

洛阳钼业 (603993.SH)

主力矿山满产，铜板块量价齐增

优于大市

核心观点

2024H1 公司归母净利润同比增长 670%。2024 年上半年公司实现营收 1028 亿元 (+18.6%)，归母净利润 54.2 亿元 (+670%)，扣非归母净利润 56.3 亿元 (+2457%)，经营性净现金流 108 亿元 (+230%)。公司盈利大幅增长除了去年低基数因素，还有今年上半年公司矿产铜量价齐增，铜钴产量实现倍增，其中铜产量 31.38 万吨，同比增长 101%，钴产量 5.40 万吨，同比增长 178%。

今年上半年 TFM 矿和 KFM 矿都是满产运行，TFM 矿年化产能 45 万吨铜、伴生 3.7 万吨钴；KFM 矿产能 15 万吨铜，5 万吨钴。其中 TFM 矿成为仅次于 Escondida、Grasberg、Collahuasi、Cerro Verde 的全球第五大铜矿，全球第二大钴矿；KFM 成为全球最大钴矿。

铜生产成本下降，2024H1 公司矿产铜成本 30600 元/吨，比去年 34500 元/吨有明显下降，符合今年上半年全球铜矿山成本下降大趋势，公司铜矿产量大幅增长也摊低了部分固定成本，规模效应显现。2024H1 钴成本 49300 元/吨，比 2023 年成本下降 22850 元/吨。

公司将今年定义为“精益年”，围绕提质、降本、增效，主要采取提高采选回收率、选矿药剂优化、尾矿综合回收、优化贸易业务结构等措施。另外，公司加速推进 Nziloli 水电站项目，保障公司在刚果金的铜矿产能从 60 万吨迈向百万吨的过程中电力保障。

风险提示：铜价下跌风险、扩产项目进度延后风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”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 9000 美元/吨（前值 8800 美元/吨），钴金属价格维持 21 万元/吨（前值 23 万元/吨）。预计 2024-2026 年归母净利润 111.8/120.1/139.0 亿元（前值 100.77/113.32/115.56 亿元），同比增速 35.6%/7.3%/15.8%；摊薄 EPS 分别为 0.52/0.56/0.64，当前股价对应 PE 分别为 14.8/13.7/11.9X。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“优于大市”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	249,136	252,743	261,051
(+/-%)	-0.5%	7.7%	33.8%	1.4%	3.3%
净利润(百万元)	6067	8250	11184	12006	13898
(+/-%)	18.8%	36.0%	35.6%	7.3%	15.8%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.52	0.56	0.64
EBIT Margin	7.3%	6.5%	12.1%	12.5%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	13.9%	17.2%	16.9%	17.8%
市盈率 (PE)	27.2	20.0	14.8	13.7	11.9
EV/EBITDA	15.9	17.9	7.9	7.4	6.6
市净率 (PB)	3.19	2.77	2.53	2.32	2.11

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.64 元
总市值/流通市值	165018/164254 百万元
52 周最高价/最低价	9.87/4.61 元
近 3 个月日均成交额	1186.92 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) - 重要项目建成投产，未来 5 年铜产量有望迈向百万吨》——2024-04-02
- 《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

2024H1 公司归母净利润同比增长 670%。2024 年上半年公司实现营收 1028 亿元 (+18.6%)，归母净利润 54.2 亿元 (+670%)，扣非归母净利润 56.3 亿元 (+2457%)，经营性净现金流 108 亿元 (+230%)。公司盈利大幅增长除了去年低基数因素，还有今年上半年公司矿产铜量价齐增，铜钴产量实现倍增，其中铜产量 31.38 万吨，同比增长约 101%，钴产量 5.40 万吨，同比增长约 178%。

今年上半年 TFM 矿和 KFM 矿都是满产运行，TFM 矿年化产能 45 万吨铜、伴生 3.7 万吨钴；KFM 矿产能 15 万吨铜，5 万吨钴。其中 TFM 矿成为仅次于 Escondida、Grasberg、Collahuasi、Cerro Verde 的全球第五大铜矿，全球第二大钴矿；KFM 成为全球最大钴矿。TFM 成为非洲首个获铜标志认证 (The Copper Mark) 的矿山，也是全球首个获该标志的中资运营矿山。

表1: 公司主要产品销售情况 (元/吨)

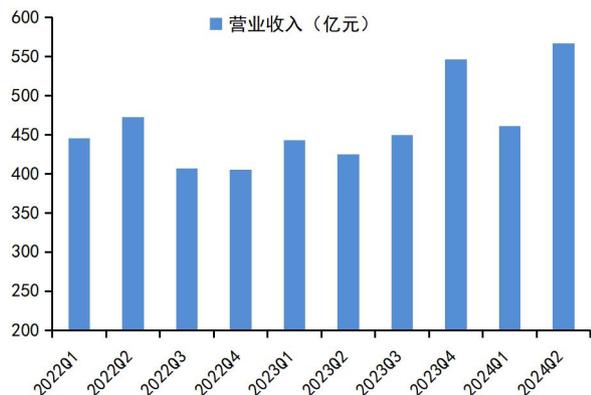
	销量 (吨)	售价	成本	毛利
铜	311,806	64,227	30,599	33,628
钴	50,921	85,263	49,304	35,959
钼	7,185	417,789	276,453	141,336
钨	3,994	220,128	85,475	134,654
铌	5,178	286,885	184,224	102,662
磷	538,932	3,017	2,471	546

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从成本来看，2024H1 公司矿产铜成本 30600 元/吨，比去年 34500 元/吨有明显下降，符合今年上半年全球铜矿山成本下降大趋势，公司铜矿产量大幅增长也摊低了部分固定成本，规模效应显现。2024H1 钴成本 49300 元/吨，比 2023 年成本下降 22850 元/吨。钼、钨、磷的成本比 2023 年上升，其中 2024H1 钨生产成本 85500 元/吨，比 2023 年增加 9500 元/吨。

公司将今年定义为“精益年”，在主力矿山达产后，围绕提质、降本、增效，加强各板块管理，提升盈利能力，主要采取提高采选回收率、选矿药剂优化、尾矿综合回收、优化贸易业务结构等措施。另外，公司加速推进 Nzilolli 水电站项目，保障公司在刚果金的铜矿产能从 60 万吨迈向百万吨的过程中电力保障。

图1: 公司单季度营业收入 (亿元)



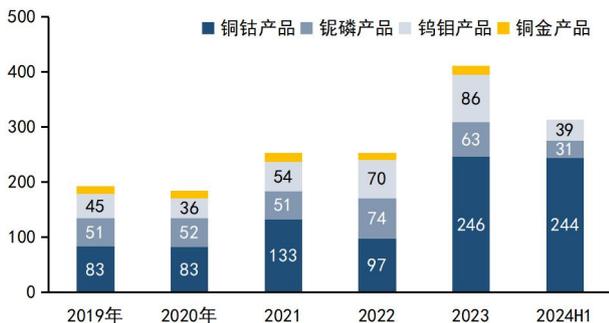
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度归母净利润 (亿元)



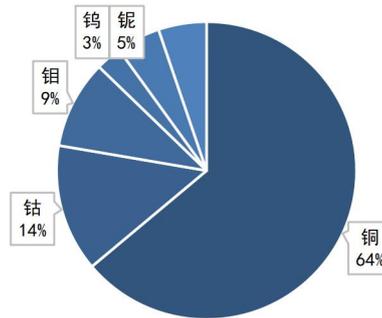
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2024H1 公司矿山板块营业收入构成（亿元）



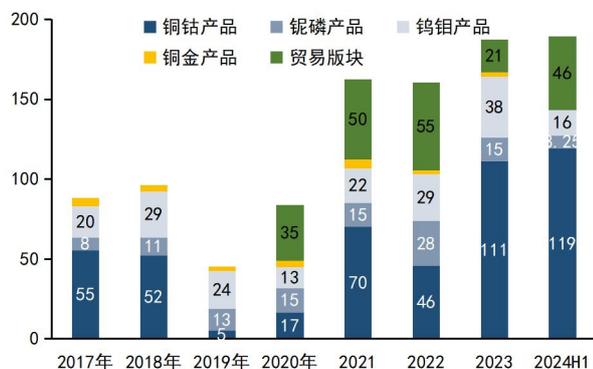
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2024H1 洛阳钼业矿山板块分产品营收构成



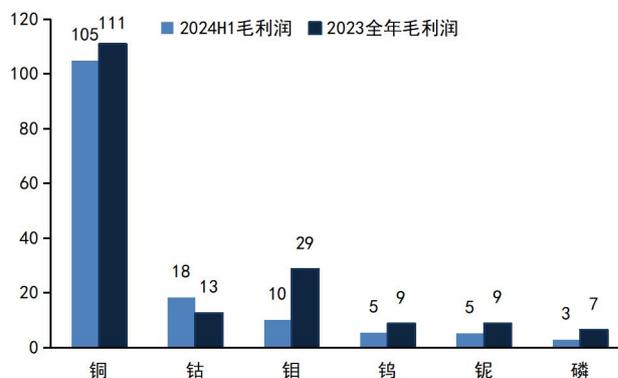
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：2024H1 洛阳钼业毛利润构成（亿元）



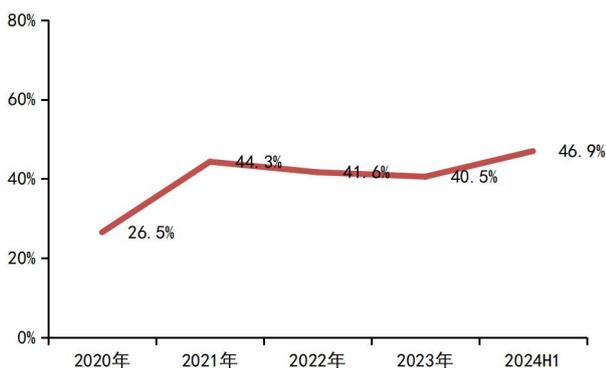
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2024H1 洛阳钼业矿山分产品毛利润构成（亿元）



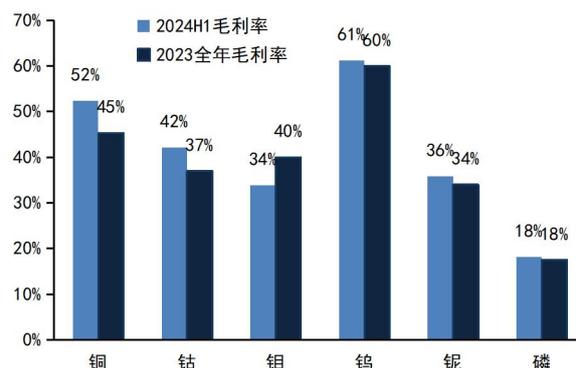
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：洛阳钼业矿山采掘版块毛利率



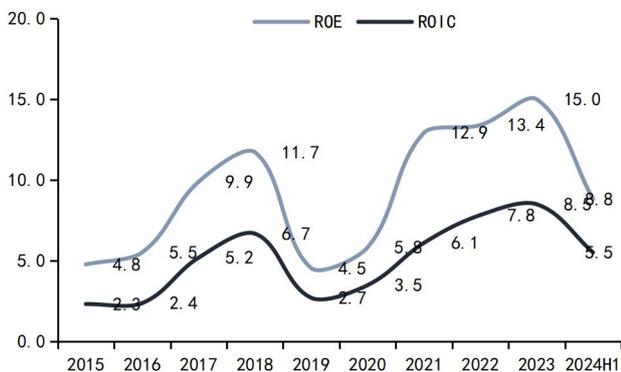
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：洛阳钼业分产品毛利率



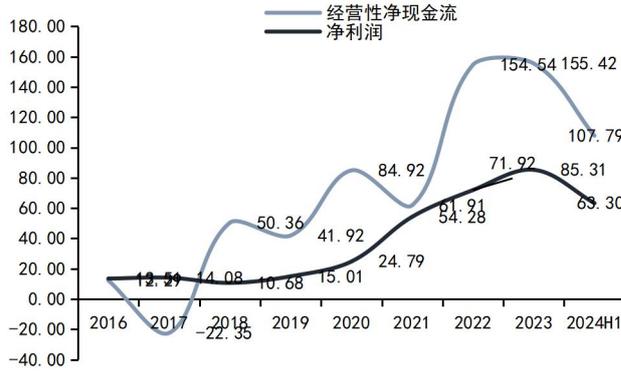
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 洛阳铝业 ROE 和 ROIC



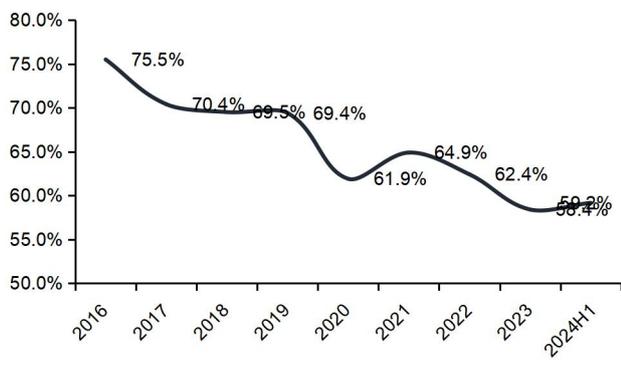
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 洛阳铝业经营性净现金流 (亿元)



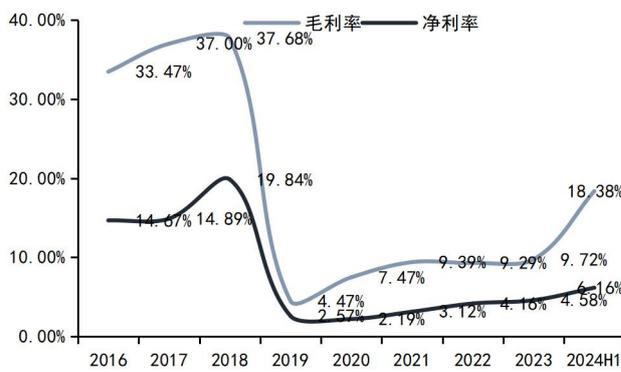
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11: 洛阳铝业资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 洛阳铝业毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司正在为迈向百万吨级铜产量目标积极布局。勘探业务方面, TFM 铜钴矿开展矿区外围找矿和深部地质勘探工作, 均取得显著成果, 主要包括 Big Pumpi 铜钴矿的地质详查; KFM 主要开展深部硫化矿补充勘探及外围地质找矿。目前 TFM 西区开发有序开展前期工作, KFM 二期勘探工作取得进展。

随着铜产量攀升, 公司对铜价具备越来越高的盈利弹性:

表2: 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)				
		8,000	8,500	9,000	9,500	10,000
钴价 (元/吨)	160,000	8,006	9,097	10,187	11,278	12,368
	180,000	8,405	9,496	10,586	11,676	12,767
	200,000	8,804	9,894	10,985	12,075	13,166
	220,000	9,203	10,293	11,384	12,474	13,564
	240,000	9,601	10,692	11,782	12,873	13,963

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

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 9000 美元/吨 (前

值 8800 美元/吨), 钴金属价格维持 21 万元/吨(前值 23 万元/吨)。预计 2024-2026 年归母净利润 111.8/120.1/139.0 亿元(前值 100.77/113.32/115.56 亿元), 同比增速 35.6%/7.3%/15.8%; 摊薄 EPS 分别为 0.52/0.56/0.64, 当前股价对应 PE 分别为 14.8/13.7/11.9X。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“优于大市”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	31898	42129	51751	营业收入	172991	186269	249136	252743	261051
应收款项	5199	5108	6340	6432	6643	营业成本	156926	168158	211511	213361	217351
存货净额	32255	31430	39391	39603	40308	营业税金及附加	1235	3084	4093	4250	4631
其他流动资产	9586	7016	9965	10110	10442	销售费用	97	155	199	202	209
流动资产合计	85682	83648	96971	107651	118522	管理费用	1791	2387	2990	3033	3133
固定资产	41715	46225	46027	43003	41388	研发费用	389	327	249	253	261
无形资产及其他	19448	22960	22043	21126	20208	财务费用	1808	3004	2990	3033	3133
投资性房地产	16241	17913	17913	17913	17913	投资收益	726	2483	700	700	700
长期股权投资	1934	2229	2529	2829	3129	资产减值及公允价值变动	(1676)	1540	(6000)	(6000)	(6000)
资产总计	165019	172975	185483	192521	201160	其他收入	(294)	(216)	(249)	(253)	(261)
短期借款及交易性金融负债	27013	28724	30000	30000	30000	营业利润	9889	13288	21804	23312	27034
应付款项	3957	4698	5793	5824	5928	营业外净收支	(85)	(80)	0	0	0
其他流动负债	19092	15558	19316	19423	19773	利润总额	9804	13208	21804	23312	27034
流动负债合计	50061	48980	55109	55247	55701	所得税费用	2613	4677	7105	7573	8726
长期借款及应付债券	21125	20768	20768	20768	20768	少数股东损益	1125	281	3514	3733	4410
其他长期负债	31796	31264	31213	31163	31112	归属于母公司净利润	6067	8250	11184	12006	13898
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	107090	107177	107580	净利润	6067	8250	11184	12006	13898
少数股东权益	10339	12422	14179	16045	18250	资产减值准备	5	75	30	(11)	(9)
股东权益	51699	59540	65132	71135	78084	折旧摊销	4337	2695	4168	5035	5624
负债和股东权益总计	165019	172975	185483	192521	201160	公允价值变动损失	1676	(1540)	6000	6000	6000
关键财务与估值指标						财务费用	1808	3004	2990	3033	3133
每股收益	0.28	0.38	0.52	0.56	0.64	营运资本变动	4960	(1435)	(7310)	(372)	(854)
每股红利	0.22	0.31	0.26	0.28	0.32	其它	232	(25)	1727	1877	2214
每股净资产	2.39	2.76	3.02	3.29	3.62	经营活动现金流	17277	8021	15799	24535	26873
ROIC	10%	6%	16%	17%	20%	资本开支	0	(8319)	(10001)	(8001)	(10001)
ROE	12%	14%	17%	17%	18%	其它投资现金流	1696	(3383)	0	0	0
毛利率	9%	10%	15%	16%	17%	投资活动现金流	1012	(11997)	(10301)	(8301)	(10301)
EBIT Margin	7%	7%	12%	13%	14%	权益性融资	2667	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	8%	14%	15%	16%	负债净变化	5365	(207)	0	0	0
收入增长	-1%	8%	34%	1%	3%	支付股利、利息	(4792)	(6762)	(5592)	(6003)	(6949)
净利润增长率	19%	36%	36%	7%	16%	其它融资现金流	(13773)	15984	1276	0	0
资产负债率	69%	66%	65%	63%	62%	融资活动现金流	(9959)	2044	(4316)	(6003)	(6949)
息率	2.9%	4.1%	3.4%	3.6%	4.2%	现金净变动	8330	(1931)	1182	10231	9622
P/E	27.2	20.0	14.8	13.7	11.9	货币资金的期初余额	24318	32648	30716	31898	42129
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	32648	30716	31898	42129	51751
EV/EBITDA	15.9	17.9	7.9	7.4	6.6	企业自由现金流	0	793	7144	18026	18788
						权益自由现金流	0	16570	7339	17021	17947

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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