

# 洛阳栾川钼业集团股份有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：吕卓林 [zhllv@ccxi.com.cn](mailto:zhllv@ccxi.com.cn)

项目组成员：霍 飞 [fhuo@ccxi.com.cn](mailto:fhuo@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 18 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了可持续挂钩债评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 5 月 18 日至 2022 年 10 月 17 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0268 号

## 洛阳栾川钼业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 5 月 18 日至 2022 年 10 月 17 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月十八日

**评级观点：**中诚信国际维持洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛阳钼业”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了资源储量丰富、规模优势突出、多种金属经营且产业链完善、矿山板块盈利能力强以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到行业周期性波动风险、海外业务风险、资本结构尚待优化及经营活动净现金流表现一般等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

洛阳钼业（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,168.62	1,224.41	1,374.50
所有者权益合计（亿元）	494.96	473.35	482.64
总负债（亿元）	673.67	751.06	891.86
总债务（亿元）	481.01	517.06	539.35
营业总收入（亿元）	686.77	1,129.81	1,738.63
净利润（亿元）	17.66	24.79	54.28
EBIT（亿元）	41.99	46.64	105.20
EBITDA（亿元）	79.31	89.99	148.15
经营活动净现金流（亿元）	17.05	84.92	61.91
营业毛利率(%)	4.47	7.47	9.39
总资产收益率(%)	3.85	3.90	8.10
资产负债率(%)	57.65	61.34	64.89
总资本化比率(%)	49.29	52.21	52.77
总债务/EBITDA(X)	6.06	5.75	3.64
EBITDA 利息倍数(X)	4.31	5.03	8.40

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：有色金属(C050000\_2019\_04)

洛阳栾川钼业集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	5.43	7
	总资产收益率(%)*	5.28	7
	总资本化比率(%)	52.77	8
财务政策与 偿债能力 (34%)	EBITDA/总债务(%)*	20.45	8
	EBIT 利息保障倍数(X)*	3.62	8
	调整后的 CFO/总债务(%)*	4.24	8
规模与多元 化(20%)	营业总收入(亿元)*	1,185.07	10
	业务多样性	10	10
运营实力 (30%)	资源赋存	10	10
	原材料供应稳定性	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

### 正面

■ **资源储量丰富、规模优势突出。**公司矿产资源储量较为丰富，涵盖铜、钴、黄金、铌、磷、钼、钨等金属与非金属品种，矿山品位较高，2020 年收购 Kisanfu 使得铜钴资源储量更加丰富，为公司的可持续发展提供了良好保障。目前公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，是全球领先的钨、钴、铌、钼生产商和重要的铜生产商，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三。

■ **多种金属经营且产业链完善，抗风险能力较强。**公司拥有铜钴、黄金、钼钨及铌等金属的采、冶、加工完整的产业链，多种金属经营可分散单一金属价格波动的风险；此外金属贸易业务与矿山生产业务形成较强协同，实现了产业链延伸，有利于提高公司整体抗风险能力。

■ **矿山板块盈利能力强。**公司控制较多上游资源，随着主要金属品种价格的上涨和公司经营规模的扩大，2021 年公司实现净利润 54.28 亿元，同比增长 118.98%。

■ **融资渠道畅通。**作为 A+H 股上市公司，公司直接融资渠道畅通。此外，截至 2021 年末，公司共获得多家银行授信共计 1,408.99 亿元，其中尚未使用额度为 872.86 亿元，财务弹性较好。

### 关注

■ **行业周期性波动对公司盈利水平影响较大。**有色金属价格具有行业周期性，公司盈利能力受有色金属价格波动影响较大。

■ **海外业务面临一定风险。**公司海外资产及收入占比均较高，海外资源开发投资及经营活动易受区域性政治及经济因素影响。

■ **负债规模持续上升。**受整体经营规模扩大及贸易业务量价上升带来的流动性需求增加影响，公司负债规模的上升使得资产负债率水平持续增加。

■ **经营活动净现金流有所波动。**2021 年公司净利润大幅提升，矿业板块经营活动净现金流同比增长。但是受大宗商品价格上涨的影响，贸易板块经营活动资金占用增加，使得整体经营活动净现金流同比减少。

### 评级展望

中诚信国际认为，洛阳栾川钼业集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属价格持续性下滑，海外经营环境大幅恶化导致大幅亏损；债务规模大幅攀升，短期流动性承压。

**评级历史关键信息 1**

洛阳栾川钼业集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/10/18	吕卓林、霍飞	<a href="#">中诚信国际有色金属行业评级方法与模型 C050000_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2015/06/24	韩晟、刘翌晨	<a href="#">中诚信国际有色金属行业评级方法 CCXI_020401_2014_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2011/05/04	毛麒麟、刘英爱	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**评级历史关键信息 2**

洛阳栾川钼业集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/11/15	邢杰、田聪	<a href="#">中国有色金属行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2014/04/14	许家能、蔡汤冬、龚天璇	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

部分有色金属企业 2021 年（末）主要指标对比表					
公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
江西铜业	1,610.35	51.68	4,427.68	59.14	90.32
紫金矿业	2,085.95	55.47	2,251.02	196.00	260.72
<b>洛阳钼业</b>	<b>1,374.50</b>	<b>64.89</b>	<b>1,738.63</b>	<b>54.28</b>	<b>61.91</b>

注：“江西铜业”为“江西铜业股份有限公司”简称；“紫金矿业”为“紫金矿业集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“19 洛钼 01”、“20 栾川钼业 MTN001”、“22 栾川钼业 SCP002”和“22 栾川钼业 SCP003”的存续期内对公司进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加

大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望:**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

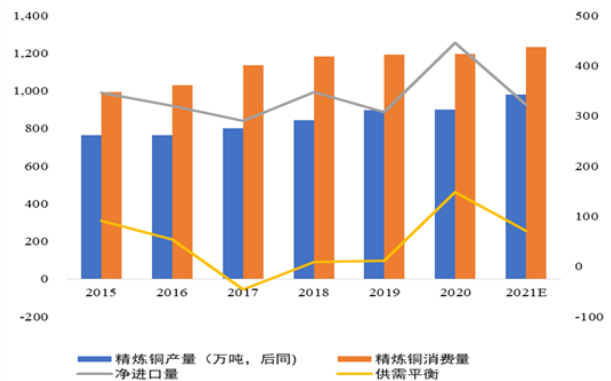
**2021 年以来全球铜精矿产量同比小幅增加，随着部分项目建成投产，铜精矿供应有望实现恢复性增长；光伏、新能源等领域对于铜仍有较大新增需求；2021 年以来受流动性宽松等因素影响，国际国内铜价整体呈上升趋势，价格重心大幅上移，铜加工费有所回升**

2021 年以来，铜精矿整体供应仍有所短缺，也是铜价走高的基本面因素之一。但随着疫情的逐步缓解，海运交通的有序恢复，企业复工复产的逐步推进，铜价整体的上行和较好的盈利预期使得行业的资本开支维持正常水平，主流铜企较大在建项目相继投产释放产能，铜精矿短缺量较上年收窄。根据不同市场机构的预测，2022 年全球市场将新增矿山产铜产量为 90~110 万吨。但由于上述项目资本开支计划较高，对企业资金平衡提出较高挑战，考虑到全球疫情和宏观经济的不确定性，以及高铜价对新增产能刺激的滞后性，新建和扩产项目存在不及预期的可能性。我国是世界上铜储量相对短缺的国家，加上国内铜矿石的平均品位不高，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈，中国铜精矿自给率自 2011 年持续走低，进口依赖度逐步增强。据安泰科预估，2021 年中国铜精矿产量约 170 万吨，进口量约 590 万吨，自给率 22.4%。

冶炼方面，根据国家统计局数据，2021 年国内精炼铜产量为 1,049 万吨，同比增长 7.4%，增速基本持平。2021 年受益于硫酸价格提升和年末的加工费上升，企业生产积极性提高，在三季度以来局部地区限电限产的制约影响下，全年开工率仍保持在

一定水平，冶炼厂整体盈利能力尚可，精炼铜产量保持增加。从冶炼产能扩张来看，尽管年内仍有一些新项目拟投入运营，但本轮中国冶炼厂产能扩张（2018~2022 年）或已接近尾声，资源瓶颈、利润约束、环保限制或将对产能扩张产生更强的阻力。在精炼铜产量增幅放慢且需求有支撑的背景下，安泰科预计 2022 年精炼铜供需平衡为 61 万吨，较 2020 年的 149 万吨大幅改善。

图 1：近年来我国精炼铜供需平衡情况（万吨）



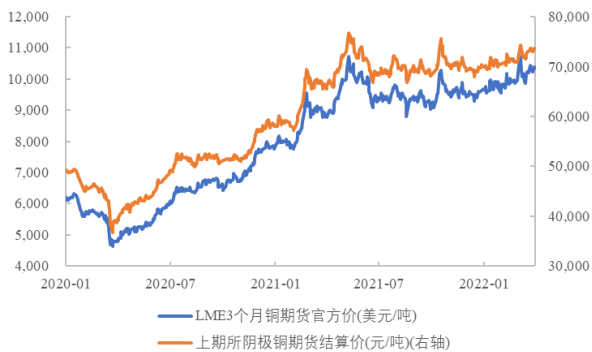
资料来源：安泰科，中诚信国际整理

下游需求方面，中国为全球第一大铜消费国，占比持续增长，2021 年达到 59%，预计未来将维持在 55% 以上。在疫情逐步缓和全球流动性宽松的背景下，IMF 预测 2021 年全球铜消费量进一步增长 4.5% 至 2,611.4 万吨，国内消费量亦在 2021 年实现增长。铜的下游主要以电力投资，房地产产业及相关的家电产业链和汽车制造等为主。十四五期间，能源转型带来的电力投资将使得其固定资产投资维持在较高水平。而光伏及风电对领域新增投资均有望对铜需求形成支撑。在大城镇化背景下，房屋的新增、刚需盘、置换需求多重影响下，较大的市场容量仍将持续对房地产狭义端房屋配置及广义端下游家装产业链对于铜的需求起到支撑作用。2021 年国内新能源汽车产量 367.70 万辆，同比增长 145.60%。新能源汽车在能源转型过程中将保持较快的产出增速，且新能源汽车单车用铜量显著高于传统汽车，汽车产业用铜量仍将持续增长。

价格方面，2021 年初以 LME3 月期铜为表征的

铜价整体呈上升趋势，此后铜价维持宽幅振荡的行情，最低于八月中旬降至 8,783.50 美元/吨，最终 2021 年末铜价收于 9,681.00 美元/吨。2021 年 LME 三月期铜均价为 9,290 美元/吨，同比上涨 50.34%，尽管全年价格有所振荡，但价格重心仍大幅上行。沪铜期货结算价格与伦铜走势基本一致，无较为明显的滞后。5 月中下旬之后，原材料暴涨加剧下游企业经营压力，国家发改委等部门召开会议表明要做好保供稳价工作，并于年内合计抛储 11 万吨，带来铜等大宗产品价格短暂回调。但 10 月电力供应紧张进一步拉高国内铜价，随着保供政策的落地和电力供应的逐步恢复，铜价震荡下行。2022 年 2 月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022 年第一季度 LME 和沪铜三月期铜均价分别为 9,962 美元/吨和 71,479 元/吨，分别同比增长 17.63% 和 13.62%。但 3 月美联储如期启动加息 25 基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，仍需关注整体价格震荡风险。

图 2：近年来 LME 三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

加工费方面，由于国际铜精矿供给长期紧张，铜精矿加工费（TC/RC）自 2005 年上半年达到高点后逐渐回落。2021 年 4 月初铜现货加工费一度跌破 30 美元/千吨和 3.0 美分/磅的水准。后期随着供应的逐步恢复，加之国内冶炼厂降低进口铜精矿的承诺声明并持续加大粗铜和废杂铜等原料的使用力度，铜精矿现货加工费一路回升，三季度末最高市场曾有 70 美元/千吨和 7.0 美分/磅以上的报价出现，此后略有回落，但也维持在 60 美元/千吨和 6.0 美

分/磅以上。2021 年 12 月 16 日，江西铜业、铜陵有色、中国铜业、金川集团与 Freeport 确定了 2022 年铜精矿长单加工费（TC/RC）为 65 美元/6.5 美分，较 2021 年上涨 5.5 美元/0.55 美分，结束了 2015 年以来加工费逐年下降趋势，冶炼企业盈利能力有望实现一定程度的恢复。

图 3：近年来铜冶炼粗炼费及加工费价格走势



资料来源：Wind，中诚信国际整理

### 2021 年以来，受供应链扰动及需求端整体拉动影响，钴价呈上升趋势

钴因具有很好的耐高温、耐腐蚀、磁性性能而被广泛用于航空航天、机械制造、电气电子、化学、陶瓷等工业领域，是制造高温合金、硬质合金、陶瓷颜料、催化剂、电池的重要原料之一。

资源储量方面，据统计截至 2021 年末全球钴矿产资源储量为 760.0 万吨（金属量，下同）。从全球范围来看，钴金属资源主要分布于刚果（金）、澳大利亚、古巴、菲律宾、俄罗斯及加拿大等国家。

表 1：2021 年末全球钴资源储量情况（金属量、万吨）

国家	储量
刚果（金）	350.0
澳大利亚	140.0
印度尼西亚	60.0
古巴	50.0
菲律宾	26.0
俄罗斯	25.0
加拿大	22.0
马达加斯加	10.0
中国	8.0
美国	6.9
巴布亚新几内亚	4.7
摩洛哥	1.3



其他	61.0
<b>合计</b>	<b>760.0</b>

资料来源：USGS, Mineral Commodity Summaries 2021

供应方面，受益于嘉能可、洛阳钼业、欧冶资源和萨琳娜等生产商的扩产，2021 年全球钴原料供应量增长约 2 万吨。但受疫情影响，原材料运输受阻，欧美市场金属钴供应偏紧，对价格有一定拉升作用。

