



洛阳钼业(603993.SH)

【联讯有色深度】千金难买一钴、国际矿业巨头已初步成型

2017年02月16日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：4.75 元
目标价：5.32 元

有色金属行业研究组

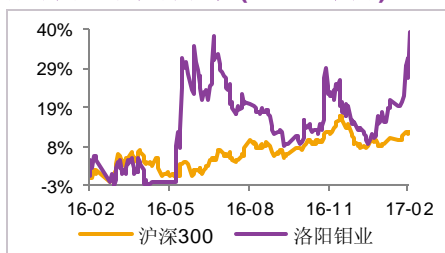
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：王保庆

电话：010-64408440
邮箱：wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

亿元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	41.97	63.42	183.56	183.56
(+/-)	-37%	51%	189%	0%
净利润	7.61	11.32	30.00	32.25
(+/-)	-58%	49%	165%	8%
EPS(元)	0.05	0.07	0.13	0.14
P/E	118	79	40	37

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《格林美(002340)深度报告-新能源汽车和美丽中国双重标的》2015-11-27

低点多抄底全球优质资源、打造国际矿业巨头

公司原为国内成本最低、盈利最强的钨钼资源开发商。2013年购买澳大利亚NPM铜金矿80%权益，2016年完成对刚果(金)铜钴TFM56%的权益和巴西铌、磷资产项目100%的权益的并购，2017年另获TFM24%股权独家购买权。公司将形成年产钼3.62万吨、钨1.76万吨、铌0.9万吨、磷酸一铵140万吨、铜20.3万吨、钴1.35万吨和金1.3吨的规模，且均为全球成本领先、盈利居前的优质资源，国际矿业巨头已初步成型。

并购：181亿定增方案已过会、另获TFM24%股权独家购买权

方案：公司拟以3.17元/股定增57.14亿股，募集181.14亿元，用于收购刚果(金)铜钴和巴西铌、磷资产项目。1月19日，该方案已过会。公司已支付293亿元，并完成股权过户，间接持有AAFB、AANB各自100%的股权和TFM56%的股权。1月20日，公司与BHR及其股东或上层投资人达成投资合作，获得TFM24%股权的独家购买权，BHR此前以和公司相同对价，11.36亿美元购买该股权，未来公司将持有TFM80%的股权。

巴西铌、磷项目：AAFB是巴西第二大磷矿及磷肥生产商，仅在产的Chapadão矿矿石储量2.19亿吨，P2O5储量2700万吨，品位12.4%，配套Ouvidor选矿厂处理量600万吨/年，并拥有两家化工厂从事磷肥生产。AANB是全球第二大铌矿及铌铁生产商，仅在产的Boa Vista露天矿矿石储量0.415亿吨，Nb2O5储量35.38万吨，品位0.85%，随着Mina等矿山逐步勘探，开采寿命将延长至26年。配套BV和BVFR两座铌铁加工厂，2015年产量6,300吨。未来，公司将拥有9000吨/年铌铁产能。2016年前三季度两家合计实现5.26亿元净利润，年化为7.01亿元，PE估值为16倍，估值合理。我们认为，2017年铌铁下跌仍可控制，磷酸一铵已触底反弹。公司在磷酸一铵及铌铁近五年价格低点买入该资产，安全边际高。

刚果(金)铜钴项目：TFM是刚果(金)第二大铜钴矿及电解铜和氢氧化钴生产商，拥有世界上规模最大、矿石品位最高的铜钴矿—Tenke Fungurume矿区，矿石储量1.83亿吨，铜/钴金属储量分别为471.81万吨/56.9万吨，品位分别为2.6%/0.31%。拥有配套阴极铜27万吨/年；钴初级品1.68万吨/年的产能。近年来，阴极铜产量基本稳定在20万吨附近，钴产量稳步释放，2015年钴矿产量1.59万吨，占全球产量的16%，位居全球第二位。2016年钴矿产量已突破1.7万吨。2015年归属净利润7.6亿元，PE估值为24倍，主要因2015年铜钴价格创近五年新低所致。我们认为，铜上涨仍有空间，钴上涨已经加速。公司在铜钴价格近五年低点买入该资产，安全边际高。

钨钼：成本最低产量国内第二、静待价格回暖



资源：公司拥有钼/钨金属储量分别为 70.2 万吨/36.02 万吨。其中三道庄为国内唯一特大型钨钼伴生矿，钨/钼金属储量分别为 31 万吨/36 万吨，平均品位分别为 0.1%/0.12%。钼：三道庄为国内产量最大的钼精矿单体矿山，年钼矿 3.62 万吨，产量居国内第二，成本行业最低且持续降低。2015 年 C1 已经从 2013 年的 6.8 万降低至 5.4 万，降幅达 21%。钨：主要源于钼矿尾矿回收，2015 年自产钨精矿 9,825 吨。因无开采成本，成本行业最低且持续降低。2015 年 C1 已经从 2013 年的 2.1 万元降低至 1.5 万元，降幅达 29%。加上持股 40%但享有 50%投资收益的豫鹭矿业的 2,500 权益吨，则权益量达到了 1.76 万吨，仅次于五矿有色系位居国内第二位。

观点：2016 年钨钼价格整体仍偏低，但已止跌反弹。基于成本支撑等因素，我们认为，2017 年钨钼价格已无下跌空间，未来有望稳步回升。2015 年公司该板块净利润 4.39 亿元，为 2010 年以来新低。2017 年业绩增长空间大。

◇ 铜金：铜储量超 60 万吨、成本低盈利优

2013 年公司以 8 亿美元从力拓购买 NPM 铜金矿 80%的权益。后者拥有 Northparkes (NPM) 铜金矿矿石储量 1.02 亿吨，铜/金/银金属量分别为 61 万吨/24.1 吨/206 吨，品位分别为 0.6%/0.26g/t/2.21g/t。该矿采矿量基本保持在 600 万吨/年，2015 年因采矿及入选品位降低导致产量有所下降，铜/金年产量分别为 5 万吨/1,286.54 千克，同比下降 9%/22%。同时还有 11 吨左右银产量。采用分块崩落技术开采，属于全球成本最低的 10%的矿山之一。2014 年和 2015 年现金成本仅为 1,235 美元/吨和 1,411 美元/吨，远低于全球铜矿平均现金成本。2015 年实现归属净利润 4.03 亿元，同比下降 55%，主要因产量下降及铜金价格低迷。我们认为，随着铜金价格持续大幅反弹，2016 年业绩将逐步改善。

◇ 盈利预测及估值：投资评级“买入”、目标价“5.32 元/股”

假设：1、2017 年铜、钴和金价格分别为 5,800 美元/吨、16 美元/磅和 1,200 美元/盎司。2、TFM 铜、钴产量分别为 20.3 万吨和 1.69 万吨，NPM 铜和金产量分别为 5 万吨和 1,287 千克。3、完成对 TFM24%股权的收购。4、钨钼和磷铋业务无弹性。我们预计 2017 年公司有望实现归属净利润 30 亿元，对应 EPS 为 0.13 元/股。如果基于当前铜、钴价格分别为 6,046 美元/吨和 19.4 美元/磅的假设，则归属净利润为 40 亿元，对应 EPS 为 0.21 元/股。参考可比公司、港股 A/H 比值，可以给予公司 2017 年 40 倍的 PE，投资评级“买入”，目标价：5.32 元/股。

◇ 风险提示

刚果局势动荡超预期、相关产品价格不及预期、新能源汽车发展不及预期。



投资案件

盈利预测与估值

2016E/2017E/2018E，公司营业收入分别为 63.42 亿元/183.56 亿元/183.56 亿元；净利润分别为 11.32 亿元/30.00 亿元/32.25 亿元；EPS 分别为 0.07 元/0.13 元/0.14 元；对应 PE 为 79 倍/40 倍/37 倍。投资评级“买入”，目标价：5.32 元/股。但如果基于当前铜、钴价格分别为 6,046 美元/吨和 19.4 美元/磅的假设，则归属净利润为 40 亿元，对应 EPS 为 0.21 元/股，对应 PE 仅为 25 倍。

关键假设点

- (1) 2017 年铜、钴和金价格分别为 5,800 美元/吨、16 美元/磅和 1,200 美元/盎司；
- (2) 2017 年 TFM 铜、钴产量分别为 20.3 万吨和 1.69 万吨，NPM 铜和金产量分别为 5 万吨和 1,287 千克；
- (3) 2017 年完成对 TFM24%股权的收购；
- (4) 钨钼和磷铋业务无弹性。

有别于大众认识

市场普遍认为，洛阳钼业市值过大，业绩弹性低，股价上涨动力不足。但实际上因洛阳钼业资源为全球最优质的铜钴资源，业绩价格弹性极大。

股价表现的催化剂

铜钴价格上涨、钨钼价格反弹、并购重组进展顺利

核心假设风险

- (1) 刚果局势动荡超预期；
- (2) 铜钴金价格不及预期；
- (3) 产量下降；
- (4) 资产注入不及预期。

买入理由

(1) 铜价格已经走出低谷，保持在高水平；钴价上涨短期仍可持续，2017 年钴价最高涨至 48.63 美元/磅，最新 19.4 美元/磅并不高。

(2) 资源均为全球成本领先、盈利居前的优质资产。2016 年的资产并购均在产品价格处于近五年低点买入，安全边际高。

(3) 钴资源具备重要战略意义，是新能源汽车产业发展中最重要、最易导致稀缺的资源之一。新能源汽车的高速发展必将导致钴市场高增长。



图表1： 公司业绩价格弹性

	单位	指标	2014 A	2015A	2016E	2017E A	2017E B	钴价上涨业绩弹性 (美元/磅)			铜价上涨业绩弹性 (美元/吨)		
								1.00	5.00	10.00	100	500	1000
价格													
铜	美元/吨	LME	6,829	5,494	4,872	5,800	6,046	5,800	5,800	5,800	5,900	6,300	6,800
钴	美元/磅	MB 低	14.2	13.0	11.8	16.0	19.4	18.0	21.0	26.0	16.0	16.0	17.0
产量													
TFM 铜	万吨	生产量	20.28	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37	20.37
TFM 钴	金属	生产量	1.32	1.59	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69
NPM 铜精矿	万吨	生产量	5.47	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
NPM 铜矿含金	千克	生产量	1,655	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286
收入													
TFM	亿元	收入	97.45	87.83	84.30	100.34	112.74	105.57	113.41	126.48	101.77	107.47	117.21
NPM 铜金	亿元	收入	20.49	14.43	13.62	15.63	16.49	15.63	15.63	15.63	15.98	17.38	19.13
AAFB	亿元	收入	30.46	27.03	31.18	31.18	31.18	31.18	31.18	31.18	31.18	31.18	31.18
AANB	亿元	收入	11.42	7.07	12.19	12.19	12.19	12.19	12.19	12.19	12.19	12.19	12.19
成本													
TFM	亿元	成本	31.60	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40	33.40
钼钨	亿元	成本	19.54	14.83	16.16	14.83	14.83	14.83	14.83	14.83	14.83	14.83	14.83
NPM 铜金	亿元	成本	9.92	9.31	10.26	9.31	9.31	9.31	9.31	9.31	9.31	9.31	9.31
毛利													
TFM	亿元	毛利	65.85	54.43	50.89	66.94	79.33	72.17	80.01	93.08	68.37	74.07	83.81
钼钨	亿元	毛利	16.61	9.38	12.26	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38
NPM 铜金	亿元	毛利	10.58	5.12	3.36	6.32	7.18	6.32	6.32	6.32	6.67	8.06	9.81
合计													
合并报表	亿元	收入	56.65	38.64	63.42	183.56	196.81	188.78	196.62	209.69	185.33	192.43	203.92
合并报表	亿元	成本	29.46	24.14	30.60	57.55	57.55	57.55	57.55	57.55	57.55	57.55	57.55
合并报表	亿元	毛利	27.19	14.50	21.98	82.64	95.89	87.86	95.70	108.77	84.41	91.51	103.00
权益	亿元	归属利 润	18.24	7.61	11.32	30.19	39.69	41.37	47.65	58.10	38.57	44.07	53.04
资本市场													
总股本	亿股		50.76	168.8 7	226.0 1	226.01	226.01	226.01	226.01	226.01	226.01	226.01	226.01
EPS	元/股		0.36	0.05	0.05	0.13	0.18	0.18	0.21	0.26	0.17	0.19	0.23
PE	倍	4.75	13	105	95	36	27	26	23	18	28	24	20
市值	亿元		241	802	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074

资料来源：联讯证券



目 录

投资案件	3
盈利预测与估值	3
关键假设点	3
有别于大众认识	3
股价表现的催化剂	3
核心假设风险	3
买入理由	3
一、低点抄底全球优质资源、打造国际矿业巨头	8
(一) 于泳为实际控制人	8
(二) 三道庄及 NPM 铜矿为核心资产、为收入及利润核心来源	8
二、181 亿定增方案已过会、另获 TFM24% 股权独家购买权	9
(一) 拟收购资产已完成交易、定增方案已过会	9
1、拟以 3.17 元/股募集 181.14 亿元	9
2、巴西铌、磷资产项目：实际支付约 112 亿元人民币	9
3、刚果（金）铜钴项目：实际支付约 181 亿元人民币	10
(二) 获 TFM24% 股权独家购买权、持股比例将提升至 80%	10
1、获 TFM24% 股权独家购买权	10
2、BHR 以 11.36 亿美元购入 TFM24% 股权	11
(三) 巴西铌、磷资产项目	11
1、磷：巴西第二大磷生产商	11
2、铌：全球第二大铌铁生产商	11
3、市场：铌铁下跌仍可控制、磷酸一铵已触底反弹	12
4、2016 年净利润有望达 7.01 亿元、PE 估值 16 倍	13
(四) 刚果（金）铜钴项目	13
1、优质大型铜钴矿、全球第二大钴矿商	13
2、成本低盈利能力强、PE 估值 24 倍	14
3、市场：铜上涨仍有空间、钴上涨已经加速	14
三、钨钼：成本最低产量国内第二、静待价格回暖	15
(一) 钨钼矿产量国内第二、成本最低盈利最强矿山	15
1、资源：国内唯一特大型钨钼伴生矿、钨钼储量且品位较高	15
2、钨：矿产量全国第二、钨铁产量全国第一	16
3、钨：矿产量全国第二、成本行业最低	17
(二) 钨钼价格止跌反弹、业绩已反转	18
1、钨：价止跌反弹、成本支撑价格	18
2、钨：成本支撑价格、低位震荡	18
四、NPM 铜金：铜储量超 60 万吨、成本全球领先盈利优	18
(一) 资源优质、成本低盈利佳	19
1、大型优质铜金矿、铜储量超过 60 万吨	19
2、品位下滑致产量下降、成本仍全球领先	19
(二) 市场：美元加息不及预期及避险需求支撑金价	20
五、盈利预测预估值	20
(一) 盈利预测	20



(二) 估值.....	21
六、风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司业绩价格弹性	4
图表 2: 于泳为公司实际控制人	8
图表 3: 营业收入及构成.....	8
图表 4: 毛利及构成.....	8
图表 5: 非公开发行.....	9
图表 6: 拟收购项目.....	9
图表 7: AAFB&AANB100%股权交易情况	9
图表 8: TFM56%股权交易情况	10
图表 9: 或有对价	10
图表 10: BHR 投资人出资额及收益率	10
图表 11: TFM24%股权交易情况	11
图表 12: AAFB 磷矿资源量及储量	11
图表 13: AANB 铌矿资源量及储量	12
图表 14: 全球铌矿产量	12
图表 15: 2015 年全球铌铁产量占比.....	12
图表 16: 2012A-2016A 铌铁价格.....	12
图表 17: 2012A-2015A 磷酸一铵价格 (元/吨)	12
图表 18: AAFB 净利润及净利率.....	13
图表 19: AANB 净利润及净利率	13
图表 20: Tenke Fungurume 资源量及储量.....	13
图表 21: 2009A-2015ATFM 铜产量.....	14
图表 22: 2009A-2015ATFM 钴产量.....	14
图表 23: TFM 铜单位现金净成本	14
图表 24: TFM 净利润及净利率.....	14
图表 25: 2012A-2016A 精铜价格.....	15
图表 26: MB 钴价格.....	15
图表 27: 钼矿储量及品位.....	15
图表 28: 国内主要钼矿品位	16
图表 29: 国内主要钼矿储量	16
图表 30: 2010A-2015A 公司钼产量.....	16
图表 31: 2013A-2015A 公司钼精矿吨成本.....	16



图表 32: 2010A-2015A 公司钼铁产量.....	17
图表 33: 2014A 全国钼铁产量排名.....	17
图表 34: 2010A-2015A 公司钨产量.....	17
图表 35: 2013A-2015A 公司钨精矿现金成本.....	17
图表 36: 2015A 全国钨矿产量排名.....	18
图表 37: 豫鹭矿业净利润.....	18
图表 38: 2012A-2016A 钼精矿及钼铁价格.....	18
图表 39: 2012A-2016A 钨精矿价格.....	18
图表 40: NPM 铜金矿资源量及储量.....	19
图表 41: 2013A-2015A 公司铜精矿产量.....	19
图表 42: 2013A-2015A 公司铜矿含金产量.....	19
图表 43: 2013A 全球铜矿现金成本分布 (美元/吨).....	20
图表 44: 2014A-2016E 公司铜矿现金成本 (美元/吨).....	20
图表 45: 近 10 年黄金及美元指数.....	20
图表 46: 铜板块业绩弹性.....	21
图表 47: 钴板块业绩弹性.....	21
图表 48: 可比公司估值 (截止至 2 月 14 日).....	21
图表 49: 洛阳钼业 A/H 比值.....	22
附录: 公司财务预测表.....	23



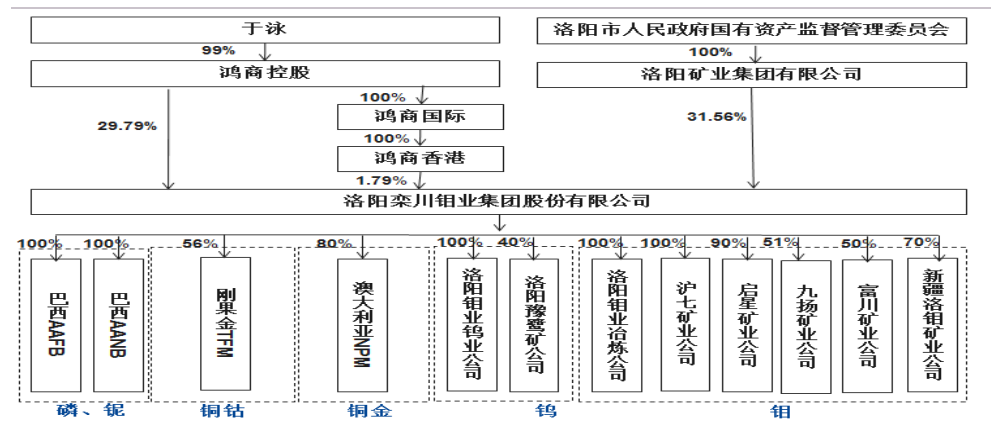
一、低点抄底全球优质资源、打造国际矿业巨头

公司原为国内成本最低、盈利最强的钨钼资源开发商。2013 年购买澳大利亚 NPM 铜金矿 80%权益，2016 年完成对刚果（金）铜钴 TFM56%的权益和巴西铌、磷资产项目 100%的权益的并购，2017 年另获 TFM24%股权独家购买权。公司将形成年产钼 1.7 万吨、钨 1.76 万吨、铌 0.9 万吨、磷酸一铵 140 万吨、铜 20.3 万吨、钴 1.35 万吨和金 1.3 吨的规模，且均为全球成本领先、盈利居前的优质资源，打造“江西铜业+金钼股份+中钨高新+华友钴业”的超级组合，国际矿业巨头已初步成型。

（一）于泳为实际控制人

截止至 2016 年三季报，鸿商控股直接及间接持有公司 31.58%股权，为公司控股股东。于泳通过鸿商控股为公司实际控制人。洛阳矿业集团持有公司 31.56%股权，为公司第二大股东。

图表2：于泳为公司实际控制人

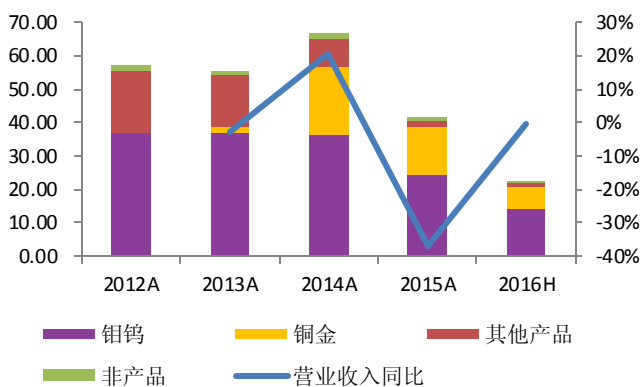


资料来源:联讯证券

（二）三道庄及 NPM 铜矿为核心资产、为收入及利润核心来源

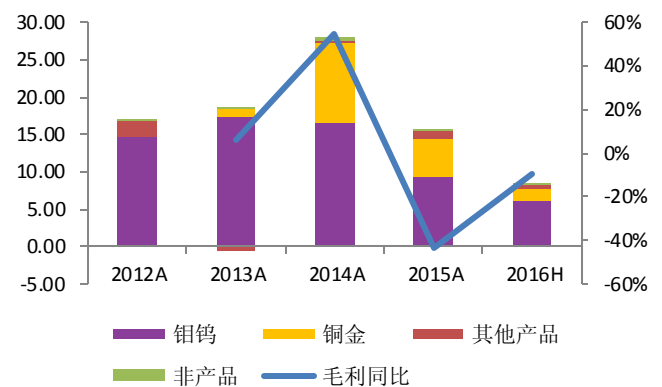
此次定增前，公司核心资产为三道庄钨钼矿及 NPM 铜金矿，营业收入及利润均主要来源于两座矿山，2016 年上半年收入分别为 14.21 亿元和 6.81 亿元，占收入的 63%和 31%。毛利分别为 6.14 亿元和 1.68 亿元，占公司毛利的 72%和 20%。

图表3：营业收入及构成



资料来源:Wind 联讯证券

图表4：毛利及构成



资料来源:Wind 联讯证券



二、181 亿定增方案已过会、另获 TFM24% 股权独家购买权

(一) 拟收购资产已完成交易、定增方案已过会

1 月 19 日，公司此次非公开发行 A 股股票申请获中国证监会发审会审核通过。

1、拟以 3.17 元/股募集 181.14 亿元

2016 年 12 月 27 日，公司发布非公开发行 A 股股票预案(第三次修订稿)。拟以 3.17 元/股向不超过十名特定投资者发行 57.14 亿股，募集资金 181.14 亿元，用于收购刚果(金)铜钴和巴西铌、磷资产项目。

图表5： 非公开发行

序号	发行对象	发行价(元/股)	发行数量(万股)	募集资金(万元)	锁定期(月)	认购方式
1	非公开发行	3.17	571,429	1,811,429	12	现金认购

资料来源：上市公司公告 联讯证券

本次非公开发行股票募集资金总额(含发行费用)不超过 180 亿元(含本数)，拟用于以下两个项目：

图表6： 拟收购项目

序号	项目名称	项目投资总额(亿美元)	项目投资总额(亿人民币)	拟投入募集资金额(亿人民币)
1	巴西铌、磷资产收购项目	15	99.45	95
2	刚果(金)铜、钴资产收购项目	26.5	175.7	85
合计		41.5	275.15	180

资料来源：上市公司公告 联讯证券

2、巴西铌、磷资产项目：实际支付约 112 亿元人民币

2016 年 9 月 30 日，公司已经完成对英美资源持有的巴西铌、磷资产项目的支付，实际支付 167,468.8 万美元，与扣除巴西所得税交割对价金额为 156,542.77 万美元。同时，股权过户也已经完成。本次收购完成后，上市公司将间接持有 AAFB、AANB 各自 100% 的股权。

图表7： AAFB&AANB100%股权交易情况

序号	出售方	购买方	资产标的	中标价(亿美元)	评估值(亿美元)
1	Ambras	CMOC	AAFB100%的股东权益	7.575	8.41
2	Capital Luxembourg	CMOC	对 AAFB 的债权	0.575	—
3	Ambras	CMOC	AANB100%的股东权益	3.49	3.85
4	AALuxembourg	CMOC	AAML 铌销售业务		
5	Capital PLC	CMOC	对 AANB 的债权	3.36	—
合计				15	

资料来源：上市公司公告 联讯证券



3、刚果（金）铜钴项目：实际支付约 181 亿元人民币

2016 年 11 月 16 日，公司完成对自由港持有的 TFM56%股权的支付，实际支付 266,474.17 万美元。同时，股权过户工作也已经完成。

图表8：TFM56%股权交易情况

序号	出售方	购买方	标的资产	中标价（亿美元）	评估价格（亿美元）
1	PDK	CMOC	FMDRC100%股权（FMDC 间接持有 TFM56%股权）	26.5	26.49

资料来源：上市公司公告 联讯证券

或有对价支付。双方约定若自 2018 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日的 24 个月内，LME A 级铜现货月平均交割价的均值高于 3.50 美元每磅和 LME 钴官方现货月平均交割价的均值高于 20 美元每磅的情况，则 CMOC Limited 应在不晚于 2020 年 1 月 10 日向 PDK 支付 0.6 亿美元和 0.6 亿美元对价。

图表9：或有对价

序号	约定时间	参考	触发价格（美元/磅）	价格（美元/吨）	人民币含税价格（元/吨）	支付金额（亿美元）	支付金额（人民币亿元）
1	2018A-2019A	LME A 级铜现货月平均交割价	>3.5	7,716	63,196	0.6	4.2
2	2018A-2020A	LME 钴官方现货月平均交割价	>20	44,092	361,117	0.6	4.2

资料来源：上市公司公告 联讯证券

备注：假设美元兑人民币汇率为 1:7

仍委托原团队进行管理。FMDRC（运营者）与 FMEC（分包商）将在本次交易交割时签订《分包商协议》，将 TFH 项目管理工作分包给 PDK 的母公司 FMEC，FMDRC 应按月向 FMEC 支付每年共计 2,500 万美元的年费。

（二）获 TFM24%股权独家购买权、持股比例将提升至 80%

1、获 TFM24%股权独家购买权

2017 年 1 月 20 日，公司与 BHR 及其股东或上层投资人达成投资合作，获得 TFM24% 股权的独家购买权，在投资人完成出资后一年内可行权。期间，TFM24% 股权产生的收益均归洛阳钼业所有，洛阳钼业则需支付 6%~8.5% 不等的收益率给出资人。同时，出资人也拥有强制退出权，在出资人完成出资后三年之内可行权。退出对价与购买对价一致。

图表10：BHR 投资人出资额及收益率

对方	方式	出资金额（亿美元）	要求收益率
开非投资	美元现金方式	1.5	6%
CMB	人民币现金	4.7	8.50%
定元合伙	人民币现金	4.7	8.50%
合计		10.9	

资料来源：上市公司公告 联讯证券



2、BHR 以 11.36 亿美元购入 TFM24%股权

2016 年 11 月 15 日，BHR(渤海华美产业基金)以 11.36 亿美元价格收购 Lundin 持有的 TFM24%的股权，其交易条款及价格均与洛阳钼业此前与自由港达成的一致。

图表 11：TFM24%股权交易情况

序号	出售方	购买方	标的资产	中标价（亿美元）	评估价格（亿美元）
1	Lundin	BHR	Lundin DRC100%股权（FMDC 间接持有 TFM24%股权）	11.36	11.35

资料来源：上市公司公告 联讯证券

（三）巴西铌、磷资产项目

1、磷：巴西第二大磷生产商

AAFB 是巴西一家业务范围覆盖磷全产业链的矿业公司，经营范围具体包括磷矿的露天开采作业、磷矿石的提炼、浓缩物的生产等。

资源丰富且品位巴西最高。AAFB 拥有 Chapadão 矿、Coqueiros 和 Morro Preto 等矿山。在产的 Chapadão 矿矿石储量 2.19 亿吨，P2O5 储量 2700 万吨，品位 12.4%，为巴西品位最高的磷矿，服务年限至少 46 年。

