM产铜、金分别为2.55/2.7/2.85万吨和2.6/2.7/2.8万盎司；巴西产钨、磷肥分别为0.92/1/1万吨和115/125/125万吨；刚果（金）TFM项目产铜、钴分别为31/38/39万吨和2.25/3.2/3.3万吨；刚果（金）KFM项目产铜、钴分别为8/9/9万吨和2.7/3/3万吨。假设2023-2025年公司生产的相关产品全部售出，其中预计TFM项目在权益金问题解决后将加速铜钴库存去化，预计2023-2025年刚果（金）（TFM+KFM）铜、钴销量分别为45.19/50.72/50.48万吨和5.34/6.43/6.45万吨。2023-2025矿产贸易量为620/670/700万吨。

(2) 价：2023年铜供需总体处于紧平衡，预计铜价随美元指数走弱得到支撑上移并保持高位运行。其他金属产品中谨慎看好黄金价格；预计钼铁、钨铁、仲钨酸铵价格企稳震荡；MB标准级钴、磷酸一铵价格预计较去年有所下行。

(3) 利：公司近年来生产经营保持稳健，矿山采掘及加工业务盈利能力强。预计公司2023年-2025年铜钨板块毛利率33.98%/34.1%/34.1%；铜金板块毛利率28.37%/22.8%/22.54%；钨磷板块毛利率33.64%/31.08%/31.08%；铜钴板块毛利率42.01%/42.46%/42.51%。预计2023年-2025年矿产贸易业务毛利率为3.6%。

我们区别于市场的观点

市场担忧2023年全球精炼铜过剩，铜价承压。我们认为：2023年随着全球铜精矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，铜精矿供给将得到改善。需求方面，中国经济复苏预期带动中国铜消费继续回升，同时全球新能源产业对铜消费增量的拉动显著，2023年铜供需总体处于紧平衡。宏观层面，美联储加息周期接近尾声，美元指数将由强转弱，叠加铜显性库存处于历史低位，铜价重心得到支撑上移。

股价上涨的催化因素

铜价上涨。

估值与目标

随着TFM混合矿、KFM铜钴矿两个世界级项目建设和投产，2023年铜钴产能产量将大幅攀升，公司整体业绩迈上新台阶。我们预计公司2023-2025年归母净利分别为120/138/141亿元，对应EPS为0.56/0.64/0.65元/股。参考可比公司，给予2023年15倍PE，对应目标价8.4元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

(1) 铜价下跌；(2) 主要项目投产不及预期。

正文目录

1 洛阳钼业	6
1.1 全球布局的资源公司	6
1.2 携手宁德时代，开启新篇章	6
1.3 “矿山+贸易”模式打造新竞争力	7
1.4 营收保持平稳，归母净利润创历史佳绩	7
1.5 产量攀新高，年度生产目标再上新台阶	8
1.6 可比公司财务指标对比	9
2 世界级铜钴资源，铜价获得支撑上行	10
2.1 铜钴项目投产，产量大幅攀升	10
2.1.1 两大世界级铜钴项目	10
2.1.2 2022 年权益金问题冲击销售，2023 年已迎来反转	11
2.1.3 项目投产叠加去库，铜钴板块迎来强劲增长	12
2.1.4 铜钴板块毛利水平处于历史高位	13
2.1.5 铜相关产品迎来量价共振	13
2.2 铜供需偏紧，宏观面支撑铜价	14
2.2.1 铜价复盘，价格有支撑	14
2.2.2 铜供给改善：新扩建项目投产，再生铜增长稳定	14
2.2.3 铜需求修复，传统消费复苏，新能源增量强劲	17
2.2.4 供需紧平衡，继续看好铜价	21
3 发力锂资源开采，多元布局其他金属	22
3.1 加快布局新能源金属领域	22
3.2 形成多元金属发展格局	22
3.2.1 继续巩固中国钨钼板块	22
3.2.2 巴西钼磷板块运营稳健	23
3.2.3 澳洲 NPM 铜金矿产量提振	24
4 盈利预测及估值	24
4.1 核心假设	24
4.2 盈利预测	25
4.3 估值及投资建议	26
5 风险提示	27

图表目录

图表 1：矿业业务版图向全球扩张	6
图表 2：公司股权结构图（截至 2022 年年报）	7
图表 3：2022 年营收保持平稳	7
图表 4：2022 年归母净利润创历史最佳	7
图表 5：2022 年公司营收构成	8
图表 6：矿山业务各板块营收情况	8
图表 7：2022 年公司毛利构成	8
图表 8：公司各业务板块毛利率	8
图表 9：2022 年产量目标完成情况	9
图表 10：2023 年年度生产指引	9
图表 11：整体毛利率较低（%）	10
图表 12：ROE 处于同行中游（%）	10
图表 13：存货周转天数较低（天）	10

图表 14: 期间费用率较低 (%)	10
图表 15: 全球主要铜矿企业 2022 年铜产量	10
图表 16: 刚果(金)铜钴矿资源情况	11
图表 17: 刚果(金)铜钴扩产项目进展	11
图表 18: TFM 铜产销趋势	12
图表 19: TFM 钴产销趋势	12
图表 20: 2022 年各季度 TFM 铜产销情况	12
图表 21: 2022 年各季度 TFM 钴产销情况	12
图表 22: 项目投产推动刚果(金)铜产量提升	12
图表 23: 项目投产推动刚果(金)钴产量提升	12
图表 24: 刚果(金)铜销量有望大幅跃升	13
图表 25: 刚果(金)钴销量有望大幅跃升	13
图表 26: 铜钴板块毛利率站上高位	13
图表 27: 美元指数压制铜价	14
图表 28: 通胀预期支撑铜价	14
图表 29: 2022 年全球铜矿资源储量结构	14
图表 30: 2022 年全球铜矿产量分布	14
图表 31: 2022 年全球主要国家铜矿储采比/年	15
图表 32: 全球铜矿产量和同比增速	15
图表 33: 铜矿山平均品位	15
图表 34: 全球铜矿新扩建项目/万吨	15
图表 35: 全球再生铜产量	17
图表 36: 全球和中国铜消费量	17
图表 37: 全球各国铜消费占比	18
图表 38: 中国铜消费结构	18
图表 39: 中国电网投资额	18
图表 40: 中国空调、冰箱产量	18
图表 41: 中国汽车产量	18
图表 42: 中国房地产开、竣工面积	18
图表 43: 全球新能源汽车销量	19
图表 44: 全球新能源汽车用铜量	19
图表 45: 新增充电桩用铜量	19
图表 46: 全球储能用铜量	19
图表 47: 全球光伏、风电装机容量	20
图表 48: 光伏、风力发电成本	20
图表 49: 全球新增光伏装机容量	20
图表 50: 全球新增光伏装机用铜量	20
图表 51: 全球风电新增装机容量	21
图表 52: 全球风电新增装机用铜量	21
图表 53: 全球铜供需情况(万吨)	21
图表 54: 中国钨钼矿资源情况	22
图表 55: 钨产销呈下行趋势	23
图表 56: 钼产销呈下滑趋势	23
图表 57: 巴西铌磷矿资源情况	23
图表 58: 铌产销量较为稳定	23
图表 59: 磷肥产销量较为稳定	23
图表 60: 澳洲 NPM 铜金矿铜资源情况	24
图表 61: NPM 铜产销量有望止跌回升	24



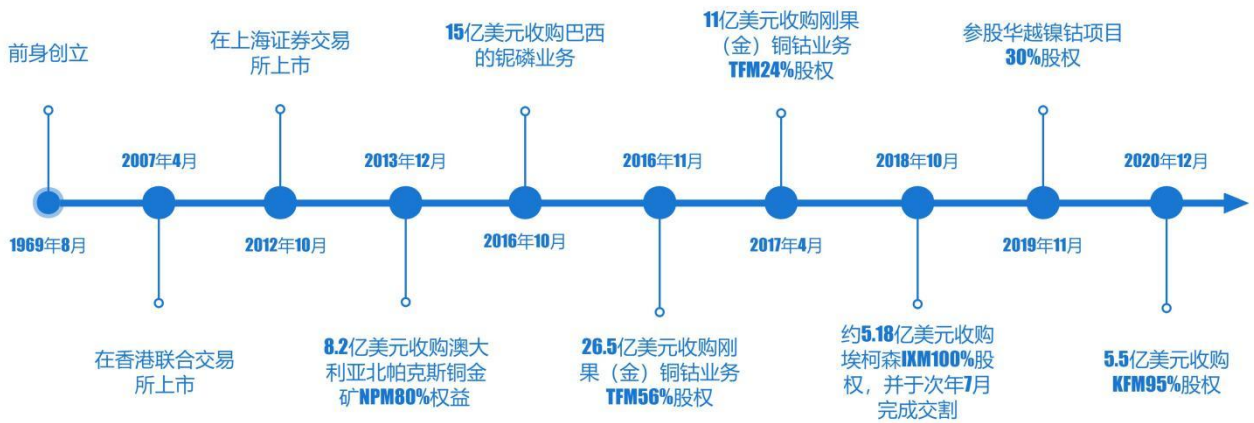
图表 62: NPM 金产销量有望止跌回升	24
图表 63: 盈利预测	25
图表 64: 可比公司估值	26
图表 65: 财务预测摘要	28

1 洛阳钼业

1.1 全球布局的资源公司

洛阳栾川钼业集团股份有限公司的前身创立于1969年，2004年和2014年进行两次混合所有制改革，目前是民营控股的股份制公司。2007年和2012年分别于香港联合交易所和上海证券交易所上市。公司属于有色金属矿采选业，主要从事基本金属、稀有金属的采、选、冶等矿山采掘及加工业务和矿产贸易业务。目前主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，是全球领先的钨、钴、铌、钼生产商和重要的铜生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前三。

图表 1：矿业业务版图向全球扩张



数据来源：公司官网、公司公告、华福证券研究所

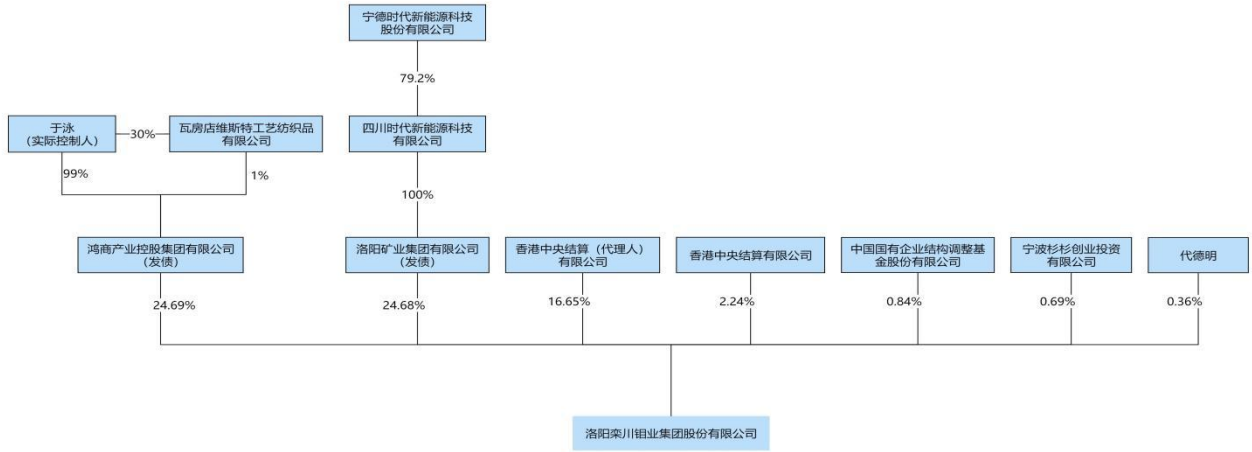
公司的愿景是成为受人尊敬的、现代化、世界级资源公司。为适应全球“双碳”战略机遇，实现公司远景目标，公司明确了今后一段时期“三步走”的发展目标：第一步“打基础”降本增效，通过组织升级和全球管控模式的建立，构建系统，完善机制，筑巢引凤，吸引矿业精英，做好储备。第二步“上台阶”产能倍增，加快TFM混合矿、KFM铜钴矿两个世界级项目建设和投产。伴随产能的提升，队伍在建设世界级项目中得到锤炼。用现代化的治理方式，更加有效管控分子公司，全球治理水平全面上台阶。第三步“大跨越”创世界一流，企业规模、现金流水平达到新高度，人才队伍和项目储备达到新要求，围绕重点区域和重点品种，谋求更大的发展，实现愿景目标。

1.2 携手宁德时代，开启新篇章

公司实际控制人于泳，通过鸿商产业控股集团有限公司间接持有公司24.69%的股份。洛阳矿业集团持有公司24.68%的股份，是公司第二大股东。

2022年9月，宁德时代及其控股子公司四川时代与洛阳国宏三方签署投资框架协议，该交易已于2023年3月正式交割，宁德时代控股子公司四川时代通过矿业集团间接持有公司24.68%的股份，成为洛阳钼业间接第二大股东。

图表 2：公司股权结构图（截至 2022 年年报）



数据来源：公司官网、招股书、华福证券研究所

1.3 “矿山+贸易”模式打造新竞争力

公司于 2019 年 7 月 24 日成功并购 IXM 并完成交割。IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球第三大基本金属贸易商，IXM 及其成员单位构成全球金属贸易网络，业务覆盖全球 80 多个国家，主要业务地区包括中国、拉美、北美和欧洲，同时构建了全球化的物流和仓储体系，产品主要销往亚洲和欧洲。

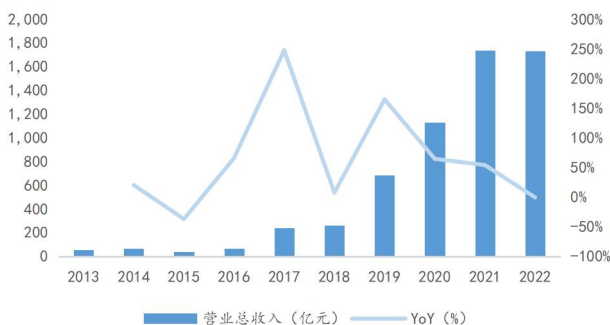
IXM 已负责 TFM 所产铜与钴全部产量、巴西所产铌全部产量及 NPM 所产铜部分产量的对外销售，形成了“铜矿山—IXM—终端加工厂及冶炼厂”、“氢氧化钴—IXM—钴冶炼厂商和新能源下游生产商”、“钕铁生产厂—IXM—消费用户”等经销模式。

IXM 实现公司矿山产业链延伸，并凭借其贸易商的产业地位和渠道优势，助力公司扩大在资源领域的布局和影响，增强公司全球行业竞争力和影响力，合力形成新的商业竞争优势。

1.4 营收保持平稳，归母净利润创历史佳绩

公司 2022 年实现营业收入 1,730 亿元人民币，同比-0.5%，总体保持平稳；实现归属于母公司净利润 60.7 亿元，同比增长 19%；由于 IXM 金属贸易相关损益的同比下降，实现扣非归母公司净利润 60.7 亿元，同比增长 48%，创历史最佳业绩。

图表 3：2022 年营收保持平稳



数据来源：公司历年年报、Wind、华福证券研究所

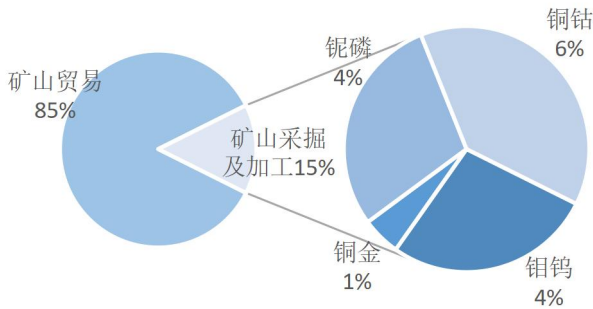
图表 4：2022 年归母净利润创历史最佳



数据来源：公司历年年报、Wind、华福证券研究所

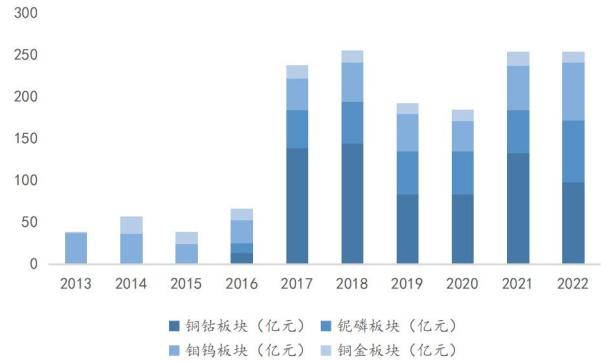
贸易业务贡献主要营收,铜钴板块营收下降。公司 2022 年矿山贸易业务营收占比达 85%，矿山采掘及加工业务营收占比 15%，其中铜钴板块/钨磷板块/钨钼板块/铜金板块分别占总营收的 6%/4%/4%/1%。值得注意的是，2022 年铜钴板块营收 97.5 亿元，同比下降 27%，铜金板块营收 12.93 亿元，同比下降 22%，海外 TFM 铜钴矿和 NPM 铜金矿的营收下降拖累公司整体营收表现。

图表 5：2022 年公司营收构成



数据来源：公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

图表 6：矿山业务各板块营收情况

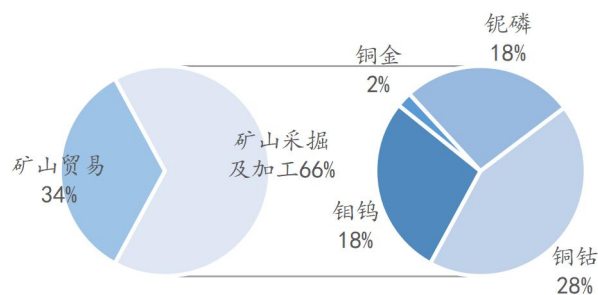


数据来源：公司历年年报、Wind、华福证券研究所

矿山业务贡献主要毛利，铜钴板块毛利占比较高。公司 2022 年矿山采掘及加工业务贡献 66% 的毛利，矿山贸易业务贡献 34% 的毛利，矿山采掘及加工业务中铜钴板块表现抢眼，铜钴板块/钨磷板块/钨钼板块/铜金板块分别占公司毛利的 28%/18%/18%/2%。

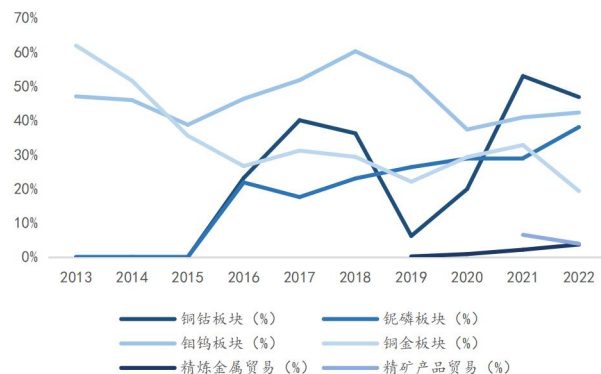
矿山采掘及加工业务各板块整体毛利率水平较高，公司 2022 年铜钴板块/钨磷板块/钨钼板块/铜金板块毛利率分别为 47%/38%/42%/19%。矿山贸易业务中精炼金属贸易和精矿产品贸易毛利率约为 4%。

图表 7：2022 年公司毛利构成



数据来源：公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

图表 8：公司各业务板块毛利率



数据来源：公司历年年报、Wind、华福证券研究所

1.5 产量攀新高，年度生产目标再上新台阶

2022 年公司主要矿产品产量基本超额完成年度任务目标。其中，铜钴板块产量创历史新高，刚果(金)产铜、钴分别为 25.43 万吨(+21.6%)和 2.03 万吨(+9.7%)；钨钼板块因为矿山品位下降，钨、钼产量下降分别为 1.51 万吨(-7.8%)和 0.75 万吨(-13.3%)；钨磷板块产量创历史新高，巴西产钨 0.92 吨(+7.3%)，产磷肥 114

万吨(+2.3%)；铜金板块因为 E48 低价矿体品位下滑产量下降，澳洲产铜 2.27 万吨(-3.5%)，产金 1.62 万盎司(-18.7%)。

图表 9：2022 年产量目标完成情况

主要产品	2022 年全年产量 (万吨)	2022 年生产指引 (万吨)	完成情况 (按指引中值计算)
TFM 铜金属	25.43	22.7-26.7	103%
TFM 钴金属	2.03	1.75-2.05	107%
钼金属	1.51	1.28-1.51	108%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	0.75	0.61-0.72	113%
铌金属	0.92	0.82-0.95	104%
磷肥 (HL+LA)	114	104-122	101%
NPM 铜金属 (80%权益)	2.27	2.25-2.62	93%
NPM 黄金 (80%权益) (万盎司)	1.62	1.73-2.02	86%
实物贸易量	625.5	770-910	74%

数据来源：公司 2021 年、2022 年年度报告、华福证券研究所

根据公司 2023 年年度生产指引，铜钴板块面临 TFM 项目生产持续爬坡和 KFM 项目投产放量双重利好，2023 年 TFM 铜、钴预计产量增速分别为 22%和 11%，KFM 铜、钴预计产量分别达 8 万吨和 2.7 万吨（指引中值）；钼钨板块由于矿山品位下滑，预计钼、钨产量分别下降 11%和 7%；铌磷板块产量预计持平，磷肥产量略有增加 1%；铜金板块由于扩建项目投产，预计 NPM 铜、金产量分别上涨 12%和 60%；矿山贸易业务预计整体贸易量持平，略有下降 1%。

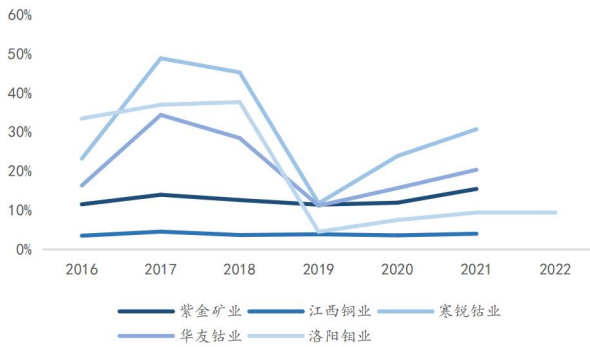
图表 10：2023 年年度生产指引

主要产品	2023 年生产指引 (万吨)	2023 年产量增速 (按指引中值计算)
TFM 铜金属	29.00-33.00	22%
TFM 钴金属	2.10-2.40	11%
KFM 铜金属	7.00-9.00	/
KFM 钴金属	2.40-3.00	/
钼金属	1.20-1.50	-11%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	0.65-0.75	-7%
铌金属	0.84-1.00	0%
磷肥 (HA+AL)	105.00-125.00	1%
NPM 铜金属 (80%权益)	2.40-2.70	12%
NPM 黄金 (80%权益)	2.50-2.70 (万盎司)	60%
实物贸易量	570-670	-1%

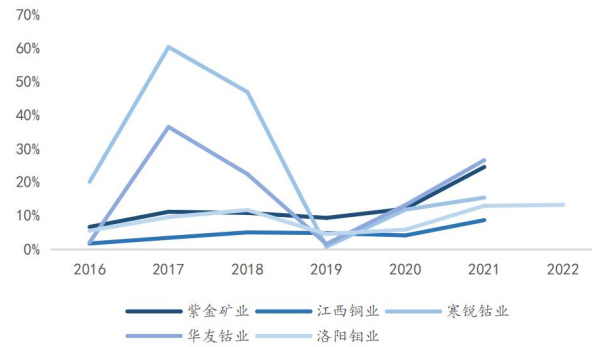
数据来源：公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

1.6 可比公司财务指标对比

公司毛利率在可比上市公司中处于较低水平。由于 2019 年起公司开拓了 IXM 矿山贸易业务，贸易业务大幅拉低公司整体毛利率，2022 年公司矿山贸易业务的营收占比 85%，毛利率 4%。在 ROE 指标上，公司净资产规模较大，净资产收益率较为稳定，处于可比上市公司中游水平。

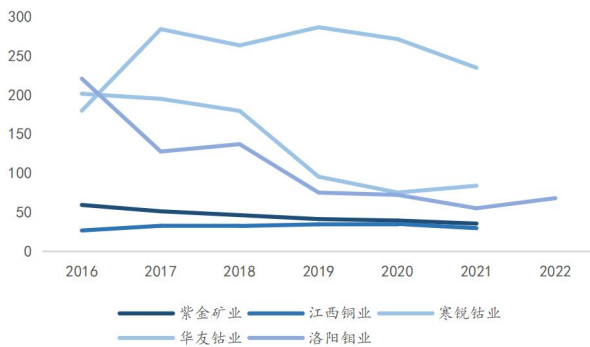
图表 11: 整体毛利率较低 (%)


数据来源: Wind、华福证券研究所

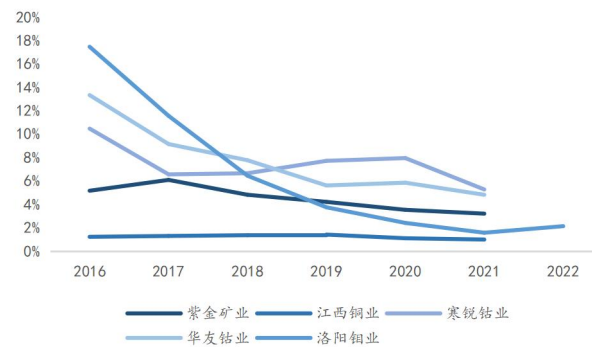
图表 12: ROE 处于同行中游 (%)


数据来源: Wind、华福证券研究所

公司存货周转天数在可比上市公司中处于较低水平。从历史来看,公司在 2019 年引入 IXM 矿山贸易业务后,贸易业务加快了资产周转速度,存货周转天数显著降低。期间费用率方面,贸易业务的引进大幅提高公司营收,受此影响,期间费用的占比目前已降至同行较低水平。

图表 13: 存货周转天数较低 (天)


数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 14: 期间费用率较低 (%)


数据来源: Wind、华福证券研究所

2 世界级铜钴资源,铜价获得支撑上行

2.1 铜钴项目投产,产量大幅攀升

2.1.1 两大世界级铜钴项目

公司为全球重要的铜生产商,2022 年公司产铜 27.7 万吨,同比增长 19%,在全球主要铜矿企业中,增速处于前列。

图表 15: 全球主要铜矿企业 2022 年铜产量


数据来源: 各公司年报、华福证券研究所

于刚果(金)运营的 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，矿区面积超过 1,500 平方公里，公司目前间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。2020 年公司取得毗邻 TFM 矿区的 KFM 铜钴矿是世界级绿地项目，资源量丰富，具备巨大勘探潜力，公司目前间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。

图表 16：刚果（金）铜钴矿资源情况

矿山名称	主要品种	资源量			储量			资源剩余	许可证/采矿权有效期
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)		
刚果（金）TFM 铜钴矿	铜	1374.9	2.26	3101.04	277.5	2.84	789.48	31.4 年	3-12 年
	钴	1374.9	0.26	353.74	277.5	0.3	82.26		
刚果（金）KFM 铜钴矿	铜	199	2.13	423.87	66.5	2.91	193.52	10 年	24 年
	钴	199	1.01	200.99	66.5	1.19	79.14		

数据来源：公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

2021 年 8 月，公司董事会审议通过关于投资建设 TFM 混合矿开发项目，投资总额 25.1 亿美元，项目达产后，预计年均增加铜产量 20 万吨/年，钴产量 1.7 万吨/年。2022 年 6 月，公司董事会审议通过关于刚果(金)KFM 开发项目（氧化矿、混合矿）工程（一期），投资总额 18.26 亿美元，项目达产后，预计新增年平均 9 万吨铜金属和 3 万吨钴金属。

图表 17：刚果（金）铜钴扩产项目进展

项目名称	投资金额	项目进度	投产时间	预期收益
TFM 铜钴矿混合矿项目	25.1 亿美元	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%	2023 年	预计年均增加铜产量 20 万，钴产量 1.7 万吨
刚果(金)KFM 开发项目（氧化矿、混合矿）工程（一期）	18.26 亿美元	厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，输变电项目实现送电	2023 年 第二季度	预计年均增加铜产量 9 万吨，钴产量 3 万吨

数据来源：公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

2.1.2 2022 年权益金问题冲击销售，2023 年已迎来反转

2022 年 TFM 铜钴产量创历史最高纪录，TFM 铜产量为 25.43 万吨，同比增长 21.6%；钴产量为 2.03 万吨，同比增长 9.7%。值得一提的是，2022 年公司由于 TFM 项目扩产增储产生增储权益金问题，铜钴产品销售受到大幅影响，全年 TFM 铜销量为 13.04 万吨，同比下降 36.4%；钴销量为 1.26 万吨，同比下降 26.5%。

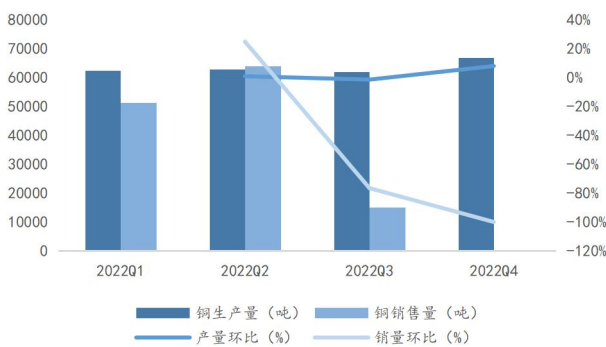
分季度看，受增储权益金问题影响，公司 TFM 铜钴产品的销售自 2022 年第三季度开始受到较大影响，其中铜第三季度销量为 1.5 万吨，环比下降 77%，第四季度未有销售；钴第三、第四季度钴销量分别为 1358 吨和 329 吨，环比分别下降 73%和 76%。

图表 18: TFM 铜产销趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 20: 2022 年各季度 TFM 铜产销情况



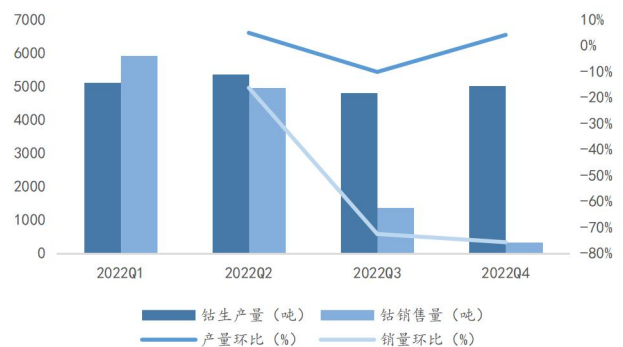
数据来源: 公司 2022 年季度、半年以及年度报告、华福证券研究所

图表 19: TFM 钴产销趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 21: 2022 年各季度 TFM 钴产销情况



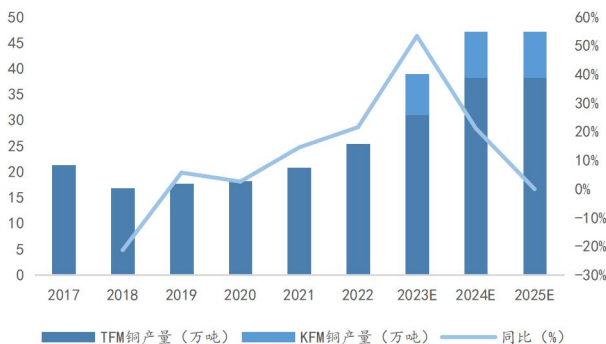
数据来源: 公司 2022 年季度、半年以及年度报告、华福证券研究所

根据公司公告, 在刚果(金)当地时间 4 月 18 日, 洛阳钼业与刚果(金)国家矿业公司(Gécamines)就 TFM 权益金问题达成共识。洛阳钼业与 Gécamines 将进一步加强合资伙伴关系, 并将共同在新能源产业等领域拓展合作。我们预计随着 TFM 项目增储权益金问题得到妥善解决, 铜钴库存将实现去化, 有望提振今年销售表现。

2.1.3 项目投产叠加去库, 铜钴板块迎来强劲增长

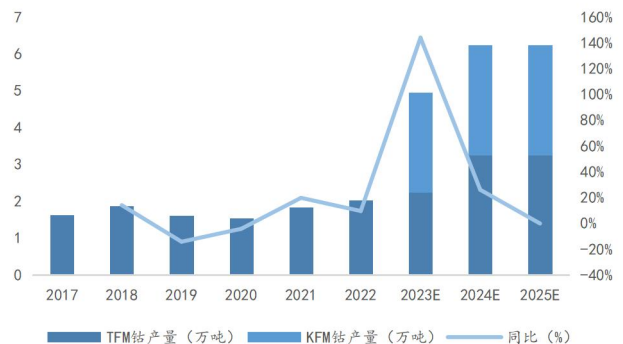
由于 TFM 混合矿项目和 KFM 开发项目将于 2023 年陆续投产, 刚果(金)TFM、KFM 两个项目将提供铜钴产能产量的集中增长。按照公司 2023 年年度生产指引中值计算, 预计 TFM 铜、KFM 铜产量分别为 31 和 8 万吨, 刚果(金)2023 年合计产铜 39 万吨, 同比增长 53%; 预计 TFM 钴、KFM 钴产量分别为 2.25 和 2.7 万吨, 刚果(金)2023 年合计产钴 4.95 万吨, 同比增长 144%。

图表 22: 项目投产推动刚果(金)铜产量提升



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

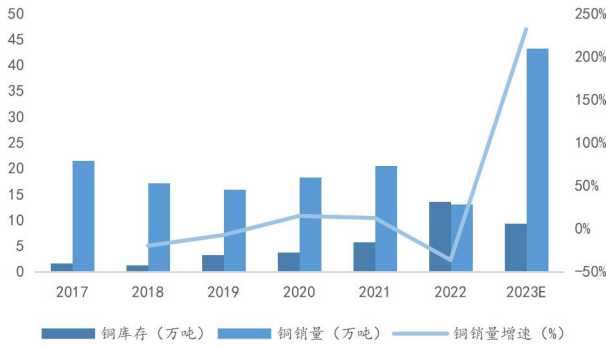
图表 23: 项目投产推动刚果(金)钴产量提升



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

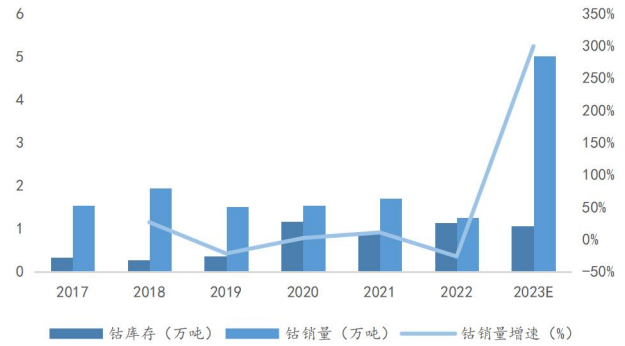
2023年，刚果（金）TFM、KFM两个铜钴项目投产带来的产量增量，叠加权益金事项解决后铜钴库存去化的预期，通过IXM销售网络，2023年铜钴销量有望获得大幅增长，我们预计刚果（金）（TFM+KFM）铜、钴销量分别为45.19万吨和5.34万吨，同比增长247%和325%。

图表 24：刚果（金）铜销量有望大幅跃升



数据来源：公司历年年报、华福证券研究所

图表 25：刚果（金）钴销量有望大幅跃升



数据来源：公司历年年报、华福证券研究所

2.1.4 铜钴板块毛利水平处于历史高位

近年来，伴随公司在刚果（金）项目上不断深耕，精细管控卓有成效，TFM铜钴项目盈利稳步增长。2017-2022年，公司铜钴板块营收稳步增长，营业成本持续下降，2021-2022年铜钴板块毛利率分别为53%和47%，达到历史高位。我们预计TFM项目将继续稳健经营，KFM项目亦将在借鉴先进经验的过程中受益，今明两年铜钴板块盈利仍将保持较高水平。

图表 26：铜钴板块毛利率站上高位



数据来源：公司2022年年度报告、华福证券研究所

2.1.5 铜相关产品迎来量价共振

在项目产量方面，我们预计2023年-2025年刚果（金）TFM和KFM项目合计产铜39/47/48万吨，2023-2024年分别同比增长53%/21%/2%。在价格方面，2022年铜价先扬后抑，一度站上历史新高。我们预计2023年铜价重心将得到支撑上移，并在高位运行，叠加铜销量跃升的预期，铜相关产品有望贡献重要边际增量。

2.2 铜供需偏紧，宏观面支撑铜价

2.2.1 铜价复盘，价格有支撑

2022年铜价整体重心下移，呈现急跌慢涨的局面。年初，受经济复苏和宽松货币政策的影响，叠加持续的地缘政治风险和能源危机继续推高通胀水平，铜价在历史高位震荡上行，伦铜于3月份创出10845美元/吨的历史新高；此后，国内疫情反复对消费市场“点刹”，加之美联储为代表的各国央行在高通胀压力下开启激进加息，市场对欧美经济衰退的担忧进一步加剧，铜价在美元指数的压制下于年中快速大幅回落，跌至6955美元/吨，较高点跌超35%；四季度后，在国内防疫政策优化和美联储加息放缓预期的支撑下，市场情绪得到修复，叠加库存低位等因素，铜价企稳回升。

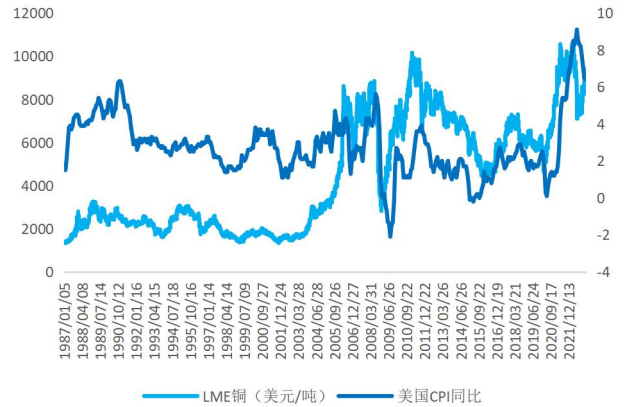
从通胀上看，短期内欧美高通胀形成对铜价的重要支撑，虽然通胀在中短期内或将见顶，但通胀在一段时间内仍将处于较高水平。2023年美联储加息周期接近尾声，伴随着美元指数由强转弱，铜价重心得到支撑上移。

图表 27：美元指数压制铜价



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 28：通胀预期支撑铜价

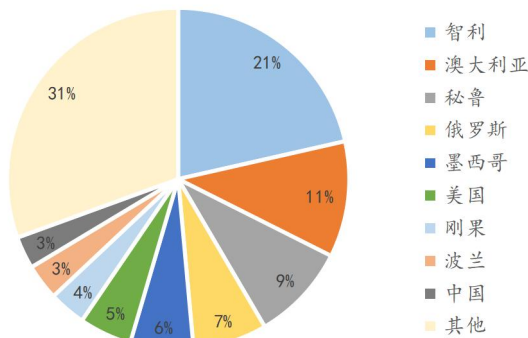


数据来源：Wind、华福证券研究所

2.2.2 铜供给改善：新扩建项目投产，再生铜增长稳定

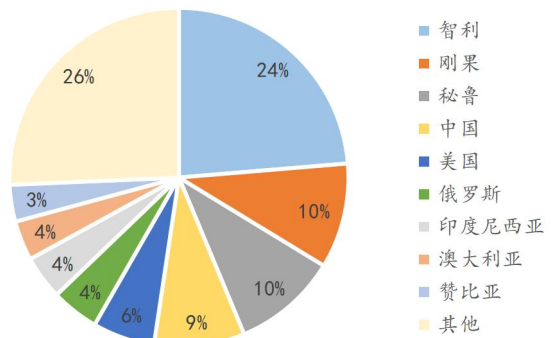
全球铜矿资源丰富，集中度较高。根据美国地质勘查局（USGS）数据显示，截至2022年，全球已探明铜矿资源储量8.9亿吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、俄罗斯、墨西哥等国家，前五大资源国控制了全球约55%的铜矿资源量，我国作为铜需求大国，储量仅有2700万吨，约占全球的3%。从资源开发强度上来看，智利作为全球铜资源储量和开采量均为第一的国家，静态储采比为36.54年，与之相比，我国铜资源开发强度较大，静态储采比仅为14.21年。

图表 29：2022 年全球铜矿资源储量结构



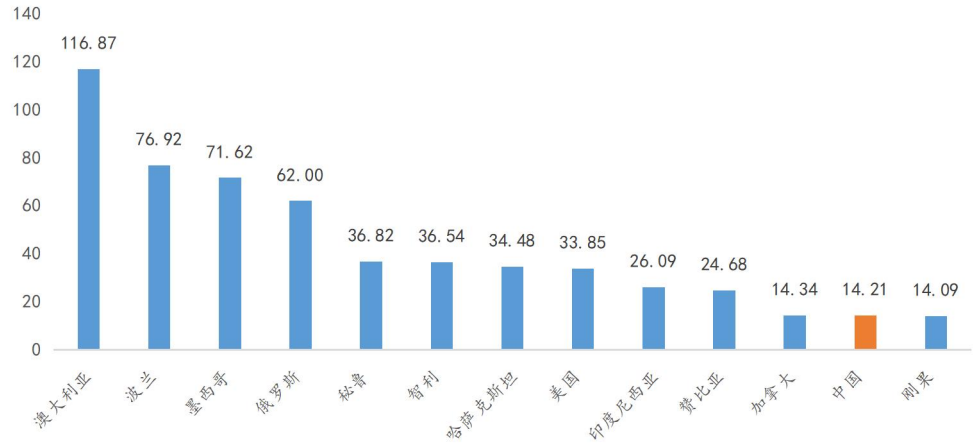
数据来源：USGS，华福证券研究所

图表 30：2022 年全球铜矿产量分布



数据来源：USGS，华福证券研究所

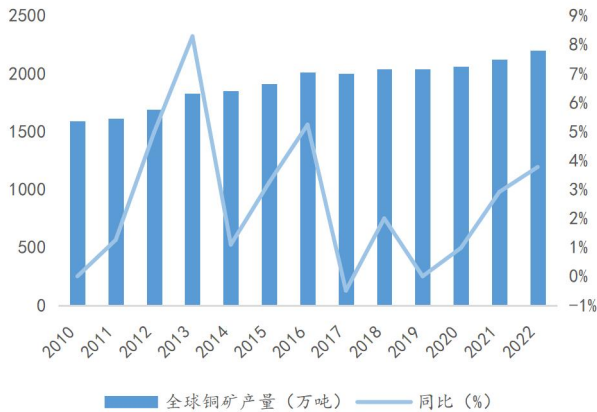
图表 31：2022 年全球主要国家铜矿储采比/年



数据来源：USGS，华福证券研究所

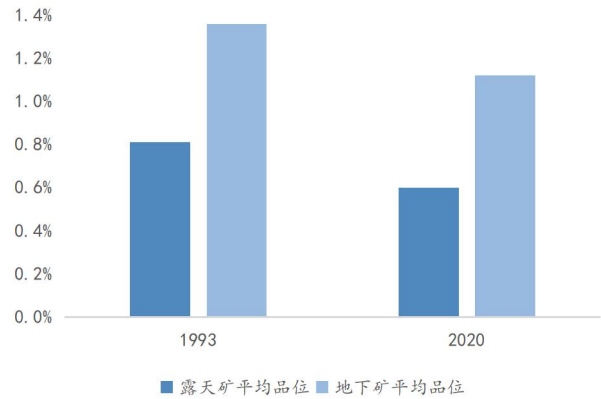
铜矿产量稳中有升，但涨幅缓慢。伴随着现代铜采矿业的发展，矿山老龄化、品位下滑等问题已不可避免，这些因素制约了铜精矿供应的增长。据 ICSG、CRU、Woodmac 数据统计，全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6% 左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。作为老牌铜矿资源国的秘鲁，还爆发出罢工停产、道路封闭、暴力袭击等社会问题，持续对铜矿的生产和运输端造成干扰。

图表 32：全球铜矿产量和同比增速



数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 33：铜矿山平均品位



数据来源：ICSG, CRU, Woodmac, 华福证券研究所

铜矿新增产能或在 2023 年达到峰值。铜矿床勘查周期较长，根据 S&P Global Market Intelligence 数据显示，全球最大的 35 个矿山从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年，因此铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支。未来铜矿新扩建项目的陆续投产是全球铜矿供应的重要增量，2023 年-2025 年全球铜精矿新投产增量分别为 108.2/63/38.7 万吨。

图表 34：全球铜矿新扩建项目/万吨

铜矿	国家	2023 年	2024 年	2025 年
城门山	中国	0.0	0.4	0.0
Grasberg	印度尼西亚	6.0	5.0	4.0
巨龙铜矿	中国	4.0	0.0	0.0

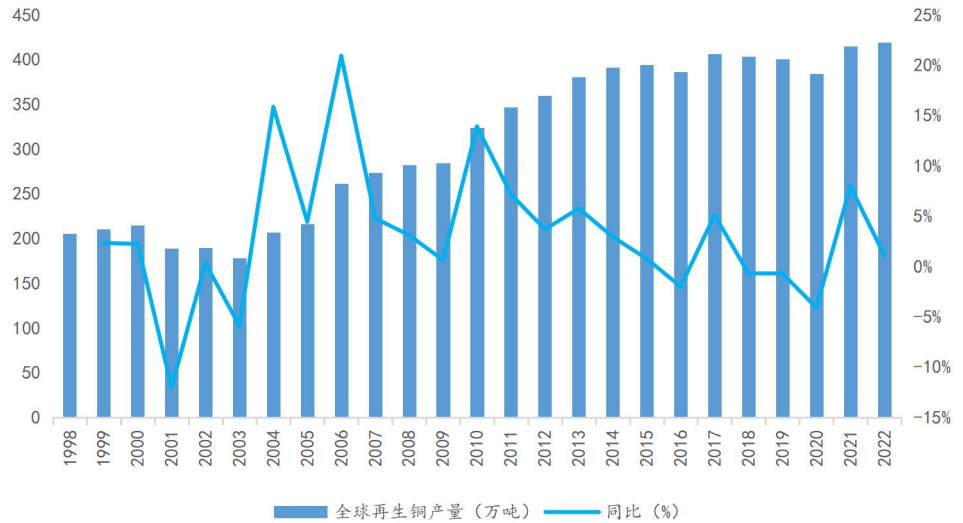
Miduk	伊朗	0.3	0.0	0.0
乌奴格吐山	中国	0.6	0.0	0.0
Glogow Glebokki Przemyslowy	波兰	2.0	3.0	3.0
Bor: VK(Veliki Krivelj)	塞尔维亚	2.3	-0.4	2.5
Timok	塞尔维亚	1.0	-1.0	-3.0
Sierrita	美国	-1.8	0.0	0.0
Andina	智利	1.5	-3.1	2.5
Cerro Verde	秘鲁	1.0	0.0	1.0
Chapada	巴西	-0.3	0.0	-0.1
Chuquicamata	智利	5.1	3.7	3.0
Chuqui Radomiro Tomic	智利	2.5	-2.7	1.1
Cobre Panama	巴拿马	2.0	3.0	1.0
Mina Justa(Marcona)	秘鲁	-1.0	-1.0	-2.0
Mirador	厄瓜多尔	1.0	0.0	0.0
Salobo	巴西	2.0	2.0	0.0
Salvador(Rajo Inca Project)	智利	1.0	1.5	0.0
Serrote	巴西	1.0	0.0	0.0
Spence	智利	1.0	1.0	1.0
Cadia	澳大利亚	-0.5	-0.6	-0.5
Carrapateena	澳大利亚	1.0	0.0	2.0
Boseto(Khoemacau)	博茨瓦纳	2.0	2.0	1.0
Dikuluwe-Mashamba	刚果(金)	3.0	4.0	2.0
Kamoa-Kakula	刚果(金)	7.0	12.0	4.0
Konkola Deep	赞比亚	0.5	1.5	0.5
Palabora	南非	1.5	1.5	0.0
Aktogay	哈萨克斯坦	2.0	1.0	0.0
Tominsky	俄罗斯联邦	0.0	0.0	0.0
Al Hadeetha	阿曼	0.6	0.1	0.0
Pedra Branca(Carajás East)	墨西哥	0.3	1.0	0.4
Pilares Project	墨西哥	1.0	0.5	0.0
Boa Esperança	巴西	1.8	0.5	0.0
Mantoverde	智利	0.0	2.5	1.5
Pachapaqui	秘鲁	0.0	0.0	0.2
Quebrada Blanca Phase 2	智利	24.5	2.8	2.8
Quellaveco	秘鲁	10.0	8.0	6.0
Asmara	厄立特里亚	0.0	1.4	2.5
Musonoi	刚果(金)	1.0	1.0	0.5
T3 Project	博茨瓦纳	1.2	1.8	-0.3
Tsumeb	纳米比亚	0.1	0.2	0.4
Chernogorskoye	俄罗斯联邦	0.5	0.5	0.7
Udokan	俄罗斯联邦	6.0	2.0	1.0
Tenke Fungurume	刚果(金)	5.6	7.0	0.0
Kisanfu	刚果(金)	8.0	1.0	0.0
合计		108.2	63.0	38.7

数据来源: SMM, 华福证券研究所

再生铜是铜供应的重要补充。通过回收生产过程中的铜碎料以及生产生活中使用的旧废铜进行再次冶炼可获得再生铜, 而旧废铜作为一种再生资源, 其回收利用不

仅能缓解铜矿资源匮乏的现状，也符合当前节能减排和环保的要求。2014 年至今，全球再生铜产量保持在较稳定的水平，再生铜产量从 2014 年的 392 万吨增长至 2022 年的 420 万吨，年复合增长率 0.9%。

图表 35：全球再生铜产量

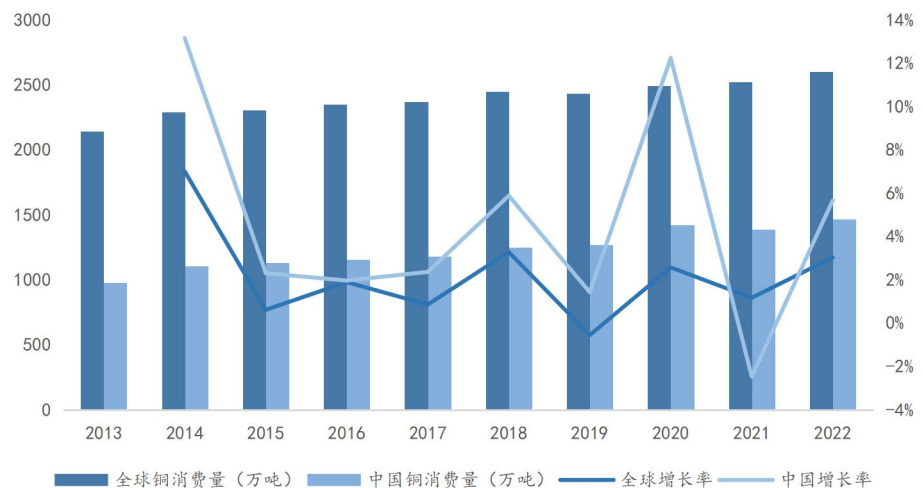


数据来源：Wind、华福证券研究所

2.2.3 铜需求修复，传统消费复苏，新能源增量强劲

2022 年全球精炼铜消费量高达 2600 万吨，10 年复合增速为 2.2%，而中国这十年间的铜消费从 977 万吨增长到 1466 万吨，年复合增速为 4.6%，远高于全球平均水平。受疫情冲击影响，中国 2021 年消费需求疲软下滑，铜消费罕见下降 2.5%。

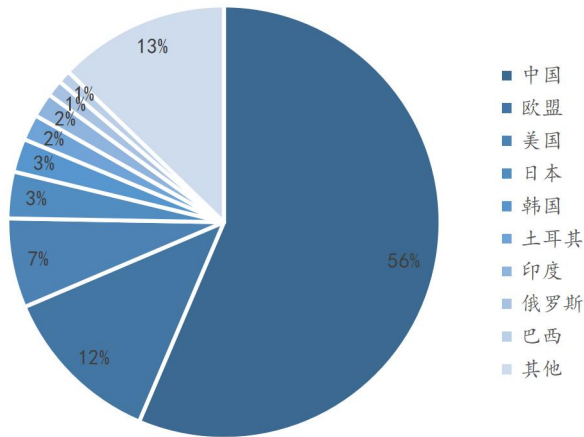
图表 36：全球和中国铜消费量



数据来源：Wind、华福证券研究所

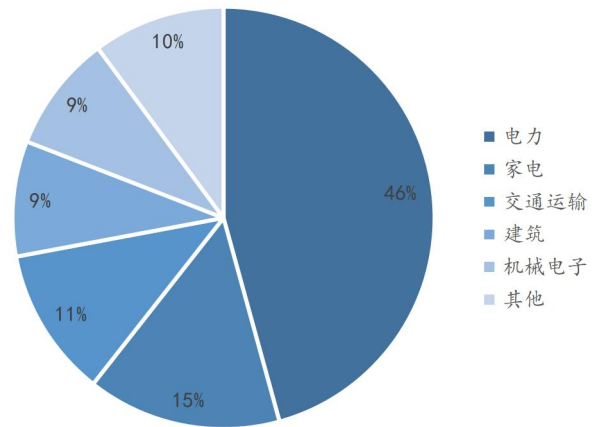
中国作为全球最大的铜消费国家，铜消费全球占比逐渐提高，2022 年铜消费占比已提升至 56%，对全球铜业及铜价有重要影响。我国铜下游消费以电力、家电、交通运输、建筑、机械电子为主，其中电力行业消费占比近半高达 46%。未来随着国内政策对传统消费的刺激以及新能源产业持续向好，我国铜消费有望进一步增长。

图表 37: 全球各国铜消费占比



数据来源: Wind、华福证券研究所

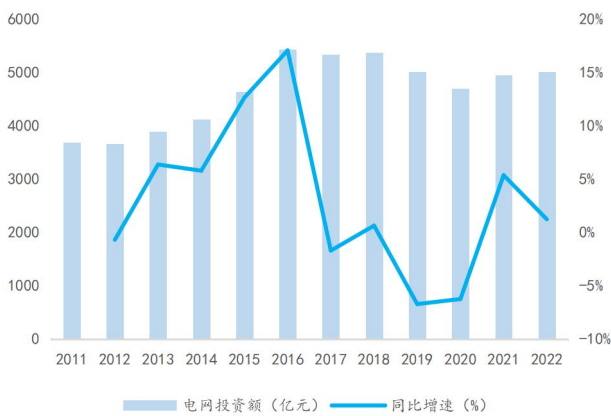
图表 38: 中国铜消费结构



数据来源: SMM、华福证券研究所

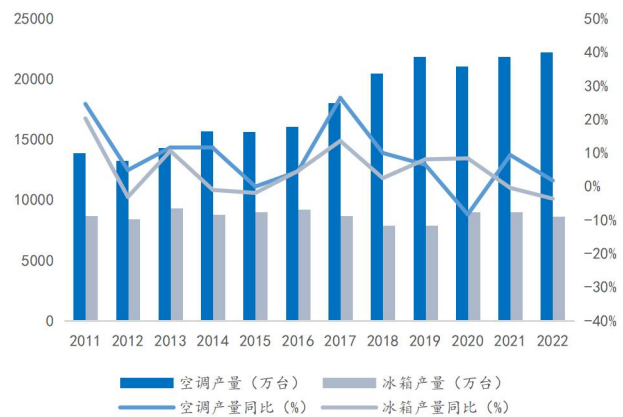
经济政策接续加力，国内传统行业消费迎来复苏。2022 年我国传统行业消费放缓，电网投资维持超 5000 亿元水平，同比增速下滑至 1%；空调、汽车等增幅同比下降，处于低增长阶段；房地产行业继续下行，新开工和竣工面积持续负增长。2023 年我国走出疫情时代，稳经济一揽子政策措施密集出台，3 月我国制造业 PMI 在荣枯线上继续提高至 52.6%，为 2012 年 5 月以来的最高值，经济全面回升态势更趋明朗。由此判断，2023 年国内传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费止跌回升。

图表 39: 中国电网投资额



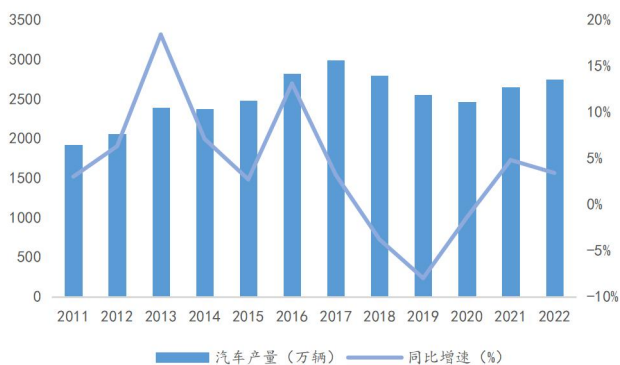
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 40: 中国空调、冰箱产量



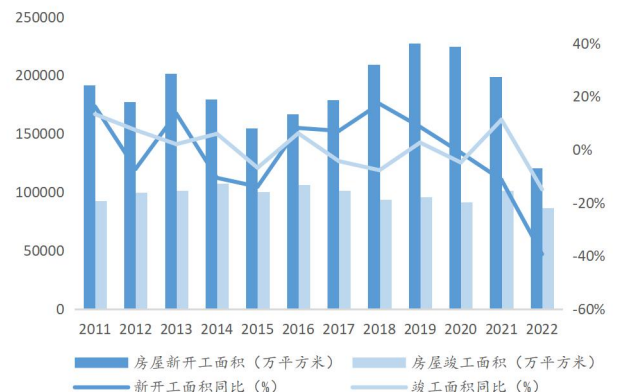
数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 41: 中国汽车产量



数据来源: Wind、华福证券研究所

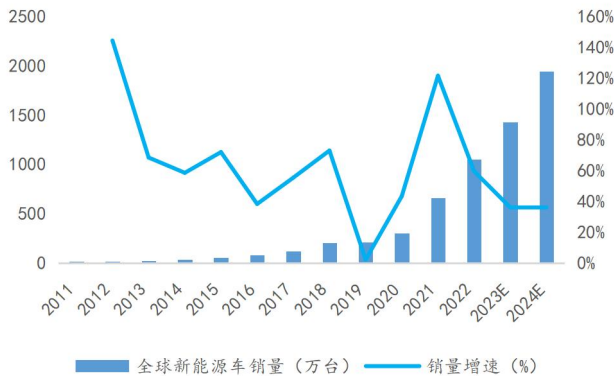
图表 42: 中国房地产开、竣工面积



数据来源: Wind、华福证券研究所

新能源行业展现蓬勃生机。区别于传统行业对铜消费的稳定需求，新能源产业持续高景气是铜消费增长的主要拉动力。在工业化和城镇化进程已趋于饱和的背景下，经济结构转型背后也是传统领域需求减弱和新兴领域需求扩张的切换过程。需求端会更加关注新能源产业链对铜金属边际增量需求拉动。

1) 新能源汽车产业快速发展。根据 EV-Volumes 统计，2022 年全球新能源汽车销量达 1052 万辆。我们预计 2023-2025 年新能源汽车销量分别为 1430/1945/2645 万辆，对应用铜量为 76.1/103.5/140.7 万吨，新增用铜分别为 20.1/27.4/37.2 万吨。

图表 43：全球新能源汽车销量


数据来源：IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

图表 44：全球新能源汽车用铜量

年份	全球新能源车销量 (万辆)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	660	35	
2022	1052	56	21
2023E	1430	76	20
2024E	1945	104	27
2025E	2645	141	37

数据来源：IEA, EV-Volumes, 华福证券研究所

2) 新能源车高增速带动配套充电桩需求。充电桩的主要用铜部件为充电模块、接插件电线电缆和各种开关。据 Mysteel 数据，一台公用交流式充电桩用铜 8kg，一台公用直流式充电桩用铜 60kg，一台私人桩用铜约 2kg。在车桩比不断下降的态势下，预计 2023-2025 年新增充电桩对应用铜量为 8/11/16 万吨。

图表 45：新增充电桩用铜量

年份	新增充电桩数量 (万个)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	117.4	3	
2022	253.8	6	3
2023E	368.5	8	3
2024E	520	11	3
2025E	712.7	16	4

数据来源：中汽协, 中国充电联盟, 华福证券研究所

3) 储能行业快速崛起。随着储能市场投资规模不断加大，产业链布局不断完善，应用场景不断延伸，储能行业加速崛起。我们预计 2023-2025 年全球储能新增装机量分别为 111/170/240GWh，对应每年新增用铜量为 3.1/4.4/5.3 万吨。

图表 46：全球储能用铜量

年份	储能新增装机量 (GWh)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	28	2	
2022	70	5	3
2023E	111	8	3

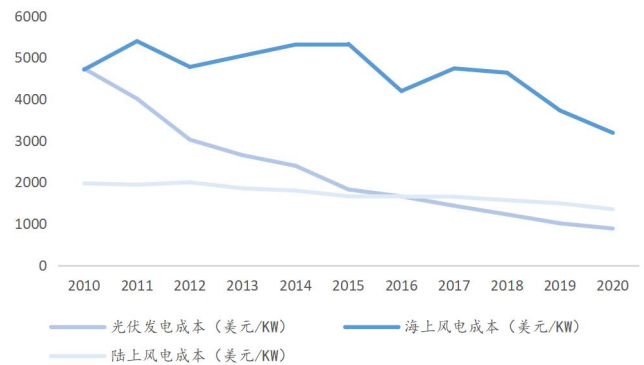
2024E	170	13	4
2025E	240	18	5

数据来源：IEA, IRENA, CPIA, 华福证券研究所

4) “光伏+风力”发电驶入快车道，发电成本进一步下降。俄乌冲突引发的全球能源危机，促使“光伏+风力”发电驶入发展快车道。Wind 数据显示，2021 年全球光伏发电装机总容量达 942GW，年增幅 23%；风电装机总容量达 829GW，年增幅 11%。近年来随着发电科技的不断发展成熟，叠加全球能源危机导致的化石燃料和电力价格成本高企，使得利用光伏和风力发电在经济上更具可行性。根据国际可再生能源署（IRENA）数据显示，全球可再生能源发电装机成本近十年大幅下降，其中光伏发电装机成本从 2010 年的 4731 美元/KW 降至 2020 年的 883 美元/KW，成本降幅达 81.3%；海上风电、陆上风电的装机成本在这十年中分别下降 32.3%和 31.3%。

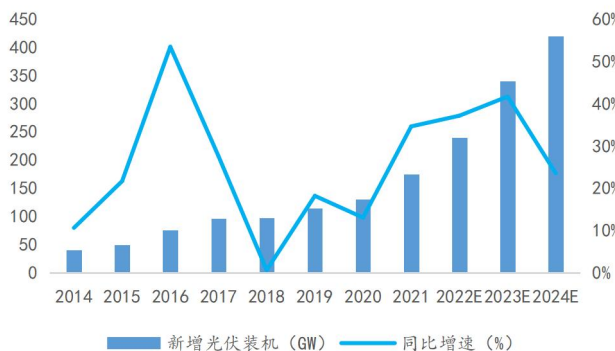
图表 47：全球光伏、风电装机容量


数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 48：光伏、风力发电成本


数据来源：IRENA、华福证券研究所

太阳能光伏发电因其清洁、安全、便利、高效等特点，已成为世界各国普遍关注和重点发展的新兴产业。此背景下，全球光伏发电产业增长迅猛，产业规模不断扩大，产品成本持续下降。据 IEA、Wood Mackenzie 数据，全球光伏市场新增装机量从 2014 年的 40.6GW 增长至 2021 年的 175GW，年均复合增长率超过 20%。我们预测，2022 年全球新增光伏装机容量将达到 240GW，2023-2025 年新增光伏装机达到 350/460/580GW，分别增长 46%/31%/26%。铜在光伏发电系统中主要用于连接器、电缆和逆变器等，根据 IEA 预计，光伏发电用铜量约为 2.8 吨/兆瓦，据此测算，预计 2023-2025 年全球光伏建设用铜量分别为 98.8/129.8/163.7 万吨。

图表 49：全球新增光伏装机容量


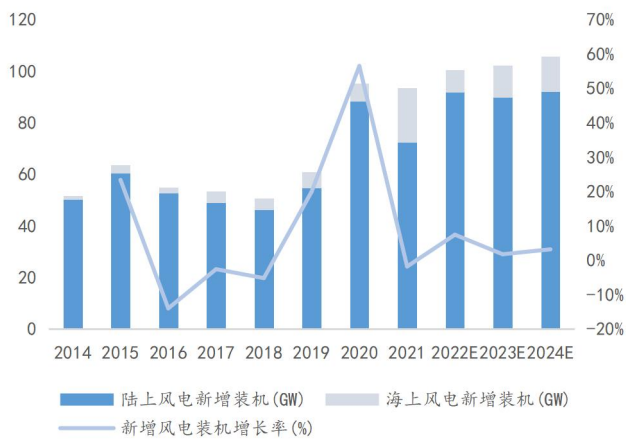
数据来源：IEA, Wood Mackenzie, 华福证券研究所

图表 50：全球新增光伏装机用铜量

年份	新增光伏装机 (GW)	用铜量 (万吨)	用铜增量 (万吨)
2021	175	49	
2022	240	68	18
2023E	350	99	31
2024E	460	130	31
2025E	580	164	33

数据来源：IEA, Wood Mackenzie, 华福证券研究所

风力发电不仅环保，且可产生巨大电能，因此越来越受到世界各国的重视。根据全球风能理事会（GWEC）的数据，2021 年全球海上风电新增装机 21.1GW，全球陆上风电新增装机 72.5GW，全球新增风电装机整体下降 2%。据 GWEC 预测，2022-2025 年全球新增风电装机容量将回到正增长分别为 7%/2%/3%/13%。铜在风电领域主要用于电缆、发电机和变压器等，相较陆上风电，海上风电各组件的铜使用强度均有所提升。根据 IEA 预计，海上风电系统装机用铜量约为 8 吨/兆瓦，陆上风电系统装机用铜量约为 2.9 吨/兆瓦。据此测算，预计 2023-2025 年全球风电装机用铜量约为 36.1/37.5/47.1 万吨。

图表 51：全球风电新增装机容量


数据来源：GWEC，华福证券研究所

图表 52：全球风电新增装机用铜量

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
海上风电装机 (GW)	21	9	13	14	25
用铜量(万吨)	17	7	10	11	20
用铜增量(万吨)		-10	3	1	9
陆上风电装机 (GW)	73	92	89.9	92	95
用铜量(万吨)	21	27	26.1	27	28
用铜增量(万吨)		6	-1	1	1
合计增量(万吨)	/	-4	2	1	10

数据来源：IEA，GWEC，华福证券研究所

2.2.4 供需紧平衡，继续看好铜价

目前铜显性库存处于历史低位，结合 ICSG 数据，2022 年全年铜消费缺口约为-36 万吨。伴随 23-25 年全球铜精矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，精炼铜供给或分别增长 127/83/93 万吨。需求端，作为全球铜消费最大的国家，2023 年中国传统行业消费将迎来复苏，带动中国铜消费继续回升，同时考虑到新能源汽车、充电桩、储能、光伏发电、风力发电等新能源产业对铜消费增量的边际拉动，预计未来三年将带来 90/89/112 万吨的铜消费增量。根据测算结果，2023 年铜供需总体处于紧平衡，2024 年铜供应偏紧缺口 6 万吨，2025 年铜供需缺口扩大至 25 万吨。

图表 53：全球铜供需情况（万吨）

	2022	2023E	2024E	2025E
新扩建项目	/	108	63	39
铜矿产能	2703	2811	2874	2913
铜矿产量	2180	2305	2386	2476
原生铜	2145	2268	2347	2436
再生铜	420	423	427	431
精炼铜产量	2564	2691	2774	2866
新增铜消费量	/	90	89	112
其中：中国传统行业		31	22	22
新能源车	/	20	27	37
充电桩	/	3	3	4

储能	/	3	4	5
光伏发电	/	31	31	34
风力发电	/	2	1	10
精炼铜表观消费量	2600	2690	2780	2892
供需平衡	-36	1	-6	-25

数据来源：ICSG、IEA、SMM、华福证券研究所

3 发力锂资源开采，多元布局其他金属

3.1 加快布局新能源金属领域

公司携手宁德时代，在新能源金属资源领域的动作频频，抢占未来新能源产业发展红利。目前公司已布局铜、钴、镍及锂等资源，通过与资源终端应用客户更紧密的结合，进一步巩固公司在能源转型原材料供应领域的领先地位，保障能源转型金属的可靠供应，满足全球能源转型需求。

布局印度尼西亚镍、钴产业。2019年11月，公司通过全资子公司CMOC LIMITED收购沃源控股有限公司100%股份，从而间接取得沃源控股持有的华越镍钴股份，并通过认购华越镍钴新增注册资本的方式，将公司间接持有的华越镍钴股权增至30%。通过以上投资，公司参与在印度尼西亚 Morowali 工业园区建设红土镍矿湿法冶炼项目，项目生产规模为年产6万吨镍金属量的混合氢氧化镍钴。

布局玻利维亚锂项目。公司联手宁德时代组建CBC合资公司，在2023年1月与玻利维亚政府签署锂资源开采、提炼加工和销售的框架协议，开发位于乌尤尼和奥鲁罗的盐湖锂资源，并建设两座锂提取工厂，投产后碳酸锂年产能达5万吨。

3.2 形成多元金属发展格局

除新能源转型金属外，公司还拥有钼、钨、铌、磷和金等独特稀缺的产品组合，且各资源品种均具有领先的行业地位，资源品种覆盖了基本金属、特种金属和贵金属，同时通过磷介入农业应用领域。独特而多元化的产品组合，使公司可以更好抵御资源周期波动风险，增强抗风险能力，享受不同资源品种价格周期轮动带来的收益。

3.2.1 继续巩固中国钼钨板块

公司于中国境内主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼铁矿区，主要从事钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品。公司为全球最大白钨生产商之一，所开采的三道庄矿山为全球最大的在产单体钨矿山。

图表 54：中国钼钨矿资源情况

矿山名称	主要品种	资源量			储量			资源剩余	许可证/采矿权有效期
		矿石量(百万吨)	品位(%)	金属量(万吨)	矿石量(百万吨)	品位(%)	金属量(万吨)		
三道庄钼钨矿	钼	295.7	0.09	25.7	51.3	0.1	5.1	4.1年	3个月
	钨	69.1	0.17	11.6	17.26	0.19	3.3		
上房沟钼矿	钼	445.5	0.14	61.9	26.96	0.2	5.4	5.3年	11年
	铁	20.8	19.3	402.5	1.35	30	40.5		
东戈壁钼矿	钼	441	0.12	50.7	141.58	0.14	19.7	38年	22年

数据来源：公司2022年年度报告、华福证券研究所

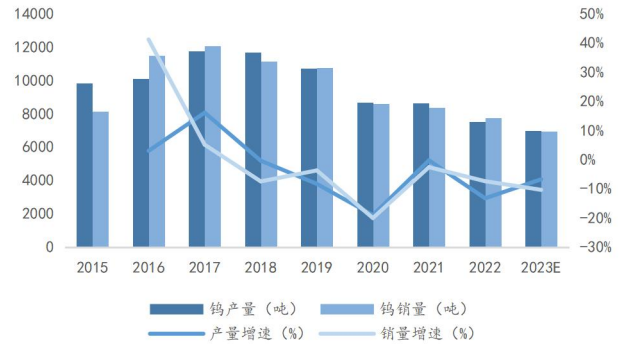
2022年钼产量1.51万吨,同比下降7.76%;钨产量0.75万吨,同比下降13.27%。
按照公司2023年年度生产指引中值计算,预计钼、钨产量分别为1.35和0.7万吨,
分别同比下降11%和7%。

图表 55: 钼产销呈下行趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 56: 钨产销呈下滑趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

3.2.2 巴西钨磷板块运营稳健

公司间接持有巴西 NML 钨矿 100%权益, 该矿业业务范围覆盖钨矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售, 主要产品为钨铁, 面向国际市场销售。公司还间接持有巴西 CIL 磷矿业务 100%权益, 该矿业业务范围覆盖磷全产业链, 磷矿开采方式为露天开采作业, 主要产品为磷肥 (MAP、DAP)、磷酸和 DCP(磷酸氢钙), 面向巴西市场销售。

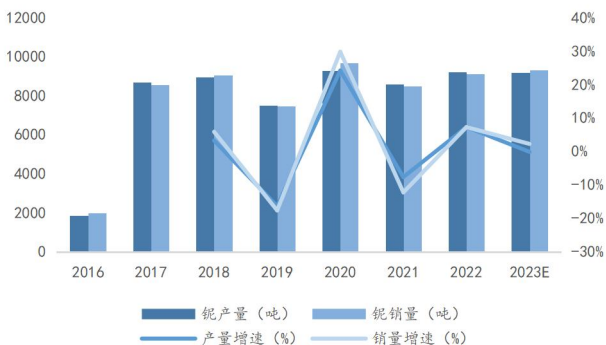
图表 57: 巴西钨磷矿资源情况

矿山名称	主要品种	资源量			储量			资源剩余	许可证/采矿权有效期
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)		
巴西矿区一	钨	143	1.01	145.1	40.1	0.97	39	12 年	采矿特许权暂无到期日
巴西矿区二	钨	168.8	0.34	57.4	33.7	0.5	17	35 年	
巴西矿区三	磷	791.8	10.4	8191.4	191.3	12.6	2145		

数据来源: 公司 2022 年年度报告、华福证券研究所

2022 年 NML 钨产量 0.92 万吨, 同比增长 7.29%; 磷肥 (HA+LA) 产量 114.22 万吨, 同比增长 2.26%。按照公司 2023 年年度生产指引中值计算, 预计钨、磷肥产量分别为 0.92 和 115 万吨, 整体与 2022 年生产水平持平。

图表 58: 钨产销量较为稳定



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 59: 磷肥产销量较为稳定



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

3.2.3 澳洲 NPM 铜金矿产量提振

公司在澳大利亚运营 NPM 铜金矿，该矿主要从事的业务为铜金属的采选，主要产品为铜精矿，副产品为黄金。2013 年公司以约 8 亿美元自力拓股份(Rio Tinto PLC)收购其持有的该铜金矿 80%权益。NPM 矿山采用先进的分块崩落技术开采，其井下自然崩落法开采技术自动化程度已达到 100%，具有开采低成本的优势。

图表 60：澳洲 NPM 铜金矿铜资源情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
资源量 (百万吨)	481.52	471.81	605	616.33	610.84	607.4	526.9
铜品位 (%)	0.56	0.56	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
金品位 (%)	0.18	0.19	0.19	0.2	0.2	0.21	0.19
储量 (百万吨)	121.17	125.74	140.27	132.83	129.14	126	101.4
铜品位 (%)	0.58	0.57	0.55	0.55	0.55	0.54	0.53
金品位 (%)	0.22	0.2	0.21	0.2	0.23	0.24	0.27

数据来源：公司历年年报、华福证券研究所

矿源规划和供矿搭配助力入选品位提高。2022 年，E48 和 E26L1N 之间的生产率和混合比已经过优化，最大限度地提高工厂进料矿石的矿石品位，E31/31N 露天矿、E22 井下开采等新采矿项目已完成多项研究。2023 年公司将重点做好澳洲 NPM 矿源规划和供矿搭配，加快 E31 和 E31 北投产、降低 E48 入矿、加大 E26 出矿、规划 E22 可研，全面提高入选品位。

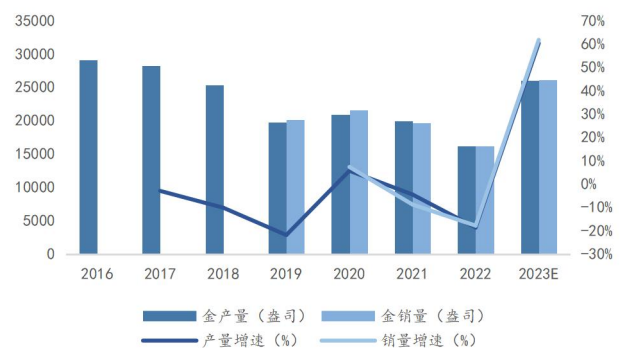
NPM 铜、金产量有望提振。2022 年 NPM 铜产量 22.7 万吨，同比下降 3.5%；NPM 金产量 1.6 万盎司，同比下降 18.7%。按照公司 2023 年年度生产指引中值计算，预计 2023 年 NPM 铜、金产量分别为 2.55 万吨和 2.6 万盎司，分别同比增长 12% 和 60%。

图表 61：NPM 铜产销量有望止跌回升



数据来源：公司历年年报、华福证券研究所

图表 62：NPM 金产销量有望止跌回升



数据来源：公司历年年报、华福证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 核心假设

(1) 量：假设各板块项目完成 2023 年年度生产指引中值目标，NPM 铜金矿、TFM 铜钴矿继续爬产，其余板块项目 24、25 年完成 2023 年年度生产指引最高值目标。预计 2023-2025 年中国产钼、钨分别为 1.35/1.5/1.5 万吨和 0.7/0.75/0.75 万吨；澳洲 NPM 产铜、金分别为 2.55/2.7/2.85 万吨和 2.6/2.7/2.8 万盎司；巴西产铌、磷肥分别为 0.92/1/1 万吨和 115/125/125 万吨；刚果（金）TFM 项目产铜、钴分别为 31/38/39 万吨和 2.25/3.2/3.3 万吨；刚果（金）KFM 项目产铜、钴分别为 8/9/9 万吨和 2.7/3/3 万吨。假设 2023-2025 年公司生产的相关产品全部售出，其中预计 TFM 项目在权益金问题解决后将加速铜钴库存去化，预计 2023-2025 年刚果（金）（TFM+KFM）铜、钴销量分别为 45.19/50.72/50.48 万吨和 5.34/6.43/6.45 万吨。2023-2025 矿产贸易量为 620/670/700 万吨。

(2) 价：2023 年铜供需总体处于紧平衡，预计铜价随美元指数走弱得到支撑上移并保持高位运行。其他金属产品中谨慎看好黄金价格；预计钼铁、铌铁、仲钨酸铵价格企稳震荡；MB 标准级钴、磷酸一铵价格预计较去年有所下行。

(3) 利：公司近年来生产经营保持稳健，矿山采掘及加工业务盈利能力强。预计公司 2023 年-2025 年钼钨板块毛利率 33.98%/34.1%/34.1%；铜金板块毛利率 28.37%/22.8%/22.54%；铌磷板块毛利率 33.64%/31.08%/31.08%；铜钴板块毛利率 42.01%/42.46%/42.51%。预计 2023 年-2025 年矿产贸易业务毛利率为 3.6%。

4.2 盈利预测

图表 63：盈利预测

主要产品	单位	2022A	2023E	2024E	2025E
钼钨相关产品					
钼销量	万吨	1.60	1.35	1.50	1.50
钨销量	万吨	0.77	0.70	0.75	0.75
营收	亿元	69.65	52.48	57.70	57.70
成本	亿元	40.21	34.65	38.03	38.03
毛利	亿元	29.45	17.83	19.67	19.67
毛利率		42.28%	33.98%	34.10%	34.10%
铜金相关产品（NPM80%权益）					
铜销量	万吨	2.19	2.55	2.70	2.85
金销量	万盎司	1.61	2.60	2.70	2.80
营收	亿元	12.93	18.33	19.43	20.44
成本	亿元	10.43	13.13	15.00	15.83
毛利	亿元	2.50	5.20	4.43	4.61
毛利率		19.32%	28.37%	22.80%	22.54%
铌磷相关产品					
铌销量	万吨	0.91	0.92	1.00	1.00
磷销量	万吨	9.00	9.00	9.00	9.00
营收	亿元	73.68	71.02	77.20	77.20
成本	亿元	45.66	47.13	53.21	53.21
毛利	亿元	28.02	23.90	23.99	23.99
毛利率		38.03%	33.64%	31.08%	31.08%

铜钴相关产品 (TFM80%权益; KFM71.25%权益)					
铜销量	万吨	13.04	45.19	50.72	50.48
钴销量	万盎司	1.26	5.34	6.43	6.45
营收	亿元	97.48	348.56	397.26	396.12
成本	亿元	51.84	202.12	228.59	227.73
毛利	亿元	45.64	146.44	168.67	168.39
毛利率		46.82%	42.01%	42.46%	42.51%
矿产贸易					
贸易量	万吨	625.50	620.00	670.00	700.00
营收	亿元	1473.08	1460.13	1577.88	1648.53
成本	亿元	1418.20	1407.59	1521.11	1589.22
毛利	亿元	54.88	52.54	56.77	59.31
毛利率		3.73%	3.60%	3.60%	3.60%
合计					
营业收入	亿元	1729.91	1950.52	2129.47	2199.99
YOY			12.8%	9.2%	3.3%
营业成本	亿元	1569.26	1704.62	1855.93	1924.01
毛利	亿元	160.65	245.91	273.54	275.98
毛利率		9.29%	12.61%	12.85%	12.54%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿两个世界级项目建设和投产，2023 年铜钴产能产量将大幅攀升，公司整体业绩将迈上新台阶。我们预计 2023-202 年公司分别实现营业收入 1,950/2,129/2,199 亿元，毛利分别为 246/274/276 亿元，毛利率分别是 12.61%/12.85%/12.54%。

4.3 估值及投资建议

选取国内采矿业公司紫金矿业、江西铜业、寒锐钴业、华友钴业作为可比公司，以 2023 年 4 月 19 日收盘价计算，可比公司 2022-2024 年预测 PE 均值分别为 20.5/15.4/13.1 倍，选取 2023 年 PE16 倍作为公司估值依据。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 120/138/141 亿元，对应 EPS 为 0.56/0.64/0.65 元/股。参考可比公司，给予 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 8.4 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 64：可比公司估值

分类	证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
				2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E	
采矿业	601899.SH	紫金矿业	3659	0.8	1.0	1.1	18.3	14.6	12.4	13.9
	600362.SH	江西铜业	739	1.7	1.8	1.9	12.3	11.6	11.5	21.4
	300618.SZ	寒锐钴业	131	1.4	1.7	2.1	31.2	24.4	20.6	42.4
	603799.SH	华友钴业	893	2.8	5.1	7.0	20.3	10.9	8.0	55.8
			平均				20.5	15.4	13.1	

数据来源：Wind、华福证券研究所

注：截至 2023 年 4 月 19 日，紫金矿业、江西铜业已发布 2022 年年报

5 风险提示

(1) **铜价下跌。**公司盈利增量受铜价格影响，若国内外经济复苏不及预期造成铜消费疲软，可能导致铜价下跌进而影响公司盈利能力。

(2) **主要项目投产不及预期。**公司 TFM 混合矿项目、KFM 开发项目预计将于 2023 年正式投产，若项目进展不及预期将对盈利产生影响。

图表 65: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32,648	39,010	58,364	79,042	营业收入	172,991	195,052	212,947	219,999
应收票据及账款	800	902	985	1,018	营业成本	156,926	170,462	185,593	192,401
预付账款	2,130	2,112	2,413	2,376	税金及附加	1,235	1,663	1,639	1,682
存货	32,255	44,460	42,910	41,221	销售费用	97	110	120	124
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,791	2,048	2,129	1,980
其他流动资产	17,850	16,192	16,916	17,675	研发费用	389	438	478	494
流动资产合计	85,682	102,676	121,588	141,332	财务费用	1,808	1,386	1,171	1,017
长期股权投资	1,934	1,934	1,934	1,934	信用减值损失	-20	1	-3	-2
固定资产	28,056	28,570	28,331	27,320	资产减值损失	-65	-65	-60	-55
在建工程	13,659	11,159	9,759	9,359	公允价值变动收益	-1,611	0	0	0
无形资产	19,448	18,995	18,646	18,325	投资收益	726	726	726	726
商誉	423	423	423	423	其他收益	85	85	85	85
其他非流动资产	15,818	15,841	15,866	15,893	营业利润	9,889	19,722	22,594	23,084
非流动资产合计	79,337	76,922	74,959	73,255	营业外收入	19	20	20	20
资产合计	165,019	179,597	196,547	214,586	营业外支出	104	104	104	104
短期借款	20,108	20,892	20,108	20,108	利润总额	9,804	19,638	22,510	23,000
应付票据及账款	3,957	4,109	4,496	4,716	所得税	2,612	5,234	5,999	6,129
预收款项	0	0	0	0	净利润	7,192	14,404	16,511	16,871
合同负债	1,690	1,905	2,080	2,149	少数股东损益	1,125	2,377	2,724	2,784
其他应付款	6,599	3,559	3,559	3,559	归属母公司净利润	6,067	12,027	13,787	14,087
其他流动负债	17,708	19,138	19,250	19,596	EPS (按最新股本摊薄)	0.28	0.56	0.64	0.65
流动负债合计	50,061	49,602	49,492	50,128					
长期借款	18,975	19,975	20,775	21,575					
应付债券	2,150	2,150	2,150	2,150					
其他非流动负债	31,796	31,796	31,796	31,796					
非流动负债合计	52,921	53,921	54,721	55,521					
负债合计	102,982	103,523	104,212	105,648					
归属母公司所有者权益	51,699	63,359	76,895	90,714					
少数股东权益	10,339	12,716	15,440	18,224					
所有者权益合计	62,037	76,074	92,335	108,938					
负债和股东权益	165,019	179,597	196,547	214,586					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15,454	6,137	22,846	23,613
现金收益	13,382	20,352	22,271	22,485
存货影响	-5,295	-12,205	1,549	1,690
经营性应收影响	-646	-19	-324	59
经营性应付影响	3,661	-2,888	387	221
其他影响	4,352	898	-1,037	-841
投资活动现金流	-7,372	299	-2,139	-2,425
资本支出	-17,304	-2,122	-2,601	-2,866
股权投资	-684	0	0	0
其他长期资产变化	10,616	2,421	462	441
融资活动现金流	-2,097	-73	-1,354	-510
借款增加	1,511	1,784	16	800
股利及利息支付	-4,792	-2,332	-2,406	-2,475
股东融资	997	0	0	0
其他影响	187	475	1,036	1,165

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-0.5%	12.8%	9.2%	3.3%
EBIT 增长率	17.9%	81.0%	12.6%	1.4%
归母公司净利润增长率	18.8%	98.2%	14.6%	2.2%
获利能力				
毛利率	9.3%	12.6%	12.8%	12.5%
净利率	4.2%	7.4%	7.8%	7.7%
ROE	9.8%	15.8%	14.9%	12.9%
ROIC	9.6%	15.2%	15.4%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	62.4%	57.6%	53.0%	49.2%
流动比率	1.7	2.1	2.5	2.8
速动比率	1.1	1.2	1.6	2.0
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.0
应收账款周转天数	2	2	2	2
存货周转天数	68	81	85	79
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.56	0.64	0.65
每股经营现金流	0.72	0.28	1.06	1.09
每股净资产	2.39	2.93	3.56	4.20
估值比率				
P/E	25	12	11	11
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	184	115	104	103

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn