

主要金属品种量价齐升，业绩同比大增

2022 年 03 月 20 日

► **事件：2022 年 3 月 18 日，公司发布 2021 年年报。**2021 年，公司实现营收 1738.63 亿元，同比增长 53.9%；归母净利润 51.06 亿元，同比增长 119.3%；扣非归母净利润 41.03 亿元，同比增长 276.2%。2021Q4，公司实现营收 473.04 亿元，同比增长 44.8%、环比增长 13.3%；归母净利润 15.48 亿元，同比增长 115.2%、环比增长 34.6%；扣非归母净利润 21.89 亿元，同比增长 549.9%、环比增长 326.7%。**业绩符合我们预期。**

► **2021 年业绩同比大涨主要受益于主要金属品种量价齐增。**2021 年，铜、钴、钼、钨、铌、磷的年均价分别同比上涨 50.61%、56.02%、82.76%、29.07%、71.6%和 105.93%，公司铜 TFM、钴、钼、钨、铌、磷产量分别同比增长 14.53%、19.86%、18.9%、-0.25%、-7.68%和 2.41%，其中 10K 项目 2021 年 9 月达产助力铜钴产量提升。

► **单季度来看，2021Q4 公司归母净利润环比增加 3.98 亿元。**增长主要来自于毛利（+19.48 亿元）和少数股东损益（+5.71 亿元）。毛利的增长主要在于铜钴量价齐升，而减利项主要在于所得税（-5.38 亿元）、费用和税金（-2.47 亿元）、减值损失（-0.18 亿元）、其他/投资收益（-1.38 亿元）、公允价值变动（-11.59 亿元）和营业外利润（-0.20 亿元）。

► **公司公布 2022 年生产指引，上调矿产铜、钴和铌产量，增加实物贸易量。**公司 2022 年生产计划为：TFM 铜 22.7-26.7 万吨，钴金属 1.75-2.05 万吨，钼金属 48 万吨，钨金属 0.61-0.72 万吨，铌金属 0.82-0.95 万吨，磷肥 104-122 万吨，NPM 铜 2.25-2.62 万吨，NPM 黄金 1.72-2.02 盎司，贸易 770-910 万吨，指引中值同比 2021 年产量分别变化+18.11%、+2.7%、-15.78%、-23.19%、3.07%、0.89%、3.47%、-14.9%和 29.29%。

► **刚果金铜钴产量三年倍增，资源优势正加速转变为产量优势。**①10K 项目 2021 年 9 月满产，新增铜钴产能 8.85 万吨和 7280 吨，2022 年同比贡献较大增量。②TFM 混合矿项目目前已完成可研，预计 2023 年下半年投产，达产后预计新增铜年均产量约 20 万吨，钴年均产量约 1.7 万吨。③KFM 项目：极具潜力的绿地项目，可研计划稳步推进。随着各项目逐步放量，预计 2022-2025 年公司铜产量将达到 27.1/33.5/51.5/56 万吨，钴产量将达到 1.9/2.5/4.5/5.2 万吨。

► **盈利预测与投资建议：**公司是国际矿业巨擘，具有较强的资源禀赋和成本优势，预计公司将逐渐完成从单纯的矿山投资企业到投资运营双轮驱动企业的华丽转变。我们上调公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 84.41、91.41、131.67 亿元，EPS 分别为 0.39、0.42 和 0.61 元，对应最新股价（3 月 18 日）的 PE 分别为 13X、12X 和 8X，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	173,863	210,719	236,145	261,383
增长率（%）	53.9	21.2	12.1	10.7
归属母公司股东净利润（百万元）	5,106	8,441	9,141	13,167
增长率（%）	119.3	65.3	8.3	44.1
每股收益（元）	0.24	0.39	0.42	0.61
PE	22	13	12	8
PB	2.8	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.17 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.民生金属 2022 年年度策略系列报告之工业金属篇：稳增长发力，供需有望共振

目录

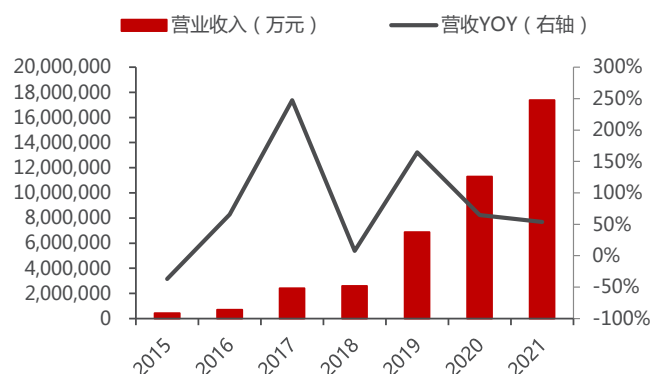
1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评	4
2.1 2021 年产品量价齐升，经营业绩亮眼	4
2.2 2021Q4，10K 项目达产铜钴产量增长，量价齐升利润环比高增	8
2.3 2022 年 1-2 月业务经营开门红，钴、铌、铜产量大幅增长	12
3 项目跟踪：聚焦铜钴，资源优势逐步转化为产量优势	13
3.1 TFM 项目：2022 年 10K 项目带来增量，中长期混合矿进展顺利	13
3.2 KFM 项目：极具潜力的绿地项目，可研计划稳步推进	15
3.3 其他项目：多项目齐头并进，产量增长指日可待	16
4 盈利预测与评级	20
4.1 估值分析	20
4.2 盈利预测	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 事件：公司发布 2021 年年报

2022 年 3 月 18 日，公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 1728.63 亿元，同比增长 53.89%；归母净利润 51.06 亿元，同比增长 119.26%，扣非后归母净利润达 41.03 亿元，同比增长 276.24%。

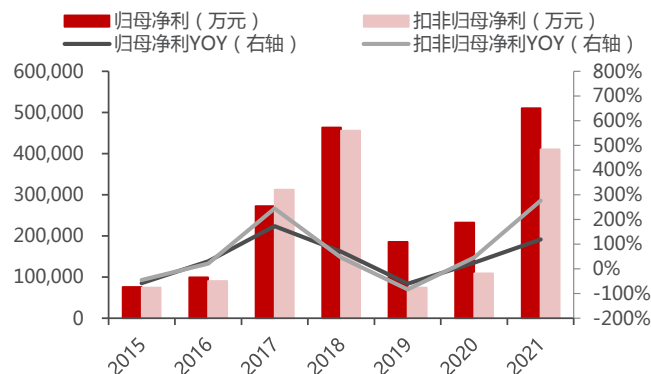
单季度来看，2021Q4，公司实现营收 473.04 亿元，同比增长 44.77%、环比增长 13.32%；归母净利润 15.48 亿元，同比增长 115.19%、环比增长 34.65%；扣非归母净利 21.89 亿元，同比增长 549.86%、环比增长 326.7%。

图 1：2021 年，公司实现营收 1739 亿元



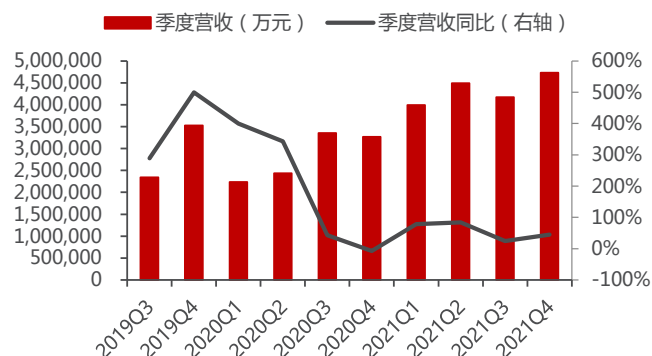
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 51.06 亿元



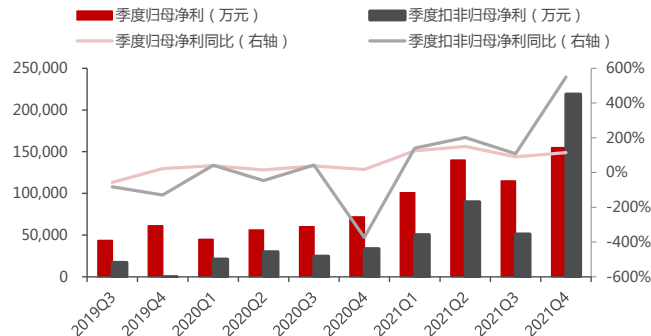
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 473 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 15.48 亿元



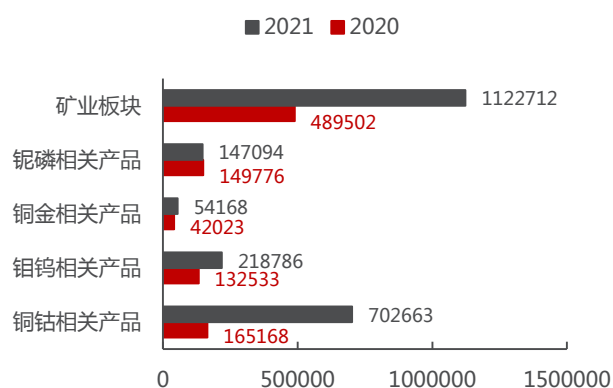
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评

2.1 2021 年产品量价齐升，经营业绩亮眼

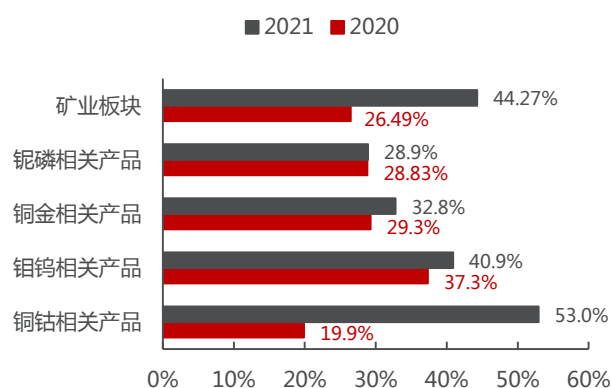
2021 年，公司实现营收 1728.63 亿元，同比增长 53.89%；归母净利润 51.06 亿元，同比增长 119.26%，扣非后归母净利润达 41.03 亿元，同比增长 276.24%。业绩大幅增长主要是由于公司多个产品产量创造历史记录，同时金属价格全面上涨，且公司持续降本增效巩固低成本运营优势，从而带动毛利率明显增长。

图 5：矿山毛利显著提升（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：矿山毛利率水平显著提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：金属价格全面上行，助推公司矿山业务毛利率大增 17.78pct 至 44.27%。

- ✓ **铜钴板块：铜钴单价同比均有较大增加，高毛利率拉动整体矿山板块毛利率提升。**2021 年，阴极铜/金属钴年均价分别为 9317 美元/吨和 23.98 美元/磅，分别同比增长 50.61%和 56.02%，铜钴板块毛利率达到 52.96%，相应子公司归母净利润达 44.67 亿元，同比增加 353.5%。
- ✓ **其他板块：各金属价格大多有明显增加。**国内钼钨板块中，钼精矿、钼铁、氧化钼、黑钨精矿、APT 年均价同比分别增长 39.23%、36.84%、82.76%、20.70%和 20.53%；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铵年均价分别 +71.6%/+105.93%，磷肥价格受到粮食价格的强劲支撑，联合国粮农组织发布的《食品价格指数》中数据显示，2021 年 12 月份粮农组织食品价格指数平均为 133.7 点，环比减少 0.5%，同比上涨 24.4%，尽管环比有所下降，但仍处于近十年高位，预计在粮食价格的支撑下，磷肥高价或可持续。

表 1：公司主要产品价格变化

区域	产品	2020 年	2021 年	同比 (%)	
国内	钼	钼精矿 (人民币元/吨度)	1453.00	2023.00	39.23%
		钼铁 (人民币万元/吨)	9.99	13.67	36.84%
	钨	黑钨精矿 (人民币元/吨度)	1290.00	1557.00	20.70%
		APT (人民币万元/吨)	12.76	15.38	20.53%
国际	铜	阴极铜 (美元/吨)	6186.00	9317.00	50.61%
	钴	金属钴 (美元/磅)	15.37	23.98	56.02%
	钼	氧化钼 (美元/磅钼)	8.70	15.90	82.76%
	钨	APT (美元/吨度)	225.35	290.85	29.07%
	铌	铌铁 (美元/公斤铌)	24.79	42.54	71.60%
	磷	磷酸一铵 (美元/吨)	337.00	694.00	105.93%
	铅	金属铅 (美元/吨)	1825.00	2206.00	20.88%
	锌	金属锌 (美元/吨)	2269.00	3007.00	32.53%
	铝	金属铝 (美元/吨)	1704.00	2480.00	45.54%
	镍	金属镍 (美元/吨)	13789.00	18487.00	34.07%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：铅锌铝镍为 IXM 贸易品种

表 2：各控股子公司盈利情况 (单位：亿元)

公司名称	所属矿山/业务	持有权 益	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2021	2020	同比	2021	2020	同比
CMOC Mining Pty Limited	澳洲 NPM 铜金矿	80%	16.92	14.55	16.34%	2.95	2.23	32.20%
TF Holdings Limited	刚果 (金) TFM 铜钴矿	80%	165.84	97.28	70.48%	44.67	9.85	353.50%
CMOC Brasil	巴西铌磷矿	100%	50.87	45.07	12.86%	5.81	5.56	4.61%
IXM	全球贸易业务	100%	1634	1034	57.98%	8.65	7.72	11.99%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

量：产量整体符合预期，贸易金属量超预期。

- ✓ **铜钴板块：10K 项目助力铜钴产量同比增长。**公司 2021 年铜钴板块铜/钴金属产量分别为 20.91/1.85 万吨，同比增长 14.53%/19.86%，完成全年计划 (指引中值) 的 100.49%/101.1%。刚果 (金) 铜钴矿 10K 扩产项目克服疫情等多重不利因素影响，于 2021 年 7 月建成投产，9 月达产，每日矿石处理量增加 1 万吨，铜钴产能提升，产量增长，铜钴产量均小幅超过指引中值，同比均有较大增长。值得注意的是，钴产量四季度环比增长 80.95%，主要原因或为 10K 项目满产，以及 Q4 配矿方案或更偏向于高品位钴矿。
- ✓ **钼钨板块：钼产量同比上升，钨产量同比下降，略超预期。**2021 年钼/钨金属

产量分别为 16385/8658 吨,同比+18.9%/-0.25%,完成全年计划(指引中值)的 106.74%/113.18%。钼钨产量超预期,钼金属产量接近指引上限,钨产量更是超过指引上限,或得益于公司在 5G 智慧矿山技术上的突破,提升矿区安全生产保障能力的同时,生产效率也得到了显著提升。

- ✓ **铌磷板块**:铌产量略低于预期,磷产量高于指引中值。2021 年铌/磷产量分别为 8586/1117007 吨,同比-7.68%/+2.41%,完成全年计划(指引中值)的 88.97%/100.63%。铌磷板块:铌产量略低于指引下限,磷产量高于指引中值,铌产量略不及预期主要是因为上半年欠产,单看下半年,铌产量达到 4639 吨,环比上半年增长 17.5%,随着铌回收率的增加,后续铌产量的增长值得期待。
- ✓ **铜金板块**:2021 年 NPM 铜/金产量分别为 23534/19948 吨,同比-12.83%/-4.54%,完成全年计划的 87.98%/84.35%。金产量处于指引区间内,铜产量略低于指引下限,或由于矿山品位下滑所致。
- ✓ **贸易板块**:2021 年精矿贸易量达 279.2 万吨,同比变化不大,仅减少 2.2%,而精炼金属产品贸易量同比大增 29.9%至 263.5 万吨,合计完成全年计划的 120.8%,显著超预期,或因为贸易公司扩展交易金属品种数量方面取得成效。

表 3 : 2021 年产量指引完成情况

主要产品	业务板块	2021 年生产指引(万吨,万盎司)	2021 年实际产量(万吨,万盎司)	计划完成进度(按照产量指引中值计算)	2020 年产量(万吨,万盎司)	2021 年同比
TFM 铜金属	刚果(金)铜钴业务	18.73-22.89	20.91	100.49%	18.26	14.53%
钴金属		1.65-2.01	1.85	101.10%	1.54	19.86%
钼金属	中国钼钨业务	1.38-1.69	1.64	106.74%	1.38	18.90%
钨金属(不含豫鹭矿业)		0.69-0.84	0.87	113.18%	0.87	-0.25%
铌金属	巴西铌磷业务	0.87-1.06	0.86	88.97%	0.93	-7.68%
磷肥(HA+LA)		99.9-122.1	111.70	100.63%	109.07	2.41%
NPM 铜金属(80%权益)	澳洲铜金业务	2.41-2.94	2.35	87.98%	2.70	-12.83%
NPM 黄金(80%权益)		2.13-2.60	1.99	84.35%	2.09	-4.54%
精矿产品	贸易业务	479-585	279.19	120.80%	285.60	-2.24%
精炼金属产品		(贸易实物量)	363.46		279.82	29.89%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