图表 12：AAFB 磷矿资源量及储量

指标	类型	矿石量（百万吨）	P2O5 储量（万吨）	P2O5 品位（%）
资源量	Chapadão	366.8	4340	11.8
储量	矿山	208.9	2600	12.3
	矿石堆场	9.7	100	10.2
	合计	218.6	2700	12.4

资料来源：上市公司公告 联讯证券

巴西第二大磷矿生产商。AAFB 拥有 Ouvidor 选矿厂，矿石处理量 600 万吨/年，产量仅次于淡水河谷，位居巴西第二位。

两家化工厂、第二大磷肥资源运营商。AAFB 的主要产品包括磷酸一铵（MAP）等高浓度磷肥、低浓度磷肥粉末等，主要客户为化肥混合商。工厂均位于巴西的农业重地，与肥料的最终消费市场十分接近。

2、铌：全球第二大铌铁生产商

AANB 是巴西一家主营业务为铌铁的公司，经营范围具体包括铌矿石开采，破碎、格筛、浓缩、浸出及冶炼等生产。

铌矿储量可观且品位高。AANB 拥有 Boa Vista 矿、Mina I 铌矿、Mina II 铌矿和 Leste 铌矿。在产的 Boa Vista 露天矿矿石储量 0.415 亿吨，Nb2O5 储量 35.38 万吨，品位 0.85%。矿石品位仅低于 Araxa 位居全球第二位，是全球三个大规模开采的铌矿。开采寿命 16 年，随着 Mina I、Mina II Leste 等顺利勘探，开采寿命将延长至约 26 年。



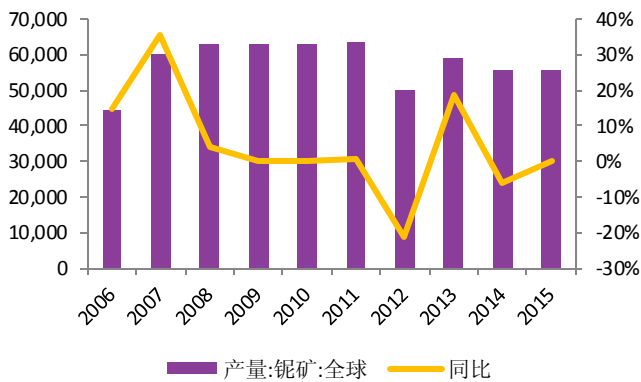
图表13: AANB 铌矿资源量及储量

指标	类型	矿石量 (百万吨)	Nb2O5 储量 (金属储量) (万吨)	Nb2O5 品位 (%)
资源量		85.8	89.39	1.04
储量	矿山	35.1	32.79	0.92
	矿石堆场	6.4	2.59	0.40
	合计	41.5	35.38	0.85

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

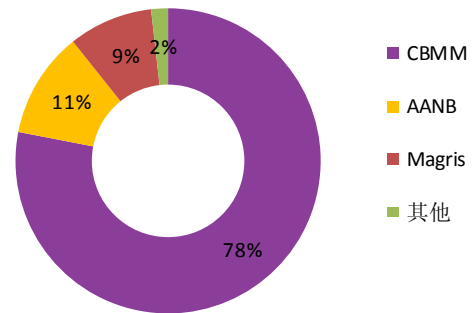
铌铁产量位居全球第二。AANB 拥有 BV 加工厂和 BVFR 加工厂, 2015 年产量 6,300 吨。BVFR 工厂 2014 年年底试运营, 2016 年三季度完全达产。BV 工厂优化工程正在进行。两项工程完成后公司将拥有 9,000 吨/年铌铁产能。

图表14: 全球铌矿产量



资料来源: USGS 联讯证券

图表15: 2015 年全球铌铁产量占比



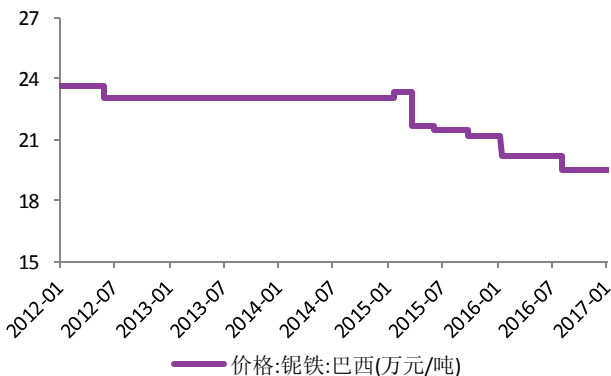
资料来源: USGS 联讯证券

3、市场: 铌铁下跌仍可控、磷酸一铵已触底反弹

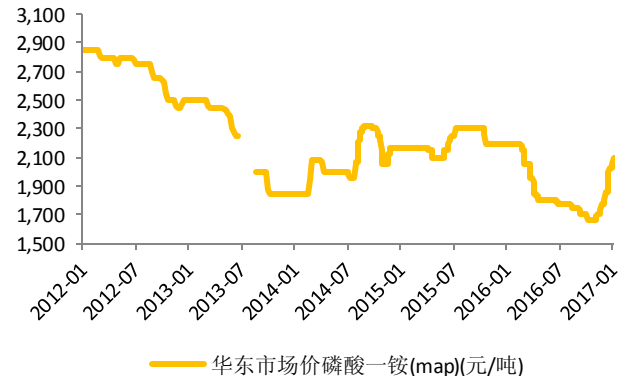
铌铁有所下降、但总体可控。2012 年-2015 年中国巴西铌铁价格基本保持在 23-24 万元/吨。2015 年开始下滑, 最新价格为 19.5 万元/吨, 下滑 15%。我们认为, 铌铁供应高度集中, 铌铁下跌空间有限。2017 年铌铁将在 18-20 万元/吨的水平。

磷酸一铵已触底反弹。2012 年以来中国磷酸一铵价格持续走低, 从 2,500 元/吨一度跌至 1,500 元/吨, 跌幅达 42%, 但随后价格快速反弹至 2,000 元/吨。我们认为, 磷酸一铵价格再次探底的可能性较小, 未来将在 1,500-2,500 元/吨区间波动。

图表16: 2012A-2016A 铌铁价格



图表17: 2012A-2015A 磷酸一铵价格 (元/吨)





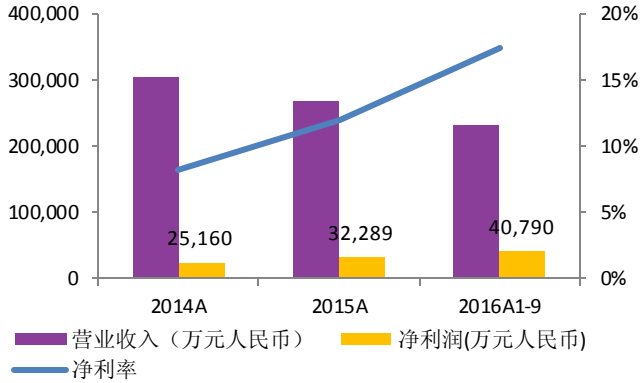
资料来源:Wind 联讯证券

资料来源:Wind 联讯证券

4、2016 年净利润有望达 7.01 亿元、PE 估值 16 倍

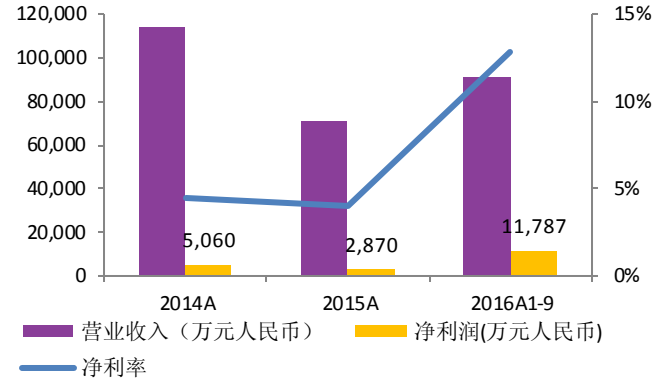
2014A/2015A/2016A1-9 AAFB 和 AANB 两家公司分别实现 3.02/3.52/5.26 亿元人民币的净利润，净利率分别为 7%/10%/16%。基于前三季度盈利，2016 年该资产盈利有望达到 7.01 亿元，相对于 112 亿元的购买价格，PE 估值 16 倍，估值合理。

图表18: AAFB 净利润及净利率



资料来源:上市公司公告 联讯证券

图表19: AANB 净利润及净利率



资料来源:上市公司公告 联讯证券

PE 估值 16 倍、低点买入安全边际高。我们认为，112 亿元的购买价格相对于 2016 年净利润 7.01 亿元，PE 估值仅为 16 倍，估值合理。同时，公司是在磷酸一铵及铌铁近五年价格低点买入该资产，安全边际高。

(四) 刚果(金)铜钴项目

TFM 是一家涵盖铜、钴矿石勘探、开采、提炼、加工和销售的综合一体化矿业公司，从开采到深度加工的全套工艺和流程，主要产品为电解铜和氢氧化钴初级产品。

1、优质大型铜钴矿、全球第二大钴矿商

世界级高品位铜钴矿。公司拥有 6 个矿产开采权、近 1,500 平方公里的 Tenke Fungurume 矿区，该矿区为世界上规模最大、矿石品位最高的铜钴矿之一。铜矿石储量 1.83 亿吨，铜/钴金属储量分别为 471.81 万吨/56.9 万吨，品位分别为 2.6%/0.31%。

图表20: Tenke Fungurume 资源量及储量

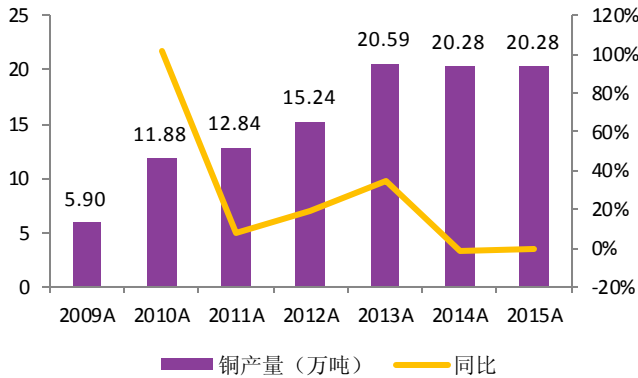
指标	类型	矿石量(百万吨)	铜金属量(万吨)	钴金属量(万吨)	铜品位(%)	钴品位(%)
资源量	露天矿	441	1,261.48	117.72	2.86	0.27
	地下矿	382.5	1,167.89	104.25	3.05	0.27
	合计	823.5	2,429.36	221.97	2.95	0.27
储量	露天矿	136.9	411.56	42.62	3.01	0.31
	矿石堆场	46.2	60.25	14.28	1.30	0.30
	合计	183.1	471.81	56.90	2.60	0.31

资料来源:上市公司公告 联讯证券



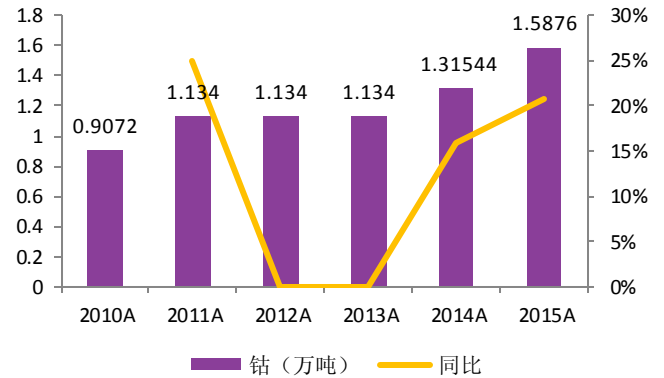
钴矿产量达 1.6 万吨、全球产量第二位。随着 2013 年二期工程竣工, TFM 拥有阴极铜 27 万吨/年; 钴初级品 1.68 万吨/年产能。2015 年铜产量 20.28 万吨, 钴产量 1.59 万吨, 钴占全球产量 16%, 位居全球第二位。

图表21: 2009A-2015ATFM 铜产量



资料来源:FCX 年报 联讯证券

图表22: 2009A-2015ATFM 钴产量



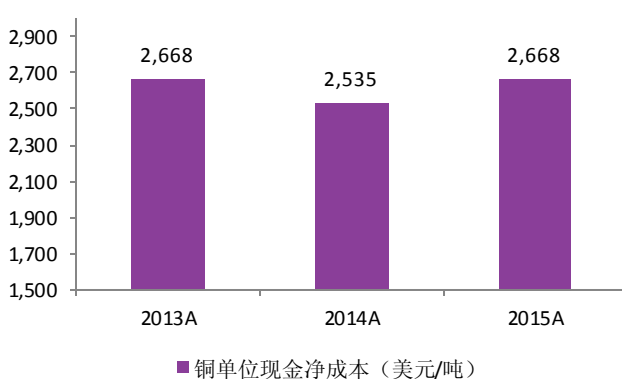
资料来源:FCX 年报 联讯证券

2、成本低盈利能力强、PE 估值 24 倍

单位现金成本低、铜价下滑致盈利降低。因原矿品位高、模露天开采, 公司生产成本低, 2013A/2014A/2015A TFM 铜单位现金净成本分别为 2,668/2,535/2,668 美元/吨, 为全球成本最低的 30% 矿山。因铜价下跌致业绩下滑, 2014A/2015A/2016A1-9TFM 分别实现 26.92/13.58/6.28 亿元人民币的净利润, 净利率分别为 28%/15%/10%。

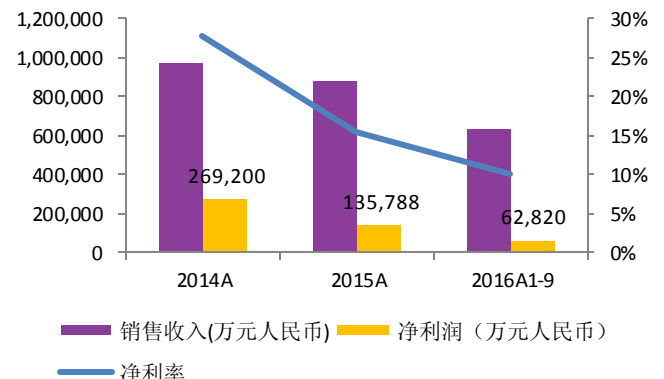
对应 2015 年归属净利润 7.6 亿元、PE 估值为 24 倍。我们认为, 181 亿元的购买价格相对于 2015 年净利润 7.6 亿元, PE 估值为 24 倍, 估值合理。同时, 公司是在铜钴价格近五年低点买入该资产, 安全边际高。

图表23: TFM 铜单位现金净成本



资料来源:FCX 年报 联讯证券

图表24: TFM 净利润及净利率



资料来源:上市公司公告 联讯证券

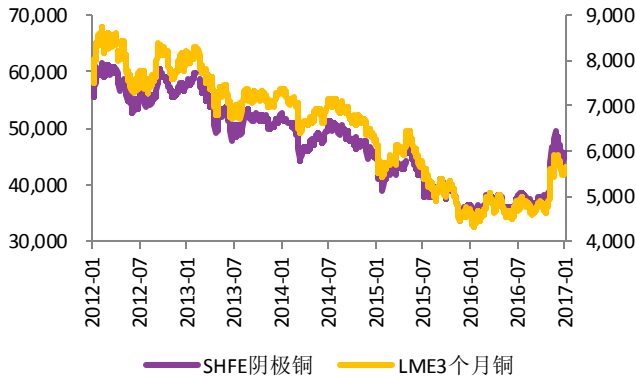
3、市场: 铜上涨仍有空间、钴上涨已经加速

铜: 铜价触底反弹至 2014 年水平、罢工或导致铜价继续上涨。2016 年铜价主要在 3.5-3.8 万元/吨波动, 处于历史较低水平。2017 年基本面紧平衡、少量过剩 10-20 万吨。因罢工及出口禁令导致供应不确定性及美国经济复苏铜需求增长预期支撑铜价上涨。



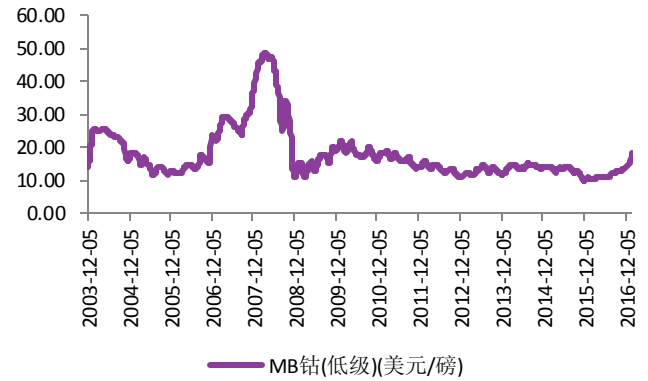
钴：上涨加快，突破 20 美元/磅或仍将继续上涨。2016 年因国家收储 5000 吨钴，导致市场历史库存出清。因刚果手抓矿大幅下降抵消嘉能可及自由港铜矿增产数量，供给并未增加。最终导致市场现货持续偏紧，加上投资需求助力，价格开启暴涨模式。

图表25: 2012A-2016A 精铜价格



资料来源:Wind 联讯证券

图表26: MB 钴价格



资料来源:Wind 联讯证券

三、钨钼：成本最低产量国内第二、静待价格回暖

公司是国内第二大钼精矿和钨精矿生产商，也是国内最大氧化钼、最大的钼铁生产商。三道庄钼钨矿为国内唯一特大型钨钼伴生矿山，开采成本低，盈利能力行业第一位。

（一）钼钨矿产量国内第二、成本最低盈利最强矿山

1、资源：国内唯一特大型钼钨伴生矿、钼钨储量大且品位较高

钼钨储量大且品位较高。目前，公司拥有权益矿石储量 6.58 亿吨，钼/钨金属储量分别为 70.2 万吨/36.02 万吨，平均品位分别为 0.11%和 0.12%。三道庄矿正在开采。上房沟矿和东戈壁矿仍未开发，我们认为因钼市场仍供过于求，短期开发可能性较低。

图表27: 钼矿储量及品位

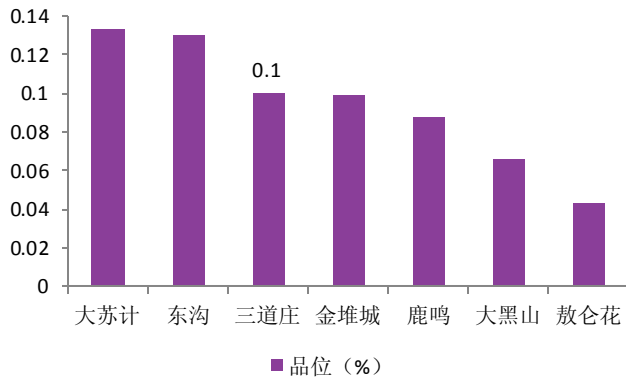
矿山	权益比例 (%)	所处省市	矿石储量 (百万吨)	钼金属量 (万吨)	三氧化钨金属量 (万吨)	钼品位 (%)	三氧化钨品位 (%)	状态	采矿量 (万吨/年)
三道庄	100	河南洛阳	330.17	31.13	36.02	0.10	0.12	正在开采	1800
上房沟	47	河南洛阳	41.22	7.46	—	0.18	—	未开采	—
东戈壁	70	新疆哈密	441.00	50.8	—	0.11	—	未开采	—
合计			658.24	70.20	36.02	0.11	0.12		

资料来源：上市公司公告 联讯证券

三道庄为国内唯一特大型钼钨矿。目前，公司正在开采的三道庄钼钨矿钼金属储量 31 万吨，属国内特大型钼矿；钼矿品位 0.1%，居在产矿山中等偏上水平。同时，三道庄矿为钨钼伴生矿，三氧化钨储量 36 万吨，品位 0.12%，为国内唯一特大型钼钨伴生矿。

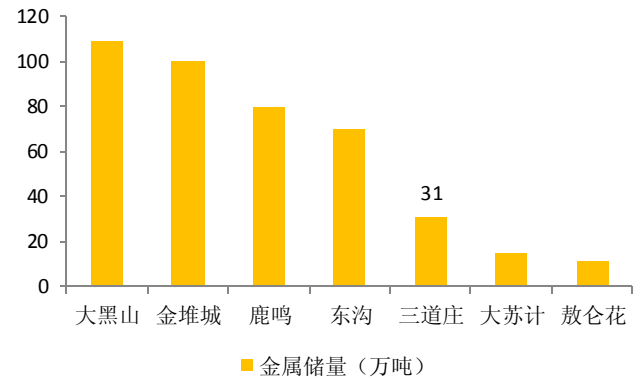


图表28: 国内主要钼矿品位



资料来源:联讯证券

图表29: 国内主要钼矿储量

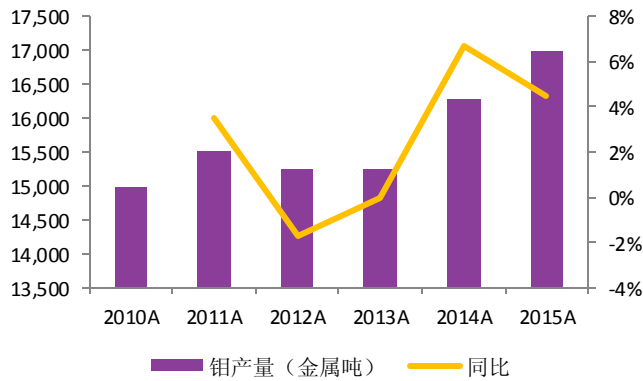


资料来源:联讯证券

2、钼：矿产量全国第二、钼铁产量全国第一

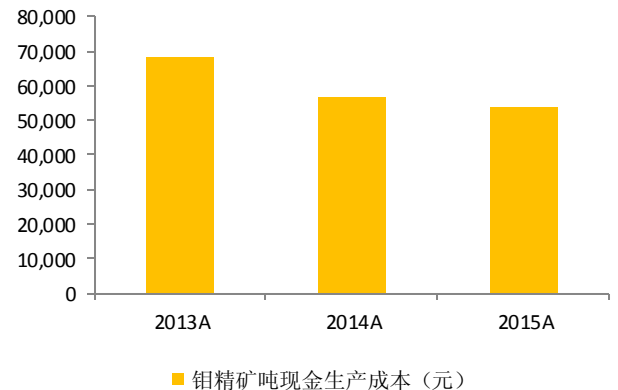
钼矿产量 1.7 万金属吨、成本不断降低。三道庄矿为国内产量最大的钼精矿单体矿山，采用露天开采，年采矿量达 1800 万吨，回收率 85%。公司年钼矿 1.7 万金属吨（折合成 47%钼精矿为 36,186 吨），产量居国内第二、全球第五。近三年，公司钼精矿吨现金成本也不断降低，2015 年已经从 2013 年的 6.8 万降低至 5.4 万，降幅达 21%。

图表30: 2010A-2015A 公司钼产量



资料来源:Wind 联讯证券

图表31: 2013A-2015A 公司钼精矿吨成本

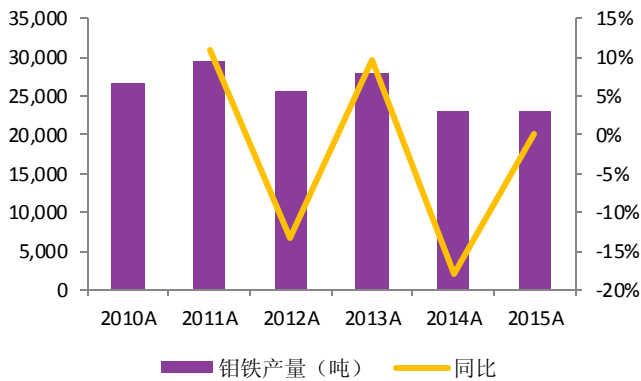


资料来源:Wind 联讯证券

钼铁产能及产量均居全国第一。公司的钼精矿主要用于生产氧化钼并生产成钼铁进行销售，拥有全国最大的氧化钼（4 万吨/年）、钼铁（2.5 万吨/年）的产能。实际产量在 2.3-2.8 万吨/年。

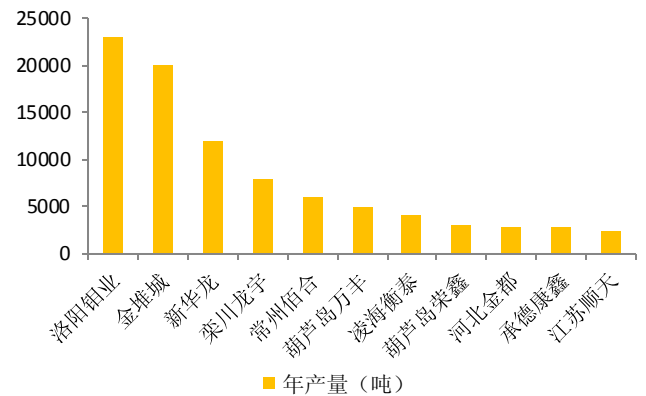


图表32: 2010A-2015A 公司钼铁产量



资料来源:上市公司公告 铁合金在线 联讯证券

图表33: 2014A 全国钼铁产量排名



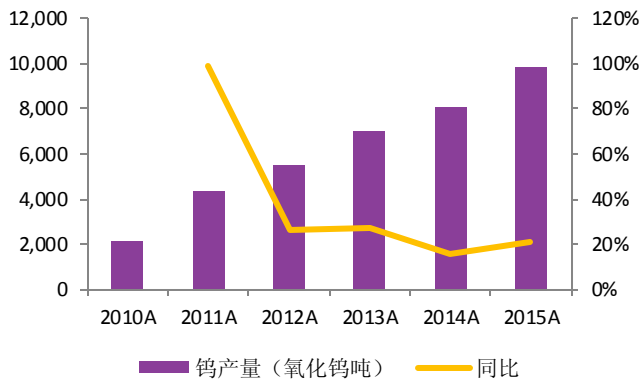
资料来源:铁合金在线 联讯证券

备注: 2014A 和 2015A 钼铁产量数据来源于铁合金在线

3、钨: 矿产量全国第二、成本行业最低

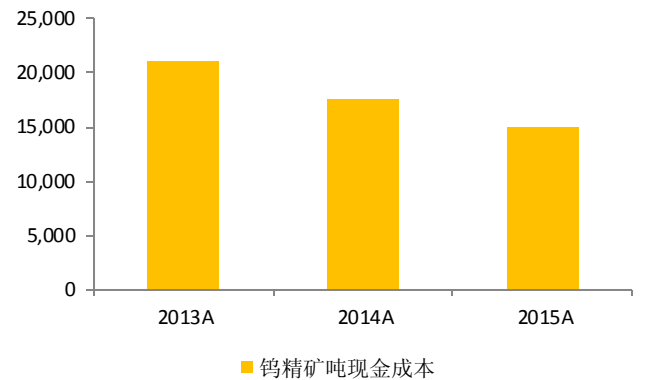
钨矿产量稳步增长、成本稳步下降。公司拥有三条白钨浮选生产线, 处理量 3 万吨/日 (含豫鹭矿业 1.5 万吨/日), 2015 年年产钨精矿 9,825 吨 (折合成 65%氧化钨矿为 15,115 吨), 同时, 公司钨精矿现金成本也稳步降低, 2015 年已经从 2013 年的 2.1 万元降低至 1.5 万元, 降幅达 29%。

图表34: 2010A-2015A 公司钨产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券

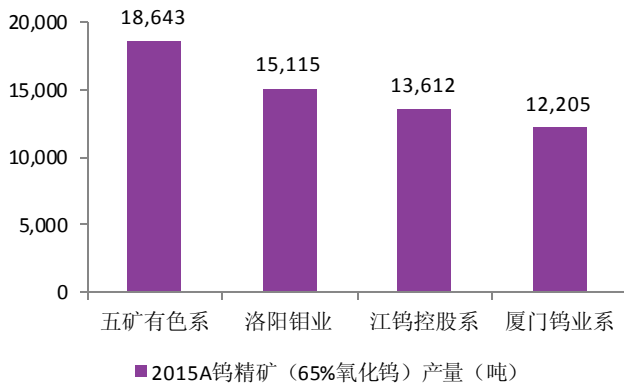
图表35: 2013A-2015A 公司钨精矿现金成本



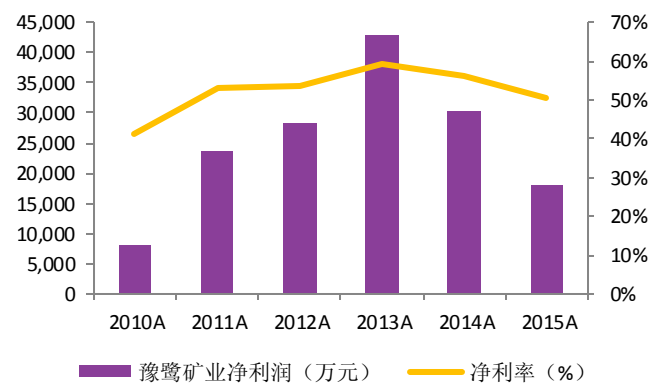
资料来源:上市公司公告 联讯证券

备注: 2010A-2011A 产量按照豫鹭矿业每年产量 3,250 吨剔除估计

钨精矿产量全国第二、成本最低。三道庄为国内单产最大的钨矿, 2015 年公司钨精矿产量 1.5 万吨, 仅次于五矿有色位居全国第二。加上持股 40%但享有 50%投资收益的豫鹭矿业的 0.25 万吨, 则权益量达到了 1.76 万吨。同时公司的钨精矿主要源于钼矿尾矿回收, 无开采成本, 成本全行业最低。以豫鹭矿业为例, 公司净利率基本保持在 50% 以上, 即使在 2015 年也实现了 1.8 亿的净利润。


图表36: 2015A 全国钨矿产量排名


资料来源:赣州钨协 联讯证券

图表37: 豫鹭矿业净利润


资料来源:厦门钨业年报 联讯证券

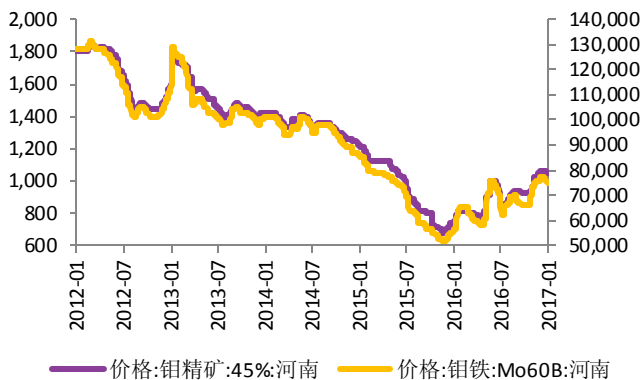
(二) 钼钨价格止跌反弹、业绩已反转

1、钼：价止跌反弹、成本支撑价格

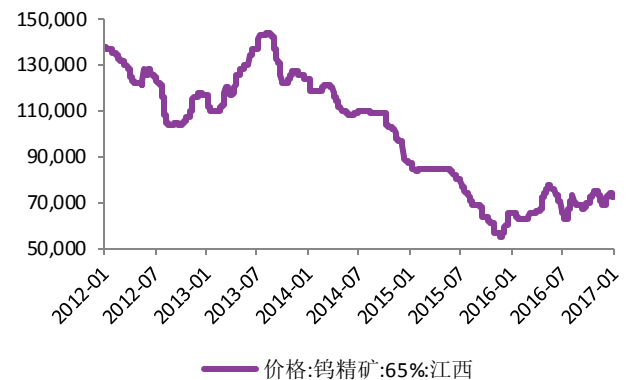
2015年年底，钼精矿跌至700元/吨度，创近年来新低。随后，因钢铁市场回暖、企业限产保价，价格回升至1,050元/吨度，涨幅达50%。我们认为，钼市场供过于求大格局未变，但受成本支撑，目前价格处于合理水平。预计2017年仍将保持在900-1,200元/吨度的水平。

2、钨：成本支撑价格、低位震荡

2015年11月，钨精矿一度跌至5.5万元/吨，创近十年来新低，跌破大多数矿山成本线。随后价格持续回升，已回升至7.2万元/吨的水平，涨幅达30%。我们认为，国内主流钨精矿的成本在7万元/吨附近，该价格存在支撑。但钨精矿供过于求格局未改，且库存规模仍较大，2017年钨精矿价格仍难出现大幅上涨的可能，预计在7-8万元/吨波动。

图表38: 2012A-2016A 钼精矿及钼铁价格


资料来源:Wind 联讯证券

图表39: 2012A-2016A 钨精矿价格


资料来源:Wind 联讯证券

四、NPM 铜金：铜储量超 60 万吨、成本全球领先盈利优

2013年公司以8亿美元从力拓购买 Northparkes Joint Venture 80% 的权益。



（一）资源优质、成本低盈利佳

1、大型优质铜金矿、铜储量超过 60 万吨

Northparkes (NPM) 铜金矿位于澳大利亚，矿石储量 1.02 亿吨，铜/金/银金属量分别为 61 万吨/24.1 吨/206 吨，品位分别为 0.6%/0.26g/t/2.21g/t。

图表40: NPM 铜金矿资源量及储量

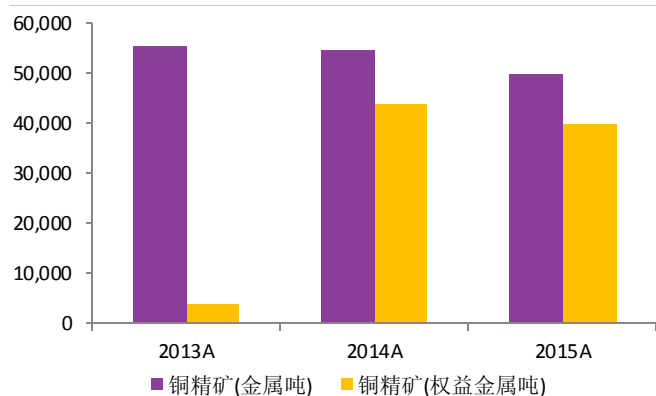
指标	矿石(百万吨)	铜(百万吨)	金(百万盎司)	银(百万盎司)	铜品位(%)	金品位(g/t)	银品位(g/t)
资源量	497.86	2.78	2.86	28.05	0.56	0.18	1.75
储量	102.28	0.61	0.85	7.27	0.6	0.26	2.21

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

2、品位下滑致产量下降、成本仍全球领先

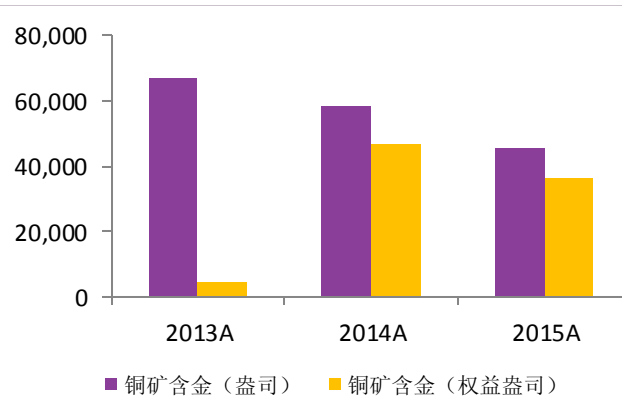
产量有所下降。2015 年，该矿采矿量基本保持在 600 万吨/年，因采矿及入选品位降低导致产量有所下降，铜/金年产量分别为 5 万吨/1,286.54 千克，同比下降 9%/22%。同时还有 11 吨左右银产量。

图表41: 2013A-2015A 公司铜精矿产量



资料来源:上市公司公告 联讯证券

图表42: 2013A-2015A 公司铜矿含金产量

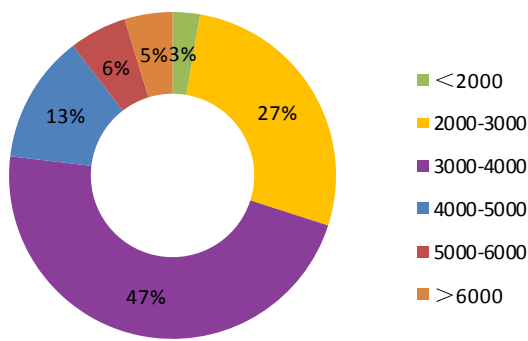


资料来源:上市公司公告 联讯证券

成本有所增加、但仍全球领先。矿山采用先进的分块崩落技术开采，属于成本最低的 10%的矿山之一。2014 年和 2015 年现金成本仅为 1,235 美元/吨和 1,411 美元/吨，远低于全球铜矿平均现金成本。

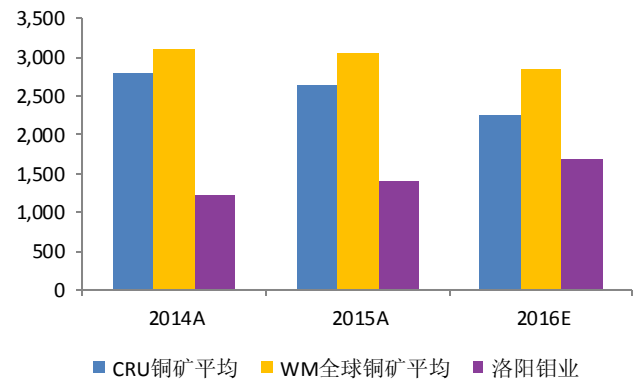


图表43: 2013A 全球铜矿现金成本分布(美元/吨)



资料来源:互联网 联讯证券

图表44: 2014A-2016E 公司铜矿现金成本(美元/吨)



资料来源:互联网 联讯证券

(二) 市场: 美元加息不及预期及避险需求支撑金价

我们认为, 2017 年美联储加息次数 2 次为大概率事件, 同时考虑到存在诸多不确定性, 避险需求仍存, 我们预测 2017 年金价将在 1150-1350 美元/磅之间。

图表45: 近 10 年黄金及美元指数



资料来源:Wind 联讯证券

五、盈利预测预估值

(一) 盈利预测

假设: 1、2017 年铜、钴和金价格分别为 5,800 美元/吨、16 美元/磅和 1,200 美元/盎司。2、TFM 铜、钴产量分别为 20.3 万吨和 1.69 万吨, NPM 铜和金产量分别为 5 万吨和 1,287 千克。3、完成对 TFM24%股权的收购。4、钨钼和磷铋业务无弹性。我们预计 2017 年公司有望实现归属净利润 29 亿元, 对应 EPS 为 0.13 元/股。如果基于当前铜、钴价格分别为 6,046 美元/吨和 19.4 美元/磅的假设, 则归属净利润为 40 亿元, 对应 EPS 为 0.21 元/股。

公司铜矿权益产量 20.3 万吨(TFM:20.37 万吨*80%;NPM:5 万吨*80%), 以 LME 铜



价 5,800 美元/吨为基准价，铜价上涨 10%，毛利增加 8.24 亿元，对应 EPS 增厚 0.03 元/股；铜价上涨 200 美元/吨，则毛利增加 2.84 亿元，对应 EPS 增厚 0.01 元/股。

图表46：铜板块业绩弹性

铜价变化	10%	20%	30%	200	500	1000
铜价（美元/吨）	6,380	8,700	7,540	6,000	6,300	6,800
毛利变化（亿元）	8.24	16.48	24.71	2.84	7.10	14.20
净利变化（亿元）	5.77	11.53	17.30	1.99	4.97	9.94
EPS 变化(元/股)	0.03	0.05	0.08	0.01	0.02	0.04

资料来源：联讯证券

备注：人民币兑美元 7:1；总股本按照 226 亿计算；净利润直接按照毛利的 70%简单估计

公司钴矿权益产量 1.35 吨 (TFM:1.69 万吨*80%)，以 MB 低级钴均价 16 美元/磅为基准价，钴价上涨 10%，毛利增加 2.34 亿元，对应 EPS 增厚 0.01 元/股；钴价上涨 2 美元/磅，毛利增加 4.18 亿元，对应 EPS 增厚 0.01 元/股。

图表47：钴板块业绩弹性

钴价变化	10%	20%	30%	2.00	5.00	10.00
钴价（美元/磅）	17.60	19.20	20.80	18.00	21.00	26.00
毛利变化（亿元）	3.35	6.69	10.04	4.18	10.45	20.91
净利变化（亿元）	2.34	4.68	7.02	2.93	7.32	14.63
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.03	0.01	0.03	0.06

资料来源：联讯证券

备注：人民币兑美元 7:1；总股本按照 226 亿计算；净利润直接按照毛利的 70%简单估计

（二）估值

参考可比公司、港股，可以给予公司 2017 年 40 倍的 PE，目标价：5.32 元/股，投资评级“买入”。

可比公司估值：因公司利润将主要来自铜钴，主要参考江西铜业及华友钴业两家公司 2017 年的 PE，我们认为可以给予公司 40 倍的 PE。

图表48：可比公司估值（截止至 2 月 14 日）

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	16E	17E	
1	601899.SH	紫金矿业	721	56	37	24	2.92
8	002340.SZ	格林美	192	117	55	39	2.85
2	600362.SH	江西铜业	620	188	61	47	1.59
5	603799.SH	华友钴业	251	-122	518	66	10.27
7	000878.SZ	云南铜业	245	49	87	80	4.36
4	601958.SH	金钼股份	265	530	673	257	2.09
10	002378.SZ	章源钨业	92	-125	834	327	4.79
11	000657.SZ	中钨高新	91	-28	--	--	3.06

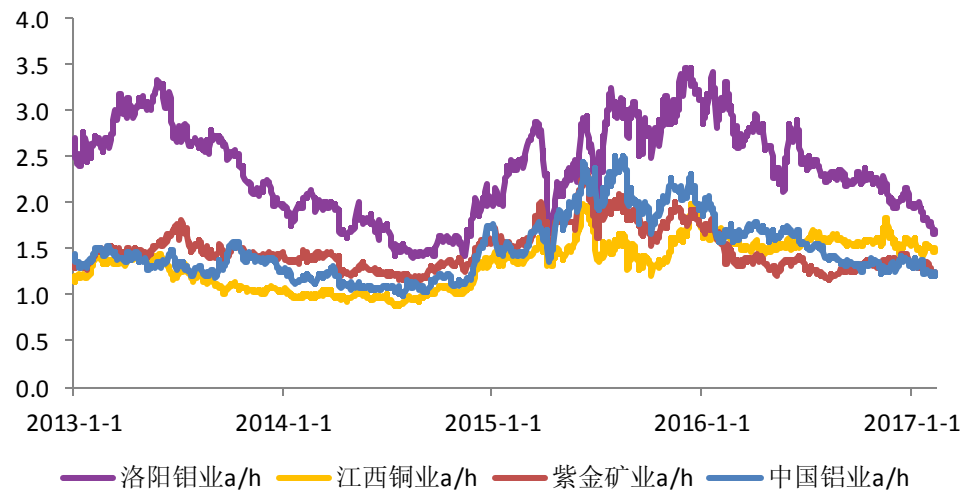
资料来源：Wind 联讯证券

A/H 比值：2012 年 10 月，洛阳钼业 A 股上市，实现 A+H 两地上市。目前，公司



A/H 比值已经降低至 1.7 倍，处于历史较低水平。虽仍高于江西铜业、紫金矿业和中国铝业三只个股，但与江西铜业 A/H 的 1.5 倍接近。

图表49： 洛阳钼业 A/H 比值



资料来源:Wind 联讯证券

六、风险提示

刚果局势动荡超预期、铜钴金价格不及预期、产量下降、资产注入不及预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	157.32	249.64	210.51	192.76	经营活动现金流	13.57	-44.51	70.64	69.89
货币资金	104.14	50.00	100.48	82.73	净利润	7.03	12.00	36.00	38.25
应收账款	7.44	33.55	33.55	33.55	折旧摊销	9.86	16.59	22.59	22.59
应收票据	6.02	11.35	11.35	11.35	财务费用	4.32	7.21	13.61	10.61
预付款项	2.27	5.73	5.73	5.73	投资损失	-1.17	-1.56	-1.56	-1.56
存货	5.93	43.31	43.31	43.31	营运资金变动	3.19	-41.37	0.00	0.00
其他	31.46	14.84	16.10	16.10	其它	-9.66	-37.38	0.00	0.00
非流动资产	151.49	541.76	674.72	674.72	投资活动现金流	-1.66	-282.66	-79.52	0.00
长期股权投资	12.61	26.82	26.82	26.82	资本支出	5.93	293.00	79.52	0.00
固定资产及在建工程	49.74	241.15	241.15	241.15	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.36	51.03	51.03	51.03	其他	4.28	10.34	0.00	0.00
其他	50.78	222.77	355.73	355.73	筹资活动现金流	5.92	260.59	109.36	12.84
资产总计	308.81	791.39	885.23	867.48	短期借款	72.90	385.90	205.90	155.90
流动负债	87.69	319.93	239.93	239.93	长期借款	0.00	0.00	181.00	0.00
短期借款	29.06	233.56	153.56	153.56	其他	-66.98	-125.31	-277.54	-143.06
应付账款	2.37	5.49	5.49	5.49	现金净增加额	17.83	-66.58	100.48	82.73
其他	56.26	80.87	80.87	80.87					
非流动负债	42.95	223.30	223.76	173.76	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	19.42	125.25	125.25	75.25	成长能力				
其他	23.53	98.51	98.51	98.51	营业收入	-37%	51%	189%	0%
负债合计	130.64	543.23	463.70	413.70	营业利润	-66%	134%	203%	6%
少数股东权益	4.63	80.25	42.63	42.63	归属母公司净利润	-58%	49%	165%	8%
归属母公司股东权益	173.53	167.91	378.91	411.16	获利能力				
负债和股东权益	178.17	248.16	421.53	453.78	毛利率	38%	52%	69%	69%
					净利率	17%	19%	20%	21%
					ROE	4%	6%	11%	9%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力				
营业收入	41.97	63.42	183.56	183.56	资产负债率	42%	69%	52%	48%
营业成本	26.22	30.60	57.55	57.55	流动比率	1.79	0.78	0.88	0.80
营业税金及附加	2.42	3.00	3.00	3.00	速动比率	1.73	0.64	0.70	0.62
营业费用	0.85	1.00	10.00	10.00	营运能力				
管理费用	3.57	3.69	50.00	50.00	总资产周转率	0.14	0.08	0.21	0.21
财务费用	0.46	7.21	13.61	10.61	每股指标(元)				
资产减值损失	2.30	3.00	0.00	0.00	每股收益	0.05	0.07	0.13	0.14
公允价值变动收益	-0.03	0.53	0.53	0.53	每股净资产	1.03	0.99	1.68	1.82
投资净收益	1.17	1.56	1.56	1.56	估值比率				
营业利润	7.27	17.01	51.49	54.49	P/E	118	79	40	37
营业外收入	0.50	0.22	0.22	0.22	P/B	5.18	5.35	3.17	2.92
营业外支出	0.95	0.23	0.23	0.23	EV/EBITDA	58.61	35.94	18.29	17.91
利润总额	6.83	17.00	51.48	54.48					
所得税	-0.20	5.00	15.48	16.23					
净利润	7.03	12.00	36.00	38.25					
少数股东损益	-0.58	0.68	6.00	6.00					
归属母公司净利润	7.61	11.32	30.00	32.25					
EBIT	8.22	25.13	63.01	63.01					
EBITDA	15.78	38.72	85.60	85.60					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com