

洛阳钼业 (603993.SH)

重要项目建成投产，未来5年铜产量有望迈向百万吨

买入

核心观点

2023年公司归母净利润同比增长36%。2023年公司实现营收1863亿元(+7.7%)，归母净利润82.5亿元(+36.0%)，扣非归母净利润62.3亿元(+2.7%)，经营性净现金流155.4亿元(+0.6%)。其中2023年四季度单季营收546亿元(+34.7%)，归母净利润58.1亿元(+663%)，扣非归母净利润48.8亿元(+258%)。

2023Q4业绩环比大幅好转，主因出售澳洲NPM铜金矿80%股权，Q4投资净收益22.54亿元。另外随着上半年刚果金权益金事宜解决，四季度终端销量增加。

重点项目完成建设。报告期内，公司完成了TFM混合矿以及KFM两大世界级铜钴矿建设，其中KFM进度超前。2024年，TFM全力推进东区收尾，一季度达产、二季度达标，KFM保持生产稳定，TFM和KFM完成LME铜商标注册，全年实现铜产量52万吨以上，钴产量6万吨以上。

铜产量迈向百万吨级。2024年是公司国际化2.0开启之年，未来5年发展目标要实现年产铜金属80-100万吨、钴金属9-10万吨、钼金属2.5-3万吨、铌金属超1万吨，即TFM和KFM在现有60万吨铜产能基础上，具备提升到80-100万吨的潜力。2024年公司将加强地勘工作，启动增储计划，为TFM三期和KFM二期开发做准备，适时启动TFM三期和KFM二期扩建项目。

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：维持“买入”评级。

随着TFM混合矿项目和KFM一期项目建成投产，自2023年开始公司进入产量释放年，是全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业，2024年公司铜产量将比2022年翻一倍，钴产量增长200%，有望成为全球前10大铜生产商，全球第一大钴生产商。假设2024-2026年LME铜现货结算价均为8800美元/吨，钴金属价格维持23万元/吨。预计2024-2026年归母净利润100.77/113.32/115.56亿元，同比增速22.2%/12.4%/2.0%；摊薄EPS分别为0.47/0.52/0.53，当前股价对应PE分别为17.7/15.7/15.4X。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铜矿产量两年内翻番，对铜价具备高业绩弹性，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	172,991	186,269	219,652	223,953	223,953
(+/-%)	-0.5%	7.7%	17.9%	2.0%	0.0%
净利润(百万元)	6067	8250	10077	11332	11556
(+/-%)	18.8%	36.0%	22.2%	12.4%	2.0%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.47	0.52	0.53
EBIT Margin	7.3%	6.5%	10.9%	11.8%	11.8%
净资产收益率(ROE)	11.7%	13.9%	15.6%	16.1%	15.2%
市盈率(PE)	29.4	21.6	17.7	15.7	15.4
EV/EBITDA	16.6	18.8	10.1	9.0	8.8
市净率(PB)	3.45	2.99	2.76	2.54	2.34

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

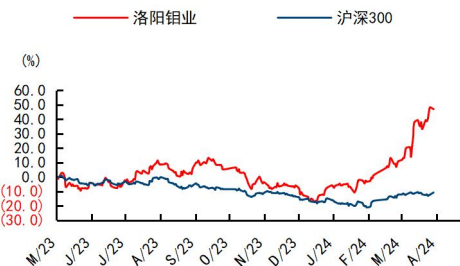
证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

基础数据

投资评级 合理估值 8.25元
 收盘价 178194/177369百万元
 总市值/流通市值 8.61/4.61元
 52周最高价/最低价 975.32百万元
 近3个月日均成交额

买入(维持)

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)-发布2024年产量指引，有望跻身全球前十大铜生产商》——2024-01-21
- 《洛阳钼业(603993.SH)-出口受阻拖累业绩，权益金事宜已解决》——2023-08-31
- 《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

2023 年公司归母净利润同比增长 36%。2023 年公司实现营收 1863 亿元 (+7.7%)，归母净利润 82.5 亿元 (+36.0%)，扣非归母净利润 62.3 亿元 (+2.7%)，经营性净现金流 155.4 亿元 (+0.6%)。其中 2023 年四季度单季营收 546 亿元 (+34.7%)，归母净利润 58.1 亿元 (+663%)，扣非归母净利润 48.8 亿元 (+258%)。

2023Q4 业绩环比大幅好转，主因出售澳洲 NPM 铜金矿 80% 股权，Q4 投资净收益 22.54 亿元。另外随着上半年刚果金权益金事宜解决，四季度终端销量增加。

报告期内，公司完成了 TFM 混合矿以及 KFM 两大世界级铜钴矿建设，其中 KFM 进度超前。2024 年，TFM 全力推进东区收尾，一季度达产、二季度达标，KFM 保持生产稳定，TFM 和 KFM 完成 LME 铜商标注册，全年实现铜产量 52 万吨以上，钴产量 6 万吨以上。

同时，公司在年报中称 2024 年是公司国际化 2.0 开启之年，未来 5 年发展目标要实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、铌金属超 1 万吨，即 TFM 和 KFM 在现有 60 万吨铜产能基础上，具备提升到 80-100 万吨的潜力。2024 年公司将加强地勘工作，启动增储计划，为 TFM 三期和 KFM 二期开发做准备，适时启动 TFM 三期和 KFM 二期扩建项目。

随着铜产量攀升，公司对铜价具备越来越高的盈利弹性：

表1：不同铜钴价格假设下公司 2024 年归母净利润（百万元）

		铜价（美元/吨）				
		7,500	8,500	9,500	10,500	11,500
钴价（元/吨）	200,000	7,245	9,171	11,097	13,023	14,948
	220,000	7,464	9,390	11,316	13,242	15,167
	240,000	7,683	9,609	11,535	13,461	15,387
	260,000	7,902	9,828	11,754	13,680	15,606
	280,000	8,121	10,047	11,973	13,899	15,825

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

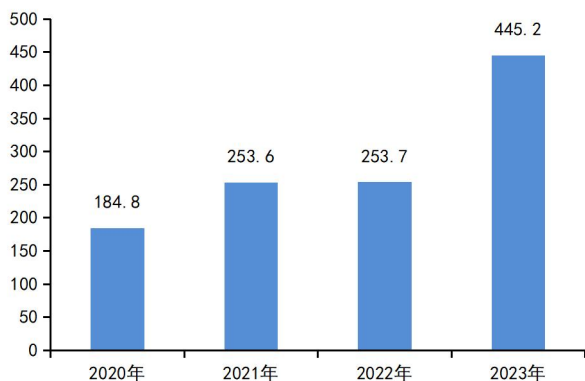
表2：2023 年公司主要产品售价与毛利（元/吨）

	单位售价	单位成本	单位毛利润
铜	63,098	34,514	28,584
钴	114,546	72,158	42,388
钼	457,688	273,502	184,186
钨	188,066	76,085	111,981
铌	280,256	184,972	95,283
磷	3,176	2,619	558

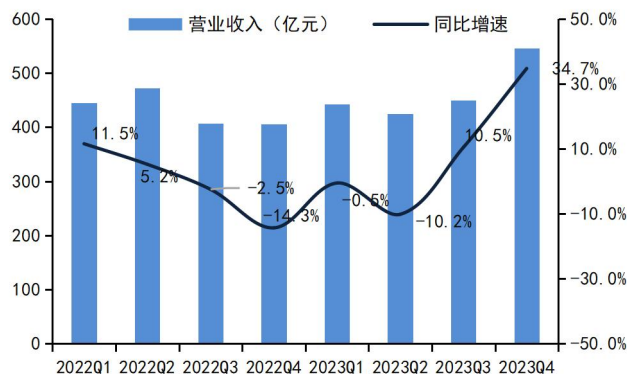
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图1：公司矿山采掘业务营收及增速（单位：亿元）

图2：洛阳铝业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

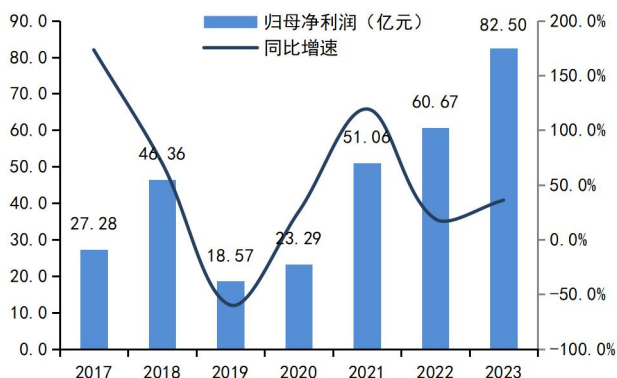


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



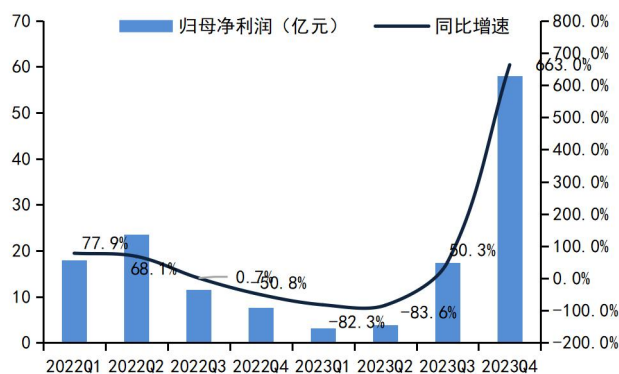
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：洛阳铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



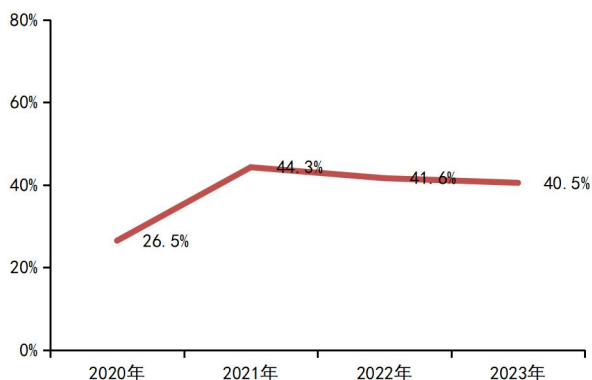
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：洛阳铝业单季归母净利润（单位：亿元）



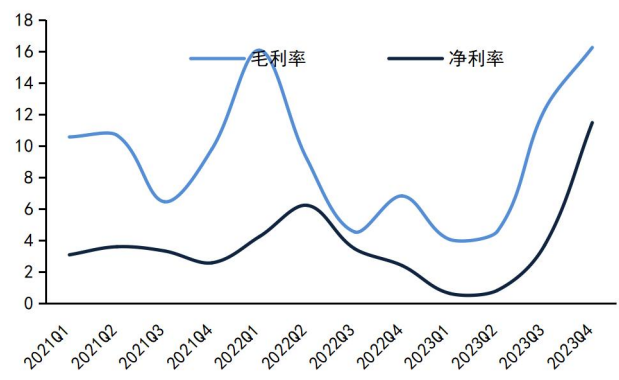
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：洛阳铝业矿山采掘版块毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

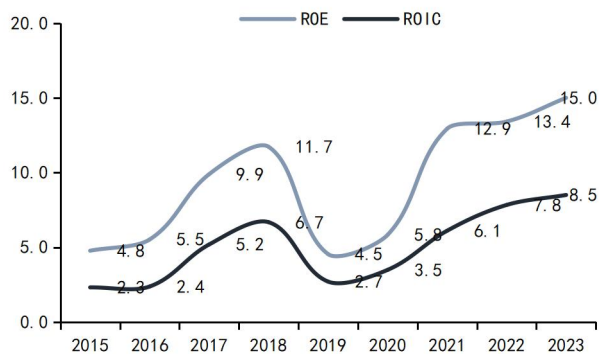
图6：洛阳铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



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（%）

图8：洛阳铝业经营性净现金流（亿元）

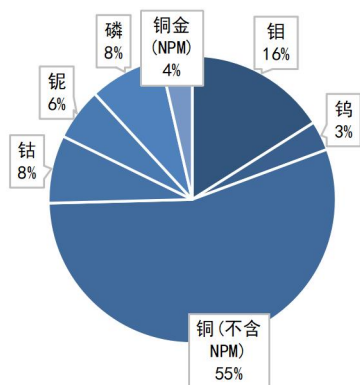


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



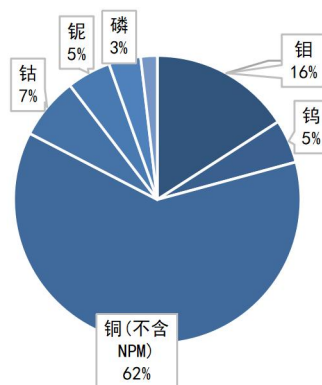
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：洛阳铝业矿山采掘版块营业收入构成



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



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：随着 TFM 混合矿项目和 KFM 一期项目建成投产，自 2023 年开始公司进入产量释放年，是全球大型铜矿企中少有的保持铜高增长的企业，2024 年公司铜产量将比 2022 年翻一倍，钴产量增长 200%，有望成为全球前 10 大铜生产商，全球第一大钴生产商。假设 2024-2026 年 LME 铜现货结算价均为 8800 美元/吨，钴金属价格维持 23 万元/吨。预计 2024-2026 年归母净利润 100.77/113.32/115.56 亿元，同比增速 22.2/12.4/2.0%；摊薄 EPS 分别为 0.47/0.52/0.53，当前股价对应 PE 分别为 17.7/15.7/15.4X。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铜矿产量两年内翻番，对铜价具备高业绩弹性，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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	32648	30716	30000	32867	35941	营业收入	172991	186269	219652	223953	223953
应收款项	5199	5108	5590	5699	5699	营业成本	156926	168158	188987	190632	190632
存货净额	32255	31430	35093	35280	35169	营业税金及附加	1235	3084	3546	3775	3775
其他流动资产	9586	7016	8786	8958	8958	销售费用	97	155	176	179	179
流动资产合计	85682	83648	88846	92181	95145	管理费用	1791	2387	2636	2687	2687
固定资产	41715	46225	52004	54952	59304	研发费用	389	327	329	336	336
无形资产及其他	19448	22960	22043	21126	20208	财务费用	1808	3004	3295	3359	3135
投资性房地产	16241	17913	17913	17913	17913	投资收益	726	2483	300	300	300
长期股权投资	1934	2229	2529	2829	3129	资产减值及公允价值变动	(1676)	1540	0	0	0
资产总计	165019	172975	183334	189001	195698	其他收入	(294)	(216)	(329)	(336)	(336)
短期借款及交易性金融负债	27013	28724	31111	30000	30000	营业利润	9889	13288	20983	23283	23507
应付款项	3957	4698	5161	5188	5172	营业外净收支	(85)	(80)	0	0	0
其他流动负债	19092	15558	17206	17301	17248	利润总额	9804	13208	20983	23283	23507
流动负债合计	50061	48980	53478	52489	52420	所得税费用	2613	4677	7321	8034	8034
长期借款及应付债券	21125	20768	20768	20768	20768	少数股东损益	1125	281	3585	3918	3918
其他长期负债	31796	31264	31213	31163	31112	归属于母公司净利润	6067	8250	10077	11332	11556
长期负债合计	52921	52032	51981	51930	51879	现金流量表 (百万元)					
负债合计	102982	101012	105459	104420	104299	净利润	6067	8250	10077	11332	11556
少数股东权益	10339	12422	14214	16173	18132	资产减值准备	5	75	54	13	15
股东权益	51699	59540	64579	70245	76022	折旧摊销	4337	2695	4168	5038	5634
负债和股东权益总计	165019	172975	184252	190838	198453	公允价值变动损失	1676	(1540)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1808	3004	3295	3359	3135
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	4960	(1435)	(3801)	(384)	6
每股收益	0.28	0.38	0.47	0.52	0.53	其它	232	(25)	1739	1946	1943
每股红利	0.22	0.31	0.23	0.26	0.27	经营活动现金流	17277	8021	12236	17945	19153
每股净资产	2.39	2.76	2.99	3.25	3.52	资本开支	0	(8319)	(10001)	(8001)	(10001)
ROIC	10%	6%	12%	13%	13%	其它投资现金流	1696	(3383)	0	0	0
ROE	12%	14%	16%	16%	15%	投资活动现金流	1012	(11997)	(10301)	(8301)	(10301)
毛利率	9%	10%	14%	15%	15%	权益性融资	2667	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	11%	12%	12%	负债净变化	5365	(207)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	8%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(4792)	(6762)	(5039)	(5666)	(5778)
收入增长	-1%	8%	18%	2%	0%	其它融资现金流	(13773)	15984	2387	(1111)	0
净利润增长率	19%	36%	22%	12%	2%	融资活动现金流	(9959)	2044	(2652)	(6777)	(5778)
资产负债率	69%	66%	65%	63%	62%	现金净变动	8330	(1931)	(716)	2867	3075
息率	2.7%	3.8%	2.8%	3.2%	3.2%	货币资金的期初余额	24318	32648	30716	30000	32867
P/E	29.4	21.6	17.7	15.7	15.4	货币资金的期末余额	32648	30716	30000	32867	35941
P/B	3.4	3.0	2.8	2.5	2.3	企业自由现金流	0	793	5978	13906	12978
EV/EBITDA	16.6	18.8	10.1	9.0	8.8	权益自由现金流	0	16570	7289	11712	11954

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