

洛阳钼业 (603993.SH)

主要产品量价齐增，重点项目加速推进

买入

核心观点

2022H1 公司业绩同比增长 72%。2022H1 实现营收 917.67 亿元 (+8.2%)，归母净利润 41.48 亿元 (+72.2%)，扣非归母净利润 34.66 亿元 (+147.4%)，经营性净现金流 85.02 亿元 (+544.7%)。其中二季度单季营收 472.42 亿元 (+5.2%)，归母净利润 23.56 亿元 (+31.5%)，扣非归母净利润 17.85 亿元 (+98.8%)。

公司上半年业绩增长受益于主要产品量价齐增。价格方面，今年上半年钼精矿价格涨幅 48.64%，铜价同比涨幅 7.36%，金属钴价格同比涨幅达 74.74%，磷酸一铵价格涨幅 75.69%。产量方面，TFM 铜产量达 12.5 万吨，同比增幅 27.8%；TFM 钴产量 10465 吨，同比增幅 49.3%；磷肥产量 56.5 万吨，同比增幅 8.5%；铌产量 4627 吨，同比增幅 17.2%。

铜钴板块毛利占采掘板块毛利 60%以上。铜钴板块量价齐增，2022H1 公司铜钴板块毛利率达 56.2%，毛利润 53.8 亿元，占公司矿山采掘板块毛利润约 61%，比去年同期增加 23 亿元；铌磷板块量价齐增，毛利润比去年同期增加 10 亿元；钼钨板块量减价增，毛利润比去年同期增加 7.3 亿元。IXM 贸易业务按照国际会计准则核算的毛利率为 1.64%。

加速推进 TFM 混合矿项目与 KFM 项目。预计两个项目达产后，TFM 铜钴矿将增加铜年产量 20 万吨、钴年产量 1.7 万吨，KFM 将增加铜年产量 9 万吨、钴年产量 3 万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升，洛阳钼业钴产能将超过 7 万吨，助推公司成为全球最大的钴生产商。

风险提示：产能释放低于预期，大宗商品价格波动风险。

投资建议：维持“买入”评级

由于铜价下跌，我们下调了铜价假设以及公司盈利预测。预计 2022-2024 年收入 2093/2142/2329 亿元，同比增速 20.4%/2.4%/8.7%，归母净利润 74.55/88.49/145.83 亿元（原值 75.96/97.28/159.8 亿元），同比增速 46.0%/18.7%/64.8%；摊薄 EPS=0.35/0.41/0.68，当前股价对应 PE=15.2/12.8/7.8X。公司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，充分受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。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	112,981	173,863	209,259	214,199	232,929
(+/-%)	64.5%	53.9%	20.4%	2.4%	8.7%
净利润(百万元)	2329	5106	7455	8849	14583
(+/-%)	25.4%	119.3%	46.0%	18.7%	64.8%
每股收益(元)	0.11	0.24	0.35	0.41	0.68
EBIT Margin	5.4%	7.7%	6.8%	7.8%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	12.8%	16.5%	17.3%	23.7%
市盈率 (PE)	48.6	22.2	15.2	12.8	7.8
EV/EBITDA	18.4	11.6	11.4	9.8	6.3
市净率 (PB)	2.91	2.84	2.51	2.21	1.84

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：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

5.24 元

总市值/流通市值

113179/112655 百万元

52 周最高价/最低价

8.56/4.18 元

近 3 个月日均成交额

1445.55 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.SH) - 开发 KFM 铜钴矿，助力公司成为全球最大钴原料供应商》——2022-07-01

《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

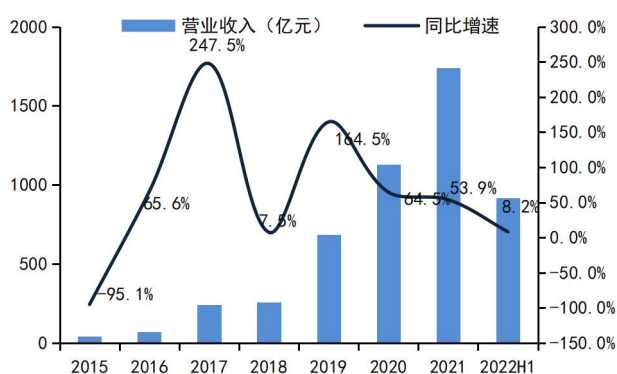
《洛阳钼业-603993-2021 年三季报点评：21Q3 利润保持平稳，矿山金属产量符合预期》——2021-10-28

《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

2022H1 公司业绩同比增长 72%。2022H1 实现营收 917.67 亿元 (+8.2%)，归母净利润 41.48 亿元 (+72.2%)，扣非归母净利润 34.66 亿元 (+147.4%)，经营性净现金流 85.02 亿元 (+544.7%)。其中二季度单季营收 472.42 亿元 (+5.2%)，归母净利润 23.56 亿元 (+31.5%)，扣非归母净利润 17.85 亿元 (+98.8%)。

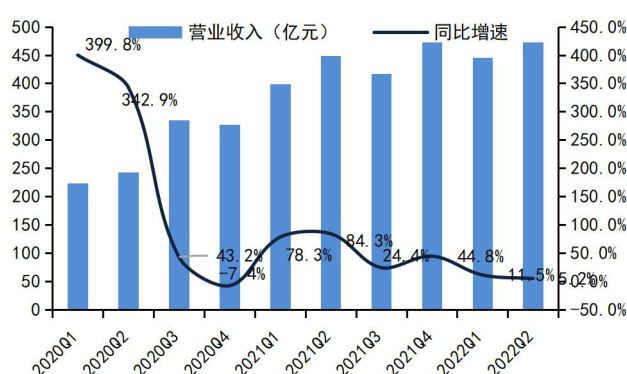
公司上半年业绩增长受益于主要产品量价齐增。价格方面，今年上半年钼精矿价格涨幅 48.64%，铜价同比涨幅 7.36%，金属钴价格同比涨幅达 74.74%，磷酸一铵价格涨幅 75.69%。产量方面，TFM 铜产量达 12.5 万吨，同比增幅 27.8%；TFM 钴产量 10465 吨，同比增幅 49.3%；磷肥产量 56.5 万吨，同比增幅 8.5%；铌产量 4627 吨，同比增幅 17.2%。

图1：洛阳铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



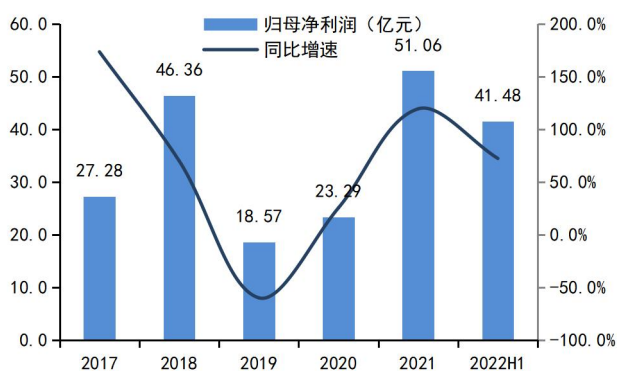
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：洛阳铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



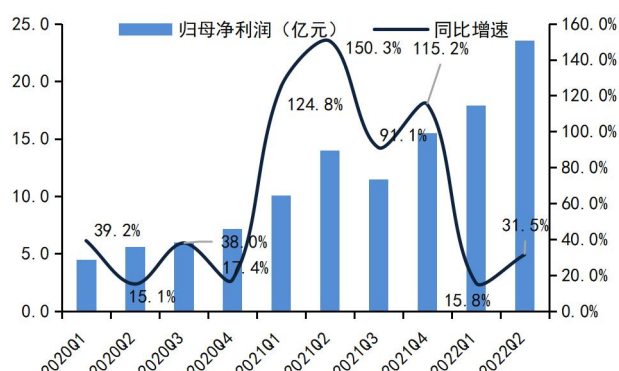
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：洛阳铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



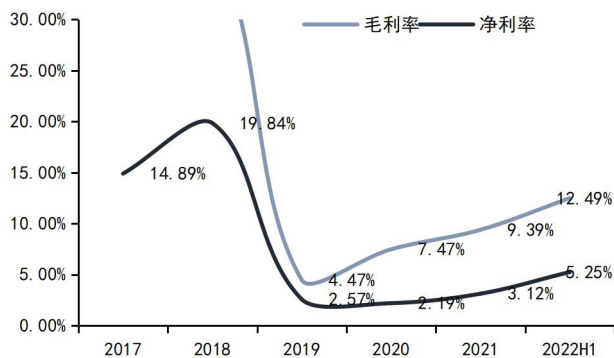
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：洛阳铝业单季归母净利润（单位：亿元）



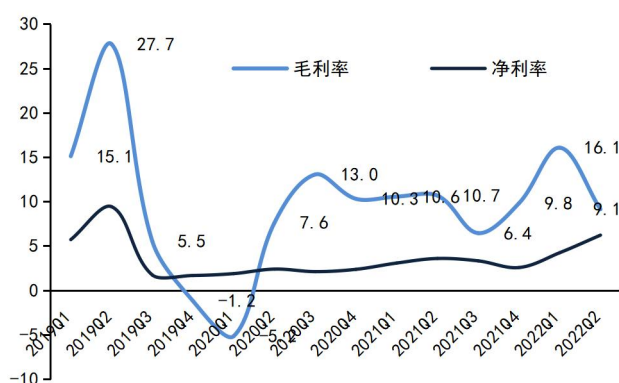
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 洛阳铝业毛利率、净利率变化情况



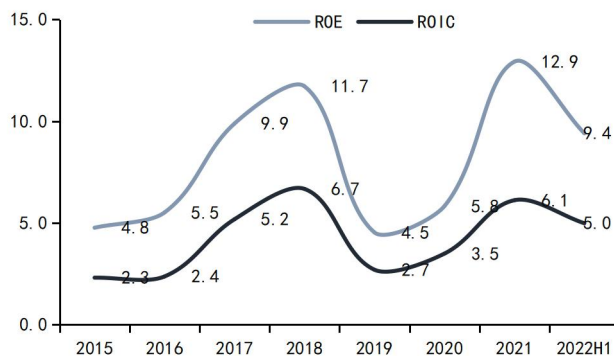
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 洛阳铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



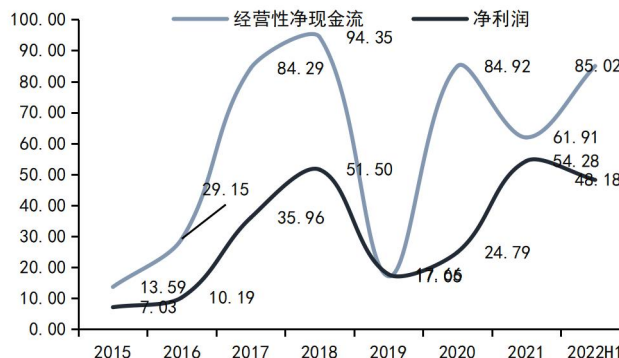
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 洛阳铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 洛阳铝业经营性净现金流 (亿元)

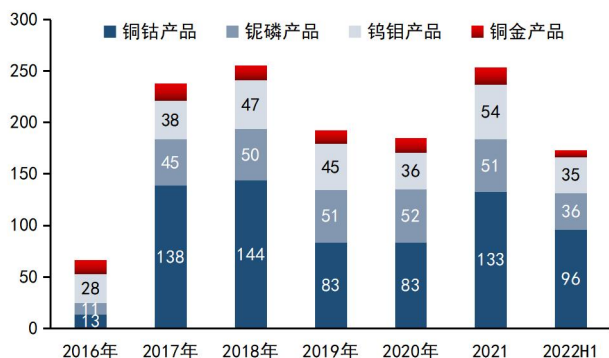


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铜钴板块毛利占采掘板块毛利 60%以上。受益于铜、钴价格上涨及产销量高增长，2022H1 公司铜钴板块毛利率达 56.2%，铜钴板块毛利润 53.8 亿元，占公司矿山采掘板块毛利润约 61%，比去年同期增加 23 亿元；钼磷板块量价齐增，毛利润 18 亿元，比去年同期增加 10 亿元；钨钼板块量减价增，毛利润 16.3 亿元，比去年同期增加 7.3 亿元。

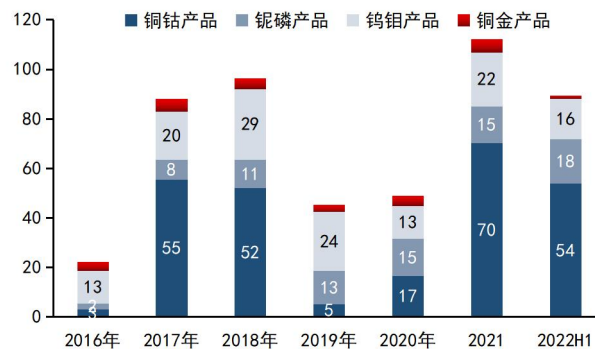
贸易板块，IXM 从事期现结合的金属贸易业务，集团在核算矿产贸易的营业成本时按照《企业会计准则》的要求仅核算了现货业务相应的成本，期货业务相关的损益于公允价值变动收益科目中进行核算。本期 IXM 贸易业务按照国际会计准则核算的毛利率为 1.64%。

图9: 洛阳铝业矿山采掘版块营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 洛阳铝业矿山采掘版块毛利润构成 (亿元)



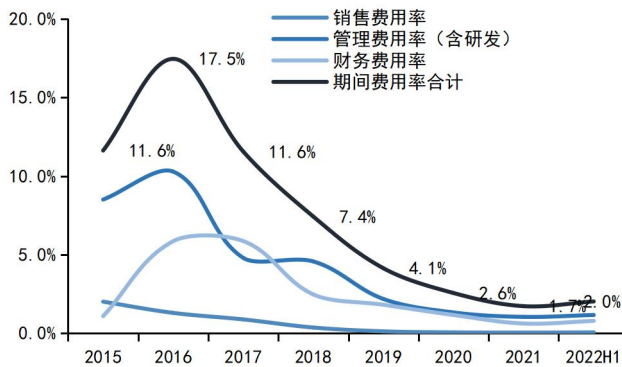
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 洛阳铝业各版块毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 洛阳铝业期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要产品产量

主要产品	2022年上半年产量 (吨)	2021年下半年产量 (吨)	2021年上半年产量 (吨)	2022H1/2021H1 增速
TFM 铜金属	125,387	110,971	98,149	27.8%
钴金属	10,465	11,491	7,010	49.3%
钼金属	7,774	8,386	7,999	-2.8%
钨金属 (不含豫 鹭矿业)	4,187	4,386	4,272	-2.0%
铌金属	4,627	4,639	3,947	17.2%
磷肥 (HA+LA)	564,566	599,494	520,506	8.5%
NPM 铜金属 (80% 权益)	11,263	11,878	11,656	-3.4%
NPM 黄金 (80%权 益)	8,381 盎司	10,305	9,643 盎司	-13.1%
精矿产品 (贸易 量)	1,546,706	1,580,045	1,303,955	18.6%
精炼金属产品 (贸易量)	1,507,287	1,768,978	1,844,022	-18.3%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

加速推进 TFM 混合矿项目与 KFM 项目。根据公司中报披露, TFM 混合矿项目中区已完成粗碎、磨机基础施工,并开始磨机主体设备安装;东区磨机基础施工完成、浸出槽基础待防腐施工;KFM 筹建前期各项工作顺利推进,董事会审议通过该项

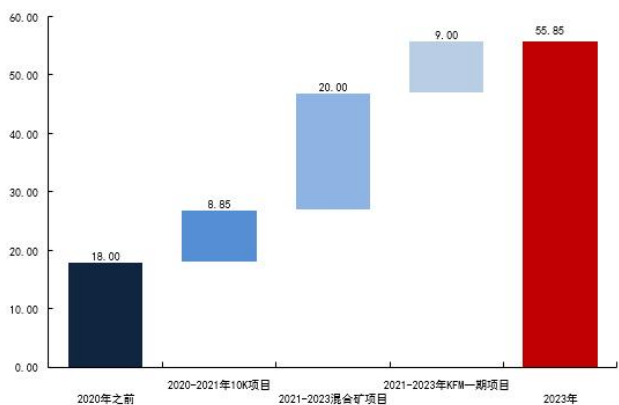
目建设方案，项目各项工作按照里程碑节点顺利推进，河流改道工程基本完成，选矿厂、变电站、冶炼厂、尾矿库等工程顺利开展。预计两个项目达产后，TFM铜钴矿将增加铜年均产量 20 万吨、钴年均产量 1.7 万吨，KFM 将增加铜年均产量 9 万吨、钴年均产量 3 万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升。待 TFM 混合矿项目以及 KFM 项目投产并完全达产后，洛阳铝业钴产能将超过 7 万吨，助推公司成为全球最大的钴生产商。

表2: 嘉能可与洛阳铝业钴产量对比 (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
洛阳铝业	1574	16419	18747	16098	15436	18501
TFM	1574	16419	18747	16098	15436	18501

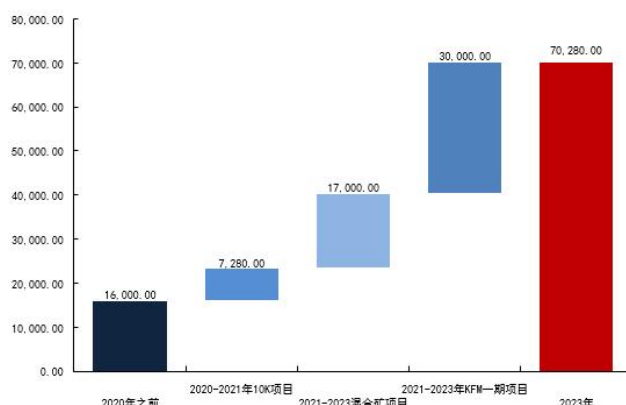
资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 公司在刚果(金)铜扩产规划(万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 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

表3: 公司重点项目进度

项目名称	项目金额	项目进度	报告期投入金额	累计实际投入金额	项目收益情况
TFM 铜钴矿混合矿项目	25.1 亿美元	截止 2022 年 6 月底中区已完成粗碎、磨机基础施工，并开始磨机主体设备安装；东区磨机基础施工完成、浸出槽基础待防腐施工。	8.13 亿美元	8.36 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
刚果(金)KFM 开发项目(氧化矿、混合矿)工程(一期)	18.26 亿美元	KFM 筹建前期各项工作顺利推进，董事会审议通过该项目建设方案，项目各项工作按照里程碑节点顺利推进，河流改道工程基本完成，选矿厂、变电站、冶炼厂、尾矿库等工程顺利开展。	4.12 亿美元	4.21 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。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 由于铜价下跌，我们下调了铜价假设以及公司盈利预测。我们假设 2022-2024 年 LME 铜现货结算价为 8800/8000/8000 美元/吨，钴金属价格维持 40

万元/吨。预计 2022-2024 年收入 2093/2142/2329 亿元，同比增速 20.4%/2.4%/8.7%，归母净利润 74.55/88.49/145.83 亿元（原值 75.96/97.28/159.8 亿元），同比增速 46.0%/18.7%/64.8%；摊薄 EPS=0.35/0.41/0.68，当前股价对应 PE=15.2/12.8/7.8X。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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16948	24318	18971	26755	39905	营业收入	112981	173863	209259	214199	232929
应收款项	2034	2494	3002	3073	3341	营业成本	104536	157540	191314	193521	200140
存货净额	21170	26960	32725	33021	34108	营业税金及附加	892	1256	1512	1547	1683
其他流动资产	9652	9493	11426	11695	12718	销售费用	73	90	105	107	116
流动资产合计	57240	70956	73815	82235	97764	管理费用	1330	1556	1862	1906	2073
固定资产	27287	28841	32896	36431	39525	研发费用	174	272	335	343	373
无形资产及其他	21512	19399	18623	17847	17071	财务费用	1323	1095	1318	1349	1467
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	143587	154766	172613	其他收入	(618)	(341)	(297)	(305)	(335)
短期借款及交易性金融负债	25794	31866	27317	28109	28880	营业利润	2947	8789	13137	15950	27601
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	17980	20502	23880	利润总额	2876	8755	13148	15960	27611
流动负债合计	42358	50660	50355	53714	58031	所得税费用	398	3328	3944	4788	8283
长期借款及应付债券	18992	14761	14761	14761	14761	少数股东损益	150	322	1749	2323	4745
其他长期负债	13757	23765	23765	23765	23765	归属于母公司净利润	2329	5106	7455	8849	14583
长期负债合计	32748	38525	38525	38525	38525	现金流量表 (百万元)					
负债合计	75106	89186	88880	92239	96557	净利润	2329	5106	7455	8849	14583
少数股东权益	8443	8419	9643	11269	14591	资产减值准备	209	(186)	16	7	7
股东权益	38892	39845	45064	51258	61466	折旧摊销	4108	3990	3593	4120	4561
负债和股东权益总计	122441	137450	143587	154766	172613	公允价值变动损失	1669	3307	113	113	113
关键财务与估值指标						财务费用	1323	1095	1318	1349	1467
每股收益	0.11	0.24	0.35	0.41	0.68	营运资本变动	4150	4012	(3946)	1938	1174
每股红利	0.12	0.12	0.10	0.12	0.20	其它	(231)	344	1209	1619	3314
每股净资产	1.80	1.84	2.09	2.37	2.85	经营活动现金流	12233	16573	8439	16647	23754
ROIC	8%	11%	11%	13%	22%	资本开支	(1474)	(322)	(7000)	(7000)	(7000)
ROE	6%	13%	17%	17%	24%	其它投资现金流	284	(256)	0	0	0
毛利率	7%	9%	9%	10%	14%	投资活动现金流	(1504)	(479)	(7000)	(7000)	(7000)
EBIT Margin	5%	8%	7%	8%	12%	权益性融资	(453)	1005	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	8%	10%	14%	负债净变化	(919)	(1750)	0	0	0
收入增长	65%	54%	20%	2%	9%	支付股利、利息	(2679)	(2601)	(2236)	(2655)	(4375)
净利润增长率	25%	119%	46%	19%	65%	其它融资现金流	(1781)	(1027)	(4549)	792	772
资产负债率	68%	71%	69%	67%	64%	融资活动现金流	(9429)	(8724)	(6785)	(1863)	(3603)
息率	2.4%	2.3%	2.0%	2.3%	3.9%	现金净变动	1300	7370	(5347)	7784	13150
P/E	48.6	22.2	15.2	12.8	7.8	货币资金的期初余额	15648	16948	24318	18971	26755
P/B	2.9	2.8	2.5	2.2	1.8	货币资金的期末余额	16948	24318	18971	26755	39905
EV/EBITDA	18.4	11.6	11.4	9.8	6.3	企业自由现金流	12083	16000	2538	10801	18716
						权益自由现金流	9383	13223	(3098)	10586	18640

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提及的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