

# 洛阳钼业 (603993.SH)

## 2021 年报点评：业绩创新高，国际矿业巨头建设之年再启航

量价齐升推动公司业绩表现亮眼。公司 2021 年年报发布，报告期公司实现营业收入 1738.63 亿元，同比增长 53.89%；实现归母净利 51.06 亿元，同比增长 119.26%；扣非后归母净利达 41.03 亿元，同比增长 276.24%。Q4 单季度归母净利为 15.48 亿元，环比增 34.6%，同比增 115.2%，创造公司历史最佳年度及单季度利润水平。EPS 自 2020 年 0.11 元同增 118.18%至 0.24 元，ROE 增 7.10 个百分点至 12.93。受益于公司主要产品价格上涨、产量增长和成本管控，公司各项利润指标均实现同比大幅增加。

**加快推进两大世界级铜矿建设，外延投资新能源矿种。** 1) **铜钴板块**，刚果(金)铜钴矿 10K 扩产项目 2021 年 7 月建成投产，2021 年刚果(金)铜钴板块实现铜金属量 20.91 万吨，同增 14.53%，钴金属量 1.85 万吨，同增 16.71%。2022 年计划实现铜产量 22.7-26.7 万吨，钴产量 1.75-2.05 万吨。2023 年 TFM 混矿项目达产后，计划再增铜金属量 20 万吨/年、钴金属 1.7 万吨/年，届时公司铜产能将从当前 27 万吨增至 47 万吨，钴产能自 2.6 万吨增至 4.3 万吨，跻身全球铜钴资源第一梯队。KFM 铜钴矿仍处于开发设计阶段。2) **能源金属板块**，公司参股 30%印尼华越 6 万吨湿法镍冶炼项目于 2021 年底正式投产。未来公司将围绕新能源金属，在非洲、南美、东南亚等重点地区加快市场调研，推进跟踪的新增重点项目，伺机谋求外延投资。

**降本增效再获突破，队伍建设成效显著。** 1) 三年降本计划再获突破。继 2020 年提前完成 5 亿美元降本目标后，2021 年公司再降 16 亿元人民币，巩固低成本运营优势；2) “5233”管理架构落地。组建完成以孙瑞文总裁为核心的全球经营管理团队，向刚果(金)、澳洲、巴西、IXM 输送中方核心骨干，持续推进管理水平升级；MSCIESG 评级升级为 A，与力拓、必和必拓、英美资源同级；3) 制订“三步走”的发展路径。第一步“打基础”降本增效，第二步“上台阶”产能倍增，第三步“大跨越”创世界一流。2022 年定位于建设年，将加快刚果(金)两个世界级矿山建设，从第一步向第二步迈进，成为“受人尊敬的、现代化、世界级资源公司”。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 67.95、80.74、112.95 亿元，对应 PE 分别为 16.6、14.0、10.0 倍，PB 分别为 2.4、2.1、1.8。我们认为，非洲刚果(金)TFM 和 KFM 铜钴矿山铜钴资源总量分别达 3078.9 万吨和 555.4 万吨，奠定公司全球铜钴资源量领先地位。同时，“5233”管理架构基本落地，“三年降本增效”效果显著，ESG 评级领跑国内矿业，为未来增长奠定坚实基础。2022 年定位于建设年，刚果(金)两个世界级矿山加快建设落地，未来增长可期，维持“买入”评级。

**风险提示：**金属价格大幅波动风险、海外资产运营风险、政治及政策风险

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	112,981	173,863	175,692	177,093	187,882
增长率 yoy (%)	64.5	53.9	1.1	0.8	6.1
归母净利润(百万元)	2,329	5,106	6,795	8,074	11,295
增长率 yoy (%)	25.4	119.3	33.1	18.8	39.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.11	0.24	0.31	0.37	0.52
净资产收益率 (%)	5.2	11.2	12.8	13.3	16.1
P/E(倍)	48.4	22.1	16.6	14.0	10.0
P/B(倍)	2.9	2.8	2.4	2.1	1.8

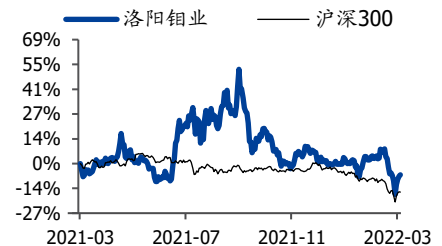
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 21 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	小金属
前次评级	买入
3月21日收盘价(元)	5.22
总市值(百万元)	112,748.04
总股本(百万股)	21,599.24
其中自由流通股(%)	81.56
30日日均成交量(百万股)	179.56

### 股价走势



### 作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

### 相关研究

- 1、《洛阳钼业(603993.SH):“资源升维+提质增效”，国际化矿业巨头再次启航》2022-02-25



## 内容目录

1、财务指标：量价齐升推动经营业绩创新高 .....	4
2、经营数据：毛利率大幅提升，铜钴贡献绝对收益 .....	6
3、新增项目建设：未来三年有望实现产能三倍增长 .....	9
3.1 Tenke Fungurume 铜钴矿：10K 项目顺利投产，混矿项目计划新增铜产能 20 万吨 .....	9
3.2 Kisanfu 铜钴矿：强强联手绑定宁德时代，优质资源待开发 .....	10
3.3 实力参股华越镍项目，2021 年底投产贡献大笔投资性收益 .....	11
4、远期规划：“三步走”战略，助力公司成为“受人尊敬的、现代化、世界级资源公司” .....	12
风险提示 .....	13

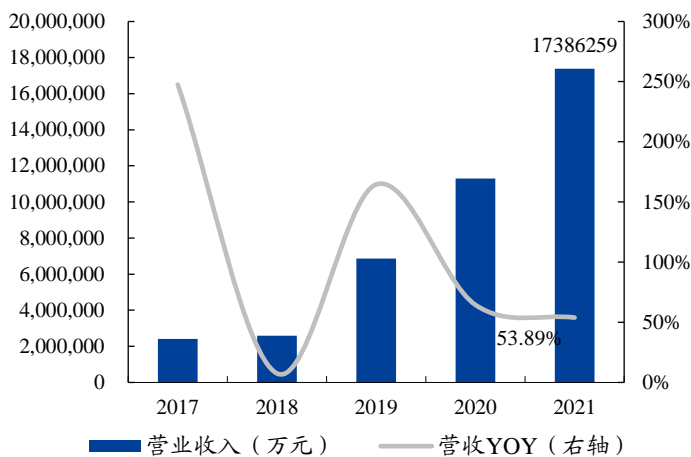
## 图表目录

图表 1：2021 年营业收入同比增长 53.89%至 1739 亿元 .....	4
图表 2：2021 归母净利润同比增长 119.26%至 51.06 亿元， .....	4
图表 3：2021Q4 营收环比增 13.3%至 473.03 亿元， .....	4
图表 4：2021Q4 归母净利润环比增 34.6%至 15.48 亿元， .....	4
图表 5：2021 年 EPS 同增 118.18%至 0.24 元 .....	5
图表 6：2021 年 ROE 增 7.10 个百分点至 12.93% .....	5
图表 7：经营性净现金流 61.9 亿元，同比减少 23 亿元 .....	5
图表 8：期末现金余额同比增 89.44 亿元至 203.94 亿元 .....	5
图表 9：2021 年三费总额控制得当 .....	6
图表 10：2021 年公司降本总额超 16 亿元 .....	6
图表 11：2021 年公司钨钼产量变化 .....	6
图表 12：2021 年公司铜钴产量变化 .....	6
图表 13：2021 年公司钼磷产量变化 .....	7
图表 14：2021 年公司铜金产量变化 .....	7
图表 15：2021 年公司主要产量价格变化 .....	7
图表 16：2021 年公司矿山板块毛利水平增至 112.27 亿元 .....	8
图表 17：2021 年公司矿山板块毛利率自 26.49%升至 44.27% .....	8
图表 18：2021 年公司铜钴板块毛利增长明显 .....	8
图表 19：2021 年公司铜钴板块毛利率跃升至 52.96% .....	8
图表 20：2021 年公司铜钴板块收入占比升至 52% .....	9
图表 21：2021 年公司铜钴板块毛利占比升至 62.6% .....	9
图表 22：2021 年 IXM 金属贸易量达 649.7 万吨，同比增加 116 万吨 .....	9
图表 23：2021 年 IXM 综合公允价值变动损益后实现毛利 16.5 亿美元 .....	9
图表 24：洛阳钼业间接持有 TFM80%的权益 .....	10
图表 25：TFM 地处铜钴矿优质资源带 .....	10
图表 26：TFM 铜矿产能产量稳步增长（单位：万吨） .....	10
图表 27：洛阳钼业间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%的权益 .....	11
图表 28：Kisanfu 收购对价远低于 TFM .....	11
图表 29：公司参股华越镍钴项目 30%权益 .....	12
图表 30：公司产品主要是钴精矿并加工上游湿法钴中间品 .....	12

## 1、财务指标：量价齐升推动经营业绩创新高

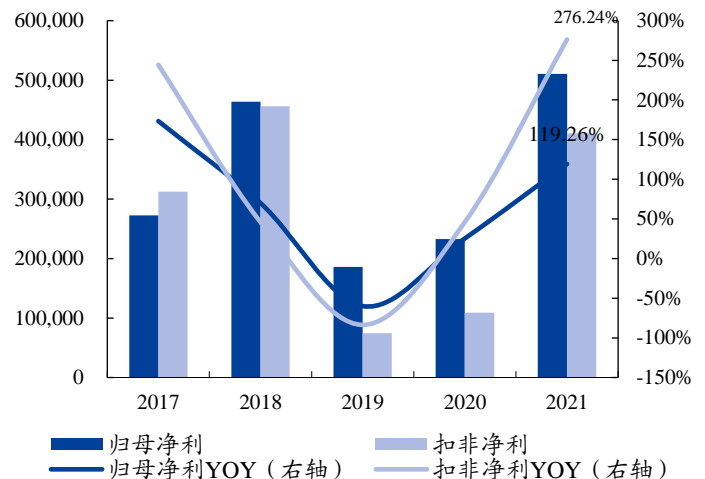
经营业绩大幅增长。2021年，洛阳钼业实现营业收入1738.63亿元，同比增长53.89%；实现归母净利51.06亿元，同比增长119.26%；扣非后归母净利达41.03亿元，同比增长276.24%，总营收、净利润均创公司历史新高。当前公司营收、毛利及归母净利润仍处上行周期，随着未来公司加码布局能源金属镍、钴、铜，营收和盈利能力方面或进一步提升，预计业绩仍有大幅上升空间。

图表1：2021年营业收入同比增长53.89%至1739亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

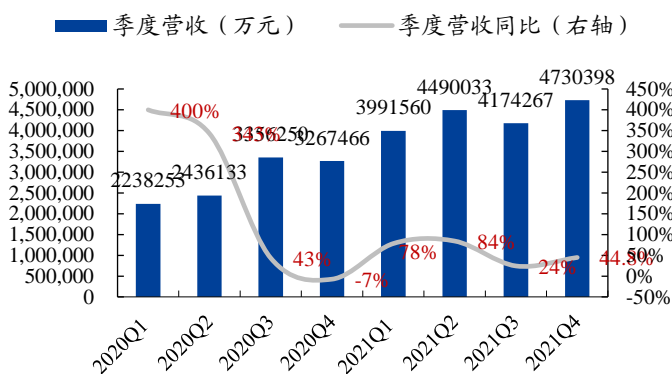
图表2：2021归母净利同比增长119.26%至51.06亿元（单位：万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

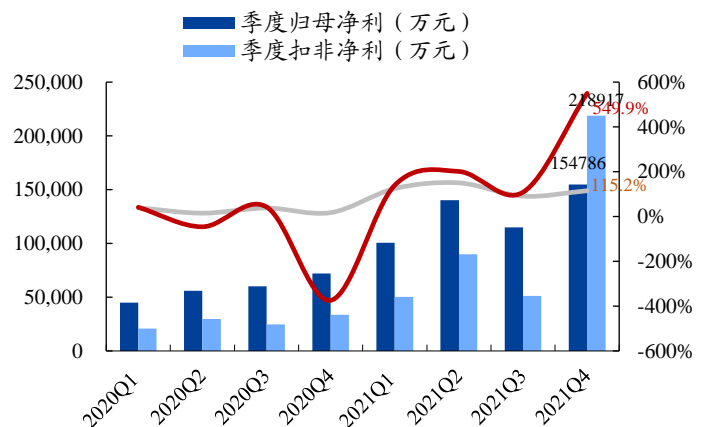
Q4单季度创历史最好业绩。2021Q4实现营收473.03亿元，环比增13.3%，同比增44.8%；归母净利为15.48亿元，环比增34.6%，同比增115.2%；扣非归母净利21.89亿元，环比增326.7%，同比增549.9%，创造公司历史最佳单季度利润水平。

图表3：2021Q4营收环比增13.3%至473.03亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

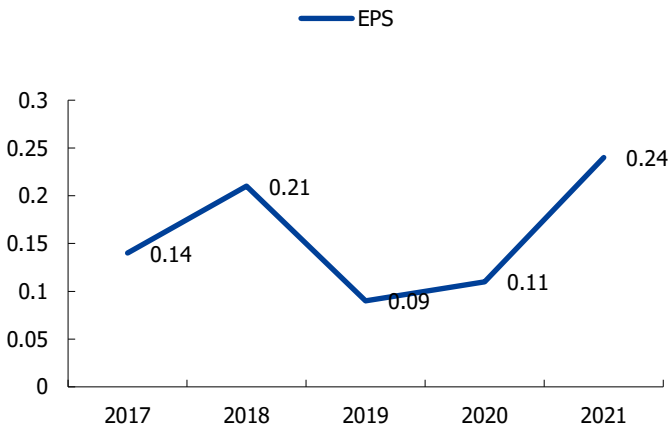
图表4：2021Q4归母净利环比增34.6%至15.48亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

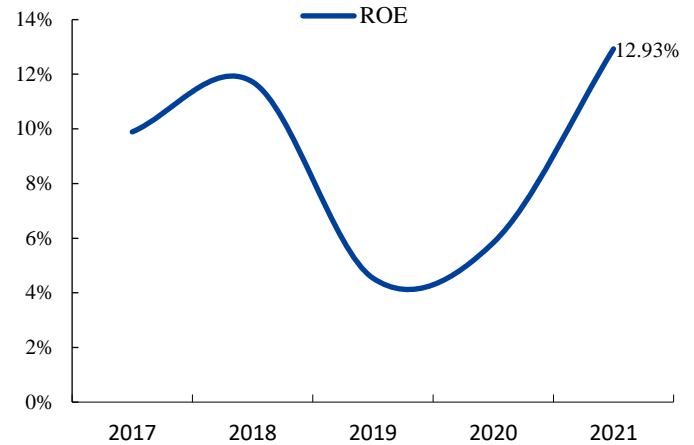
盈利能力持续提升。EPS自2020年0.11元同增118.18%至0.24元，ROE增7.10个百分点至12.93%。受益于公司主要产品价格上涨、产量增长和成本管控，公司各项经济指标均实现同比大幅增加。

图表 5: 2021 年 EPS 同增 118.18% 至 0.24 元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

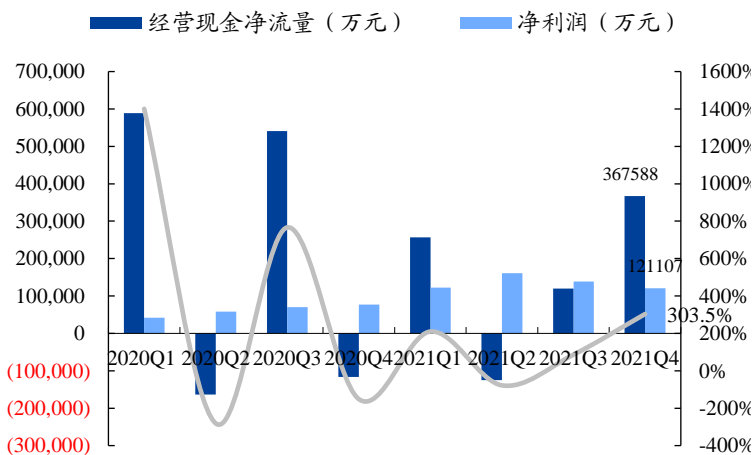
图表 6: 2021 年 ROE 增 7.10 个百分点至 12.93%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

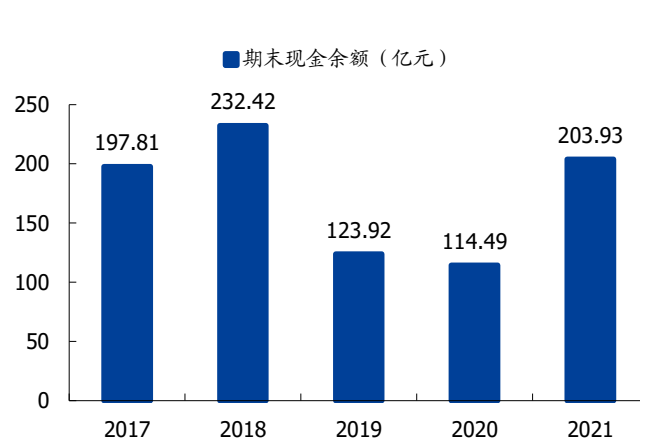
**期末现金余额充裕, 年内现金流持续改善。**公司始终保持充裕的流动性和现金储备, 2021 年公司经营性净现金流 61.9 亿元, 同比减少 23 亿元, 整体仍处于较高水平。下半年随着主要铜钴产品价格上涨, 公司现金流持续改善。期末现金余额同比增 89.44 亿元至 203.93 亿元, 利润大增令公司期末现金流保持充裕。

图表 7: 经营性净现金流 61.9 亿元, 同比减少 23 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 期末现金余额同比增 89.44 亿元至 203.93 亿元

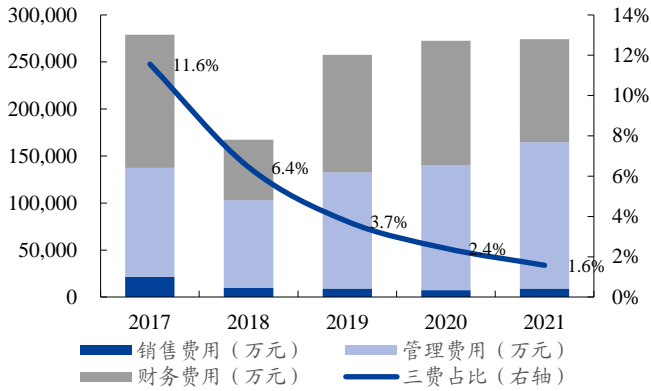


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**公司“降本增效”再获突破, 费用性支出控制得当。**2019 年后, 公司受益于收购 IXM 贸易业务后产销一体化以及公司制定三年降本增效方案, 各项费用控制得当, 管理和财务费用有效降低。公司继 2020 年提前完成 5 亿美元三年降本目标之后, 继续在各运营单元开展降本增效活动, 巩固低成本运营优势, 提高盈利能力。2021 年, 公司矿山采掘及加工板块生产运营成本实现同口径同比降本增效超 16 亿元人民币。



图表 9: 2021 年三费总额控制得当



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2021 年公司降本总额超 16 亿元

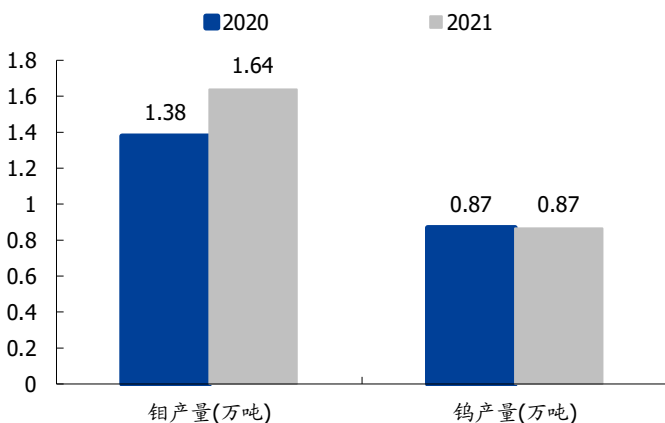
	2020年降本额	2021年降本额
铜钴板块	3.65亿美元	1.88亿美元
铌磷板块	6573万美元	1.77亿雷亚尔
中国区业务	1.11亿人民币	9561万元人民币
总降本量	29.30亿人民币	超16亿人民币

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2、经营数据：毛利率大幅提升，铜钴贡献绝对收益

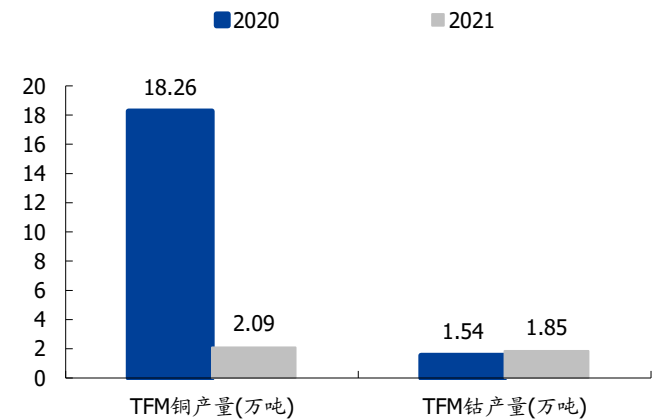
量上，经营业绩大幅增长，多个产品产量创造历史纪录。TFM 铜产量创四年新高，钴产量创三年新高，巴西磷肥产量创巴西建厂以来新高。①刚果（金）铜钴方面，自 2016 年收购 TFM 铜矿后，公司铜、钴金属产量总体保持增长。公司刚果（金）地区 2021 年铜产量达到 20.91 万吨，钴产量升至 1.85 万吨，预计 2022 年铜产量达 22.7-26.7 万吨，钴产量达 1.75-2.05 万吨，KFM 铜钴混矿项目以及 KFM 铜矿开发将成为未来关键增长点；②铜金方面，受矿山品位下降影响，铜精矿产量（金属当量）延续下跌。2021 年澳洲铜金板块实现 2.35 万铜产量和 2.20 万盎司黄金产量，预计 2022 年铜产量为 2.25-2.62 万吨，黄金产量为 1.73-2.02 万盎司；③钼钨方面，受钼矿品位下降影响，近年来钼、钨金属产量出现部分下滑。2021 年钨金属产量 0.87 万吨，钼金属产量升至 1.64 万吨，2022 年预计同比小幅回落；④铌磷方面，公司于 2016 年收购的巴西铌磷矿作为公司“现金牛”业务，铌磷板块长期维持平稳产出。2021 年铌铁和磷肥产量分别为 0.86 吨和 112 万吨，预计 2022 年铌产量 0.82-0.95 万吨，磷肥 104-122 万吨，产量稳中有增。

图表 11: 2021 年公司钼钨产量变化



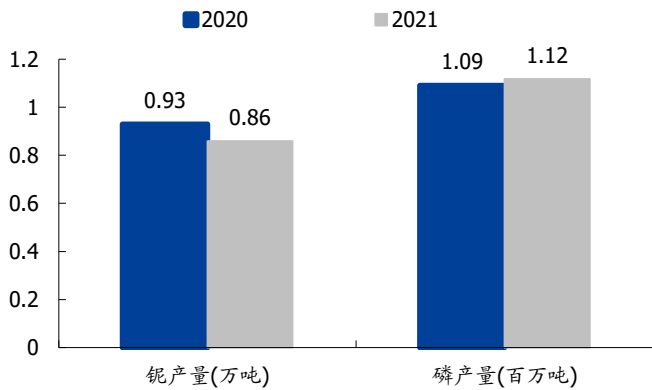
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2021 年公司铜钴产量变化



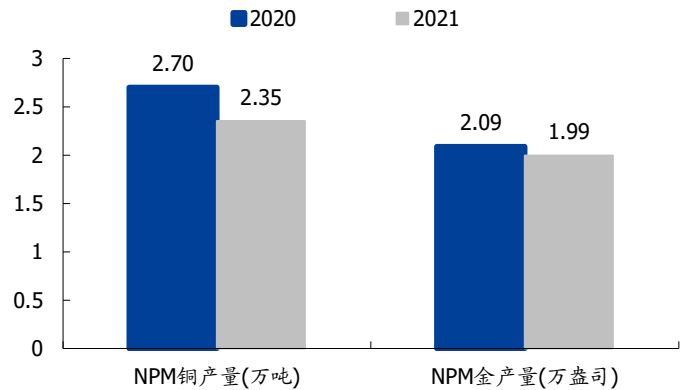
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2021 年公司钼磷产量变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2021 年公司铜金产量变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

价上, 2021 年铜、钴、钼、钨等价格持续走强, 有力支撑资源业务营收增长。①铜钴方面, 铜: 2021 年 LME 铜现货结算价年均价 9317 美元/吨, 同比增长 50.61%。年内疫情及全球供应链瓶颈影响仍存, 海外经济从疫情中陆续复苏, LME 库存下降至历史低位, 价格中枢明显上移。钴: 2021 年 MB 金属钴年均价 23.98 美元/磅, 同比增长 56.02%。非洲钴原料出口及物流受限, 国内需求较强, 现货紧张, 年内钴价出现明显上涨; ②钼钨方面, 钼: 2021 年钼铁年均价 13.67 万元/吨, 同比增 36.84%。海外供应偏紧、国内环保检查及钢厂采购需求旺盛推升钼铁价格; 2021 年仲钨酸铵 (APT) 年均价 15.38 万元/吨, 同比增 20.53%, 国际需求回暖促进国内 APT 价格企稳回升; ③钼磷方面, 2021 年钼铁年均价 20.15 万元/吨, 同比基本持平; 2021 年磷肥 (MAP、DAP) 巴西 (巴西交到价) 694 美元/吨, 同比增长 105.93%。全球农作物价格在经济复苏背景下快速大幅上涨, 下游利润充足, 磷产品价格跟涨顺利; ④铜金方面, 该板块对整体业绩贡献较低, 主要存在铜精矿价格波动影响以及黄金产量的 10% 存在现货价格波动敞口。

图表 15: 2021 年公司主要产量价格变化

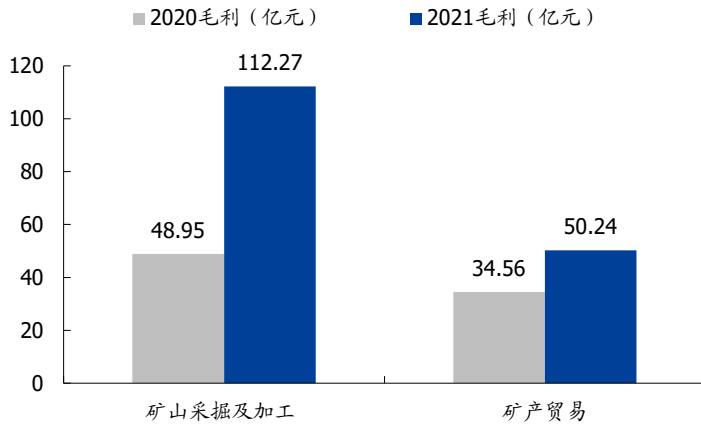
公司相关产品国内市场价格情况				
产品		2020 年	2021 年	同比 (%)
钼	钼精矿 (人民币元/吨度)	1,453	2,023	39.23
	钼铁 (人民币万元/吨)	9.99	13.67	36.84
钨	黑钨精矿 (人民币元/吨度)	1,290	1,557	20.7
	APT (人民币万元/吨)	12.76	15.38	20.53
公司相关产品国际市场价格情况				
产品		2020 年	2021 年	同比 (%)
铜	阴极铜 (美元/吨)	6,186	9,317	50.61
钴	金属钴 (美元/磅)	15.37	23.98	56.02
钼	氧化钼 (美元/磅钼)	8.7	15.9	82.76
钨	APT (美元/吨度)	225.35	290.85	29.07
钼	钼铁 (美元/公斤钼)	24.79	42.54	71.6
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	337	694	105.93
铅	金属铅 (美元/吨)	1,825	2,206	20.88
锌	金属锌 (美元/吨)	2,269	3,007	32.53

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率方面, 铜钴板块毛利率大幅提升, 盈利能力显著增强。剔除贸易板块后, 2021 年, 公司矿山采掘及加工 (含中国钼钨、刚果 (金) 铜钴、澳洲铜金和巴西钼磷业务四

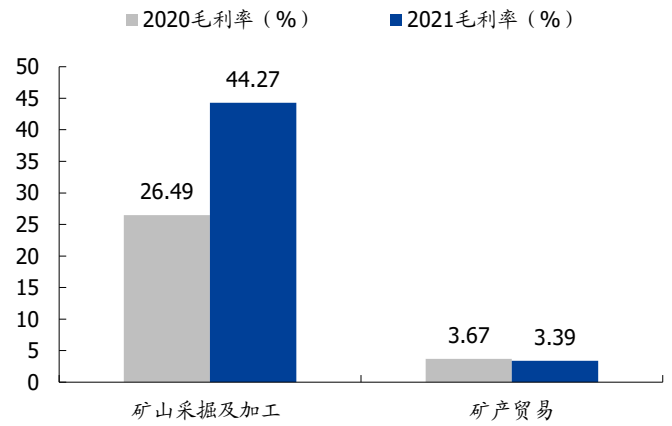
大板块业务)毛利率自 26.49%升至 44.27%，盈利能力显著增强。分板块看，四大板块毛利率均有不同程度提升( 钨磷板块基本维稳)，其中铜钴板块因铜钴价格同比分别上涨 50.61%、56.02%，另外，刚果(金) 2021 年降本总额达 1.88 亿美元，铜价上行叠加降本增效毛利率提升最为明显。

图表 16: 2021 年公司矿山板块毛利水平增至 112.27 亿元



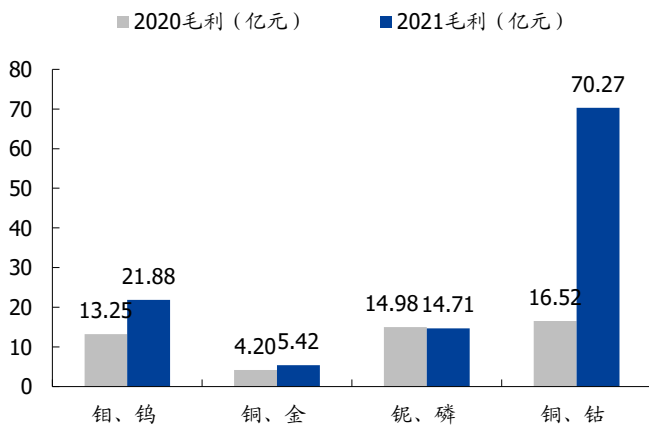
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 2021 年公司矿山板块毛利率自 26.49%升至 44.27%



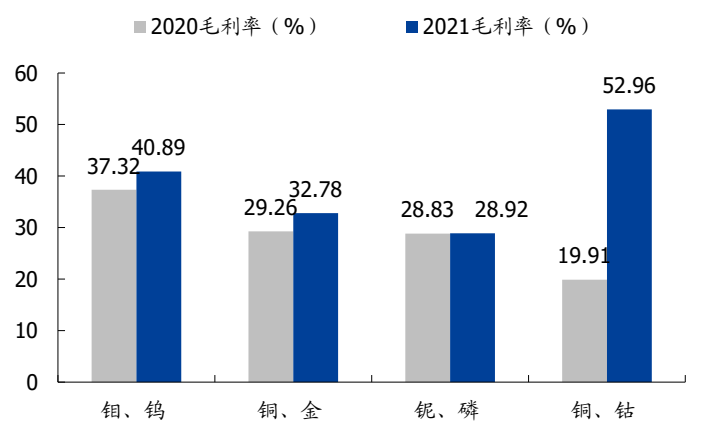
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 2021 年公司铜钴板块毛利增长明显



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2021 年公司铜钴板块毛利率跃升至 52.96%

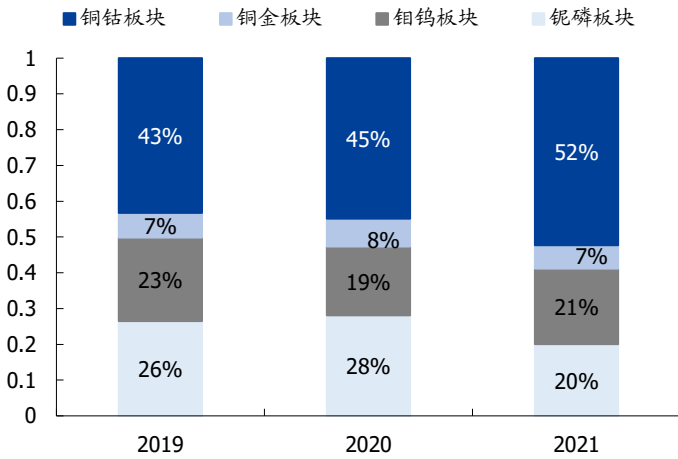


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

金属板块方面，铜钴板块量价齐升，构成公司核心业绩增长点。公司钨钨毛利率长期处于行业领先地位，但主采矿山品位下滑带来营业成本抬升以及产量下滑，业绩占比逐渐下滑；巴西钨磷项目作为压舱石业务，长期受益于降本增效成果和持续稳定产出，业绩稳中有增。2021 年，受益于公司 TFM 铜钴矿 10K 项目产能扩张及价格上涨，公司铜钴板块业绩占比提升明显。其中营业收入占比超 50%，毛利占比升至 62%，为公司核心盈利增长点。

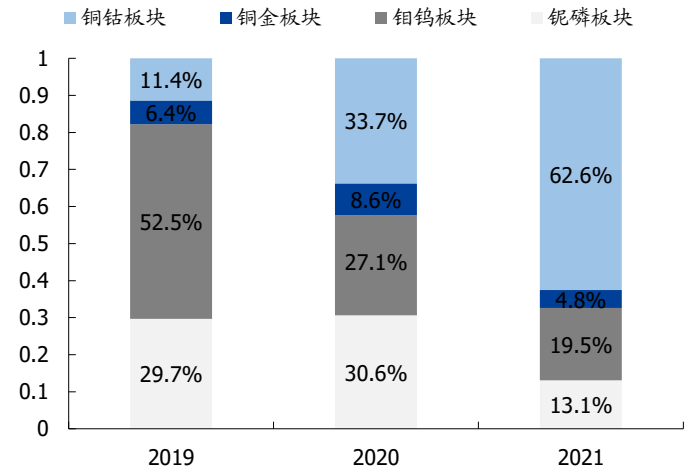


图表 20: 2021 年公司铜钴板块收入占比升至 52%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

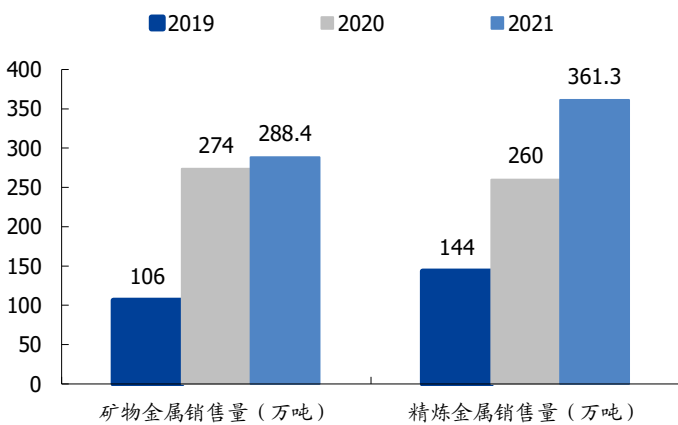
图表 21: 2021 年公司铜钴板块毛利占比升至 62.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

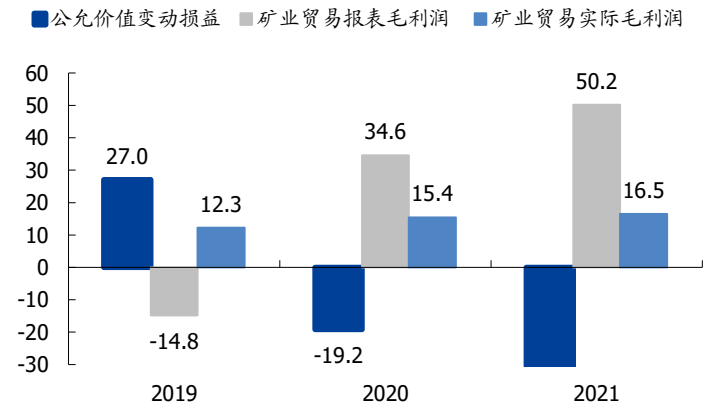
**IXM 方面, “矿业+贸易” 新发展之路初露峥嵘, 创造稳定利润增长点。** IXM 是全球第三大基本金属贸易商, 主要交易对象包括铜、铅、锌精矿和铜、铝、锌、镍等精炼金属以及少量贵金属精矿和钴、铌等特种金属。IXM 已负责 TFM 所产铜与钴全部产量、巴西所产铌全部产量及 NPM 所产铜部分产量的对外销。2021 年, IXM 金属贸易量达 649.7 万吨, 同比增加 116 万吨, 主要为精炼金属贸易量的增加, 预计 2022 年总贸易量达 770-910 万吨, 同比继续大幅增长。利润方面, IXM 在进行有色金属现货贸易的同时, 通过期现结合的业务模式降低价格波动风险, IXM 毛利仅反映现货贸易利润水平, 期货套保收益计入公允价值变动损益项目。综合考虑后, 2021 年 IXM 实现毛利 16.5 亿美元, 利润水平持续有效增长。

图表 22: 2021 年 IXM 金属贸易量达 649.7 万吨, 同比增加 116 万吨



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 2021 年 IXM 综合公允价值变动损益后实现毛利 16.5 亿美元 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

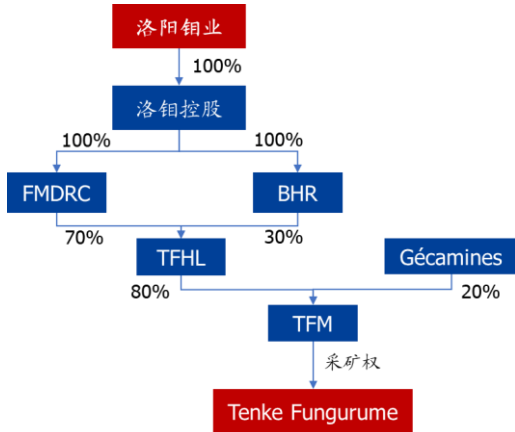
### 3、新增项目建设: 未来三年有望实现产能三倍增长

#### 3.1 Tenke Fungurume 铜钴矿: 10K 项目顺利投产, 混矿项目计划新增铜产能 20 万吨

**TFM 10K 提能增效项目顺利投产,新增年铜产能 9 万吨。**洛阳钼业持有 TFM 铜钴矿 80% 的权益。2021 年,公司克服疫情不利影响,推进 10K 项目于 2021 年 7 月正式投入试生产阶段,同步推进电积车间扩产项目,并于 9 月份正式达产。

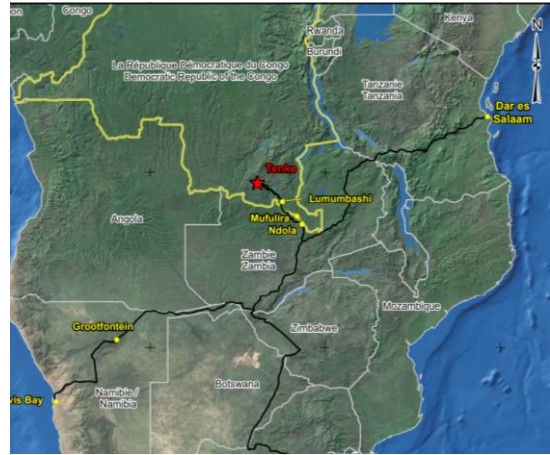
**TFM 铜钴矿项目将投资 25.1 亿美元混合矿项目,未来铜、钴产量翻一番。**2021 年 8 月 TFM 混合矿开发项目经董事会审议通过,规划建设 3 条生产线用于 TFM 混合矿开发项目,分别为 350 万吨/年的混合矿生产线、330 万吨/年的氧化矿生产线和 560 万吨/年的混合矿生产线,通过适应不同品质来料的混合加工实现技术更新下的“降本增效”。预计达产后将新增铜年均产量约 20 万吨,新增钴年均产量约 1.7 万吨,计划 2023 年建成投产。

图表 24: 洛阳钼业间接持有 TFM80% 的权益



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: TFM 地处铜钴矿优质资源带



资料来源: 可行性报告, 国盛证券研究所

**2023 年 TFM 铜钴产能预计分别达到 47 和 4.3 万吨。**①10K 项目与电积车间扩产: 10K 扩产增效项目 7 月初试生产, 2021 年 9 月末开始满负荷生产, 电积车间扩容项目 2021 年底投产; ②TFM 混合矿开发项目: 预计 2023 年新增铜钴产能分别约 20 万吨/年和 1.7 万吨/年; ③未来硫化矿贡献产量: 刚果(金)手抓矿资源量逐渐减少, 地表低开采成本的氧化矿采完后, TFM 地下硫化矿未来将发挥巨大潜力。

图表 26: TFM 铜矿产能产量稳步增长 (单位: 万吨)

		2020	2021E	2022E	2023E
铜	产能	18.26	27	27	47
	产量	18.26	20.91	22.7-26.7	-
钴	产能	1.87	2.60	2.60	4.3
	产量	1.54	1.85	1.75-2.05	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (以 2018-2020 年期间最大年产量作为 2020 年在产产能)

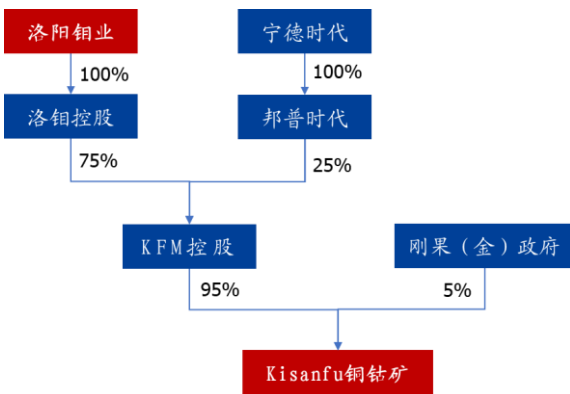
### 3.2 Kisanfu 铜钴矿: 强强联手绑定宁德时代, 优质资源待开发

洛阳钼业间接持有 KFM 铜钴矿 71.25% 的权益, 宁德时代和刚果(金)政府分别持有剩余 23.75% 和 5%。2020 年 12 月公司自自由港收购取得 KFM 铜钴矿 95% 股权; 2021 年 4 月, 宁德时代旗下子公司邦普时代以总对价 1.375 亿美元平价获得洛钼控股全资子公司 KFM 控股 23.75% 的股权, 交易完成后洛阳钼业间接拥有 KFM 铜钴矿 71.25%

权益。按照约定将根据持股比例共担成本、共享收益，优先应用洛钼控股及其附属公司的物流和销售服务；同时双方会在产品购销和建立新能源金属资源开发全方位战略合作伙伴关系等方面展开合作。2021年以来钴、铜两种金属价格处于上行周期，公司本次股权交易对价未予以提价，表现出公司对宁德时代高质量开发能力的信心。

**Kisanfu 铜钴矿位于 Tenke 铜钴矿西南 33 公里处，预计未来能够与 TFM 矿产生协同作用。**2020 年新取得的毗邻 TFM 矿区的 KFM 铜钴矿是世界级绿地项目，总资源量约 3.65 亿吨矿石，含铜金属约 628 万吨，铜平均品位约 1.72%；含钴金属量约 310 万吨，钴平均品位约 0.85%。该矿资源量丰富，铜钴矿石平均品位高，具备巨大勘探潜力，进一步巩固了本公司新能源原材料领域的地位。项目已于 2021 年上半年进行可行性研究分析，并于 4 月开始基建剥离。2022 年将启动 KFM 项目建设工作，TFM 混矿及 KFM 项目达产后，公司铜钴产品将产能倍增，未来几年公司或是同类矿企里实现较大增长的公司之一。

图表 27: 洛阳钼业间接持有 KFM 铜钴矿 71.25% 的权益



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: Kisanfu 收购对价远低于 TFM

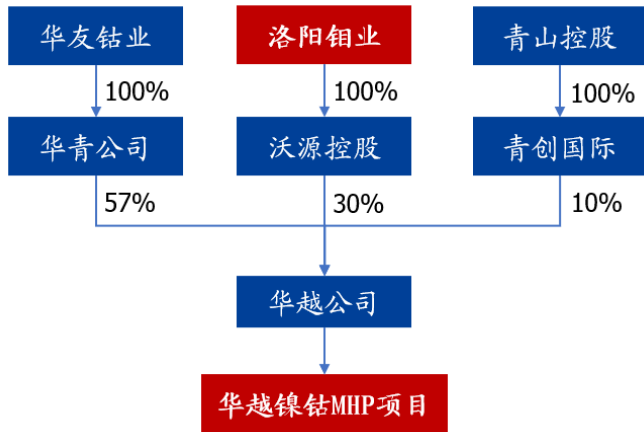
	Kisanfu	TFM
收购对价 (亿美元)	5.50	26.65
铜金属量 (万吨)	628	2,471
钴金属量 (万吨)	310	247
收购权益 (%)	95%	56%
单位铜金属对价 (美元/吨)	92.19	192.63
单位钴金属对价 (美元/吨)	186.76	1,926.29

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 实力参股华越镍项目，2021 年底投产贡献大笔投资性收益

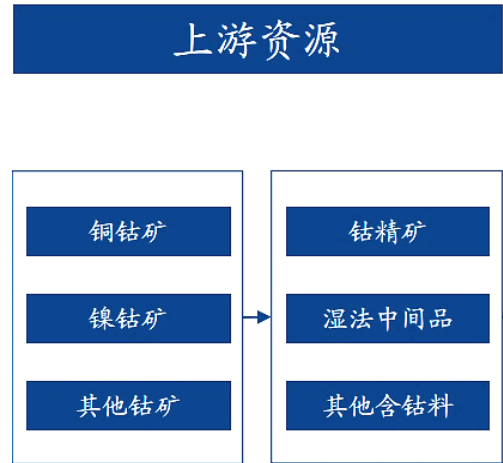
洛阳钼业通过全资子公司沃源控股间接持有华越镍钴项目 30% 权益。华越镍钴 (印尼) 项目由全球第一大钴生产商华友钴业、全球第二大钴生产商洛阳钼业、不锈钢生产最大规模企业青山钢铁三家实力股东合资组成。2018 年 10 月 29 日，华友钴业全资子公司华青公司与青创国际、沃源控股、IMIP、LONG SINCERE 宣布投资建设印尼 Morowali 红土镍矿湿法冶炼项目，其中镍钴矿原料由青创国际以自有矿山资源优先按市场价提供；2019 年洛阳钼业通过香港全资子公司洛钼控股收购沃源控股 100% 股权，此后沃源控股收购 IMIP 所持华越镍钴 10% 权益并以不超过 6910 万美元增资，公司最终持有华越镍钴股权比例增加至 30%；根据股东签署的项目包销协议，洛阳钼业届时将包销华越镍钴 31% 产品。

图表 29: 公司参股华越镍钴项目 30%权益



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 公司产品主要是钴精矿并加工上游湿法钴中间品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

携手中国资本布局印尼电池级镍冶炼, 华越项目一期已实现首批产品发货。华越镍钴项目位于印度尼西亚 Morowali 工业园区, 具备年产 6 万吨镍金属量(含钴 0.78 万吨)的红土镍矿湿法冶炼产能, 项目投资总额为 12.8 亿美元, 2021 年底已经完成第一批产品试产发运, 预计达产后公司将获得约 1.86 万吨氢氧化镍和 0.24 万吨氢氧化钴产品包销权(根据 31%包销量测算)以及相应的投资收益。

#### 4、远期规划: “三步走”战略, 助力公司成为“受人尊敬的、现代化、世界级资源公司”

制订了“三步走”的发展路径。第一步“打基础”降本增效, 通过组织升级和全球管控模式的建立, 做好储备; 第二步“上台阶”产能倍增, 伴随产能的提升, 培养建设世界级项目能力, 全球治理水平全面上台阶。第三步“大跨越”创世界一流, 企业规模、现金流水平达到新的高度, 人才队伍和项目储备达到新的要求, 围绕重点区域和重点品种, 谋求更大的发展, 实现公司新愿景目标“受人尊敬的、现代化、世界级资源公司”。目前, 公司正处在从第一步“打基础”向第二步“上台阶”的关键阶段。2022 年定位于建设年, 要加快刚果(金)两个世界级矿山建设, 实现资源利用价值最大化, 为公司实现新的跨越奠定坚实基础。

**第一步“打基础”:** 组建完成以总裁为核心的全球经营管理团队, 奠定长远发展基础。“三年降本”基本完成, 2020 年与 2021 年分别实现降本 30 亿、16 亿人民币; “5233”管理架构落地, 集团实现管理流程再造, 全球一体化管理体系基本形成。同时, 公司仍在不断赋能海外运营单位, 向刚果(金)、澳洲、巴西、IXM 输送中方核心骨干, 持续推进管理水平升级。报告期内, 完成 KFM 管理团队组建核心管理人员到位; 改组洛钼巴西管理团队, 推行管理提升, 效果初步显现。

**第二步“上台阶”:** 全力推进两大世界级项目建设, 实现产能翻倍增长。围绕公司战略目标, 克服疫情影响, 加快 TFM 混矿项目及 KFM 重点项目建设步伐。报告期内, 10K 项目与挖潜增效项目投产达产, TFM 混合矿项目快速推进, 印尼镍钴项目首线试投产成功。另外, 加快 KFM 可研及建设进度, 争取 2022 年启动 KFM 项目建设工作, 培养公司建设世界级矿山能力和经验。此外, 坚定不移探索“矿业+贸易”的融合之路, 促进上游矿山与埃珂森金属贸易的协同。



**第三步“大跨越”：铜钴产能规模创世界一流，外延投资新能源矿种步步为营。**公司将根据全球双碳背景和公司全球布局，制定新的战略目标和愿景，矿山采掘及加工板块和矿产贸易板块配合公司中短期目标，围绕新能源金属，在非洲、南美、东南亚等重点地区，加快市场调研，推进跟踪的新增重点项目，抢占新能源赛道，伺机谋求外延投资。

## 风险提示

### 1、金属价格大幅波动风险

本公司收入主要来自有色金属及磷产品，主要包括阴极铜、铜精矿、氢氧化钴、钼铁、钨精矿、铌铁及磷肥等其他相关产品的销售，经营业绩受矿产品市价波动影响较大。由于相关资源开采及冶炼成本变动相对较小，公司报告期内利润及利润率和商品价格走势密切相关，若未来相关资源产品价格波动太大，会导致公司经营业绩不稳定，特别是如果相关资源产品价格出现大幅下跌，公司的经营业绩会产生较大波动。

### 2、海外资产运营风险

公司具有较为丰富的海外资产运营、管理经验，但不同国家政治、经济、法律和劳工等经营环境的一定差异对公司不同地区的资产经营管理带来巨大挑战。另外，随着公司加速国际化步伐，对公司国际化管理的各类专业化人才的储备、培养和引进带来较大的挑战，公司的经营管理可能在一定程度上受到人才紧缺的影响。对此，公司积极引进全球范围内具有丰富行业运营经验和国际化管理能力的人力资源，以对公司全球业务实施高效管控，降低运营风险，实现公司国际化多元化成长的目标。

### 3、政治及政策风险

本公司主要运营项目分布于：中国、刚果(金)、巴西、澳大利亚和瑞士等国家和地区，其中TFM铜钴矿及KFM铜钴矿项目位于刚果(金)，作为全球不发达的国家之一，其社会问题较为突出，如该国未来政治及治安环境出现恶化，会对公司生产经营造成不利影响。其他国家如若业务运营地国家宏观经济调控政策、外汇管理政策、产业政策及税收政策等政策调整和变化，同样可能会对公司的运营造成一定影响。为应对潜在风险，公司境外资产运营理念注重与当地政府、社区、社会团体之间培养良好关系，关注相关国家政治、经济形势变化，提高政策风险防范和应对能力。随着中国同刚果(金)的政治关系日益稳定密切，赴刚投资受国家鼓励并成为趋势。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com