

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”

买入

核心观点

公司发布 2021 年年报：实现营收 1738.63 亿元，同比+53.89%；实现归母净利润 51.06 亿元，同比+119.26%；实现扣非归母净利润 41.03 亿元，同比+276.24%。21Q4 单季度实现营收 473.04 亿元，同比+44.77%，环比+13.32%；实现归母净利润 15.48 亿元，同比+115.19%，环比+34.61%；实现扣非归母净利润 21.89 亿元，同比+549.86%，环比+326.71%。2021 年现金分红比例约 30%。公司实现历史上业绩表现最好的一年。

公司 2021 年重点项目扩产增效取得良好成效，TFM 铜钴产量创近年新高。

2021 年钼金属产量 16385 吨，同比+18.90%，钨金属产量 8658 吨，同比-0.25%；NPM（80%权益）铜金属产量 23534 吨，同比-12.83%，黄金产量 22034 盎司，同比+5.44%；TFM 铜金属产量 209120 吨，同比+14.53%，钴金属产量 18501 吨，同比+19.86%；铌金属产量 8586 吨，同比-7.68%，磷肥（HA+LA）产量约 112 万吨，同比+2.75%。另外根据公司给出来的 2022 年的产量指引，TFM 铜钴产量仍有增长空间，预计铜产量是 22.7-26.7 万吨；钴产量是 1.75-2.05 万吨。

公司未来在刚果（金）铜钴板块还有巨大的增长潜力。公司 2021 年发布 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，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 2021 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。Kisanfu 矿区正在快速推进补堪、环评、河流改道、矿权整合，可研设计优化、地面清表等前期工作。综上，公司手上同时拥有 TFM 和 KFM 两个优质的铜钴矿山，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。

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：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 2084/2095/2154 亿元，同比增速 19.9%/0.5%/2.8%；归母净利润分别为 69.35/74.29/91.01 亿元，同比增速 35.8%/7.1%/22.5%；摊薄 EPS 分别为 0.32/0.34/0.42 元，当前股价对应 PE 为 16/15/12X。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	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	112981	173863	208449	209526	215354
(+/-%)	64.5%	53.9%	19.9%	0.5%	2.8%
净利润(百万元)	2329	5106	6935	7429	9101
(+/-%)	25.4%	119.3%	35.8%	7.1%	22.5%
每股收益(元)	0.11	0.24	0.32	0.34	0.42
EBIT Margin	5.4%	7.7%	5.7%	5.8%	7.0%
净资产收益率(ROE)	6.0%	12.8%	15.5%	14.9%	16.2%
市盈率(PE)	48.0	21.9	16.1	15.0	12.3
EV/EBITDA	18.2	11.5	12.5	11.6	9.6
市净率(PB)	2.87	2.80	2.50	2.24	1.98

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

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟茜

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

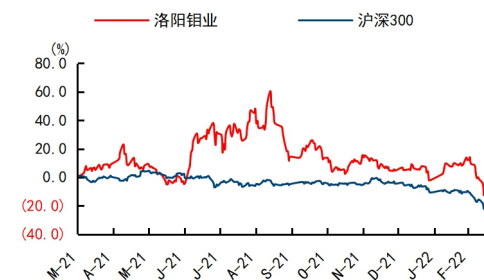
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	5.17 元
总市值/流通市值	111667/111419 百万元
52 周最高价/最低价	8.56/4.60 元
近 3 个月日均成交额	812.85 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

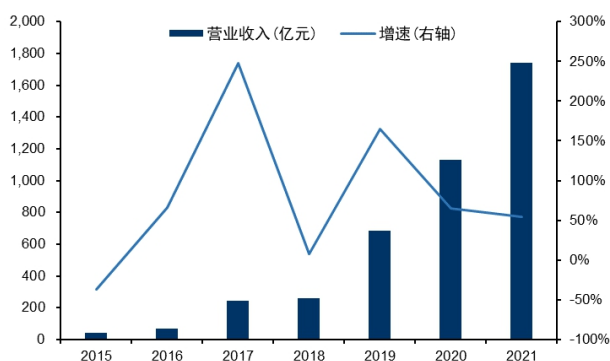
《洛阳钼业-603993-2021 年三季报点评：21Q3 利润保持平稳，矿山金属产量符合预期》——2021-10-28
 《洛阳钼业-603993-2021 年中报点评：上半年业绩表现亮眼，铜钴板块扩产提速》——2021-08-25
 《洛阳钼业-603993-2020 年年报点评：内部降本增效成果显著，未来铜钴板块增长值得期待》——2021-03-26
 《洛阳钼业-603993-2020 年三季度报告点评：20Q3 净利润同比增幅显著，全球化、多品种布局体现出良好的抗风险能力》——2020-11-02

◆ 公司 2021 年重点项目扩产增效取得良好成效，TFM 铜钴产量创近年新高

公司发布 2021 年年报：实现营收 1738.63 亿元，同比增长 53.89%；实现归母净利润 51.06 亿元，同比增长 119.26%；实现扣非归母净利润 41.03 亿元，同比增长 276.24%。21Q4 单季度实现营收 473.04 亿元，同比增长 44.77%，环比增长 13.32%；实现归母净利润 15.48 亿元，同比增长 115.19%，环比增长 34.61%；实现扣非归母净利润 21.89 亿元，同比增长 549.86%，环比增长 326.71%。

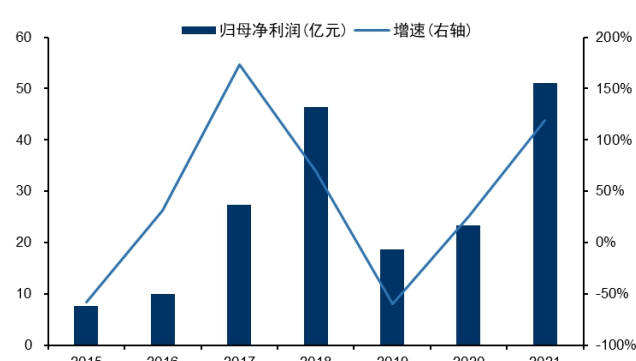
公司归母净利润和扣非净利润出现较大差别，主要是由于 IXM 是通过期货合约等衍生金融工具对冲现货持仓价格变动风险，根据会计准则，期货业务相关损益于公允价值变动损益及投资收益科目中进行核算，所以扣非净利润的变化并不能真实反映公司的经营情况。21Q4 归母净利润环比实现较大幅度增长表明公司各板块生产运营良好。

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，2021 年钼金属产量 16385 吨，同比+18.90%，钨金属产量 8658 吨，同比-0.25%；NPM（80%权益）铜金属产量 23534 吨，同比-12.83%，黄金产量 22034 盎司，同比+5.44%；TFM 铜金属产量 209120 吨，同比+14.53%，钴金属产量 18501 吨，同比+19.86%；铌金属产量 8586 吨，同比-7.68%，磷肥（HA+LA）产量约 112 万吨，同比+2.75%。

2021 年，公司积极布局刚果（金）扩产增效重点项目（10K 项目）及澳洲铜金矿扩产项目，其中 TFM 10K 项目正式投产运营，每日矿石处理量从 15000t/d 增加至 25000t/d，使得 TFM 铜产量创四年新高，钴产量创三年新高；澳洲扩产项目完全达产后年处理量提升 15%。另外，公司 TFM 混合矿项目加速推进，印尼镍钴项目首线试投产成功，镍金属布局取得重大进展。

表1：公司矿产采掘与加工产品产量数据和指引

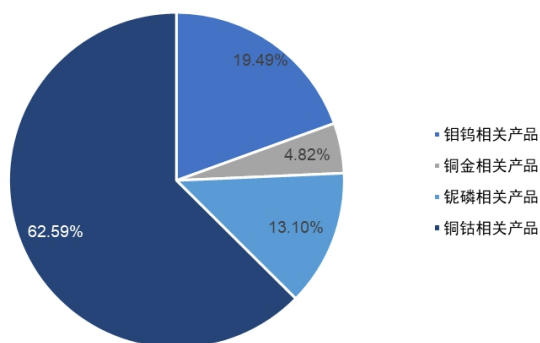
矿山采掘与加工	单位	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2020 年	2021 年	同比	2022 年产量目标
钼	吨	4,031	3,968	3,869	4,517	13,780	16,385	18.90%	1.28-1.51 万吨
钨	吨	2,091	2,181	2,175	2,211	8,680	8,658	-0.25%	0.61-0.72 万吨
铜金属 NPM (80%权益)	吨	5,648	6,008	5,928	5,950	26,997	23,534	-12.83%	2.25-2.62 万吨
黄金 NPM (80%权益)	盎司	4,489	5,154	5,569	6,822	20,897	22,034	5.44%	1.73-2.02 万盎司
铜金属 TFM	吨	49,687	48,462	54,180	56,791	182,597	209,120	14.53%	22.7-26.7 万吨
钴金属	吨	3,300	3,710	4,090	7,401	15,436	18,501	19.86%	1.75-2.05 万吨
铌金属	吨	1,877	2,070	2,323	2,316	9,300	8,586	-7.68%	0.82-0.95 万吨
磷肥 (HA+LA)	吨	255,166	265,340	317,648	281,846	1,090,000	1,120,000	2.75%	104-122 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，公司继 2020 年提前完成 5 亿美元三年降本目标之后，继续在各运营单元开展降本增效活动，巩固低成本运营优势，提高盈利能力。2021 年，公司矿山采掘及加工板块生产运营成本实现同口径同比降本增效超 16 亿元人民币。其中，刚果(金)铜钴板块实现同比降本增效 1.88 亿美元；巴西铌磷板块全年生产运营成本下降 1.77 亿雷亚尔；中国区业务板块全年实现生产运营成本同比下降约 9561 万元人民币。

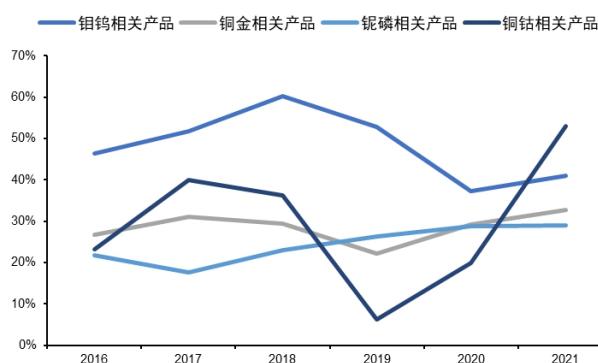
毛利方面，铜钴业务规模在集团占比进一步扩大。公司 2021 年矿业毛利率达到 44.27%，同比大幅增加 17.78 个百分点；其中铜钴板块毛利率 52.96%，同比增加 33.05 个百分点；钼钨板块毛利率 40.89%，同比增加 3.57 个百分点；铜金板块毛利率 32.78%，同比增加 3.52 个百分点；铌磷板块毛利率 28.92%，同比增加 0.09 个百分点。

图3：公司矿山采掘与加工业务毛利构成（2021 年）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

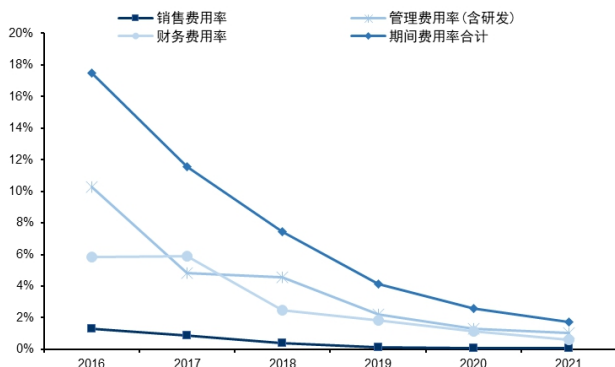
图4：公司矿山采掘与加工业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

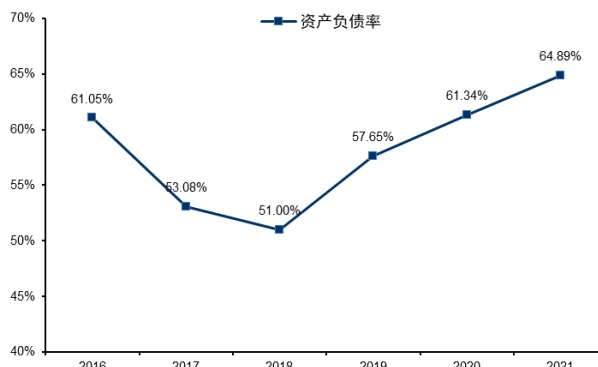
期间费用方面，公司自 2019 年 7 月完成 IXM 的收购之后，基础金属贸易业务并表之后，营收得以大规模增加，摊薄期间费用率，所以期间费用率处于持续下降过程。从绝对数来看，公司 2021 年销售费用约 8975 万元，同比+22.18%；管理费用 15.56 亿元，同比+16.97%；研发费用 2.72 亿元，同比+56.92%；财务费用 10.95 亿元，同比-17.25%。另外公司 2021 年末资产负债率为 64.89%，同比提升了 5.79 个百分点，如果剔除掉 IXM 的影响，资产负债率仍保持稳健的状态。

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

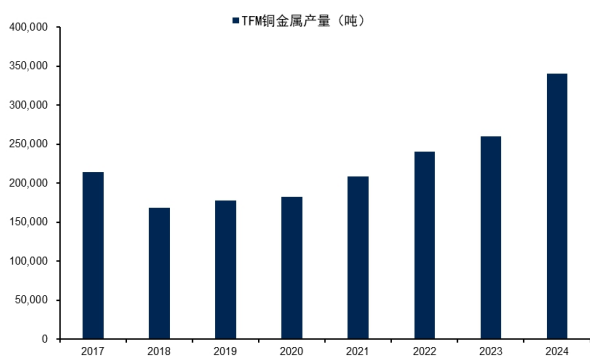


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司未来在刚果(金)铜钴板块还有巨大的增长潜力

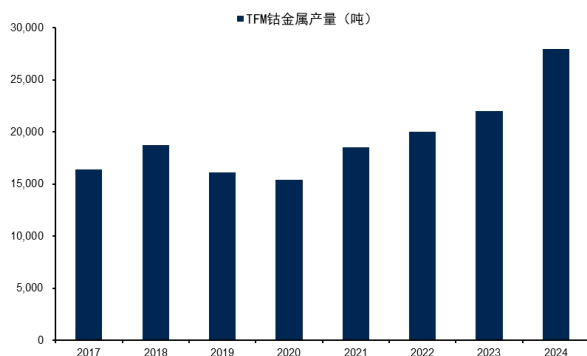
公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积超过 1500 平方公里，拥有从开采到加工全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。2021 年上半年 TFM 克服疫情的不利影响，10K 项目于 7 月正式进入试生产阶段，每日矿石处理量从 15000t/d 增加至 25000t/d，另外随着下半年电积车间扩容项目的稳步推进，铜钴产能会进一步提升，预计到年底铜金属产能将达到 25 万吨/年，钴金属产能将达到 2.5 万吨/年。2021 年 TFM 铜、钴产量均创近年来新高。公司年报指引中预计 2022 年 TFM 铜产量是 22.7-26.7 万吨；钴产量是 1.75-2.05 万吨。

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

公司于 2021 年 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 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。

2021 年 4 月，公司与宁德时代间接控股公司邦普时代签订了《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。

目前 Kisanfu 矿区正在快速推进补堪、环评、河流改道、矿权整合，可研设计优化、地面清表等前期工作。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。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收分别为 2084/2095/2154 亿元，同比增速 19.9%/0.5%/2.8%；归母净利润分别为 69.35/74.29/91.01 亿元，同比增速 35.8%/7.1%/22.5%；摊薄 EPS 分别为 0.32/0.34/0.42 元，当前股价对应 PE 为 16/15/12X。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）	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	10000	10000	13178	营业收入	112981	173863	208449	209526	215354
应收款项	2034	2494	2990	3006	3089	营业成本	104536	157540	192850	193580	196501
存货净额	21170	26960	32989	33025	33460	营业税金及附加	892	1256	1506	1514	1556
其他流动资产	9652	9493	11381	11440	11758	销售费用	73	90	83	84	86
流动资产合计	57240	70956	65051	65162	69176	管理费用	1330	1556	1834	1844	1895
固定资产	27287	28841	32799	36238	39236	研发费用	174	272	313	314	323
无形资产及其他	21512	19399	18623	17847	17071	财务费用	1323	1095	1300	1300	1300
投资性房地产	15055	17004	17004	17004	17004	投资收益	409	110	1000	1400	1400
长期股权投资	1348	1249	1249	1249	1249	资产减值及公允价值变动	(1669)	(3307)	(210)	(210)	(210)
资产总计	122441	137450	134727	137501	143737	其他收入	(618)	(341)	(303)	(304)	(313)
短期借款及交易性金融负债	25794	31866	19155	13737	10000	营业利润	2947	8789	11362	12090	14893
应付款项	1505	4166	5098	5104	5171	营业外净收支	(71)	(33)	0	0	0
其他流动负债	15059	14628	18117	20379	22988	利润总额	2876	8755	11362	12090	14893
流动负债合计	42358	50660	42370	39219	38158	所得税费用	398	3328	3409	3627	4468
长期借款及应付债券	18992	14761	14761	14761	14761	少数股东损益	150	322	1018	1034	1324
其他长期负债	13757	23765	23765	23765	23765	归属于母公司净利润	2329	5106	6935	7429	9101
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	80895	77745	76684	净利润	2329	5106	6935	7429	9101
少数股东权益	8443	8419	9132	9856	10782	资产减值准备	209	(186)	16	7	7
股东权益	38892	39845	44700	49900	56271	折旧摊销	4108	3990	3593	4120	4561
负债和股东权益总计	122441	137450	134727	137501	143737	公允价值变动损失	1669	3307	210	210	210
						财务费用	1323	1095	1300	1300	1300
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	4150	4012	(3977)	2165	1846
每股收益	0.11	0.24	0.32	0.34	0.42	其它	(231)	344	697	717	920
每股红利	0.12	0.12	0.10	0.10	0.13	经营活动现金流	12233	16573	7474	14647	16645
每股净资产	1.80	1.84	2.07	2.31	2.61	资本开支	(1474)	(322)	(7000)	(7000)	(7000)
ROIC	8%	11%	10%	11%	13%	其它投资现金流	284	(256)	0	0	0
ROE	6%	13%	16%	15%	16%	投资活动现金流	(1504)	(479)	(7000)	(7000)	(7000)
毛利率	7%	9%	7%	8%	9%	权益性融资	0	1005	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	6%	6%	7%	负债净变化	(919)	(1750)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(2679)	(2601)	(2081)	(2229)	(2730)
收入增长	65%	54%	20%	1%	3%	其它融资现金流	(2234)	(1027)	(12711)	(5419)	(3737)
净利润增长率	25%	119%	36%	7%	23%	融资活动现金流	(9429)	(8724)	(14792)	(7647)	(6467)
资产负债率	68%	71%	67%	64%	61%	现金净变动	1300	7370	(14318)	0	3178
息率	2.4%	2.3%	1.9%	2.0%	2.4%	货币资金的期初余额	15648	16948	24318	10000	10000
P/E	48.0	21.9	16.1	15.0	12.3	货币资金的期末余额	16948	24318	10000	10000	13178
P/B	2.9	2.8	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	12083	16000	919	7818	9902
EV/EBITDA	18.2	11.5	12.5	11.6	9.6	权益自由现金流	8930	13223	(12828)	1523	5462

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所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