

新能源汽车研究中心

洛阳钼业 (603993.SH) 买入 (首次评级)

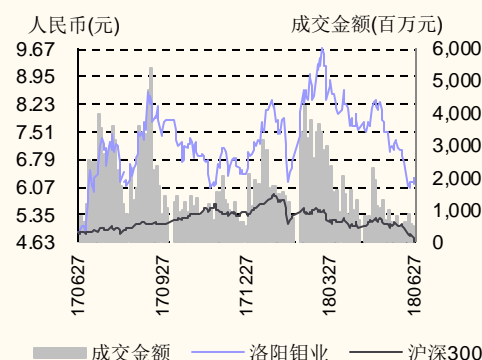
公司研究

市场价格 (人民币): 6.14元

多品类布局, 快速成长的国际矿业巨头

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	12,953.73
流通港股(百万股)	3,933.47
总市值(百万元)	132,835.33
年内股价最高最低(元)	9.69/4.84
沪深 300 指数	3423.53
上证指数	2786.90



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.059	0.126	0.291	0.354	0.391
每股净资产(元)	1.11	1.77	2.04	2.38	2.75
每股经营性现金流(元)	0.18	0.38	0.66	0.53	0.56
市盈率(倍)	62.94	54.48	21.09	17.35	15.68
行业优化市盈率(倍)	22.95	22.95	22.95	22.95	22.95
净利润增长率(%)	31.12%	173.32%	130.55%	21.55%	10.61%
净资产收益率(%)	5.33%	7.15%	14.26%	14.89%	14.24%
总股本(百万股)	16,887.20	21,599.24	21,599.24	21,599.24	21,599.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **快速成长的国际矿业巨头。**公司早期专注于钨钼业务, 一直是国内领先的钨钼生产商。2012年A股上市后, 积极进军海外, 先后收购了澳大利亚NPM铜金矿、巴西CIL磷矿和NML钼矿、刚果(金)TFM铜钴矿等优质资产, 公司已经成长为以钨钼、铜、钴、钼、磷业务为主的全球顶级矿业企业, 是全球前五大钼生产商及最大钨生产商、全球第二大钴、钼生产商和全球领先的铜生产商, 同时也是巴西境内第二大磷肥生产商。
- **钨钼业务立身之本, 盈利空间改善显著。**钨钼业务为公司的传统主业, 矿山资源储量丰富。前些年钨钼价格持续低迷, 低效及高成本产能相继关停、减产, 叠加趋严并常态化的环保检查, 供给端产能过剩的情况逐步出清。国内钨钼价也随之稳固向好。同时公司钨钼业务成本不断下降, 2013年, 钨精矿单位现金生产成本为67700元/吨, 钨精矿单位现金生产成本为20100元/吨, 2017年分别降至54638元/吨, 和17896元/吨, 降幅分别高达24%和12.3%。公司盈利能力得到显著改善。
- **铜钴业务低点布局, 享新能源产业红利。**2016年, 公司收购刚果(金)境内的第二大铜钴矿TFM 56%的股权, 后续又向BHR购买了TFM 24%股权的独家购买权, 至此实现了对TFM的实质性控制。其拥有矿石储量1.83亿吨, 铜钴品位分别为2.6%和0.31%, 是全球范围内储量最大、品位最高的铜、钴矿产之一。受益于新能源行业的高度景气, 钴价格在公司收购之后快速上涨, 2017年铜钴业务占公司总营业收入的58%, 为公司贡献归属于母公司股东净利润19.23亿元, 成为贡献收入的第一大主业品类。未来随着新能源汽车产业的持续向好, 铜钴业务将持续为公司贡献充足的利润。

投资建议

- 我们看好公司全球化布局的决心和战略。预计公司在2018-2020年实现EPS分别为0.29/0.35/0.39元, 同比增速分别为133.55%/21.55%/10.61%, 对应目前股价PE分别为21.09/17.35/15.68倍。我们给予公司目标价7.40元, 增长空间22.52%。首次覆盖, 给予买入评级。

风险提示

- 刚果(金)政局变动, 导致公司当地项目未能按期达成的风险; 新能源汽车产销量低于预期的风险; 宏观经济增长乏力导致钴需求量下行。

廖滢

分析师 SAC 执业编号: S1130517020001
(8675583830558)
liaogan@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司为快速崛起的国际矿业巨头	4
立足中国，迈向全球.....	4
逆周期收购，获充足收益.....	4
二、钨钼业务：立身之本，传统优势板块	6
三、铜钴业务：低点收购，业绩弹性的发源地	9
四、铌磷业务：入局巴西，变身铌、磷行业龙头.....	11
五、铜金业务：优势显著，存业绩反弹预期.....	14
六、参与设立资源投资基金，签约全球领先金属贸易商	15
七、盈利预测与评级.....	16
关键假设及预测.....	16
估值及评级——目标价 7.40 元.....	17
八、风险提示	17

图表目录

图表 1：股权结构图.....	4
图表 2：公司海外收购资产	4
图表 3：2017 年营收快速增长.....	5
图表 4：2017 年净利快速增长.....	5
图表 5：2013 年钨钼业务营收占比近 70%.....	5
图表 6：2017 年铜钴业务成营收主力.....	5
图表 7：2013 年钨钼业务毛利占比超 90%.....	6
图表 8：2017 年铜钴业务毛利占比超 60%.....	6
图表 9：全球钼资源近一半分布在中国.....	6
图表 10：国内钼矿山产量一览.....	7
图表 11：2016 年以来钼价一路走高	7
图表 12：公司拥有三个世界级矿山.....	8
图表 13：国内钨精矿价格稳步上涨.....	8
图表 14：钨钼业务成本逐年下降	9
图表 15：Tenke Fungurume 矿区储量丰富	9
图表 16：Tenke Fungurume 钴产销量	10
图表 17：Tenke Fungurume 铜产销量	10
图表 18：全球钴产量一览.....	10
图表 19：钴价大幅上涨	11
图表 20：铌资源产量和储量	11
图表 21：铌价保持相对稳定	12
图表 22：AANB 旗下矿山储量丰富	12

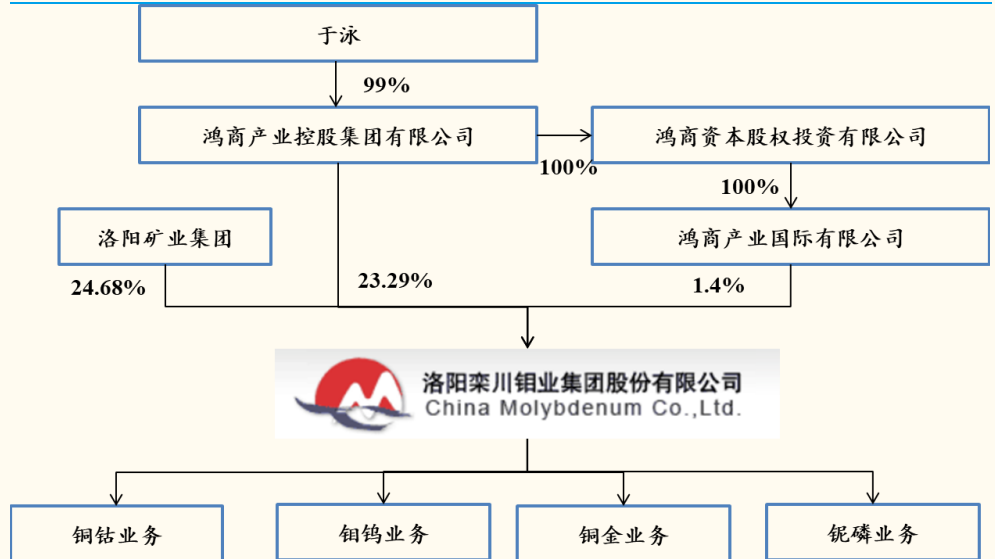
图表 23: 磷矿石价格保持相对稳定.....	13
图表 24: 巴西磷肥大型生产商一览.....	13
图表 25: AAFB 旗下 Chapadão 矿山储量丰富.....	14
图表 26: 两个磷化工厂均位于巴西农业中心地带.....	14
图表 27: NPM 铜金矿是澳大利亚第四大在产铜金矿.....	14
图表 28: NPM 铜产量逐年下降.....	15
图表 29: 2017 年 NPM 铜金矿业绩改善.....	15
图表 30: 关键假设.....	16
图表 31: 业绩预测.....	16
图表 32: 可比公司盈利和估值水平预测.....	17

一、公司为快速崛起的国际矿业巨头

立足中国，迈向全球

- 公司早期为洛矿集团全资控股的国有矿业公司，后于 2004 年钨钼行业陷入低谷时接受鸿商集团的注资。伴随着公司先后赴香港和上海主板上市以及鸿商集团通过子公司鸿商国际向洛阳钼业增资，鸿商集团取代洛矿集团成为控股股东，公司也由国有企业转型为民企。

图表 1：股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 自成立以来，公司立足于栾川三道庄钨钼矿，专注于钨钼业务，一直是国内领先的钨钼生产商。2012 年在 A 股上市后，公司开始走出国门，积极并购海外优质项目，在全球范围内进行资源布局。截止 2017 年底，境外资产占公司总资产的比重已超过 60%，来自境外资产的营业收入占公司总收入的重也已经超过 80%。

图表 2：公司海外收购资产

时间	项目	地点	项目情况	权益比例
2013 年	NPM 铜金矿	澳大利亚	澳大利亚第四大在产铜金矿	80%
2016 年	CIL 磷矿	巴西	巴西品位最高的磷矿	100%
2016 年	NML 铌矿	巴西	世界第二大铌矿	100%
2016 年	TFM 铜钴矿	刚果（金）	全球范围内储量最大、品位最高的铜钴矿之一	56% 权益+24% 股权的独家购买权

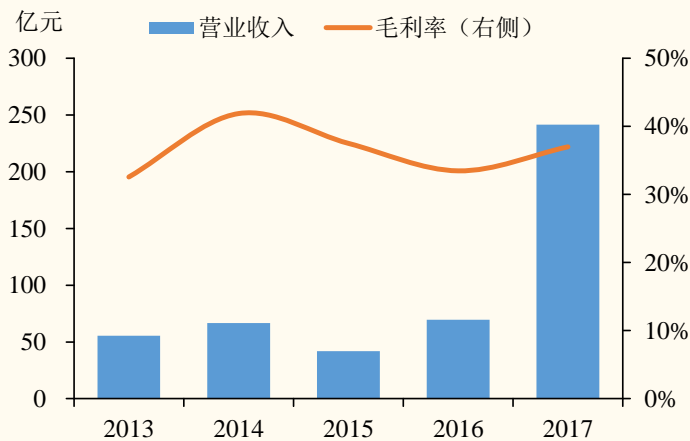
来源：公司公告、国金证券研究所

- 发展至今，公司已经成长为以钨钼、铜、钴、铌、磷业务为主的全球顶级矿业企业，是全球前五大钼生产商及最大钨生产商、全球第二大钴、铌生产商和全球领先的铜生产商，同时也是巴西境内第二大磷肥生产商。

逆周期收购，获充足收益

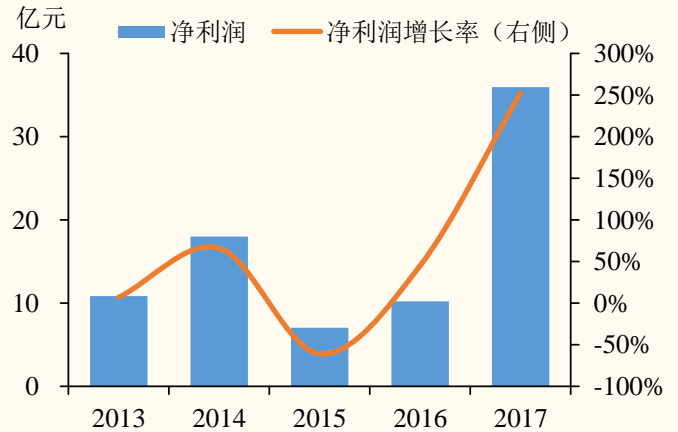
- 继频频出手并购海外优质资源后，随着全球大宗商品价格的复苏，公司开始迎来收获季。2017 年业绩实现大幅增长，全年实现营业收入 241.48 亿元，较上年度增长 247.47%，归属于母公司股东净利润 27 亿元，同比增长 173%。

图表 3：2017 年营收快速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

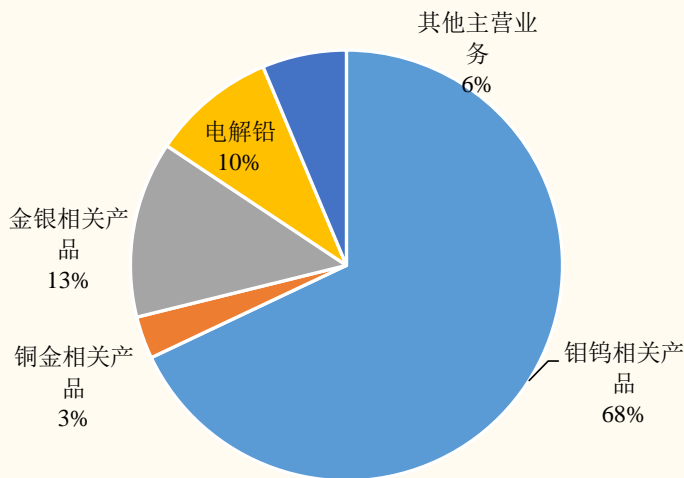
图表 4：2017 年净利快速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

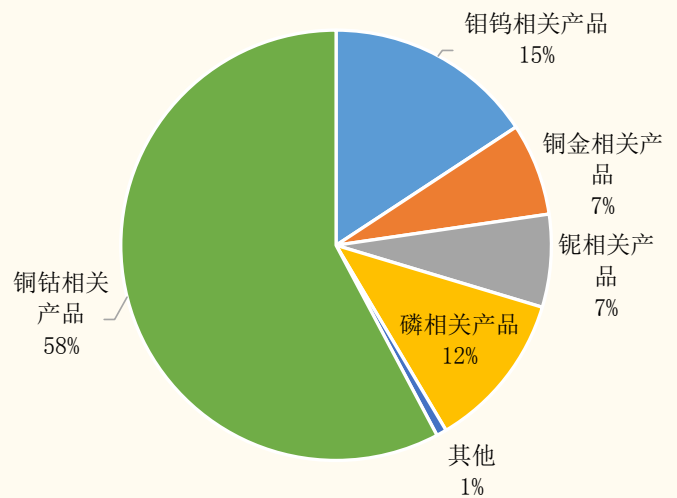
- **产线丰富、营收结构更为多元。**2013 年，公司营收结构中以内钨钼品类为主，营收占比高达 66.42%，但是随着公司海外扩张逐步推进，陆续收购澳大利亚铜金矿、巴西磷铌矿、刚果（金）铜钴矿等优质资产之后，产品更为丰富多元，营收结构和毛利结构也随之变化。2017 年伴随着钴价的快速上涨，铜钴类产品营收占比达到 57.33%，成为公司贡献收入的第一大品类，同时，得益于铜钴类产品的高毛利率，其毛利占比也超过了 60%。

