

# 洛阳钼业 (603993.SH)

主力矿山满产超产，扩产计划稳步推进

优于大市

## 核心观点

**2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 239%**。2024 年前三季度公司实现营收 1548 亿元 (+17.5%)，归母净利润 82.7 亿元 (+238.6%)，扣非归母净利润 85.5 亿元 (+531%)，经营性净现金流 172.8 亿元。2024Q3 公司归母净利润 28.6 亿元 (同比+64.1%，环比-14.6%)，扣非归母净利润 29.3 亿元 (同比+158%，环比-17.2%)。公司盈利大幅增长除了去年低基数因素，还有今年前三季度公司矿产铜量价齐增，其中铜产量增长 57%。2024Q3 单季度公司销售铜矿 15.9 万吨，旗下 TFM 和 KFM 两大主力铜矿山实现了满产超产。

从成本来看，2024Q1-Q3 公司矿产铜成本 31123 元/吨，比上半年成本 30600 元/吨略增，比去年全年 34500 元/吨有明显下降，符合今年以来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。2024Q1-Q3 钴成本 53358 元/吨，比 2024H1 钴成本 49300 元/吨略上升。

**重点工程进展：**公司 TFM 西区和 KFM 二期两大新项目已开展前期勘探，见矿效果良好。刚果（金）Nzilo II 水电站合作协议签约落地，200 兆瓦的发电能力将为公司百万吨级铜产能提供长期稳定的电力保障。

**风险提示：**铜价下跌风险、扩产项目进度延后风险。

**投资建议：**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 年铜现货结算价均为 75000 元/吨，钴金属价格维持 20 万元/吨（前值 21 万元/吨）。预计 2024-2026 年归母净利润 115.04/123.93/146.50 亿元（前值 111.8/120.1/139.0 亿元），同比增速 39.4/7.7/18.2%；摊薄 EPS 分别为 0.53/0.57/0.68，当前股价对应 PE 分别为 14.3/13.3/11.3X。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	249,638	253,300	261,709
(+/-%)	-0.5%	7.7%	34.0%	1.5%	3.3%
净利润(百万元)	6067	8250	11504	12393	14650
(+/-%)	18.8%	36.0%	39.4%	7.7%	18.2%
每股收益(元)	0.28	0.38	0.53	0.57	0.68
EBIT Margin	7.3%	6.5%	12.3%	12.8%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	13.9%	17.6%	17.3%	18.6%
市盈率 (PE)	27.2	20.0	14.3	13.3	11.3
EV/EBITDA	15.9	17.9	7.8	7.2	6.5
市净率 (PB)	3.19	2.77	2.53	2.31	2.09

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	7.66 元
总市值/流通市值	165450/164684 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	1237.28 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) - 主力矿山满产，铜钴量价齐增》——2024-08-27
- 《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

**2024Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 239%**。2024 年前三季度公司实现营收 1548 亿元 (+17.5%)，归母净利润 82.7 亿元 (+238.6%)，扣非归母净利润 85.5 亿元 (+531%)，经营性净现金流 172.8 亿元。2024Q3 公司归母净利润 28.6 亿元 (同比+64.1%，环比-14.6%)，扣非归母净利润 29.3 亿元 (同比+158%，环比-17.2%)。公司盈利大幅增长除了去年低基数因素，还有今年前三季度公司矿产铜量价齐增，其中铜产量增长 57%。2024Q3 单季度公司销售矿铜 15.9 万吨，旗下 TFM 和 KFM 两大主力铜矿山实现了满产超产。

表1: 2024Q1-Q3 公司主要产品销售情况 (元/吨)

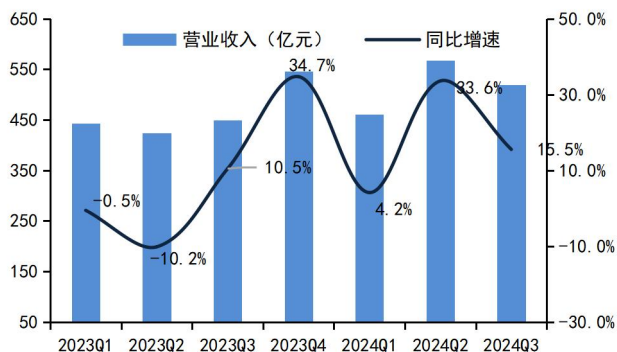
	销量 (吨)	售价	成本	毛利
铜	470,631	65,297	31,123	34,174
钴	79,826	84,009	53,358	30,651
钼	10,802	418,463	274,350	144,113
钨	5,919	221,480	83,241	138,239
铌	7,555	296,201	192,515	103,686
磷	858,250	3,131	2,372	759

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从成本来看，2024Q1-Q3 公司矿产铜成本 31123 元/吨，比上半年成本 30600 元/吨略增，比去年全年 34500 元/吨有明显下降，符合今年以来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。2024Q1-Q3 钴成本 53358 元/吨，比 2024H1 钴成本 49300 元/吨略上升。

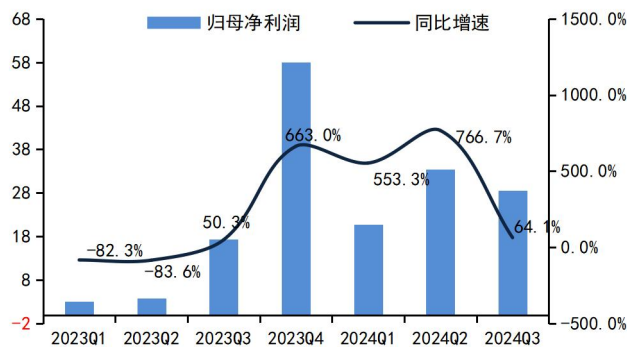
**重点工程进展:** 公司 TFM 西区和 KFM 二期两大新项目已开展前期勘探，见矿效果良好。刚果(金) Nzilo II 水电站合作协议签约落地，200 兆瓦的发电能力将为公司百万吨级铜产能提供长期稳定的电力保障。

图1: 公司单季度营业收入 (亿元)



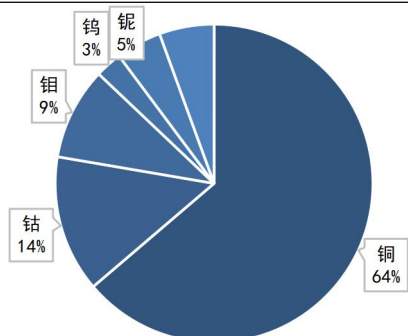
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 2024 前三季公司矿山板块营业收入构成 (亿元)



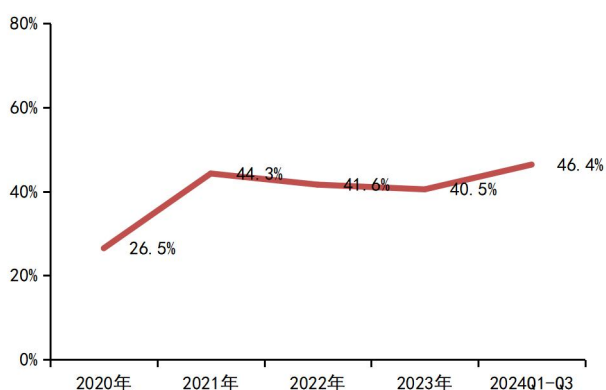
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司矿山板块毛利润构成 (亿元)



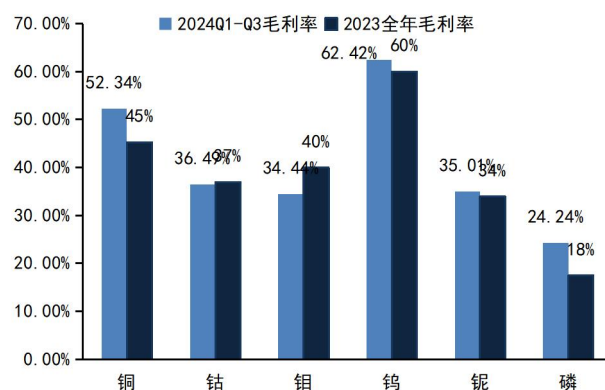
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 洛阳钼业矿山采掘板块毛利率



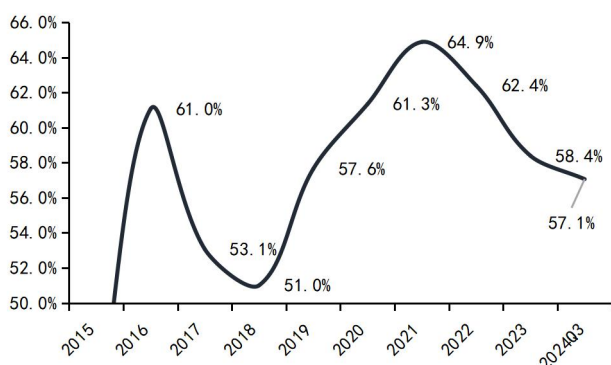
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 洛阳钼业分产品毛利率



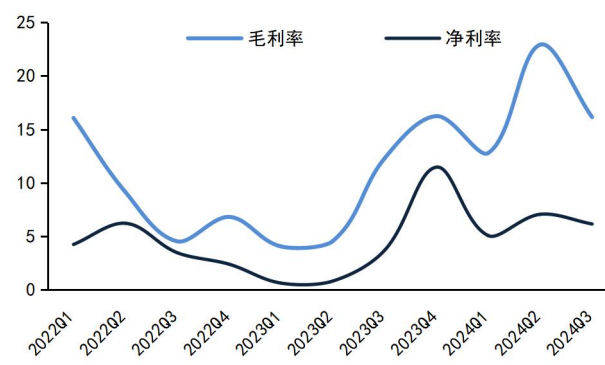
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 洛阳钼业资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 洛阳钼业毛利率和净利率



