

销售受阻影响利润释放，期待下半年逐季恢复

2023 年 07 月 16 日



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师：张航

执业证号：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师：张建业

执业证号：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

► **事件：2023 年 7 月 14 日，公司发布 2023 年半年度业绩预告。**公司预计 2023 年上半年实现归母净利润 6.33-7.73 亿元，同比减少 84.74%-81.36%，扣非归母净利润 2-2.44 亿元，同比减少 94.23%-92.96%。单季度看，2023Q2 公司实现归母净利润 3.16-4.56 亿元，同比减少 86.6%-80.6%，环比变化-0.4%至 +43.8%，扣非归母净利润 1.34-1.78 亿元，同比减少 92%-90%，环比增加 104%-171%。业绩略低于我们预期。

► **公司 2023 年上半年业绩同比大幅下降的主要原因系 TFM 铜钴产品出口受限导致销售受到影响，以及公司磷产品市场价格较上年同期下跌所致。**虽然 2023 年上半年公司主要铜钴产品产量实现大幅增长，TFM 铜钴产品从 2023 年 5 月已恢复出口，但由于刚果（金）和非洲物流周期原因，大部分铜钴产品在上半年尚未实现最终对外销售，从而影响了公司上半年财务表现。**产量：**2023 上半年公司实现铜/钴产量 16.9/1.94 万吨，同比分别增长 23.59%/85.55%；钼/钨金属产量 8389/3813 吨，同比分别变化 +7.91%/-9.93%；铌/磷产量 4,695 吨/54.79 万吨，同比分别变化 +1.47%/-2.96%；黄金产量 9,550 盎司，同比增长 13.95%。其中铜/钴产量完成年度指引中值的 40.6%和 39.2%，未完成产量指引中值的原因是 TFM 混合矿上半年未投产，而 KFM 一季度的量也比较少，随着项目逐步投产、满产，下半年会有增量，或可完成年度产量目标。此外钼钨产量完成年度指引中值的 62.1%和 54.5%，超额完成任务。**价格：**铜钴产品销售受阻，盈利同比或大幅减少，价格影响不大。主要增利点在于 2023H1 钼价同比增长 54.8%至 40.17 万元/吨，减利点在于 2023H1 磷价（磷酸一铵）同比减少 43.8%至 552 美元/吨。

► **单季度看，铜钴产品产量实现快速增长。****产量：**2023Q2 公司铜/钴/钼/钨/铌/磷产量分别为 9.6/1.4/0.43/0.19/0.24/27.8 万吨，环比分别变化 +33.2%/+179.3%/+3.7%/-0.9%/+5.9%/+3.1%，铜钴产量的显著增长主要得益于 KFM 项目投产后的放量，TFM 混合矿项目下半年或将贡献进一步增量。**价格：**2023Q2 钼/磷（磷酸一铵）价格环比分别下降 31.1%/19.7%至 32.76 万元/吨和 492 美元/吨。

► **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。**项目年产 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 14 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

推荐

维持评级

当前价格：

5.84 元

相关研究

1. 洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年一季报业绩点评：黎明前的黑暗，期待二季度出口恢复 + KFM 投产-2023/05/04

2. 洛阳钼业 (603993.SH) 2022 年年报点评：销售不畅影响 Q4 利润，期待刚果金“双子星”投产-2023/03/19

3. 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

4. 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

5. 洛阳钼业 (603993) 中报点评：业绩高增，关注铜钴矿扩产-2021/08/23

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：**考虑到销售受阻及铜钴磷等主要产品价格下跌，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 83.21、107.26、111.04 亿元，EPS 分别为 0.39、0.50 和 0.51 元，对应最新股价（7 月 14 日）的 PE 分别为 15X/12X/11X，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，销售进度低于预期等。

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	193111	203710	204650
增长率（%）	-0.5	11.6	5.5	0.5
归属母公司股东净利润（百万元）	6067	8321	10726	11104
增长率（%）	18.8	37.1	28.9	3.5
每股收益（元）	0.28	0.39	0.50	0.51
PE	21	15	12	11
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 14 日收盘价）

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	193111	203710	204650
营业成本	156926	175653	182221	182513
营业税金及附加	1235	1433	1512	1519
销售费用	97	111	117	118
管理费用	1791	2000	2110	2120
研发费用	389	344	363	365
EBIT	12608	13644	17466	18096
财务费用	1808	1167	1200	1223
资产减值损失	-65	0	0	0
投资收益	726	772	815	819
营业利润	9889	13257	17090	17701
营业外收支	-85	0	0	0
利润总额	9804	13257	17090	17701
所得税	2613	3468	4471	4638
净利润	7192	9789	12619	13063
归属于母公司净利润	6067	8321	10726	11104
EBITDA	17139	18528	23182	24571

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	32648	29935	28195	33543
应收账款及票据	800	974	1027	1032
预付款项	2130	2129	2209	2213
存货	32255	36093	37443	37503
其他流动资产	17850	18885	17481	17512
流动资产合计	85682	88017	86355	91803
长期股权投资	1934	2706	3521	4340
固定资产	28056	32759	37004	41191
无形资产	19448	19491	19491	19491
非流动资产合计	79337	86309	91792	96352
资产合计	165019	174325	178146	188154
短期借款	20108	20108	20108	20108
应付账款及票据	3957	4429	4594	4602
其他流动负债	25997	26844	20379	20401
流动负债合计	50061	51380	45081	45110
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	104310	97996	98143
股本	4320	4320	4320	4320
少数股东权益	10339	11807	13700	15660
股东权益合计	62037	70015	80150	90011
负债和股东权益合计	165019	174325	178146	188154

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	11.63	5.49	0.46
EBIT 增长率	-4.35	8.21	28.02	3.61
净利润增长率	18.82	37.15	28.91	3.52
盈利能力 (%)				
毛利率	9.29	9.04	10.55	10.82
净利润率	3.51	4.31	5.27	5.43
总资产收益率 ROA	3.68	4.77	6.02	5.90
净资产收益率 ROE	11.74	14.29	16.14	14.93
偿债能力				
流动比率	1.71	1.71	1.92	2.04
速动比率	0.90	0.85	0.94	1.05
现金比率	0.65	0.58	0.63	0.74
资产负债率 (%)	62.41	59.84	55.01	52.16
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	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.14	1.14	1.16	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.39	0.50	0.51
每股净资产	2.39	2.69	3.08	3.44
每股经营现金流	0.72	0.54	0.83	0.94
每股股利	0.00	0.12	0.15	0.15
估值分析				
PE	21	15	12	11
PB	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.49	8.00	6.17	5.61
股息收益率 (%)	0.00	1.97	2.54	2.63

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7192	9789	12619	13063
折旧和摊销	4531	4884	5716	6475
营运资金变动	-159	-3729	-1230	-70
经营活动现金流	15454	11723	17840	20201
资本开支	-10470	-10926	-10236	-10053
投资	1804	0	0	0
投资活动现金流	-7372	-10926	-8478	-10053
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	-11102	-4800
现金净流量	8653	-2713	-1740	5349

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。	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