2021 年各产品销量变化与产量变化趋势基本一致,而库存端铜受运输影响较大,高库存带来强利润弹性。其中铜(TFM)与钨的库存分别同比增长 51.7%和 35.99%,增长幅度最大,其中铜(TFM)库存的增加或由于去年下半年运输受阻,南非德班港受疫情影响时而出现停摆,影响产品运输。而铜(NPM)和铌库存分别同比下滑 82.52%与 80.81%,下滑幅度最为明显。

表 4：2021 年销量情况

主要产品	单位	销售量			库存		
		2021	2020	同比 (%)	2021	2020	同比 (%)
钼	吨	16562	13641	21.41%	1481	1510	-1.92%
钨	吨	8366	8590	-2.61%	1183	870	35.98%
铌	吨	8489	9674	-12.25%	610	3181	-80.82%
磷肥 (HA+LA)	吨	1129770	1140756	-0.96%	133423	147159	-9.33%
铜 (TFM)	吨	205081	185680	10.45%	57190	37700	51.70%
钴	吨	17085	17333	-1.43%	9048	11645	-22.30%
铜 (NPM 80%权益)	吨	23557	27157	-13.26%	100	572	-82.52%
金 (NPM 80%权益)	盎司	19650	21553	-8.83%			
精矿产品	吨	2884191	2736000	5.42%	334445	370551	-9.74%
精炼金属产品	吨	3613308	2599459	39.00%	527825	453776	16.32%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

成本：铜钴板块持续降本增效，贡献部分毛利增量。按照 2020 和 2021 年不同金属价格进行换算，2021 钼钨、铜金、铌磷、铜钴板块的单位生产成本分别为 142832、36511、112183 和 19044 元/吨，分别同比变化+36.49%、+18.55%、-30.94%和-15.51%。其中，钼钨和铜金板块的单位成本上升主要是因为品位下滑，铜钴板块和铌磷板块成本下滑或主要得益于公司持续推进降本增效。

表 5：分板块成本同比变化

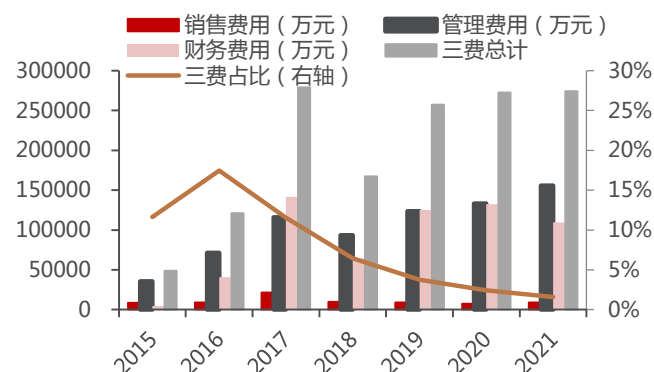
	营业成本 (亿元)			销量 (金属当量, 吨)			单位生产成本 (元/吨)		
	2021	2020	同比	2021	2020	同比	2021	2020	同比
钼、钨	31.63	22.26	42.10%	22142	21267	4.11%	142832	104645	36.49%
铜、金	11.11	10.16	9.36%	30429	32984	-7.75%	36511	30799	18.55%
铌、磷	36.16	36.98	-2.21%	30770	22761	35.19%	112183	162450	-30.94%
铜、钴	62.42	66.43	-6.04%	351279	321869	9.14%	19044	22540	-15.51%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

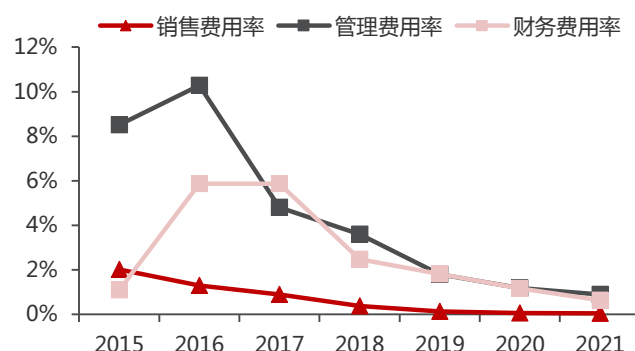
注：钼钨板块按钼当量测算，铜钨、铜金板块按铜当量测算，铌磷板块按铌当量测算

2021 年公司期间费用 27.41 亿元，同比增加 0.14 亿元，营业收入大幅增长致使期间费用率下降 0.84pct 至 1.58%。其中，销售费用 0.90 亿元，同比增加 0.16 亿元，主要系工资及市场咨询费增加所致，销售费用率减少 0.01pct 至 0.05%；管理费用 15.56 亿元，同比增加 2.26 亿元，主要系工资增加所致，管理费用率减少 0.28pct 至 0.89%；财务费用 10.95 亿元，同比减少 2.28 亿元，主要系汇兑差额转负及债券利息支出减少所致，财务费用率减少 0.54pct 至 0.63%。

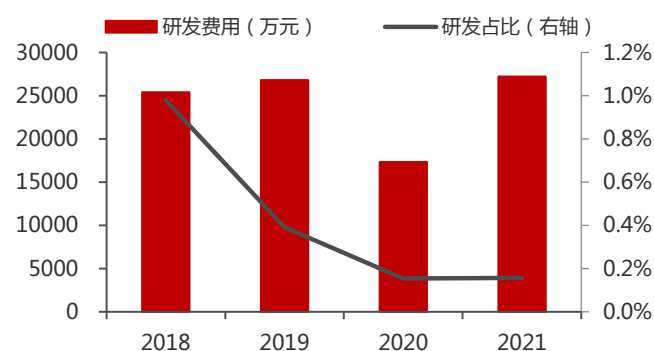
2021 年公司研发费用 2.72 亿元，同比增加 0.99 亿元。营业收入大幅增长致研发费用率基本持平。

图 7：公司期间费用情况


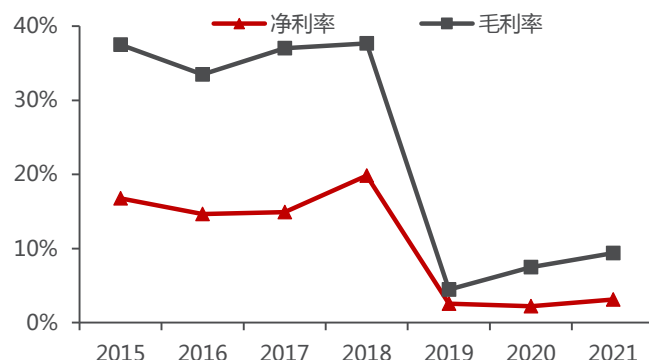
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：公司期间费用率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：公司研发费用情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：公司整体毛利率、净利率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

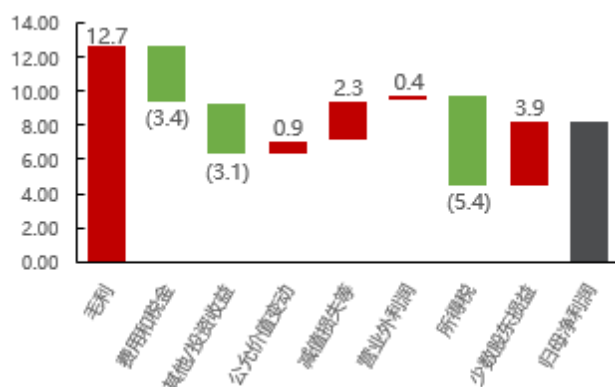
2.2 2021Q4, 10K 项目达产铜钴产量增长, 量价齐升利润

环比高增

同比来看，2021Q4 v.s. 2020Q4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 8.29 亿元。增长主要来自于毛利（+12.71 亿元）、公允价值变动（+0.88 亿元）、减值损失（+2.30 亿元）、少数股东损益（+3.88 亿元）和营业外利润（+0.40 亿元）。而减利项主要来自于所得税（-5.42 亿元）、费用和税金（-3.37 亿元）、其他/投资收益（-3.1 亿元）。

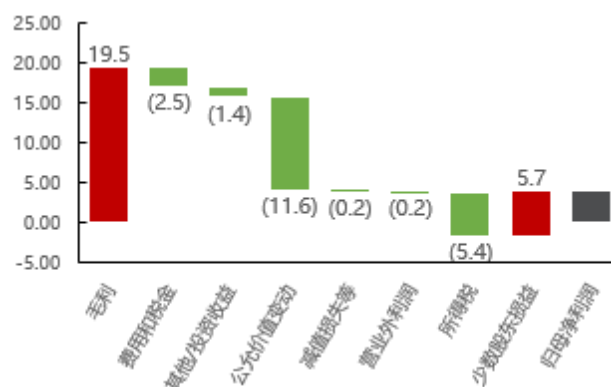
环比来看，2021Q4 v.s. 2021Q3：2021Q4，公司归母净利润环比增加 3.98 亿元。增长主要来自于毛利（+19.48 亿元）和少数股东损益（+5.71 亿元）。而减利项主要在于所得税（-5.38 亿元）、费用和税金（-2.47 亿元）、减值损失（-0.18 亿元）、其他/投资收益（-1.38 亿元）、公允价值变动（-11.59 亿元）和营业外利润（-0.20 亿元）。

图 11：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：四季度金属价格维持高位震荡，钴价提升较为明显。

- ✓ **铜钴板块：**铜钴单价同比均有较大增加，高毛利率拉动整体矿山板块毛利率提升。2021 年四季度，阴极铜/金属钴价格分别为 9584 美元/吨和 29.75 美元/磅，同比分别增长 33.24%和 89.04%，环比分别增长 2.01%和 17.05%。
- ✓ **其他板块：**各金属价格同比大多有明显增加，环比部分品种价格回调。国内钨钨板块中，钨精矿、钨铁、氧化钨、黑钨精矿、APT 价格同比分别增长 48.46%、50.64%、107.22%、28.56%和 32.04%，环比分别-10.13%、-7.25%、1.22%、-0.55%和 2.94%；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铌价格同比分别增长 1.02%/124.16%，环比分别 -1.3%/11.97%。

表 6：公司主要产品季度价格变化

	产品	2021Q4	2021Q3	环比 (%)	2020Q4	同比 (%)
钨	钨精矿 (元/吨度)	2121.00	2360.00	-10.13%	1428.67	48.46%
	钨铁 (元/吨)	146693.55	158166.67	-7.25%	97377.05	50.64%
	氧化钨 (美元/磅)	18.54	18.32	1.22%	8.95	107.22%
钨	黑钨精矿 (元/吨度)	108958.33	109015.87	-0.05%	84750.00	28.56%
	APT (元/吨)	168150.00	163349.21	2.94%	127350.00	32.04%
铜	阴极铜 (美元/吨)	9583.66	9394.94	2.01%	7192.52	33.24%
钴	金属钴 (美元/磅)	29.75	25.42	17.05%	15.74	89.04%
铌	铌铁 (元/吨)	198000.00	200606.06	-1.30%	196000.00	1.02%
磷	磷酸一铌 (美元/吨)	775.63	692.74	11.97%	346.02	124.16%
铅	金属铅 (美元/吨)	2294.58	2282.35	0.54%	1915.19	19.81%
锌	金属锌 (美元/吨)	3319.60	3000.54	10.63%	2645.79	25.47%
铝	金属铝 (美元/吨)	2760.84	2651.22	4.14%	1929.89	43.06%
镍	金属镍 (美元/吨)	19693.83	19098.77	3.12%	15990.63	23.16%

资料来源：Wind，亚洲金属网，镍钴网，民生证券研究院

注：铅锌铝镍为 IXM 贸易品种

量：四季度 10K 项目满产助力铜钴产量提升。

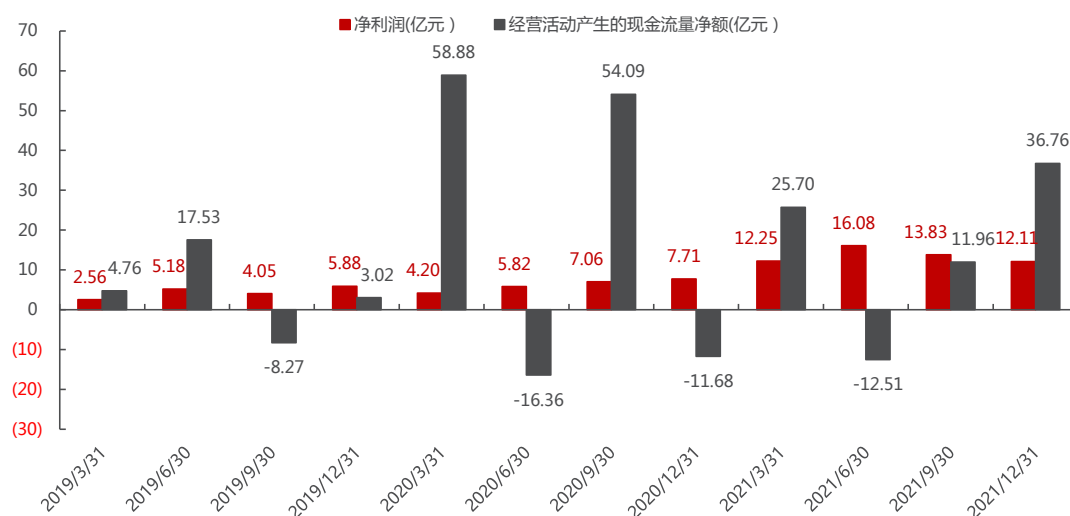
- ✓ **铜钴板块**：公司 2021 年四季度铜钴板块铜/钴金属产量分别为 5.68/0.74 万吨，同比增长 39.77%和 50.15%，环比增长 4.82%和 80.95%。值得注意的是，钴产量四季度环比增长 80.95%，主要原因或为 10K 项目满产，以及 Q4 配矿方案或更偏向于高品位钴矿。
- ✓ **钼钨板块**：2021 年四季度钼/钨金属产量分别为 4517/2211 吨，同比增长 23.86%和 10.33%，环比增长 16.75%和 1.66%，钼钨产量持续增加，或得益于公司在 5G 智慧矿山技术上的突破，提升矿区安全生产保障能力的同时，生产效率也得到了显著提升。
- ✓ **铌磷板块**：2021 年四季度铌/磷产量分别为 2316/278853 吨，同比增长 12.1%和 4.63%，环比-0.3%/-12.21%。
- ✓ **铜金板块**：2021 年四季度 NPM 铜/金产量分别为 5950 吨/4736 盎司，同比-15.51%/-17.65%，环比+0.37%/-14.96%。
- ✓ **贸易板块**：2021 年四季度精矿和精炼金属贸易量分别达 68.93/82.70 万吨，同比-35.9%/-20.12%，环比-7.12%/-3.59%。

表 7：2021Q4 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2021Q4	2021Q3	环比（%）	2020Q4	同比（%）
钼	吨	4517	3869	16.75%	3647	23.86%
钨	吨	2211	2175	1.66%	2004	10.33%
铌	吨	2316	2323	-0.30%	2066	12.10%
磷肥（HA+LA）	吨	278853	317648	-12.21%	266526	4.63%
铜（TFM）	吨	56791	54180	4.82%	40631	39.77%
钴	吨	7401	4090	80.95%	4929	50.15%
铜（NPM 80%权益）	吨	5950	5928	0.37%	7042	-15.51%
金（NPM 80%权益）	盎司	4736	5569	-14.96%	5751	-17.65%
精矿产品	吨	689288	742138	-7.12%	1075346	-35.90%
精炼金属产品	吨	826969	857769	-3.59%	1035210	-20.12%
铜合计	吨	62741	60108	4.38%	47673	31.61%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

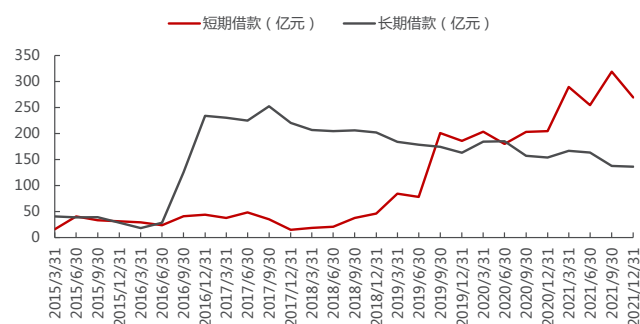
经营活动现金流连续两个季度改善。继 2021 年 Q3 经营活动现金流环比转负为正之后，Q4 的经营活动现金流环比增长 207%。但全年来看仍同比减少 27.1%，主要是因为 2021 年基本金属贸易业务经营活动净流出同比增加，同时 21 年收到金属流业务预收款，造成高基数。

图 13：2021Q4，经营活动现金流为 36.76 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

截至 2021 年底，公司资产负债率为 64.9%，环比减少 1pct，同比增长 3.6pct。

2021 年 12 月末公司短期借款为 269.12 亿元，长期借款（长期借款+应付债券）为 136.11 亿元。与此同时，公司 2021 年底货币资金余额 243 亿元，合作的国有银行，大型股份制商业银行及大型外资银行共计 72 家，银行综合授信达到 1409 亿元，流动性充足。

图 14：2021 年底，长期借款为 136.11 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

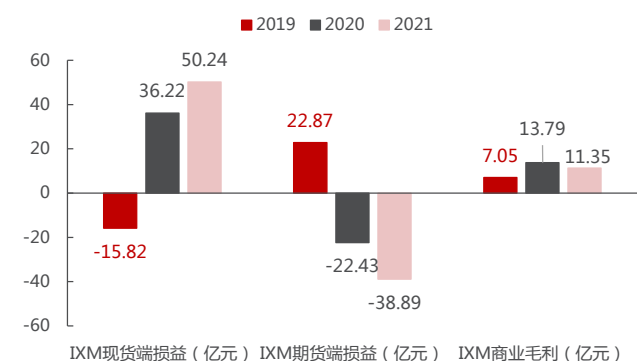
图 15：2021 年底，资产负债率为 64.9%


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

贸易端 IXM 净利润逐年增长，2021 年归母净利润达到 8.65 亿元，利润占比达到 16.9%。IXM 通过期限结合的业务模式，在期货和现货市场上形成对冲，降低了行业周期性和价格波动带来的风险，得以创造稳定持续的盈利。为了更加清晰地看出 IXM 的盈利能力，需要将传统毛利进行修正，因为传统毛利=营业收入-营业成本，体现的是 IXM 现货端的损益，若仅考虑该项会发现利润波动较大，因此需要将计入非经常性损益的 IXM 期货端损益加回，修正得到 IXM 商业毛利，从商业毛利的数据可以看出，IXM 自 19 年并表以来每年均能贡献稳定的利润。2021 年

IXM 归母净利润同比增长 12%至 8.65 亿元，增速低于公司整体归母净利润增速 119.2%，因此利润占比下滑至 16.9%。

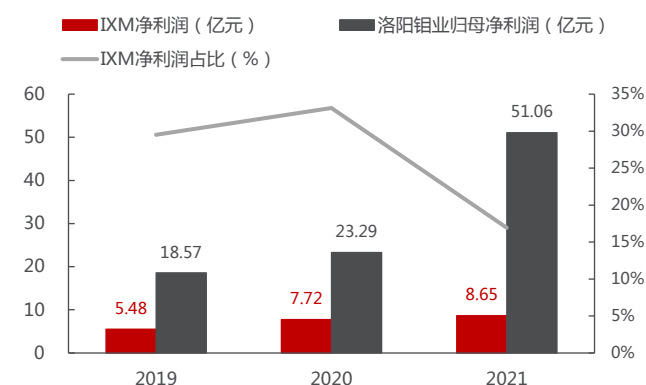
图 16：2021，IXM 商业毛利为 11.35 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：IXM 商业毛利为公司披露 IXM 毛利加上非经常性损益中 IXM 金属贸易业务衍生金融工具公允价值变动，

图 17：2021 年，IXM 归母净利润为 8.65 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：按 2021 年年平均汇率，1 美元=6.45 人民币换算

2.3 2022 年 1-2 月业务经营开门红，钴、钨、铜产量大幅增长

公司公布 2022 年生产指引，上调矿产铜、钴和钨产量，增加实物贸易量。公司 2022 年生产计划为：TFM 铜 22.7-26.7 万吨，钴金属 1.75-2.05 万吨，钨金属 48 万吨，钨金属 0.61-0.72 万吨，钨金属 0.82-0.95 万吨，磷肥 104-122 万吨，NPM 铜 2.25-2.62 万吨，NPM 黄金 1.72-2.02 盎司，贸易 770-910 万吨，同比 2021 年产量分别变化+18.11%、+2.7%、-15.78%、-23.19%、3.07%、0.89%、3.47%、-14.9%和 29.29%。

2022 年 1-2 月钴、钨、铜产量大幅增长，整体符合进度预期。

- ✓ **铜钴板块**：铜钴同比大幅增加，产量符合指引中值进度。公司 2021 年 1-2 月铜钴产量分别为 4.43/0.34 万吨，同比增长 20.3%/51.5%，完成全年计划（指引中值）的 16.32%/17.63%。
- ✓ **钨钨板块**：钨钨产量同比下降，产量略超指引中值进度。2022 年 1-2 月钨/钨金属产量分别为 0.24/0.12 万吨，同比-12.5%/-10.3%，完成全年计划（指引中值）的 17.37%/18.48%。
- ✓ **钨磷板块**：钨产量同比增加明显，磷产量基本持平。2022 年 1-2 月钨/磷产量分别为 0.16/18 万吨，同比+42.3%/0%，完成全年计划（指引中值）的 17.85%/15.93%。

表 8：2022 年 1-2 月产量指引完成情况

主要产品	业务板块	2022 年生产指引 (万吨)	2022 年 1-2 月 实际产量(万吨)	计划完成进度 (按照产量指引 中值计算)	2021 年 1-2 月 产量(万吨, 万盎司)	2021 年 1-2 月 产量同比变化
(TFM+NPM80% 权益) 铜金属	刚果(金)铜钴业务 +澳洲铜业务	24.95-29.32	4.43	16.32%	3.68	20.3%
钴金属		1.75-2.05	0.34	17.63%	0.22	51.5%
钼金属		1.25-1.51	0.24	17.37%	0.27	-12.5%
钨金属(不含豫鹭 矿业)	中国钼钨业务	0.61-0.72	0.12	18.48%	0.14	-10.3%
铌金属	巴西铌磷业务	0.82-0.95	0.16	17.85%	0.11	42.3%
磷肥(HA+LA)		104-122	18.00	15.93%	18.00	0.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

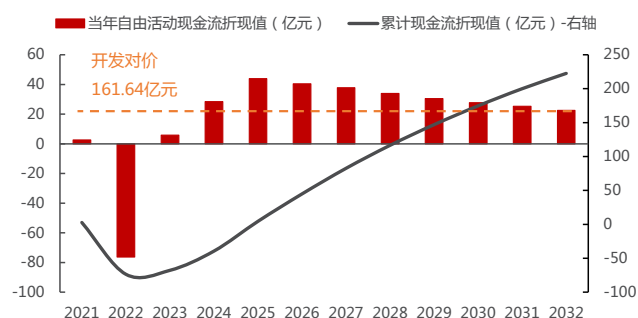
3 项目跟踪：聚焦铜钴，资源优势逐步转化为产量优势

3.1 TFM 项目：2022 年 10K 项目带来增量，中长期混合矿进展顺利

10K 项目：2021 年 9 月满产，2022 年同比贡献较大增量。2021 年 7 月 16 日，公司在刚果(金)的 TFM 铜钴矿 10K 扩产增效项目生产系统开始带料试车，正式进入试生产阶段。并于 9 月末投入满负荷生产，满产后每日矿石处理量将由 1.5 万吨提升至 2.5 万吨，年处理矿石量 330 万吨，新增年产阴极铜 8.85 万吨，年产氢氧化钴钴金属量 7280 吨。预计该部分铜钴增量将在 2022 年集中体现。

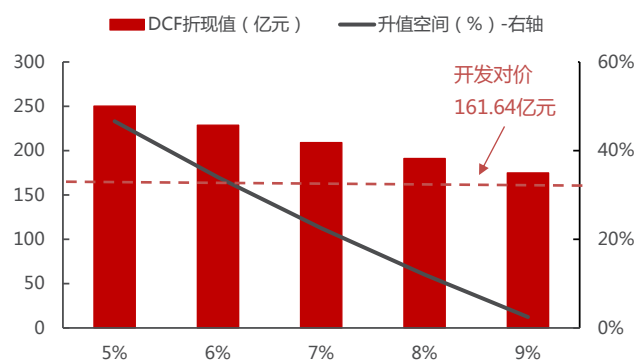
混合矿项目：目前已完成可研，预计 2023 年下半年投产，达产后预计新增铜年均产量约 20 万吨，钴年均产量约 1.7 万吨。项目规划总投资 25.1 亿美元。规划建设 3 条生产线，分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线，年处理矿石量 1240 万吨。根据我们 DCF 测算，该混合矿项目对应折现值或为 253.75 亿元，相比于 161.64 亿元的投资额有 57%的增值空间(采用 2021 年平均汇率，1 美元=6.44 元人民币)。若考虑增储使生产年限增加，其潜在价值将更高。

图 18：混合矿项目对应折现值或为 253.75 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图 19：折现值和升值空间对折现率的敏感性分析



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

混合矿项目进展更新：目前正在完成基建施工等工作。完成新建及扩建采场以及地表清理，同时完成矿山外部道路修筑；完成排土场延伸清表工作，完成铁路移线工作的土石方工程，正在进行混合矿开发基建施工等工作；全年成疏干排水钻井 23 口，共计 2,954 米，在矿区周边、排土场及采矿覆盖区域的社区附近进行地表水管理，共地表水控制护堤 5,123 米，铺设道路及排水涵管 562 米，有效控制水环境影响及采区内部道路积水问题。

TFM 增储带来的权益金事宜正处于沟通中，尚存一定不确定性。由于混合矿的项目规划产能较大，若按照 40 万吨的铜产量计算，此前披露的 350 万吨的铜金属储量仅够开采 9 年左右，实际上根据 TFM 混合矿开发项目的可研报告，部分资源量将转化为储量，目前增储核实工作正在进行。根据 2010 年 TFM 与少数股东 Gecamines 签订的股东协议，若出现增储，需要向 Gecamines 支付增储权益金。自 2021 年四季度起，公司与刚果(金)总统办公厅设立的特别委员会进行了持续的会议沟通，但目前仍存在部分分歧，未来将聘请国际独立第三方对储量的增加进行核实，权益金对财务报表的影响（时间和金额）目前还存在一定不确定性。

表 9：TFM 资源量储量情况（截至 2021 年底）

矿山名称	主要品种	矿石量 (百万吨)	资源量		储量		金属量 (万吨)	矿石处理量 (百万吨)	资源剩 余可开 采年限	许可证/ 采矿权有 效期
			品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (百万吨)	品位(%)				
刚果	铜	845.2	2.9	2,451.08	170.1	2.06	350.41			
(金)TFM 铜	钴	845.2	0.29	245.11	170.1	0.29	49.33	6.67	25.5 年	4-13 年
钴矿										

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 KFM 项目：极具潜力的绿地项目，可研计划稳步推进

目前项目进展顺利。前期部分工作已经逐步开展，可研报告正在编写中，预计 2022 年上半年或将完成，若考虑 18-24 个月建设期，23 年底到 24 年初或能开始贡献产量。

- ✓ **成立对应子公司：**2021 年 3 月 23 日，集团在香港设立二级子公司 KFM Holding Limited，主要业务为投资控股。2021 年 4 月 12 日，集团在南非设立三级子公司 Kisanfu Africa Holding (Pty) Limited，主要业务为投资控股，目前均尚未开展实际经营。
- ✓ **勘探活动：**2021 年勘探工作主要围绕矿区东部工业厂区、矿区西北部矿体地质特征和资源量分布特征、验证首采区主要矿体以往钻孔及样品分析结果的真实可靠性的目的开展，共完成 14 个岩芯钻孔，合计进尺 4,937.5 米。
- ✓ **项目开发前期进展：**2021 年，KFM 项目诸多前期项目顺利完成。陆续开始基建剥离清表；完成工业厂区、尾矿库岩土工程初勘和详勘；推进工业场区和生活区建设前期准备工作；完成工业厂区高压电力供应可行性研究报告，并与国家电力总公司签订供电合同，相关前期准备工作在稳步推进。
- ✓ **公司总裁多次会见刚果（金）高层，为矿山投资建设创造良好社会环境。**2021 年 12 月 23 日，刚果民主共和国总统齐塞克迪在总统府会见了洛阳钼业总裁孙瑞文。总统高度肯定并赞赏洛阳钼业长期以来为国家财政、社区发展等方面做出的贡献，并表示 TFM 扩建项目以及 KFM 新建项目是刚果（金）国家重点项目，希望洛阳钼业能够加快推动两个项目的进程。2022 年 2 月 15 日，孙瑞文先生再次与刚果金总统进行视频通话，围绕发展新能源金属产业链议题进行了交流。2022 年 3 月 8 日下午，孙瑞文先生拜会了刚果金总理，就 TFM 扩建项目与 KFM 新建项目的建设情况，以及新能源产业链的议题进行了深入交流。2022 年 3 月 9 日下午，孙瑞文先生拜会了刚果金参议院议长，就刚果金钴价值链的发展进行了沟通。

表 10：KFM 资源量情况（截至 2021 年底）

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量 (百万吨)	资源剩余 可开采年限	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)KFM	铜	365	1.72	627.8	\	\	\	\	\	25 年
铜钴矿	钴	365	0.85	310.25	\	\	\	\	\	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 其他项目：多项目齐头并进，产量增长指日可待

巴西铌磷板块：全球粮食价格上涨，行业景气下磷业务有望进行产能扩张；铌选矿回收率技术攻关取得较大进展。2021 年 4 月，公司获得了 ANM（国家矿业局）的授权，可以在 FFG-04 地区的部分地区开采磷铌矿，并在 2021 年 6 月开始矿石破碎测试，计划在 2021 年年底前完成产能提升。目前产能为 120 万吨左右，按照 2021 年产量计算，产能利用率已经达到 93.1%，考虑检修因素该产能利用率已经接近满产，同时需求方面又十分旺盛，磷肥价格上涨十分迅速，产能扩张势在必行。得益于洛钼巴西人员的技术攻关，BVFR 和 BV 两个选厂回收率得到了明显提高，单季度产量同比有增长。BVFR 选矿回收率从 2021 年上半年的 43.69% 提升到目前的 50%，BV 厂选矿回收率 2021 年上半年为 52.66%，目前已提升到了 55.08%。

国内钼钨板块：选矿一公司技改项目或取得进展，钼回收率提升带来产量增长。

表 11：巴西铌磷和中国钼钨矿山的资源量储量情况（截至 2021 年底）

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量（百万吨）	资源剩余可开采年限	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	铌	137.41	1.05	144.28	42.92	0.96	41.2	2.17	19.8 年	根据巴西采矿法，采矿
巴西矿区二	铌	429.22	0.23	98.72	176.75	0.23	40.65	5.26	33.6 年	特许权没有到期日
巴西矿区二	磷	429.22	11.6	4,978.95	176.75	12.65	2,235.89			
上房沟钼矿	钼	451.39	0.139	62.74	32.96	0.191	6.3	4.5	7.3 年	12 年
	铁	22.75	19.01	432.48	1.345	30.01	40.36			
新疆钼矿	钼	441	0.115	50.71	141.58	0.139	19.68	\	38 年	23 年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：公司于 2021 年 11 月 18 日换发三道庄钼钨矿采矿许可证，矿区面积 2 平方公里，生产规模 990 万吨/年。根据国家自然资源部要求，公司正进行矿区面积内资源储量核实工作，所以暂未披露。

澳洲铜金板块：2022 年 3 月，E26L1N 项目正式投产，预计 2022 年或能顺利完成 2.25-2.62 万吨的产量目标。E26L1N 项目于 2019 年 1 月 1 日开工，历时 37 个月，比可研工期提前 5 个月投产，包括 11,736 米开拓进尺、矿石破碎机和物料处理系统，该系统将于 2022 年初投入试运行。三号尾矿库目前已投入生产，仍有后续工程需要完善。与此前的 E48 矿体一样，E26L1N 采用自然崩落法开采，与 12 年前建造规模和设计类似的 E48 项目相比节省了 1.01 亿美元。该项目为 Northparkes 矿建立了一个重要的矿石来源，预计将在未来的 8-9 年中为其矿石加工厂供应矿石。E26L1N 的开发，预计将使得 Northparkes 矿山寿命延长至 2040 年左右。

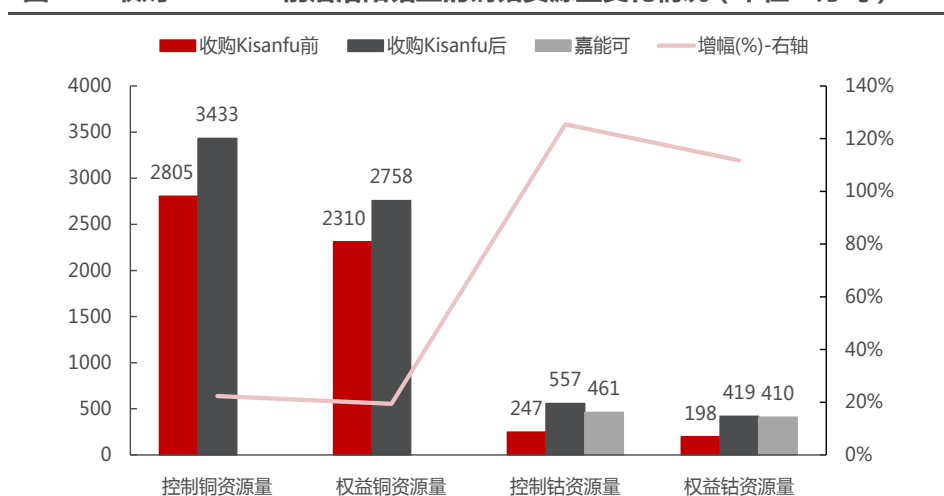
表 12：NPM 资源量储量情况（截至 2021 年底）

	资源量（百万吨）	品位			处理量（百万吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
		铜（%）	金（g/t）	银（g/t）			
探明	249.4	0.55	0.24	2.01			
控制	300.5	0.54	0.19	1.86			
推断	57.5	0.57	0.19	1.7			
类别	储量（百万吨）	铜（%）	金（g/t）	银（g/t）	6.84	18.4	7-15 年
证实	31.5	0.48	0.28	1.56			
可信	94.5	0.56	0.23	2.02			
证实及可信	126	0.54	0.24	1.9			

资料来源：公司公告，民生证券研究院

打造新能源产业链上游资源平台型公司。公司收购完 Kisanfu 后目前已经是全球钴资源量最大的公司，随着 KFM 的开发建设，资源优势将转化为产量优势，切实为公司贡献利润。预计后续公司的发展将着眼于能源金属，目前已经做了多条线路部署，远期或能成为立足新能源产业链的资源平台型公司。

- ✓ **钴：**作为行业龙头推动钴产业链健康发展。收购 KFM 后钴资源量全球第一。2021 年 5 月联手嘉能可、欧亚资源提出 Re|Source 项目，以区块链技术推动钴的溯源及负责任采购，从供应链层面支持钴的可持续发展。鉴于在钴供应链中发挥的重要作用，公司被推选成为“国际钴业协会”（Cobalt Institute）执行委员会副主席。

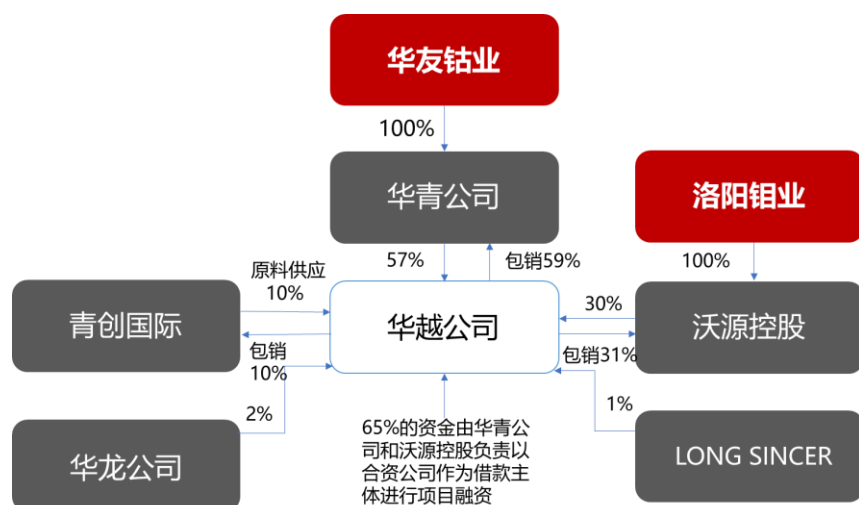
图 20：收购 Kisanfu 前后洛阳钼业的铜钴资源量变化情况（单位：万吨）


资料来源：公司公告，嘉能可公告，民生证券研究院

- ✓ **镍：**与华友钴业和青山集团合作华越镍钴项目。2019 年经过收购，公司最终通过沃源控股间接持有华越镍钴 30% 股权。公司与华友和青山合作投资印度

尼西亚 Morowali 工业园区建设红土镍矿湿法冶炼项目。该项目规划投资 12.8 亿美元，生产规模为年产 6 万吨镍金属量的混合氢氧化镍钴（MHP）。未来主要生产镍、钴相关产品。**与 IXM 协同效应**：该项目已经于 2022 年 1 月产出第一批合格品，公司通过沃源控股包销 31% 的产品，有望发挥 IXM 的贸易优势。预计该项目未来项目建成后公司每年将会获得至少 1.5 万吨镍金属含量的产品和部分钴产品。**高镍化趋势**：顺应未来高镍化的趋势，进一步巩固公司在新能源金属领域的布局。

图 21：印尼 6 万吨镍钴湿法冶炼项目股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产量预测：随着 10K、E26L1N、混合矿、KFM 等项目逐步放量，预计 2022-2025 年公司铜产量将达到 27.1/33.5/51.5/56 万吨，钴产量将达到 1.9/2.5/4.5/5.2 万吨。其中 TFM 铜产量为 24.7/29.5/44.5/47 万吨，钴产量为 1.9/2.2/3.5/3.7 万吨。

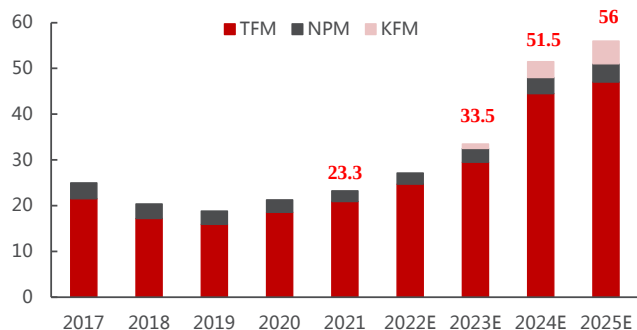
表 13：2017-2025 年铜钴历史产量及预测（单位：吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
铜	TFM	214866	171961	159116	185680	209100	247000	295000	445000
	NPM	35168	31659	29191	27157	23500	24350	30000	40000
	KFM	0	0	0	0	0	0	10000	35000
	合计	250034	203620	188307	212837	232600	271350	335000	515000
	增速		-18.60%	-7.50%	13.00%	9.29%	16.66%	23.46%	53.73%
钴	TFM	16419	18747	16098	15436	18500	19000	22125	34875
	KFM	0	0	0	0	0	0	3000	10500
	合计	16419	18747	16098	15436	18500	19000	25125	45375
	增速		14.20%	-14.10%	-4.10%	19.85%	2.70%	32.24%	80.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

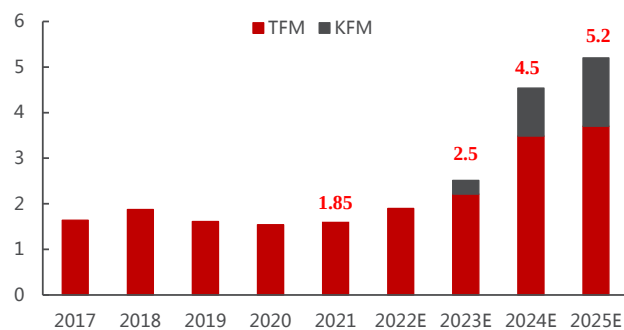
注：2022 年产量预测为公司指引产量中值，KFM 可研报告还未出，产量为预估值

图 22 : 2017-2025 年铜历史产量及预测 (单位 : 万吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图 23 : 2017-2025 年钴历史产量及预测 (单位 : 万吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4 盈利预测与评级

4.1 估值分析

目前公司主营业务分成五大部分，包括铜钴、铜金、钼钨、铌磷板块代表的矿产的勘探与开发业务，以及 IXM 为代表的贸易业务。我们采用分部估值。

- ✓ 对于铜钴板块：选择三家主营铜矿勘探与开采的 A 股上市公司江西铜业、紫金矿业、云南铜业，三家主营钴锂能源金属矿产勘探与开采的 A 股上市公司华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业，作为可比公司；
- ✓ 对于铜金板块：选择江西铜业、紫金矿业、云南铜业作为可比公司；对于钼钨板块，选择厦门钨业、金钼股份为可比公司；
- ✓ 对于铌磷板块：由于铌行业较小，且行业龙头为巴西矿冶公司，A 股并无对应标的，因此该板块我们选择主营业务为磷肥的云天化、湖北宜化和新洋丰作为可比公司；
- ✓ 对于贸易板块：我们给予这部分业务 10 倍估值。

公司 2022 年估值水平低于行业加权平均估值水平。同时公司作为行业龙头，业绩确定性较高，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司目前相对低估。