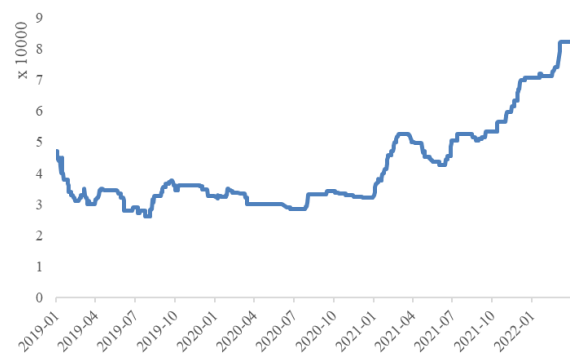
全球精炼钴生产主要集中在中国、芬兰、加拿大、日本、比利时、俄罗斯、挪威、澳大利亚和摩洛哥等国，中国下游配套产业链齐全，精炼钴占全球产量约为 75%，在全球精炼钴供应方面具有重要地位。2021 年全球精炼钴产量同比增长 10%至 16.7 万吨，用于新能源产业的钴盐增速最甚。2021 年我国精炼钴产量为 12.8 万吨，同比增长 27.9%。其中金属钴产量为 7,423 吨，同比减少 32.5%。钴盐产量为 11.4 万吨，同比增长 35.7%。目前国内的钴冶炼产能主要集中在华友钴业、格林美、金川集团、新时代中能、浙江格派等企业。

需求方面，2021 年全球钴金属消费量为 16.5 万吨，同比增长 17.1%。锂电新能源产业依然是钴消费的主要增长点，2021 年该行业钴消费量约为 11 万吨，在钴整体下游需求中的占比接近 70%；电子产品电池主要使用钴酸锂以及钴酸锂和镍钴锰酸锂的混合物，50%的动力电池则主要使用镍钴锰酸锂、镍钴铝酸锂三元材料。高温合金产业当期钴消费量约为 1.2 万吨，占整体消费需求的比重约为 7%。2021 年中国钴行业消费为 11.1 万吨，同比增长 28.6%，消费结构中锂电新能源产业占比更高，为 87.3%。

价格方面，2021 年 1~2 月，受非洲主要出口国刚果（金）实行宵禁、南非对口岸实行关闭等导致的钴原料出口受限以及上半年中国国储局收储金属钴等多重因素影响，同时国内在新能源领域相关政策的刺激下需求仍保持旺盛，供需两端共同推动钴价 2021 年第一阶段上涨。但 3 月受韩国三星工厂停产及汽车芯片短缺等因素影响，手机、动力

电池等消费端需求有所下滑，钴价在 3~4 月有所回落。5~8 月，钴价受震荡较为明显，但总体仍呈上行趋势。9 月之后，受南非奥密克戎毒株引起的新一轮疫情的发酵及刚果（金）的反复动乱等因素影响，原材料供应再次受限，钴价一路上行。2022 年第一季度国际市场钴价涨幅持续扩大，主要得益于欧洲市场需求恢复，终端市场采购增加，3 月末 LME3 个月钴期货结算价升至 82,000 美元/吨，同比增长 64%。

图 4：近年来 LME3 个月钴期货结算价（美元/吨）



资料来源：LME, Wind, 中诚信国际整理

### 2021 年以来，受益于需求端的稳定增长，在供应端偏紧的情况下，钼价整体呈上行趋势

钼主要用作钢铁行业各类合金钢的添加剂，可提高合金钢的强度、韧性、耐热性和耐蚀性。此外，钼在化工领域主要用于生产催化剂、润滑剂、油漆以及其他抗腐蚀性的外层涂料和着色剂等。

全球钼资源集中度高，根据美国地质调查局公布的“Mineral Commodity Summaries 2022”中的数据统计，全球钼资源主要分布在中国、秘鲁、美国和智利等国家，合计储量占全球比重达到超过 90%。其中，中国钼储量排名全球第一，占比达到 51.88%。

供应方面，据安泰科统计，2021 年全球钼产量总计约 27.51 万吨，同比下降 4.2%。2021 年我国钼精矿产量总计约 22.80 万吨（实物量），同比增长 7.40%。

需求方面，钼的下游集中在钢铁业；全球一次消费中约有 80%的钼以钼铁或焙烧钼精矿的形式

用于钢铁行业；14%以钼酸铵等钼化工的形式用于化工行业；6%以钼金属的形式用于钼金属制品行业。从终端消费来看，钼主要用于能源、基础设施、交通、航天军工等领域。据安泰科统计，2021年以来，随着海外疫情的相对缓解，终端行业对钼产品的需求有所回升；全球钼消费总量约 26.61 万吨，同比增长 8.20%。国内需求也有所增长，据不完全统计，2021 年全年国内主流钢厂钼铁累计招标量约为 11.62 万吨，同比增长 10.16%。不锈钢产量为 3,280 万吨，同比增长 7.8%。均保持增长。受下游不锈钢及特钢产量增长的拉动，2021 年国内钼消费量为 11.4 万吨，同比增长 7.6%。

价格方面，2021 年钼精矿价格整体呈上行趋势，1~2 月钼精矿价格持续走高，随后经两个月震荡盘整，在国际市场需求增长的刺激下，5 月起钼精矿价格加速上行，8 月到达新高。但随着国内能耗双控政策的影响，钼精矿价格开始回调，11 月结束跌破 2,000 元/吨度；受益于招标释放，回调后的钼精矿价格再度回升。钼铁价格走势与钼精矿基本一致。2021 年钼精矿与钼铁均价同比增幅均高于 30%。2022 年一季度，钼精矿供应保持偏紧，1 月和 3 月份需求均保持强劲态势，第一季度国内钼精矿和钼铁均价均同比上升超过 50%。

图 5：近年来我国钼铁及钼精矿价格情况



资料来源：安泰科，Wind，中诚信国际整理

## 2021 年受供应偏紧及成本上升影响，钨价格稳步上涨

钨的熔点高、密度高，具备良好的导电、导热

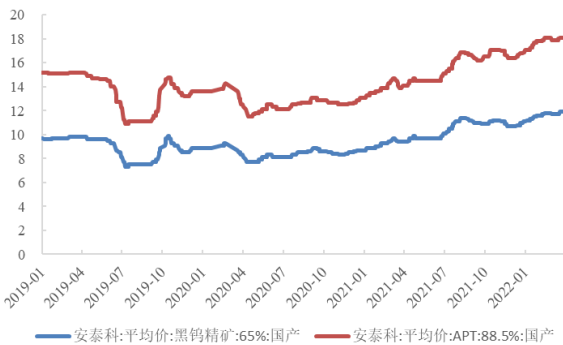
性，是经济和国防中不可替代的基础材料和战略资源，主要以三氧化钨的形式存在，用于生产硬质合金、钨铁、钨材及化工产品的生产。下游为汽车、航空航天、采矿、石油及天然气、电子等行业。

供应方面，中国是世界上钨资源最丰富的国家，截至 2021 年末已探明储量 224 万吨（ $WO_3$ ），约占全球总量超过 50%，主要分布在湖南、江西等地。据安泰科统计，2021 年全国 17 家主要钨矿山生产企业全年累计生产钨精矿 3.93 万吨，全国全口径预估产量为 7.1 万吨，同比增长 1.4%。受限于特定矿种的相关管理规定带来的采矿限额，如 2021 年主采指标为 8.08 万吨，综合利用指标为 2.72 万吨，全年总指标仅同比增长 3,000 吨，未来钨精矿供应量将不会有较大幅度增长。

钨消费领域主要包括硬质合金、钨特钢、钨材及钨化工。2021 年我国原钨消费量 5.5 万吨，同比增长 14.6%。其中，硬质合金为钨最主要的消费领域，占钨总需求量的一半以上。2021 年硬质合金的使用领域中，挖掘机产量为 36.2 万台，同比增长 5.45%；汽车产量为 2,652.8 万辆，同比增长 4.8%；金属切削机床产量为 60.2 万台，同比增长 29.2%，均对需求有良好支撑。

价格方面，2021 年上半年国内钨价稳步上升，6 月起受电力供应紧张及汛情灾害等因素影响，钨价加速上行，65% 黑钨精矿价格突破 10 万元/吨，8 月下旬 APT 价格升至近 17 万元/吨，较年初 13 万元/吨的价格，涨幅接近 30%。9 月起，钨价开始回调，钨精矿价格回落至 11 万元/吨，APT 价格回落至 16.4 万元/吨。四季度钨价呈震荡趋势，10 月辅料价格上涨推高加工费至 1.6 万元/吨，钨市场再度上涨；11 月随着有序用电结束，APT 加工费下调至 1.3 万元左右，65% 黑钨精矿价格降至 10.6 万元/吨；12 月，受成本推动影响，钨市场重新向上。2022 年第一季度，国内 65% 黑钨精矿和 APT 平均价格分别为 11.64 万元/吨和 17.81 万元/吨，同比增幅均超 25%。

图 6: 近年来我国钨精矿及 APT 价格走势 (万元/吨)



资料来源: 安泰科, Wind, 中诚信国际整理

### 公司产权结构稳定, 公司治理保持较高标准, 部分高级管理岗位发生变动

截至 2021 年末, 公司第一大股东为鸿商产业控股集团有限公司, 持股比例为 24.69%; 第二大股东为洛阳矿业集团有限公司, 持股比例为 24.68%, 均无变化。公司实际控制人仍为自然人于泳。

2021 年, 公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》和《香港联交所上市规则》等境内外法律法规的要求, 不断完善公司治理结构, 规范公司运作, 提高公司治理水平, 并对《公司章程》、《股东大会制度》等一系列内部管理制度进行了完善。

人事变动方面, 2021 年 5 月公司完成了第六届

表 2: 2021 年末公司参控股钨资源情况 (百万吨, %)

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量 (百万吨)	剩余可开采 年限	许可证有效期
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量			
上房沟钨矿	钨	451.39	0.139	62.74	32.96	0.191	6.30	4.5	7.3 年	12 年
	铁	22.75	19.01	432.48	1.345	30.01	40.36			
新疆钨矿	钨	441	0.115	50.71	141.58	0.139	19.68	--	38 年	23 年

注: 根据国家自然资源部要求, 在重新获得三道庄钨钼采矿许可证后, 相关储量信息将在公司完成矿区面积内资源储量核实工作后披露。

资料来源: 公司年度报告, 中诚信国际整理

公司钨相关产品包括钨精矿、氧化钨和钨铁, 其中钨精矿和氧化钨以自用为主; 钨相关产品主要为钨精矿、钨酸铵及仲钨酸铵。2021 年受益于上房沟钨矿的扩产, 公司钨产量同比增长 18.90%; 钨产

董事会选举, 董事会由 2 名执行董事, 3 名非执行董事和 3 名独立非执行董事构成, 除公司总裁孙瑞文先生成为执行董事外, 其余董事均无变化。2021 年 7 月, 时任公司董事会秘书岳远斌先生因个人原因辞职, 公司董事长袁宏林先生代为履行董事会秘书职责。2022 年 4 月, 公司副总裁兼首席财务官吴一鸣女士因个人原因辞职。

### 钨钼板块产量总体保持增长, 2021 年相关产品价格增幅较大, 板块盈利能力有所提升

公司拥有集钨钼采选、冶炼、深加工为一体的产业化结构, 行业地位稳固。

公司钨资源丰富, 主要分布于河南及新疆地区。其中, 公司本部的三道庄钨矿伴生钨金属。三道庄钨矿采矿许可证已于 2021 年 6 月 1 日到期, 公司于 2021 年 3 月提交采矿权延期申请手续, 11 月已获得三道庄钨钼采矿许可证, 年生产规模可达 990 万吨, 公司正在对矿区面积内资源储量进行核实。上房沟钨矿伴生铁金属, 为公司合营的洛阳富川矿业有限公司<sup>1</sup> (以下简称“富川矿业”) 对其进行运营, 公司不对其进行并表。此外, 公司控股的新疆哈密市东戈壁钨矿资源储量较为丰富, 但目前尚未进行开采活动。

量同比基本持平, 均超额完成当期产量指引。2021 年该板块产品价格同比增幅较大, 其中钨产品钨精矿及钨铁价格同比增幅超 30%, 钨产品黑钨精矿及 APT 价格同比增幅近 20%, 带动板块收入大幅提升。

表 3: 近年来公司钨钼产品产销量情况 (吨)

注<sup>1</sup>: 公司持有环宇铝业 50% 股权, 环宇铝业持有富川矿业 90% 股权。同时公司通过子公司栾川县富凯商贸有限公司间接持有富川矿业 10% 股权。公司合计持有富川矿业 55% 股权。根据公司与当地政府的协议, 当地政府享有富川矿业 8% 的分红权, 故公司按权益法实际享有富川矿

业 47% 的损益。经富川矿业股东大会批准, 其生产管理权限委托于公司, 委托期限为三年。

产品名称	2019			2020			2021		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
钼	14,918	14,969	1,746	13,780	13,641	1,510	16,385	16,562	1,481
钨	10,722	10,743	1,305	8,680	8,590	870	8,658	8,366	1,183

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### 2021年，受矿石处理量下降影响，NPM铜金产量均有所下降，但较高的铜价仍对该板块盈利形成支撑

公司拥有北帕克斯铜金矿（NPM）的非法入合

营公司 Northparkes Joint Venture (NJV) 80%的共同控制权益以及 North Mining Limited 持有的与 NPM 铜金矿经营业务相关的若干关联资产。NPM 铜金矿位于澳大利亚新南威尔士州中西部帕克斯市西北 27 公里，主要产品为铜精矿，副产品为黄金和白银。

表 4：2021 年末 NPM 铜、金资源储量情况(百万吨)

	资源量	品位			处理量(百万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
		铜 (%)	金 (g/t)	银 (g/t)			
探明	249.4	0.55	0.24	2.01	6.84	18.4	7~15 年
控制	300.5	0.54	0.19	1.86			
推断	57.5	0.57	0.19	1.7			
	储量	品位					
		铜 (%)	金 (g/t)	银 (g/t)			
证实		31.5	0.48	0.28			1.56
可信		94.5	0.56	0.23			2.02
证实+可信		126	0.54	0.24			1.9

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

2021 年末，NPM 铜、金品位未发生较大变化，但当期处理量由 740 万吨降至 684 万吨，使得铜、金产量同比分别下降 12.83% 和 4.54%。尽管当期铜产量同比下降较多，但较高的铜价仍使得该板块收入及效益有所提升。黄金为副产品，2021 年产量为 19,948 盎司，约合 620 千克，整体规模不大，对板

块收入及利润影响较小。2021 年 NPM 控股公司 CMOC Mining Pty Limited 实现营业收入 16.92 亿元，同比增长 16.34%；实现归属于母公司股东净利润 2.95 亿元，同比增长 32.20%。2022 年 3 月，NPM 铜金矿 E26LIN 项目正式投产，随着该项目的开采，北帕克斯未来铜产能将得到提升。

表 5：近年来 NPM 铜金矿产品产销量情况

产品名称	2019			2020			2021		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
铜 (NPM) (吨)	28,591	29,191	1,507	26,997	27,157	572	23,534	23,557	100
金 (盎司)	19,781	20,095	--	20,897	21,553	--	19,948	19,650	--

注：NPM 铜、金产品产量均按 80% 权益口径统计。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### 2021 年铌产量同比小幅下降，磷肥产量达到新高，受益于产品价格上涨，板块收入及利润水平均有所提升

铌、磷板块的运营主体分别为 CMOC Brasil Mineração Indústria e Participações Ltda (洛钼巴西)。旗下主要资产为 NML 铌矿和 CIL 磷矿。NML 是全球第二大铌生产商，主要从事铌矿的露天开采及加

工。CIL 经营范围覆盖磷全产业链，具体包括磷矿的露天开采、加工及磷肥生产，是巴西领先的磷肥生产商。NML 自 Boa Vista 矿中开采铌矿石，此后在 BV 和 BVFR 加工厂通过多重加工工序对铌矿石进行加工，向客户销售最终的铌产品。铌产品主要用于提高钢铁强度，是不锈钢、耐热钢材、超级合金、超导体、功能陶瓷和催化剂等的重要原料之一。CIL 拥有的 Chapadão 矿是目前巴西品位最高的磷

矿,且 CIL 两个尚未开发的矿床(Coqueiros 和 Morro Preto) 均有巨大的资源潜力,是巴西境内开发潜能较大的磷矿项目。此外, CIL 还拥有 Catalão 和

Cubatão 两个化工厂。CIL 主要产品为磷肥、动物饲料补充剂及中间产品等,主要客户为巴西境内的化肥混合商。

表 6: 2021 年末公司铌磷资源储量情况(百万吨、%)

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量(百万吨)	剩余可开采年限	许可证有效期
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量			
巴西矿区一	铌	137.41	1.05	144.28	42.92	0.96	41.2	2.17	19.8 年	根据巴西采矿法,采矿特许权没有到期日
巴西矿区二	铌	429.22	0.23	98.72	176.75	0.23	40.65	5.26	33.6 年	
	磷	429.22	11.6	4,978.95	176.75	12.65	2,235.89			

资料来源:公司年度报告,中诚信国际整理

2021 年受实行技改带来的铌矿石处理量下降影响,产品产销量有所下滑;但受益于大修时间减少及市场需求情况较好,磷肥产量保持增长,产量创巴西建厂以来新高。2021 年铌铁价格同比增长近

70%,磷肥价格同比增幅超过 100%。当期铌磷板块控股公司 CMOC Brasil 实现营业收入 50.87 亿元,同比增长 12.86%,实现归属于母公司股东净利润 5.81 亿元,同比增长 4.61%。

表 7: 近年来公司铌、磷产品产销量情况(吨)

产品名称	2019			2020			2021		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
铌	7,489	7,453	2,676	9,300	9,674	3,181	8,586	8,489	610
磷肥	1,097,623	1,051,120	195,363	1,090,740	1,140,756	147,159	1,117,007	1,129,770	133,423

资料来源:公司年度报告,中诚信国际整理

### 2021 年铜钴板块扩产项目的投产使得该板块相关产品产量有所提升,在价格增长的带动下,对公司整体盈利贡献度高

公司为全球领先的铜钴生产商,铜、钴业务的运营主体为位于刚果(金)境内的 Tenke Fungurume Mining S.A.(以下简称“TFM”),公司对其持股比例为 80%。TFM 是一家集铜、钴矿石勘探、开采、提炼、加工和销售为一体的矿业公司,主要产品为阴极铜和氢氧化钴,其下属 Tenke 铜钴矿是全球储量最大、品位最高的铜钴矿之一,矿区面积超过 1,500 平方公里,铜钴资源自给率较高。

2020 年 12 月,公司通过全资子公司 Natural

Resource Elite Investment Limited 以 5.5 亿美元对价从自由港麦克米伦公司处购买其所间接持有的百慕大子公司 Jenny East Holdings Ltd.和 Kisanfu Holdings Ltd.之 100%股份,从而获得刚果(金) Kisanfu 铜钴矿(KFM 铜钴矿)95%的权益。KFM 铜钴矿的收购使得公司铜钴资源储量更加丰富,后续投产后铜、钴产量将大幅增加。

2021 年 4 月 11 日宁德时代新能源科技股份有限公司间接控股公司邦普时代通过其全资子公司香港邦普时代新能源有限公司以总对价 1.375 亿美元获得公司 KFM 铜钴矿 23.75%的股权,目前该股权转让工作正在稳步推进。

表 8: 2021 年末 TFM 铜、钴资源储量情况(百万吨、%)

矿山名称	主要品种	资源量			储量			矿石处理量(百万吨)	剩余可开采年限	许可证有效期
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量			
刚果(金) TFM 铜钴矿	铜	845.2	2.9	2,451.08	170.1	2.06	350.41	6.67	25.5 年	4~13 年
	钴	845.2	0.29	245.11	170.1	0.29	49.33			
刚果(金) KFM 铜钴矿	铜	365	1.72	627.80	--	--	--	--	--	25 年
	钴	365	0.85	310.25	--	--	--			

资料来源:公司年度报告,中诚信国际整理

2021年7月，TFM铜钴矿10K扩产增效项目生产系统开始带料试车。扩产项目可将日处理矿石量从15,000吨增加至25,000吨，年处理矿石量330万吨，年增产阴极铜8.85万吨，年增产氢氧化钴7,280吨。在此项目投产的带动下，2021年该板块

铜、钴产量同比分别增长14.53%和19.86%。2021年铜钴板块控股公司TF Holdings Limited实现营业收入165.84亿元，同比增长70.48%；实现归属于母公司股东净利润44.67亿元，同比增长353.50%。

表9：近年来Tenke铜钴矿产品产销量情况（吨）

产品名称	2019			2020			2021		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
铜（TFM）	177,956	159,116	32,120	182,597	185,680	37,700	209,120	205,081	57,190
钴	16,098	15,130	3,630	15,436	17,333	11,645	18,501	17,085	9,048

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### IXM贸易业务与公司矿山生产业务形成较强协同，且有一定抗周期性，2021年其盈利能力稳步提升

2019年7月，公司以4.95亿美元加上目标集团期间净收益作为对价<sup>2</sup>，从自然资源投资基金的全资子公司New Silk Road Commodities Limited处购买其持有的New Silk Road Commodities SA（以下简称“NSRC”）100%股权，从而通过NSRC间接持有IXM100%股权，并于当期末将IXM纳入公司合并报表范围。

IXM总部位于瑞士日内瓦，是全球第三大基本金属贸易商，业务覆盖全球80个国家，经营金属品种包括铜、铝、铅、锌以及钴、铌等，产品主要销往亚洲和欧洲。IXM矿物金属贸易主要从矿山与冶炼厂之间商定的加工费/精炼费之差获取利润，产品以铜精矿、锌及铅精矿为主；精炼金属贸易毛利主要来自基差的套利，产品主要为金属矿产冶炼、化工产品。IXM在进行有色金属现货贸易的同时，也持有可净额结算的同样金属品种的期货合同，从而降低行业周期性和价格波动带来的风险。

收购IXM后，公司以IXM完善的供应链和客户体系为依托，加快推进业务融合，实现供应链共享，同时深度利用IXM的全球销售网络及物流仓储体系的优势，实现原有销售业务的增值；此外还可以利用IXM研究及信息优势，加深对金属价格走势的研判、优化资源配置及战略决策。目前，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售。公司依托IXM全球发达的物流网络，调整运输路径，寻求替代方案，保障原材料和产成品运输总体稳定。2021年，IXM分别完成矿物金属和精炼金属实物贸易量（销售量）288.42万吨和361.33万吨，贸易量达到历史新高；实现营业收入1,634.01亿元，同比增长57.98%；归属于母公司股东净利润8.65亿元，同比增长11.99%。

截至2021年末，公司境外资产规模为1,186.93亿元，占总资产的比例为86.35%。2021年境外采矿及贸易收入1,216.99亿元，占比为70.20%。中诚信国际将对公司海外业务的经营情况保持关注。

表10：近年来IXM贸易量情况（万吨）

产品名称	2019			2020			2021		
	采购量	销售量	库存	采购量	销售量	库存	采购量	销售量	库存
矿物金属	121.42	106.20	47.10	285.60	273.60	37.06	279.19	288.42	22.44
精炼金属	142.20	143.56	31.51	279.82	259.95	45.38	363.46	361.33	52.78

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### 公司在建项目计划投资支出高，发展潜力大，但同

<sup>2</sup>期间净收益指“标的集团合并报表范围内从2018年10月1日至本次交易交割日期间实现的净利润减去标的集团在该期间的分红总额之

金额”；公司本次收购合计支付5.18亿美元，最终实际支付4.96亿美元。

## 时存在一定投资风险

截至 2021 年末，公司主要在建项目总投资 89.73 亿元，将全部通过自有资本金进行建设，当期末，已完成 39.66 亿元投资。其中新疆哈密市戈壁钼矿项目为钼钨板块具有较大增长潜力的项目，2021 年尚未进行勘探及开发活动，项目投资处于早期。2021 年 8 月，公司对投资建设刚果（金）TFM 铜钴矿混合矿项目进行了相关公告。该项目预计总投资金额为 25.1 亿美元，项目达产后，预计年均增加铜产量 20 万吨，钴产量 1.7 万吨。目前该项目已完成了可行性研究报告，进入前期基建投资阶段。此外，KFM 项目 2021 年也处于项目建设初期，主要围绕矿区东部工业厂区、矿区西北部矿体地质特

征和资源量分布特征、验证首采区主要矿体以往钻孔及样品分析结果的真实可靠性的目的开展工作，完成了工业厂区、尾矿库岩土工程初勘和详勘，推进工业场区和生活区建设前期准备工作。

整体来看，公司仍有较大规模的资本开支。主要投资项目增产潜力较大，矿山项目盈利能力较强。投资项目达产后，将对公司相关产品产量及整体盈利能力带来较大提升。同时，中诚信国际也关注到，公司境外投资规模占比较大，项目的成功推进受当地政治经济环境影响较大；项目投资期限较长，达产后其具体经营情况受彼时宏观及市场环境的影响较大，存在一定的不确定性。

表 11：截至 2021 年末公司主要在建工程情况（亿元）

项目名称	总投资额概算	自有资本金	截至 2021 年末已投入资本金	2022 年以后拟投资金额
新疆哈密市东戈壁钼矿项目	28.49	28.49	0.92	27.57
NML 冶炼工艺改造	13.86	13.86	6.96	6.90
Northparkes E48 矿区北部延伸工程	1.61	1.61	1.22	0.39
Northparkes E26 地下矿山开发工程	12.65	12.65	9.61	3.04
TFM 混合矿开发前期费用	13.52	13.52	1.74	11.77
TFM 生产过程优化研究	19.60	19.60	19.21	0.39
合计	89.73	89.73	39.66	50.06

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告，各期财务数据均为财务报告期末数。

**跟踪期内，随着多数板块产品量价齐升，公司营业总收入及经营利润均大幅增加**

2021 年，在主要经营的有色金属品种产量整体增长的情况下。叠加有色金属价格的上升，以铜钴为代表的矿山板块毛利润的大幅增加，贸易板块精炼金属贸易量提升带来的收入规模大增及毛利率边际提升使得当期公司营业总收入及毛利率水平均有明显增长。

表 12：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元）

板块名称	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
钼、钨	45.05	52.77%	35.51	37.32%	53.50	40.89%
铜、金	13.23	22.05%	14.36	29.26%	16.53	32.78%
铌、磷	50.99	26.32%	51.95	28.83%	50.87	28.92%
铜、钴	83.32	6.17%	82.94	19.91%	132.68	52.96%
贸易（矿物金属）	138.06	-11.14%	391.55	7.62%	424.78	6.50%
贸易（精炼金属）	353.70	0.17%	549.15	0.86%	1,055.15	2.14%
其他	2.41	9.92%	4.35	21.84%	5.11	14.06%

营业总收入/营业毛利率	686.77	4.47%	1,129.81	7.47%	1,738.63	9.39%
-------------	--------	-------	----------	-------	----------	-------

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

由于公司贸易业务可对矿山板块大部分产品实现销售，产品销售费用主要集中在贸易板块主营业务成本中，故公司销售费用支出极低。2021年在人工工资增加及提升工艺水平带来的研发投入上升的情况下，管理费用同比有所增长。公司融资结构中间接融资规模有所上升，当期债券付息减少但整体利息支出较为稳定；货币资金及金融资产规模增加带来利息收入的增加及计入损益的汇兑收益使得当期财务费用同比有所下降；期间费用支出基本保持稳定。IXM 金融贸易业务衍生金融工具公允价值变化使得当期公允价值变动损益大幅向下，但考虑期现结合的影响，IXM 当期实现归属于母公司股东净利润仍有稳定的增长。在营业收入规模大幅增长及毛利率提升的影响下，经营性业务利润大幅增加，使得当期利润水平、EBIT 利润率及总资产收益率均有不同幅度提升。

2022 年一季度，公司实现营业收入 445.25 亿元，同比增长 11.55%；实现净利润 18.81 亿元，同比增长 53.83%。

**表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021
管理费用	15.02	15.04	18.28
财务费用	12.51	13.23	10.95
期间费用合计	28.44	29.01	30.13
期间费用率	4.14%	2.57%	1.73%
经营性业务利润	-5.68	46.90	121.12
投资收益	1.95	4.09	1.10
公允价值变动损益	27.04	-19.16	-33.68
资产减值损失	-0.38	-2.47	-0.61
信用减值损失	-0.06	0.12	0.00
利润总额	23.58	28.76	87.55
净利润	17.66	24.79	54.28
归属于母公司股东净利润	18.57	23.29	51.06
EBIT 利润率	6.11%	4.13%	6.05%
总资产收益率	3.85%	3.90%	8.10%

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；减值损失以“-”号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2021 年随着公司经营扩大，总资产规模有所上升，主要受负债规模推动影响，财务杠杆有所增加**

2021 年以来随着公司经营规模的扩大，当期末总资产规模有所上升，经营性资产规模增幅较大。流动资产中，2021 年末货币资金规模大幅增加；货币资金主要以各类币种的银行存款为主，存放在境外的款项总额占比较高，美元头寸较大。交易性金融资产规模保持稳定，其中主要为尚未确认交割价格的有色金属产品的应收款项；此外，当期末收益率与汇率挂钩的结构性存款规模也有所增加。以对冲为目的的衍生金融资产总体头寸未发生较大变化，但结构中远期商品合约上升，商品期货合约下降。2021 年末存货规模大幅上升，其中矿山板块当期产销率较高，库存水平未发生较大变化，以成本计量的存货价值仅因价格上涨有所上升；当期末以公允价值计量的贸易存货规模大幅增加。非流动资产中，受处置金融机构委托理财、定向资管计划及合伙企业退出，2021 年末其他非流动金融资产规模有所下降，当期该科目金融资产共实现公允价值变动收益 5.23 亿元。2021 年公司仍保持一定规模的固定资产投资，当期末固定资产及在建工程账面价值整体仍有所增加。受矿权摊销影响，2021 年末无形资产账面价值有所下降。

**表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021
货币资金	156.48	169.48	243.18
交易性金融资产	77.19	74.35	71.17
衍生金融资产	21.78	20.60	18.31
存货	207.31	211.70	269.60
其他流动资产	38.30	54.36	51.16
<b>流动资产合计</b>	<b>541.78</b>	<b>572.40</b>	<b>709.56</b>
其他非流动金融资产	43.57	46.78	39.12
固定资产	244.40	233.28	249.59
在建工程	23.87	39.59	38.82
无形资产	204.47	215.12	193.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>626.85</b>	<b>652.02</b>	<b>664.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,168.62</b>	<b>1,224.41</b>	<b>1,374.50</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末流动负债与非流动负债均有所上升，流动负债占比有所增加。负债结构中，以银行短、长期借款为主的间接债务融资规模有所上升，银行



融资主要仍以存货、大额存单等质押方式为主，且长期借款平均期限较短，银行融资仍有较大规模的短期滚动偿付需求。受衍生金融工具公允价值上升，衍生金融负债对当期净利润产生-37.24 亿元影响，同时期末余额有所下降。贸易业务量的扩大使得交易过程中银行票据支付增加，当期末应付票据规模有所上升。非流动负债增加主要以其他非流动负债中的长期预收款所产生的合同负债为主。

所有者权益方面，受现金流动套期储备及外币报表折算差额影响，2021 年末其他综合收益大幅下降；尽管当期实现较高净利润使得期末未分配利润有所增加，带动所有者权益规模小幅增长。在负债规模增加的情况下，当期末资产负债率及总资本化比率均有一定程度上升。

2022 年一季度末，受当期经营流动性需求大幅增加影响，短期借款、交易性金融负债及衍生金融负债等增加带动公司负债规模大幅上升，流动资产规模增长近 300 亿元，资产负债率增至 70.31%。

**表 15：近年来公司主要负债及权益情况（亿元）**

	2019	2020	2021
短期借款	185.89	204.64	269.12
交易性金融负债	31.58	42.92	44.03
衍生金融负债	26.41	50.22	26.37
应付票据	2.33	6.28	29.06
一年内到期的非流动负债	37.49	53.30	49.54
<b>流动负债合计</b>	<b>345.75</b>	<b>423.58</b>	<b>506.60</b>
长期借款	162.79	153.60	136.11
应付债券	50.93	36.31	11.50
递延所得税负债	78.88	62.69	61.36
其他非流动负债	2.38	36.88	135.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>327.91</b>	<b>327.48</b>	<b>385.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>673.67</b>	<b>751.06</b>	<b>891.86</b>
其他综合收益	-4.69	-35.86	-64.06
未分配利润	80.82	94.73	136.98
<b>所有者权益合计</b>	<b>494.96</b>	<b>473.35</b>	<b>482.64</b>
资产负债率	57.65%	61.34%	64.89%
总资本化比率	49.29%	52.21%	52.77%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 经营活动净现金流同比有所下降，利润与现金流对债务本息覆盖能力有所分化

2021 年尽管公司营业收入规模及毛利率水平

均有所上升，但受存货增加及经营性应付的减少使得当期经营活动净现金流同比有所下滑。受银行结构性存款和其他金融机构理财产品净赎回、衍生金融工具结算增加及固定资产投资减少等因素影响，当期投资活动现金净流出有所下降。当期筹资活动现金净流入同比有所增加。2022 年一季度，受采购支付增加影响，经营活动现金呈净流出状态。

2021 年末公司债务规模有所上升，且短期债务占比有所增加。盈利能力虽有所提升，但经营活动净现金流同比并未上升，利润与经营活动净现金流分别对应的偿债指标有所分化。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	17.05	84.92	61.91
投资活动净现金流	-26.79	-94.05	-48.92
筹资活动净现金流	-102.47	4.22	78.89
短期债务	267.29	327.14	391.75
总债务	481.01	517.06	539.35
短期债务占比	55.57%	63.27%	72.63%
经营活动净现金流/利息支出	0.93	4.75	3.51
EBITDA/总债务	16.49%	17.40%	27.47%
经调整的 CFO/总债务	-5.19%	11.24%	6.66%
EBIT 利息倍数	2.28	2.61	5.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 1,408.99 亿元，其中尚未使用额度为 872.86 亿元；同时，公司为 A+H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 308.15 亿元，占当期末总资产的 22.42%。主要为因取得银行借款所采取的资产质押 222.79 亿元和衍生金融工具资产质押 44.75 亿元。此外，控股股东无股权质押。

截至 2021 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；对合联营公司提供 24.87 亿元担保。

**表 17：截至 2021 年末公司对外担保情况（万元）**

担保人	被担保人	担保金额	担保期限
洛阳钼业	富川矿业	40,000.00	2021.12.07~2023.06.18
洛阳钼业	富川矿业	40,000.00	2021.12.10~2023.02.10
洛阳钼业	富川矿业	18,500.00	2021.11.30~2022.11.30
洛阳钼业	华越镍钴	150,211.49	2021.09.30~2032.03.21

合计	--	248,711.49	--
----	----	------------	----

资料来源：公司提供

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2019~2022年1月11日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**控股股东行业资源丰富，在收购矿产资源方面为公司提供了有力的资讯支持，但实际控制人对公司的支持能力较弱**

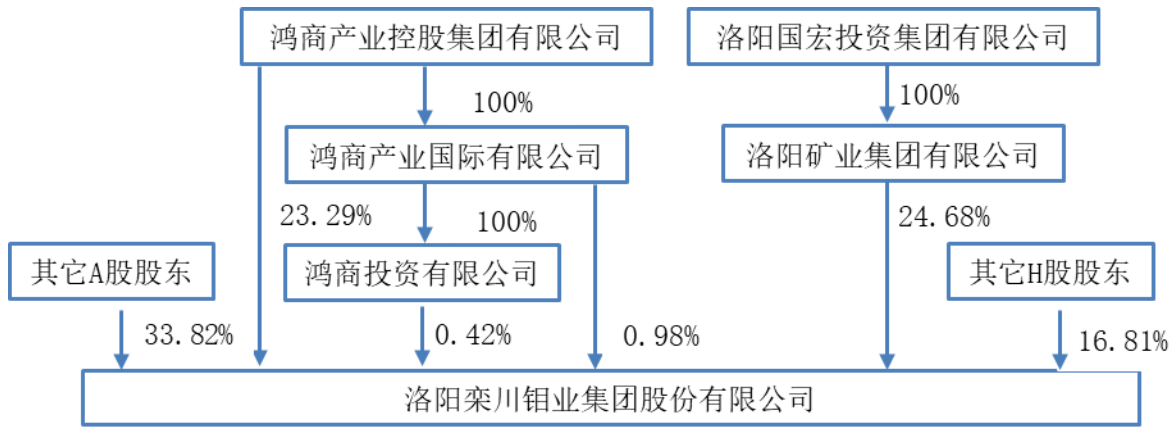
公司控股股东鸿商集团为投资控股平台，有着近二十年产业项目投资及管控的丰富经验，其产业投资领域主要包括矿产开发、新能源、新材料和现代金融服务业等。在公司对外并购进行业务扩张的过程中，鸿商集团为公司制定了切实可行的发展战略，并利用其丰富的行业资源为公司提供矿产资源收购方面的资讯支持。此外，公司在项目审批及与各监管部门协调过程中得到了第二大股东洛矿集团的有力支持。

公司为控股股东和实际控制人于泳先生的主要资产，对其收入和利润贡献程度很高，于泳先生亦为鸿商集团的董事长兼总经理，与公司保持很高的关联程度，因此实际控制人对公司的支持意愿很强。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力偏弱。

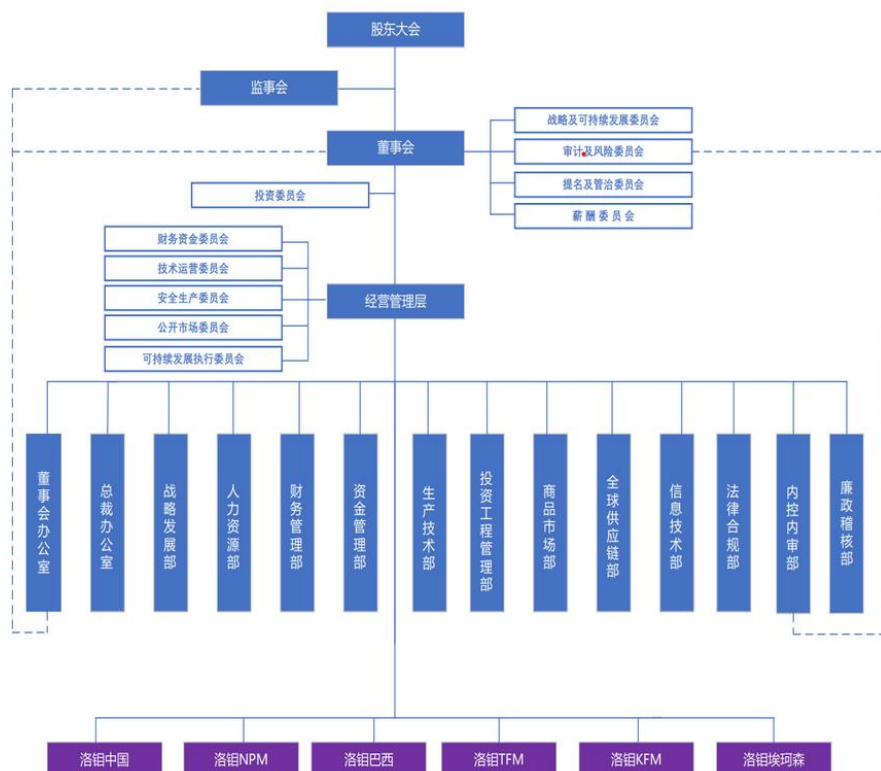
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持洛阳栾川钼业集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

### 附一：洛阳栾川钼业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



子公司名称	持股比例
CMOC Mining Pty Limited	80.00%
TFM Holdings Limited	80.00%
CMOC Brasil	100.00%
IXM	100.00%



资料来源：公司提供

## 附二：洛阳栾川钼业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	1,564,790.01	1,694,764.81	2,431,802.50
应收账款净额	151,050.84	70,219.37	74,590.35
其他应收款	91,788.25	167,675.25	215,842.17
存货净额	2,073,067.37	2,117,018.85	2,695,996.45
长期投资	547,529.58	611,265.88	522,964.49
固定资产	2,443,959.55	2,332,833.06	2,495,930.68
在建工程	238,679.15	395,898.14	388,205.14
无形资产	2,044,693.04	2,151,151.87	1,939,898.93
总资产	11,686,222.65	12,244,124.99	13,744,977.26
其他应付款	131,001.34	159,924.05	291,819.10
短期债务	2,672,930.55	3,271,401.55	3,917,481.94
长期债务	2,137,176.98	1,899,159.78	1,476,057.89
总债务	4,810,107.53	5,170,561.33	5,393,539.82
净债务	3,245,317.52	3,475,796.52	2,961,737.32
总负债	6,736,663.04	7,510,639.49	8,918,556.03
费用化利息支出	184,022.73	178,771.95	176,447.25
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	4,949,559.61	4,733,485.50	4,826,421.23
营业总收入	6,867,656.50	11,298,101.86	17,386,258.62
经营性业务利润	-56,806.12	469,036.31	1,211,197.82
投资收益	19,462.94	40,881.54	11,029.59
净利润	176,584.84	247,864.05	542,761.33
EBIT	419,867.58	466,400.93	1,051,978.69
EBITDA	793,097.82	899,894.34	1,481,486.94
经营活动产生现金净流量	170,482.79	849,245.36	619,064.81
投资活动产生现金净流量	-267,910.27	-940,479.63	-489,179.96
筹资活动产生现金净流量	-1,024,737.13	42,230.09	788,863.74
资本支出	271,862.22	821,974.91	428,167.56

财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	4.47	7.47	9.39
期间费用率(%)	4.14	2.57	1.73
EBITDA 利润率(%)	11.55	7.97	8.52
总资产收益率(%)	3.85	3.90	8.10
净资产收益率(%)	3.56	5.12	11.35
流动比率(X)	1.57	1.35	1.40
速动比率(X)	0.97	0.85	0.87
存货周转率(X)	4.80	4.99	6.55
应收账款周转率(X)	43.66	102.12	240.13
资产负债率(%)	57.65	61.34	64.89
总资本化比率(%)	49.29	52.21	52.77
短期债务/总债务(%)	55.57	63.27	72.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.16	0.11
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.06	0.26	0.16
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.93	4.75	3.51
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.19	11.24	6.66
总债务/EBITDA(X)	6.06	5.75	3.64
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.28	0.38
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.31	5.03	8.40
EBIT 利息保障倍数(X)	2.28	2.61	5.96

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。