图表 5：2013 年钨钼业务营收占比近 70%



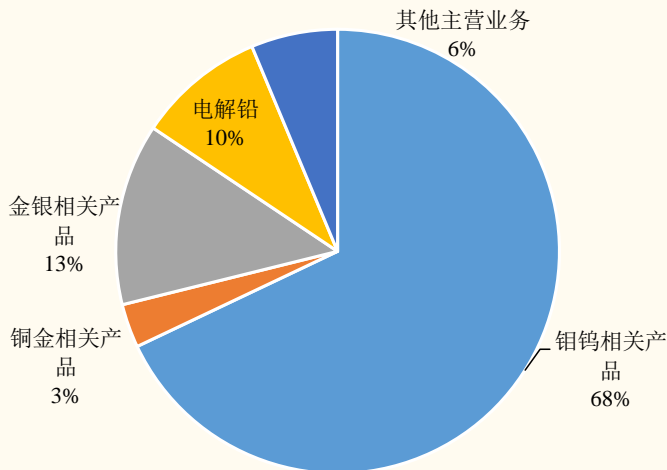
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：2017 年铜钴业务成营收主力



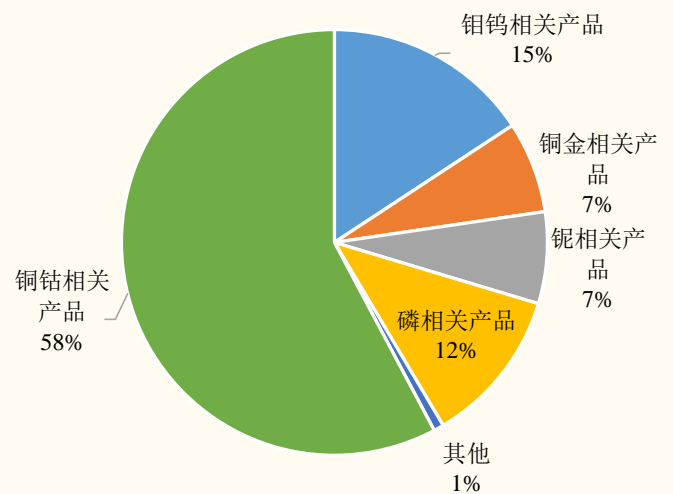
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：2013 年钨钼业务毛利占比超 90%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：2017 年铜钴业务毛利占比超 60%

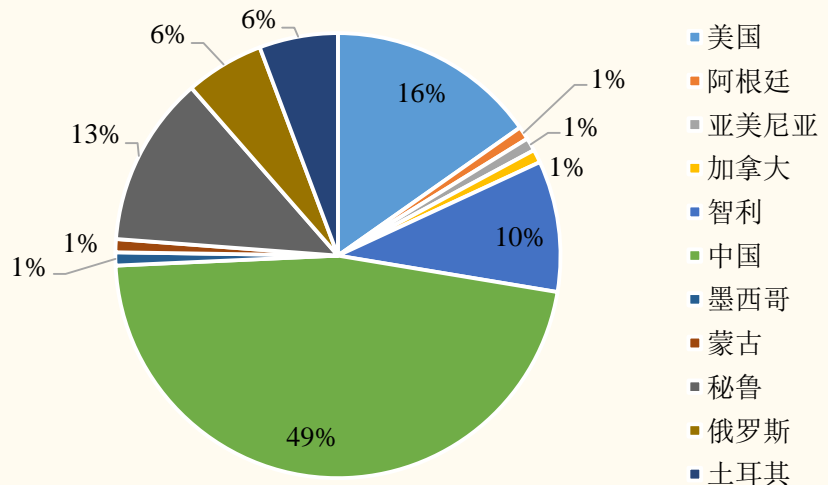


来源：公司公告、国金证券研究所

二、钨钼业务：立身之本，传统优势板块

- 钨具有高强度、高熔点、耐腐蚀、耐磨研等优点，在现代工业中应用广泛。超八成钨用于制造合金钢、不锈钢及其他合金，因此钨价变动与钢铁市场关系紧密。据美国地质调查局（USGS）2018 年发布的数据，全球钨资源量约 1700 万吨，其中近一半分布在中国（49%）。

图表 9：全球钨资源近一半分布在中国



来源：公司公告、国金证券研究所

- 行业集中度有待提升。国内钨供给主要集中于大型原生钨矿山，其中金堆城钨矿、洛阳栾川钨矿及伊春鹿鸣钨矿钨产品产量占到国内总产量的一半以上。由于过去几年钨价低迷，国内众多中小钨矿山无法盈利、纷纷停产，行业集中度提升趋势愈发显著。

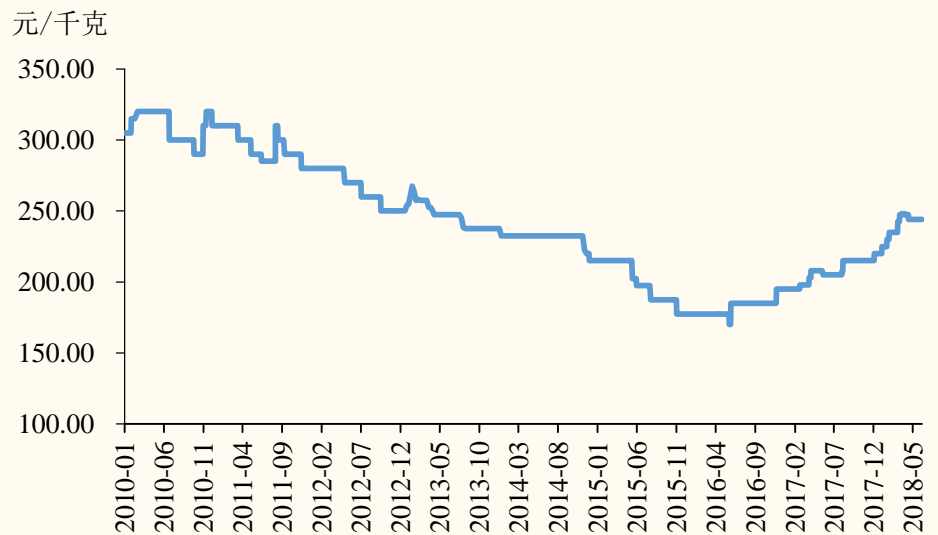
图表 10：国内钼矿山产量一览

单位：千金属吨	2017	2016	增长率
金堆城钼矿	20.40	17.70	15.25%
洛阳钼业	16.40	16.30	0.61%
伊春鹿鸣	14.30	12.00	19.17%
中金内蒙古满洲里乌山	6.20	6.10	1.64%
龙宇集团	4.30	5.00	-14.00%
丰宁鑫源	4.50	5.30	-15.09%
大黑山	3.70	0.40	825.00%
德兴铜矿	3.20	2.90	10.34%
赤峰教仑花	1.90	2.20	-13.64%
中西矿业	2.60	0.70	271.43%
古田天宝	1.60	1.20	33.33%
其他	14.80	13.20	12.12%
中国总计	93.90	83.00	13.13%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **供给侧改革出清产能，钼价向好。**公司主要钼产品为钼铁，主要销售市场为中国境内。2016 年起，国内钼企业在中国供给侧改革的影响下，低效及高成本产能相继关停、减产，叠加趋严并常态化的环保检查，供给端产能过剩的情况逐步出清。2017 年国内宏观经济运行总体呈稳中有进态势，钢铁企业经营环境有所好转，不锈钢产量持续增加，国内钼价也随之稳固向好。

图表 11：2016 年以来钼价一路走高



来源：wind、国金证券研究所

- **公司为全球前五大钼生产商和最大钨生产商，拥有三个世界级矿山。**(1)目前正在运营的栾川三道庄钼钨矿，为特大型原生钼钨共生矿，属于全球最大的原生钼矿田--栾川钼矿田的一部分，也是中国第二大白钨矿床；(2)合营公司富川矿业拥有的栾川上房沟钼矿紧邻三道庄钼钨矿，是同属栾川钼矿田的另一特大型原生钼矿；(3)公司控股子公司拥有新疆哈密市东戈壁钼矿的采矿权，该矿是近年探明的一处特大型优质钼矿。目前，公司拥有钼金属储量 55.2 万吨，钨金属储量 32.07 万吨，2017 年，实现钼产量 16717 吨，钨产量 11744 吨。

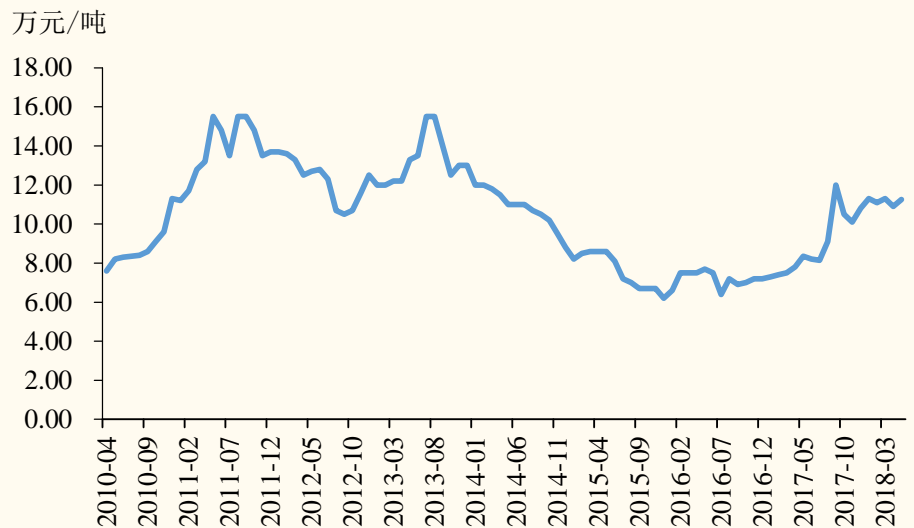
图表 12：公司拥有三个世界级矿山

矿产种类	矿区	储量情况			资源量情况		
		矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	资源量 (万吨)
钨	三道庄钨钼矿	267.24	0.11	28.06	497.36	0.10	49.74
	上房沟钨矿	41.22	0.18	7.46	463.00	0.14	64.36
	新疆钨矿	141.58	0.14	19.68	441.00	0.11	46.75
	合计	450.04	-	55.20	1401.36	-	160.84
钨	三道庄钨钼矿	267.24	0.12	32.07	497.36	0.09	45.76

来源：公司公告、国金证券研究所

- 钨是一种稀缺性较强的战略性金属，产品主要包括钨精矿原料和仲钨酸铵、氧化钨等，被广泛应用于汽车、机械、采矿、石油、建材、电子、军事等领域。中国作为最大的钨生产国，占据全球超过 80% 的钨供应量。
- **钨供需结构好转，价格企稳。**公司所处的钨行业在此前较长时间内处于产能过剩、供大于求及去库存的现状，在需求减弱、库存难去的压力下，钨金属市场行情持续低位震荡。市场价格一度跌破钨生产企业成本线，导致部分矿企停产或控制产量，市场总体产能释放下降。2017 年以来，日渐趋严的环保与安全核查带来矿山停产，钨矿山下游厂商库存消耗，钨市场供需再度进入供不应求的局面。与此同时，伴随着海外经济的复苏、国内经济的企稳回升，国内钨产品出口量同比大增，采掘业、机械加工业、建筑业、化工等行业对硬质合金及钨化工产品的需求量增加，钨价格有望重启上涨态势。

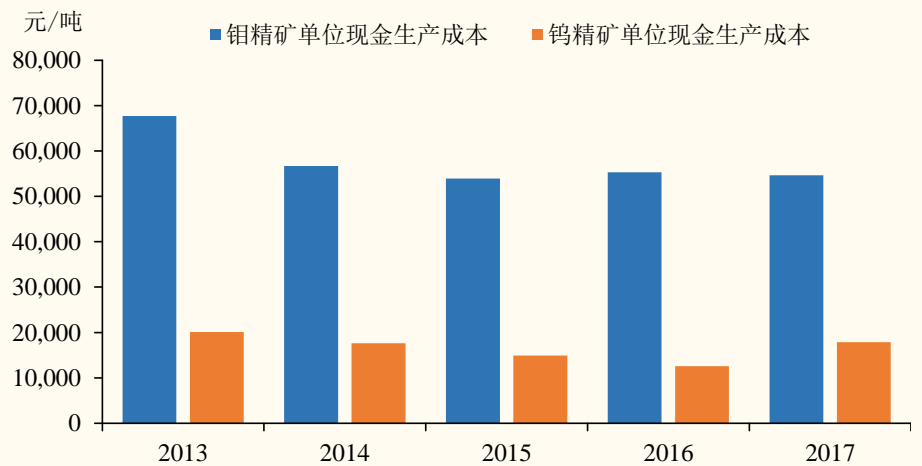
图表 13：国内钨精矿价格稳步上涨



来源：公司公告、国金证券研究所

- **钨钼业务成本不断下降，改善盈利空间。**2013 年，钨精矿单位现金生产成本为 67700 元/吨，钨钼单位现金生产成本为 20100 元/吨；2017 年，两者分别降至 54638 元/吨和 17896 元/吨，降幅分别高达 24% 和 12.3%。成本的大幅下降得益于公司对技术革新的重视，比如自主开发智能采矿生产线，不仅有效解决危险区域的作业安全，而且大幅度降低采矿成本；对钨业务板块实施 APT 项目，其生产工艺在国际国内均为首创，具有回收率高、成本低、综合回收效果好的特点，通过回收钨等副产品大幅降低了生产成本，同时提升了钨板块销售价格水平。

图表 14：钨钼业务成本逐年下降



来源：公司公告、国金证券研究所

三、铜钴业务：低点收购，业绩弹性的发源地

- 2016 年，公司收购自由港集团旗下位于刚果（金）境内的 TFM 56% 的股权，后续又向 BHR 购买了 TFM 24% 股权的独家购买权，至此实现了对 TFM 的实质性控制。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，其拥有的 Tenke Fungurume 矿区是全球范围内储量最大、品位最高的铜、钴矿产之一，也是刚果（金）国内最大的外商投资项目。

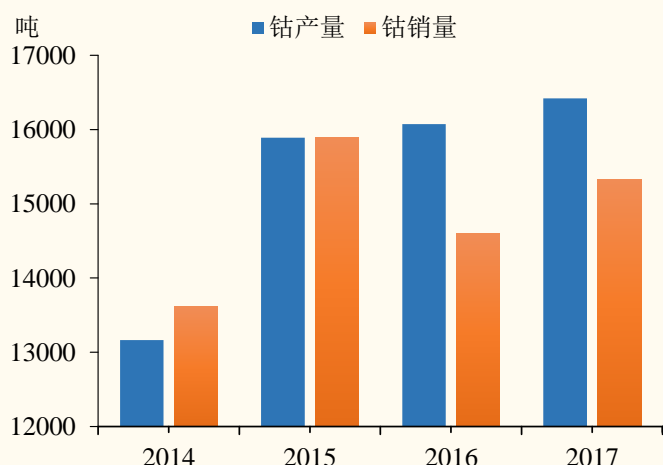
图表 15：Tenke Fungurume 矿区储量丰富

	储量情况			资源量情况		
	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	资源量 (万吨)
铜	184.6	2.37	437.50	831.5	2.94	2429.36
钴	184.6	0.32	59.07	831.5	0.28	221.97

来源：公司公告、国金证券研究所

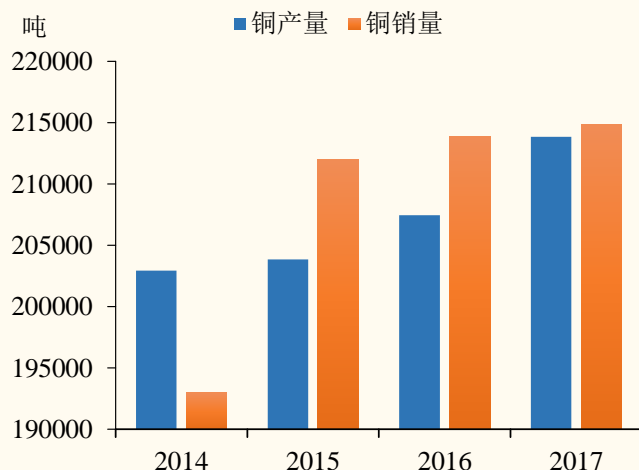
- Tenke Fungurume 矿区拥有丰富的铜、钴矿产资源，铜、钴储量分别为 437.50 万吨和 59.07 万吨，铜品位为 2.37%，钴品位为 0.32%。探明的铜、钴资源量分别为 2429.36 万吨和 221.97 万吨，未来发展潜力巨大。2013 年二期工程竣工后，Tenke Fungurume 年产能已达到近 272400 吨铜及 16798 吨钴，是世界第二大铜钴矿。2017 年，Tenke 矿山实现铜和钴金属的产量分别为 213843 吨和 16419 吨，其中，钴产量仅次于嘉可旗下的 Mutanda 矿山，位居全球第二。

图表 16: Tenke Fungurume 钴产销量



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 17: Tenke Fungurume 铜产销量



来源: 公司公告、国金证券研究所

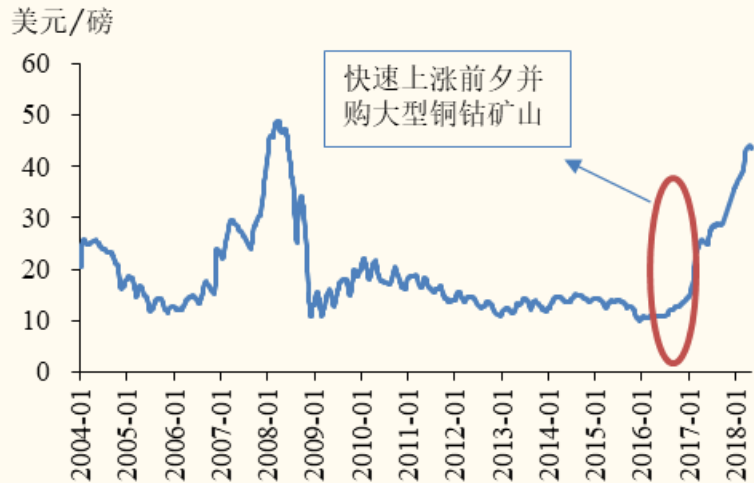
图表 18: 全球钴产量一览

国家	矿山	公司	类型	2015 年产量 (吨)	2016 年产量 (吨)	2017 年产量 (吨)
刚果 (金)	Mutanda	Glencore (嘉能可)	铜钴	16,500	24,500	23,900
刚果 (金)	Tenke Fungurume	洛阳钼业	铜钴	15,880	16,074	16,419
俄罗斯	Kola MMC/Polar Division	Norilsk Nickel (诺里尔斯克镍业)	镍钴	5,800	5,600	6,700
菲律宾	Coral Bay (Rio Tuba)	Sumitomo (日本住友矿业)	镍钴	4,300	4,700	4,600
刚果 (金)	Mukondo Mountain/Kolwezi tailings	ENRC (欧亚资源)	铜钴	3,500	4,200	4,200

来源: 安泰科、国金证券研究所

- 2017 年, 在公司完成 TFM 股权交割短短几个月后, 钴价开始不断攀升, 铜钴业务的毛利率从 2016 年的 23.13% 迅速增长至 2017 年的 40.03%。公司 2017 年业绩的迅猛增长也主要归功于这一项目: 2017 年, 铜钴业务实现营业收入 83.02 亿元, 占公司总营业收入的 58%, 为公司贡献归属于母公司股东净利润 19.23 亿元, 占公司当年度归属于母公司股东净利润的 70.49%, 成为了公司的主要业绩增长引擎。未来铜钴业务将成为公司的核心业务之一。

图表 19：钴价大幅上涨



来源：wind、国金证券研究所

四、钨磷业务：入局巴西，变身钨、磷行业龙头

- 2016 年公司收购英美资源集团旗下位于巴西境内的钨（AANB）、磷（AAFB）业务 100% 股权，获得了世界第二大钨矿资源和目前巴西品位最高的 P2O5 资源，一跃成为了全球第二大钨生产商和巴西第二大磷肥生产商。
- 钨主要以钨铁的形式用于钢铁生产，是高品质钢材必不可缺的原材料之一。钨铁的使用量与各国钢铁产量有着密不可分的关系，目前消费市场主要集中在欧洲、北美洲和亚洲的发达国家及新兴经济体。
- 根据美国地质调查局（USGS）发布的数据，全球钨资源储量超过 430 万吨，且分布较为集中，仅巴西一国的钨资源储量就占到了全球已探明储量的 95% 左右。全球钨铁的供应主要来自巴西和加拿大，由 CBMM（巴西矿冶公司）、AANB 及 Magris Resources 三家公司主导，市场集中度非常高。CBMM（巴西矿冶公司）占据全球 80%-85% 的产量，是行业中的绝对主导，ANB 则以每年 9000 吨的产能位居全球第二大钨铁生产商。

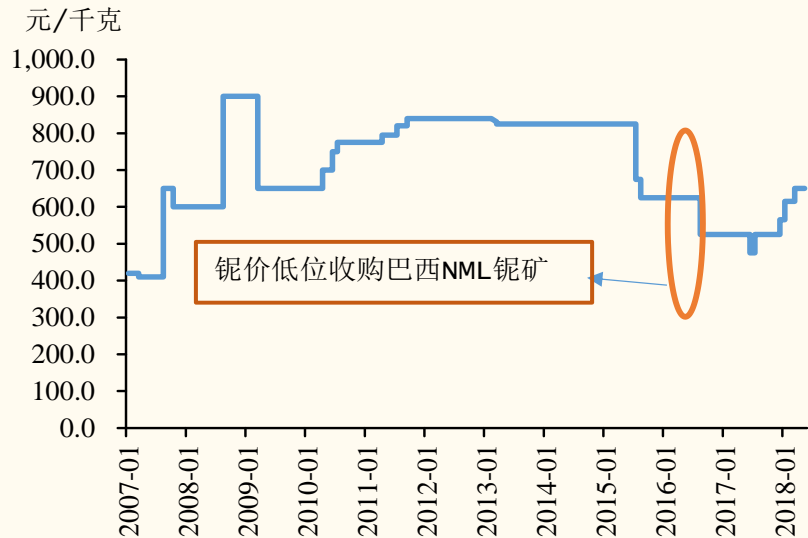
图表 20：钨资源产量和储量

国家名称	矿石产量（千吨）		储量（千吨）
	2014 年	2015 年	
巴西	50000	50000	4100000
加拿大	5480	5000	200000
其他国家	420	1000	
世界总量	55900	56000	>43000000

来源：USGS、国金证券研究所

- 鉴于 CBMM 在市场上的绝对主导地位，其对钨价走势有着很强的影响力，AANB 及 Magris Resources 则跟随其定价进行交易。自 2008 年以后，钨铁的价格一直较为稳定，在每千克 35 美元至 40 美元之间浮动。
- 钨价能够保持较为稳定的水平主要有以下几个原因：一是 CBMM 市场控制力较强，控制着全球钨产品扩产计划的进度；二是钨的使用能给钢铁的性能带来极大的改善，使之成为高品质钢材必不可缺的原材料之一；三是市场上钨的替代品极少；四是钨在钢铁生产中的用量较小使之在钢铁生产中成本占比较低。以上四个原因使得钨铁需求的价格弹性较低，价格相对稳定。

图表 21： 铌价保持相对稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

- 随着钢铁行业的持续回暖，铌的需求持续增加，对铌价格形成了有力支撑。2017年，全球整体钢铁需求上升 5.3%，大幅高于近几年的需求水平。市场对于含铌钢的需求旺盛（包括在汽车、建造行业的应用需求）；同时，油气管线钢的应用需求也出现回温。2017年巴西铌铁出口量较上一年增长 27%，中国来源于巴西的进口量增长 36%，欧盟的进口量增加 34%，而美国的进口量增加 11%。
- AANB 是全球第二大铌铁生产商，其经营范围主要包括铌矿石的开采和铌铁的生产。目前共拥有铌储量 110.29 万吨，铌矿开采寿命约 26 年，每年的产能为 9,000 吨。2017 年 AANB 实现铌金属产量 8,674 吨，为公司贡献了 7% 的营业收入。

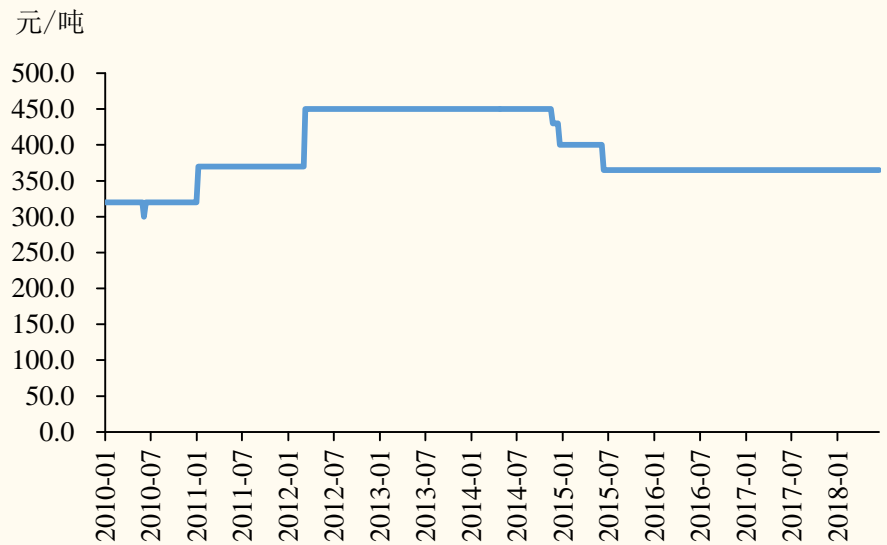
图表 22： AANB 旗下矿山储量丰富

矿区	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	资源量 (万吨)
Brazil Mine area I	37.4	0.97	36.28	100.1	1.17	117.12
铌 Brazil Mine area II	217.7	0.34	74.02	459.2	0.23	105.62
合计	255.1		110.29	559.3		222.73

来源：公司公告、国金证券研究所

- 磷主要应用于农业领域，不同于有色金属具有较强周期性，属农业领域的磷业务发展较为平稳，磷矿石价格也保持相对稳定，有利于公司业务的多元化和分散化，提高公司抗风险能力。

图表 23：磷矿石价格保持相对稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

- 巴西拥有全球最大面积的潜在可耕作土地，是世界主要农产品的生产国和出口国之一，同时是全球第四大肥料消费国和全球第三大磷消费国。但是，巴西本国的磷矿储量并不丰富，每年的需求量远超国内产量，这使得巴西磷肥行业的上游资源较为紧俏。
- 巴西磷肥行业经过长期发展，已形成了以大型知名磷肥生产商为主导的行业格局。目前，巴西磷肥行业中规模较大的企业共有六家，其中三家为整合型磷肥生产商，拥有从开采磷矿石到生产加工磷肥的能力。AAFB 即为巴西仅有的三家整合型磷肥生产商中的一员。

图表 24：巴西磷肥大型生产商一览



来源：公司公告、国金证券研究所

- AAFB 是一家业务范围覆盖磷全产业链的矿业公司，目前是巴西第二大磷肥生产商，每年处理的矿石总量接近 600 万吨。AAFB 拥有的 Chapadão 矿是目前巴西品位最高的磷矿，矿石储量 2.17 亿吨，品位 12.21%，储量为

2658 万吨，矿山服务年限至少为 46 年。此外，AAFB 两个尚未开发的矿床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。

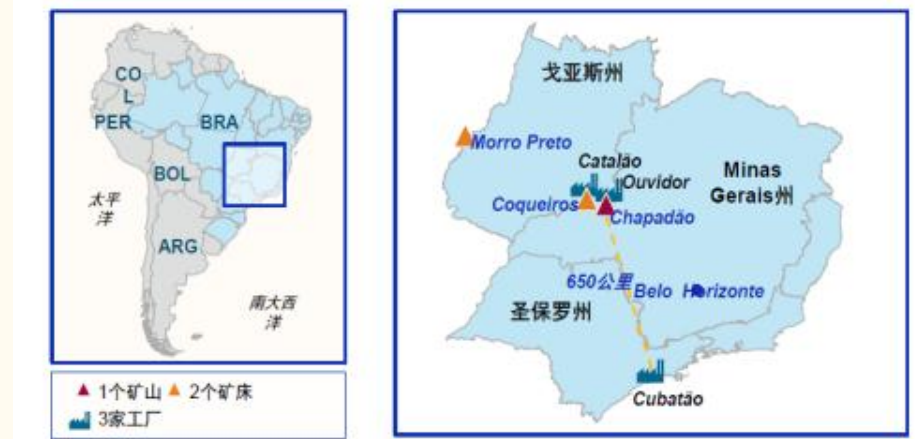
图表 25：AAFB 旗下 Chapadão 矿山储量丰富

磷	矿区	储量情况			资源量情况		
		矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	资源量 (万吨)
	Brazil Mine area II	217.7	12.21	2658.12	459.2	11.29	5184.37

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司所属两个磷化工厂均位于巴西农业中心地带，与肥料的最终消费市场十分接近，地域优势明显，使得公司成为了该地区生产成本最低的生产商之一。2017 年公司实现磷肥生产量 1,152,554 吨，为公司贡献了 12% 的营业收入。

图表 26：两个磷化工厂均位于巴西农业中心地带



来源：公司公告、国金证券研究所

五、铜金业务：优势显著，存业绩反弹预期

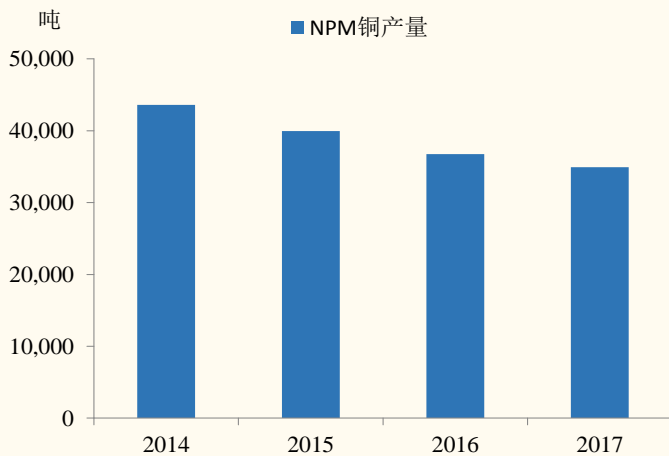
- NPM 铜金矿是澳大利亚第四大在产铜金矿，拥有矿石总量 4.71 亿吨，铜资源量 264 万吨，储量 71.67 万吨。按 80% 权益计算，2017 年 NPM 实现可销售铜金属生产量 34,913 吨，实现可销售黄金产量 28,198 盎司。
- NPM 矿山采用先进的分块崩落技术开采，2015 年其井下采矿自动化程度由 80% 提升至 100%，矿业界尚属首例。2017 年 C1 现金成本 0.92 美元/磅，远低于行业国际平均成本，具有较强的国际竞争力。但是，由于原矿品位下降导致产量逐年降低，再加上 2015、2016 年铜价低迷，导致 NPM 项目所实现的营业收入和毛利率连年下滑，不过随着 2017 年铜价持续大幅反弹，NPM 业绩也得到了改善。

图表 27：NPM 铜金矿是澳大利亚第四大在产铜金矿

	储量情况			资源量情况		
	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	资源量
铜	125.74	0.57	71.67 万吨	471.81	0.56	264.21 万吨
金	125.74	0.20 (g/t)	25.148 吨	471.81	0.19 (g/t)	89.64 吨

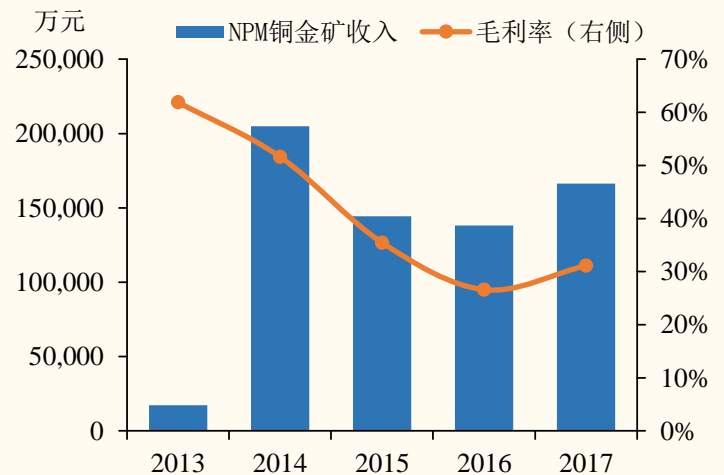
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：NPM 铜产量逐年下降



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：2017 年 NPM 铜金矿业绩改善



来源：公司公告、国金证券研究所

六、参与设立资源投资基金，签约全球领先金属贸易商

- 2017 年 11 月，公司的全资子公司洛钼控股与新华资本国际管理公司的全资子公司 NewChinaCapitalLegend Limited（简称:NCCL）共同发起设立总规模为 10 亿美元的 NCCL 自然资源投资基金，洛钼控股作为有限合伙人将出资不超过基金总规模的 45%。
- 这一基金的宗旨是紧紧围绕国家矿业战略，结合国家“一带一路”倡议，积极参与自然资源及产业链上下游等相关领域的投资并购。参与设立这一基金将进一步增强公司获取优质资源类项目的的能力，有助于公司未来布局全球资源，成为国际化的资源公司。
- 2017 年 12 月，基金与 Louis Dreyfus Company B.V.（“LDC”）签署《The Sale And Purchase Agreement》，约定基金购买 LDC 旗下从事基本金属和贵金属原料和金属贸易平台业务的 Louis Dreyfus Company Metals B.V.的 100% 股权。

七、盈利预测与评级

关键假设及预测

- 基于对公司主要金属价格的判断，我们提出如下假设：

图表 30：关键假设

		2018E	2019E	2020E
钨钼板块	钨铁 (元/吨)	110000	115500	117500
	钨精矿 (元/吨)	113000	124300	124500
	仲钨酸铵 (APT) (元/吨)	180000	189000	193000
NPM	铜 (元/吨)	51000	56100	58905
	金 (元/克)	270	297	326.7
Tenke	铜 (元/吨)	51000	56100	58905
	MB 低等级低幅钴价 (美元/磅)	40	44	46.2
铌	铌铁 (元/吨)	213000	223650	234832.5
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	383	402	422

来源：国金证券研究所；备注：铌、磷属于

■ 主营业务盈利预测

图表 31：业绩预测

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产品 I 钨钼						
销售收入 (百万元)	2421.14	2815.66	3772.29	4772.44	5061.04	5136.13
毛利率	38.74%	46.32%	51.77%	61.88%	63.69%	63.69%
毛利 (百万元)	937.97	1304.09	1952.91	2953.07	3223.52	3271.35
占总销售额比重	57.69%	40.52%	15.62%	16.35%	16.17%	15.85%
产品 II 铜金						
销售收入 (百万元)	1442.80	1381.20	1663.83	1789.05	1990.83	2077.79
毛利率	35.45%	26.61%	31.14%	35.96%	42.45%	44.86%
毛利 (百万元)	511.54	367.54	518.12	643.34	845.12	932.08
占总销售额比重	34.38%	19.87%	6.89%	6.13%	6.22%	6.24%
产品 IV 铜钴						
销售收入 (百万元)		1296.15	13844.64	17635.11	19268.64	20232.07
毛利率		23.13%	40.03%	52.92%	57.20%	59.24%
毛利 (百万元)		299.84	5542.01	9332.48	11021.64	11985.07
占总销售额比重		18.65%	57.33%	60.42%	61.57%	62.43%
产品 IV 铌						
销售收入 (百万元)		410.65	1670.08	1795.08	1911.76	2007.35
毛利率		25.34%	25.06%	30.28%	30.28%	30.28%
毛利 (百万元)		104.06	418.52	543.52	578.85	607.79
占总销售额比重		5.91%	18.69%	12.84%	11.31%	5.62%
产品 IV 磷						
销售收入 (百万元)		729.61	2834.19	2834.19	2975.89	3124.69
毛利率		19.85%	13.13%	13.13%	13.13%	13.13%
毛利 (百万元)		144.83	372.13	372.13	390.73	410.27
占总销售额比重		31.37%	31.72%	20.28%	17.60%	8.75%
产品 III 其他						
销售收入 (百万元)	180.20	164.02	183.53	183.53	183.53	183.53
毛利率	49.43%	44.27%	55.19%	55.19%	55.19%	55.19%
毛利 (百万元)	89.07	72.61	101.29	101.29	101.29	101.29

占总销售额比重	4.29%	2.36%	0.76%	0.63%	0.59%	0.57%
其他业务						
销售收入 (百万元)	152.70	152.28	179.01	179.01	179.01	179.01
毛利率	23.46%	21.51%	16.84%	16.84%	16.84%	16.84%
毛利 (百万元)	35.82	32.76	30.15	30.15	30.15	30.15
占总销售额比重	3.64%	2.19%	0.74%	0.61%	0.57%	0.55%
销售总收入 (百万元)	4196.84	6949.57	24147.56	29330.11	31719.50	32637.50
销售总成本 (百万元)	2622.45	4623.85	15212.43	15335.53	15508.67	15350.02
毛利 (百万元)	1574.39	2325.73	8935.13	13994.58	16210.83	17287.48
平均毛利率	37.51%	33.47%	37.00%	47.71%	51.11%	52.97%

来源: wind、国金证券研究所

估值及评级——目标价 7.40 元

- **PE 法:** 随着钨、钼、铜、钴等产品正处于价格上升周期, 行业景气持续增厚公司业绩, 预计公司在 2018-2020 实现 EPS 分别为 0.29/0.35/0.39 元, 对应目前股价 PE 分别为 21.09/17.35/15.68 倍。
- **评级:** 我们分别选择钴矿领域和铜矿领域的相关个股作为可比公司, 可比公司 2018 年 PE 预测的均值为 25.42 倍, 按照洛阳钼业 2018 年预测 EPS 为 0.291 元/股, 对应目标价 7.40 元, 予以买入评级。

图表 32: 可比公司盈利和估值水平预测

	当前股价	EPS 预测			PE 预测		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
华友钴业	96.32	5.44	7.20	8.55	22.00	16.10	13.56
寒锐钴业	128.60	7.14	10.16	15.83	25.58	16.34	18.23
江西铜业	15.07	0.93	1.18	1.43	18.81	16.82	16.27
厦门钨业	14.98	0.51	0.61	0.77	35.30	22.99	29.5
均值	-	-	-	-	25.42	18.06	19.39
洛阳钼业	6.14	0.29	0.35	0.39	21.09	17.35	15.68

来源: 国金证券研究所, wind 一致性预期

八、风险提示

- 刚果(金)政局变动, 导致公司当地项目未能按期达成的风险。若刚果(金)政局发生动荡, 恐将影响公司当地项目的开发进展和钴原料供应。导致公司盈利水平远低于预期, 甚至出现亏损。
- 囤货行为不再持续, 导致钴价下滑的风险。Cobalt 27 不再囤钴或反手卖出所存的 3000 吨电钴, 电钴价格或将出现大幅度回落。若钴价出现较大幅度回落, 业内公司的盈利水平将出现较大下滑, 甚至亏损。
- 新能源汽车补贴政策大幅低于预期的风险。若新能源汽车补贴政策大幅低于预期, 新能源汽车增长速度将受到抑制, 三元材料业务发展也将达不到预期, 从而抑制钴的需求增长, 进而影响钴的价格。若钴价出现较大幅度回落, 业内公司的盈利水平将出现较大下滑, 甚至亏损。
- 宏观经济增长乏力导致的需求下滑, 导致钴在其他领域的需求量下行。除新能源汽车以外, 钴的需求还分布在 3C、高温合金、硬质合金等领域。若宏观经济增长乏力, 这些领域的钴需求将受到抑制, 进而影响钴的价格。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,197	6,950	24,148	29,330	31,720	32,637	货币资金	10,414	9,970	26,509	30,785	41,505	53,520
增长率		65.6%	247.5%	21.5%	8.1%	2.9%	应收账款	1,466	3,560	4,685	6,605	7,143	7,350
主营业务成本	-2,622	-4,624	-15,212	-15,336	-15,509	-15,350	存货	593	5,083	5,705	5,438	5,499	5,443
% 销售收入	62.5%	66.5%	63.0%	52.3%	48.9%	47.0%	其他流动资产	3,258	1,190	2,149	2,266	2,269	2,266
毛利	1,574	2,326	8,936	13,995	16,211	17,287	流动资产	15,732	19,803	39,049	45,094	56,417	68,580
% 销售收入	37.5%	33.5%	37.0%	47.7%	51.1%	53.0%	% 总资产	50.9%	22.5%	39.9%	44.8%	51.6%	57.7%
营业税金及附加	-242	-230	-344	-418	-452	-465	长期投资	3,634	4,192	4,383	4,383	4,383	4,383
% 销售收入	5.8%	3.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	5,249	32,238	29,537	27,948	26,023	23,909
营业费用	-85	-91	-215	-261	-282	-290	% 总资产	17.0%	36.6%	30.2%	27.8%	23.8%	20.1%
% 销售收入	2.0%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	3,961	25,731	22,486	20,916	20,208	19,527
管理费用	-357	-715	-1,159	-1,408	-1,523	-1,567	非流动资产	15,149	68,344	58,788	55,605	52,972	50,176
% 销售收入	8.5%	10.3%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	% 总资产	49.1%	77.5%	60.1%	55.2%	48.4%	42.3%
息税前利润 (EBIT)	890	1,290	7,217	11,908	13,954	14,965	资产总计	30,881	88,147	97,837	100,699	109,389	118,756
% 销售收入	21.2%	18.6%	29.9%	40.6%	44.0%	45.9%	短期借款	5,401	6,957	6,276	4,972	4,972	4,972
财务费用	-46	-408	-1,417	-1,036	-961	-657	应付款项	1,266	2,870	1,733	2,119	2,164	2,154
% 销售收入	1.1%	5.9%	5.9%	3.5%	3.0%	2.0%	其他流动负债	2,102	6,155	5,494	2,083	2,208	2,327
资产减值损失	-230	-352	-57	-213	-213	-213	流动负债	8,769	15,982	13,503	9,173	9,343	9,453
公允价值变动收益	-3	46	-472	0	0	0	长期贷款	1,942	23,377	22,034	22,034	22,034	22,035
投资收益	117	174	109	133	146	161	其他长期负债	2,353	14,451	16,391	16,692	16,907	16,990
% 税前利润	17.1%	14.6%	2.0%	1.2%	1.1%	1.1%	负债	13,064	53,810	51,928	47,899	48,284	48,478
营业利润	727	751	5,377	10,791	12,927	14,256	普通股股东权益	17,353	18,738	38,157	44,093	51,348	59,372
营业利润率	17.3%	10.8%	22.3%	36.8%	40.8%	43.7%	少数股东权益	463	15,599	7,752	8,707	9,757	10,907
营业外收支	-44	439	5	20	50	80	负债股东权益合计	30,881	88,147	97,837	100,699	109,389	118,756
税前利润	683	1,190	5,382	10,811	12,977	14,336	比率分析						
利润率	16.3%	17.1%	22.3%	36.9%	40.9%	43.9%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	20	-171	-1,786	-3,568	-4,282	-4,731	每股指标						
所得税率	-3.0%	14.4%	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%	每股收益	0.045	0.059	0.126	0.291	0.354	0.391
净利润	703	1,019	3,596	7,244	8,694	9,605	每股净资产	1.028	1.110	1.767	2.041	2.377	2.749
少数股东损益	-58	21	868	955	1,050	1,150	每股经营现金净流	0.122	0.180	0.383	0.660	0.526	0.565
归属于母公司的净利润	761	998	2,728	6,289	7,644	8,455	每股股利	0.025	0.035	0.076	0.080	0.090	0.100
净利率	18.1%	14.4%	11.3%	21.4%	24.1%	25.9%	回报率						
							净资产收益率	4.39%	5.33%	7.15%	14.26%	14.89%	14.24%
							总资产收益率	2.28%	1.16%	3.68%	6.25%	6.99%	7.12%
							投入资本收益率	3.37%	1.44%	5.68%	8.85%	9.50%	9.32%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-37.01%	65.59%	247.47%	21.46%	8.15%	2.89%
							EBIT 增长率	-52.98%	44.94%	459.45%	64.98%	17.18%	7.25%
							净利润增长率	-58.28%	31.12%	173.32%	130.55%	21.55%	10.61%
							总资产增长率	10.07%	185.44%	10.99%	2.92%	8.63%	8.56%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	69.4	57.9	27.3	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	71.3	224.0	129.4	129.4	129.4	129.4
							应付账款周转天数	29.9	38.6	20.6	25.0	25.0	25.0
							固定资产周转天数	391.0	1,432.4	366.3	280.3	234.2	200.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-6.04%	64.97%	8.28%	-3.37%	-20.46%	-34.88%
							EBIT 利息保障倍数	19.3	3.2	5.1	11.5	14.5	22.8
							资产负债率	42.30%	61.05%	53.08%	47.57%	44.14%	40.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
买入	0	3	6	9	16
增持	0	0	1	9	15
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	1.00	1.67	1.76	1.69

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH