

洛阳钼业 (603993)

证券研究报告
2024年11月10日

国际化矿业巨头，铜钴放量盈利弹性显现

洛阳钼业：根植中国、布局全球的国际化资源公司。公司以钼钨起家，上市后于海外先后并购巴西铌磷业务、TFM &KFM 铜钴矿等优质资源和 IXM 金属贸易平台，已实现从国内钼钨龙头到世界矿业巨头的跨越。目前公司拥有多元化、全球化、世界级的资产组合，已成为全球领先的铜（23年产量接近全球前十）、钼、钨、铌生产商，第一大钴生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前列。2024年，公司开启国际化 2.0 新征程，未来五年计划完成“三步走”战略的第二步——“上台阶”产能倍增，持续打造全球一流矿业公司。

铜价中枢有望持续上移，钴市静待筑底反转。1) 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移。供给端，铜矿资本开支下行&资源贫乏塑造供应硬约束，冶炼端将受原料紧缺制约，同时废铜增量有限，多因素作用下铜供给预期偏紧；需求端，传统需求在电网投资托底等作用下展现较强韧性，叠加新兴需求高速增长，中长期铜供需缺口或将逐渐放大。供紧需增格局下，铜价中枢预计将稳步上行。2) 钴：短期疲软，前景强劲。由于刚果(金)&印尼供应持续增长，我们预期短期内钴市仍将供过于求，钴价将保持低迷。中长期看，钴市场供需两旺，动力电池驱动钴需求持续增长，国际钴业协会预计，2023年到2030年钴需求将以11%的CAGR增长，而总供应量的CAGR为6%，从25年之后市场或将转为短缺，有望支撑钴价回升。

TFM&KFM 铜钴矿进入产能集中释放期，盈利增长可期。公司拥有TFM和KFM两大世界级铜钴资源，合计拥有铜资源量3,463.8万吨+钴资源量524.6万吨（截至2023年底）。KFM项目（一期）和TFM铜钴矿混合矿项目分别于23Q2和24Q1达产，公司铜钴产能布局进入收获期，目前实现铜产能60万吨/年+钴产能8.7万吨/年，较扩产前实现翻倍式增长。2024年前三季度，公司铜钴产量再次实现大幅增长，产铜47.6万吨、钴8.5万吨，分别同比增长78.2%和127.4%，均超额完成前三季度目标，钴产量已超额完成全年目标。同时，公司规划未来五年实现铜金属80-100万吨、钴金属9-10万吨，增长目标明确，有望充分受益铜价中枢抬升带来的盈利弹性。

核心优势：逆周期并购成就资源优势，矿贸一体高效协同。凭借逆周期并购的核心能力，公司多次在最佳时机布局世界级矿产资源，成功实现资源扩展，具备多元产品组合和平滑周期波动的能力，并凭借精益管理+先进生产技术将资源优势转化为公司成本优势。此外，作为唯一掌握世界级金属贸易平台的中国矿企，公司“矿贸一体”实现产业链延伸，形成增长合力。我们持续看好洛钼核心竞争力和铜钴板块未来带来的业绩增量。

盈利预测与投资建议：暂不考虑东戈壁钼矿出售收益，我们预计公司24-26年实现归母净利润124.3/144.4/159.0亿元，对应11月8日收盘价PE分别为14.1/12.1/11.0x，参考可比公司，给予24年PE 17x，对应目标股价9.8元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：主要产品价格波动风险；地缘政治及政策风险；汇率风险；安全环保及自然灾害风险；测算具有主观性。

投资评级

行业	有色金属/小金属
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.1元
目标价格	9.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	17,665.77
流通A股股本(百万股)	17,665.77
A股总市值(百万元)	143,092.76
流通A股市值(百万元)	143,092.76
每股净资产(元)	2.92
资产负债率(%)	57.06
一年内最高/最低(元)	9.87/4.61

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	liuyiting@tfzq.com
陈凯丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060001	chenkaili@tfzq.com
吴亚宁	联系人
wuyaning@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	172,990.86	186,268.97	201,788.29	210,584.15	222,897.21
增长率(%)	(0.50)	7.68	8.33	4.36	5.85
EBITDA(百万元)	16,459.36	19,484.15	27,815.38	31,742.49	34,733.14
归属母公司净利润(百万元)	6,066.95	8,249.71	12,427.01	14,439.98	15,896.14
增长率(%)	18.82	35.98	50.64	16.20	10.08
EPS(元/股)	0.28	0.38	0.58	0.67	0.74
市盈率(P/E)	28.84	21.21	14.08	12.12	11.01
市净率(P/B)	3.38	2.94	2.62	2.29	2.03
市销率(P/S)	1.01	0.94	0.87	0.83	0.78
EV/EBITDA	1.44	1.38	1.37	1.00	0.84

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 洛阳钼业：快速成长的国际化矿业巨头	5
1.1. 发展历程：钼钨起家，海外并购实现跨越式发展	5
1.2. 股权结构：鸿商集团控股，宁德时代成为二股东赋能远期成长.....	6
1.3. 财务分析：贸易助推营收攀升，铜钴贡献盈利主力	7
2. 铜价中枢有望持续上移，钴市静待筑底反转	9
2.1. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移	9
2.1.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限	9
2.1.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长.....	13
2.1.3. 供需平衡：供紧需增，预计铜价中枢将稳步上行	17
2.2. 钴：短期疲软，前景强劲	18
2.2.1. 供给：稳步增长，刚果金&印尼为供给端主要驱动力	18
2.2.2. 需求：动力电池驱动钴需求持续增长	20
2.2.3. 供需平衡：短期持续过剩，中长期有望转向结构性紧缺.....	22
3. 铜钴为主，多元业务协同发展	23
3.1. 铜钴：TFM&KFM 产能进入集中释放期，盈利增长可期	24
3.2. 铌磷：稳中有进，预计中短期增量有限	25
3.3. 钼钨：传统业务，盈利能力稳步提升.....	27
4. 核心竞争力：逆周期并购成就资源优势，矿贸一体高效协同	29
4.1. 优势一：逆周期并购，低成本开发	29
4.2. 优势二：“矿贸一体”实现产业链延伸	30
5. 盈利预测与投资建议	31
5.1. 盈利预测明细	31
5.2. 投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司全球业务分布.....	6
图 3：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）	6
图 4：公司营收稳步上升.....	7
图 5：公司归母净利润保持高速增长.....	7
图 6：矿产贸易成为公司主要营收来源（亿元）	8
图 7：铜钴业务贡献公司主要毛利（亿元）	8
图 8：公司综合毛利率稳步改善	8
图 9：公司期间费用率近年有所抬升.....	8
图 10：公司盈利及股价表现与铜钴价格走势高度相关	9

图 11: 铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期	10
图 12: 铜价通常领先于铜企资本开支	10
图 13: 铜矿产量跟随铜企资本支出	10
图 14: 近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显 (美分/磅)	10
图 15: 国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行 (美元/千吨)	11
图 16: 24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨 (美元/吨)	11
图 17: 2024Q2 国内再生铜供应量明显增加	12
图 18: 2024Q3 再生铜进口增幅放缓	13
图 19: 2024H1 再生铜进口盈亏持续倒挂 (元/吨)	13
图 20: 2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分	13
图 21: 2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数	13
图 22: 2023 年国内电源及电网投资维持高增长 (%)	13
图 23: 国内电网基本建设投资完成额连续增长 (亿元)	13
图 24: 2024 年中国空调产量保持快速增长 (%)	14
图 25: 2024 年以来中国家电出口持续增长	14
图 26: 2024 前三季度国内传统汽车销量有所下降 (万辆)	14
图 27: 2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积有所下滑	15
图 28: 近年来国内房屋新开工面积下滑明显 (亿平)	15
图 29: 全球新能源用铜保持高增速, 占比明显提升	16
图 30: 全球新能源用铜量预计持续增长 (百万吨)	16
图 31: 2024 年国内新能源车销量维持高增速	16
图 32: 2023 年国内光伏新增装机量增长达 151%	16
图 33: 2023 年国内组件产量增长 89% (GW)	16
图 34: 国内风电新增装机量筑底反弹 (GW)	17
图 35: 2024 年钴价格重心下移 (元/吨)	18
图 36: 近年来全球钴矿产量稳步增长	18
图 37: 刚果 (金) 为全球主要钴供应国	18
图 38: 2023 年刚果 (金) 与印尼贡献主要钴矿增量 (万吨)	19
图 39: 洛钼钴资源量 “遥遥领先” (2021)	19
图 40: 洛钼超越嘉能可成为全球第一大钴供应商 (钴年产量: 万吨)	19
图 41: 全球精炼钴产量稳步增长	20
图 42: 中国为全球最大的钴精炼国	20
图 43: 全球钴需求量持续增长	20
图 44: 动力电池为钴下游最大应用领域	20
图 45: 预计动力电池驱动将钴需求持续增长	20
图 46: 我国三元动力电池产量保持快速增长	21
图 47: 2023 年中国三元材料各型号占比	21
图 48: 钴供需平衡 (千吨)	22
图 49: 2023 年以来公司铜钴板块营收实现大幅增长	24
图 50: 2023 年公司铜钴板块净利润实现大幅修复	24
图 51: 公司铜产量稳步增长, 2023 年大幅跃升	25

图 52: 2023 年公司钴产量增长近 2 倍	25
图 53: 铌铁价格走势 (万元/吨)	26
图 54: 磷酸一铌价格走势 (元/吨)	26
图 55: 2023 年公司铌磷板块营收同比-14.2%	26
图 56: 2023 年公司铌磷板块利润同比-39.7%	26
图 57: 2023 年公司铌产量同比+3.3%	26
图 58: 2023 年公司磷肥产量同比+2.6%	26
图 59: 钼价历史走势 (元/吨度)	27
图 60: 钨价历史走势 (万元/吨)	27
图 61: 近年来公司钼钨板块营收快速增长	28
图 62: 近年来公司钼钨板块毛利快速增长	28
图 63: 2023 年公司钼产量同比+3.4%, 未来 5 年有望翻倍	28
图 64: 2023 年公司钼产量同比+3.3%	28
图 65: A 股上市后公司历史上五次重大并购	29
图 66: IXM 全球业务分布概览	30
图 67: IXM 助力公司做大营收规模	30
图 68: 公司贸易业务营收结构	30
图 69: 23 年公司贸易业务盈利创历史最好水平	30
表 1: 公司业务板块概况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	5
表 2: 2024-2025 年国内仍有大量待投电解铜产能 (万吨)	11
表 3: 中长期铜供需缺口将逐渐放大 (万吨)	17
表 4: 公司拥有多元化、全球化、世界级的矿产资源 (截至 2023 年 12 月 31 日)	23
表 5: 公司矿产资源量&储量汇总 (截至 2023 年 12 月 31 日)	23
表 6: 2023&24 年前三季度公司主要矿产品生产情况	23
表 7: TFM&KFM 项目投资建设情况	24
表 8: 逆势并购助力公司获得世界级矿产资源与独特的产品组合	29
表 9: 公司主营业务预测	31
表 10: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 11 月 8 日收盘)	32

1. 洛阳钼业：快速成长的国际化矿业巨头

1.1. 发展历程：钼钨起家，海外并购实现跨越式发展

根植中国、布局全球的国际化资源公司。洛阳钼业起步于中国河南省一家传统的县属国有老企业，历经 2 次企业改制和短期内多次海外并购后，已成长为全球矿业巨头。具体来看，公司发展历程主要包括以下 3 个发展阶段：

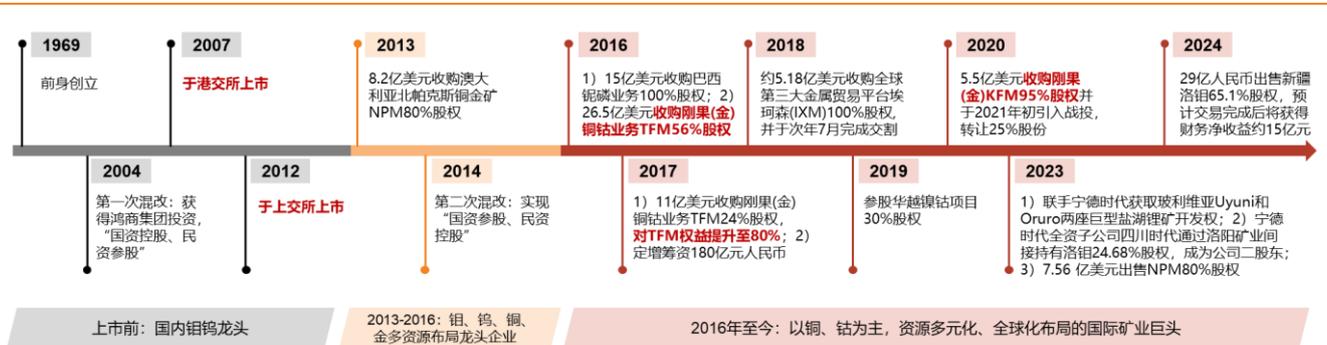
1) 上市前：国内钼钨龙头。公司前身创立于 1969 年，早期以钼钨业务为主，2004 年进行第一次混改，实现“国资控股、民资参股”，2007 年和 2012 年分别于港交所和上交所主板上市。

2) 2013-2016：钼、钨、铜、金多资源布局龙头企业。公司在 2012 年 A 股上市以后，开始积极进行海外资源布局，2013 年完成 NPM 铜金矿 80% 权益的收购（2023 年 12 月已出售），资源端向铜金拓展。2014 年，公司进行第二次混改，实现“国资参股、民资控股”的跨越式发展，鸿商集团成为第一大股东，之后海外并购一路高歌猛进。

3) 2016 年至今：以铜、钴为主，资源多元化、全球化布局的国际矿业巨头。自 2016 年起，公司多次进行融资和并购海外优质资源，先后收购巴西铌磷业务 100% 权益、刚果金铜钴业务 TFM 80% 权益和 KFM 95% 权益（21 年引入战投转让 25% 股份，截至 24H1 间接持股 71.25%），并收购全球第三大金属贸易平台埃珂森 100% 股权，进行矿山产业链延伸。此外，公司紧抓新能源风口，于 2019 年参股华越镍钴项目 30% 股权，并于 2023 年联手宁德时代获取玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 两座巨型盐湖锂矿开发权，实现了新能源金属铜-钴-镍-锂的完整布局。2024 年，公司出售东戈壁钼矿股权，预计交易完成后将获得财务净收益约 15 亿元，公司将更好地聚焦集团发展优先事项。通过多次海外并购，公司已实现从国内钼钨龙头到世界矿业巨头的跨越。

2024 年，公司开启国际化 2.0 新征程，未来五年计划完成“三步走”战略的第二步——“上台阶”产能倍增，持续打造全球一流矿业公司。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司业务板块划分明确，拥有多元化、全球化、世界级的资产组合。2023 年，公司完成澳大利亚铜金矿交割后，矿山采掘加工板块由铜钴、铌磷、钼钨三大业务构成，矿产贸易则主要由子公司 IXM 负责，进行洛钼海外统一销售。地域方面，公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲和欧洲。目前，公司已成为全球领先的铜、钼、钨、铌生产商，第一大钴生产商，亦是巴西领先的磷肥生产商，同时公司基本金属贸易业务位居全球前列。

表 1：公司业务板块概况（截至 2024 年 6 月 30 日）

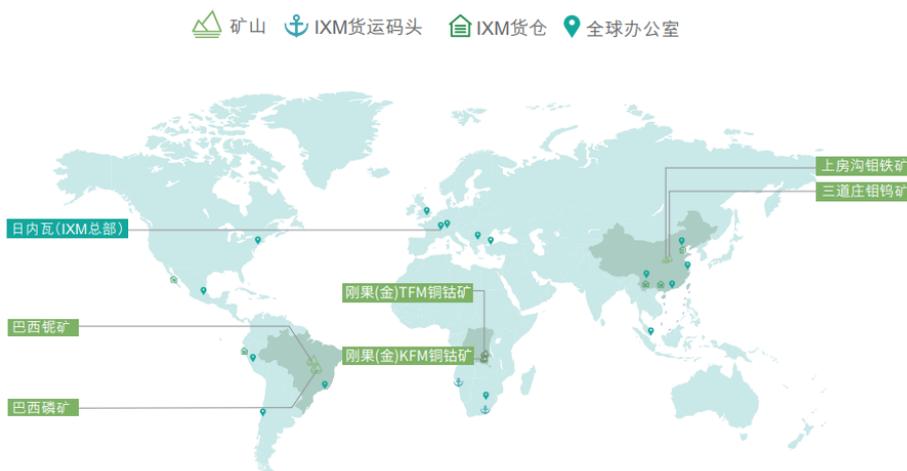
业务板块	细分板块	主要资源	主要产品
矿山采掘加工	刚果（金）铜钴	TFM 铜钴矿和 KFM 铜钴矿（2023 年底 NPM 铜金矿已出售）	阴极铜、氢氧化钴
	巴西铌磷	CIL 磷矿和 NML 铌矿	磷肥、动物饲料补充剂
	中国钼钨	三道庄钼钨矿和上房沟钼矿区	钼铁、仲钨酸铵、钨精矿

(2024 年东戈壁铝矿已出售)

矿产贸易 矿物金属贸易&精炼金属贸易

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司全球业务分布



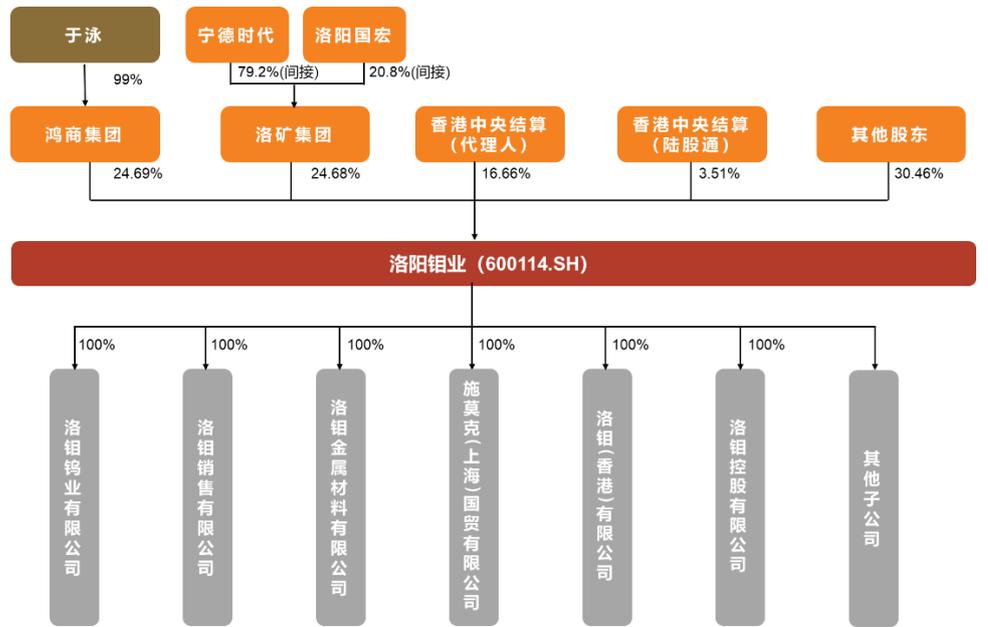
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构：鸿商集团控股，宁德时代成为二股东赋能远期成长

股权结构清晰，两大主要股东实力雄厚。截至 24Q3，公司控股股东鸿商集团持股 24.69%，于泳先生为公司实控人。自 2014 年公司经历第二次混改后，实现“国资参股、民营控股”的跨越，鸿商集团成为控股股东，公司步入海外并购的快速成长之路。2023 年，在公司联手宁德时代获取玻利维亚两座盐湖开发权合作基础上，宁德时代子公司四川时代新能源通过洛阳矿业间接持有公司 24.68% 股权，成为公司二股东，截至 24Q3 持股比例不变。引入宁德时代后，鸿商集团继续发挥战略布局与文化引领作用，宁德时代提供市场与行业资源，两大主要股东“1+1>2”的协同效应有望保障公司长期稳定发展。

员工持股彰显信心。公司于 2021 年 5 月公告 2021 年第一期员工持股计划，该计划回购公司 4851 万股股份，约占公司当时总股本的 0.22%，回购价范围 3.96-4.00 元/股，支付金额为 1.94 亿元（含交易费用），并以 2 元/股的价格授予总裁、董事长等 5 名核心高级管理团队。股权根据业绩目标考核结果分三年分配至持有人，每期分配比例分别为 30%/30%/40%。公司层面盈利能力考核目标，以 2020 年业绩为基数，2021-2023 年每年净资产收益率 CAGR 不低于 12%。员工持股计划 2021/2022 年考核目标均已达成，对应权益分配期权益已分配完毕。我们测算，2020-2023 年 ROE 的 CAGR 为 37%，2023 年考核目标也已达成。公司通过员工持股计划强化了核心高管的主人翁意识，同时从侧面彰显管理层对公司未来长期发展的信心。

图 3：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）

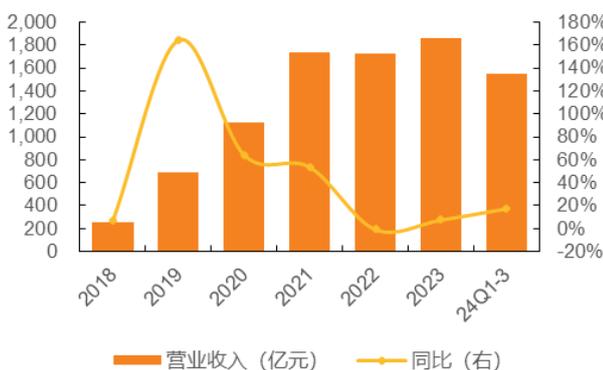


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 财务分析：贸易助推营收攀升，铜钴贡献盈利主力

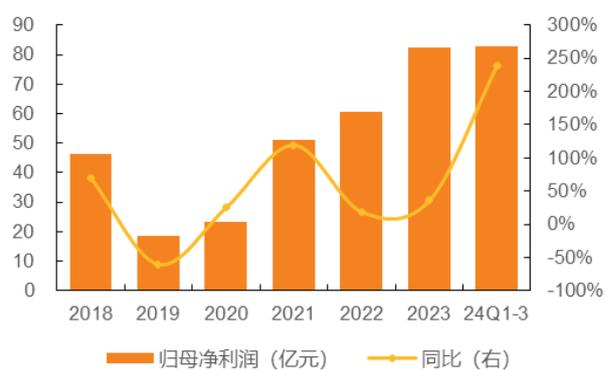
营收稳步上升，业绩保持高速增长。通过多次海外并购，并受益多元化资产组合和金属价格上涨，近年来公司营收和业绩均实现大幅增长。自 2019 年完成 IXM 收购，公司营收规模迈上新台阶。而后 2020-2021 年受益铜钴价格上涨，营收和业绩持续快速增长，2022 年受铜销量下滑影响，公司营收小幅下滑，但归母净利润受益于钼、钨、铌、磷价格上涨，同比+19%。2023 年公司铜、钴产销量大增，实现营收 1862.7 亿元，同比+7.7%，实现归母净利润 82.5 亿元，同比+36%，营收与归母净利润双双创下历史新高。2024 年前三季度，受益铜产品“量价齐升”，公司实现营收 1547.5 亿元，同比+17.5%；实现归母净利润 82.7 亿元，同比+238.6%，实现跨越式增长。随着 T 矿和 K 矿双双达产，公司铜钴产能进入集中释放期，同时受益铜价中枢抬升带来的盈利弹性，我们认为公司业绩高增有望持续。

图 4：公司营收稳步上升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5：公司归母净利润保持高速增长

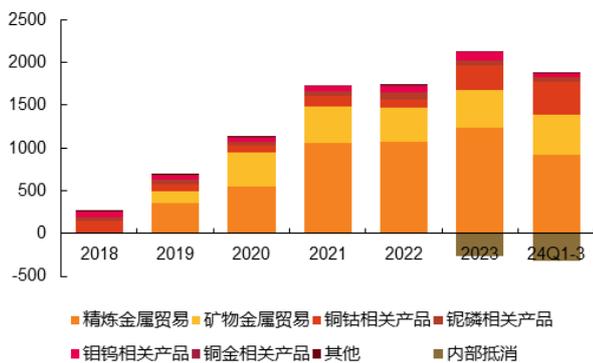


资料来源: Wind, 天风证券研究所

“矿山采掘加工+矿产贸易”双轮驱动营收增长，铜钴业务贡献主要利润。通过多次海外并购，公司逐步实现业务多元化。营收结构方面，自 2019 年完成 IXM 收购，矿产贸易即成为公司主要收入来源，2020-2022 年占比维持在 85%左右，2023 年和 24 年前三季度占比约为 79%/74% (内部抵消前)；而 2020-2022 年铜钴营收占比维持在 6%-8%之间，2023 和 24 年前三季度进一步上升至 13%/20% (内部抵消前)。**毛利结构方面**，2023 年矿产贸易/矿山采掘加工分别贡献 10%/90%毛利 (内部抵消前)，矿山采掘加工内部铜钴/钼钨/铌磷分别占比 62%/19%/8%，铜钴业务成为盈利贡献生力军，主要源自公司产能扩张，T 矿和 K 矿

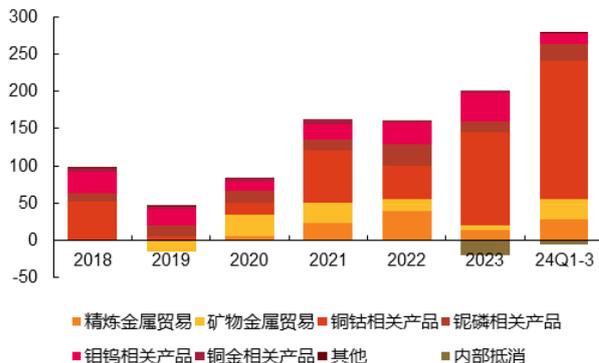
陆续爬产放量。24 年前三季度矿产贸易盈利能力提升明显，矿产贸易/矿山采掘加工毛利占比分别为 20%/80%（内部抵消前）。

图 6：矿产贸易成为公司主要营收来源（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

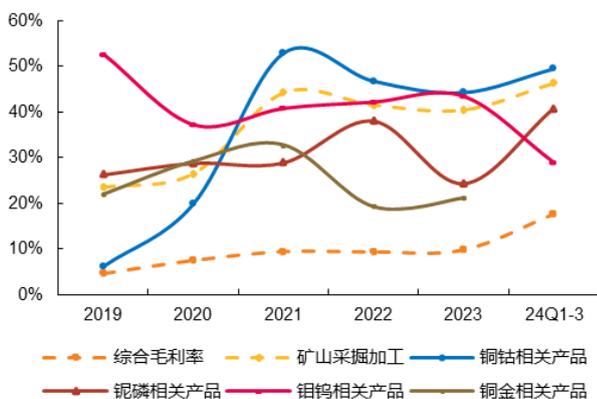
图 7：铜钴业务贡献公司主要毛利（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

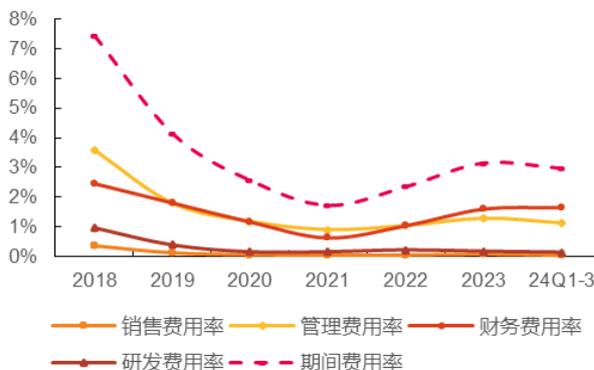
综合毛利率处于上行通道，费用率近年有所抬升但仍相对平稳。公司矿山业务毛利率较高，毛利占比提升带动综合毛利率持续改善，2023 年公司综合毛利率 9.7%，同比+0.4pcts，矿山业务综合毛利率 40.5%，铜钴/钨磷/钼钨/铜金产品毛利率分别为 44.3%/24.4%/43.6%/21.2%，伴随铜价中枢抬升和公司铜钴放量，叠加贸易业务盈利改善，24 年前三季度公司综合毛利率大幅提升至 16.1%，铜钴板块毛利率提升至 49.5%。费用率方面，2018-2021 年，得益于精益管理，公司期间费用率显著下降，2022 年以来，由于利息支出和管理费用增加，费用率有所抬升，2023 年公司期间费用率为 3.2%，同比+0.8pcts，24 年前三季度期间费用率小幅回落至 3.0%。

图 8：公司综合毛利率稳步改善



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 9：公司期间费用率近年有所抬升

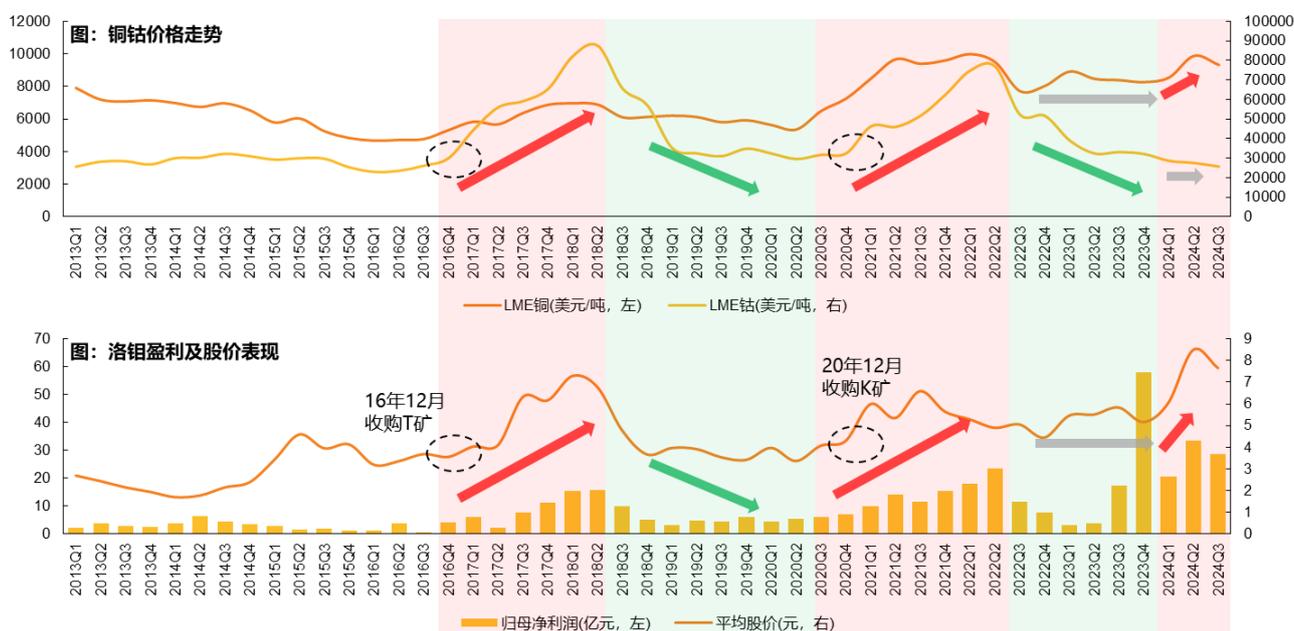


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 铜价中枢有望持续上移，钴市静待筑底反转

通过历史复盘，我们发现自 2016 年 12 月收购 TFM 股权之后，洛钼股价表现及盈利与铜钴价格高度相关，24 年以来主要受铜价支撑：2017 年-2018Q1，在新能源车需求拉动下，钴价节节攀升，公司股价迎来快速上涨；2018Q2-2020Q2，公司股价随钴价大幅下跌；2020Q3-2022Q1，新能源车销量大增，叠加全球流动性宽松，钴铜价格大幅上升，期间公司收购 K 矿，股价再次大涨，并抢跑钴价下跌；2022Q2-2023 年，铜钴走势分化，伴随钴矿放量和新能源车增速放缓，钴价大幅下跌，铜价则维持震荡（Q4 业绩大增主要由于出售 NPM 铜金矿的投资收益），期间公司股价震荡为主，略微上行；2024 年以来，降息预期渐起，基本上铜精矿供应持续偏紧，金融属性和工业属性共振，铜价大幅上涨，公司股价随之大涨。我们认为在前期资本开支不足和资源贫化的条件下，铜精矿供应端硬约束已塑造，中长期铜价中枢有望稳步上行，或对公司盈利和股价形成有效支撑。

图 10：公司盈利及股价表现与铜钴价格走势高度相关



资料来源：Wind，Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

2.1. 铜：供需偏紧，铜价中枢有望持续上移

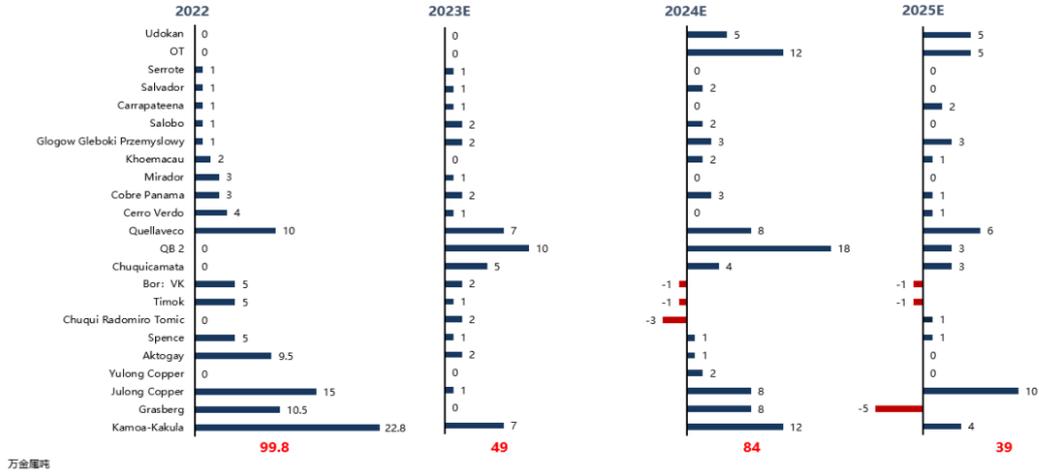
铜需求悲观预期或已提前演绎，铜价年内下行空间或有限。今年 3 月以来，铜价持续攀升，而后伴随宏观衰退预期反复和铜消费压力，铜价自 5 月底开始显著回落，9 月份，随着美联储降息预期升温 and 落地、宏观情绪回暖，叠加金九银十需求旺季预期，铜价大幅反弹，10 月以来，美国经济数据好坏不一，叠加传统消费淡季渐趋临近，铜价震荡下跌。回归基本面，供给端，铜矿资本开支下行&资源贫化塑造供应硬约束，近年来成本曲线不断抬升（2023 年平均 C1 成本达 4592 美元/吨，较 2020 年上升 42%），冶炼端将受原料紧缺制约，同时废铜增量有限，对铜供给补充不足，多因素作用下铜供给预期偏紧。需求端，我们认为前期回落的铜价或已消化相对悲观的需求预期，下游消费在铜价回调的带动下有望增长；中长期维度，传统需求在电网投资托底等作用下韧性仍存，叠加新兴需求高速增长，铜需求有望持续提升。

2.1.1. 供给：矿端干扰增加制约产出，冶炼及废铜增长受限

➢ 矿端：短期扰动事件频发制约产出，中期资本开支限制供给

矿端干扰事件频发导致铜精矿产量增量受限。24 年全球铜矿增量预计主要来自 Udokan、OT 矿、泰克资源 QB 矿 2 期等项目，据 SMM，矿企计划内的产量增量约 84 万吨。由于抗议和政治纷争问题，第一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿自 23 年 11 月开始停产，英美资源也由于运营挫折将 24 年产量削减约 20 万吨，矿端干扰对全球铜矿增量造成影响。

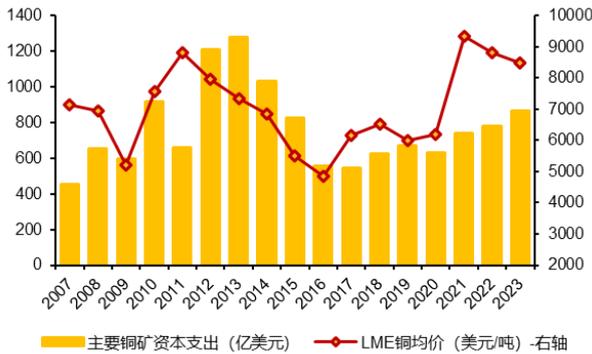
图 11：铜矿端干扰事件频发将会导致实际产量增量不及年初预期



资料来源：SMM，天风证券研究所

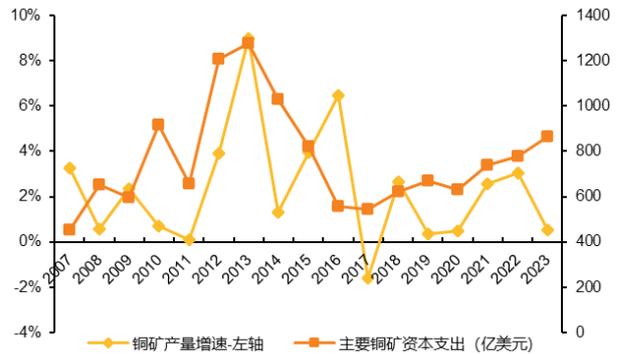
高铜价对资本开支刺激作用减弱，低资本开支限制中期铜矿供给。铜矿资本开支与铜价相关性高，2013 年后铜价降低后资本开支低迷，使得后续铜矿产量增速下滑。2021 年虽然铜价上涨，但铜矿资本开支水平较上轮高点仍有明显差异，我们认为主要是由于全球铜矿成本抬升，同样的价格对资本开支的刺激力度减弱，中长期看限制了铜矿未来供给。

图 12：铜价通常领先于铜企资本开支



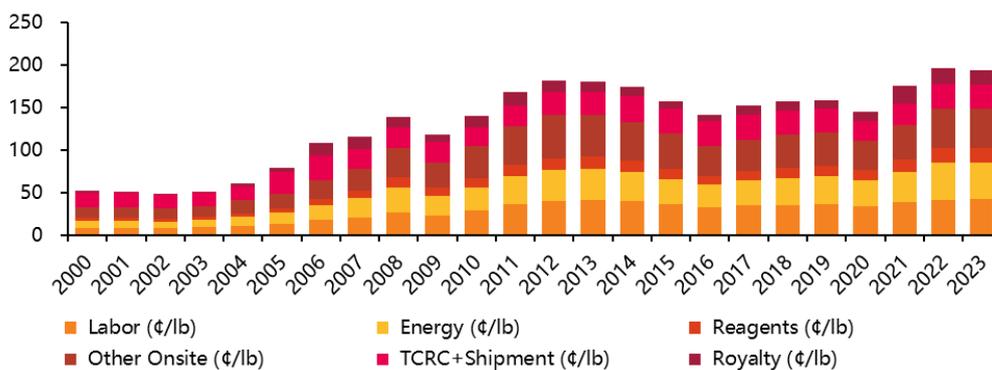
资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 13：铜矿产量跟随铜企资本支出



资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

图 14：近几年全球铜矿成本攀升趋势较为明显（美分/磅）



资料来源：标普，天风证券研究所

➤ 精炼铜：加工费快速下滑，制约精铜产出

矿端紧张通过大幅下行的加工费传导至冶炼端。2024-2025 年国内有大量冶炼产能待投，偏紧的矿端预期叠加冶炼产能的宽松带来 TC/RC 大幅下行。24 年 3 月 13 日中国有色金属工业协会召开的铜冶炼企业座谈会中，与会企业就调整冶炼生产节奏达成一致，将压减生产负荷、新建产能推迟投运，此外国家也将提高新建铜冶炼项目准入门槛。冶炼端的收紧预计将对精炼铜产量形成制约。

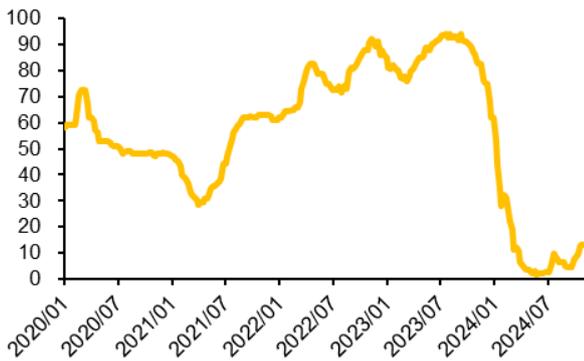
表 2：2024-2025 年国内仍有大量待投电解铜产能（万吨）

公司名称	新增精炼产能	新增后精炼总产能	投产时间
A	10	35	2025
B	20	20	2024
C	40	70	2024
D	5	10	2024
E	7	10	2024
F	5	15	2024
G	15	15	2025
H	12.5	12.5	2025
I	30	55	2025
J	40	100	2025
K	30	30	2026
L	50	50	2026
M	30	70	待定
N	20	35	待定
O	60	60	待定
合计		577.5	

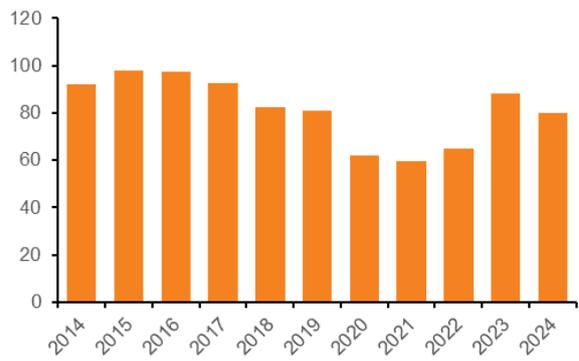
资料来源：SMM，天风证券研究所

图 15：国内铜冶炼厂现货 TC 大幅下行（美元/千吨）

图 16：24 年铜冶炼厂 TC 长单敲定在 80 美元/吨（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所



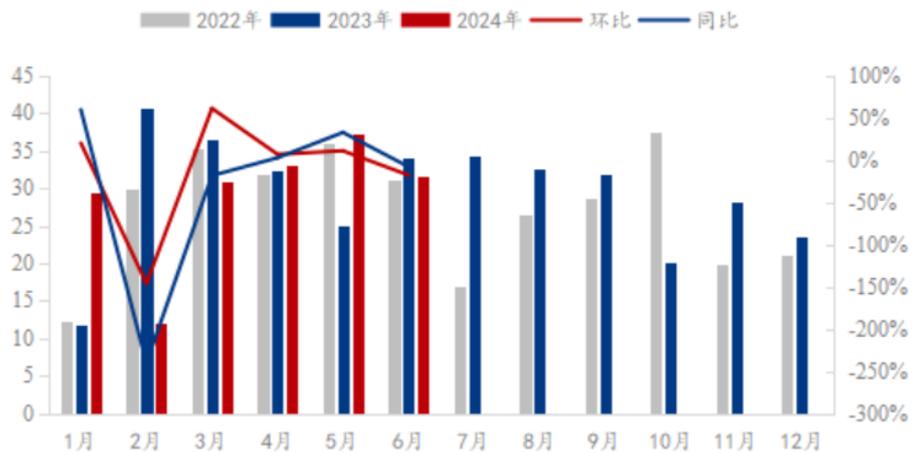
资料来源：SMM，天风证券研究所

➤ **废铜：预计下半年供应增速放缓**

矿端增量相对有限，再生原料形成补充。据 ICSG，2023 年全球电解铜产量 2712 万吨，同比+5.7%，增量 147 万吨。其中再生精炼铜产量 454 万吨，占比 17%，增量 42 万吨。由于矿端增量相对有限，再生铜对铜供应起到一定补充。

2024 年上半年国内再生铜供应量小幅下降，二季度伴随铜价拉涨大幅放量。据 Mysteel 样本调研显示，2024Q1 国内再生铜供应量为 72.2 万吨，同比-18.9%；Q2 为 102.1 万吨，同比+11.65%。Q1 铜价先震荡后上涨，一季度初市场参与者看涨预期逐渐增强，下游订单表现欠佳，导致市场再生铜供应量没有明显的放量，加之受去年高基数的影响使得今年 Q1 再生铜供应量出现明显下降。而 Q2 供应放量后收紧，主要是因为铜价的拉涨使得持货商现货库存盈利扩大，频繁出售前期低价货源获利离场，市场甚至出现超卖情况，再生铜供应逐渐宽松，而后铜价高位回落，下游消费难达预期，厂内新料及报废拆解旧料有所减少，导致市场供应逐渐回归到紧缺状态。

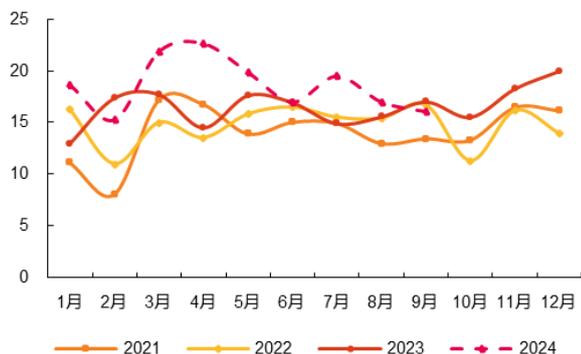
图 17：2024Q2 国内再生铜供应量明显增加



资料来源：钢联，天风证券研究所

供需两旺，2024 年上半年再生铜进口量超预期增长，但进口盈亏持续倒挂，往后看或挫伤进口贸易商的贸易积极性。从进口端来看，2024 年上半年再生铜累计进口量为 115.09 万吨，同比+18.4%，除 2 月、6 月外均出现比较明显的增幅，4 月份再生铜进口量达到近 5 年单月新高。**为何上半年再生铜进口超预期增长？我们认为主要由于两个原因：**其一，由于铜精矿原料供应紧张问题发酵，国内不少大型国企瞄准海外再生铜货源，在亏损背景下，其再生铜进口积极性不减。其二，国内外市场对再生铜的需求均呈上升趋势，特别是在国内，再生铜市场供需缺口持续扩大，旺盛的需求推动再生铜进口量增加。另一方面，上半年再生铜进口量虽大幅增加，但进口盈亏长时间处于倒挂状态，最高倒挂近 5000 元/吨，使得国内的进口再生铜现货流通性较差，整体倒挂持续时间相较于往年更长，严重压缩进口贸易企业的利润空间。

图 18：2024 Q3 再生铜进口增幅放缓



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 19：2024 H1 再生铜进口盈亏持续倒挂（元/吨）



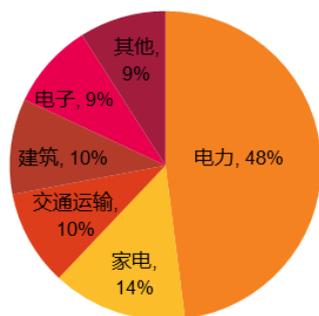
资料来源：钢联，天风证券研究所

预计 2024 下半年再生铜供应增速将放缓。2024 年上半年，铜精矿供应格局偏紧，再生铜进口量大幅增加对矿端原料形成有效补充。展望后市，随着“以旧换新”政策的逐步实施，我们预计下半年国内再生铜的供应量将会有所增加，而再生铜进口成本倒挂的情况仍未改善，预计下半年再生铜的进口增速将会放缓（自 8 月以来已开始兑现）。

2.1.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

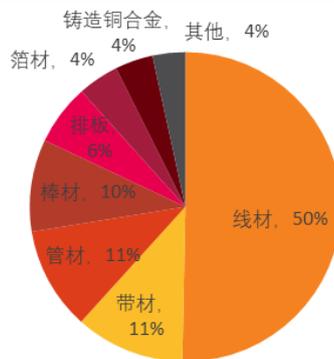
电力为国内铜主要应用领域。从终端消费领域来看，电力为主要消费领域，2022 年需求占比达到 48%，家电占比 14%，交通运输/建筑/电子分别占比 9%-10%。按品种分类，铜加工材以线材为主，2023 年产量占比 50%左右；带材/管材/棒材分别占 10%-11%；排板/箔材/铸造合金分别占 4%-6%。

图 20：2022 年铜加工市场下游需求结构中电力占主要部分



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 21：2023 年铜加工材分品种产量中线材占半数



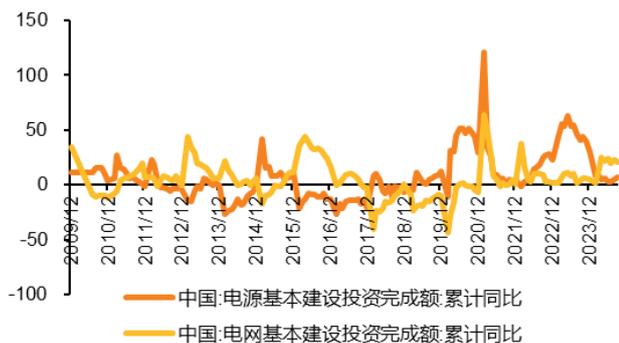
资料来源：中国有色金属加工工业协会，天风证券研究所

➢ 传统需求：电网投资托底用铜需求，建筑地产领域仍有支撑

电力是国内铜下游第一大应用领域，电网投资对铜需求形成托底。电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，以电线电缆用铜最多。2023 年国家电网基本建设投资完成额 5275 亿元，同比+5.3%，2024 年前三季度完成额达 3982 亿元，同比+21.1%，实现大幅增长。十四五期间电网投资将维持高位，对铜需求形成托底作用。

图 22：2023 年国内电源及电网投资维持高增长（%）

图 23：国内电网基本建设投资完成额持续增长（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

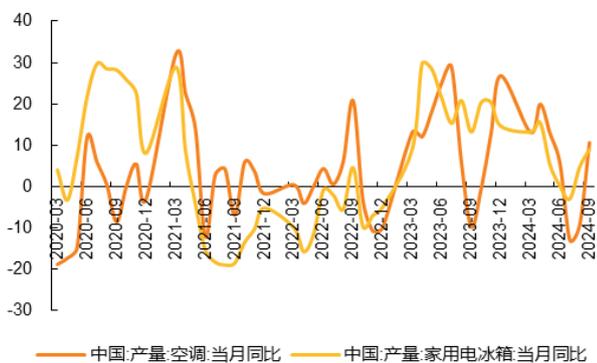


资料来源: Wind, 天风证券研究所

新一轮“以旧换新”+出口景气共振，2024年家电需求有望持续复苏，提振铜需求。2024年以来，家电行业**以旧换新政策频出**：2月23日，中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新；3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；4月12日，商务部等14部门又联合发布了《推动消费品以旧换新行动方案》，目标到2027年，全国废旧家电回收量将比2023年增长30%。**出口方面**，2024年以来中国家电出口金额持续增长，5月出口金额达90.1亿美元，创单月新高，我们认为海外补库存以及需求修复或将带动出口进一步增长。家电板块中空调铜消耗量占约80%，为主要耗铜领域。2024年前三季度，中国空调产量2.10亿台，同比+8.0%；中国电冰箱产量7742万台，同比+7.5%，均保持较高增速。**我们认为以旧换新政策与出口表现优异共振，家电行业有望持续复苏，拉动铜需求增长。**

图 24：2024 年中国空调产量保持快速增长 (%)

图 25：2024 年以来中国家电出口持续增长

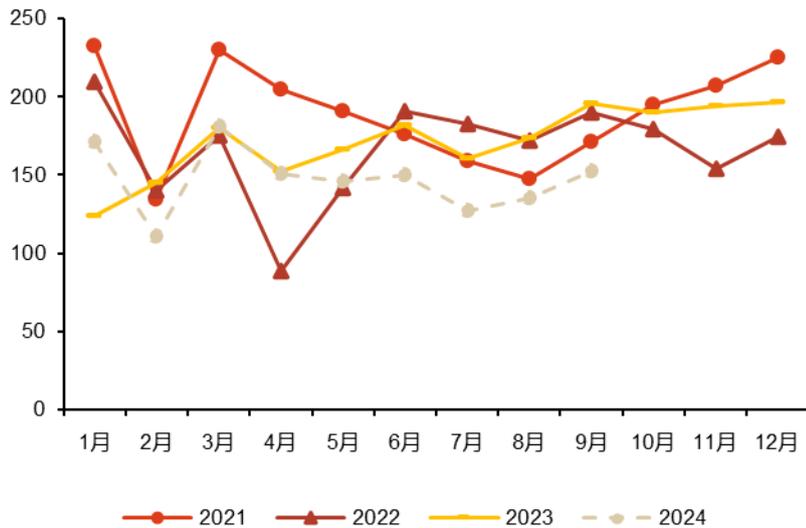


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

交运领域铜耗增速下降，传统汽车增长空间有限。交通运输为铜第三大下游应用领域，汽车零件为领域内用铜主力。2023年下半年，在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求逐步释放，我国汽车产销保持恢复态势，环比持续增长。2023全年，国内传统汽车销量2060万辆，同比+3.1%。2024年前三季度，国内传统汽车销量1325万辆，同比-10.4%。十三五以来交通运输行业领域整体年均铜消费增速约为1.9%，较十二五期间下降约3.5pct，年均增速变化呈稳中有降趋势。同时由于新能源车对传统汽车的替代，预计未来传统车产量增长空间有限。

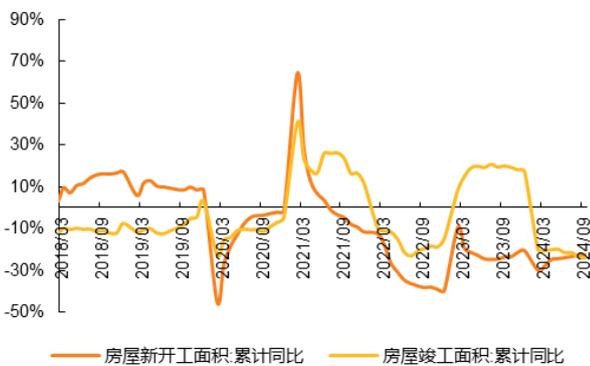
图 26：2024 前三季度国内传统汽车销量有所下降 (万辆)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

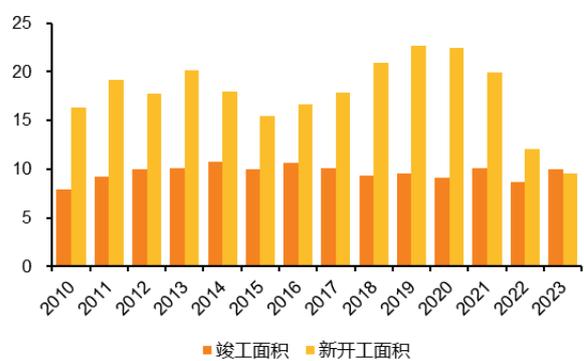
地产疲弱拖累建筑用铜，利好政策下短期韧性仍存。建筑领域中铜消费以电线电缆为主体，占建筑用铜的70%以上。近年国内房屋新开工面积下滑，对建筑用铜造成一定拖累。2022年7月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。2023年，国内竣工面积9.98亿平，同比+15.8%止跌回升。2024年前三季度，国内房屋新开工/竣工面积同比均有所下滑。中长期看，铜消费面临新旧动能转换，预计建筑用铜量仍将下行，短期看，在“保交楼”等稳楼市政策的推动下，预计建筑用铜将存在一定支撑。

图 27：2024 年以来国内房屋新开工/竣工面积有所下滑



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28：近年来国内房屋新开工面积下滑明显（亿平）



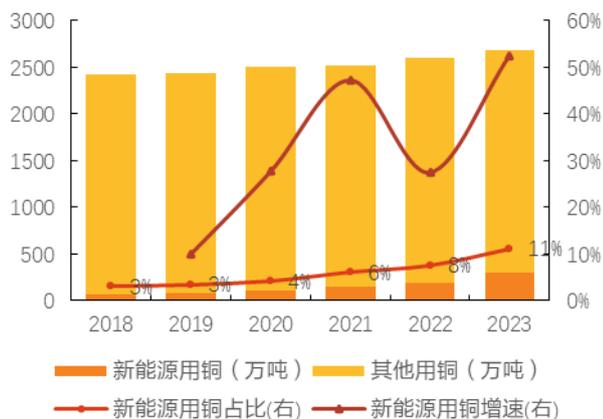
资料来源: Wind, 天风证券研究所

➤ **新兴需求：占比持续提升，平滑传统需求周期性波动**

新能源用铜量保持高增速，成为全球铜消费增长主力。新能源消费主要集中于新能源车、风电和光伏，据我们测算，2023年全球新能源用铜量达298万吨，2018-2023年5年CAGR为25%，新能源用铜占比从3%提升至11%。中长期来看，在“双碳”背景下的新能源行业转型趋势中，新能源领域铜需求量有望持续增长，成为铜消费的重要支撑，根据紫金矿业与CRU预测数据，至2030年全球总铜需求量将达到约3000万吨，新能源用铜将占全球总用铜量的25%。

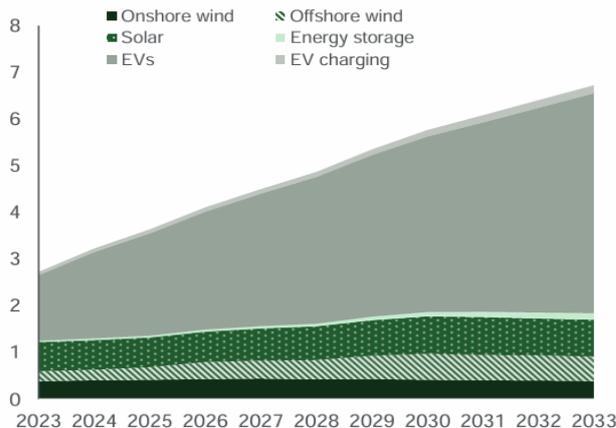
其他潜力场景：AI算力有望成为铜需求新动能。24年3月，英伟达在GTC大会上发布了GB200芯片架构，以及以GB200为核心的NVL72全新网络架构，架构使用约5000根铜缆（共计2英里）进行交换机和GPU之间的连接。高速铜缆正逐渐为高速传输场景提供更多更优的解决方案，AI算力时代下数据中心用铜量有望显著增长。此外，随着科技的不断进步和新材料技术的开发，铜的应用场景有望进一步扩展，拉动铜消费量上行。

图 29：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升



资料来源：Wind，矿业界公众号等，天风证券研究所

图 30：全球新能源用铜量预计持续增长（百万吨）

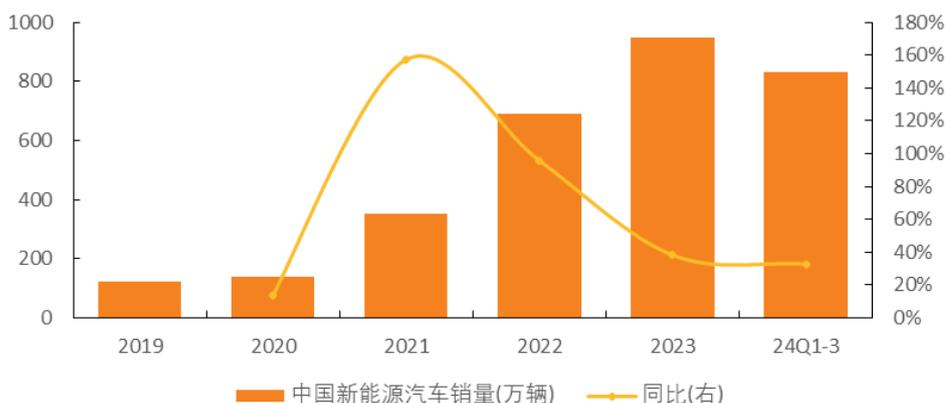


资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

国内方面，据我们测算，2024 年国内新能源用铜量有望达 200 万吨，占国内铜总需求量的 13.4%。

新能源车单车用铜量较高，产销高景气有效补充铜需求。新能源车用铜量高于传统汽车，电机内部大量使用电阻及铜圈，连接器、锂电铜箔和线束成为用铜增量来源，充电桩也成为助推铜需求增长的重要领域。据国际铜业协会和 IDTechEx，纯电动乘用车平均单车用铜量约为 83 千克，达传统燃油车的 3-4 倍。2023 年，在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，国内新能源汽车销量 944.8 万辆，同比+37.5%；2024 年前三季度，国内新能源汽车销量达 832 万辆，同比+32.5%，行业维持了较高的景气度。据有色金属工业网预测，假设 2024 年国内新能源汽车销量为 1100 万辆，则新能源汽车用铜量将达到 91 万吨，占铜需求比重约 6.1%。

图 31：2024 年国内新能源车销量维持高增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2023 年在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，全年国内光伏新增装机 216GW，同比+151%；光伏组件产量 523GW，同比+89%。2024 年前三季度，国内光伏新增装机容量 163.4GW，同比+27%，在高基数的基础上仍保持较快增速。光伏装机高速增长将使铜需求快速增长，据有色金属工业网预测，2024 年国内光伏新增装机容量为 210GW，用铜量或将达 84 万吨，约占国内铜总需求量的 5.6%。

图 32：2023 年国内光伏新增装机容量增长达 151%

图 33：2023 年国内组件产量增长 89% (GW)



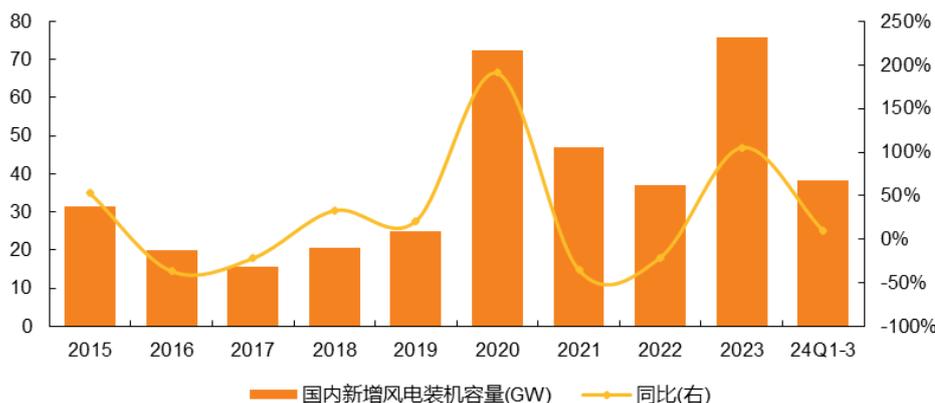
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 钢联, 天风证券研究所

2023 年, 风电增长筑底反弹, 新增装机容量 75.7GW, 同比+101%。2024 年前三季度, 国内风电新增装机容量 38.2GW, 同比+10%。十四五为风电发展的关键时期, 随着大基地项目加快建设, 风电新增装机有望保持快速增长。按 2024 年国内新增风电装机容量 75GW, 陆上风电和海上风电新增装机分别为 65GW 和 10GW 测算, 预计风电新增装机用铜量将达到 25 万吨左右, 占国内铜需求比重约 1.7%。

图 34: 国内风电新增装机容量筑底反弹 (GW)



资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

2.1.3. 供需平衡: 供紧需增, 预计铜价中枢将稳步上行

基本面看, 供应端短期矿端干扰事件频发导致产出不及预期, 中长期低资本开支限制矿端供给, 虽然冶炼端新投产能较多, 但考虑到急速下滑的加工费以及原料端原生矿以及废铜增量有限, 预计电解铜产出受限。而需求端全球传统需求预计有修复预期, 此外新能源需求有望在未来几年持续提供增量。供紧需增背景叠加当前全球铜库存水平位于历史低位, 我们预计中长期铜价中枢将稳步上行。

表 3: 中长期铜供需缺口将逐渐放大 (万吨)

	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2026f	2027f	2028f
	Year							
Mined output	2,127	2,202	2,240	2,312	2,458	2,519	2,575	2,650
Change YOY (%)	2.6	3.6	1.7	3.2	6.3	2.5	2.2	2.9
Smelter output	1,907	1,909	1,988	2,089	2,237	2,332	2,394	2,435
Change YOY (%)	2.5	0.1	4.1	5.1	7.1	4.2	2.7	1.7
Refined output	2,463	2,497	2,600	2,692	2,834	2,917	2,964	3,012
Change YOY (%)	3.1	1.3	4.2	3.5	5.3	2.9	1.6	1.6
Refined use	2,482	2,530	2,603	2,674	2,773	2,867	2,962	3,053
Change YOY (%)	5.8	1.9	2.9	2.7	3.7	3.4	3.3	3.1

Refined balance	-19	-33	-2	18	61	50	2	-40
-----------------	-----	-----	----	----	----	----	---	-----

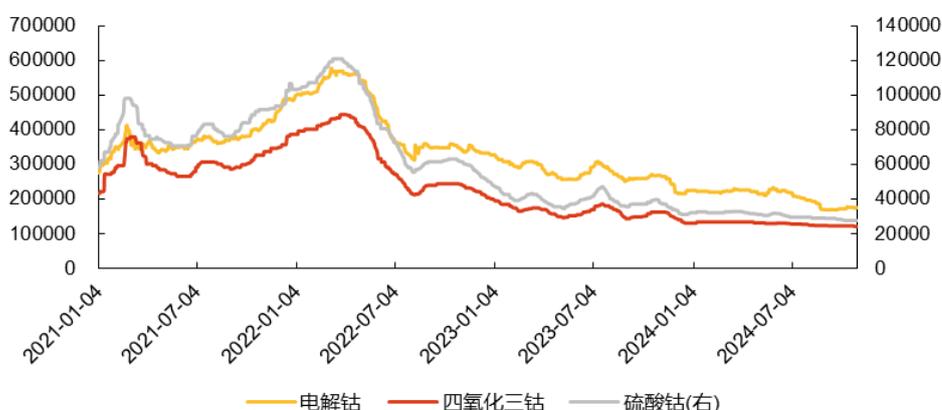
资料来源：标普，天风证券研究所

2.2. 钴：短期疲软，前景强劲

2024 年，伴随印尼铜镍矿增量释放，原料过剩凸显，国际钴价下行，加之我国三元电池市场份额逐月下滑，在海外新能源汽车市场持续低迷的情况下，三元电池出口也出现下滑，价格震荡下行。截止 10 月底，硫酸钴价格下跌至 2.75 万元/吨，电解钴和四氧化三钴分别跌至 17.5 万元/吨和 11.9 万元/吨。11-12 月，面临需求转弱供应增长的压力，预计钴价保持弱势运行。

回归基本面，由于刚果(金)&印尼供应持续增长，我们预期短期内钴市仍将供过于求，钴价将保持低迷。中长期看，钴市场供需两旺，国际钴业协会预计，2023 年到 2030 年需求将以 11% 的 CAGR 增长，而总供应量的 CAGR 为 6%，从 25 年之后市场或将转为短缺，有望支撑钴价回升。

图 35：2024 年钴价格重心下移（元/吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

2.2.1. 供给：稳步增长，刚果金&印尼为供给端主要驱动力

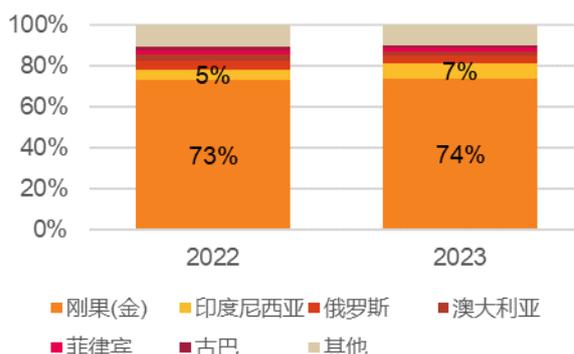
➢ 矿端：产量稳步增长，印尼镍钴矿贡献边际增量

全球钴矿产量稳步增长，刚果（金）产量占比超七成。根据 USGS 数据，2020-2023 年，全球钴矿产量从 14.2 万吨增长至 23 万吨，3 年 CAGR 高达 17.4%。国别分布来看，刚果（金）为最主要的来源，多年来地位稳固，2023 年钴矿产量达 17 万吨，全球份额 74%；印度尼西亚钴产量持续上升，在 2022 年一跃成为第二大钴生产国，2023 年地位进一步巩固，钴矿产量达 1.7 万吨，同比增长 86%（+0.79 万吨），全球份额提升至 7%。

图 36：近年来全球钴矿产量稳步增长



图 37：刚果（金）为全球主要钴供应国

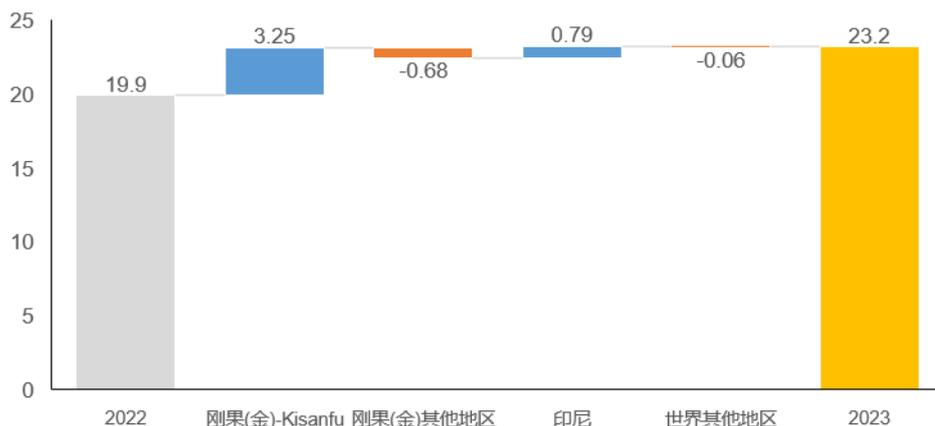


资料来源：Wind，USGS，天风证券研究所

资料来源：Wind，USGS，天风证券研究所

刚果（金）与印尼贡献主要钴矿增量，印尼有望成为全球钴矿新增长极。2023年，全球钴矿产量首次超过20万吨，达到23万吨，同比增长17%（+3.3万吨）。**从具体的增项来看：**1）刚果（金）依旧是最主要的来源，同比+2.6万吨/年，主要得益于洛阳钼业KFM项目投产并达产，超出市场预期，全年产量达3.39万吨；2）印尼钴供应量迅猛增长，同比+0.79万吨，展望未来，印尼多个HPAL（高压酸浸）项目正在筹备中，MPH（氢氧化镍钴）增量空间广阔，印尼全球钴产量份额有望持续快速增长。**减项来看：**1）欧亚资源Boss项目因尾矿库溃坝事故于2023年5月暂停运营，截至2024年4月仍处于停产状态；2）ASM（手工和小规模采矿）产量摆动效应趋于平缓，在2023年持续减少。

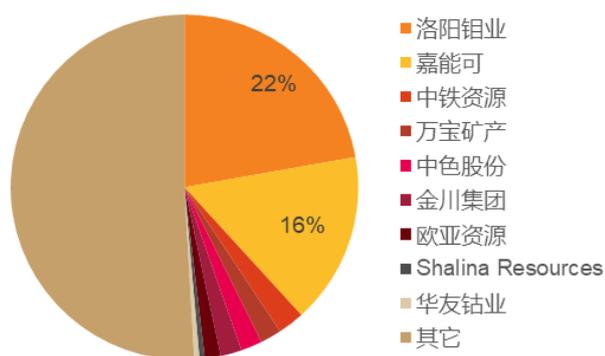
图 38：2023 年刚果（金）与印尼贡献主要钴矿增量（万吨）



资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所 注：洛阳钼业公告披露2023年K矿全年产量3.39万吨

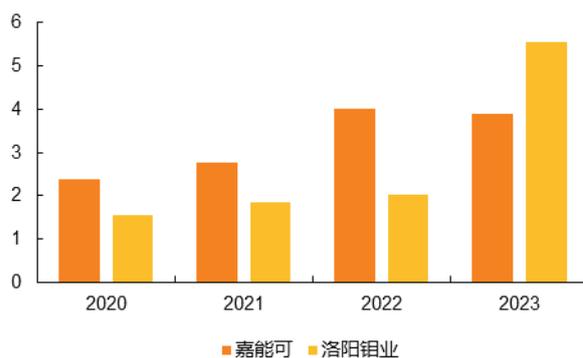
洛钼超越嘉能可成为全球第一大钴供应商。企业方面，嘉能可多年来一直是全球最大的钴生产商，但在2023年被洛钼成功超越，洛钼成为全球最大的钴生产商。2023年洛钼钴产量达5.55万吨，同比+3.52万吨，钴开采份额已增加至全球近四分之一（24%），嘉能可钴产量则从2022年的4.02万吨下降至2023年的3.88万吨，全球份额下滑至18%。资源量来看，2021年洛钼及嘉能可资源量分别占全球的22%/16%，遥遥领先其他企业。

图 39：洛钼钴资源量“遥遥领先”（2021）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 40：洛钼超越嘉能可成为全球第一大钴供应商（钴年产量：万吨）



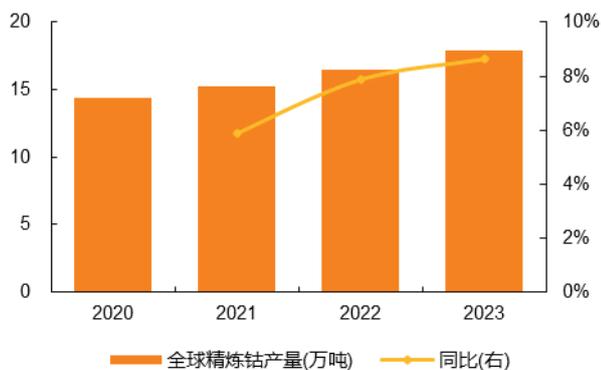
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

价格低迷，但产量削减有限。总体来看，自2022年4月以来，钴价持续下跌，导致一些项目放缓或调整生产（例如嘉能可正在囤积更多的钴），但实际并没有出现大规模的行业停产。我们认为主要由于钴多为铜/镍伴生，产量“被动”提升。以刚果金铜钴矿为例，铜是大多数刚果金矿区主要收入来源，钴作为副产品，并不是开采商运营或决策的首要考虑因素，尤其是在钴价低迷的时候；印尼方面，作为镍的副产品，印尼钴矿产量持续上升，我们预计未来印尼绝大部分钴供应增长都将来自MHP。

➢ **冶炼端：中国是全球最大的钴精炼国**

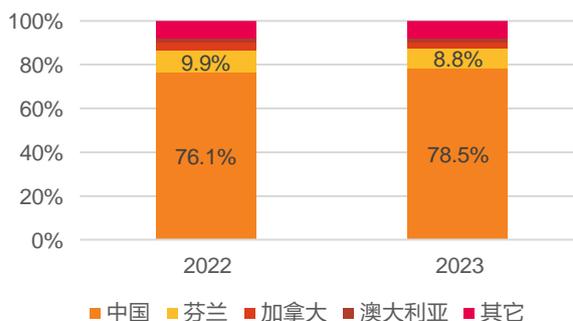
近年来全球精炼钴产量伴随钴矿产量稳步增长，2023 年全球精炼钴产量达 17.9 万吨，同比增长 9% (+1.4 万吨)。国别分布来看，中国是最大的钴精炼国，2023 年精炼钴产量 14 万吨，全球份额增至 78%。芬兰和加拿大是第二和第三大钴精炼国，分别占全球产量的 9% 和 3%。产品结构方面，2023 年钴化学品约占全球精炼产量的 72%，金属产品占 28%；精炼钴增量（1.4 万吨）主要来自化学品与粉末，分别增长 8000 吨和 5300 吨，钴金属精炼增量不到 1000 吨。

图 41：全球精炼钴产量稳步增长



资料来源：国际钴业协会，中国有色金属报公众号，天风证券研究所

图 42：中国为全球最大的钴精炼国

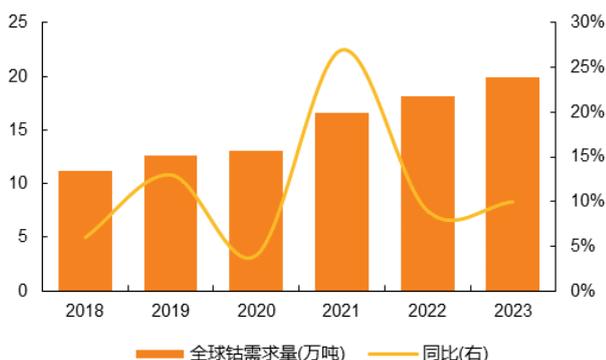


资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所

2.2.2. 需求：动力电池驱动钴需求持续增长

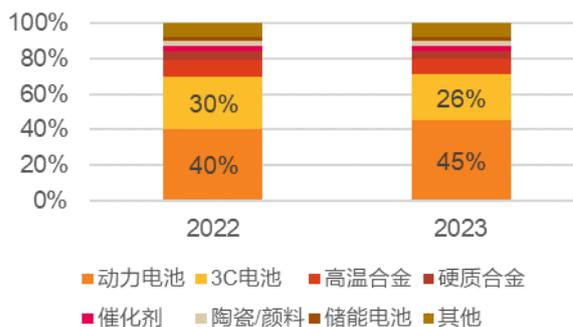
电池需求合计约占钴市场的四分之三（73%），动力电池为钴下游最大应用领域。2023 年全球钴需求量 19.9 万吨，同比+10%，2018-2023 五年 CAGR 达 12%，市场规模保持快速增长。需求结构方面，2023 年电池需求合计达 14.5 万吨，同比+13%，占钴市场的 73%。具体来看，动力电池占 45% 的市场需求份额，达 9 万吨，同比+23%；第二大行业 3C 电池（钴酸锂）占总需求的 26%，需求量为 5.2 万吨。

图 43：全球钴需求量持续增长



资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所

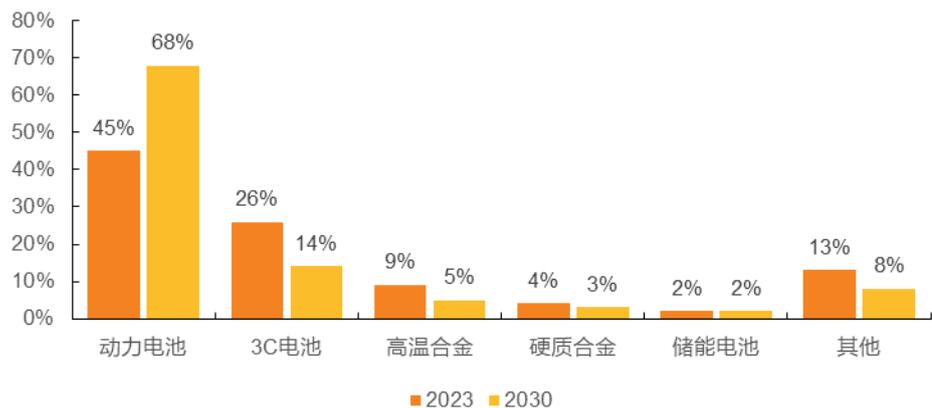
图 44：动力电池为钴下游最大应用领域



资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所

预计动力电池驱动将钴需求持续增长，2030 年钴需求总量有望超 40 万吨。国际钴业协会预计 2024 年钴需求将同比增长 14%，动力电池为钴需求增长的最大驱动力，预计年均将增长 25%，占市场总增长量的 81%；伴随消费电子复苏，3C 电池将进一步推动 11% 的钴需求增长。中期看，国际钴业协会预计 2030 年钴需求将在 2023 年的基础上实现翻倍式增长，需求总量超 40 万吨，主要的增长动力来自于动力电池，2030 年动力电池需求份额将达 68%，较 2023 年+23pcts。

图 45：预计动力电池驱动将钴需求持续增长



资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所

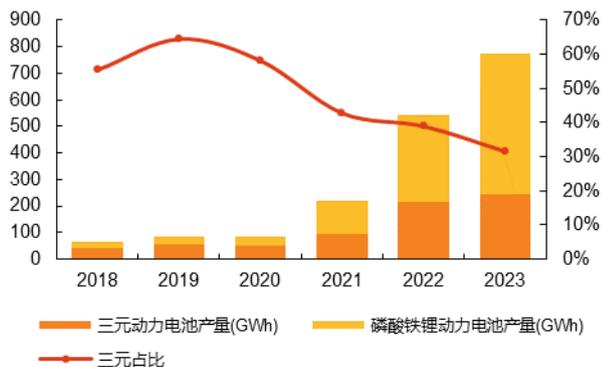
我国三元动力电池产量保持快速增长，同时高镍化趋势明显。动力电池领域，钴主要应用于三元电池，决定其稳定性与安全性。近年来我国三元电池产量保持快速增长趋势，2018-2023年，三元电池产量从39GWh增长至245GWh，五年CAGR达44.3%。但由于磷酸铁锂电芯成本优势凸显，不断挤压三元电芯份额，三元占比从2018年的56%下降至2023年的31%。内部结构来看，三元电池高镍化趋势明显，中国高镍三元材料已占据半壁江山，2023年渗透率达49%。

在国内三元电池份额下降和高镍低钴化的趋势下，钴需求驱动力是否会减弱？我们预计电池领域仍将拉动钴需求持续快速增长，主要由于以下两个原因：

1) **国内三元电池产量仍将快速增长，海外含钴电池依然占据主导。**国内方面，尽管三元材料受磷酸铁锂挤压市场份额，但三元电池增长趋势不减。据ACMI预测，2026年动力电池出货量将达1300GWh，其中三元动力电池的出货量将达418GWh，占比32.2%。**海外方面**，NCM一直受到生产更高性能、更长续航里程EV的OEM厂商们青睐，在欧洲和北美尤为明显，此外NCA也是国外材料厂商的关注重点。**综上**，尽管磷酸铁锂势头强劲，但钴仍然是主要电池正极的重要组成部分，国际钴业协会预计，含钴正极在正极总需求中的份额预计仍将保持一半以上（电池全口径），支撑钴需求的持续增长。

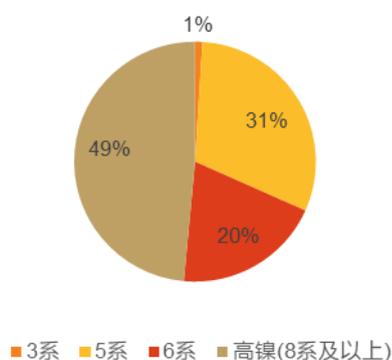
2) **高镍电池进程渐缓或将利好钴需求。**近年来，高镍低钴电池成为NCM趋势，但在乘用车领域，向811等化学品的转变较预期缓慢。一方面，钴是安全和稳定的关键，出于安全诉求，一些中国OEM已将高镍NCM撤出市场，重新转向中镍NCM/LFP。另一方面，钴价下跌减弱成本压力，促使电池厂商继续生产中镍三元材料。综合来看，高镍趋势导致钴需求边际下降，但由于安全诉求和钴价下滑，去钴趋势或将持续放缓，进一步支持钴需求。

图 46：我国三元动力电池产量保持快速增长



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 47：2023 年中国三元材料各型号占比

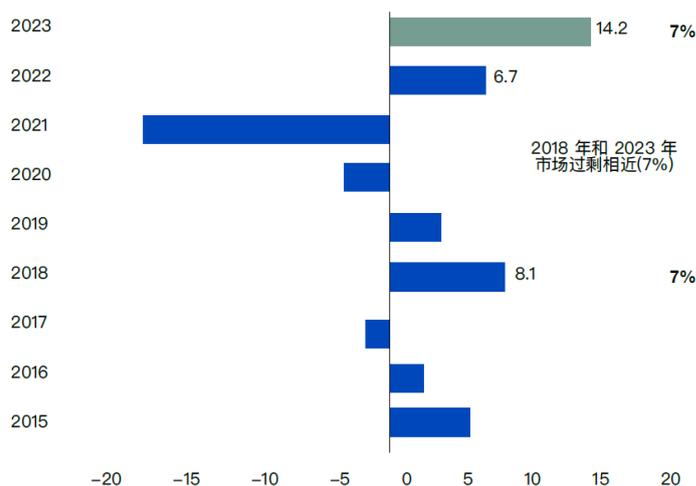


资料来源：鑫椏资讯，储能前沿公众号，天风证券研究所

2.2.3. 供需平衡：短期持续过剩，中长期有望转向结构性紧缺

预计钴市短期持续过剩，钴价保持低迷，25年之后或转为短缺支撑钴价回升。伴随新能源车销量快速提升，2020-2021年全球钴市场面临供应短缺，2022年由于新能源车增速下滑和刚果(金)&印尼供给放量，钴市转向过剩，2023年全球钴市场过剩从2022年的0.67万吨大幅增至1.42万吨，达历史最高值，过剩占比与2018年相当。由于刚果(金)&印尼供应持续增长，我们预期短期内钴市仍将供过于求，钴价将保持低迷。中长期看，钴市场供需两旺，国际钴业协会预计，到2030年需求将以11%的CAGR增长，而总供应量的CAGR为6%，从25年之后市场或将转为短缺，有望支撑钴价回升。

图 48：钴供需平衡（千吨）



资料来源：国际钴业协会，天风证券研究所

3. 铜钴为主，多元业务协同发展

近年来，公司紧抓全球能源转型的历史性机遇，重点布局铜、钴、镍、锂等新能源金属，资源量处于行业领先地位。截至 2023 年底，公司在全球主要拥有 7 座大型矿山（东戈壁铝矿目前已出售），主要分布在刚果（金）、巴西及中国。公司拥有矿产资源量：铜/钴/镍/磷/钼/钨/铁分别为 3,463.8/524.6/203.6/8,222.6/85.4/11.0/326.7 万吨，处于行业领先地位。此外，公司于 2019 年参股华越镍钴项目 30% 股权，并于 2023 年联手宁德时代获取玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 两座巨型盐湖锂矿开发权，实现了新能源金属铜-钴-镍-锂的完整布局。此外，截至 24Q3，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。

表 4：公司拥有多元化、全球化、世界级的矿产资源（截至 2023 年 12 月 31 日）

矿山名称	主要品种	资源量			储量			年矿石处理量（百万吨）	资源剩余可开采年限（年）	许可证/采矿权有效期
		矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（百万吨）	品位（%）	金属量（万吨）			
刚果（金）	铜	1,363.1	2.3	3,063.1	264.9	2.8	749.8	12.5	17	2-11 年
TFM 铜钴矿	钴	1,363.1	0.3	334.1	264.9	0.3	77.1			
刚果（金）	铜	193.3	2.1	400.7	60.5	2.8	171.0	4.3	8.9	23 年
KFM 铜钴矿	钴	193.3	1.0	190.5	60.5	1.1	67.0			
巴西矿区一	镍	149.2	1.0	149.7	41.8	1.0	40.2	3.3	12.6	长期有效
巴西矿区二	镍	159.7	0.3	53.9	33.5	0.4	14.2	5.5	33.2	
	磷	786.8	10.5	8,222.6	182.7	12.8	2328.3			
三道庄铝钨矿	钼	280.9	0.1	24.5	100.4	0.1	8.4	13	9	11.5 年
	钨	64.7	0.2	11.0	26.0	0.1	2.8			
上房沟钼矿	钼	436.5	0.1	61.0	21.7	0.2	4.7	5.3	4.1	10 年
	铁	16.0	20.4	326.7	1.4	30.0	40.5			

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：不含东戈壁铝矿

表 5：公司矿产资源量&储量汇总（截至 2023 年 12 月 31 日）

	铜	钴	镍	磷	钼	钨	铁
资源量（万吨）	3,463.8	524.6	203.6	8,222.6	85.4	11.0	326.7
储量（万吨）	920.8	144.1	54.4	2,328.3	13.1	2.8	40.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：不含东戈壁铝矿

顺利完成 KFM&TFM 两大铜钴项目，铜钴产能跃上新台阶，产量实现大幅增长。回顾 2023 年，KFM 项目于 23Q1 提前产出效益，23Q2 投产即达产，全年产铜 11.37 万吨，钴 3.39 万吨。2023 年 7 月 TFM 混合矿项目签署权益金《和解协议》，顺利完成中区混合矿、东区氧化矿和混合矿三条生产线的建设，全年产铜 28.0 万吨、钴 2.16 万吨。2023 年，公司所有产品产量全部实现同比增长，铜、钴、镍、磷创历史新高，产铜 41.95 万吨（含 NPM），钴 5.55 万吨，同比分别增长 51% 和 174%。公司铜产量接近全球前十，成为全球第一大钴生产商，钼、钨、镍产量在全球保持领先。2024 年前三季度，伴随 TFM 混合矿项目达产，公司铜钴产量再次实现大幅增长，产铜 47.6 万吨、钴 8.47 万吨，分别同比增长 78.2% 和 127.4%，均超额完成前三季度目标，钴产量已超额完成全年目标。TFM 混合矿三条生产线均已于 2024 年 3 月完全达产，目前拥有 5 条铜钴生产线，目前铜产能已达到 45 万吨/年，钴产能达到 3.7 万吨/年，产能优势逐步显现。

表 6：2023&24 年前三季度公司主要矿产品生产情况

主要产品	23 年产量（万吨）	同比	24 年产量指引中值（万吨）	24 年前三季度产量		产量完成度
				量（万吨）	同比	
铜	39.40	54.9%	54.5	47.60	78.2%	87%

钴	5.55	173.7%	6.5	8.47	127.4%	130%
钼	1.56	3.5%	1.35	1.13	-6.3%	84%
钨	0.80	6.2%	0.7	0.61	3.8%	88%
铌	0.95	3.3%	0.95	0.77	5.4%	81%
磷肥	116.82	2.3%	115	89.56	2.3%	78%
铜(NPM)	2.56	12.53%	-	-	-	-
金(NPM)	1.99	15.73%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2023 年 12 月 NPM 铜金矿已出售

3.1. 铜钴：TFM&KFM 产能进入集中释放期，盈利增长可期

铜钴资源丰富，新产能布局从播种期步入收获期。公司拥有 TFM 和 KFM 两大世界级铜钴资源，合计拥有铜资源量 3,463.8 万吨+钴资源量 524.6 万吨（截至 2023 年底）。KFM 项目（一期）和 TFM 铜钴矿混合矿项目分别于 23Q2 和 24Q1 达产，公司铜钴产能布局进入收获期，**目前实现铜产能 60 万吨/年+钴产能 8.7 万吨/年**，实现翻倍式增长，成为全球重要铜生产商和第一大钴生产商。

1) TFM 铜钴矿：截至 2023 年底，公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积超过 1,500 平方公里，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。2023 年权益金争议已解决，TFM 铜钴矿混合矿项目顺利投产，并于 24Q1 达产。TFM 铜钴矿拥有铜资源量 3,063.1 万吨+钴资源量 334.1 万吨（截至 2023 年底），铜产能 45 万吨/年+钴产能 3.7 万吨/年。

2) KFM 铜钴矿：截至 24H1，公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。KFM 开发项目（氧化矿、混合矿）工程（一期）于 2023 年第二季度达产，主要产品为阴极铜、氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。KFM 铜钴矿拥有铜资源量 400.7 万吨+钴资源量 190.5 万吨，铜产能 15 万吨/年+钴产能 5 万吨/年，与 TFM 产生显著的协同效应。

表 7：TFM&KFM 项目投资建设情况

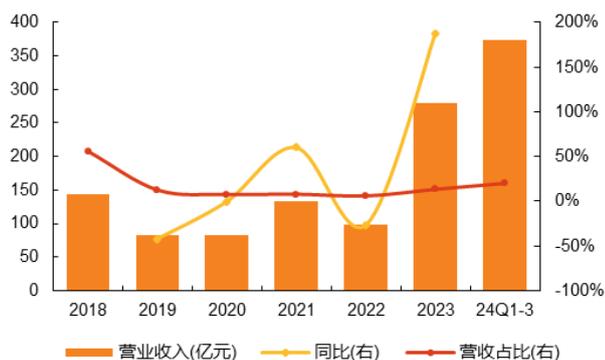
项目名称	投资金额	新增产能	项目进展	达产后 T/K 总产能
TFM 铜钴矿混合矿项目	25.1 亿美元	铜 20 万吨/年 钴 1.7 万吨/年	23H2 投产，24Q1 达产	铜 45 万吨/年 钴 3.7 万吨/年
KFM 项目（一期）	18.26 亿美元	铜 9 万吨/年 钴 3 万吨/年	23Q2 投产即达产	铜 15 万吨/年 钴 5 万吨/年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

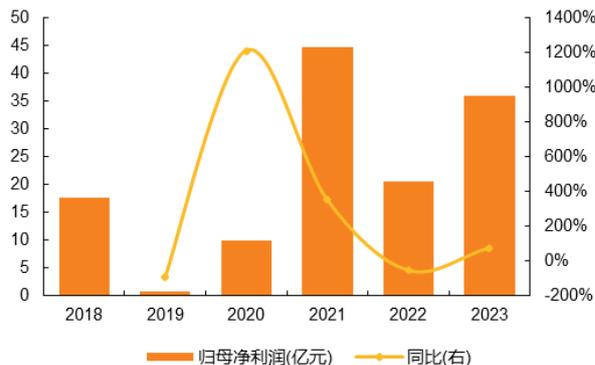
2023 年 TFM 权益金问题顺利解决，公司铜钴板块营收利润双修复。通过前文的复盘，公司营收及业绩与铜、钴价格走势高度相关，同时受到产品放量节奏的影响。因与少数股东刚果（金）国际矿业公司就 TFM 增储权益金问题存在争议，2022 年三季度起至 2023 年一季度，TFM 的产品出口受限，公司业绩进而受到影响，2022 年铜钴板块实现营收 97.5 亿元，同比-26.5%；归母净利润 20.5 亿元，同比-54.1%。2023 年 4 月，经过双方友好协商，就权益金问题达成共识，并已于 5 月份恢复出口，2023 年公司铜钴板块营收利润大幅修复，实现营收 280 亿元，同比+187.2%；归母净利润 36 亿元，同比+75.6%。得益于公司铜钴产能集中释，同时受益铜价中枢抬升，24 年前三季度公司铜钴板块迎来跨越式增长，分别实现营收 374.4 亿元、毛利 185.3 亿元，均超 2023 全年。

图 49：2023 年以来公司铜钴板块营收实现大幅增长

图 50：2023 年公司铜钴板块净利润实现大幅修复



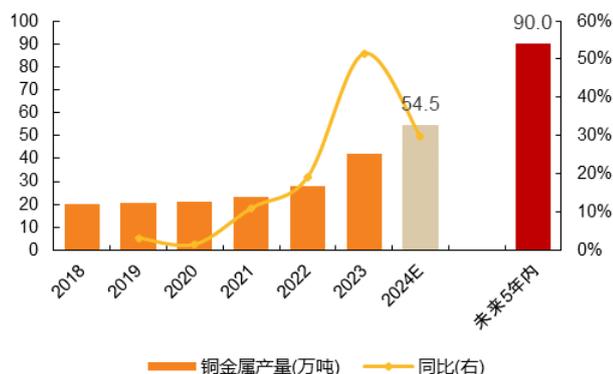
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

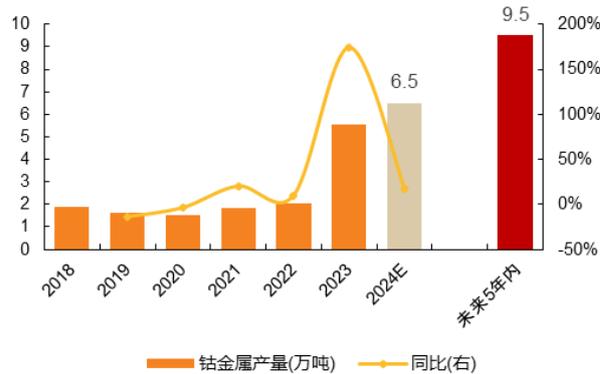
公司铜钴产能进入集中释放期，24年增量可期，未来5年有望再上新台阶。伴随KFM项目和TFM项目投产并达产，2023年铜、钴产量分别达到41.95/5.55万吨，同比分别增长51%和174%。根据公司2024年产量指引，预计实现铜产量52-57万吨，钴产量6-7万吨，按指引中值计算，铜/钴分别增产30%/17%，将延续高增长趋势，24年前三季度铜、钴全年产量完成度分别为87%、130%，均超额完成前三季度目标，钴产量已经超额完成全年目标。同时，积极谋划非洲产能扩充，计划启动增储计划，截至24Q3，公司TFM西区和KFM二期两大新项目已开展前期勘探，见矿效果良好。公司规划未来五年实现铜金属80-100万吨、钴金属9-10万吨。作为公司业绩的压舱石，我们持续看好铜钴板块未来持续带来业绩增量。

图 51：公司铜产量稳步增长，2023 年大幅跃升



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E为产量指引中值

图 52：2023 年公司钴产量增长近 2 倍



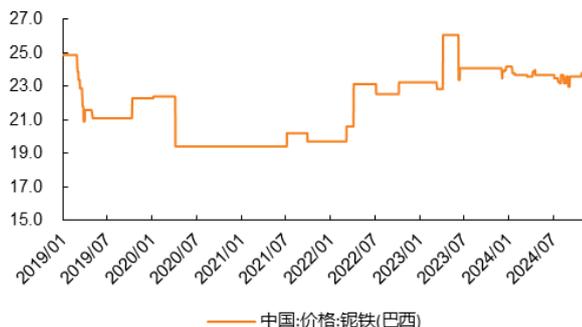
资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E为产量指引中值

3.2. 铌磷：稳中有进，预计中短期增量有限

公司主要面向国际市场和国内市场销售铌铁。铌行业概况：铌主要消费领域为低合金高强度结构钢、汽车用钢、高建筑用钢、桥梁用钢、石油用钢及磁材非晶领域。供给端，铌资源集中度极高，主要在巴西，2023年全球产量约8.3万吨，巴西矿冶公司（CBMM）占据全球市场约75%产量。需求端，2023年全球铌消费约7.35万吨。碳钢中加入0.02%-0.03%的铌，抗震、抗腐蚀性能、抗断裂能力明显提高，随着我国对建筑钢筋的强度要求持续提高，铌铁需求持续提高。2024年以来，巴西铌铁市场供需两旺，回归平稳运行态势，预计后期铌铁市场依旧保持稳定。

公司主要面向巴西市场销售磷肥。磷行业概况：巴西是全球第四大化肥消费国，但其境内化肥生产远不能满足农业需求，通常从摩洛哥、俄罗斯、中国等国进口化肥以补充，进口依赖度达80%以上，2022年俄罗斯出口至巴西的磷酸一铵市占率达53%。根据Argus数据显示，2023年MAP（磷酸一铵）巴西到货价均价556美元/吨，同比下降39%，主要系俄乌冲突影响削弱。GTT数据显示，巴西6月份磷酸一铵进口量44.1万吨，创年内新高，月内价格稳步上涨，2024-25年大豆作物申请窗口内进口供应量持续较低，预计将对磷酸一铵价格形成支撑。

图 53：钼铁价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：磷酸一铵价格走势（元/吨）

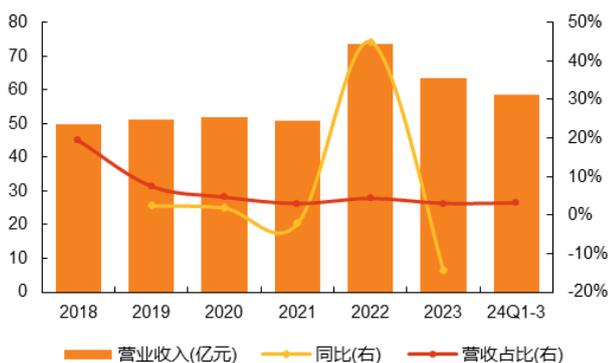


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

公司于巴西境内运营 CIL 磷矿和 NML 钼矿，间接持有巴西钼磷矿业务 100% 权益，合计拥有钼资源量 203.6 万吨+ 磷资源量 8,222.6 万吨（截至 2023 年底）。磷业务范围覆盖磷全产业链，主要产品包括高浓度磷肥（MAP、NPS）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂（DCP）、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）等；在钼业务板块，公司是全球领先的钼生产商，业务范围覆盖钼矿石的开采和加工，主要产品为钼铁。

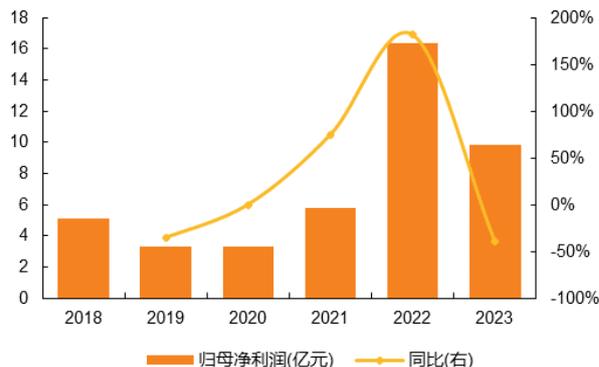
2023 年公司钼磷板块营收和利润随磷价下滑，2024 年有望迎来修复。2022 年主要受俄乌冲突影响，化肥价格高企，公司钼磷板块营收和利润同比大幅上升。2023 年伴随俄乌冲突影响削弱，化肥价格中枢回落，磷酸一铵均价同比下降 39%，公司业绩受到影响，2023 年公司钼磷板块实现营收 63.2 亿元，同比-14.2%；归母净利润 9.9 亿元，同比-39.7%。2024 年，伴随钼市回归平稳运行态势，磷肥价格保持较好发展势头，公司钼磷板块有望迎来一定修复，24 年前三季度公司钼磷板块分别实现营收 58.3 亿元、毛利 24 亿元，毛利已超 23 年全年。

图 55：2023 年公司钼磷板块营收同比-14.2%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：2023 年公司钼磷板块利润同比-39.7%

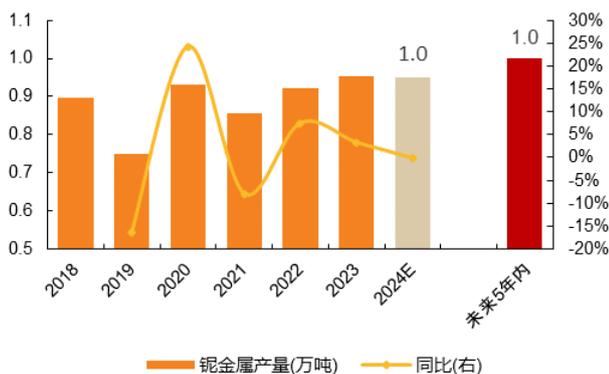


资料来源：公司公告，天风证券研究所

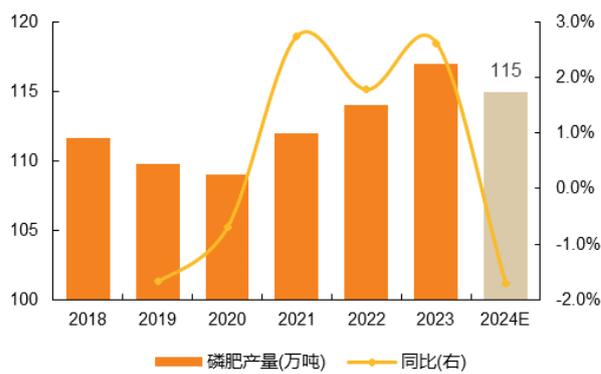
预计公司钼磷板块中短期增量有限。公司钼金属产量连续三年增长，2023 年达 0.95 万吨，同比+3.3%，2024 年产量指引 0.9-1 万吨，未来五年规划超 1 万吨。2020-2023 年，公司磷肥产量从 109 万吨增长至 117 万吨，保持稳步增长，2024 年产量指引为 105-125 万吨，浮动区间较大。根据公司产量指引与未来发展目标，预计钼磷板块中短期增量有限。

图 57：2023 年公司钼产量同比+3.3%

图 58：2023 年公司磷肥产量同比+2.6%



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E 为产量指引中值



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E 为产量指引中值

3.3. 钼钨：传统业务，盈利能力稳步提升

公司主要向国内市场销售钼铁。钼行业概况：钼的下游应用涉及钢铁、军工、石化等多个领域，钼及其合金可以显著提高其高温强度、耐磨性和抗腐蚀性。中国是全球最大的钼生产国，也是最大的钼消费国。根据安泰科数据显示，2023 年全球钼供应约 28.6 万吨，同比增加 7.7%；2023 年需求约 27.8 万吨，同比基本持平。**供应端**，随着钼价自 2022 年四季度一路大涨，2023 年国内新增项目加快投产带来约 1 万吨增量，海外铜钼伴生矿的生产也逐步恢复，形成共振；**需求端**，随着我国十四五规划中制造业的升级转型加快，国家对钢铁企业产品的升级更加关注，优特钢、含钼高端不锈钢产能产量持续释放；同时地缘冲突下军工用钼消费旺盛，钼需求预计持续释放。2023 年，钼价波动较大，整体价格中枢抬升明显；2024 年以来，国内钼市场整体维持震荡上行态势，预计下半年或将维持震荡。

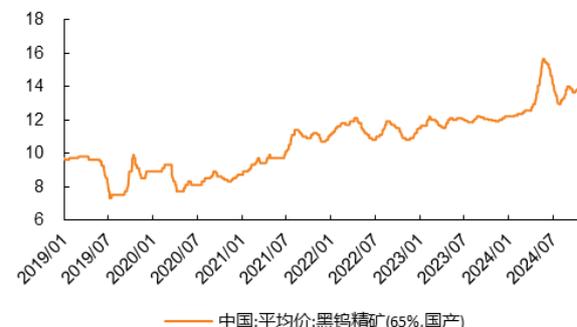
公司主要向国内市场销售仲钨酸铵（APT）。钨行业概况：钨被称为“工业牙齿”，具有出色的化学稳定性、耐高温性和耐腐蚀性，是航空航天、国防军工、切削工具等领域的理想材料。全球钨资源集中度较高，52%集中在中国，而全球钨消费的 81%集中在中国。钨产业链价值集中于上游资源采选和下游深加工端。随着国内在产矿山资源的自然衰竭，同时国家环保督察限产政策的日趋严格，国内矿山开采成本逐年上升，对钨价格产生一定的成本支撑。2024 年以来，钨矿山受环保督察影响，钨价持续上涨，但钨价上涨在硬质合金市场传导阻力较大，钨价于 5 月底见顶后迅速回落。目前供需基本面僵持博弈，静待实质成交情况。

图 59：钼价历史走势（元/吨度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 60：钨价历史走势（万元/吨）



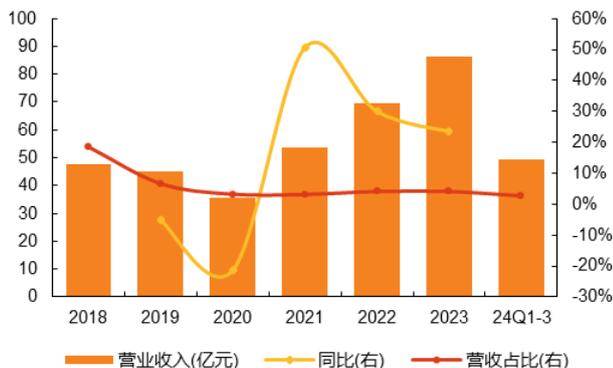
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司于中国境内主要运营三道庄钼钨矿区和合营企业所属的上房沟钼矿区，拥有钼资源量 85.4 万吨+钨资源量 11.0 万吨（截至 2023 年底），主要从事钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务，主要产品包括钼铁、仲钨酸铵、钨精矿及其他钼钨相关产品，同时回收副产铁、铜、萤石、铼等矿物。由于环保原因，东戈壁钼矿多年未开发，2024 年，公司出售东戈壁钼矿股权，预计交易完成后将

获得财务净收益约 15 亿元，公司将更好地聚焦集团发展优先事项。

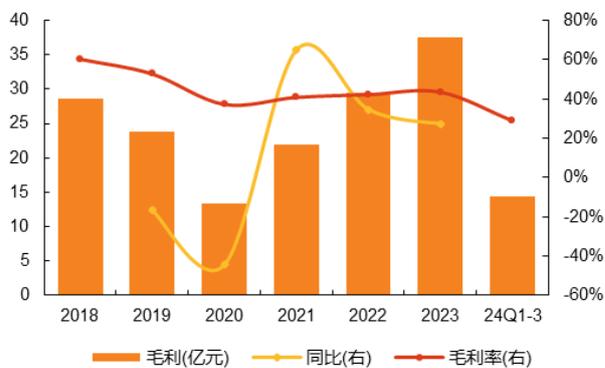
近年来公司钼钨板块营收和利润快速增长，毛利率稳步上升。2020-2023 年，得益于钼钨价格上涨，公司钼钨板块营收从 35.5 亿元增至 86.1 亿元，毛利从 13.3 亿元增至 37.5 亿元，3 年 CAGR 分别达 34.4%和 41.5%，同时毛利率稳步上升，3 年+6.2pcts。24 年前三季度公司钼钨板块分别实现营收 49.2 亿元、毛利 14.3 亿元。展望全年，由于钼价中枢较 2023 年回落明显，此外产量指引较 2023 年产量下降，我们预计钼钨板块营收或有所下滑。

图 61：近年来公司钼钨板块营收快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

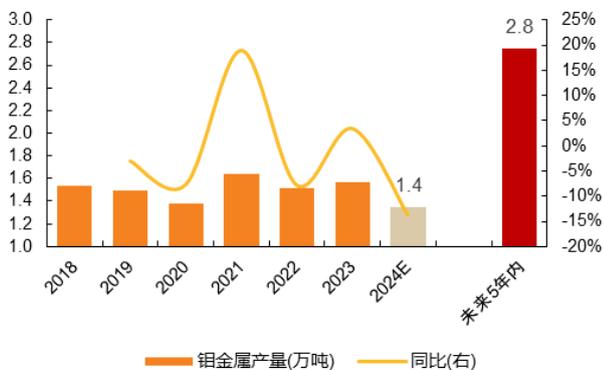
图 62：近年来公司钼钨板块毛利快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

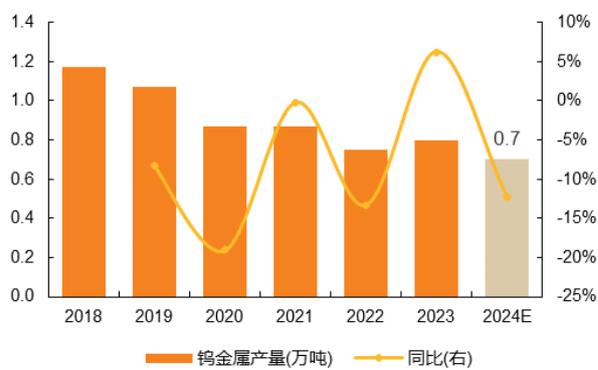
钼钨产量相对稳定，未来 5 年内钼产量目标翻倍。近年来公司钼钨产量相对稳定，2023 年公司分别实现钼/钨产量 1.56/0.8 万吨，分别同比+3.4%/+6.2%，2024 年钼产量指引为 1.2-1.5 万吨，钨产量指引为 0.65-0.75 万吨，较 2023 年产量有所下降。公司未来五年发展目标中，钼实现 2.5-3 万吨产量，较 2023 年有望实现翻倍。

图 63：2023 年公司钼产量同比+3.4%，未来 5 年有望翻倍



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E 为产量指引中值

图 64：2023 年公司钨产量同比+3.3%



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2024E 为产量指引中值

4. 核心竞争力：逆周期并购成就资源优势，矿贸一体高效协同

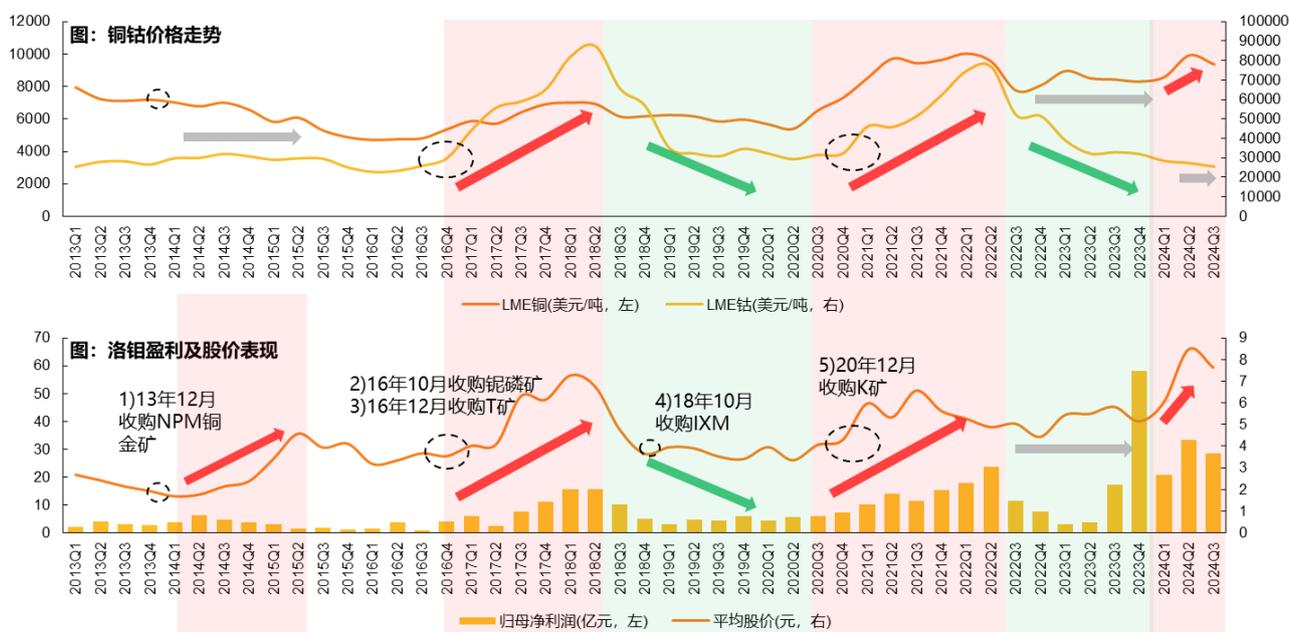
4.1. 优势一：逆周期并购，低成本开发

凭借逆周期并购的核心能力，公司多次在最佳时机布局世界级矿产资源。矿业是周期性行业，准确把握周期是矿业扩张的关键。公司基于对行业的深刻理解和丰富经验，形成了“逆周期并购、低成本开发”的能力，在行业底部成功并购世界级矿山实现公司外延发展。回顾公司历史上的五次重大收购——NPM 铜金矿、巴西铌磷矿、T 矿、IXM 和 K 矿，多次在最佳时机布局矿产资源：16 年 12 月完成 T 矿收购后，充分受益钴价上涨；20 年 12 月收购 K 矿后，受益铜钴共振上涨。完成并购后，多数情况下公司业绩和股价有明显涨幅。

逆势收购成就公司资源优势，多元产品组合熨平周期波动。矿业竞争实质是成本与价格的竞争，决定性的因素是资源禀赋。通过逆势收购，公司成功实现资源扩展，公司旗下矿山均为世界级资源：TFM 是全球最大的铜钴矿之一、KFM 是全球第一大钴矿、巴西铌矿是世界第二大铌矿、中国三道庄钼钨矿是世界最大的钼矿田之一。公司资源品种覆盖基本金属、特种金属，与能源转型和工业升级领域紧密相关，同时通过磷介入农业应用领域。在新能源金属领域，公司具有铜、钴、镍、锂的完整布局，是全球领先的新能源金属生产商，同时拥有钼、钨、铌、磷等独特稀缺的产品组合，均具有领先的行业地位。独特而多元化的产品组合，有利于抵御资源周期波动，增强抗风险能力，享受不同资源品种价格周期轮动带来的收益。

精益管理+先进技术将资源优势转化为公司成本优势。以低成本实现世界级矿山储量到产量的转化，是公司内延发展的基线。自 2004 年以来，公司经过三次所有制改革，建立了高度灵活、适用国际化要求的体制机制，两大股东鸿商集团与宁德时代紧密配合，精益管理。矿山经营上，公司将在中国矿区长期打磨形成的“成本领先、精益生产”能力复制到全球矿区，通过集中采购、技术改进、管理变革等方式巩固低成本运营优势。技术层面，公司拥有一支强大的技术研发团队，在伴生矿综合回收、智能矿山方面具有行业领先的技术优势。

图 65：A 股上市后公司历史上五次重大并购



资料来源：Wind，Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

表 8：逆势并购助力公司获得世界级矿产资源与独特的产品组合

	铜	钴	铌	磷	钼	钨	铁
资源量（万吨）	3,463.8	524.6	203.6	8,222.6	85.4	11.0	326.7
储量（万吨）	920.8	144.1	54.4	2,328.3	13.1	2.8	40.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：数据截至 2023 年 12 月 31 日，不含东戈壁铝矿

4.2. 优势二：“矿贸一体”实现产业链延伸

洛阳钼业是唯一掌握世界级金属贸易平台的中国矿业公司。公司通过“矿业+贸易”相结合的现代化矿业模式，实现矿山产业链的延伸，一方面保障了铜钴、铌等产品销路，且通过资源整合降本增效；另一方面，贸易平台提升了公司在全球矿产资源领域的地位及影响力，提升公司对关键矿产品的定价权。

公司于 2019 年 7 月成功并购 IXM 并完成交割，IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球第三大基本金属贸易商，专注于铜、锌、铅和贵金属精矿及精炼铜、锌、铝和镍的贸易，销售网络遍布全球 80 多个国家，同时构建了全球化的物流和仓储体系。收购 IXM 之后，2019 年公司营收增至 687 亿元，同比+164.5%，迈上新台阶。

图 66：IXM 全球业务分布概览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

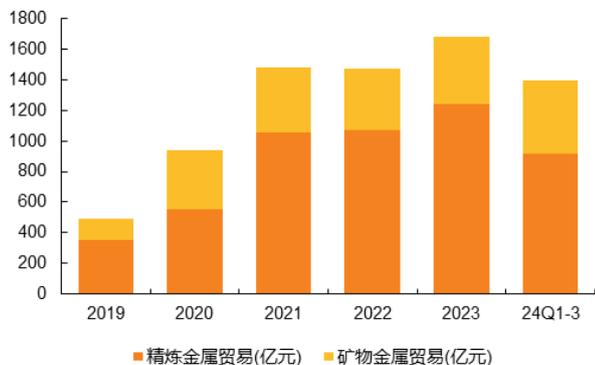
图 67：IXM 助力公司做大营收规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

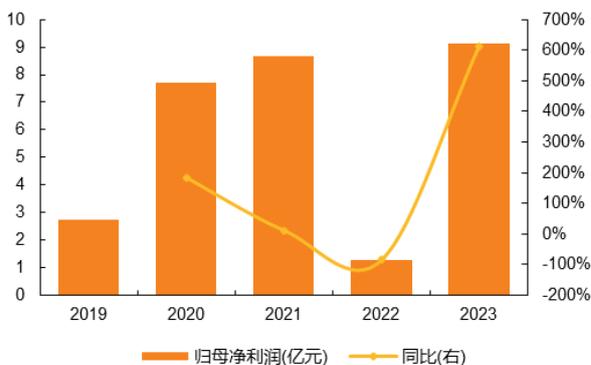
2023 年公司贸易业务盈利回归正常，创历史最好水平。具体来看，公司矿产贸易业务主要包括精炼金属贸易和矿物金属贸易，前者的毛利主要来自于升贴水变化以及期现套利，后者的毛利则主要来自于加工费/精炼费的差价。2023 年，公司矿贸业务实现营收 1681 亿元，同比+14.1%，占总营收的 79.1%（内部抵消前），精炼金属贸易与矿物金属贸易分别占比 58.2%/20.8%。盈利方面，2019-2021 年公司贸易业务盈利稳步上涨，2021 年实现归母净利润 8.7 亿元，三年 CAGR 高达 78.4%，2022 年盈利下滑，2023 年盈利回归正常水平，实现归母净利润 9.1 亿元。24 年贸易业务盈利能力大幅提升，24H1 实现毛利 46.1 亿元，同比+955%，23 年前三季度共实现毛利 55.5 亿元。

图 68：公司贸易业务营收结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 69：23 年公司贸易业务盈利创历史最好水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测明细

铜钴：1)量：伴随TFM&KFM铜钴矿产能进入集中释放期，目前公司实现铜产能60万吨/年+钴产能8.7万吨/年，结合公司未来五年产量规划，假设24-26年公司铜销量分别为58/60/68万吨，钴每年销量为8.5/9/10万吨；2)价：预计铜价中枢稳步抬升，钴价短期疲软，假设24-26年LME铜价分别为9400/9800/10000美元/吨，MB钴价为13美元/磅（公司产品存在折价系数）；3)利：假设24-26年铜单吨生产成本为3.2万元，对应铜板块毛利率分别为52.1%/53.4%/54.3%，假设24-26年钴板块毛利率为37.0%。

钼钨：1)量：钼钨矿山生产运营稳定，但品位有所下降，假设24-26年钼销量分别为1.4/1.3/1.3万吨，钨销量分别为0.75/0.65/0.65万吨；2)价：伴随国际钼矿放量和钨矿供应偏紧，假设24-26年钼铁（60%钼）价格分别为22/20/20万元/吨，仲钨酸铵（88.5%）价格分别为20/22/22万元/吨；3)利：假设24-26年钼单吨生产成本为27万元，对应钼板块毛利率为36.0%/29.6%/29.6%；假设24-26年钨单吨生产成本为8.5/9/9万元，对应钨板块毛利率为63.0%/64.4%/64.4%。

铌磷：假设铌磷板块维稳，1)量：假设24-26年铌每年销量为0.95万吨，磷肥每年销量为115万吨；2)价：假设24-26年铌单吨售价为29万元，磷肥单吨售价为0.31万元；3)利：参考历史经营情况，假设24-26年铌板块毛利率为35%，磷板块毛利率为20%/18%/18%。

贸易业务与其他：根据历史经营情况，假设贸易板块经营规模稳步增长，24-26年营收分别为1855.8/1967.2/2065.6亿元，参考24年前三季度，假设毛利率回升至正常水平3.5%；其他业务主要包括销售废料等，假设保持稳定。

暂不考虑东戈壁钼矿出售收益，根据以上假设，我们预计24-26年公司营收分别达2017.9/2105.8/2229.0亿元，毛利分别为331.0/348.5/378.8亿元，分别同比+82.7%/+5.3%/+8.7%，毛利率分别为16.4%/16.5%/17.0%。

表9：公司主营业务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铜钴板块						
营收（亿元）	132.68	97.48	280.01	459.74	487.43	560.26
成本（亿元）	62.42	51.84	155.99	231.37	239.78	270.68
毛利（亿元）	70.27	45.64	124.02	228.37	247.66	289.58
毛利率（%）	53.0%	46.8%	44.3%	49.7%	50.8%	51.7%
钼钨板块						
营收（亿元）	53.50	69.65	86.11	72.97	65.56	65.56
成本（亿元）	31.63	40.21	48.60	44.18	40.95	40.95
毛利（亿元）	21.88	29.45	37.51	28.79	24.61	24.61
毛利率	40.9%	42.3%	43.6%	39.5%	37.5%	37.5%
铌磷板块						
营收（亿元）	50.87	73.68	63.24	63.20	63.20	63.20
成本（亿元）	36.16	45.66	47.82	46.43	47.14	47.14
毛利（亿元）	14.71	28.02	15.42	16.77	16.06	16.06
毛利率（%）	28.9%	38.0%	24.4%	26.5%	25.4%	25.4%
贸易板块						
营收（亿元）	1479.93	1473.08	1680.78	1,855.8	1,967.2	2,065.6
成本（亿元）	1429.69	1418.2	1660.23	1,790.89	1,898.35	1,993.26
毛利（亿元）	50.24	54.88	20.55	64.95	68.85	72.29
毛利率（%）	3.4%	3.7%	1.2%	3.5%	3.5%	3.5%

其他业务						
营收 (亿元)	5.11	3.08	2.88	3	3	3
成本 (亿元)	4.39	2.92	2.64	2.91	2.91	2.91
毛利 (亿元)	0.72	0.16	0.24	0.09	0.09	0.09
毛利率 (%)	14.1%	5.2%	8.3%	3.0%	3.0%	3.0%
铜金板块 (已售)						
营收 (亿元)	16.53	12.93	15.82	-	-	-
成本 (亿元)	11.11	10.43	12.46	-	-	-
毛利 (亿元)	5.42	2.50	3.36	-	-	-
毛利率 (%)	32.8%	19.3%	21.2%	-	-	-
合计						
营收 (亿元)	1738.6	1729.9	1862.7	2017.9	2105.8	2229.0
成本 (亿元)	1575.4	1569.3	1681.6	1686.9	1757.4	1850.2
毛利 (亿元)	163.2	160.6	181.1	331.0	348.5	378.8
毛利增速 (%)		-1.6%	12.7%	82.7%	5.3%	8.7%
毛利率 (%)	9.4%	9.3%	9.7%	16.4%	16.5%	17.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所 注: “合计” 部分包含内部交易抵消

5.2. 投资建议

我们选取主营业务为铜矿的紫金矿业、金诚信和主业为钴盐、电积铜等的腾远钴业作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 截至 11 月 8 日收盘, 可比公司 2024 年平均 PE 为 16.6x。我们预计 24-26 年洛阳钼业实现归母净利润 124.3/144.4/159.0 亿元 (24 年末包含东戈壁钼矿投资收益), 对应 2024 年 PE 为 14.1x, 低于行业平均。作为国内铜行业龙头, 公司 TFM&KFM 进入铜钴产能收获期, 未来产量规划与成长路径明确, 参考可比公司估值, 我们给予公司 2024 年 PE 17x, 对应市值 2112.6 亿元, 对应目标股价 9.8 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 11 月 8 日收盘)

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601899	紫金矿业	4,542.16	323.59	386.36	436.90	14.04	11.76	10.40
603979	金诚信	266.59	15.85	21.60	25.09	16.82	12.34	10.63
301219	腾远钴业	160.39	8.41	10.19	13.17	19.07	15.74	12.18
	平均值					16.64	13.28	11.07
603993	洛阳钼业	1,749.54	124.27	144.40	158.96	14.08	12.12	11.01

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 可比公司 (紫金矿业、金诚信、腾远钴业) 的归母净利润预测均来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) **主要产品价格波动风险：**公司主营的铜、钴、钼、钨、铌、磷产品等是公司主要利润来源，若未来相关矿产品价格波动剧烈，公司经营业绩可能承受较大压力。
- 2) **地缘政治及政策风险：**公司主要运营项目分布于中国、刚果（金）和巴西等国家和地区，全球资源民族主义日渐加深，政府换届、国家政策变化可能会对公司的运营造成一定影响。
- 3) **汇率风险：**公司外汇风险主要来自所持有的非本位币资产及负债，承受外汇风险主要与美元、港币、欧元、加拿大元、人民币、巴西雷亚尔、英镑及刚果法郎有关。
- 4) **安全环保及自然灾害风险：**公司从事矿产资源开采及加工业务，在生产过程中可能会发生安全、环保相关事故，以及暴雨、干旱、地震等自然灾害，可能对尾矿库、排渣场等造成危害。
- 5) **测算具有主观性：**本文涉及对公司产品的实际产销量等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	32,647.57	30,716.08	32,271.80	39,128.76	43,512.85	营业收入	172,990.86	186,268.97	201,788.29	210,584.15	222,897.21
应收票据及应收账款	800.26	1,132.00	816.39	1,292.52	899.70	营业成本	156,926.25	168,158.20	168,689.76	175,736.15	185,016.39
预付账款	2,129.55	1,181.77	2,415.46	1,188.56	2,681.30	营业税金及附加	1,235.11	3,084.38	3,833.98	3,579.93	3,789.25
存货	32,254.72	31,430.50	32,339.54	34,154.93	35,819.03	销售费用	97.17	155.42	167.91	175.23	185.48
其他	17,849.70	19,187.24	21,076.76	20,618.62	21,136.18	管理费用	1,790.81	2,386.53	3,026.82	3,158.76	3,343.46
流动资产合计	85,681.79	83,647.58	88,919.94	96,383.39	104,049.06	研发费用	388.61	327.09	354.24	369.69	391.30
长期股权投资	1,933.91	2,228.74	2,718.37	3,110.60	3,551.53	财务费用	1,808.47	3,003.84	3,430.40	3,579.93	3,789.25
固定资产	28,055.74	35,603.66	38,205.31	41,598.08	44,140.48	资产/信用减值损失	(84.95)	(144.33)	(99.90)	(120.23)	(110.07)
在建工程	13,659.09	10,621.11	10,421.11	10,621.11	10,571.11	公允价值变动收益	(1,610.83)	1,680.50	(2,033.22)	(156.39)	(133.30)
无形资产	19,447.51	22,960.38	24,109.57	24,245.09	25,033.71	投资净收益	725.92	2,483.30	681.00	500.00	500.00
其他	16,241.18	17,913.06	16,545.45	16,503.27	15,788.53	其他	1,825.25	(8,153.93)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	79,337.43	89,326.95	91,999.82	96,078.14	99,085.37	营业利润	9,889.06	13,287.98	20,833.05	24,207.84	26,638.70
资产总计	165,019.22	172,974.53	180,919.76	192,461.53	203,134.43	营业外收入	19.67	25.17	21.33	22.06	22.85
短期借款	20,107.51	24,954.25	23,000.00	23,000.00	23,000.00	营业外支出	104.26	105.19	87.32	98.92	97.14
应付票据及应付账款	3,956.72	4,698.18	4,008.91	5,048.95	4,494.04	利润总额	9,804.47	13,207.96	20,767.06	24,130.98	26,564.41
其他	24,307.09	16,812.54	21,880.51	21,933.36	21,742.71	所得税	2,612.77	4,677.34	6,645.46	7,721.91	8,500.61
流动负债合计	48,371.32	46,464.97	48,889.42	49,982.31	49,236.75	净利润	7,191.70	8,530.62	14,121.60	16,409.07	18,063.80
长期借款	18,975.17	18,767.72	18,000.00	18,000.00	18,000.00	少数股东损益	1,124.75	280.91	1,694.59	1,969.09	2,167.66
应付债券	2,150.00	2,000.00	2,075.00	2,037.50	2,056.25	归属于母公司净利润	6,066.95	8,249.71	12,427.01	14,439.98	15,896.14
其他	31,795.51	31,264.37	31,529.94	31,397.15	31,463.55	每股收益(元)	0.28	0.38	0.58	0.67	0.74
非流动负债合计	52,920.69	52,032.08	51,604.94	51,434.65	51,519.80						
负债合计	102,981.80	101,012.36	100,494.36	101,416.96	100,756.55	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	10,338.85	12,421.90	13,523.35	14,753.98	16,135.82	成长能力					
股本	4,319.85	4,319.85	4,319.85	4,319.85	4,319.85	营业收入	-0.50%	7.68%	8.33%	4.36%	5.85%
资本公积	27,681.92	27,694.83	27,707.09	27,707.09	27,707.09	营业利润	12.52%	34.37%	56.78%	16.20%	10.04%
留存收益	19,704.28	26,077.57	34,154.83	43,179.49	53,312.91	归属于母公司净利润	18.82%	35.98%	50.64%	16.20%	10.08%
其他	(7.49)	1,448.03	720.27	1,084.15	902.21	获利能力					
股东权益合计	62,037.42	71,962.17	80,425.40	91,044.57	102,377.88	毛利率	9.29%	9.72%	16.40%	16.55%	16.99%
负债和股东权益总计	165,019.22	172,974.53	180,919.76	192,461.53	203,134.43	净利率	3.51%	4.43%	6.16%	6.86%	7.13%
						ROE	11.74%	13.86%	18.57%	18.93%	18.43%
						ROIC	18.55%	18.89%	25.83%	26.98%	28.38%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	62.41%	58.40%	55.55%	52.69%	49.60%
净利润	7,191.70	8,530.62	12,427.01	14,439.98	15,896.14	净负债率	24.97%	26.09%	20.07%	9.29%	4.38%
折旧摊销	4,381.74	2,760.71	3,352.03	3,714.15	4,084.95	流动比率	1.71	1.71	1.82	1.93	2.11
财务费用	2,969.41	4,590.65	3,430.40	3,579.93	3,789.25	速动比率	1.07	1.07	1.16	1.25	1.39
投资损失	(725.92)	(2,483.30)	(681.00)	(500.00)	(500.00)	营运能力					
营运资金变动	8,288.88	1,091.72	(1,780.67)	539.07	(3,954.69)	应收账款周转率	223.77	192.80	207.13	199.71	203.35
其它	(6,652.06)	1,051.60	(338.63)	1,812.70	2,034.35	存货周转率	5.84	5.85	6.33	6.33	6.37
经营活动现金流	15,453.76	15,542.00	16,409.14	23,585.83	21,350.01	总资产周转率	1.14	1.10	1.14	1.13	1.13
资本支出	9,949.08	11,551.18	6,637.30	7,575.22	7,299.59	每股指标(元)					
长期投资	684.44	294.83	489.63	392.23	440.93	每股收益	0.28	0.38	0.58	0.67	0.74
其他	(18,005.18)	(22,504.69)	(11,812.13)	(14,505.23)	(14,597.33)	每股经营现金流	0.72	0.72	0.76	1.09	0.99
投资活动现金流	(7,371.65)	(10,658.69)	(4,685.20)	(6,537.78)	(6,856.81)	每股净资产	2.39	2.76	3.10	3.53	3.99
债权融资	(297.61)	(1,649.59)	(4,509.85)	(4,401.19)	(3,378.62)	估值比率					
股权融资	5,490.45	(1,831.65)	(5,658.38)	(5,789.90)	(6,730.48)	市盈率	28.84	21.21	14.08	12.12	11.01
其他	(7,289.38)	(5,125.22)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.38	2.94	2.62	2.29	2.03
筹资活动现金流	(2,096.55)	(8,606.47)	(10,168.23)	(10,191.09)	(10,109.11)	EV/EBITDA	1.44	1.38	1.37	1.00	0.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	1.95	1.60	1.56	1.13	0.95
现金净增加额	5,985.56	(3,723.15)	1,555.72	6,856.96	4,384.09						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com