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 2025 年归母净利润（亿元）

		铜价（元/吨）				
		65,000	70,000	75,000	80,000	85,000
钴价 (元/吨)	160,000	85.3	100.2	115.0	129.9	144.8
	180,000	89.6	104.5	119.4	134.2	149.1
	200,000	93.9	108.8	123.7	138.5	153.4
	220,000	98.3	113.1	128.0	142.9	157.7
	240,000	102.6	117.4	132.3	147.2	162.0

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 年铜现货结算价均为 75000 元/吨，钴金属价格维持 20 万元/吨（前值 21 万元/吨）。预计 2024-2026 年归母净利润 115.04/123.93/146.50 亿元（前值 111.8/120.1/139.0 亿元），同比增速 39.4%/7.7%/18.2%；摊薄 EPS 分别为 0.53/0.57/0.68，当前股价对应 PE 分别为 14.3/13.3/11.3X。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	30000	37865	49802	营业收入	172991	186269	249638	253300	261709
应收款项	5199	5108	7523	7634	7887	营业成本	156926	168158	211341	213191	217121
存货净额	32255	31430	43409	43633	44385	营业税金及附加	1235	3084	4082	4239	4620
其他流动资产	9586	7016	14978	15198	15703	销售费用	97	155	200	203	209
<b>流动资产合计</b>	<b>85682</b>	<b>83648</b>	<b>105288</b>	<b>113707</b>	<b>127155</b>	管理费用	1791	2387	2996	3040	3141
固定资产	41715	46225	46027	44951	43227	研发费用	389	327	250	253	262
无形资产及其他	19448	22960	22043	21126	20208	财务费用	1808	3004	3038	3043	2862
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)
<b>资产总计</b>	<b>165019</b>	<b>172975</b>	<b>193799</b>	<b>200526</b>	<b>211632</b>	其他收入	(294)	(216)	(250)	(253)	(262)
短期借款及交易性金融负债	27013	28724	32546	30000	30000	营业利润	9889	13288	22433	24031	28196
应付款项	3957	4698	5209	5236	5326	营业外净收支	(85)	(80)	0	0	0
其他流动负债	19092	15558	23489	23614	24028	<b>利润总额</b>	<b>9804</b>	<b>13208</b>	<b>22433</b>	<b>24031</b>	<b>28196</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>50061</b>	<b>48980</b>	<b>61243</b>	<b>58850</b>	<b>59355</b>	所得税费用	2613	4677	7309	7793	8993
长期借款及应付债券	21125	20768	20768	20768	20768	少数股东损益	1125	281	3620	3846	4553
其他长期负债	31796	31264	32264	33264	34264	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6067</b>	<b>8250</b>	<b>11504</b>	<b>12393</b>	<b>14650</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>52921</b>	<b>52032</b>	<b>53032</b>	<b>54032</b>	<b>55032</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>102982</b>	<b>101012</b>	<b>114275</b>	<b>112882</b>	<b>114387</b>	净利润	6067	8250	11504	12393	14650
少数股东权益	10339	12422	14232	16155	18432	资产减值准备	5	75	30	(6)	(7)
股东权益	51699	59540	65292	71488	78813	折旧摊销	4337	2695	5086	6000	6650
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>165019</b>	<b>172975</b>	<b>193799</b>	<b>200526</b>	<b>211632</b>	公允价值变动损失	1676	(1540)	6000	6000	6000
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1808	3004	3038	3043	2862
每股收益	0.28	0.38	0.53	0.57	0.68	营运资本变动	4960	(1435)	(12884)	592	(13)
每股红利	0.22	0.31	0.27	0.29	0.34	其它	232	(25)	1780	1929	2284
每股净资产	2.39	2.76	3.02	3.31	3.65	<b>经营活动现金流</b>	<b>17277</b>	<b>8021</b>	<b>11515</b>	<b>26908</b>	<b>29563</b>
ROIC	10%	6%	17%	17%	20%	资本开支	0	(8319)	(10001)	(10001)	(10001)
ROE	12%	14%	18%	17%	19%	其它投资现金流	1696	(3383)	0	0	0
毛利率	9%	10%	15%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1012</b>	<b>(11997)</b>	<b>(10301)</b>	<b>(10301)</b>	<b>(10301)</b>
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)	(5752)	(6196)	(7325)
净利润增长率	19%	36%	39%	8%	18%	其它融资现金流	(13773)	15984	3821	(2546)	0
资产负债率	69%	66%	66%	64%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9959)</b>	<b>2044</b>	<b>(1931)</b>	<b>(8742)</b>	<b>(7325)</b>
股息率	2.9%	4.1%	3.5%	3.8%	4.4%	<b>现金净变动</b>	<b>8330</b>	<b>(1931)</b>	<b>(716)</b>	<b>7865</b>	<b>11937</b>
P/E	27.2	20.0	14.3	13.3	11.3	货币资金的期初余额	24318	32648	30716	30000	37865
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	32648	30716	30000	37865	49802
EV/EBITDA	15.9	17.9	7.8	7.2	6.5	企业自由现金流	0	793	2937	18457	21390
						权益自由现金流	0	16570	4712	13856	19442

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