

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50588666-8020

研究助理: 周建华

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

## 布局海外优质资源, 夯实矿业整合实力

### ——洛阳钼业(603993)公司深度分析

## 证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

发布日期: 2018年11月28日

### 市场数据(2018-11-27)

收盘价(元)	3.85
一年内最高/最低(元)	9.80/3.44
沪深300指数	3137.24
市净率(倍)	2.18
流通市值(亿元)	679.91

### 基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	1.91
每股经营现金流(元)	0.38
毛利率(%)	40.24
净资产收益率-摊薄(%)	10.02
资产负债率(%)	52.22
总股本/流通股(万股)	2159924.06/1765994.23
B股/H股(万股)	0/393346.8

### 个股相对沪深300指数表现

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

### 投资要点:

- **公司全面布局海外优质资源, 迈进国际矿业大型公司行列。**自2013年以来, 公司在矿业比较低迷的时期逆势并购, 先后购入澳大利亚铜金矿、刚果(金)铜钴矿, 巴西铌磷矿, 揽入多项海外优质矿产资源, 逐步从以钼、钨业为主转向铜、钼、钨、钴、铌、磷等多种金属并重的格局, 目前公司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, 成功跻身跨国大型矿业集团之列。
- **受益于资源品价格上涨, 公司低位并购项目业绩表现突出。**截止2017年底, 公司全部海外收入实现200亿, 已占总收入的83%, 海外收入毛利占比更高达88%。其中, 刚果(金)铜钴相关业务实现营收实现138.5亿, 占比57%, 为公司第一大收入来源。
- **优质矿山具备竞争优势。**刚果(金)的Tenke铜钴矿是全球第二大钴矿, 年产铜约21.4万吨, 钴1.6万吨。其铜品位为2.6%, 显著高于全球平均水平的0.8%。2017年Tenke铜钴矿的C1现金成本下降至0.15美元/磅, 是全球最具竞争力的矿山之一。澳大利亚NPM矿山铜年产量约4.4万吨, 由于自动化程度高, 2018年C1现金成本为1.06美元/磅, 成本处于全球铜矿山平均水平之下。
- **公司估值处于合理区间, 具备一定安全边际。**预计公司2018-2020年EPS分别为0.25/0.31/0.33元, 按2018年11月27日收盘价3.85元计算, 对应PE分别为15.3/12.4/11.6倍。相对于铜板块估值中位数26倍, 公司估值处于合理区间, 具备一定安全边际, 首次给予公司“买入”评级。

**风险提示:** (1). 宏观经济下行, 下游需求不及预期, 导致金属价格大幅下跌; (2). 项目进展不及预期; (3). 汇率波动造成汇兑损失; (4). 相关国家政局不稳定, 政策变动的风险。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6949.6	24147.6	36221.3	39843.5	43827.8
增长比率	65.6%	247.5%	50.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	998.0	2727.8	5451.4	6689.7	7166.2
增长比率	31.1%	173.3%	99.8%	22.7%	7.1%
每股收益(元)	0.05	0.13	0.25	0.31	0.33
市盈率(倍)	83.3	30.5	15.3	12.4	11.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

<b>1. 洛阳钼业：跨国大型矿业集团</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司简介及股权结构 .....	5
1.2. 逆势揽入多项海外矿产资源.....	5
<b>2. 铜、钴行业新秀</b> .....	<b>6</b>
2.1. 刚果之铜钴：低位并购，业绩居首.....	6
2.2. 澳洲之铜金：并购试水地，业绩趋稳定 .....	7
2.3. 铜的需求稳定 .....	8
2.3.1. 铜及产业的简介 .....	8
2.3.2. 铜的下游需求总体稳定.....	9
2.3.3. 铜的供给相对偏紧.....	11
2.3.4. 公司在铜行业具备较强竞争力.....	13
2.4. 钴的应用前景广阔 .....	13
2.4.1. 钴及产业的简介 .....	13
2.4.2. 新能源汽车快速增长推升对钴的需求.....	14
2.4.3. 钴的供给平稳增长.....	15
2.4.4. 公司钴产量位居全球第二.....	16
<b>3. 公司钨钼传统优势明显</b> .....	<b>18</b>
<b>4. 巴西铌磷业务稳定</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 公司盈利受益于金属价格上涨</b> .....	<b>21</b>
5.1. 并表及多元化致收入大幅增长.....	22
5.2. 公司毛利率保持较高水平 .....	23
5.3. 公司三项费用率明显下降 .....	24
5.4. 公司经营现金流良好 .....	25
<b>6. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>25</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 洛阳钼业实际控制人 .....	5
图 2: 洛阳钼业控股 TFM.....	6
图 3: Tenke Fungurume 矿区位置示意图 .....	7
图 4: NPM 铜和金的产量 .....	8
图 5: NPM 铜金板块营业收入和毛利率 .....	8
图 6: 铜产业链示意图 .....	8
图 7: 全球精炼铜消费量及增速.....	9
图 8: 全球和中国精炼铜消费增量 .....	9
图 9: 2017 年全球铜消费的终端分布 .....	9
图 10: 2017 年全球铜消费的国别分布 .....	9
图 11: 2017 年中国铜消费的终端分布 .....	10
图 12: 中国精炼铜消费量及占全球比例 .....	10
图 13: 中国电网基本建设投资完成额及同比增速 .....	10
图 14: 新增电力变电、发电设备及线路的同比增速.....	10
图 15: 70 个大中城市新建商品房价格同比及环比 .....	11
图 16: 房地产开发投资额增速和购置土地面积增速.....	11

图 17: 商品房销售面积及同比增速 .....	11
图 18: 空调产量及同比增速 .....	11
图 19: 2017 年各国铜矿产量占比 .....	12
图 20: 2017 年各国精炼铜产量占比 .....	12
图 21: 全球精炼铜产量 (万吨) 及增速 .....	12
图 22: 全球铜矿山和精炼铜产能利用率 .....	12
图 23: LME 铜价与全球铜供需平衡 (WBMS) .....	12
图 24: 钴产业链示意图 .....	14
图 25: 全球钴的消费量及同比增速 .....	14
图 26: 钴的下游消费结构 .....	14
图 27: 中国新能源汽车产量及增速 .....	15
图 28: 动力电池正极材料商业化程度 .....	15
图 29: 全球钴矿储量分布 .....	15
图 30: 全球钴矿产量分布 .....	15
图 31: 全球精炼钴产量及增速 .....	16
图 32: 钴价走势 .....	16
图 33: 钼铁和钼精矿价格 .....	19
图 34: 2018 年钼铁价格走势 .....	19
图 35: 钨精矿价格 .....	19
图 36: 2018 年仲钨酸铵价格走势 .....	19
图 37: 洛阳钼业控股 AAFB 和 AANB .....	20
图 38: 国内磷矿石价格 .....	20
图 39: AAFB 磷肥产量 (吨) .....	20
图 40: AAFB 矿山位置 .....	21
图 41: 铌铁价格 (元/吨) .....	21
图 42: AANB 铌产量 (吨) .....	21
图 43: 公司营收及同比增速 .....	22
图 44: 归属于母公司所有者的净利润及同比增速 .....	22
图 45: 2013 年公司营收占比 .....	22
图 46: 2013 年公司毛利占比 .....	22
图 47: 2014 年公司营收占比 .....	23
图 48: 2014 年公司毛利占比 .....	23
图 49: 2017 年年公司营收占比 .....	23
图 50: 2017 年公司毛利占比 .....	23
图 51: 2014 年海外收入占比 .....	23
图 52: 2017 年海外收入占比 .....	23
图 53: 2013-2017 年公司毛利及毛利率 (%) .....	24
图 54: 公司分产品毛利率 (%) .....	24
图 55: 公司三项费用率 (%) .....	24
图 56: 公司资产负债率 (%) .....	24
图 57: 公司经营活动现金流 (亿元) .....	25
图 58: 2018 年三季度末公司主要资产构成 .....	25
表 1: 公司海外并购概况 .....	5
表 2: TFM 矿产储量 (截止 2017 年底) .....	7
表 3: 公司 NPM 铜金矿储量 .....	7

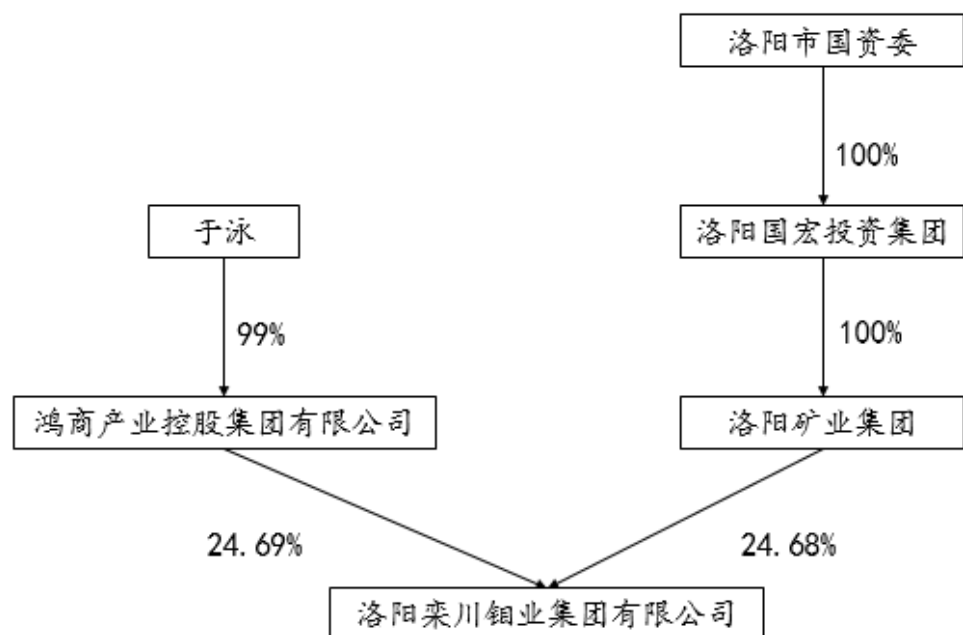
表 4: 2016 年国外公司铜产量前 10 位公司 .....	13
表 5: 国内矿业公司铜储量和产量对比 .....	13
表 6: 2018-2019 年全球钴主要新增产能 .....	16
表 7: 全球钴矿产量预测 (金属量吨) .....	17
表 8: 2018 年中国企业在刚果 (金) 钴项目进展情况 .....	17
表 9: 公司钼、钨储量 .....	18
表 10: 国内前五大钼矿厂商产量 .....	18
表 11: 公司巴西铌、磷储量 .....	20
表 12: 公司盈利预测的关键假设 .....	25
表 13: 可比公司估值对比 .....	26

## 1. 洛阳钼业：跨国大型矿业集团

### 1.1. 公司简介及股权结构

洛阳栾川钼业集团股份有限公司属于有色金属采矿业，主要从事铜、钼、钨、钴、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工等业务，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。公司第一大股东为鸿商产业集团控股有限公司，持股比例 24.69%，实际控制人为于泳；公司第二大股东是洛阳市国资委旗下的洛阳矿业集团，持股比例为 24.68%。

图 1：洛阳钼业实际控制人



资料来源：Wind，中原证券

### 1.2. 逆势揽入多项海外矿产资源

2013 年以来，公司在矿业比较低迷的时期逆势并购，揽入多项海外优质矿产资源，逐步从以钼业为主转向铜、钼、钨、钴、铌、磷等多矿种并重的格局，公司资产和实力得大幅提升，迈入跨国大型矿业集团之列，且铜钴已成为公司最主要收入和利润来源。

表 1：公司海外并购概况

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

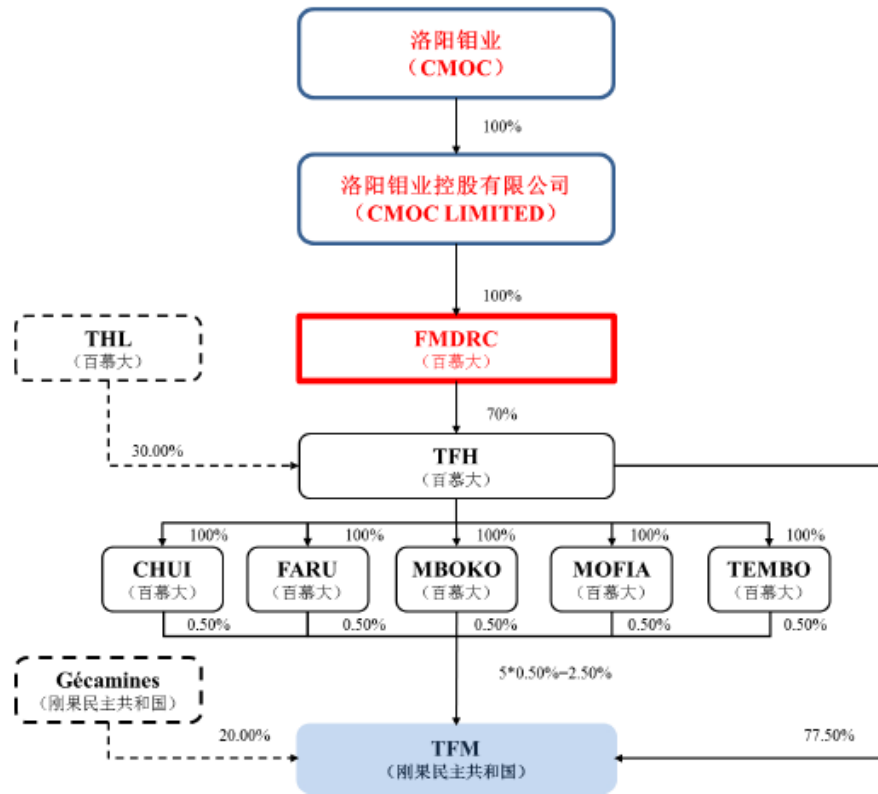
资料来源：公司公告，中原证券

## 2. 铜、钴行业新秀

### 2.1. 刚果之铜钴：低位并购，业绩居首

2016年，公司以26.5亿美元从自由港集团手中购得刚果（金）TFM（Tenke Fungurume Mining S.A.）56%的股权，并获得BHR间接持有TFM 24%权益的独家购买权。Tenke Fungurume 矿区位于刚果（金）Katanga 省境内，是全球范围储量最大、品位高的铜钴矿产之一，也是刚果（金）国内最大的外商投资项目。2015年，该矿区已探明的铜、钴经济储量分别为376万吨和51万吨，基于目前的开采规模，其经济储量服务年限约为25年。此外，该矿区探明和控制的铜、钴资源量（不包括经济储量）分别为1,309.8万吨和132.2万吨。2017年Tenke铜钴矿的C1现金成本为0.15美元/磅，是全球最具竞争力的矿山之一。

图 2：洛阳钼业控股 TFM



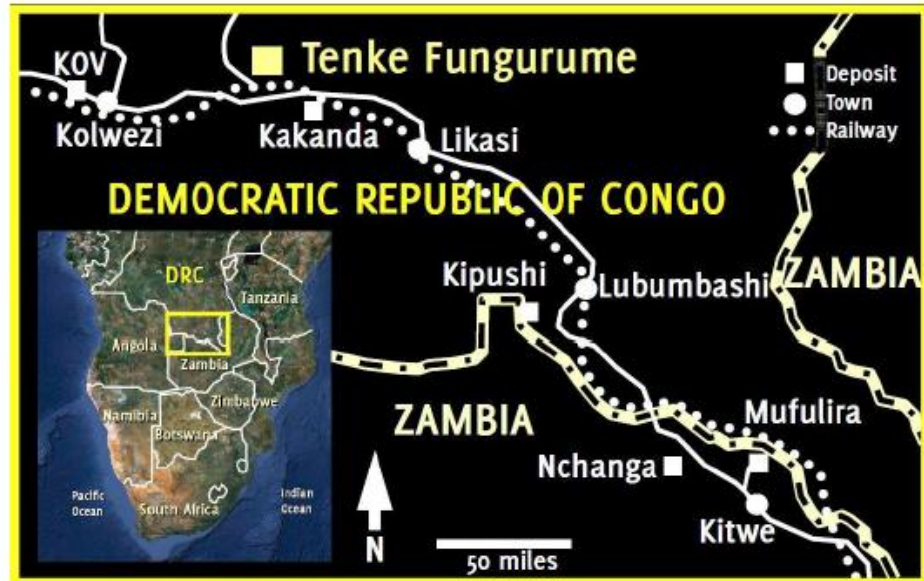
资料来源：公司公告，中原证券

TFM 已经成为一家熟的铜、钴矿产企业。矿区设有 1 个加工车间、2 个制酸车间、员工生活区仓储设施 and 机场。随着 2013 年二期工程竣工，TFM 的日消耗矿石量上升至 14,800 吨，年产能已达到近 272,160 吨铜及 16,783 吨钴，制酸车间具备每天 2,000 吨以上硫酸的产能。

截止 2017 年底，公司在 TFM 矿区的铜储量 437.5 万吨，钴储量 59.1 万吨。已经探明的铜、钴资源量分别为 2444.6 万吨和 232.8 万吨，铜矿品位为 2.6%。显示该矿山未来发展空间巨大。2017 年和 2018 年上半年，TFM 铜产量分别为 248,756 吨和 100,879 吨，钴产量分别为 16,419 吨和 9,029 吨，目前已经是全球第二大铜钴矿山。2018 年上半年，公司在刚果（金）KFM 铜钴业务板块实现营业收入 84.7 亿元，占总营收的 61%；实现毛利 39.6 亿元，占总毛利

的65%。可见，刚果（金）KFM 铜钴业务板块已成为公司收入和利润的第一大来源。

图 3: Tenke Fungurume 矿区位置示意图



资料来源：公司公告，中原证券

表 2: TFM 矿产储量（截止 2017 年底）

矿产种类	资源量			储量		
	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)
铜	831.5	2.94	2444.6	184.6	2.37	437.5
钴	831.5	0.28	232.8	184.6	0.32	59.1

资料来源：公司公告，中原证券

## 2.2. 澳洲之铜金：并购试水地，业绩趋稳定

2013 年，公司以 8 亿美元收购力拓旗下 North Mining Limited 拥有 NPM (Northparkes Joint Venture) 80% 的权益及相关权利和资产。NPM 铜金矿拥有矿石总量 4.71 亿吨，铜资源量 264.21 万吨，储量 71.67 万吨；金资源量 896.44 吨，储量 252.48 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。

表 3: 公司 NPM 铜金矿储量

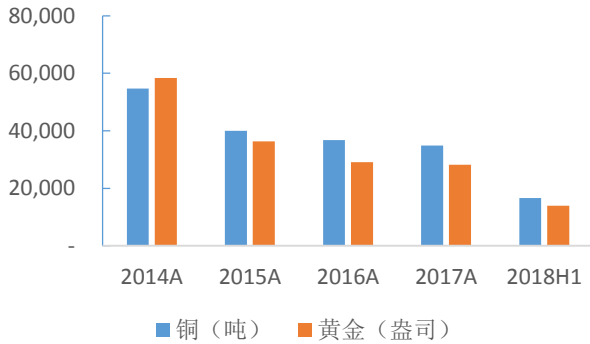
矿产种类	矿区	资源量			储量		
		矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)	矿石总量 (百万吨)	品位 (%)	储量 (万吨)
铜	澳洲 NPM 铜金矿	471.81	0.56	264.21	125.74	0.57	71.67
金	澳洲 NPM 铜金矿	471.81	0.19 (g/t)	896.44(t)	125.74	0.20 (g/t)	251.48(t)

资料来源：公司公告，中原证券

NPM 矿山最近几年矿石品味下降，铜金产量和毛利率也逐年下降。但是，该矿上自动化程度较高，成本优势明显，2018 年上半年 C1 现金成本 1.06 美元/磅，还是低于行业国际平均

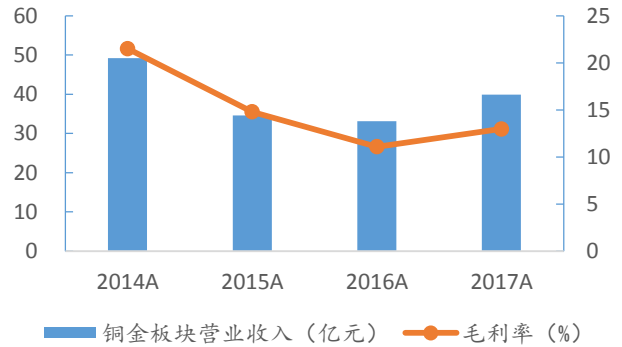
成本。受益于铜价上涨，2017年毛利率较前一年有所回升，业绩出现一定反弹。

图 4: NPM 铜和金的产量



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: NPM 铜金板块营业收入和毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

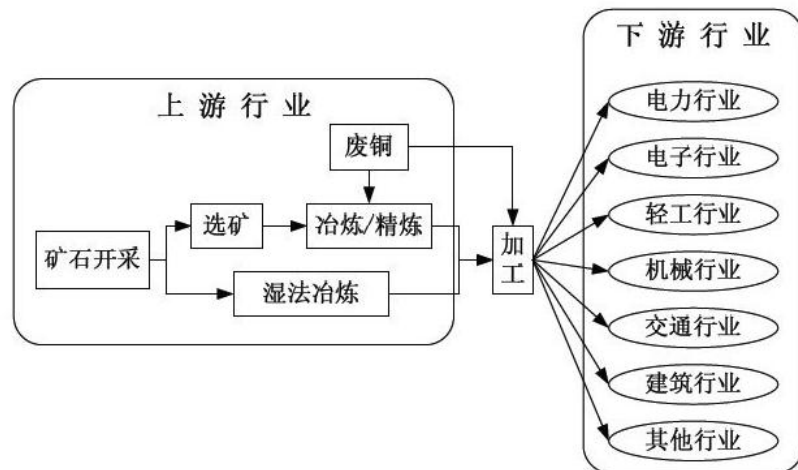
### 2.3. 铜的需求稳定

#### 2.3.1. 铜及产业的简介

铜是一种呈紫红色的金属，稍硬，极坚韧，耐磨损，有很好的延展性、较好导热性、导电性和耐腐蚀能力。铜形成合金后还具有其他性能，如形状记忆、超弹性、减震性等。其中黄铜是铜和锌所组成的合金，青铜是铜和除了锌、镍以外的元素形成的合金，主要有锡青铜、铝青铜等，紫铜是铜含量很高的铜，其他杂质总含量在 1%以下。

铜行业形成了上游采选、中游冶炼、下游延压加工的产业链。上游主要是对矿山原矿进行开采和筛选，得到主要原料铜精矿。中游主要是冶炼环境，粗炼可以得到粗铜，进一步精炼得到能直接用于加工的精炼铜（阴极铜、电解铜、精铜）；其中由铜精矿冶炼得到的精铜为原生精炼铜，由回收来的废杂铜冶炼得到的精铜为再生精炼铜。下游主要是通过不同的加工工艺，将精铜加工成各种形状的铜材产品，如铜棒、铜管、铜板带、铜箔等。最后，铜材最为产品进入消费终端，其中最主要的终端应用包括电力、建筑、房地产、电子、交通等行业。

图 6: 铜产业链示意图



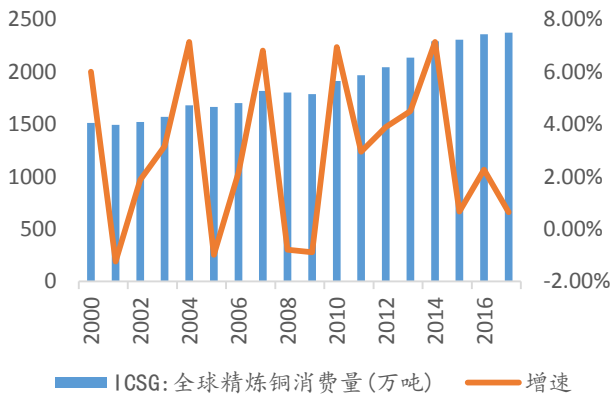
资料来源: Wind, 中原证券



2.3.2. 铜的下游需求总体稳定

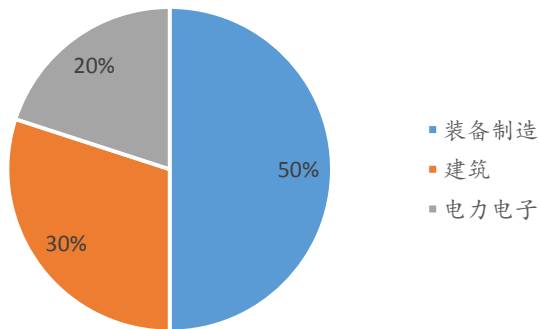
全球铜消费稳定增长，自 2000 年以来全球精炼铜消费的年均复合增长率为 2.69%。据 ICSG 统计，2017 年全球精炼铜消费 2375.9 万吨，较上年小幅增长 0.65%。自 2008 年以来，精炼铜消费的增量部分主要来自中国的需求增长。全球铜的终端需求地域分布集中，应用广泛。铜金属下游需求集中于电力、电子、汽车、装备制造和建筑等领域。按照全球范围口径统计，装备制造约占 50%，建筑占比约 30%，电力和电子占全球铜下游需求接近 20%。铜终端需求地域分布也较为集中，中国、欧洲、美国、日本合计占比超过 90%，其中中国需求占比接近 50%。

图 7：全球精炼铜消费量及增速



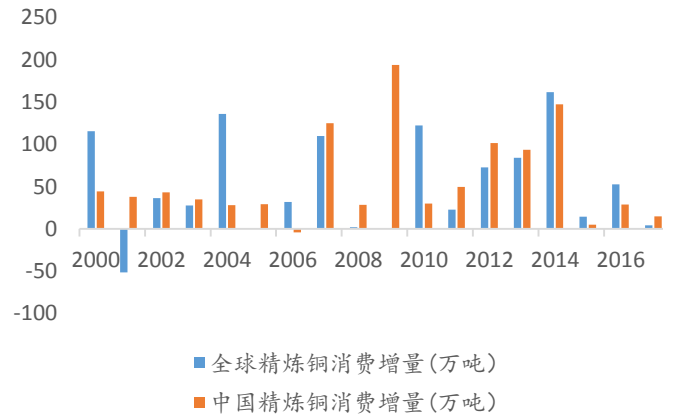
资料来源：Wind，中原证券

图 9：2017 年全球铜消费的终端分布



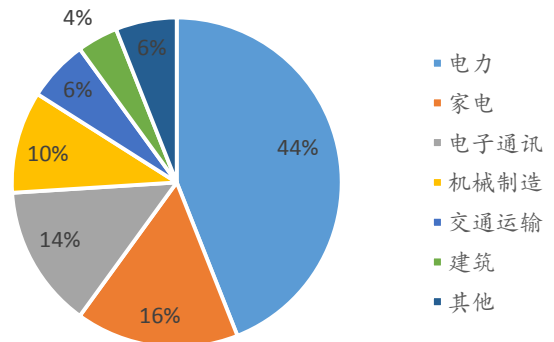
资料来源：Wind，中原证券

图 8：全球和中国精炼铜消费增量



资料来源：Wind，中原证券

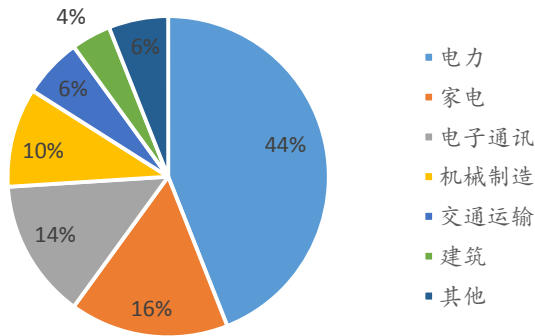
图 10：2017 年全球铜消费的国别分布



资料来源：Wind，中原证券

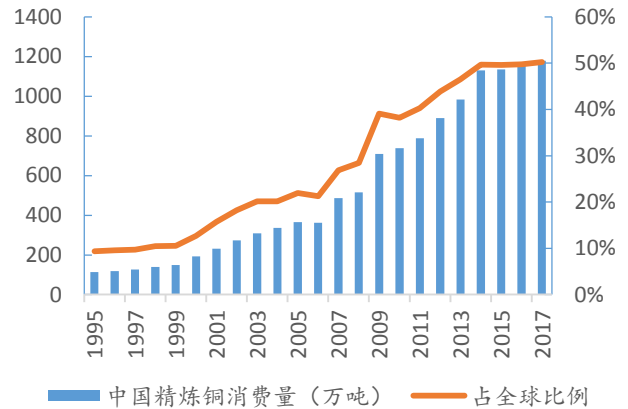
自 2000 年以来，随着中国经济的快速增长，中国对铜的消费大幅增长。精炼铜消费量从 2000 年的 198.2 万吨增长到 2017 年的 1179.1 万吨，年均复合增长率为 11.24%；中国对精炼铜的消费份额也从 2000 年的 10.6% 增长到 2017 年的 50.3%。不过，自 2015 年以来，中国宏观经济增速明显放缓，对精炼铜的消费增长也趋于停滞，2015-2017 年精炼铜消费量增速分别只有 0.4%、2.5%、1.3%。目前，中国人均铜消费已经达到 8.5 公斤，已经接近发达国家的水平，继续大幅增长的有限。中国铜消费结构比较稳定，各行业分布大致为：电力（44%），机电（16%），电子通讯（14%），机械制造（10%），交通运输（6%），建筑（4%）。

图 11: 2017 年中国铜消费的终端分布



资料来源: 中国产业经济信息网, 中原证券

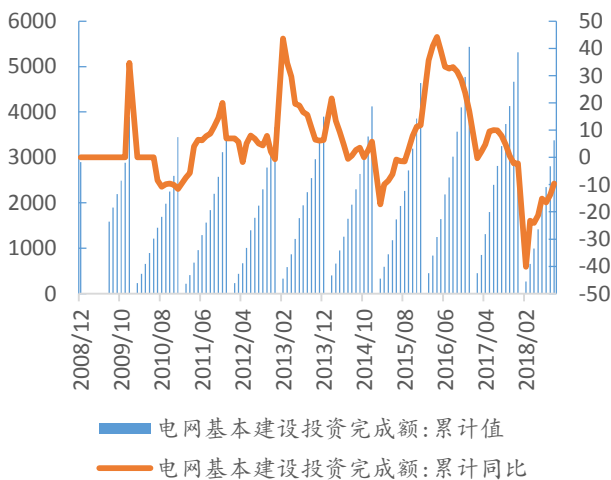
图 12: 中国精炼铜消费量及占全球比例



资料来源: Wind, 中原证券

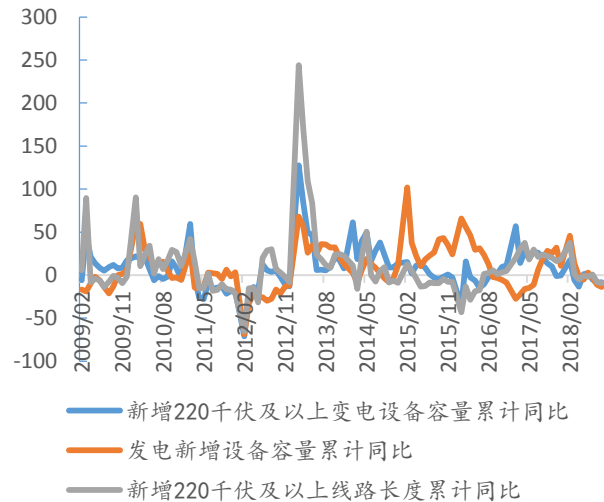
下游行业显示, 电力行业是我国铜终端消费的最大领域。2018 年, 我国电网投资低于预期。2018 年 1-9 月, 全国电网基本建设投资累计完成 3373 亿元, 同比下降 9.6%, 低于年初预期。不过, 2018 年 5 月份开始, 投资力度有所增强, 同比降幅逐月收窄。2018 年宏观经济下行, 稳经济的压力较大, 电力投资是稳增长的重要手段, 我们预计电力投资力度会加大。

图 13: 中国电网基本建设投资完成额及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 新增电力变电、发电设备及线路的同比增速

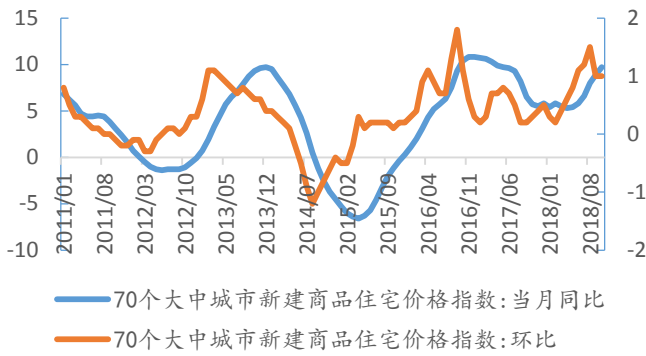


资料来源: Wind, 中原证券

房地产和家电也是铜消费的重要领域, 并且二者密切联系。2018 年我国房地产市场处于高位徘徊, 但出现边际放缓的态势。虽然房价还比较坚挺, 2018 年 10 月 70 个大中城市房价同比 9.7%、环比 1%, 保持在历史较高水平, 但房地产销售已经出现疲态, 2018 年 10 月商品房销售面积累计同比仅为 2.2%, 增速较 2017 年底下降 5.5 个百分点。房地产投资增速较上半年也略有放缓。

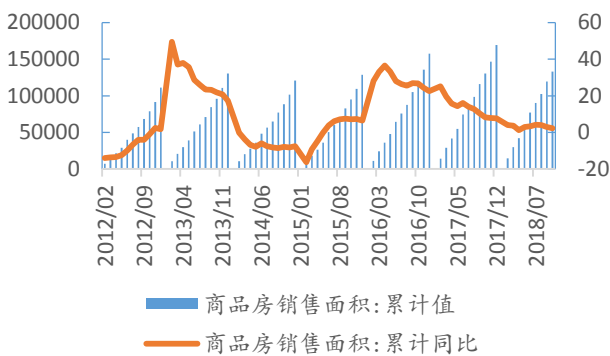
随着房地产降温, 家电消费也跟着明显放缓。2018 年前三季度, 全国空调销量同比增长 3.3%, 较去年同期大幅下降 22 个百分点。同时, 全国空调产量增速同比增长 8%, 较去年同期下滑 14 个百分点。

图 15: 70 个大中城市新建商品房价格同比及环比



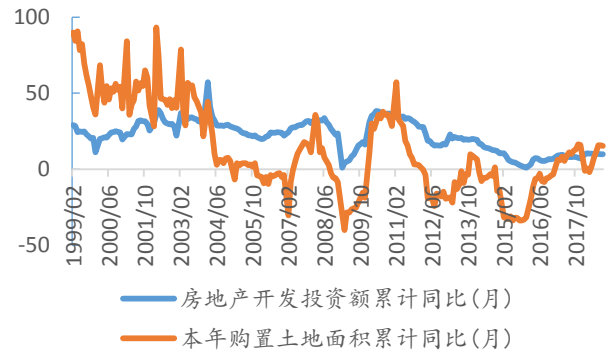
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 商品房销售面积及同比增速



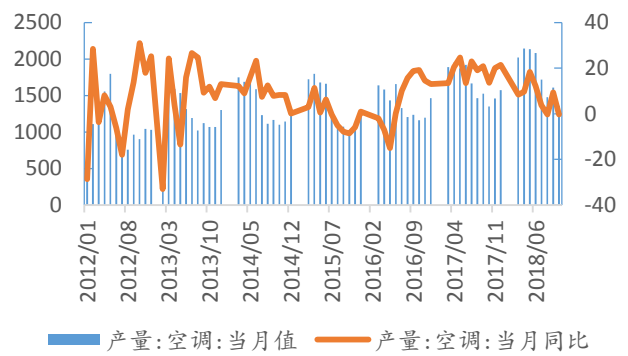
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 房地产开发投资额增速和购置土地面积增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 空调产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

总体而言,铜是全球经济增长的风向标,在全球经济复苏和中国供给侧改革刺激下,铜价在 2016、2017 年分别上涨 176%和 317%;2018 年,受中美贸易战、英国脱欧和中国经济放缓的影响,2018 年铜价下跌约 18%。目前来看,全球经济复苏的态势还未结束,美国经济比较强劲,中国、东南亚、印度等地区经济还保持中高速度增长,中美正在为贸易端寻求解决之道,中国货币环境相对改善,预计全球对铜的消费需求依然保持稳定,铜价有望止跌趋稳。

### 2.3.3. 铜的供给相对偏紧

全球铜的整体供给略有收缩。根据 ICSG 数据统计,2017 年全球矿产铜产量约 2003.8 万吨,同比下降 1.6%;精炼铜产量(原生+再生)产量约 2349.7 万吨,同比增长 0.7%。铜矿资源相对集中,主要分布于智利、澳大利亚、秘鲁、美国、墨西哥等国,上述国家铜储量总和约占世界总储量的 61%。其中,智利、澳大利亚、秘鲁三国的铜储量之和约占全球铜储量的 50%。全球矿山产能主要集中于智利、秘鲁,2017 年两国分别产铜矿 550.4 万吨、244.6 万吨,全球占比 27%、12%。全球冶炼产能则集中于中国,2017 年中国产精炼铜 888.9 万吨,全球占比 38%。

自 1998 年以来,全球铜矿山产能利用率整体呈下降趋势,主要是受到矿山老化、铜矿品位下降、开采难度加大等因素的影响。精炼铜的产能利用率则自 2009 年以来处于回升态势,

目前已至 85.7%，主要是受中国冶炼能力提高的影响。全球 2017-2018 年度预计新增铜矿产能 121.7 万吨，增幅不大。根据 WBMS 统计数据显示，2017-2018 年总体全球铜的整体供给处于紧平衡的态势。供需关系对铜价有较大的支撑，2017-2018 年 LME 铜均价较 2016 年均价上涨约 30%。

图 19: 2017 年各国铜矿产量占比

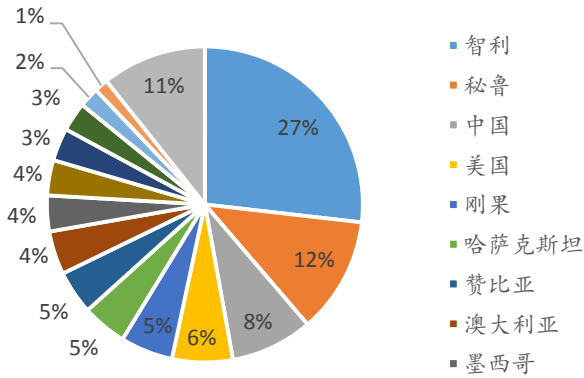
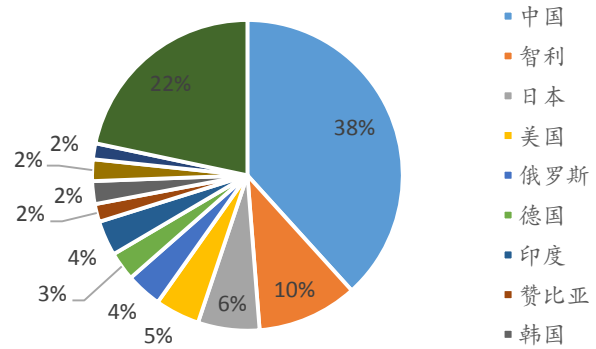
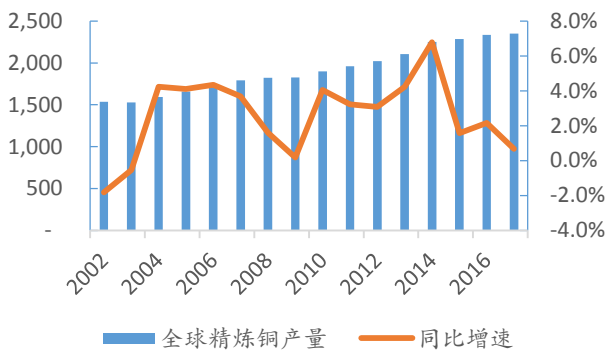


图 20: 2017 年各国精炼铜产量占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 全球精炼铜产量(万吨)及增速



资料来源: Wind, 中原证券

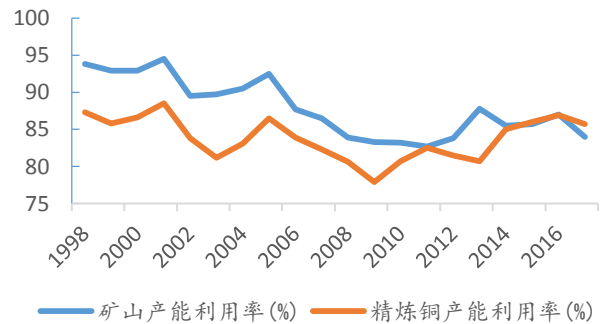
图 23: LME 铜价与全球铜供需平衡 (WBMS)



资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 全球铜矿山和精炼铜产能利用率



资料来源: Wind, 中原证券

### 2.3.4. 公司在铜行业具备较强竞争力

全球铜业的主要控制权在国外矿业巨头手中。从矿产角度看，年产 100 万吨以上的公司只有 5 家，分别为智利国营、自由港、嘉能可、必和必拓和墨西哥集团。

表 4: 2016 年国外公司铜产量前 10 位公司

排名	公司名称	公司中文名	国别	铜产量(吨)
1	Corporacion Nacional del Cobre (Codelco)	智利国家铜业公司	智利	1,827,000
2	Freeport-McMoRan Copper & Gold	自由港	美国	1,696,000
3	Glencore	嘉能可	瑞士	1,288,000
4	BHP Billiton	必和必拓	澳大利亚	1,113,000
5	Southern Copper Corporation	南方铜业	墨西哥	900,000
6	KGHM Polska Miedz	波兰金属	波兰	677,000
7	Rio Tinto Group	力拓	英国	523,000
8	First Quantum Minerals	第一量子	加拿大	494,000
9	Antofagasta PLC	安托法加斯塔	英国	477,000
10	Vale	淡水河谷	巴西	453,000

资料来源: Wikipedia, 中原证券

中国企业也正通过收购海外矿山的方式逐渐崛起。五矿资源于 2014 年收购位于秘鲁的矿山拉斯邦巴斯 (Las Bambas) 铜矿，2017 年五矿资源矿产铜产量达到 45.4 万吨。紫金矿业于 2016 年收购卡莫阿控股 49.5% 股权及股东贷款，获得卡莫阿铜业 95% 权益，2017 年紫金矿产铜产量达到 20.8 万吨，根据扩产计划，到 2019 年产量将到达 40 万吨/年。2017 年，老牌铜企江西铜业的矿产铜产量为 21 万吨。2017 年，洛阳钼业在刚果 (金) Tenke 和澳大利亚 NPM 矿山的矿产铜总产量为 28.4 万吨。公司在铜业方面的整体实力位居全国前三。

表 5: 国内矿业公司铜储量和产量对比

排名	公司名称	资源储量(万吨)	2017 年矿产铜产量(万吨)	备注
1	五矿资源	3371	45.4	
2	紫金矿业	3006	20.8	2019 年产量将达 40 万吨
3	洛阳钼业	2709	28.4	
4	江西铜业	1426	21.0	

资料来源: 公司年报, 中原证券

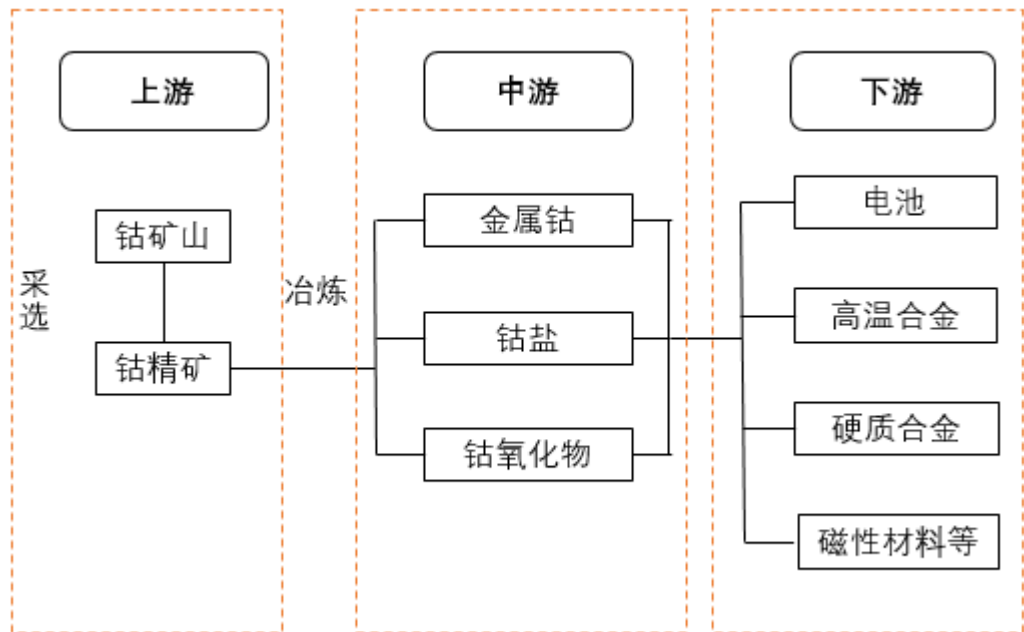
## 2.4. 钴的应用前景广阔

### 2.4.1. 钴及产业的简介

钴是具有钢灰色和金属光泽的硬质金属，它的主要物理、化学参数与铁、镍接近，属于铁族元素。18 世纪，瑞典的布朗特在锻烧钴矿时得到钴，其熔点 1,495℃，沸点 3,520℃。金属钴莫氏硬度 5.6，布氏硬度 124，相对伸长率 5%，居里点 1,121℃，具有延展性及很强的磁性，与钐、镍、铝等共熔可生成良好的磁性钢。钴的产品形态主要包括电解钴、钴粉、钴氧化物和钴盐，其中钴氧化物中的四氧化三钴是电池材料的主要成分之一。钴是制造高温合金、硬质合金、金刚石工具、电池材料、防腐材料、磁性材料等的重要原料，广泛应用于航空、航天、

电子电器、机械制造、汽车、化工、农业和陶瓷等领域。

图 24: 钴产业链示意图

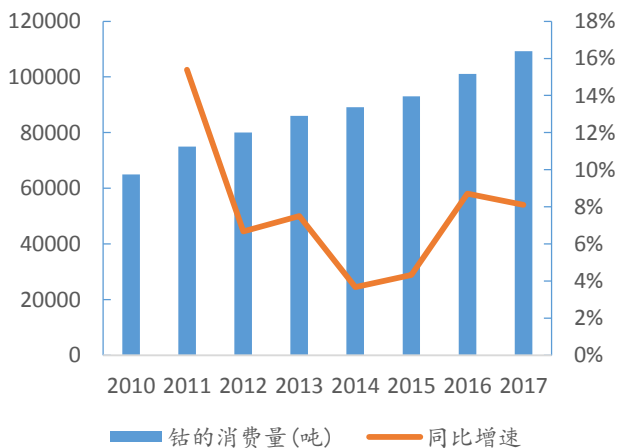


资料来源: Wind, 中原证券

#### 2.4.2. 新能源汽车快速增长推升对钴的需求

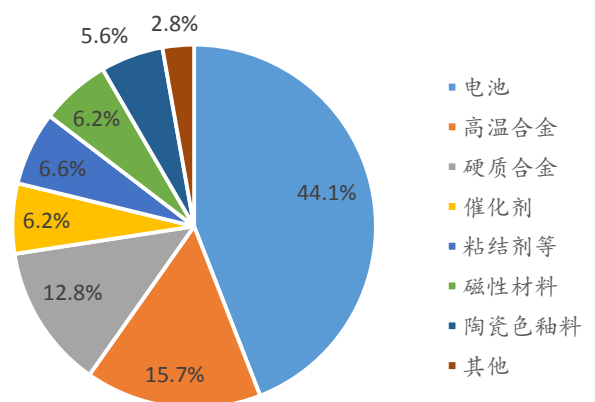
世界钴的消费领域主要包括电池、高温合金、硬质合金、催化剂、磁性材料、陶瓷色釉料以及干燥剂、粘结剂等。全球钴的消费从 2004 年的 4.9 万吨增长到 2017 年的 10.9 万吨，年均增长率达 6.37%。总体上，2005 年前，高温合金一直是钴产品的最大消费领域，2005 年后，随着锂离子电池的迅猛发展，电池取代高温合金成为钴产品的最大消费领域。到 2017 年，电池领域钴的消费量达 4.8 万吨，占比约 44.1%。

图 25: 全球钴的消费量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

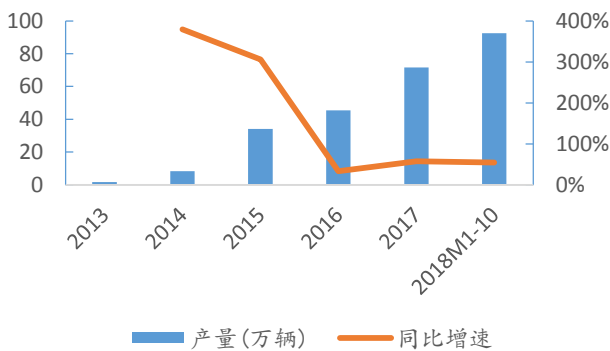
图 26: 钴的下游消费结构



资料来源: Wind, 中原证券

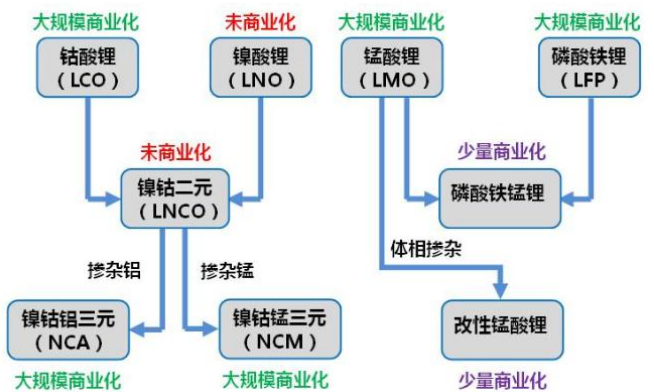
钴是动力电池三元正极材料的原材料之一，钴在三元材料中可以起到提高材料的循环和倍率性能以及稳定材料层状结构的作用，是三元材料中不可替代的一部分。从锂电池技术类型来看，目前中国动力电池技术类型主要以磷酸铁锂和三元材料为主，日韩则以三元材料和锰系为主，从技术发展趋势看，三元材料具有容量高、成本低、安全性好等优异特性，未来三元材料或将成为乘用车动力电池的主流技术路线。虽然以特斯拉为代表的厂商为了降低成本，试图降低钴在三元材料中的使用量，但新能源汽车的增长速度较快，很多国家甚至规划在 2030 年以后禁售燃油汽车，新能源汽车的市场规模将继续快速扩大，例如 2018 年前 10 个月中国累计生产新能源汽车 92.5 万辆，同比增长 57.4%；2017 年欧洲新能源汽车销量 30.6 万辆，同比增长 38%。综上，预计全球对钴的总体需求不会减弱。

图 27: 中国新能源汽车产量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 动力电池正极材料商业化程度

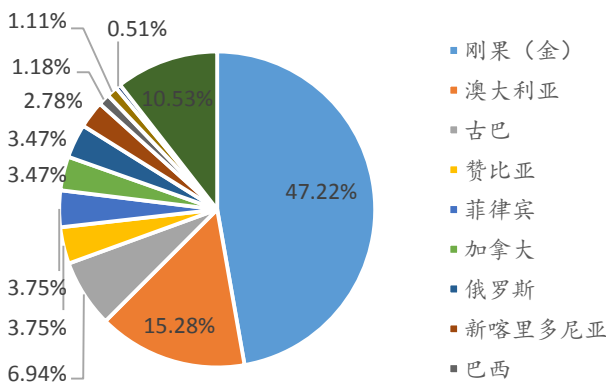


资料来源: 中国粉体网, 中原证券

### 2.4.3. 钴的供给平稳增长

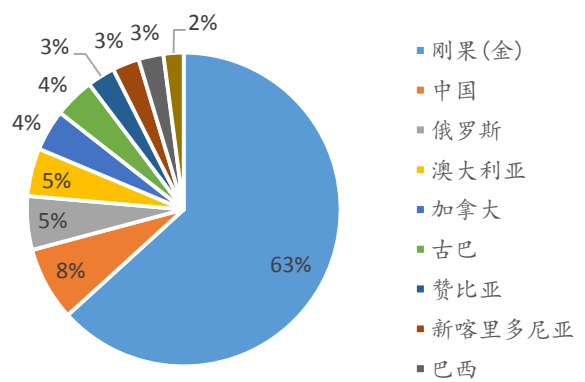
世界钴储量主要集中分布在刚果（金）、澳大利亚、古巴、赞比亚、菲律宾、加拿大、俄罗斯、新喀里多尼亚、巴西和中国，上述 10 个国家的钴资源储量约占世界钴总储量的 88.96%。其中，刚果（金）的钴资源最为丰富，占世界储量的 47.22%，其次是澳大利亚和古巴，中国的钴资源储量为 8 万吨，仅占全球钴资源总储量的 1.11%。

图 29: 全球钴矿储量分布



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 全球钴矿产量分布

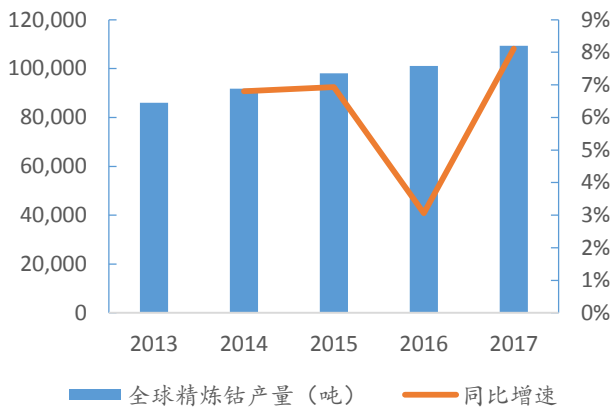


资料来源: Wind, 中原证券

全球钴金属的主要供给来源是钴矿山。钴主要为铜、镍矿产伴生资源，其生产规模在很大程度上受铜、镍矿产开发影响。铜、镍伴生矿二者总计占到钴资源的 85%，而全世界钴的产量中大约只有 10% 的量来自于原生钴。目前世界精炼钴生产主要集中在刚果（金）、加拿大、赞比亚、澳大利亚、俄罗斯、中国等国家。

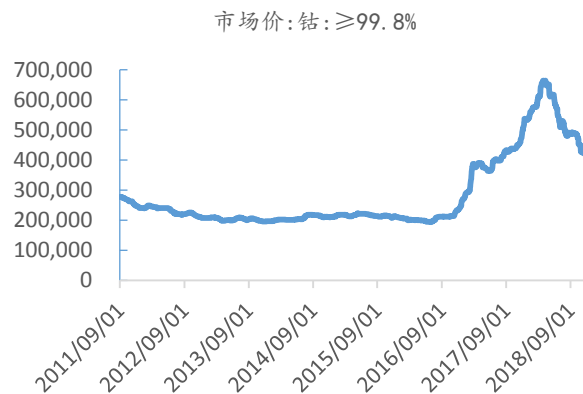
全球精炼钴的产量总体上呈现平稳增长的态势，2009 年全球钴产量约为 6 万吨，2017 年增长到 10.9 万吨，年均增长率达 7.8%。其中，2017 年中国精炼钴产量已经达到 5.37 万吨，占全球总产量的 49.3%。不过，2018-2019 年钴的新增产能释放较多，刚果（金）央行报告显示该国 2018 年上半年钴产量 52491 吨，同比增长 37.6%。受到供给产能释放和特斯拉降低钴用量预期影响，钴价在 2018 年二季度以来出现较大回落，自历史高点下跌约 39.4%。不过，嘉能可 2018 年 11 月初宣布暂停钴销售至 2019 年二季度，未来 2 个季度有望改善供需关系，有助于钴价的止跌企稳。

图 31: 全球精炼钴产量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 钴价走势



资料来源: Wind, 中原证券

表 6: 2018-2019 年全球钴主要新增产能

年度	公司	项目	新增产能	预期产量
2018	嘉能可	KCC 项目复产	产能扩至 2 万吨	指引 2018 年 1.1 万吨，之后 3.4 万吨
	欧亚资源	RTR 一期	14000 吨	预计 2018 年 2000 吨
	华友钴业	PE537 投产	3100 吨	预计 3000 吨
		Mikas 技改	1000 吨	
	华刚矿业	一期 1000 吨，二期达产共 3800 吨		预计 800 吨
2019	中色集团	Deziwa	项目约 1 万吨	
	-Gecamics 天津世茂		8000 吨	

资料来源: 中国产业信息网, 中原证券

#### 2.4.4. 公司钴产量位居全球第二

全球的钴矿上游资源主要被嘉能可、洛阳钼业、欧亚资源等几大跨国矿企控制，嘉能可、洛阳钼业、欧亚资源三家矿业公司 2017 年钴矿产量占全球比例超过 40%。其中嘉能可旗下 2017 年合计产量 2.74 万吨，占比达 23%，洛阳钼业于 2016 年完成对 Tenke 矿山的收购后，成为



全球第二大钴矿生产商,2017年产量达到1.6万吨。欧亚资源产能主要集中在 Boss Mining,2017年产量约6800吨。如果洛阳钼业按规划对 Tenke 项目进行扩产,公司的钴产能将进一步提高到2万吨,公司在钴行业的话语权和竞争优势将进一步加强。

表 7: 全球钴矿产量预测(金属量吨)

公司	项目	2016	2017	2018E	2019E
嘉能可	KCC 复产	0	0	5000	10000
	Mutanda	24500	24500	24500	24500
洛阳钼业	Tenke	14500	16000	18000	18000
欧亚资源	RTR 项目	0	0	0	10000
Boss Mining	6800	6800	6800	6800	
万宝矿产	Comika	1000	3000	3000	3000
华友钴业	Mikas 技改	0	0	1000	1000
	PE527	0	0	3000	3500
Shalina	Etoile Mine	2300	4000	4000	4000
金川国际	Ruashi	3400	3500	3900	4000
中铁资源	MKM	1200	1200	1200	1200
手抓矿	-	16000	18000	18000	15000
<b>刚果(金)钴矿产量</b>	<b>-</b>	<b>66000</b>	<b>75200</b>	<b>88400</b>	<b>101000</b>
嘉能可	Murrin Murrin	2800	2800	2800	2800
	INO	1000	1000	1000	1000
Sherritt	-	7000	7300	7500	7500
Vale	-	5800	5500	5500	5500
<b>全球其他地区钴矿产量</b>	<b>-</b>	<b>57000</b>	<b>57000</b>	<b>57200</b>	<b>57200</b>
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>123000</b>	<b>132200</b>	<b>145600</b>	<b>158200</b>

资料来源: 中国产业信息网, 中原证券

表 8: 2018 年中国企业在刚果(金)钴项目进展情况

	项目	地区	钴产能(金属量吨)	PFS	DFS	Pilot	融 资	建 设	生 产	达 产
洛阳钼业	Tenke	Fungurume	16000							
金川集团	Ruashi Mine	Lubumbashi	3500							
万宝矿产	Kamoay 一期	Kambove	3500							
中铁资源	MKM	Kolwezi	1200							
华刚矿业	华刚矿业一期	Kolwezi	800							
华友钴业	PE527	Lubumbashi	3000							
华友钴业	Mikas 技改	Kambove	1000							
中铁资源	Luisha	Lubumbas	1000							
洛阳钼业	Tenke 增产	Fungurume	2000							
华刚矿业	华刚矿业二期	Kolwezi	6000							
中色集团	Deziwa	Kolwezi	10000							
万宝矿产	Comika 二期	Kambove	-							
寒锐钴业	无	-	-							
腾远钴业	无	-	-							

资料来源: 中国产业信息网, 中原证券

### 3. 公司钨钼传统优势明显

钨钼是公司传统业务板块,公司拥有三道庄钨钼矿、上房沟钨矿和新疆矿山钨矿三座矿山。截止 2017 年底,公司拥有钨资源量 161 万吨,储量 55 万吨,其中三道庄为钨钼伴生矿,钨资源量 46 万吨,储量 32 万吨。公司是全球最大的钨钼生产商之一,2017 年钨金属产量 16,717 吨,同比增长 2.55%,钨产量 11,744 吨,同比增长 16%。

2017 年钨钼板块业务实现营收 37.72 亿元,同比增长 33.95%,该板块的收入大幅提升主要得益于钨钼产品价量齐升;钨钼板块毛利率高达 107.4%,较 2017 年提高 21 个百分点,主要是受益于下游需求比较旺盛,钨钼价格较 2016 年有较大的上涨。公司钨钼板块的传统优势明显,是公司并购扩张的基石。

表 9: 公司钨、钼储量

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

资料来源:公司公告,中原证券

钨钼行业是一个集中度较高的行业,全球范围内前 11 大企业控制着市场 72% 的供应量,其中有 5 家企业来自中国:分别为陕西金堆城钨业、洛阳钨业、中铁伊春鹿鸣矿业、中国黄金满洲里乌山矿业、华夏建龙集团河北丰宁鑫源矿业。未来 5 年内国内有可能投产的大型矿山有黑龙江大兴安岭岔路口钨矿和安徽沙坪沟钨矿。近两年国内钨钼企业产量显示,公司钨钼金属产量稳居全国第二。

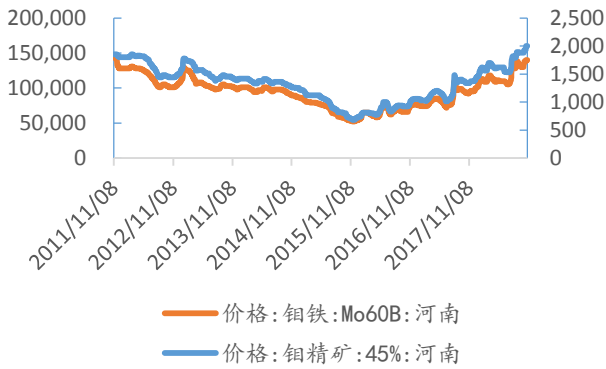
表 10: 国内前五大钨钼厂商产量

单位: 万吨	2017 年	2016 年	增长率
金堆城钨矿	2.04	1.77	15.25%
洛阳钨业	1.67	1.63	2.45%
伊春鹿鸣(中国中铁)	1.43	1.2	19.17%
中金内蒙古满洲里乌山	0.62	0.61	1.64%
龙宇集团	0.43	0.5	-14.00%

资料来源:公司公告,中原证券

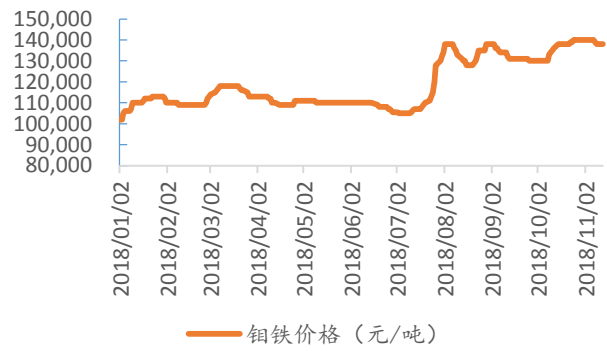
公司的主要产品是钨铁,销售市场主要是中国境内。钨铁作为炼钢的合金添加剂,用于生产不锈钢、耐热钢、耐酸钢和工具钢以及具有特殊物理性能合金。最终产品广泛应用于石油管道、航空航天和军工等产业。2018 年,钢铁行业在供给侧改革以及环保督查常态化影响下,景气度较好,不锈钢产量持续增加,而钨原料货源阶段性紧张,国内钨价反弹。虽然钢铁行业可能会出现景气回落,但受影响最大的是低端钢产品,而对高端钢产品的需求可能日益增长,钢铁行业的结构性变化将增加对钨铁的需求。

图 33: 钼铁和钼精矿价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 34: 2018 年钼铁价格走势

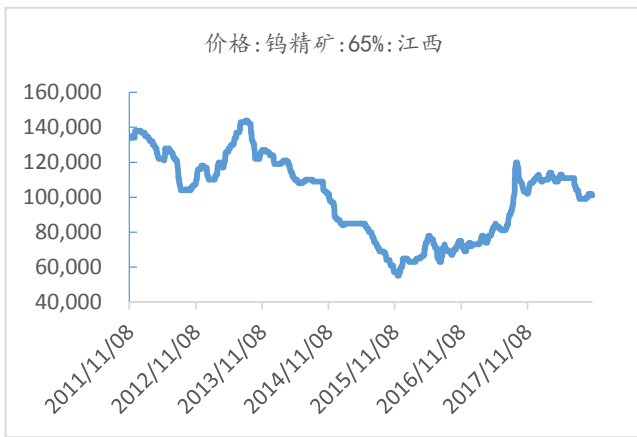


资料来源: Wind, 中原证券

钨是一种稀缺的战略性金属,钨的用途十分广泛,涉及矿山、冶金、机械、建筑、交通、电子、化工、轻工、纺织、军工、航天、科技等各个工业领域。中国作为最大的钨生产国,占据全球超过 80%的钨供应量。

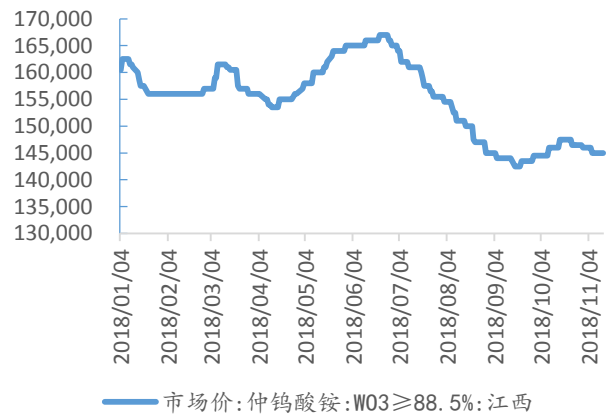
公司的钨产品是作为钼矿的副产品,主要为钨精矿和仲钨酸铵 (APT),销售市场主要为中国境内。2018 年上半年,安全和环保监管加强,成本上升等因素有效支撑钨市场价格平稳运行。2018 年下半年,受到经济下行和新增产能预期的影响,钨价出现一定程度回落。

图 35: 钨精矿价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 36: 2018 年仲钨酸铵价格走势

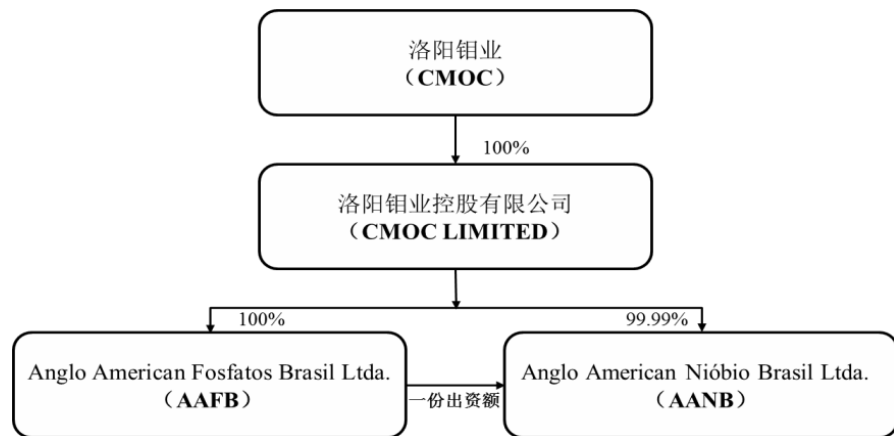


资料来源: Wind, 中原证券

#### 4. 巴西铌磷业务稳定

2016 年,公司通过香港子公司 CMOC Limited 以 15 亿美元收购英美资源集团旗下位于巴西境内的铌、磷业务,具体的收购标的包括: 1、AAFB、AANB 各自 100% 股东权益; 2、AAML 的铌销售业务; 3、Capital PLC 持有的对 AANB 的债权以及 Capital Luxembourg 持有的对 AAFB 的债权。AANB 是全球三大铌矿石生产商之一,AAFB 拥有目前巴西品位最高的五氧化二磷 ( $P_2O_5$ ) 资源,矿山服务年限至少为 46 年。公司由此成为了全球第二大铌生产商和巴西第二大磷肥生产商。

图 37: 洛阳钼业控股 AAFB 和 AANB



资料来源: 公司公告, 中原证券

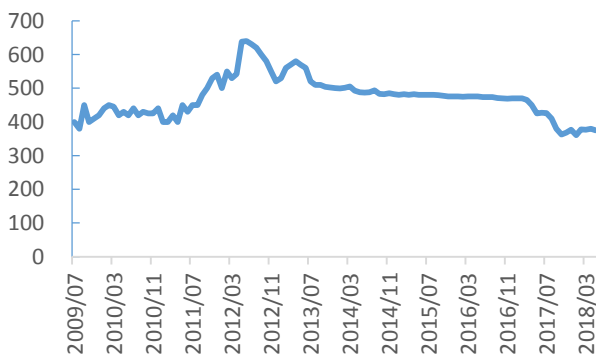
表 11: 公司巴西铌、磷储量

种类	矿区	资源量			储量		
		矿石总量(百万吨)	品位 (%)	储量(万吨)	矿石总量(百万吨)	品位 (%)	储量(万吨)
铌	area I	100.1	1.17	117.12	37.4	0.97	36.28
	area II	459.2	0.23	105.62	217.7	0.34	74.02
磷	area II	459.2	11.29	5184.37	217.7	12.21	2658.12

资料来源: 公司公告, 中原证券

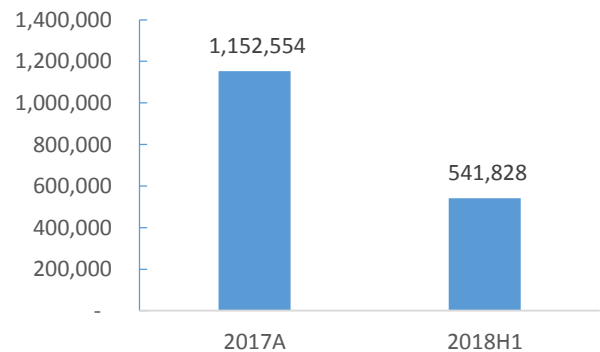
AAFB 是一家较为成熟的磷肥资源运营商, 是巴西第二大的业务范围覆盖磷全产业链的化肥生产商, 每年处理的矿石总量接近 600 万吨, 矿石生产总量位列巴西第二。2015 年 AAFB 的磷肥产量达 111 万吨。AAFB 的主要产品包括高浓度化肥 (MAP、GTSP) 和低浓度化肥 (SSG、SSP 粉末等)。2017 年磷肥产量达 115 万吨, 2018 年上半年产量为 54 万吨。

图 38: 国内磷矿石价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 39: AAFB 磷肥产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 中原证券

AAFB 的两个化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。针对这一巨大的地理优势, AAFB 制定了清晰、灵活的销售策略。AAFB 专门将化工厂所生产的肥料产品出售给全国性的配制厂和地区性的配制厂, 并通过长期的跟踪分析, 选取马托格罗索州和戈

亚斯州作为重点销售地区。巴西作为重要农产品出口国，对化肥需求旺盛。

图 40: AAFB 矿山位置

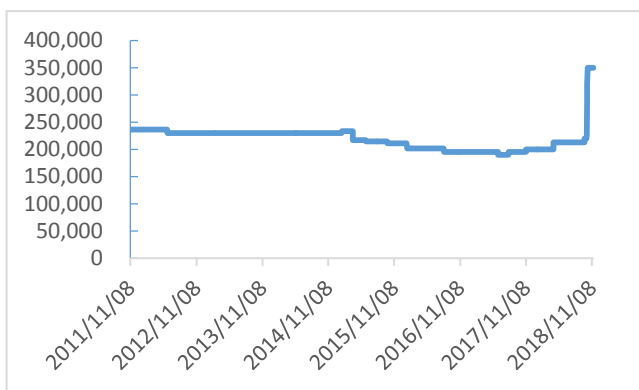


资料来源：公司公告，中原证券

AANB 的主营业务主要分为两部分，一是从公司拥有的 Boa Vista 矿中开采铌矿石，二是对铌矿石进行加工，使之成为符合客户需求的铌产品。目前，AANB 所持有的铌矿开采寿命约为 26 年。其中，BVFR 加工厂矿回收率已达到 45% 左右，未来有望提升至 56%。2017 年，铌产品产量达 8,674 吨，2018 年上半年产量为 4501 吨。

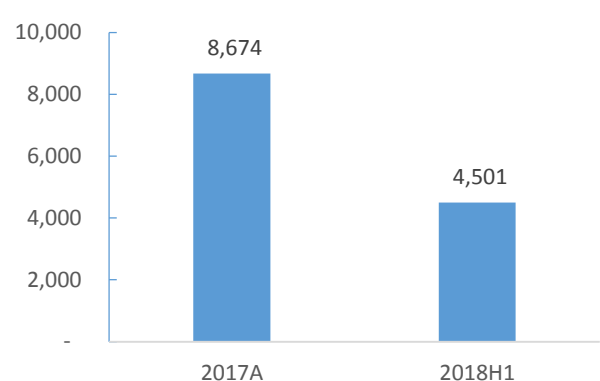
AANB 的主要产品为铌产品，铌产品一般以铁铌合金或纯金属、氧化物产品的形式存在。铌产品主要用于提高钢铁强度，是不锈钢、耐热钢材、超级合金、超导体、功能陶瓷和催化剂等的重要原料之一。随着 11 月 1 日螺纹钢新国标强制实施，铌铁的消耗量逐步增加，铌铁出现供不应求的情况，铌铁价格逐步走高。2018 年 10 月份，铌铁价格已上涨至 35 万元/吨。

图 41: 铌铁价格 (元/吨)



资料来源：Wind，中原证券

图 42: AANB 铌产量 (吨)



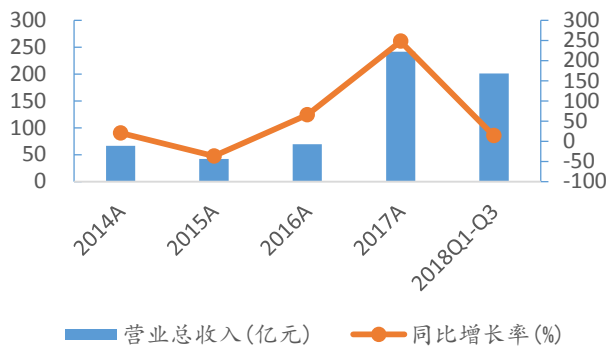
资料来源：公司公告，中原证券

## 5. 公司盈利受益于金属价格上涨

### 5.1. 并表及多元化致收入大幅增长

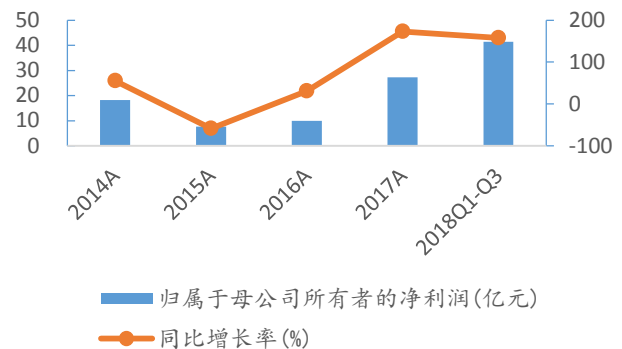
随着海外优质资产的并表，公司营收在 2017 年迎来了快速增长。2017 年全年实现营收 241.5 亿元，同比增长 247.5%；归属于母公司所有者的净利润 27.3 亿，同比增长 173.3%。2018 年前三季度，公司效益继续保持良好态势，前三季度营收 200.8 亿，同比增长 13.4%；归属于母公司所有者的净利润 41.4 亿，同比增长 157.8%。

图 43: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

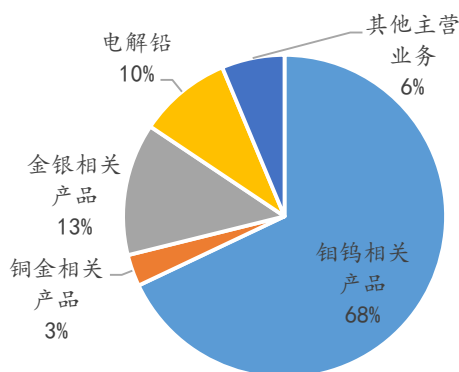
图 44: 归属于母公司所有者的净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

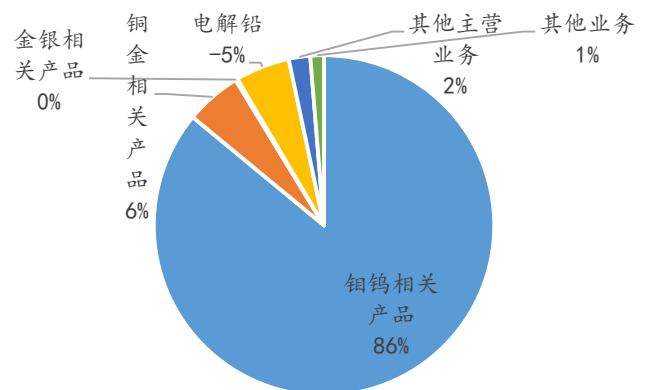
2013 年之前,公司以钨钼业务为主。2013 年钨钼相关产品收入 36.8 亿,占总收入的 68%;钨钼相关产品毛利 17.3 亿,占毛利总额的 86%。

图 45: 2013 年公司营收占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 46: 2013 年公司毛利占比

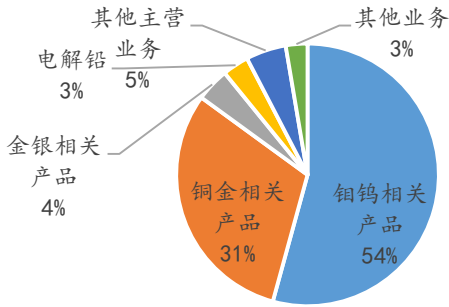


资料来源: Wind, 中原证券

2014 年,公司收购的澳大利亚 Northparks 铜金矿 80%股权并表,钨钼相关产品营收 36.2 亿,占比下降至 54%,毛利 16.6 亿,占比下降至 58%;相应的,铜金相关产品营收和毛利占比分别提升到 31%和 37%,同时海外业务占比也提升到 23%。

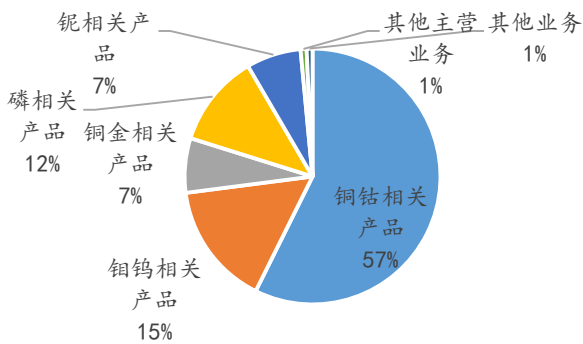
2017 年,随着巴西铌磷矿、刚果(金)铜钴矿收入的并表,公司收入结构继续优化。铜钴相关产品收入跃居第一位,营收实现 138.5 亿,占比 57%;铜钴相关产品毛利实现 55.4 亿,占比 62%。全部海外收入实现 200 亿,占比提升至 83%。

图 47: 2014 年公司营收占比



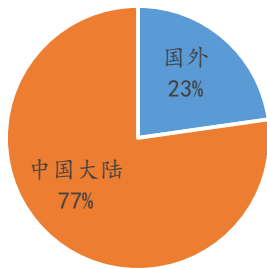
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 49: 2017 年年公司营收占比



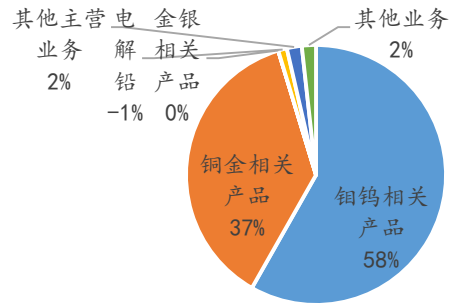
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 51: 2014 年海外收入占比



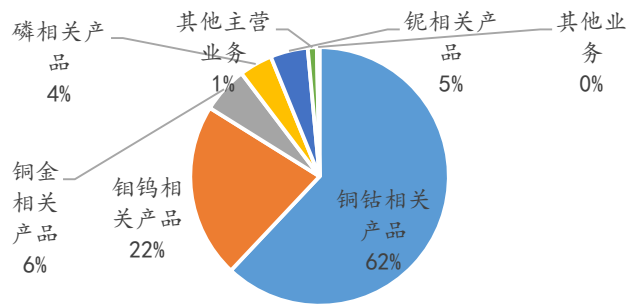
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 48: 2014 年公司毛利占比



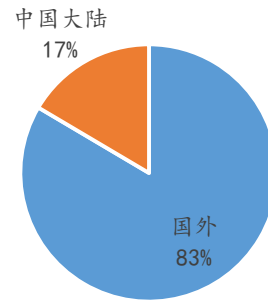
资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 50: 2017 年公司毛利占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

图 52: 2017 年海外收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

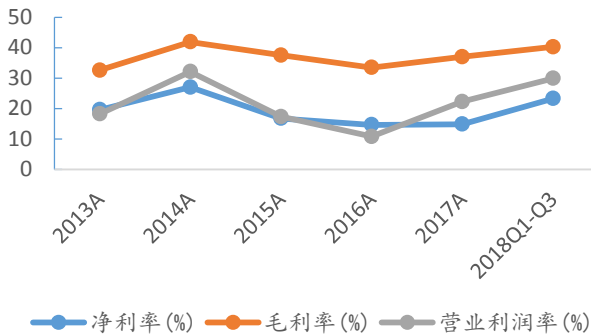
考虑到公司铜、钴、钼、钨、磷等产品的产量相对稳定, 收入变动的主要因素是产品价格的波动, 2018 年公司主要产品铜、钴、钼铁、仲钨酸铵、铌的均价较 2017 年分别上涨 6.3%、16.2%、22.5%、17.9%、5.6%, 预计 2018 年公司收入较 2017 年增长 10%左右。

## 5.2. 公司毛利率保持较高水平

2013 年以来, 公司毛利率稳定保持在 30%以上。2017 年毛利率为 37%, 较 2016 年提高 4.5 个百分点; 2018 年前三季度, 公司毛利率为 40.2%, 同比提升 3.2 个百分点, 主要是因为产品整体价格有所上涨。从分产品来看, 刚果(金)铜钴相关产品毛利率较高, 2017 年为 40%;

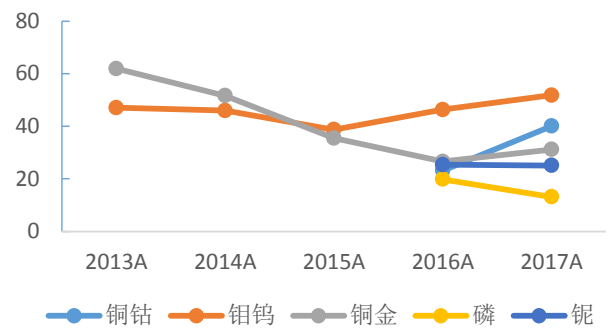
钨钼相关产品的毛利率也一直保持在较高水平，2017 年为 51.8%，较 2016 年提高 5.5 个百分点；受矿山品位下降和铜价下跌的影响，澳洲铜金相关产品的毛利率从 2013 年的 61.9% 下降到 2016 年 26.6% 以来持续下滑，2017 年铜价转暖，毛利率回升至 31.1%。2017 年巴西铌相关产品的毛利率为 25.1%，基本和 2016 年持平；巴西磷相关产品的毛利率为 13.1%，较 2016 年分别下降 6.7 个百分点。考虑公司相关产品的 2018 年的价格较 2017 年均有一定程度的上涨，预计 2018 年公司的毛利率或有小幅上升。

图 53: 2013-2017 年公司毛利及毛利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 公司分产品毛利率 (%)

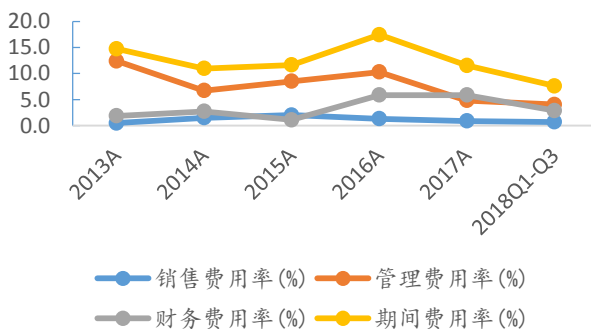


资料来源: Wind, 中原证券

### 5.3. 公司三项费用率明显下降

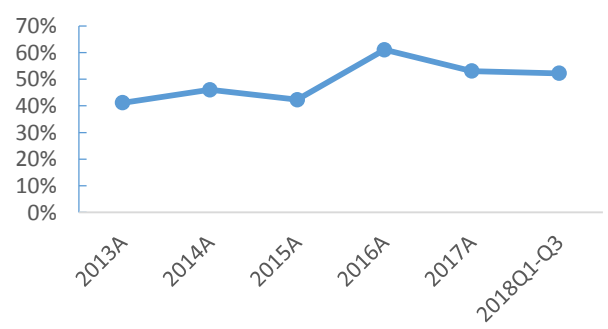
2016 年是公司的并购高峰年，三项费用率冲高至 17.50%，其中销售费用率 1.30%，管理费用率 10.28%，财务费用率 5.87%。2017 年，三项费用率下降至 11.56%，其中销售费用率降至 0.89%，管理费用率降至 4.80%，财务费用率降至 5.87%。2018 年前三季度，三项费用率为 7.61%，同比下降 5.33 个百分点；销售费用率 0.69%，同比下降 0.2 个百分点；管理费用率 4.05%，同比下降 0.25 个百分点；财务管理费率 2.87%，同比下降 5.08 个百分点。可见，2017-2018 年公司的财务费用率降幅较大，这主要因为公司在 2017 年完成 180 亿元的定向增发，并于 2017-2018 年度陆续偿还了部分长期借款，减少了利息支出。同时，公司的资产负债率从 2016 年的 61.04% 下降至 2018 第三季度的 52.22%。

图 55: 公司三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: 公司资产负债率 (%)



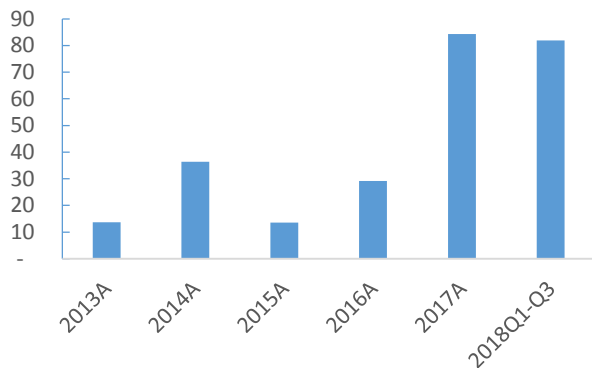
资料来源: Wind, 中原证券



### 5.4. 公司经营现金流良好

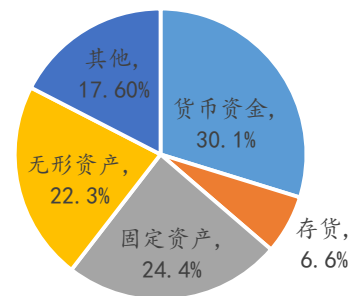
截止到 2018 年三季度末，公司货币资金有 294.07 亿，较 2017 年末增加 28.98 亿，货币资金占总资产的比例为 30.06%。2017 年经营活动现金流净额为 84.29 亿元，较 2016 年增加 55.14 亿，可见刚果(金)的铜钴业务和巴西的钨磷业务为公司带来大量的现金流。2018 年前三季度，公司的经营活动现金流净额为 81.95 亿元。充足的货币资金和良好的经营活动现金流为公司的下一步发展打下良好的基础。

图 57: 公司经营活动现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 58: 2018 年三季度末公司主要资产构成



资料来源: Wind, 中原证券

## 6. 盈利预测及投资建议

公司 2018 年三季报显示，前三季度实现营业收入 200.84 亿元，同比增 13.43%；净利润 41.37 亿元，同比增 155.92%。公司同日公告，拟收购投资基金全资子公司 NSR 持有的 IXM B.V.100%的股权。IXM 从事铜、锌、铅精矿及粗铜、精炼基本金属采购、混合、出口、运输和贸易，产品主要销往亚洲和欧洲。NSR 于 2018 年 5 月以 4.66 亿美元的对价收购 IXM 100%的股权。公司可以充分利用其在秘鲁、墨西哥、纳米比亚、台湾和中国大陆的物流体系，提升公司的贸易和物流水平。目前公司产能稳定，铜价处于区间震荡，钴价有望止跌企稳，钨钼价格坚挺，公司整体盈利能力将继续保持比较稳定的态势。

基于当前的经济环境，我们对公司产品销售和产品价格做如下假设：

表 12: 公司盈利预测的关键假设

产品销量(吨)	2017A	2018E	2019E	2020E
铜(TFM)	214,866	215,000	220,000	23,000
钴(TFM)	15,326	16,000	16,000	16,000
钼	19,252	20,000	20,000	200,000
钨	12,062	12,500	12,500	12,500
钨	8,548	8,500	8,500	8,500
磷	1,137,978	115,000	115,000	115,000
铜(NPM)	35,168	34,000	33,000	32,000
金(NPM,盎司)	28,198	28,000	28,000	28,000

产品价格(元/吨)	2017A(估算)	2018E	2019E	2020E
铜(TFM)	43,500	45,000	45,000	45,000
钴(TFM)	300,000	300,000	300,000	300,000
钼	100,500	120,000	120,000	120,000
钨	120,000	143,000	143,000	143,000
铌	282,500	282,500	282,500	282,500
磷	2,500	2,500	2,500	2,500
铜(NPM)	43,500	45,000	45,000	45,000
金(NPM,元/盎司)	7,200	7,500	7,500	7,500

资料来源：公司年报，中原证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.33 元，按 2018 年 11 月 27 日收盘价 3.85 元计算，对应 PE 分别为 15.3/12.4/11.6 倍。相对于铜板块估值中位数 26 倍，依然处于较低水平，公司估值处于合理区间，具备一定安全边际，首次给予公司“增持”评级。

表 13: 可比公司估值对比

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价 (元)	EPS				每股净资产 (元)	PE				PB
				2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E	
洛阳钼业	216.0	216.0	3.85	0.14	0.25	0.31	0.33	1.91	27.50	15.30	12.42	11.64	2.01
紫金矿业	230.3	226.1	3.34	0.16	0.21	0.25	0.31	1.53	20.88	16.11	13.34	10.73	2.18
江西铜业	34.6	34.6	13.12	0.46	0.80	0.97	1.07	14.25	28.52	16.36	13.48	12.30	0.92
华友钴业	8.3	8.2	32.50	3.20	3.04	3.29	3.82	9.69	10.16	10.69	9.89	8.51	3.35
寒锐钴业	1.9	1.1	75.59	3.91	5.03	6.13	7.83	9.31	19.33	15.03	12.32	9.66	8.12

资料来源：Wind，中原证券，备注：每股净资产为 2018 年三季度数据

## 7. 风险提示

(1.) 宏观经济下行，下游需求不及预期，导致金属价格大幅下跌；(2.) 项目进展不及预期，或遭受自然灾害、罢工等不可抗力事件的影响；(3.) 汇率波动造成汇兑损失；(4.) 相关国家政局不稳定，进出口、税务等政策变动的风险。

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6949.6</b>	<b>24147.6</b>	<b>36221.3</b>	<b>39843.5</b>	<b>43827.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	4,623.8	15,211.9	23,183.6	26,695.1	29,802.9	营业收入增长率	65.6%	247.5%	50.0%	10.0%	10.0%
营业税费	230.3	344.3	1,269.9	1,095.1	1,122.0	营业利润增长率	3.3%	615.8%	41.3%	29.0%	11.7%
销售费用	90.6	214.8	508.5	477.8	510.2	净利润增长率	31.1%	173.3%	99.8%	22.7%	7.1%
管理费用	714.7	1,159.1	2,848.8	3,048.0	2,967.9	EBITDA 增长率	52.7%	392.8%	5.8%	11.9%	4.5%
财务费用	407.7	1,417.0	-199.6	-957.8	-1,503.3	EBIT 增长率	49.8%	486.6%	8.8%	19.5%	6.9%
资产减值损失	351.9	56.6	213.0	207.1	158.9	NOPLAT 增长率	24.6%	357.4%	22.2%	19.5%	6.9%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>46.4</b>	<b>-471.8</b>	<b>-932.2</b>	<b>383.1</b>	<b>55.3</b>	投资资本增长率	269.4%	-8.0%	31.5%	-33.2%	18.6%
投资和汇兑收益	174.2	108.7	133.2	138.7	126.8	净资产增长率	92.7%	33.7%	48.5%	10.1%	9.9%
<b>营业利润</b>	<b>751.2</b>	<b>5,377.1</b>	<b>7,598.2</b>	<b>9,799.9</b>	<b>10,951.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	439.0	4.7	133.1	192.3	110.0	毛利率	33.5%	37.0%	36.0%	33.0%	32.0%
<b>利润总额</b>	<b>1,190.1</b>	<b>5,381.8</b>	<b>7,731.3</b>	<b>9,992.2</b>	<b>11,061.3</b>	营业利润率	10.8%	22.3%	21.0%	24.6%	25.0%
减: 所得税	170.9	1,786.2	1,932.8	2,498.0	2,765.3	净利润率	14.4%	11.3%	15.1%	16.8%	16.4%
<b>净利润</b>	<b>998.0</b>	<b>2727.8</b>	<b>5451.4</b>	<b>6689.7</b>	<b>7166.2</b>	EBITDA/营业收入	33.4%	47.3%	33.4%	34.0%	32.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	16.7%	28.2%	20.4%	22.2%	21.6%
货币资金	9,970.2	26,508.8	16,598.0	34,748.4	36,899.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	55.6	-	20.1	25.2	15.1	固定资产周转天数	823	384	226	177	136
应收帐款	2,608.8	2,934.6	10,947.8	3,828.7	10,542.3	<b>流动营业资本周转天数</b>	70	45	112	111	106
应收票据	950.9	1,750.7	7,362.0	433.0	7,735.1	流动资产周转天数	920	439	451	475	508
预付帐款	295.6	110.6	2,441.4	1,111.5	1,074.6	应收帐款周转天数	90	41	69	67	59
存货	5,082.8	5,705.5	12,281.5	11,854.9	11,880.1	存货周转天数	147	80	89	109	97
其他流动资产	839.1	2,038.7	1,968.1	1,615.3	1,874.0	总资产周转天数	3,083	1,386	1,009	945	899
可供出售金融资产	3,000.6	3,246.9	2,873.6	3,040.4	3,053.6	投资资本周转天数	1,418	616	456	393	312
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	1,191.5	1,136.4	1,136.4	1,136.4	1,136.4	ROE	5.3%	7.1%	9.1%	10.1%	9.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.2%	3.7%	5.5%	7.2%	7.2%
固定资产	27,272.9	24,234.9	21,154.1	18,073.4	14,992.6	ROIC	8.5%	10.5%	14.0%	12.7%	20.4%
在建工程	695.4	950.1	950.1	950.1	950.1	<b>费用率</b>					
无形资产	24,501.3	21,536.2	19,925.6	18,315.0	16,704.5	销售费用率	1.3%	0.9%	1.4%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	11,682.2	7,684.0	7,523.4	8,844.1	7,986.3	管理费用率	10.3%	4.8%	7.9%	7.6%	6.8%
<b>资产总额</b>	<b>88,146.8</b>	<b>97,837.2</b>	<b>105,182.1</b>	<b>103,976.3</b>	<b>114,843.9</b>	财务费用率	5.9%	5.9%	-0.6%	-2.4%	-3.4%
短期债务	4,372.4	1,478.1	-	-	-	三费/营业收入	17.5%	11.6%	8.7%	6.4%	4.5%
应付帐款	2,158.3	1,581.3	7,298.9	3,308.4	6,886.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	660.0	24.0	5,503.7	2,649.1	2,137.9	资产负债率	61.0%	53.1%	35.2%	27.8%	28.2%
其他流动负债	8,791.0	10,419.8	8,323.2	9,002.6	9,529.0	负债权益比	156.7%	113.1%	54.2%	38.5%	39.2%
长期借款	23,376.9	22,033.9	4,799.2	-	-	流动比率	1.24	2.89	2.44	3.58	3.77
其他非流动负债	14,451.4	16,391.1	11,065.3	13,969.2	13,808.5	速动比率	0.92	2.47	1.86	2.79	3.13
<b>负债总额</b>	<b>53,809.9</b>	<b>51,928.1</b>	<b>36,990.2</b>	<b>28,929.4</b>	<b>32,361.7</b>	利息保障倍数	2.84	4.80	-37.07	-9.23	-6.29
<b>少数股东权益</b>	<b>15,598.9</b>	<b>7,752.0</b>	<b>8,081.7</b>	<b>8,872.7</b>	<b>9,977.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	3,377.4	4,319.8	21,599.2	21,599.2	21,599.2	DPS(元)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04
留存收益	15,069.2	34,068.4	38,510.9	44,575.0	50,905.5	分红比率	11.8%	12.0%	11.7%	11.8%	11.8%
<b>股东权益</b>	<b>34,336.9</b>	<b>45,909.1</b>	<b>68,191.9</b>	<b>75,047.0</b>	<b>82,482.1</b>	股息收益率	0.1%	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	1,019.2	3,595.6	5,451.4	6,689.7	7,166.2	EPS(元)	0.05	0.13	0.25	0.31	0.33
加: 折旧和摊销	1,172.3	4,646.0	4,691.4	4,691.4	4,691.4	BVPS(元)	0.87	1.77	2.78	3.06	3.36
资产减值准备	351.9	56.6	-	-	-	PE(X)	83.3	30.5	15.3	12.4	11.6
公允价值变动损失	-46.4	471.8	-932.2	383.1	55.3	PB(X)	4.4	2.2	1.4	1.3	1.1
财务费用	809.5	1,647.8	-199.6	-957.8	-1,503.3	P/FCF	-11.2	20.0	-3.1	4.3	81.0
投资收益	-174.2	-108.7	-133.2	-138.7	-126.8	P/S	12.0	3.4	2.3	2.1	1.9
少数股东损益	21.2	867.8	347.1	804.4	1,129.8	EV/EBITDA	16.1	1.6	6.2	3.8	3.7
营运资金的变动	9,090.8	1,491.8	-16,067.5	10,931.2	-10,362.7	CAGR(%)	94.5%	32.1%	102.0%	94.5%	32.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,914.8</b>	<b>8,428.8</b>	<b>-6,842.6</b>	<b>22,403.3</b>	<b>1,049.9</b>	PEG	0.9	0.9	0.1	0.1	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-27,648.0</b>	<b>-4,109.2</b>	<b>466.2</b>	<b>-38.3</b>	<b>133.8</b>	ROIC/WACC	0.9	1.1	1.4	1.3	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>23,990.7</b>	<b>7,372.0</b>	<b>-3,534.4</b>	<b>-4,214.6</b>	<b>967.0</b>	REP	1.0	0.4	1.0	1.1	0.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。