

销售不畅影响 Q4 利润，期待刚果金“双子星”投产

2023 年 03 月 19 日

► **2023 年 3 月 17 日，公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营业收入 1729.91 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 60.67 亿元，同比增长 18.8%；扣非归母净利 60.67 亿元，同比增长 47.9%。**单季度看**，2022Q4，公司实现营业收入 405.22 亿元，同比减少 14.3%、环比减少 0.4%；归母净利润 7.61 亿元，同比减少 50.8%、环比减少 34.3%；扣非归母净利 13.63 亿元，同比减少 37.7%、环比增长 10.1%。业绩略低于预期。

► **2022 年归母净利润同比增长 18.8%，单季度看，Q4 归母净利润同比减少 50.8%、环比减少 14.3%，刚果金销量低于预期是影响利润的核心因素。**业绩同比增长主要得益于公允价值变动同比减亏 17.57 亿元（系 IXM 期货端损失同比减少），其他/投资收益同比增加 6.43 亿元（系联营企业华越镍钴投产，投资收益大幅增加）。毛利同比减少 2.58 亿元，毛利的减少主要是由于铜钴板块下半年销售受阻，毛利同比减少 24.7 亿元。**①价：**小金属 2022 年均价同比上涨，但由于铜价 2022 年同比承压，公司矿山业务毛利率下降 2.7pct 至 41.6%。**②产量：**矿山产量除铜金板块外均接近年初产量指引区间上限。**③销量：**2022 年下半年铜钴销售受阻导致销量大幅减少，TFM 铜钴库存分别同比增长 137%和 25%。一方面，上半年刚果金运输仍受阻，南非德班港受疫情影响时而出现停摆，陆路交通也由于通关效率低下影响产品运输。另一方面，2022 年 Q3 开始，由于 TFM 增储权益金部分事项仍存在分歧，TFM 出口受到影响，库存大幅增加。若后续权益金问题得到妥善解决，高库存实现销售将带来超额利润。

► **核心看点：****①聚焦铜钴，产量倍增在即。**随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，我们预计 2023-2025 年公司铜产量将达到 41.5/53.5/57.5 万吨，钴产量将达到 4.95/6.36/6.7 万吨。2022-2025 年铜产量 CAGR 为 27.6%，钴产量 CAGR 为 48.9%。**②华越镍钴项目满产贡献新的利润增量。**公司 2022 年投资收益 7.26 亿元，同比增加 6.16 亿元，其中华越镍钴项目贡献 7.15 亿元。该项目生产规模为年产 6 万吨镍金属量的混合氢氧化镍钴，已于 2021 年 12 月正式投产，2022 年 4 月达产，2023 年将全年满产，成为公司新的利润增长点。**③携手宁德时代，合作开发世界最大盐湖。**投资 10 亿美元建设两座采用直接锂萃取工艺的锂冶炼厂，产能合计 5 万吨电池级碳酸锂/年。**④员工持股彰显管理层信心。**2020-2022 年连续三年回购股票进行员工持股，管理层利益与投资者绑定。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司归母净利润为 100.92、119.05、126.39 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.59 元，对应最新股价（3 月 17 日）的 PE 分别为 11X/10X/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴等主要金属价格下跌，地缘政治风险，刚果金权益金风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	172991	196135	204840	208230
增长率 (%)	-0.5	13.4	4.4	1.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6067	10092	11905	12639
增长率 (%)	18.8	66.3	18.0	6.2
每股收益 (元)	0.28	0.47	0.55	0.59
PE	19	11	10	9
PB	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.37 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：产量计划超预期，2023 年迎量价齐升-2023/02/01
2. 洛阳钼业 (603993.SH) 2021 年年报点评：主要金属品种量价齐升，业绩同比大增-2022/03/20
3. 洛阳钼业 (603993) 中报点评：业绩高增，关注铜钴矿扩产-2021/08/23

目录

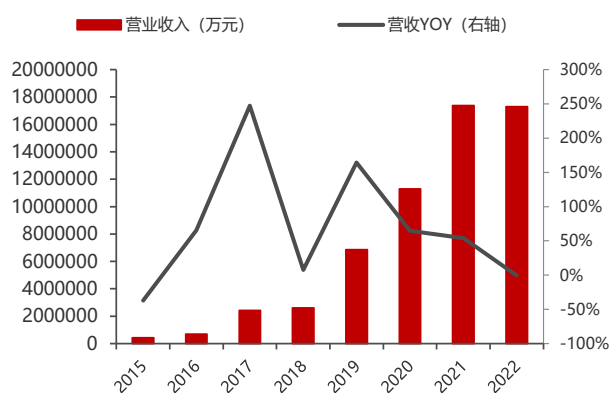
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：产量如期提升，销售受阻影响利润释放	4
2.1 2022 年铜钴产量如期提升，铜价承压不改利润同比增长	4
2.2 2022Q4，钼价表现亮眼，但铜钴销售受阻，利润承压	8
3 项目跟踪：刚果金铜钴“双子星”投产，锂资源就位，打造新能源金属平台型公司	12
3.1 聚焦铜钴，刚果金“双子星”投产在即	12
3.2 镍：华越镍钴项目投产，投资收益大幅增加	13
3.3 锂：携手宁德时代，开发全球最大盐湖	14
4 盈利预测与投资建议	16
5 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2022 年年报

2023 年 3 月 17 日,公司发布 2022 年年报。2022 年,公司实现营收 1729.91 亿元,同比减少 0.5%;归母净利润 60.67 亿元,同比增长 18.8%;扣非归母净利润 60.67 亿元,同比增长 47.9%。

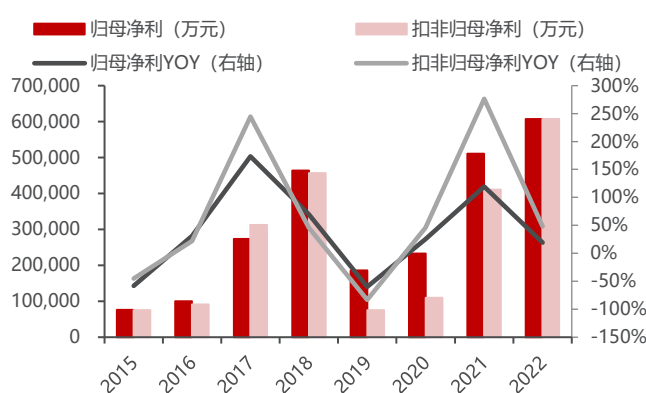
单季度看, 2022Q4, 公司实现营收 405.22 亿元, 同比减少 14.3%、环比减少 0.4%; 归母净利润 7.61 亿元, 同比减少 50.8%、环比减少 34.3%; 扣非归母净利润 13.63 亿元, 同比减少 37.7%、环比增长 10.1%。业绩略低于预期。

图1：2022 年，公司实现营收 1729.91 亿元



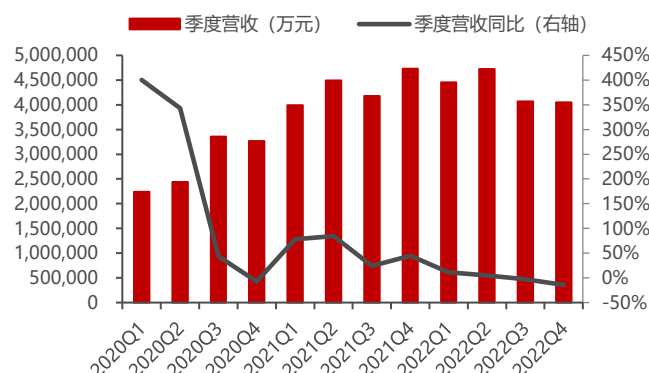
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 60.67 亿元



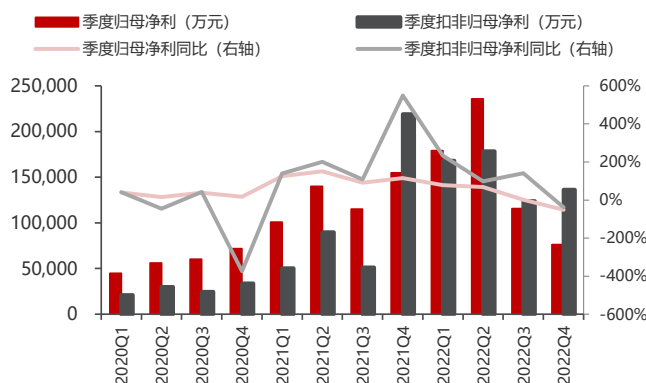
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 405.22 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现归母净利润 7.61 亿元



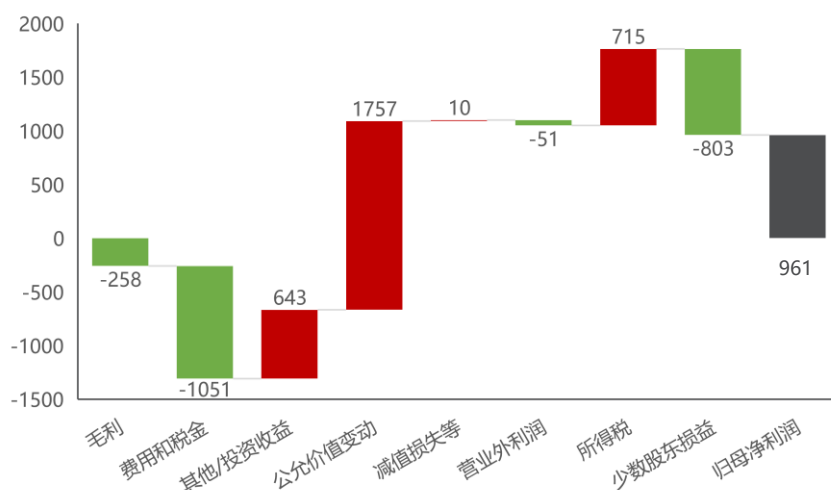
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：产量如期提升，销售受阻影响利润释放

2.1 2022 年铜钴产量如期提升，铜价承压不改利润同比增 长

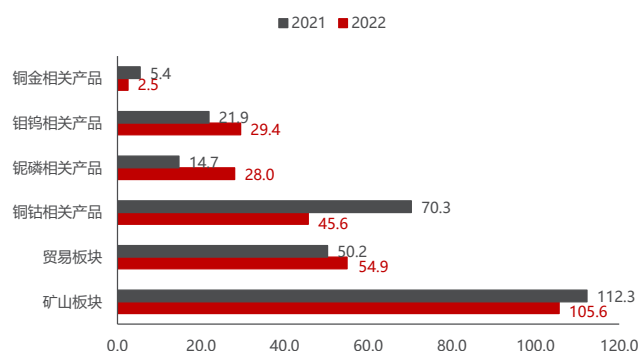
2022 年，公司实现营收 1729.91 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 60.67 亿元，同比增长 18.8%；扣非归母净利 60.67 亿元，同比增长 47.9%。业绩同比增长主要得益于公允价值变动同比减亏 17.57 亿元（系 IXM 期货端损失同比减少），所得税同比增利 7.15 亿元，其他/投资收益同比增加 6.43 亿元（系联营企业华越镍钴投产，投资收益大幅增加）。减利项主要是费用及税金减利 10.51 亿元，少数股东损益同比减少 8.03 亿元，毛利同比减少 2.58 亿元，毛利的减少主要是由于铜钴板块下半年销售受阻，毛利同比减少 24.7 亿元。

图5：2022 年归母净利润变化拆分（单位：百万元）



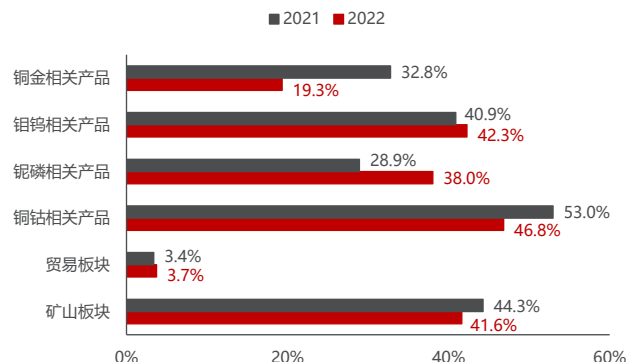
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2022 年铜钴板块毛利下降拖累整体盈利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2022 年铜钴和铜金板块毛利率下降拖累矿山板块毛利率同比下降 2.7pct



资料来源：公司公告，民生证券研究院

价：金属价格涨跌互现，小金属 2022 年均价同比上涨，但由于基本金属 2022 年均价同比承压，公司矿山业务毛利率下降 2.7pct 至 41.6%。

- ✓ **铜钴板块：钴涨铜跌，板块毛利率同比下降 6.2pct 至 46.8%。**2022 年，阴极铜/金属钴年均价分别为 8797 美元/吨和 30.29 美元/磅，分别同比变化-5.58%和+26.31%，相应子公司归母净利润为 20.49 亿元，同比下降 54.14%，主要是由于销售受阻，下半年销量不及预期。
- ✓ **其他板块：小金属价格大多上涨。**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 39.20%、37.09%、17.80%、11.95%、12.74%，钼钨供给收缩，需求受益于国内需求复苏，价格或将维持高位，详细价格分析见外发报告《钨行业深度报告：战略金属之王，从工业的“牙齿”到高端制造的“脊梁”》及《钼行业深度报告：供需紧张，钼精矿价格持续上涨可期》；巴西铌磷板块中，铌铁/磷酸一铵年均价分别+7.31%/+30.84%，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，2022 年 12 月份粮农组织食品价格指数平均为 129.8，环比减少 1.1%，同比下跌 7.7%，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。
- ✓ **贸易板块：归母净利润同比下降 85.18%至 1.28 亿元，主要原因或为美联储加息周期，财务费用大幅上行。**

表1：公司相关产品市场价格情况

区域	产品	2021 年	2022 年	同比 (%)
国内	钼精矿（人民币元/吨度）	2023.00	2816.00	39.20%
	钼铁（人民币万元/吨）	13.67	18.74	37.09%
	黑钨精矿（人民币元/吨度）	1557.00	1743.00	11.95%
	APT（人民币万元/吨）	15.38	17.34	12.74%
国际	铜 阴极铜（美元/吨）	9317.00	8797.00	-5.58%
	钴 金属钴（美元/磅）	23.98	30.29	26.31%
	钼 氧化钼（美元/磅钼）	15.90	18.73	17.80%
	钨 APT（美元/吨度）	290.85	341.66	17.47%
	铌 铌铁（美元/公斤铌）	42.54	45.65	7.31%
	磷 磷酸一铵（美元/吨）	694.00	908.00	30.84%
	铅 金属铅（美元/吨）	2206.00	2150.00	-2.54%
	锌 金属锌（美元/吨）	3007.00	3478.00	15.66%
	铝 金属铝（美元/吨）	2480.00	2703.00	8.99%
	镍 金属镍（美元/吨）	18487.00	25605.00	38.50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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	持权益	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
			2022	2021	同比	2022	2021	同比

CMOC Mining Pty Limited	澳洲 NPM 铜金矿	80%	13.88	16.92	-17.98%	1.07	2.95	-63.70%
TF Holdings Limited	刚果（金）TFM 铜钴矿	80%	97.78	165.84	-41.04%	20.49	44.67	-54.14%
CMOC Brasil	巴西铌磷矿	100%	71.07	50.87	39.70%	16.37	5.81	181.73%
IXM	全球贸易业务	100%	1609	1634	-1.51%	1.28	8.65	-85.18%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

量：矿山产量除铜金板块外均接近年初产量指引区间上限，贸易金属量低于预期。

- ✓ **铜钴板块：10K 项目满产铜钴产量同比增长。**公司 2022 年铜钴板块铜/钴金属产量分别为 25.4/2.03 万吨，同比增长 21.6%/9.65%，完成全年计划（指引中值）的 103%/107%。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，2022 年全年满产运行，贡献同比增量。按照 2023 年生产指引中值计算，TFM 铜钴产量分别预计同比增加 21.9%和 10.9%，主要得益于混合矿项目投产后的产能爬坡。
- ✓ **钼钨板块：受品位下滑影响，钼钨产量同比均下降，但超过年初产量指引上限。**2022 年钼/钨金属产量分别为 15114/7509 吨，同比-7.76%/-13.27%，完成全年计划（指引中值）的 108%/113%。由于矿山品位依旧在下滑，预计 2023 年钼钨产量将分别同比减少 10.7%/6.8%，公司在积极推进新疆钼矿开发，未来钼产量或将有重回增长的可能性。
- ✓ **铌磷板块：铌磷产量均高于指引中值，同比略有增长。**2022 年铌/磷产量分别为 9212/1142235 吨，同比+7.29%/+2.26%，完成全年计划（指引中值）的 104%/101%。
- ✓ **铜金板块：2022 年 NPM 铜/金产量分别为 2.27 万吨和 16221 万盎司，同比-3.52%/-18.68%，完成全年计划的 93%/87%。**铜产量接近指引下限，金产量低于指引下限，或由于 E26L1N 项目衔接过程中存在产能利用率下降，随着扩建项目释放产能，公司预计 2023 年 NPM 铜金产量同比将增长 12.3%/60.3%。
- ✓ **贸易板块：贸易量低于预期，或由于金属价格单边行情较多，公司放缓贸易量扩张步伐。**2022 年精矿贸易量达 311.77 万吨，同比增长 8.1%，而精炼金属产品贸易量同比减少 13.2%至 313.7 万吨，合计完成全年计划的 74%，低于预期。2023 年预计贸易量与 2022 年实际贸易量持平。

表3：2022 年产量完成情况以及 2023 年产量指引

主要产品	业务板块	2022 年生产指引 (万吨)	2022 年全年产量 (吨)	目标完成情况 (按指引中值计算)	2023 年生产指引 (万吨)	2023 年增速 (按指引中值计算)
TFM 铜金属		22.70-26.70	254,286	103%	29.00-33.00	21.9%

TFM 钴金属	刚果 (金) TFM 铜钴业务	1.75-2.05	20,286	107%	2.10-2.40	10.9%
KFM 铜金属	刚果 (金)	\	\		7.00-9.00	
KFM 钴金属	KFM 铜钴业务	\	\		2.40-3.00	
钼金属		1.28-1.51	15,114	108%	1.20-1.50	-10.7%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	中国钼钨业务	0.61-0.72	7,509	113%	0.65-0.75	-6.8%
铁精矿 (62%)		\	453,018		\	
铌金属	巴西铌磷业务	0.82-0.95	9,212	104%	0.84-1.00	-0.1%
磷肥 (HA+LA)		104.00-122.00	1,140,000	101%	105.00-125.00	0.9%
NPM 铜金属 (80%权益)	澳洲铜金业务	2.25-2.62	22,706	93%	2.40-2.70	12.3%
NPM 黄金 (80%权益)		1.73-2.00 (万盎司)	16,221	87%	2.50-2.70 (万盎司)	60.3%
精矿产品	贸易产品	770-910	311.77 万吨	74%	570-670	-0.9%
精炼金属产品			313.66 万吨			
铜产量合计	铜	24.95-29.32	276,992	102%	38.4-44.7	50.0%
钴产量合计	钴	1.75-2.05	20,286	107%	4.5-5.4	144.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年下半年铜钴销售受阻导致销量大幅减少，库存增长，其他各产品销量变化与产量变化趋势基本一致。TFM 铜钴库存分别同比增长 137%和 25%，一方面，上半年刚果金运输仍受阻，南非德班港受疫情影响时而出现停摆，陆路交通也由于通关效率低下影响产品运输。另一方面，2022 年 Q3 开始，由于 TFM 增储权益金部分事项仍存在分歧，TFM 出口受到影响，库存大幅增加。**若后续权益金问题得到妥善解决，高库存实现销售将带来超额利润。**

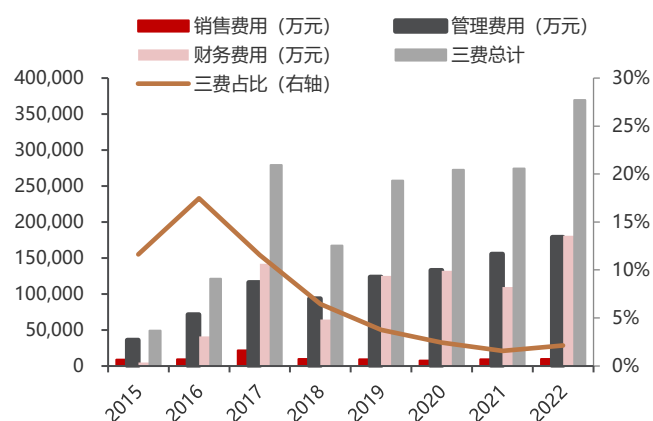
表4：2022 年销量和库存变化情况

主要产品	单位	销售量			库存		
		2022	2021	同比 (%)	2022	2021	同比 (%)
钼	吨	16044	16562	-3.13%	761	1481	-48.62%
钨	吨	7745	8366	-7.42%	971	1183	-17.92%
铌	吨	9105	8489	7.26%	694	610	13.77%
磷肥 (HA+LA)	吨	1157340	1129770	2.44%	89970	133423	-32.57%
铜 (TFM)	吨	130414	205081	-36.41%	135573	57190	137.06%
钴	吨	12560	17085	-26.49%	11318	9048	25.09%
铜 (NPM 80%权益)	吨	21866	23557	-7.18%	1310	100	1210.00%
金 (NPM 80%权益)	盎司	16141	19650	-17.9%			
精矿产品	吨	3117694	2884191	8.10%	337593	334445	0.94%
精炼金属产品	吨	3136596	3613308	-13.19%	505112	527825	-4.30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

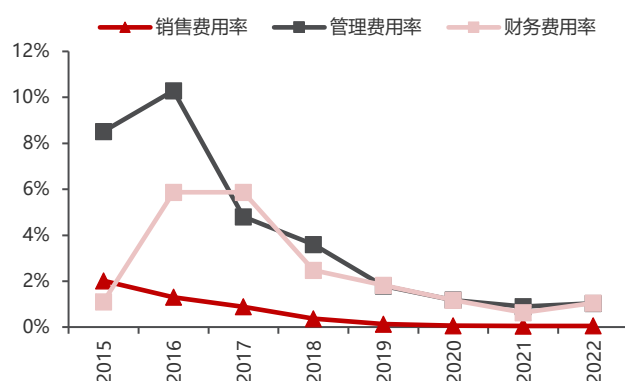
2022 年公司期间三费为 37.0 亿元，同比增加 9.6 亿元，主要是由于财务费用大幅增加。其中，销售费用 9717 万元，同比增加 742 万元；管理费用 17.91 亿元，同比增加 2.35 亿元，主要由于工资、保险费等增加，管理费用率增加 0.14pct 至 1.04%；财务费用 18.08 亿元，同比增加 7.13 亿元，主要系负债规模增加导致利息支出增加所致，财务费用率增加 0.42pct 至 1.05%，2022 年资产负债率同比下降 2.5pct 至 62.4%。

图8：公司期间费用情况



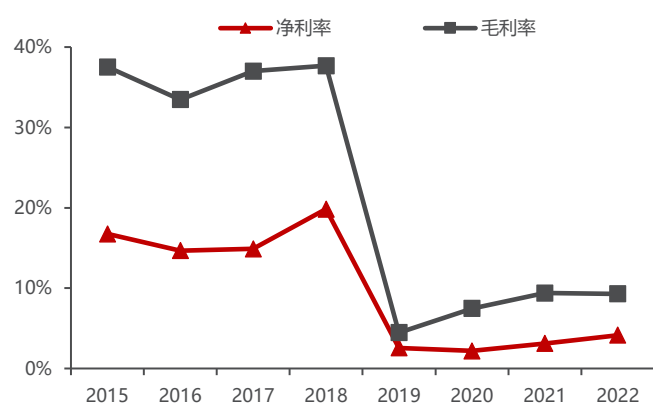
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司期间费用率情况



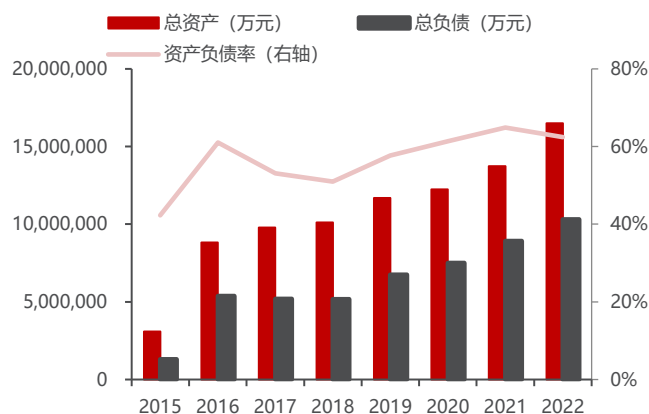
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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

图11：公司资产负债率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

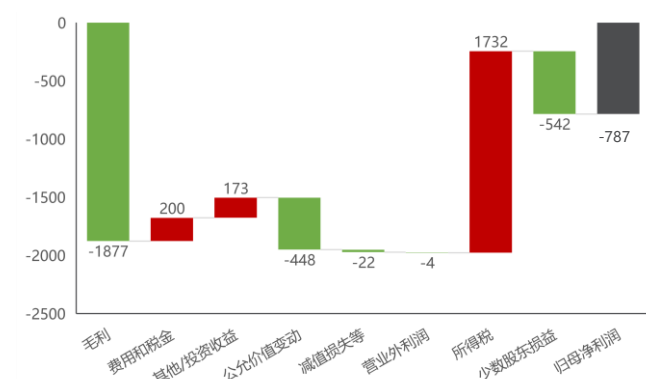
2.2 2022Q4，钼价表现亮眼，但铜钴销售受阻，利润承压

同比来看，2022Q4 v.s. 2021Q4：2022Q4，公司归母净利润同比减少 7.87 亿元。减少主要来自于毛利 (-18.77 亿元)，毛利的减少主要是由于铜钴销售受阻，其他减利项包括少数股东损益 (-5.42 亿元)、公允价值变动 (-4.48 亿元)。而增利项主要来自于所得税 (+17.32 亿元)、费用和税金 (+2.00 亿元)、其他/投资收

益 (+1.73 亿元)。

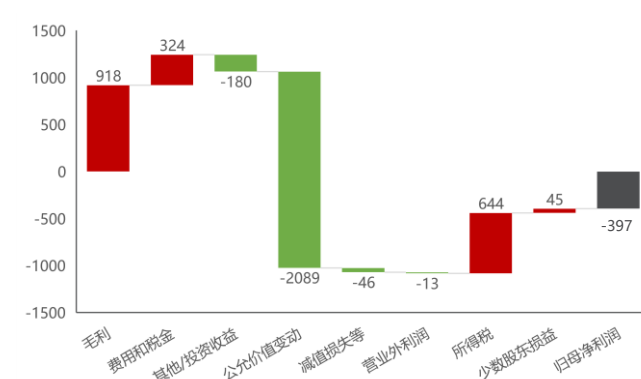
环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3: 2021Q4, 公司归母净利润环比减少 3.97 亿元。减利主要来自于公允价值变动 (-20.89 亿元) 和其他/投资收益 (-1.80 亿元)。而增利项主要在于毛利 (+9.18 亿元)、所得税 (+6.44 亿元)、费用及税金 (+3.24 亿元)。

图12: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

价: 四季度钼价表现亮眼, 铜钴价格疲软。

- ✓ **铜钴板块:** 2022Q4, 阴极铜/金属钴价格分别为 8005 美元/吨和 22.9 美元/磅, 同比分别减少 16.47%和 23.17%, 环比分别变化+3.63%和-13.13%。铜钴价格同比下跌主要由于美联储加息影响流动性, 国内疫情影响需求走弱。
- ✓ **其他板块:** 2022Q4 钼价同比上涨 61.08%、环比上涨 33.42%至 3417 元/吨度, 主要得益于钼铁招标量快速增长, 需求景气度提升。其他金属品种涨跌互现。国内钼钨板块中, 黑钨精矿价格同比增长 0.9%, 环比减少 3.72%; 巴西铌磷板块中, 铌铁/磷酸一铵价格同比分别变化+16.92%/-25.89%, 环比分别变化+1.7%/-27.57%, 磷肥价格下行主要是由于下游在俄乌冲突期间超量备货, 且粮食价格会落后利润支撑不足, 下游采购磷肥积极性减弱。

表5: 主要产品季度价格变化

产品		2022Q4	2022Q3	环比 (%)	2021Q4	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度)	3417	2561	33.42%	2121.0	61.08%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	109942	114192	-3.72%	108958.3	0.90%
铜	阴极铜 (美元/吨)	8005	7724	3.63%	9583.7	-16.47%
钴	金属钴 (美元/磅)	22.9	26.3	-13.13%	29.8	-23.17%
铌	铌铁 (元/吨)	231500	227623	1.70%	198000.0	16.92%
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	575	794	-27.57%	775.6	-25.89%
铅	金属铅 (美元/吨)	2090	1973	5.96%	2294.6	-8.90%
锌	金属锌 (美元/吨)	2988	3215	-7.08%	3319.6	-10.00%
铝	金属铝 (美元/吨)	2356	2359	-0.13%	2760.8	-14.67%

镍	金属镍 (美元/吨)	25538	22229	14.89%	19693.8	29.68%
---	------------	-------	-------	--------	---------	--------

资料来源: Wind, 亚洲金属网, 镍钴网, 民生证券研究院

注: 铅锌铝为 IXM 贸易品种

量: 铜钴 Q4 产量环比增长, 通过 IXM 降低销售影响。

- ✓ **铜钴板块:** 公司 2022 年四季度铜钴板块铜/钴金属产量分别为 6.69/0.5 万吨, 同比变化+17.79%和-32.32%, 环比增长 7.89%和 4.09%。钴产量同比下降主要是因为 21 年 Q4 高基数影响。**值得注意的是, 铜/钴 Q4 销量分别为 0/329 吨, 由于 TFM 扩产增储涉及到增储权益金的缴纳, 相关条款仍有一定争议, 导致 TFM 生产的铜钴产品销售从三季度开始受到影响滞留港口, 未形成销售, 因此 Q4 铜钴销量大幅降低。**
- ✓ **钼钨板块:** 2022 年四季度钼/钨金属产量分别为 3653/1506 吨, 同比减少 19.13%和 31.89%, 环比减少 0.92%和 17.07%。
- ✓ **铌磷板块:** 2022 年四季度铌/磷产量分别为 2288/285698 吨, 同比变化-1.21%和+1.37%, 环比减少 0.39%/2.15%。
- ✓ **铜金板块:** 2022 年四季度 NPM 铜/金产量分别为 5766 吨/3825 盎司, 同比减少 3.09%/43.93%, 环比变化+1.57%/-4.73%。
- ✓ **贸易板块:** 2022 年四季度精矿和精炼金属采购量分别达 62.16/86.85 万吨, 同比-20.45%/+7.84%, 环比-38.90%/+17.39%。值得注意的是, 精矿产品 2022Q4 销售量为 79.82 万吨, 环比增加 3.28%, 相比于采购量多 17.66 万吨, 通过贸易板块销售与采购的季度错配, 减少贸易端库存, 增加铜钴板块库存, 形成库存置换, 或可减少 TFM 出口受阻的影响。

表6: 2022Q4 主要产品产量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2022Q4	2022Q3	环比 (%)	2021Q4	同比 (%)
钼	吨	3653	3687	-0.92%	4517	-19.13%
钨	吨	1506	1816	-17.07%	2211	-31.89%
铌	吨	2288	2297	-0.39%	2316	-1.21%
磷肥 (HA+LA)	吨	285698	291971	-2.15%	281846	1.37%
铜 (TFM)	吨	66895	62004	7.89%	56791	17.79%
钴	吨	5009	4812	4.09%	7401	-32.32%
铜 (NPM 80%权益)	吨	5766	5677	1.57%	5950	-3.09%
金 (NPM 80%权益)	盎司	3825	4015	-4.73%	6822	-43.93%
精矿产品	吨	621592	1017341	-38.90%	781384	-20.45%
精炼金属产品	吨	868471	739827	17.39%	805352	7.84%
铜合计	吨	72661	67681	7.36%	62741	15.81%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表7：2022Q4 主要产品销量同比、环比变化情况

主要产品	单位	2022Q4	2022Q3	环比 (%)	2021Q4	同比 (%)
钼	吨	3694	4254	-13.16%	3245	13.84%
钨	吨	1876	2168	-13.47%	1984	-5.44%
铌	吨	2361	2438	-3.16%	2701	-12.59%
磷肥 (HA+LA)	吨	445658	216941	105.43%	203089	119.44%
铜 (TFM)	吨	0	15017	-100.00%	59193	-100.00%
钴	吨	329	1358	-75.77%	6216	-94.71%
铜 (NPM 80%权益)	吨	9303	3732	149.28%	8798	5.74%
金 (NPM 80%权益)	盎司	6571	2745	139.38%	7482	-12.18%
精矿产品	吨	798151	772837	3.28%	844928	-5.54%
精炼金属产品	吨	842136	787173	6.98%	811451	3.78%
铜合计	吨	9303	18749	-50.38%	67991	-86.32%

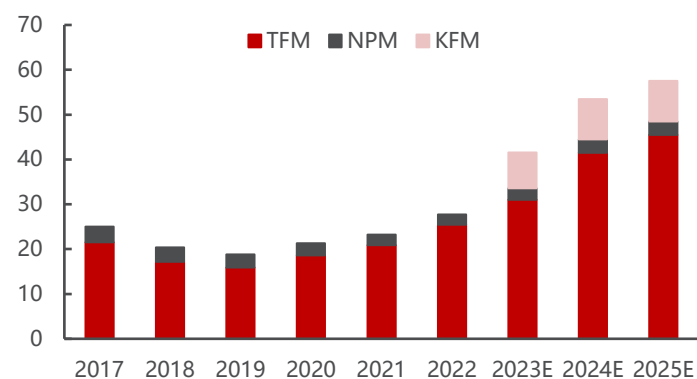
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 项目跟踪：刚果金铜钴“双子星”投产，锂资源就位，打造新能源金属平台型公司

3.1 聚焦铜钴，刚果金“双子星”投产在即

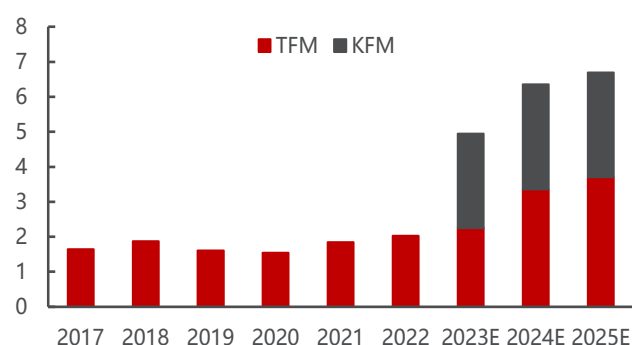
产量预测：随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，我们预计 2023-2025 年公司铜产量将达到 41.5/53.5/57.5 万吨，钴产量将达到 4.95/6.36/6.7 万吨。2022-2025 年铜产量 CAGR 为 27.6%，钴产量 CAGR 为 48.9%。其中 TFM 铜产量为 31/41.5/45.5 万吨，钴产量为 2.25/3.36/3.7 万吨。

图14：预计 2025 年公司铜产量能达到 57.5 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图15：预计 2025 年公司钴产量能达到 6.7 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表8：2017-2025 年铜钴历史产量及预测

品种	矿山	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铜	TFM	171961	159116	185680	209120	254286	310000	415000	455000
	NPM	31659	29191	27157	23534	22706	25500	30000	30000
	KFM	0	0	0	0	0	80000	90000	90000
	合计	203620	188307	212837	232654	276992	415500	535000	575000
	增速	-18.60%	-7.50%	13.00%	9.3%	19.1%	50.0%	28.8%	7.5%
	权益产量	162896	150646	170270	186123	221594	325600	420350	452350
钴	TFM	19390	15130	17333	18501	20286	22500	33600	37000
	KFM	0	0	0	0	0	27000	30000	30000
	合计	19390	15130	17333	18501	20286	49500	63600	67000
	增速	26.5%	-22.0%	14.6%	6.7%	9.6%	144.0%	28.5%	5.3%
	权益产量	15512	12104	13866	14801	16228.8	37305	48330	51050
	增速	26.5%	-22.0%	14.6%	6.7%	9.6%	129.9%	29.6%	5.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2023 年产量预测为公司指引产量中值

3.1.1 TFM 项目：权益金事项待解决，混合矿项目进展顺利

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。截至 2022 年 12 月 31 日，TFM 混合矿项目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%。

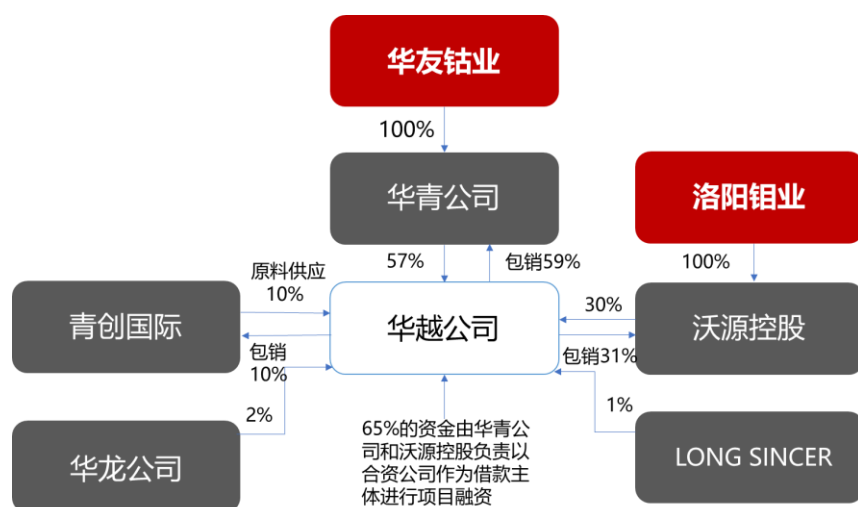
权益金事宜仍在商谈中，尚存一定不确定性。公司 TFM 管理团队正在与刚果(金)各相关方进行持续的会议沟通，讨论 TFM 混合矿开发项目拟增加的铜金属储量，以及基于此金属储量应向少数股东 Gecamines 支付的增储权益金等问题。截至 2022 年 12 月 31 日，双方尚未就讨论的相关事项达成一致，公司计划聘请国际独立第三方机构对储量的增加进行核实，待上述工作完成后，公司将根据相应增加的铜金属储量部分与 Gecamines 商定增储权益金。

3.1.2 KFM 项目：二季度投产，产量指引超预期

KFM 项目进展顺利，预计 2023 年 Q2 投产，2023 年预计生产铜 7-9 万吨，钴 2.4-3 万吨，进展超市场预期。公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25% 权益。根据 KFM 可研，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。截至 2022 年 12 月 31 日，KFM 厂房营地建设完成，主要设备安装就绪，实现安全、优质、高效投料。总投资预计 18.26 亿美元，截至 2022 年底已投入 8.44 亿美元，项目预计于 2023 年 Q2 投产。

3.2 镍：华越镍钴项目投产，投资收益大幅增加

镍：公司 2022 年投资收益 7.26 亿元，同比 6.16 亿元，其中华越镍钴项目贡献 7.15 亿元。公司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。该项目生产规模为年产 6 万吨镍金属量的混合氢氧化镍钴 (MHP)，镍钴比例为 8:1。已于 2021 年 12 月正式投产，2022 年 4 月达产，成为公司新的利润增长点。

图16：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

表9：归属于洛阳钼业的净利润弹性（价格为变量）

		镍价 (美元/吨)						
		12000	15000	18000	21000	24000	27000	30000
钴价 (美元/磅)	15	-1.5	0.7	2.8	4.9	7.0	9.1	11.2
	20	-0.3	1.8	3.9	6.0	8.1	10.2	12.3
	25	0.8	2.9	5.0	7.1	9.2	11.3	13.4
	30	1.9	4.0	6.2	8.3	10.4	12.5	14.6
	35	3.1	5.2	7.3	9.4	11.5	13.6	15.7
	40	4.2	6.3	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8
	45	5.3	7.4	9.5	11.7	13.8	15.9	18.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

3.3 锂：携手宁德时代，开发全球最大盐湖

2022 年宁德时代成为洛阳钼业第二大股东，绑定下游优质客户。2022 年 9 月 30 日，宁德时代全资子公司四川时代与洛阳国宏集团签署《投资框架协议》，国宏集团拟以其持有的洛矿集团 100%的股权对四川时代增资。交易完成后国宏集团将成为四川时代少数股东，宁德时代仍为四川时代控股股东，同时将成为洛阳钼业第二大股东。同时宁德时代承诺未来 36 个月内不再进一步增持洛阳钼业股份。

除了股权层面的合作外，公司与宁德时代也在项目层面加深合作。

①早在 2021 年两者就携手开发 Kisanfu 铜钴矿。洛阳钼业 2020 年 12 月斥资 5.5 亿美元收购 Kisanfu 铜矿，2021 年 4 月，宁德时代间接控股公司邦普时代

以 1.375 亿美元获得 KFM25%权益，间接持有 Kisanfu 铜钴矿 23.75%股权。双方将根据在 KFM 控股中的持股按比例承担项目资本支出，共同投资开发 Kisanfu 项目。

②2022 年洛钼与宁德时代成立合资公司 CBC 合作开发世界最大盐湖。乌尤尼盐湖位于玻利维亚西南部 Altiplano 高原之上，面积约 10582km²，是世界上最大的锂盐湖，海拔 3656 米，盐层平均深度 121m，镁锂比 9.28，卤水浓度 180~1150ppm，平均 321ppm，估计金属锂储量约为 550 万吨，碳酸锂可采储量约 1430 万吨。**2023 年 1 月 20 日，YLB 与 CBC 签署协议，投资 10 亿美元建设两座采用直接锂萃取工艺的锂冶炼厂，产能合计 5 万吨/年。**

表10：乌尤尼盐湖基本概况

指标	概况
面积	10582 平方千米
海拔	3656m
盐层平均深度	121m
镁锂比	9.28
卤水浓度	180-1150ppm，平均 321ppm
储量	金属锂储量 550 万吨，碳酸锂可采储量约 1430 万吨
锂离子浓度	大于 500mg/L，大部分地区高于 1g/L
生产工艺	气候潮湿多雨，且海拔高，不适合使用太阳池法，直接锂萃取工艺（DLE）是比较好的选择
开发计划	① 2016 年，玻利维亚前总理成立国家锂业公司 YLB 负责乌尤尼盐湖的自主开发，初始投资 9.42 亿美元，并设计了国家锂发展战略，分为三个阶段：1) 第一阶段实现每月生产 40 吨碳酸锂；2) 第二阶段实现年产 3 万吨碳酸锂；3) 第三阶段进行锂电池生产。其中，前两阶段均由 YLB 进行主权自主开发，只允许外国企业提供技术支持。第三阶段可允许外国资本进入，与 YLB 合作生产电池。
	② 2018 年 4 月，政府和 YLB 选择德国锂电池制造商 ACI 作为合作伙伴共同进行乌尤尼盐湖的商业化，2019 年 10 月 YLB 与 ACI 成立合资企业，并投入 12 亿美元用于乌尤尼盐湖提锂和锂电池生产，但由于右翼政变导致前总理下台，乌尤尼的工业化进程中止。
	③ 2021 年 3 月，新政府宣布重启该项目，YLB 向拥有直接提锂工艺（DLE）的海外公司招标，赣锋锂业、特变电工集团、俄罗斯 Uranium 1G、美国 EnergyX 等公司向 YLB 提交并展示了卤水提锂工艺。
	④ 2022 年重新招标，截至年中仅剩 6 家企业待定，涉及中国企业包括宁德时代+洛钼，特变电工，中信国安+中铁，聚能永拓。
	⑤ 2023 年 1 月 20 日，玻利维亚国家锂业公司（YLB）与包括宁德时代在内的中资企业联盟 CBC（CATL BRUNP & CMOC）在玻行政首都拉巴斯签署协议，将以逾 10 亿美元（约合 67.84 亿元人民币）的初期投资在玻兴建两座锂提取厂，采用锂直接提取技术。根据玻利维亚能源部的声明，CBC 将建立两个工业综合体，每个综合体每年可生产纯度为 99.5%的电池级碳酸锂 2.5 万吨。。

资料来源：公司公告，YLB 官网，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量, 预计 2023-2025 年公司铜产量将达到 41.5/53.5/57.5 万吨, 钴产量将达到 4.95/6.36/6.7 万吨。2022-2025 年铜产量 CAGR 为 27.6%, 钴产量 CAGR 为 48.9%。其中 TFM 铜产量为 31/41.5/45.5 万吨, 钴产量为 2.25/3.36/3.7 万吨。我们预计 2023-2025 年, 公司归母净利润为 100.92/119.05/126.39 亿元, EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.59 元, 对应最新股价 (3 月 17 日) 的 PE 分别为 11X/10X/9X, 维持 “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，若出现一些预期外的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。

4) 刚果金权益金风险等。由于刚果金 Tenke 矿山扩产增储带来的权益金问题影响了产品的销售，若销售问题持续受到影响，或对利润产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	172991	196135	204840	208230
营业成本	156926	175808	181468	183616
营业税金及附加	1235	1455	1520	1545
销售费用	97	113	118	120
管理费用	1791	2032	2122	2157
研发费用	389	350	365	371
EBIT	12608	16453	19326	20502
财务费用	1808	1167	1186	1196
资产减值损失	-65	0	0	0
投资收益	726	785	819	833
营业利润	9889	16079	18968	20148
营业外收支	-85	0	0	0
利润总额	9804	16079	18968	20148
所得税	2613	4206	4962	5279
净利润	7192	11872	14006	14869
归属于母公司净利润	6067	10092	11905	12639
EBITDA	17139	21337	25042	26976

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32648	31071	30441	37929
应收账款及票据	800	989	1033	1050
预付款项	2130	2131	2200	2226
存货	32255	33942	35035	35449
其他流动资产	17850	16753	15187	15261
流动资产合计	85682	84887	83896	91915
长期股权投资	1934	2718	3538	4371
固定资产	28056	32759	37004	41191
无形资产	19448	19491	19491	19491
非流动资产合计	79337	88321	93808	97383
资产合计	165019	173207	177704	189298
短期借款	20108	20108	20108	20108
应付账款及票据	3957	3871	3996	4043
其他流动负债	25997	24200	17593	17708
流动负债合计	50061	48179	41697	41858
长期借款	18975	18975	18975	18975
其他长期负债	33946	33955	33940	34058
非流动负债合计	52921	52930	52915	53033
负债合计	102982	101109	94612	94891
股本	4320	4320	4320	4320
少数股东权益	10339	12120	14221	16451
股东权益合计	62037	72099	83092	94407
负债和股东权益合计	165019	173207	177704	189298

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.50	13.38	4.44	1.66
EBIT 增长率	-4.35	30.49	17.46	6.08
净利润增长率	18.82	66.34	17.97	6.16
盈利能力 (%)				
毛利率	9.29	10.36	11.41	11.82
净利润率	3.51	5.15	5.81	6.07
总资产收益率 ROA	3.68	5.83	6.70	6.68
净资产收益率 ROE	11.74	16.83	17.29	16.21
偿债能力				
流动比率	1.71	1.76	2.01	2.20
速动比率	0.90	0.88	1.01	1.19
现金比率	0.65	0.64	0.73	0.91
资产负债率 (%)	62.41	58.37	53.24	50.13
经营效率				
应收账款周转天数	1.69	1.84	1.84	1.84
存货周转天数	75.02	70.47	70.47	70.47
总资产周转率	1.14	1.16	1.17	1.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.47	0.55	0.59
每股净资产	2.39	2.78	3.19	3.61
每股经营现金流	0.72	0.69	0.90	1.00
每股股利	0.00	0.14	0.16	0.17
估值分析				
PE	19	11	10	9
PB	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.90	6.42	5.22	4.57
股息收益率 (%)	0.00	2.60	3.06	3.25

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7192	11872	14006	14869
折旧和摊销	4531	4884	5716	6475
营运资金变动	-159	-2664	-973	-371
经营活动现金流	15454	14859	19479	21692
资本开支	-10470	-12926	-10236	-9053
投资	1804	0	0	0
投资活动现金流	-7372	-12926	-8478	-9053
股权募资	997	0	0	0
债务募资	-1876	0	-6905	0
筹资活动现金流	-2097	-3510	-11631	-5152
现金净流量	8653	-1577	-629	7487

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 1729.91 亿元	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 60.67 亿元	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 405.22 亿元	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 7.61 亿元	3
图 5: 2022 年归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2022 年铜钴板块毛利下降拖累整体盈利 (单位: 亿元)	4
图 7: 2022 年铜钴和铜金板块毛利率下降拖累矿山板块毛利率同比下降 2.7pct	4
图 8: 公司期间费用情况	8
图 9: 公司期间费用率情况	8
图 10: 公司整体毛利率、净利率情况	8
图 11: 公司资产负债率情况	8
图 12: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	9
图 13: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	9
图 14: 预计 2025 年公司铜产量能达到 57.5 万吨	12
图 15: 预计 2025 年公司钴产量能达到 6.7 万吨	12
图 16: 印尼 6 万吨镍钴湿法冶炼项目股权结构图	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司相关产品市场价格情况	5
表 2: 各控股子公司盈利情况 (单位: 亿元)	5
表 3: 2022 年产量完成情况以及 2023 年产量指引	6
表 4: 2022 年销量和库存变化情况	7
表 5: 主要产品季度价格变化	9
表 6: 2022Q4 主要产品产量同比、环比变化情况	10
表 7: 2022Q4 主要产品销量同比、环比变化情况	11
表 8: 2017-2025 年铜钴历史产量及预测	12
表 9: 归属于洛阳钼业的净利润弹性 (价格为变量)	14
表 10: 乌尤尼盐湖基本概况	15
公司财务报表数据预测汇总	18

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。	公司评级	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
	行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026