

# 洛阳钼业 (603993.SH)

出口受阻拖累业绩，权益金事宜已解决

买入

## 核心观点

**2023H1 公司业绩同比下降 83%**。2023 上半年公司实现营收 867 亿元(-5.5%)，归母净利润 7.03 亿元(-83.0%)，扣非归母净利润 2.2 亿元(-93.7%)，经营性净现金流 87.62 亿元(+3.1%)。其中 2023 年二季度单季营收 424 亿元(-10.2%)，归母净利润 3.86 亿元(-83.6%)，扣非归母净利润 1.54 亿元(-91.4%)。

**刚果金产品出口受限影响公司业绩，已在二季度达成和解**。2023H1 公司销售毛利润 37 亿元，同比减少 77 亿元，其中铜钴产品毛利润 9 亿元，同比减少 45 亿元，贸易业务毛利润 4.4 亿元，同比减少 21 亿元，铌磷业务毛利润 6.6 亿元，同比减少 11.5 亿元。TFM 产品销售已于 5 月开始恢复，二季度 TFM 及 KFM 实现铜销售 9.3 万吨，钴销售 1663 吨，并在年中形成 24 万吨铜库存和 2.95 万吨钴库存。报告期内，TFM 权益金事宜圆满解决，和解金总额 8 亿美元，自 2023 年至 2028 年 6 年内由 TFM 向杰卡明分期支付。根据半年报内容，1 年内到期的非流动负债包含应付杰卡明权益金 25.3 亿元。

**公司公告下半年部分重点工作：提升原矿处理量，继续推进降本增效**。项目进度方面，TFM 混合矿东区尽早投产，KFM 保持稳定生产并继续提升运营效率；磷版块保证原矿品位稳定，提升选矿回收率；钼钨版块抓住钼价高位，推进三道庄钼钨矿的纵深挖潜与上房沟钼矿的技术攻关。继续深化与宁德时代合作，加快推进玻利维亚锂盐湖开发和非洲电池价值链项目的落地。

**风险提示：**矿山扩产进度不及预期，铜、钴价格大幅下跌风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年 LME 铜现货结算价均为 8500 美元/吨(前值 8800 美元/吨)，钴金属价格维持 25 万元/吨。预计 2023-2025 年收入 2045/2304/2517 亿元，同比增速 18.2/12.7/9.3%，归母净利润 85.83/108.89/121.20 亿元(前值 110.66/142.35/143.66 亿元)，同比增速 41.5/26.9/11.3%；摊薄 EPS 分别为 0.40/0.50/0.56，当前股价对应 PE 分别为 14.5/11.5/10.3X。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铜矿产量两年内翻番，对铜价具备高业绩弹性，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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	173,863	172,991	204,479	230,369	251,686
(+/-%)	53.9%	-0.5%	18.2%	12.7%	9.3%
净利润(百万元)	5106	6067	8583	10889	12120
(+/-%)	119.3%	18.8%	41.5%	26.9%	11.3%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.40	0.50	0.56
EBIT Margin	7.7%	7.5%	7.2%	8.1%	8.2%
净资产收益率(ROE)	12.8%	11.7%	14.9%	16.7%	16.4%
市盈率(PE)	24.5	20.6	14.5	11.5	10.3
EV/EBITDA	12.3	13.2	12.4	10.2	9.4
市净率(PB)	3.13	2.41	2.16	1.91	1.69

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	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		5.78 元
总市值/流通市值	124844/124266	百万元
52 周最高价/最低价	6.96/4.05	元
近 3 个月日均成交额	548.38	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

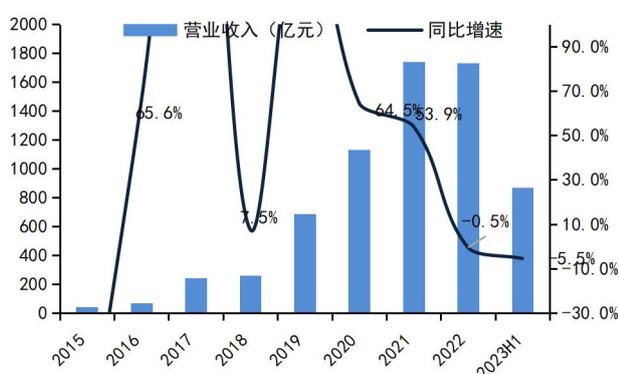
- 《洛阳钼业(603993.SH)-重点项目加速推进，迎来产量释放期》——2023-03-23
- 《洛阳钼业(603993.SH)-铜钴产品销量下滑拖累业绩，重点项目按计划推进》——2022-10-25
- 《洛阳钼业(603993.SH)-主要产品量价齐增，重点项目加速推进》——2022-08-22
- 《洛阳钼业(603993.SH)-开发 KFM 铜钴矿，助力公司成为全球最大钴原料供应商》——2022-07-01
- 《铜钴资源巨头，世界级项目建设助力公司产能翻倍》——2022-06-13

**2023H1 公司业绩同比下降 83%。**2023 上半年公司实现营收 867 亿元（-5.5%），归母净利润 7.03 亿元（-83.0%），扣非归母净利润 2.2 亿元（-93.7%），经营性净现金流 87.62 亿元（+3.1%）。其中 2023 年二季度单季营收 424 亿元（-10.2%），归母净利润 3.86 亿元（-83.6%），扣非归母净利润 1.54 亿元（-91.4%）。

**刚果金产品出口受限影响公司业绩，但已在二季度达成和解。**2023H1 公司销售毛利润 37 亿元，同比减少 77 亿元，其中铜钴产品毛利润 9 亿元，同比减少 45 亿元，贸易业务毛利润 4.4 亿元，同比减少 21 亿元，铌磷业务毛利润 6.6 亿元，同比减少 11.5 亿元。TFM 产品销售已于 5 月开始恢复，二季度 TFM 及 KFM 实现铜销售 9.3 万吨，钴销售 1663 吨，并在年中形成 24 万吨铜库存和 2.95 万吨钴库存。

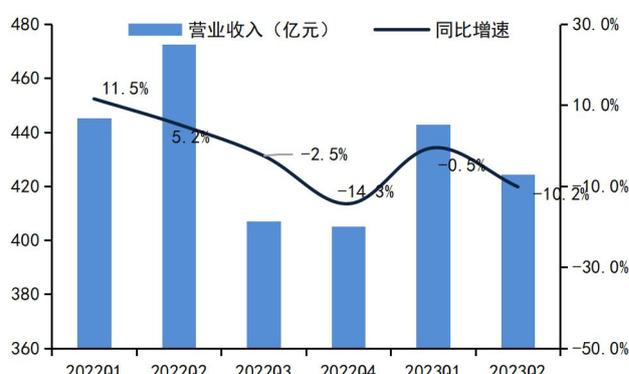
**报告期内，TFM 权益金事宜圆满解决，和解金总额 8 亿美元，**自 2023 年至 2028 年 6 年内由 TFM 向杰卡明分期支付。根据半年报内容，1 年内到期的非流动负债包含应付杰卡明权益金 25.3 亿元。

图1：洛阳铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



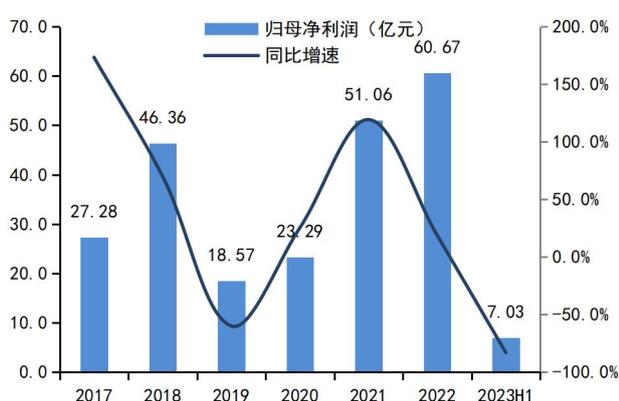
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：洛阳铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



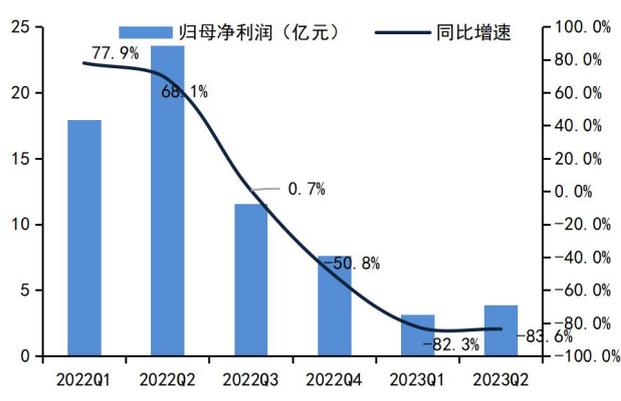
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：洛阳铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



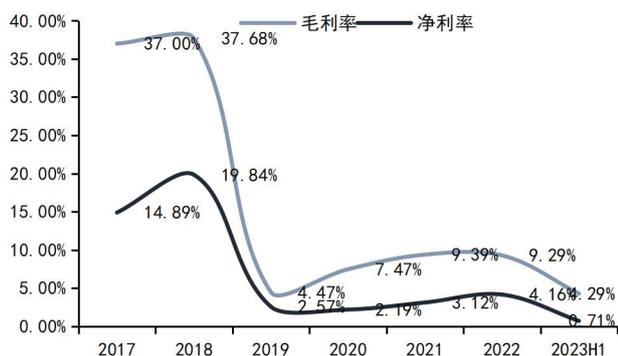
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：洛阳铝业单季归母净利润（单位：亿元）



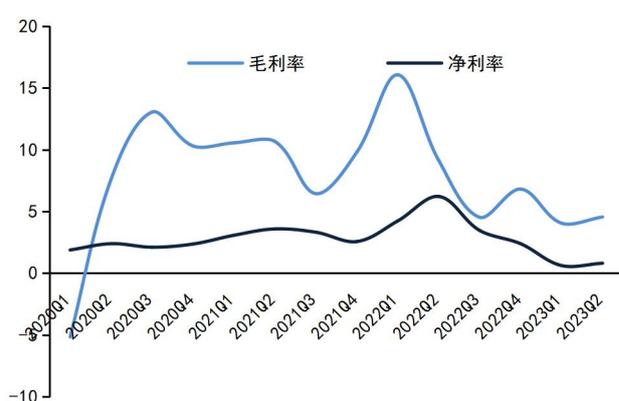
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 洛阳铝业毛利率、净利率变化情况



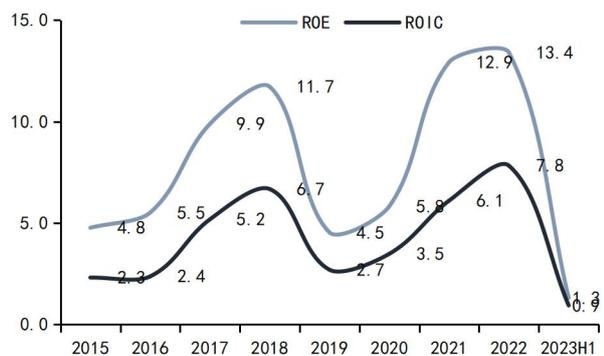
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (%)



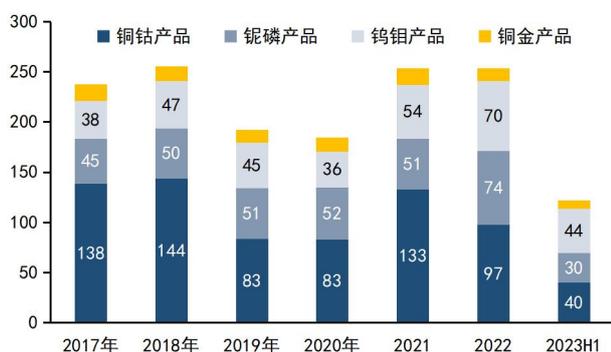
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 洛阳铝业经营性净现金流 (亿元)



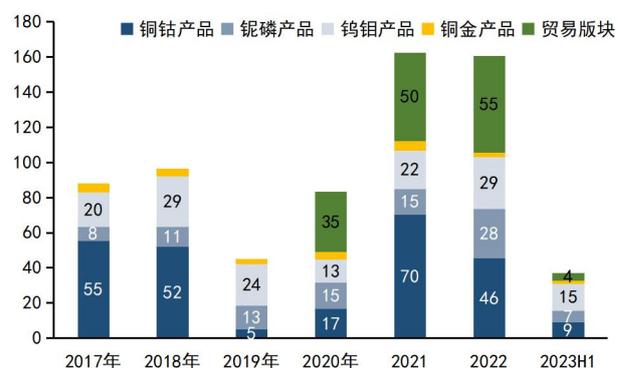
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



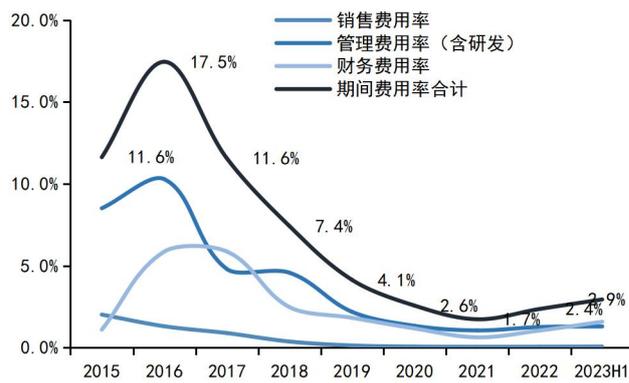
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 洛阳铝业各版块毛利率 (%)

图12: 洛阳铝业期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司产品分季度产销量如下表，可以看出：①自 2022Q3 TFM 销售不畅以来，TFM 铜和钴的产量并未受到显著影响，因此截至 6 月底，TFM 及 KFM 形成 24.1 万吨铜库存，以及 2.95 万吨钴库存。②KFM 已于 2023Q1 释放产量，2023Q2 TFM 及 KFM 铜产量环比 2023Q1 增加了 36.2%，钴产量环比增加了 179%，KFM 产能爬坡顺利。③其他产品 Q2 产销量相较于 Q1 基本平稳，只有钼在二季度销量环比增加了 75%。

表1：公司主要产品分季度产销量

生产/采购量	单位	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
TFM 铜金属	吨	62,434	62,953	62,004	66,895	61,806	90,137
TFM 钴金属	吨	5,108	5,357	4,812	5,009	5,018	14,298
KFM 铜金属	吨					4,375	
KFM 钴金属	吨					102	
钼金属	吨	3,812	3,962	3,687	3,653	4,119	4,270
钨金属（不含豫鹭矿业）	吨	1,943	2,244	1,816	1,506	1,915	1,898
铌金属	吨	2,423	2,204	2,297	2,288	2,280	2,415
磷肥（HA+LA）	吨	276,480	288,086	291,971	285,698	269,792	278,072
NPM 铜金属（80%权益）	吨	5,200	6,063	5,677	5,766	6,227	6,337
NPM 黄金（80%权益）	盎司	3,790	4,591	4,015	3,825	4,561	4,989
精矿产品（贸易量）	吨	762,891	783,815	1,017,341	553,953	797,707	824,095
精炼金属产品（贸易量）	吨	771,270	736,017	739,827	889,886	691,805	1,262,412
<b>销售量</b>		<b>2022Q1</b>	<b>2022Q2</b>	<b>2022Q3</b>	<b>2022Q4</b>	<b>2023Q1</b>	<b>2023Q2</b>
TFM 铜金属		51,348	64,049	15,017	0	0	93,212
TFM 钴金属		5,918	4,955	1,358	329	0	1,663
KFM 铜金属						0	
KFM 钴金属						0	
钼金属		3,718	4,378	4,254	3,694	2,851	4,984
钨金属（不含豫鹭矿业）		1,730	1,971	2,168	1,876	1,495	2,063
铌金属		2,159	2,147	2,438	2,361	2,230	2,397
磷肥（HA+LA）		248,927	245,814	216,941	445,658	279,568	289,732
NPM 铜金属（80%权益）		3,728	5,103	3,732	9,303	6,310	6,057
NPM 黄金（80%权益）		2,499	4,326	2,745	6,571	4,246	4,579
精矿产品（贸易量）		727,295	819,411	772,837	798,151	698,552	792,374
精炼金属产品（贸易量）		758,127	749,160	787,173	842,136	798,293	1,075,132

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2023Q2 TFM 铜和钴产销量为 TFM 与 KFM 产销量之和

**TFM 混合矿项目和 KFM 项目开始放量。**上半年刚果（金）TFM 混合矿中区项目顺利投产，KFM 铜钴矿达到设计产能，公司刚果（金）铜产量同比增加 25%，钴产量同比增加 86%。澳洲 NPM 铜金板块 E26L1N 矿体持续发力，助力 NPM 铜产量同比增加 12%。中国区抢抓钼市场机遇，多措并举开展增产活动，钼金属产量同比增加 8%。

表2: 重点项目进度

项目名称	项目金额 (亿美元)	项目进度	报告期内投入金额 (亿美元)	累计实际投入金额 (亿美元)	项目收益情况
TFM 铜钴矿混合矿项目	25.1	中区选矿区域已完成建设任务, 开始试生产, 焙烧制酸区域安装进度完成 97%; 东区工程整体形象进度完成 46%	4.79	14.72	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
KFM 开发项目 (氧化矿、混合矿) 一期	18.26	选矿厂、冶炼厂、制酸厂建筑工程和设备安装已全部完成并投入生产	2.83	11.27	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

**公司公告下半年部分重点工作:** 提升原矿处理量, 继续推进降本增效。项目进度方面, TFM 混合矿东区尽早投产, KFM 保持稳定生产并继续提升运营效率; 磷板块保证原矿品位稳定, 提升选矿回收率; 钼钨板块抓住钼价高位, 推进三道庄钼矿的纵深挖潜与上房沟钼矿的技术攻关。继续深化与宁德时代合作, 加快推进玻利维亚锂盐湖开发和非洲电池价值链项目的落地。

**投资建议:** 我们假设 2023-2025 年 LME 铜现货结算价均为 8500 美元/吨(前值 8800 美元/吨), 钴金属价格维持 25 万元/吨。预计 2023-2025 年收入 2045/2304/2517 亿元, 同比增速 18.2%/12.7%/9.3%, 归母净利润 85.83/108.89/121.20 亿元(前值 110.66/142.35/143.66 亿元), 同比增速 41.5%/26.9%/11.3%; 摊薄 EPS 分别为 0.40/0.50/0.56, 当前股价对应 PE 分别为 14.5/11.5/10.3X。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铜矿产量两年内翻番, 对铜价具备高业绩弹性, 独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长, 维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	24318	32648	33670	40703	48043	营业收入	173863	172991	204479	230369	251686
应收款项	2494	5199	6145	6923	7564	营业成本	157540	156926	185658	207102	226398
存货净额	26960	32255	38146	42461	46371	营业税金及附加	1256	1235	1460	1645	1672
其他流动资产	9493	9586	11331	12765	13947	销售费用	90	97	115	129	132
<b>流动资产合计</b>	<b>70956</b>	<b>85682</b>	<b>95287</b>	<b>108848</b>	<b>121920</b>	管理费用	1330	1556	1791	2117	2385
固定资产	28841	41715	45277	48021	50273	研发费用	174	272	389	459	518
无形资产及其他	19399	19448	18670	17892	17114	财务费用	1095	1808	2138	2408	2408
投资性房地产	17004	16241	16241	16241	16241	投资收益	110	726	500	500	500
长期股权投资	1249	1934	1934	1934	1934	资产减值及公允价值变动	(3307)	(1546)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>137450</b>	<b>165019</b>	<b>177408</b>	<b>192935</b>	<b>207482</b>	其他收入	(566)	(659)	(785)	(786)	(566)
短期借款及交易性金融负债	31866	27013	28224	29034	28090	营业利润	8789	9889	13032	16682	18625
应付款项	4166	3957	4679	5209	5688	营业外净收支	(33)	(85)	0	0	0
其他流动负债	14628	19092	22855	28477	33925	<b>利润总额</b>	<b>8755</b>	<b>9804</b>	<b>13032</b>	<b>16682</b>	<b>18625</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>50660</b>	<b>50061</b>	<b>55759</b>	<b>62720</b>	<b>67704</b>	所得税费用	3328	2613	3473	4446	4963
长期借款及应付债券	14761	21125	21125	21125	21125	少数股东损益	322	1125	976	1348	1542
其他长期负债	23765	31796	31796	31796	31796	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5106</b>	<b>6067</b>	<b>8583</b>	<b>10889</b>	<b>12120</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>38525</b>	<b>52921</b>	<b>52921</b>	<b>52921</b>	<b>52921</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>89186</b>	<b>102982</b>	<b>108679</b>	<b>115641</b>	<b>120624</b>	净利润	5106	6067	8583	10889	12120
少数股东权益	8419	10339	11022	11966	13045	资产减值准备	(186)	5	33	8	6
股东权益	39845	51699	57707	65329	73813	折旧摊销	3990	4337	4182	5027	5519
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>137450</b>	<b>165019</b>	<b>177408</b>	<b>192935</b>	<b>207482</b>	公允价值变动损失	3307	1546	0	0	0
						财务费用	1095	1808	2138	2408	2408
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	4012	4960	(4063)	(369)	201
每股收益	0.24	0.28	0.40	0.50	0.56	其它	344	232	650	936	1074
每股红利	0.12	0.22	0.12	0.15	0.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>16573</b>	<b>17146</b>	<b>9386</b>	<b>16490</b>	<b>18920</b>
每股净资产	1.84	2.39	2.67	3.02	3.42	资本开支	(322)	(14151)	(7000)	(7000)	(7000)
ROIC	11%	11%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(256)	1696	0	0	0
ROE	13%	12%	15%	17%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(479)</b>	<b>(13139)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(7000)</b>
毛利率	9%	9%	9%	10%	10%	权益性融资	(244)	997	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	(1750)	5365	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(2601)	(4792)	(2575)	(3267)	(3636)
收入增长	54%	-1%	18%	13%	9%	其它融资现金流	221	2179	1212	810	(944)
净利润增长率	119%	19%	41%	27%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8724)</b>	<b>4322</b>	<b>(1363)</b>	<b>(2457)</b>	<b>(4580)</b>
资产负债率	71%	69%	67%	66%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>7370</b>	<b>8330</b>	<b>1023</b>	<b>7033</b>	<b>7340</b>
息率	2.1%	3.8%	2.1%	2.6%	2.9%	货币资金的期初余额	16948	24318	32648	33670	40703
P/E	24.5	20.6	14.5	11.5	10.3	货币资金的期末余额	24318	32648	33670	40703	48043
P/B	3.1	2.4	2.2	1.9	1.7	企业自由现金流	16000	4639	3880	11294	13782
EV/EBITDA	12.3	13.2	12.4	10.2	9.4	权益自由现金流	14472	12183	3995	11048	11916

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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