表 14：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600362	江西铜业	19.45	551.56	0.67	1.70	1.84	1.98	29	11	11	10
601899	紫金矿业	10.63	2,710.29	0.25	0.61	1.00	1.05	43	17	11	10
000878	云南铜业*	11.31	192.23	0.41	0.47	0.54	0.57	28	24	21	20
603799	华友钴业	97.01	1,184.88	1.03	3.52	5.24	6.63	94	28	19	15
300618	寒锐钴业*	65.94	204.16	0.93	2.37	3.42	4.12	71	28	19	16
002460	赣锋锂业*	127.01	1,707.53	0.43	2.85	6.17	7.98	299	45	21	16
铜钴行业平均								94	25	17	14
600362	江西铜业	19.45	551.56	0.67	1.70	1.84	1.98	29	11	11	10
601899	紫金矿业	10.63	2,710.29	0.25	0.61	1.00	1.05	43	17	11	10
000878	云南铜业*	11.31	192.23	0.41	0.47	0.54	0.57	28	24	21	20
铜金行业平均								33	18	15	14
600549	厦门钨业*	19.11	271.07	0.39	1.04	1.36	1.86	49	18	14	10
601958	金钼股份*	6.81	219.73	0.10	0.18	0.25	0.33	67	38	27	21
钼钨行业平均								58	28	21	16
600096	云天化*	23.32	428.13	0.15	1.90	2.06	2.17	157	12	11	11
000422	湖北宜化*	18.48	165.93	0.13	2.56	2.91	3.29	142	9	8	2
000902	新洋丰*	16.35	213.29	0.65	0.97	1.21	1.60	25	17	13	10
铌磷行业平均								108	13	11	8
贸易 (IXM)								10	10	10	10
加权平均 PE								78	21	15	13

603993	洛阳钼业	5.17	1,039.70	0.11	0.24	0.39	0.42	48	22	13	12
--------	------	------	----------	------	------	------	------	----	----	----	----

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：收盘价日期为 2022 年 3 月 18 日；标*为 wind 一致预期；加权平均 PE 权重根据 2021 毛利占比分配

4.2 盈利预测

公司是国际矿业巨擘，具有较强的资源禀赋和成本优势，预计公司将逐渐完成从单纯的矿山投资企业到投资运营双轮驱动企业的华丽转变。我们上调公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 84.41、91.41、131.67 亿元，EPS 分别为 0.39、0.42 和 0.61 元，对应最新股价（3 月 18 日）的 PE 分别为 13X、12X 和 8X，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司有较多在建项目，包括 TFM 混合矿项目、KFM 项目等，这些项目的建设需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 铜钴等主要金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、钴、钼、钨、铌、磷等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 地缘政治风险等。公司投资项目分布在中国、刚果金、巴西、澳大利亚、印尼等多个国家。若当地政府对公司进行针对，或是出台政策提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	173,863	210,719	236,145	261,383
营业成本	157,540	194,072	216,822	234,089
营业税金及附加	1,256	1,686	2,125	3,137
销售费用	90	211	236	392
管理费用	1,556	1,896	2,243	2,875
研发费用	272	316	354	392
EBIT	13,206	12,538	14,364	20,498
财务费用	1,095	1,406	1,358	1,038
资产减值损失	-61	-74	-14	-16
投资收益	110	421	472	523
营业利润	8,789	11,510	13,519	20,024
营业外收支	-33	2	-13	-13
利润总额	8,755	11,512	13,506	20,011
所得税	3,328	2,533	3,782	6,003
净利润	5,428	8,980	9,724	14,008
归属于母公司净利润	5,106	8,441	9,141	13,167
EBITDA	17,501	16,464	18,477	24,840

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	24,318	21,886	22,981	24,130
应收账款及票据	746	1,155	1,294	1,432
预付款项	1,473	3,299	3,005	3,313
存货	26,960	37,219	35,642	38,480
其他流动资产	17,459	19,159	19,894	20,863
流动资产合计	70,956	82,718	82,815	88,218
长期股权投资	1,249	1,057	980	861
固定资产	24,959	26,582	28,077	29,352
无形资产	19,399	18,617	17,699	16,627
非流动资产合计	66,494	66,842	66,897	66,196
资产合计	137,450	149,561	149,712	154,414
短期借款	26,912	33,177	25,608	21,079
应付账款及票据	4,166	3,456	4,362	4,776
其他流动负债	19,582	20,057	21,179	22,063
流动负债合计	50,660	56,690	51,149	47,918
长期借款	13,611	13,151	12,109	11,025
其他长期负债	24,915	24,915	24,925	24,935
非流动负债合计	38,525	38,066	37,034	35,960
负债合计	89,186	94,756	88,183	83,878
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	8,419	8,958	9,541	10,382
股东权益合计	48,264	54,804	61,529	70,536
负债和股东权益合计	137,450	149,561	149,712	154,414

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	53.89	21.20	12.07	10.69
EBIT 增长率	119.45	-5.06	14.57	42.70
净利润增长率	119.26	65.31	8.29	44.05
盈利能力 (%)				
毛利率	9.39	7.90	8.18	10.44
净利润率	3.12	4.26	4.12	5.36
总资产收益率 ROA	3.71	5.64	6.11	8.53
净资产收益率 ROE	12.81	18.41	17.58	21.89
偿债能力				
流动比率	1.40	1.46	1.62	1.84
速动比率	0.83	0.73	0.85	0.96
现金比率	0.48	0.39	0.45	0.50
资产负债率 (%)	64.89	63.36	58.90	54.32
经营效率				
应收账款周转天数	1.57	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	62.46	70.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.26	1.41	1.58	1.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.39	0.42	0.61
每股净资产	1.84	2.12	2.41	2.79
每股经营现金流	0.29	0.01	0.85	0.76
每股股利	0.07	0.12	0.14	0.23
估值分析				
PE	22	13	12	8
PB	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.67	8.65	7.18	5.07
股息收益率 (%)	1.38	2.24	2.69	4.48

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5,428	8,980	9,724	14,008
折旧和摊销	4,295	3,926	4,113	4,342
营运资金变动	-8,659	-14,379	3,026	-2,957
经营活动现金流	6,191	151	18,316	16,507
资本开支	-4,260	-4,413	-4,295	-3,818
投资	174	91	77	119
投资活动现金流	-4,892	-3,901	-3,746	-3,176
股权募资	1,005	0	0	0
债务募资	203	5,756	-8,601	-5,603
筹资活动现金流	7,889	1,318	-13,476	-12,183
现金净流量	8,944	-2,432	1,094	1,149

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 1739 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 51.06 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 473 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 15.48 亿元.....	3
图 5：矿山毛利显著提升（单位：万元）.....	4
图 6：矿山毛利率水平显著提升.....	4
图 7：公司期间费用情况.....	8
图 8：公司期间费用率情况.....	8
图 9：公司研发费用情况.....	8
图 10：公司整体毛利率、净利率情况.....	8
图 11：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）.....	9
图 12：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）.....	9
图 13：2021Q4，经营活动现金流为 36.76 亿元.....	11
图 14：2021 年底，长期借款为 136.11 亿元.....	11
图 15：2021 年底，资产负债率为 64.9%.....	11
图 16：2021，IXM 商业毛利为 11.35 亿元.....	12
图 17：2021 年，IXM 归母净利润为 8.65 亿元.....	12
图 18：混合矿项目对应折现值或为 253.75 亿元.....	14
图 19：折现值和升值空间对折现率的敏感性分析.....	14
图 20：收购 Kisanfu 前后洛阳钼业的铜钴资源量变化情况（单位：万吨）.....	17
图 21：印尼 6 万吨镍钴湿法冶炼项目股权结构图.....	18
图 22：2017-2025 年铜历史产量及预测（单位：万吨）.....	19
图 23：2017-2025 年钴历史产量及预测（单位：万吨）.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司主要产品价格变化.....	5
表 2：各控股子公司盈利情况（单位：亿元）.....	5
表 3：2021 年产量指引完成情况.....	6
表 4：2021 年销量情况.....	7
表 5：分板块成本同比变化.....	7
表 6：公司主要产品季度价格变化.....	9
表 7：2021Q4 主要产品产量同比、环比变化情况.....	10
表 8：2022 年 1-2 月产量指引完成情况.....	13
表 9：TFM 资源量储量情况（截至 2021 年底）.....	14
表 10：KFM 资源量情况（截至 2021 年底）.....	15
表 11：巴西铌磷和中国钼钴矿山的资源量储量情况（截至 2021 年底）.....	16
表 12：NPM 资源量储量情况（截至 2021 年底）.....	17
表 13：2017-2025 年铜钴历史产量及预测（单位：吨）.....	18
表 14：可比公司 PE 数据对比.....	20
公司财务报表数据预测汇总.....	23

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
	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001