2018 年 08 月 28 日
证券研究报告•2018 年半年报点评
洛阳钼业（603993）有色金属

买入（首次）
当前价：4.98 元
目标价：6.70 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

多因素助力上半年业绩高增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，2018 年上半年实现营业收入 140.6 亿元，同比增长 20.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 31.2 亿元，同比增长 273.9%。
- **主营产品价格上升，产量同比升降不一。**公司各业务板块生产平稳，主要产品市场价格较上年同期大幅上升。国内产品价格方面，钼精矿、钼铁价格分别同比增长 45.1%、41.7%。黑钨精矿、APT 价格分别同比增 42.9%、45.7%。国外产品价格方面，钴、钼价格涨幅最高，分别同比增长 56.0%、50.1%。产量方面，上半年钴产量同比增 22.6%，铜产量同比降 21.2%，可销售黄金产量同比降 16.9%，其余产品产量与去年同期基本持平。
- **定增、铜钴矿独家购买权助力业绩增长。**除价格因素外，公司业绩上升还受益于以下两因素。（1）公司于 2017 年 7 月份完成 A 股非公开发行股票，180 亿元募集资金到位后，财务费用降低及投资收益较上年同期增加。其中上半年财务费用 4.4 亿，同比降 57.6%，投资收益 1.2 亿，同比增 159.3%。（2）公司独家锁定的刚果（金）铜钴矿 24%少数股权项目于 2017 年 4 月 20 日完成交割后纳入合并报表范围，与上年同期相比公司享有 24%少数股权收益的时间增加。
- **铜价中枢上行，钼、钴价格企稳，下半年业绩稳定可期。**（1）铜：全球除 Cobre Panama 铜矿（产能 32 万吨/年）会在 2018 年投产外，2020 年之前基本没有新的大矿山项目投产。铜供应增加放缓，铜下游需求则呈现稳定格局，新能源汽车用铜量大增，有望成为下游需求新增长点。铜价中枢有望进一步上行。（2）钼：下半年在消费升级及钢铁企业产业结构调整带来的需求增加的前提下，叠加冬季环保、安全政策升级，钼市场有望维持高位震荡。（3）钴：据 CRU 预测，钴需求将于 2023 年期间以复合年增长率近 8%的幅度增长，其主要受电池板块及对航天工业所用钴合金的稳定需求所推动。市场需求强劲，包括对钴资源责任化勘探的不断追求，预期于 2018 年期间持续对价格提供助力。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍。按照 2019 年行业可比公司 PE 21 倍，我们给予公司目标价 6.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**铜、钴、钼等金属价格或大幅波动的风险。

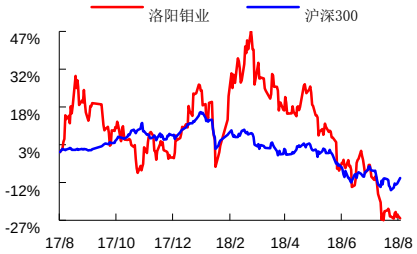
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	24147.56	29837.07	33270.19	37125.94
增长率	247.47%	23.56%	11.51%	11.59%
归属母公司净利润（百万元）	2727.80	6015.33	6982.59	8056.21
增长率	173.32%	120.52%	16.08%	15.38%
每股收益 EPS（元）	0.13	0.28	0.32	0.37
净资产收益率 ROE	7.83%	14.81%	14.96%	15.01%
PE	39	18	15	13
PB	2.34	2.01	1.75	1.52

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
执业证号：S1250517100001
电话：010-57631191
邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	215.99
流通 A 股(亿股)	176.66
52 周内股价区间(元)	4.76-9.69
总市值(亿元)	1075.64
总资产(亿元)	982.00
每股净资产(元)	1.80

相关研究

1 公司概况：资源多元化的国际矿业巨头

公司 2007 年 4 月在香港上市，2012 年回归 A 股上市。2016 年之前，公司主营业务为钼、钨和铜。但在 2016 年公司收购刚果（金）TFM 铜钴矿和英美资源在巴西的铌磷业务后，公司形成主营业务为铜、钴、钼、钨、铌、磷六大金属品种的多元化格局。公司目前拥有较为完整的一体化产业链条，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。

公司在境内主要从事的业务为：钼、钨金属的采选、冶炼、深加工、科研等，拥有钼采矿、选矿、冶炼、化工等上下游一体化业务。公司于境外业务主要包括：于澳大利亚境内运营 NPM 铜金矿、于巴西境内运营 CIL 磷矿和 NML 铌矿、于刚果（金）境内运营的 TFM 铜钴矿。

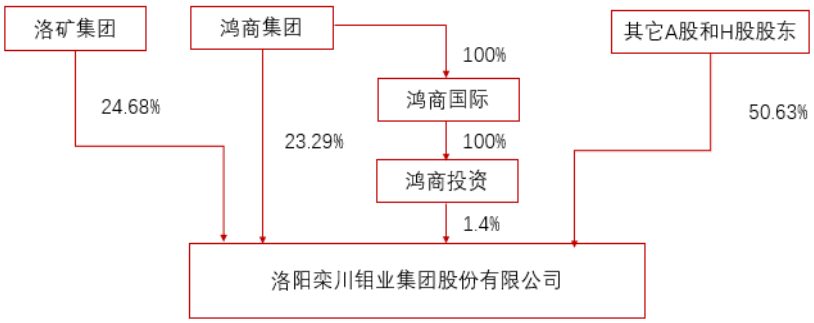
表 1：公司境外业务情况

境外业务	权益	主要业务
澳大利亚境内的 NPM 铜金矿	80%	铜金属的采、选，主要产品为铜精矿，副产品为黄金。
巴西境内的 CIL 磷矿	100%	覆盖磷全产业链，主要产品包括：高浓度磷肥（MAP、GTSP）、低浓度磷肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂(DCP)、中间产品磷酸和硫酸（硫酸主要自用）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）等。
巴西境内的 NML 铌矿	100%	覆盖铌矿石开采、加工，主要产品为铌铁。
刚果（金）境内的 TFM 铜钴矿	56%	业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有 6 个矿产开采权、近 1,500 平方公里的矿区、从开采到加工的全套工艺和流程。主要产品为电解铜和氢氧化

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司第一、第二大股东分别为鸿商产业控股集团有限公司、洛阳矿业集团有限公司，持有股份分别为 24.69%、24.68%。其中，于泳持有鸿商控股 99%的股份，为公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构



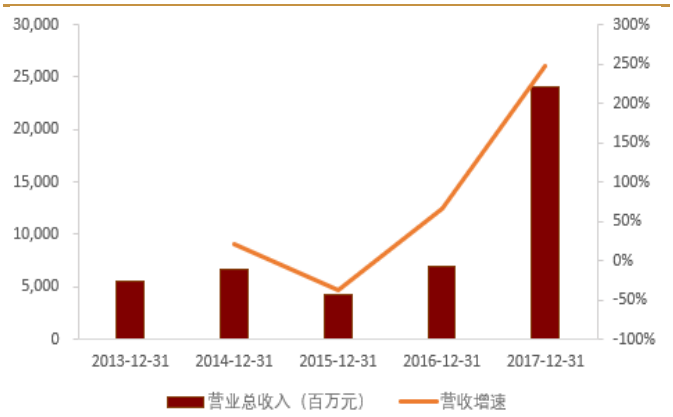
数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩：业绩逐步好转

2015 年全球大宗及金属商品价格进一步大幅走低，行业冬季愈发寒冷。本集团所属钼钨铜三个板块的产品价格分别全年累计下跌 27.07%、31.25%和 19.92%，钼钨价格甚至一度跌至 5.1 万元/吨和 4.9 万元/吨，分别跌破 2003 年和 2005 年以来的最低价。受价格下跌拖累，公司 2015 年营业利润与归母净利润都有所下跌。

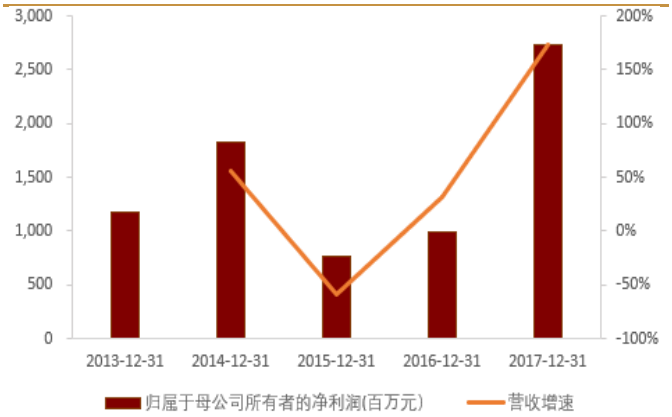
受行业回暖，公司主营产品价格回升以及公司实施两项境外重大并购项目后带来的部分铌、磷、钴和铜的收入增加等因素影响，公司 2016 年业绩有所好转。2017 年，伴随着全球经济出现持续回暖， 以铜为代表的大宗商品价格出现确定性上涨， 叠加新能源汽车领域的爆发性增长带来的钴价跳涨，以及中国供给侧改革使得中国不锈钢产量稳步提升带来的钼消费需求增长，公司各个业务板块经营持续向好，业绩大幅增长。

图 2：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

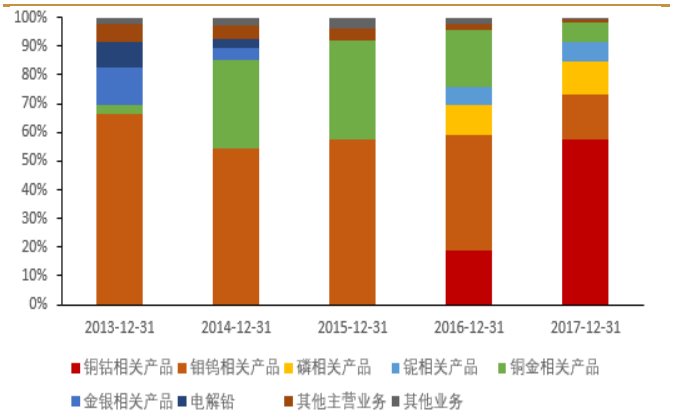
图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

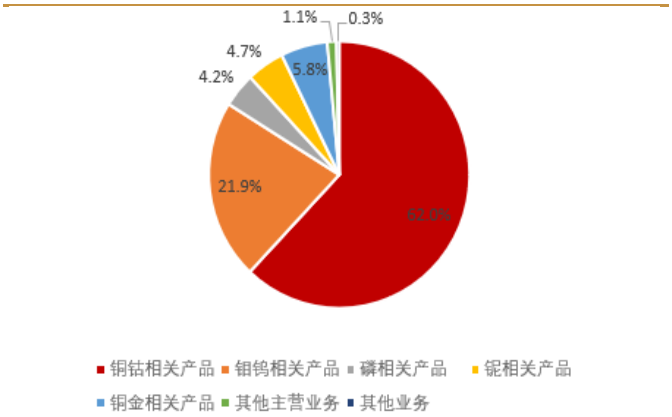
公司 2013-2015 年，钨钼业务是公司收入占比最大的业务。但自从公司 2016 年收购刚果（金）TFM 铜钴矿和英美资源在巴西的铌磷业务后，公司铜钴业务迅猛发展。2017 年，公司铜钴业务已经赶超钼钨业务成为公司营收与毛利最高的业务板块。

图 4：公司 2013-2017 年主营业务占比情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2017 年盈利占比情况



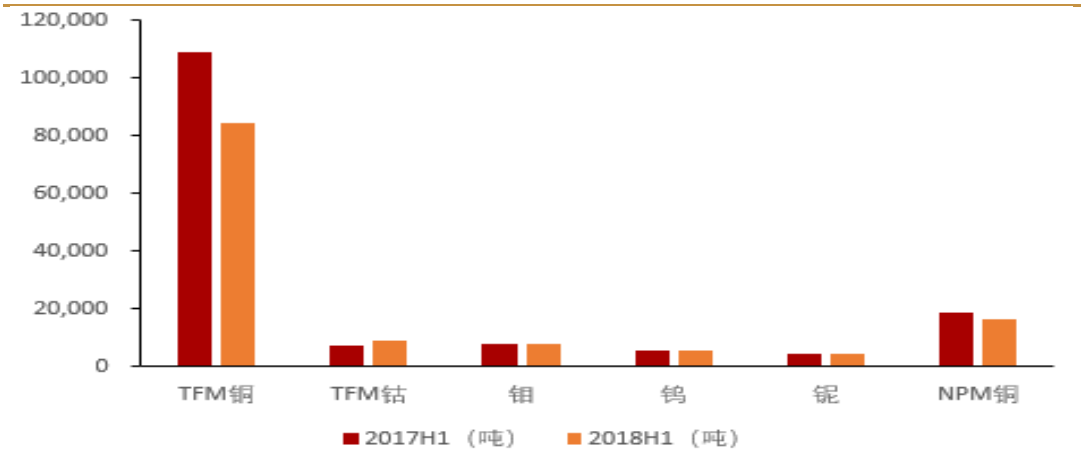
数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：多因素助力上半年业绩大幅增长

2018 年上半年公司实现营业收入 140.6 亿元，同比增长 20.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 31.2 亿元，同比增长 273.9%。

公司各业务板块生产平稳，主要产品市场价格较上年同期大幅上升。国内产品价格方面，钼精矿、钼铁价格分别同比增长 45.1%、41.7%。黑钨精矿、APT 价格分别同比增 42.9%、45.7%。国外产品价格方面，钴、钼价格涨幅最高，分别同比增长 56.0%、50.1%。产量方面，上半年钴产量同比增 22.6%，铜产量同比降 21.2%，可销售黄金产量同比降 16.9%，其余产品产量与去年同期基本持平。

图 6：2017H1、2018H1 公司主要金属产量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

除价格因素外，公司业绩上升还受益于以下两因素。（1）公司于 2017 年 7 月份完成 A 股非公开发行股票，180 亿元募集资金到位后，财务费用降低及投资收益较上年同期增加。其中上半年财务费用 4.4 亿，同比降 57.6%，投资收益 1.2 亿，同比增 159.3%。（2）公司独家锁定的刚果（金）铜钴矿 24%少数股权项目于 2017 年 4 月 20 日完成交割后纳入合并报表范围，与上年同期相比公司享有 24%少数股权收益的时间增加。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 2018-2020 年钼钨产量保持稳定，预期钼产量 1.3-1.5 万吨，钨产量 1.1-1.2 万吨。

假设 2：铜钴产量保持稳定，其中 Northparkes 铜产量 3-3.2 万吨，TFM 铜产量 19-20.5 万吨，钴产量 1.6-1.8 万吨。

假设 3：铜钴 2018-2020 年毛利率分别为 48%、49%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铜钴相关产品	收入	13,844.64	17998.0	20157.8	22576.7
	增速	968.1%	30.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	40.0%	48.0%	49.0%	50.0%
钼钨相关产品	收入	3,772.29	5092.6	5856.5	6735.0
	增速	34.0%	35.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	51.8%	60.0%	61.0%	62.0%
磷相关产品	收入	2,834.19	3032.6	3335.8	3669.4
	增速	288.5%	7.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.1%	21.0%	21.0%	21.0%
铌相关产品	收入	1,670.08	1787.0	1965.7	2162.3
	增速	306.69%	7.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
铜金相关产品	收入	1,663.83	1680.5	1697.3	1714.2
	增速	20.5%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	31.1%	39.0%	39.0%	39.0%
其他主营业务	收入	183.53	192.7	202.3	212.5
	增速	11.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	55.2%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	收入	179.01	53.7	54.8	55.9
	增速	17.6%	-70.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	24147.6	29837.1	33270.2	37125.9
	增速	247.5%	23.6%	11.5%	11.6%
	毛利率	37.0%	45.4%	46.4%	47.3%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 298.4 亿元、332.7 亿元和 371.3 亿元，归母净利润分别为 60.2 亿元、69.8 亿元和 80.6 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍。按照 2019 年行业可比公司 PE21 倍，给予公司目标价 6.7 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600549.SH	厦门钨业	13.75	0.53	0.67	0.86	26.08	20.38	15.99
601899.SH	紫金矿业	3.43	0.22	0.27	0.34	15.26	12.55	10.16
601958.SH	金钼股份	6.25	0.10	0.15	0.20	60.68	41.09	31.89
603799.SH	华友钴业	52.04	4.04	4.99	5.83	12.88	10.44	8.93
平均值						28.72	21.11	16.74
603993.SH	洛阳钼业	4.91	0.28	0.32	0.37	18	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	24147.56	29837.07	33270.19	37125.94
营业成本	15211.94	16288.91	17846.48	19556.41
营业税金及附加	344.33	613.24	614.00	711.12
销售费用	214.84	179.02	199.62	222.76
管理费用	1159.09	1103.97	1231.00	1373.66
财务费用	1416.97	2410.20	2426.86	2460.12
资产减值损失	56.60	56.60	56.60	56.60
投资收益	108.70	200.00	200.00	200.00
公允价值变动损益	-471.77	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5377.08	9435.13	11145.63	12995.27
其他非经营损益	4.74	149.48	101.23	117.32
利润总额	5381.82	9584.62	11246.87	13112.59
所得税	1786.20	1655.57	2042.84	2493.38
净利润	3595.62	7929.05	9204.02	10619.20
少数股东损益	867.82	1913.71	2221.44	2563.00
归属母公司股东净利润	2727.80	6015.33	6982.59	8056.21

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	3595.62	7929.05	9204.02	10619.20
折旧与摊销	4645.98	3695.89	3695.89	3695.89
财务费用	1416.97	2410.20	2426.86	2460.12
资产减值损失	56.60	56.60	56.60	56.60
经营营运资本变动	-4558.90	-2832.98	-925.23	-832.71
其他	3272.54	-304.94	-308.39	-305.98
经营活动现金流净额	8428.81	10953.81	14149.74	15693.12
资本支出	-17941.33	0.00	0.00	0.00
其他	13832.11	250.00	250.00	250.00
投资活动现金流净额	-4109.23	250.00	250.00	250.00
短期借款	-2894.30	-1478.13	0.00	0.00
长期借款	-1342.99	0.00	0.00	0.00
股权融资	17804.90	0.00	0.00	0.00
支付股利	-591.05	-545.56	-1203.07	-1396.52
其他	-5604.52	-6976.92	-2426.86	-2460.12
筹资活动现金流净额	7372.04	-9000.61	-3629.92	-3856.63
现金流量净额	11361.21	2203.19	10769.82	12086.49

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	26508.76	28711.95	39481.78	51568.27
应收和预付款项	4795.83	9159.90	9859.19	10555.62
存货	5705.50	6107.93	6694.14	7335.09
其他流动资产	2038.71	2519.06	2808.90	3134.43
长期股权投资	1136.37	1136.37	1136.37	1136.37
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	25185.04	23796.47	22407.90	21019.33
无形资产和开发支出	22369.78	20074.08	17778.38	15482.68
其他非流动资产	10097.26	10085.64	10074.02	10062.40
资产总计	97837.25	101591.40	110240.67	120294.18
短期借款	1478.13	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2711.43	4807.26	4993.20	5316.43
长期借款	22033.89	22033.89	22033.89	22033.89
其他负债	25704.66	21226.54	21688.92	22196.51
负债合计	51928.11	48067.69	48716.00	49546.83
股本	4319.85	21599.24	21599.24	21599.24
资本公积	27582.79	27582.79	27582.79	27582.79
留存收益	6485.63	-5323.99	455.53	7115.22
归属母公司股东权益	38157.18	43858.05	49637.57	56297.26
少数股东权益	7751.95	9665.66	11887.10	14450.10
股东权益合计	45909.13	53523.71	61524.67	70747.36
负债和股东权益合计	97837.25	101591.40	110240.67	120294.18

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	247.47%	23.56%	11.51%	11.59%
营业利润增长率	615.83%	75.47%	18.13%	16.60%
净利润增长率	252.77%	120.52%	16.08%	15.38%
EBITDA 增长率	390.75%	35.85%	11.11%	10.90%
获利能力				
毛利率	37.00%	45.41%	46.36%	47.32%
三费率	11.56%	12.38%	11.59%	10.93%
净利率	14.89%	26.57%	27.66%	28.60%
ROE	7.83%	14.81%	14.96%	15.01%
ROA	3.68%	7.80%	8.35%	8.83%
ROIC	10.85%	23.98%	28.11%	33.76%
EBITDA/销售收入	47.38%	52.09%	51.90%	51.58%
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.31	0.32
固定资产周转率	0.94	1.27	1.50	1.79
应收账款周转率	13.39	9.26	7.52	7.88
存货周转率	2.82	2.76	2.79	2.79
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.85%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	53.08%	47.31%	44.19%	41.19%
带息债务/总负债	49.13%	50.00%	49.33%	48.51%
流动比率	2.89	4.82	5.72	6.53
速动比率	2.47	4.19	5.07	5.87
股利支付率	21.67%	9.07%	17.23%	17.33%
每股指标				
每股收益	0.13	0.28	0.32	0.37
每股净资产	2.13	2.48	2.85	3.28
每股经营现金	0.39	0.51	0.66	0.73
每股股利	0.03	0.03	0.06	0.06

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	11440.03	15541.22	17268.38	19151.28
PE	39.43	17.88	15.40	13.35
PB	2.34	2.01	1.75	1.52
PS	4.45	3.61	3.23	2.90
EV/EBITDA	1.34	5.98	4.76	3.66
股息率	0.55%	0.51%	1.12%	1.30%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn