

业绩略低于预期, 期待未来发挥多业务协同效应

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入334亿元, 同比增长66.4%; 实现归母净利润12.4亿元, 同比减少79%; 实现扣除非经常性损益后的归母净利润8.7亿元, 同比减少106%, 经营活动产生的现金流量净额为14亿元。
- **业绩略低于预期, Q3扣非后归母净利润大幅下降。** 公司Q3单季度的营业收入为234亿元, 环比增加179亿元, 主要是由于公司于2019年7月24日完成了对全球第三大贸易商IXM的并购, 增加大宗商品金属贸易业务所导致, Q3单季度的归母净利润为4.4亿元, Q3单季度扣非后的归母净利润为1.7亿元, 环比减少3.77亿元, Q3单季度的毛利率为5.5%, 环比下降了22个百分点。
- **产品销量下降对公司业绩产生不利影响。** 公司的主要产品钼、钨、铌、磷肥(高浓度+低浓度)、铜(TFM)、钴、铜(NPM80%权益)、黄金产销量同比分别-7%/-15%、-6%/4%、-6%/-18%、-2%/3%、4%/-13%、-9%/-22%、-13%/-20%、-24%/-28%, 公司主营的铜、钴等产品销量同比降幅都超过20%以上, 对公司利润产生不利影响; 环比来看, 铜产品的销量下降较多, 同时Q3季度LME铜价环比下跌5%, 但考虑到钼金属价格环比上涨9%左右, 所以产品量、价变化对公司利润影响有限; 公司Q3单季度的税金及三费环比增加1个亿, 综合来看我们认为是公司内部成本调节等其他因素所导致Q3的扣非净利润大幅下降。
- **扩展产业链布局, 巩固优势资产掌控力。** 2019年7月公司完成了对全球第三大金属贸易商IXM100%股权的收购, 将有利于公司把握产业内部的供需关系, 实现产业链延伸、产生协同效应; 2019年9月, 公司完成了对TFM项目24%少数股权的收购, 增强了TFM项目的控制能力和话语权; 2019年9月公司以32.68亿元人民币成功竞买仲钨酸钠2.83万吨, 实现对钨原料产品“商业收储”的同时, 相当于新增公司的钨资源储备。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司拥有全球多个优质资产, 我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为404亿元、421亿元和426亿元, 归母净利润分别为16.4亿元、20亿元和24亿元, 对应PE分别为45倍、37倍和31倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 钴、钨、铜价格大幅波动风险、新能源汽车销量不及预期风险、海外资产运营风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25962.86	40355.00	42084.00	42644.00
增长率	7.52%	55.43%	4.28%	1.33%
归属母公司净利润(百万元)	4635.58	1635.97	2001.83	2391.42
增长率	69.94%	-64.71%	22.36%	19.46%
每股收益EPS(元)	0.21	0.08	0.09	0.11
净资产收益率ROE	10.38%	2.39%	2.94%	3.56%
PE	16	45	37	31
PB	1.81	1.24	1.21	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦
执业证号: S1250519060005
电话: 010-58251916
邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-58251918
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)	3.39-5.15
总市值(亿元)	743.01
总资产(亿元)	1,225.54
每股净资产(元)	1.86

相关研究

1. 洛阳钼业(603993): 业绩符合预期, 国际矿业巨头未来持续受益海外资产的协同运营 (2019-03-30)
2. 洛阳钼业(603993): 多品种金属齐发力助公司业绩高增长 (2018-10-30)

盈利预测

考虑到 2019 年前三季度海外 MB 钴价同比下降 59%、LME 铜价格同比分别下降 9%，我们下调对公司的盈利预测。

关键假设：

假设 1：公司 2019-2021 年钼金属产量为 1.5 万吨、1.5 万吨、1.5 万吨，钨金属产量分别为 1 万吨、1 万吨、1 万吨。

假设 2：公司 2019-2021 年 NPM 铜金项目中，铜金属产量分别为 3 万吨、3.2 万吨、3.2 万吨，金产量分别为 22000 盎司、25000 盎司、28000 盎司。

假设 3：公司 2019-2021 年 TFM 铜钴项目中，铜金属产量分别为 18 万吨、18 万吨、18 万吨，钴金属产量分别为 1.6 万吨、1.7 万吨、1.8 万吨。

假设 4：公司 2019-2021 年钼磷项目中，钼金属产量分别为 8500 吨、8500 吨、8500 吨，磷肥产量分别为 110 万吨、115 万吨、115 万吨。

假设 5：贸易业务为公司并购 IXM 后新增项，由于对净利润产生影响较小，同时缺少相关数据支持，我们假设公司 2019-2021 年贸易业务为一个固定值。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
铜钴相关产品	收入	14,373.80	9027.0	10243.0	10639.0
	增速	3.82%	-37.20%	13.47%	3.87%
	毛利率	36.2%	8.0%	15.0%	20.0%
钼钨相关产品	收入	4,749.13	4252.0	4358.0	4345.0
	增速	25.90%	-10.5%	2.5%	-0.3%
	毛利率	60.2%	58.0%	58.0%	58.0%
钼磷相关产品	收入	4,976.72	4850.0	5060.0	5175.0
	增速	75.60%	-2.5%	4.3%	2.3%
	毛利率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
铜金先相关产品	收入	1,458.26	1446.0	1643.0	1705.0
	增速	12.36%	-0.8%	13.6%	3.8%
	毛利率	29.3%	20.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务	收入	228.00	600.0	600.0	600.0
	增速	11.89%	163.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	62.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	176.94	180.0	180.0	180.0
	增速	17.55%	1.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	4.2%	15.0%	15.0%	15.0%
贸易	收入	-	20000.0	20000.0	20000.0

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	-	-	0.0%	0.0%
	毛利率	-	1.0%	1.0%	1.0%
合计	收入	25962.9	40355.0	42084.0	42644.0
	增速	7.5%	55.4%	4.3%	1.3%
	毛利率	37.7%	12.1%	13.9%	15.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25962.86	40355.00	42084.00	42644.00	净利润	5150.04	1635.97	2063.74	2571.42
营业成本	16180.25	35474.98	36240.51	36177.85	折旧与摊销	3961.41	3853.98	3853.98	3853.98
营业税金及附加	1018.79	928.17	967.93	980.81	财务费用	643.05	1155.41	1024.19	997.50
销售费用	96.82	80.71	84.17	85.29	资产减值损失	66.58	30.00	0.00	0.00
管理费用	933.35	1210.65	1220.44	1236.68	经营营运资本变动	1236.43	-3353.60	-103.27	-96.54
财务费用	643.05	1155.41	1024.19	997.50	其他	-1622.98	-583.39	-4.37	2.75
资产减值损失	66.58	30.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	9434.53	2738.37	6834.28	7329.10
投资收益	202.27	140.00	0.00	0.00	资本支出	1166.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	122.41	410.00	0.00	0.00	其他	-3563.39	550.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2397.19	550.00	0.00	0.00
营业利润	7057.98	2025.08	2546.76	3165.88	短期借款	3110.02	-4588.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-68.13	-30.00	-30.00	-30.00	长期借款	-1837.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	6989.86	1995.08	2516.76	3135.88	股权融资	17279.39	0.00	0.00	0.00
所得税	1839.82	359.11	453.02	564.46	支付股利	-1641.54	-927.12	-327.19	-400.37
净利润	5150.04	1635.97	2063.74	2571.42	其他	-20757.29	13990.43	-1024.19	-997.50
少数股东损益	514.46	0.00	61.91	180.00	筹资活动现金流净额	-3846.45	8475.16	-1351.39	-1397.86
归属母公司股东净利润	4635.58	1635.97	2001.83	2391.42	现金流量净额	3459.28	11763.53	5482.89	5931.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	26647.64	38411.18	43894.07	49825.31	成长能力				
应收和预付款项	4224.03	8893.69	8290.83	8495.60	销售收入增长率	7.52%	55.43%	4.28%	1.33%
存货	6615.91	14520.32	14838.17	14809.76	营业利润增长率	31.26%	-71.31%	25.76%	24.31%
其他流动资产	1676.79	2606.30	2717.96	2754.13	净利润增长率	43.23%	-68.23%	26.15%	24.60%
长期股权投资	2522.87	2522.87	2522.87	2522.87	EBITDA 增长率	1.94%	-39.68%	5.55%	7.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	25514.34	24047.49	22580.64	21113.79	毛利率	37.68%	12.09%	13.89%	15.16%
无形资产和开发支出	21605.94	19231.72	16857.49	14483.27	三费率	6.44%	6.06%	5.53%	5.44%
其他非流动资产	12408.59	12395.69	12382.78	12369.88	净利率	19.84%	4.05%	4.90%	6.03%
资产总计	101216.12	122629.24	124084.81	126374.60	ROE	10.38%	2.39%	2.94%	3.56%
短期借款	4588.15	0.00	0.00	0.00	ROA	5.09%	1.33%	1.66%	2.03%
应付和预收款项	2775.62	6748.09	6211.19	6350.88	ROIC	13.93%	6.37%	7.39%	9.48%
长期借款	20196.85	20196.85	20196.85	20196.85	EBITDA/销售收入	44.92%	17.43%	17.64%	18.80%
其他负债	24057.56	27301.83	27557.74	27536.80	营运能力				
负债合计	51618.18	54246.77	53965.79	54084.53	总资产周转率	0.26	0.36	0.34	0.34
股本	21599.24	21599.24	21599.24	21599.24	固定资产周转率	1.09	1.76	1.96	2.14
资本公积	27582.79	27582.79	27582.79	27582.79	应收账款周转率	13.74	14.63	11.36	11.96
留存收益	9842.52	10551.37	12226.01	14217.06	存货周转率	2.62	3.35	2.47	2.44
归属母公司股东权益	40948.87	59733.40	61408.04	63399.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.64%	—	—	—
少数股东权益	8649.06	8649.06	8710.97	8890.97	资本结构				
股东权益合计	49597.94	68382.47	70119.02	72290.07	资产负债率	51.00%	44.24%	43.49%	42.80%
负债和股东权益合计	101216.12	122629.24	124084.81	126374.60	带息债务/总负债	51.89%	40.92%	41.13%	41.04%
					流动比率	2.45	3.46	3.81	4.11
					速动比率	2.04	2.68	3.00	3.31
					股利支付率	35.41%	56.67%	16.34%	16.74%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.08	0.09	0.11
					每股净资产	1.90	2.77	2.84	2.94
					每股经营现金	0.44	0.13	0.32	0.34
					每股股利	0.08	0.04	0.02	0.02
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	11662.44	7034.47	7424.93	8017.35					
PE	16.03	45.42	37.12	31.07					
PB	1.81	1.24	1.21	1.17					
PS	2.86	1.84	1.77	1.74					
EV/EBITDA	5.58	6.51	5.43	4.29					
股息率	2.21%	1.25%	0.44%	0.54%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn