

证券研究报告—动态报告

有色金属

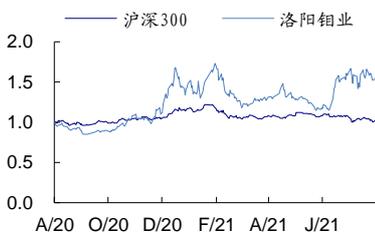
有色金属采选

洛阳钼业(603993)
买入

2021 年半年度报告点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	21,599/21,551
总市值/流通(百万元)	145,579/118,740
上证综指/深圳成指	3,477/14,536
12个月最高/最低(元)	8.05/3.68

相关研究报告:

《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

《洛阳钼业-603993-2020 年三季度报告点评: 20Q3 净利润同比增幅显著, 全球化、多品种布局体现出良好的抗风险能力》——2020-11-02
 《洛阳钼业(603993)新股询价报告: 钼钨资源储量丰富, 深加工环节有待突破》——2012-09-17

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312
 E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161
 E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
上半年业绩表现亮眼, 铜钴板块扩产提速
● 上半年实现归母净利润 24.1 亿元, 重点项目如期推进

公司上半年实现营收 848.16 亿元, 同比+81.45%; 实现归母净利润 24.09 亿元, 同比+138.99%; 实现扣非归母净利润 14.01 亿元, 同比+175.92%。公司单二季度实现营收 449 亿元, 同比+84.31%, 环比+12.49%; 实现归母净利润 14.01 亿元, 同比+150.34%, 环比+39.13%; 实现扣非归母净利润 8.98 亿元, 同比+201.16%, 环比+78.53%。公司二季度业绩继续实现跨越式增长。

公司上半年钼金属产量 7999 吨, 同比+13.14%, 钨金属产量 4272 吨, 同比-8.40%; NPM (80%权益) 铜金属产量 11656 吨, 同比-16.34%, 黄金产量 9643 盎司, 同比-11.44%; TFM 铜金属产量 98149 吨, 同比+7.89%, 钴金属产量 7010 吨, 同比+7.14%; 铌金属产量 3947 吨, 同比-20.74%, 磷肥 (HA+LA) 产量约 52 万吨, 同比-5.39%。

公司上半年积极布局刚果(金)扩产增效重点项目(10K 项目)及澳洲铜金矿扩产项目。截至目前, 10K 项目已正式投产运营, 每日矿石处理量增加至 25000t/d; 澳洲扩产项目已完全达产, 年处理量提升 15%。

● TFM 混合矿项目推出, 未来在铜钴板块仍有巨大增长潜力

公司发布 TFM 铜钴矿混合矿项目, 拟投资 25.1 亿美元, 规划建设 3 条生产线, 分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线, 年处理矿石量总计 1240 万吨。项目计划 2023 年建成投产, 未来达产后预计新增铜年均产量约 20 万吨, 新增钴年均产量约 1.7 万吨。另外, 今年 4 月公司与宁德时代间接控股公司邦普时代签订《战略合作协议》, 邦普时代通过全资子公司时代新能源以总对价 1.375 亿美金获得 KFM 公司 25% 的股权。此次合作使公司与资源端应用客户更紧密的结合。

● 风险提示: 核心产品价格下跌; 核心产品产销量不达预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2021-2023 年营收分别为 1577/1583/1583 亿元, 同比增速 39.5/0.4/0.0%; 归母净利润分别为 51.45/65.69/73.88 亿元, 同比增速 120.9/27.7/12.5%; 摊薄 EPS 分别为 0.24/0.30/0.34 元, 当前股价对应 PE 为 28/22/20X。考虑到公司在全球范围内多品种布局能有效降低风险, 内部降本增效措施卓有成效, 现有矿山资源储备丰富, 且铜钴未来仍然有巨大的增长潜力, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	112,981	157,665	158,338	158,338
(+/-%)	64.5%	39.5%	0.4%	0.0%
净利润(百万元)	2329	5145	6569	7388
(+/-%)	25.4%	120.9%	27.7%	12.5%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.24	0.30	0.34
EBIT Margin	5.4%	6.5%	6.9%	6.9%
净资产收益率(ROE)	6.0%	12.1%	13.9%	14.1%
市盈率(PE)	62.5	28.3	22.2	19.7
EV/EBITDA	21.5	16.4	14.9	14.3
市净率(PB)	3.74	3.43	3.09	2.79

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

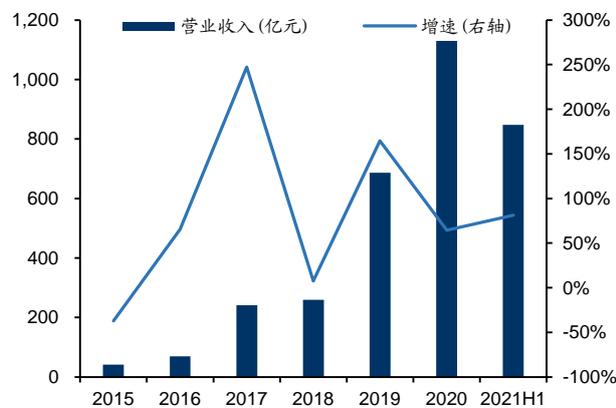
上半年业绩表现亮眼，重点项目如期推进

公司发布中报：上半年实现营收 848.16 亿元，同比+81.45%；实现归母净利润 24.09 亿元，同比+138.99%；实现扣非归母净利润 14.01 亿元，同比+175.92%；实现经营活动产生的现金流净额 13.19 亿元，同比减少 68.98%。

公司单二季度实现营收 449 亿元，同比+84.31%，环比+12.49%；实现归母净利润 14.01 亿元，同比+150.34%，环比+39.13%；实现扣非归母净利润 8.98 亿元，同比+201.16%，环比+78.53%。公司二季度业绩继续实现跨越式增长。

公司归母净利润和扣非归母净利润出现较大差别，主要是由于 IXM 是通过期货合约等衍生金融工具对冲现货持仓的价格变动风险，根据会计准则，期货业务相关损益于公允价值变动损益及投资收益科目中进行核算。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

矿山业务产量方面，公司上半年钼金属产量 7999 吨，同比+13.14%，钨金属产量 4272 吨，同比-8.40%；NPM(80%权益)铜金属产量 11656 吨，同比-16.34%，黄金产量 9643 盎司，同比-11.44%；TFM 铜金属产量 98149 吨，同比+7.89%，钴金属产量 7010 吨，同比+7.14%；铋金属产量 3947 吨，同比-20.74%，磷肥 (HA+LA) 产量约 52 万吨，同比-5.39%。

公司上半年积极布局刚果(金)扩产增效重点项目(10K 项目)及澳洲铜金矿扩产项目。截至目前，10K 项目已正式投产运营，每日矿石处理量从 15000t/d 增加至 25000t/d；澳洲扩产项目已完全达产，年处理量提升 15%。

表 1：公司矿产采掘与加工产品产量数据和指引

矿山采掘与加工	单位	2021Q1	2021Q2	单季度环比	2020H1	2021H1	上半年同比	2021 年目标产量
钼	吨	4,031	3,968	-1.56%	7,070	7,999	13.14%	钼金属产量 1.38-1.69 万吨
钨	吨	2,091	2,181	4.30%	4,664	4,272	-8.40%	钨金属产量 0.69-0.84 万吨
铜金属 NPM(80%权益)	吨	5,648	6,008	6.37%	13,933	11,656	-16.34%	NPM 铜金属产量 2.41-2.94 万吨
黄金 NPM(80%权益)	盎司	4,489	5,154	14.81%	10,889	9,643	-11.44%	NPM 黄金产量 2.13-2.60 万盎司
铜金属 TFM	吨	49,687	48,462	-2.47%	90,972	98,149	7.89%	TFM 铜金属产量 18.73-22.89 万吨
钴金属	吨	3,300	3,710	12.42%	6,543	7,010	7.14%	TFM 钴金属产量 1.65-2.01 万吨
铋金属	吨	1,877	2,070	10.28%	4,980	3,947	-20.74%	铋金属产量 0.87-1.06 万吨
磷肥(HA+LA)	吨	255,166	265,340	3.99%	550,183	520,506	-5.39%	磷肥产量 99.9-122.1 万吨

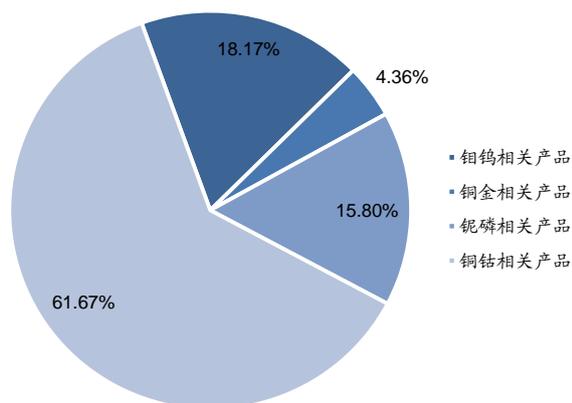
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本方面，公司降本增效继续深化，在 2020 年提前 1 年的时间完成 3 年 5 亿美金的降本目标之后，今年上半年矿业各业务板块生产运营成本又实现同口径

同比削减超过 3.6 亿元人民币。其中，刚果(金)铜钴板块实现生产运营现金成本削减约 3000 万美元；巴西铌磷板块实现生产运营成本下降 800 万美元；中国区业务实现生产运营现金成本同比下降超 8000 万元人民币。

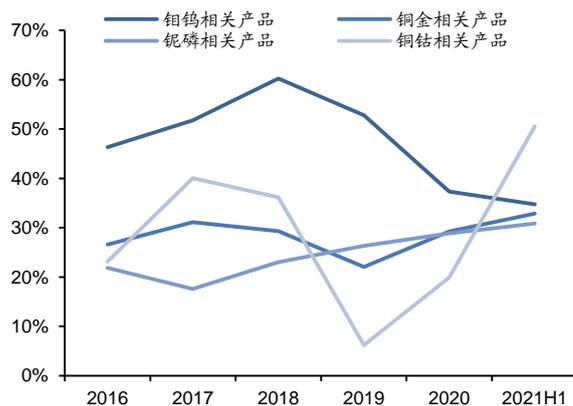
毛利方面，铜钴业务规模在集团占比进一步扩大。公司上半年矿业毛利率达到 41.87%，同比大幅增加 23.28 个百分点；其中铜钴板块毛利率 50.54%，同比增加 40.42 个百分点；钨钼板块毛利率 34.75%，同比减少 3.27 个百分点；铜金板块毛利率 32.86%，同比增加 13.11 个百分点；铌磷板块毛利率 30.83%，同比增加 13.83 个百分点。

图 3：公司矿山采掘与加工业务毛利构成（2021 年上半年）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

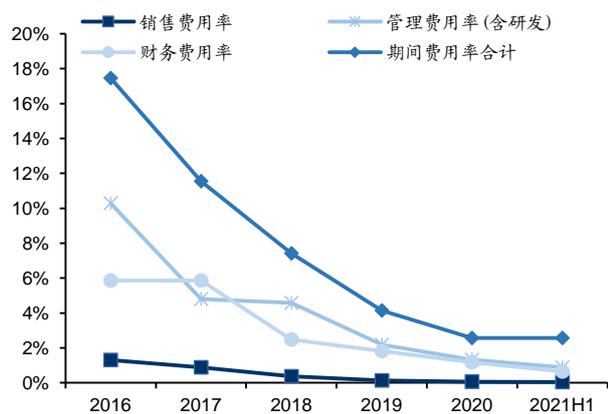
图 4：公司矿山采掘与加工业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

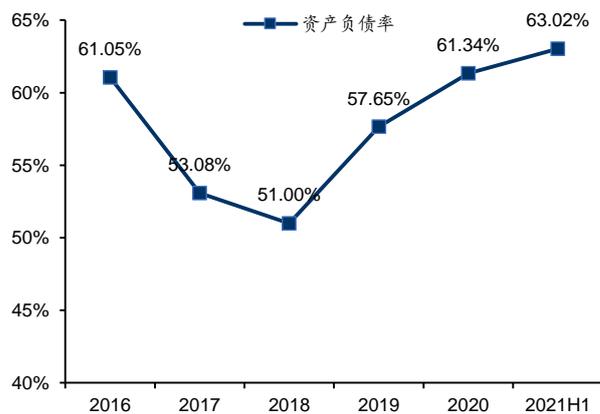
期间费用方面，公司自 2019 年 7 月完成 IXM 的收购之后，基础金属贸易业务并表之后，营收得以大规模增加，摊薄期间费用率，所以期间费用率处于持续下降过程。从绝对数来看，今年上半年销售费用 3741.58 万元，同比减少 11.75%；管理费用 6.85 亿元，同比增加 4.95%；研发费用 6436.48 万元，同比增加 42.16%；财务费用 5.55 亿元，同比减少 20.18%。另外公司今年上半年资产负债率为 63.02%，如果剔除掉 IXM 的影响，资产负债率仅为 54.2%，保持稳健的状态。

图 5：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司资产负债率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司未来在刚果(金)铜钴板块还有巨大的增长潜力

公司间接持有 TFM 铜钴矿 80% 权益，该矿矿区面积超过 1500 平方公里，拥有从开采到加工全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。今年上半年 TFM 克服疫情的不利影响，10K 项目于 7 月正式进入试生产阶段，每日矿石处理量

从 15000t/d 增加至 25000t/d, 预计在下半年会实现达产, 另外随着下半年电积车间扩容项目的稳步推进, 铜钴产能会进一步提升, 预计到年底铜金属产能将达到 25 万吨/年, 钴金属产能将达到 2.5 万吨/年。公司在年报指引中预计 2021 年 TFM 铜产量是 18.73-22.89 万吨; 钴产量是 1.65-2.01 万吨。

图 7: TFM 铜产量变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: TFM 钴产量变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在 8 月 6 日对外公告了 TFM 铜钴矿混合矿项目, 为进一步开发 TFM 铜钴矿的丰富资源, 扩大铜钴产量, 优化现有生产流程, 降低矿山生产运营成本, 公司组织专家团队对 TFM 铜钴矿开发利用和建设方案进行了论证, 并聘请中国瑞林工程技术股份有限公司和中冶北方(大连)工程技术有限公司为本项目编制《刚果(金)Tenke Fungurume 铜钴矿混合矿开发项目可行性研究》, 拟投资 25.1 亿美元用于 TFM 铜钴矿混合矿项目建设。

混合矿项目是公司在刚果(金)布局的扩产增效重点项目。本项目规划建设 3 条生产线, 分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线, 年处理矿石量总计 1240 万吨, 产品为阴极铜和氢氧化钴。项目计划 2023 年建成投产, 未来达产后预计新增铜年均产量约 20 万吨, 新增钴年均产量约 1.7 万吨。

另外在 2020 年 12 月 31 日, 公司宣布以 5.5 亿美金总价收购自由港在刚果(金)的 Kisanfu 铜钴矿中 95% 的间接权益, 刚果(金)政府持有另外 5% 权益。Kisanfu 铜钴矿是位于公司 Tenke 铜钴矿西南 33 公里的大型铜钴矿床, 是世界上最大、最高品位的未开发的铜钴矿项目之一, 该矿总资源量约 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。Kisanfu 是公司一项战略性资产, 其巨大地质潜力、庞大资源量及深层成矿能力将提供多样化的开发策略。

今年 4 月, 公司与宁德时代间接控股公司邦普时代签订《战略合作协议》, 邦普时代通过全资子公司时代新能源以总对价 1.375 亿美金获得 KFM 公司 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%, KFM 控股间接持有 Kisanfu 项目 95% 权益。此次合作使公司与资源端应用客户更紧密的结合, 有利于促进行业可持续健康发展, 有利于巩固公司在电池金属和电动汽车原材料供应领域的领先地位。

综上, 目前公司手上同时拥有 TFM 和 KFM 两个非常优质的铜钴矿山, 作为负责任的钴生产商, 未来有望把 TFM 和 KFM 项目进行统筹规划开发, 充分发挥与现有刚果(金)业务的协同效应。

表 2: TFM 和 KFM 资源量和储量

矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	资源品位 (%)	可采储量 (百万吨)	储量品位 (%)
刚果(金)TFM 铜钴矿	铜	851.9	2.90	176.8	2.10
	钴	851.9	0.29	176.8	0.30
刚果(金)KFM 铜钴矿	铜	365.0	1.72	—	—
	钴	365.0	0.85	—	—

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营收分别为 1577/1583/1583 亿元, 同比增速 39.5/0.4/0.0%; 归母净利润分别为 51.45/65.69/73.88 亿元, 同比增速 120.9/27.7/12.5%; 摊薄 EPS 分别为 0.24/0.30/0.34 元, 当前股价对应 PE 为 28/22/20X。考虑到公司在全球范围内多品种布局能有效降低风险, 内部降本增效措施卓有成效, 现有矿山资源储备丰富, 且铜钴未来仍然有巨大的增长潜力, 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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	16948	10000	10000	10000	营业收入	112981	157665	158338	158338
应收款项	2034	2839	2851	2851	营业成本	104536	144554	144554	144554
存货净额	21170	29434	29326	29235	营业税金及附加	892	1261	1267	1267
其他流动资产	9652	13470	13527	13527	销售费用	73	80	80	80
流动资产合计	57240	63177	63139	63049	管理费用	1330	2410	2410	2410
固定资产	27287	31334	34890	38005	财务费用	1323	1300	1300	1300
无形资产及其他	21512	20651	19791	18930	投资收益	409	200	1000	1400
投资性房地产	15055	15055	15055	15055	资产减值及公允价值变动	(1669)	(210)	(210)	(210)
长期股权投资	1348	1348	1348	1348	其他收入	(618)	870	870	870
资产总计	122441	131565	134223	136386	营业利润	2947	8919	10387	10787
短期借款及交易性金融负债	25794	24109	20131	15072	营业外净收支	(71)	0	0	0
应付款项	1505	2092	2085	2078	利润总额	2876	8919	10387	10787
其他流动负债	15059	21223	22776	24342	所得税费用	398	3122	3116	2697
流动负债合计	42358	47424	44992	41491	少数股东损益	150	653	702	702
长期借款及应付债券	18992	18992	18992	18992	归属于母公司净利润	2329	5145	6569	7388
其他长期负债	13757	13757	13757	13757					
长期负债合计	32748	32748	32748	32748					
负债合计	75106	80172	77740	74240					
少数股东权益	8443	8900	9392	9883					
股东权益	38892	42493	47091	52263					
负债和股东权益总计	122441	131565	134223	136386					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2329	5145	6569	7388
资产减值准备	209	69	31	31
折旧摊销	4108	3534	4063	4505
公允价值变动损失	1669	210	210	210
财务费用	1323	1300	1300	1300
营运资本变动	4150	(6065)	1615	1681
其它	(231)	388	460	460
经营活动现金流	12233	3281	12949	14275
资本开支	(1474)	(7000)	(7000)	(7000)
其它投资现金流	284	0	0	0
投资活动现金流	(1504)	(7000)	(7000)	(7000)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(919)	0	0	0
支付股利、利息	(2679)	(1543)	(1971)	(2216)
其它融资现金流	(2234)	(1686)	(3978)	(5059)
融资活动现金流	(9429)	(3229)	(5949)	(7275)
现金净变动	1300	(6948)	0	0
货币资金的期初余额	15648	16948	10000	10000
货币资金的期末余额	16948	10000	10000	10000
企业自由现金流	12083	(2888)	6299	7351
权益自由现金流	8930	(5696)	1141	1180

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.11	0.24	0.30	0.34
每股红利	0.12	0.07	0.09	0.10
每股净资产	1.80	1.97	2.18	2.42
ROIC	8%	8%	9%	9%
ROE	6%	12%	14%	14%
毛利率	7%	8%	9%	9%
EBIT Margin	5%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%
收入增长	65%	40%	0%	0%
净利润增长率	25%	121%	28%	12%
资产负债率	68%	68%	65%	62%
息率	1.8%	1.1%	1.4%	1.5%
P/E	62.5	28.3	22.2	19.7
P/B	3.7	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	21.5	16.4	14.9	14.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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