

# 洛阳钼业 (603993.SH)

## 公司快报

有色金属 | 稀有金属 III

投资评级

**增持-A(首次)**

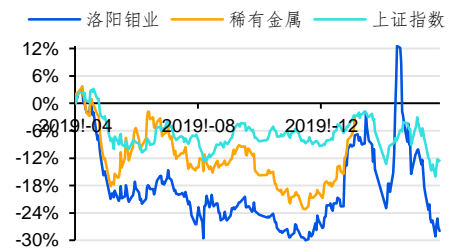
股价(2020-03-27)

3.47 元

### 交易数据

总市值(百万元)	74,949.36
流通市值(百万元)	61,300.23
总股本(百万股)	21,599.24
流通股本(百万股)	17,665.77
12个月价格区间	3.36/5.52 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.02	-12.11	-10.63
绝对收益	-20.78	-19.86	-20.94

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号: S0910518030001  
 yanglihong@huajinsec.cn

### 相关报告

## 铜钴板块拖累业绩,静待行业复苏

### 投资要点

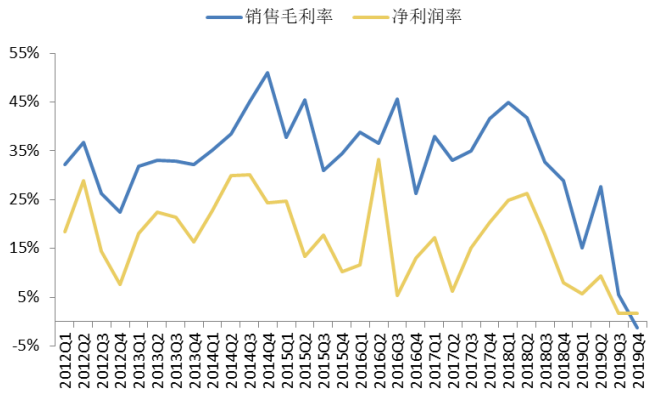
- ◆ **2019 年实现净利润 17.66 亿元, 同比下降 65.71%:** 2019 年公司实现收入 687 亿元, 同比增长 164.52%, 其中埃珂森 7 月并表贡献收入 492 亿元, 占比 71.62%; 实现归母净利润 18.57 亿元, 同比下降 59.94%; 毛利率 4.47%, 同比下降 33.21 个百分点; 净利率为 2.57%, 同比下降 17.26 个百分点; EPS 为 0.08 元。
- ◆ **2019 年营收增长主要来自埃珂森, 铜钴低迷拖累业绩:** 2019 年矿产贸易业务中, 矿物金属和精炼金属板块营收为 138.06 亿元和 353.70 亿元, 占比 20.1%和 51.5%, 毛利率-11.1%和 0.2%, 贸易业务的低毛利率拉低公司整体毛利率。钨短期内存在下游消费结构升级的需求, 公司钨磷板块增长稳定。公司传统矿业板块业绩下滑主要系产品量价同步下跌: 价格方面 2019 年黑钨精矿同比下跌 17%, APT 下跌 19.4%, 钴下跌 56.13%; 销量方面, 钨、钨和钴销量同比分别下降 17.89%、17.65% 和 21.97%。分板块来看, 钨钨板块营收同比减少 5.13%, 铜金板块同比减少 9.31%, 铜钴板块同比减少 42.03%。
- ◆ **2019Q4 行情低迷, 净利润率 1.67%创新低:** 2019 年 Q4 公司实现收入 352.68 亿元, 环比增长 50.52%, 同比增长 499.88%, 收入大幅增长主要来自 7 月并表的埃珂森; 营业成本 367.61 亿元, 环比增长 59.15%, 同比增长 640.63%; 净利润 5.88 亿元, 净利润率 1.67%, 环比减少 0.06 个百分点, 同比减少 6.36 个百分点; 归母净利润 6.13 亿元, 环比增长 40.52%, 同比增长 22.88%; Q4 单季 EPS 为 0.0284 元。
- ◆ **充分挖掘资产组合潜力, 具备内生增长机会:** 公司矿产资源优质, 2019 年公司铜产量占全球 0.88%, 钴产量占全球 11.8%, 钨金属占中国市场 14.9%; 公司在建项目包括新疆钨矿项目等, 2020 年及以后共计计划投资 33.30 亿元, 2019 年公司新投资参股了印尼镍钴矿湿法冶炼项目, 预计该项目未来建成后公司每年将会获得至少 1.5 万吨镍金属含量产品。短期来看铜、钴均处于低谷, 近半年专项债发行加速和降准等政策出台有望推动铜行业中短期走出低谷; 疫情带来的钴供给收紧, 叠加来自 5G 消费电子对钴的需求短期有望推动钴价企稳, 长期钴金属市场存在来自新能源汽车需求带来的投资机会。我们预计 2020 年公司毛利率小幅提升至 7.6%, 其中 50%来自钨钨板块, 25%来自钨磷板块, 14%来自铜钴短期企稳回暖的贡献。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.08、0.08 和 0.08 元, 对应净资产收益率为 3.90%、3.82%和 3.80%, 从公司业务布局合理多样, 收购埃珂森布局上下游产业链; 行业格局来看, 公司做为行业龙头, 业务全球布局, 当前仍在不断优化和发展, 综合考虑给予公司增持-A 投资评级。
- ◆ **风险提示:** 经济增长低于预期; 铜钴价格继续走低; 需求端动力不足; 监管趋严矿山开采成本增加; 矿产品位降低生产成本提高; 重大安全事故; 项目建设不达预期

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,963	68,677	74,903	78,641	84,939
YoY(%)	7.5	164.5	9.1	5.0	8.0
净利润(百万元)	4,636	1,857	1,820	1,804	1,807
YoY(%)	69.9	-59.9	-2.0	-0.9	0.2
毛利率(%)	37.7	4.5	7.6	6.8	8.9
EPS(摊薄/元)	0.21	0.09	0.08	0.08	0.08
ROE(%)	10.4	3.6	3.9	3.8	3.8
P/E(倍)	16.2	40.4	41.2	41.6	41.5
P/B(倍)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
净利率(%)	17.9	2.7	2.4	2.3	2.1

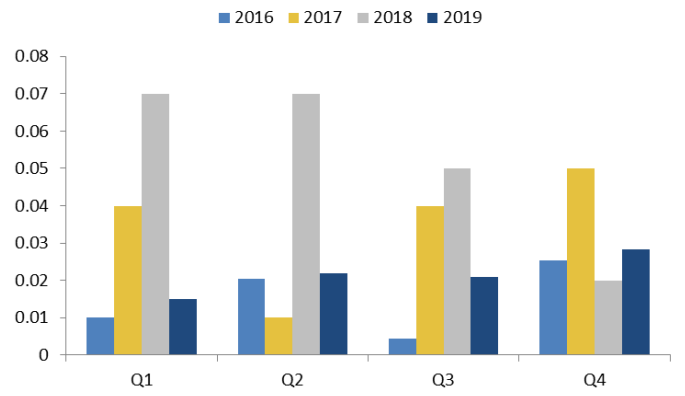
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2012-2019 年公司分季度毛利率和利润率 单位：%



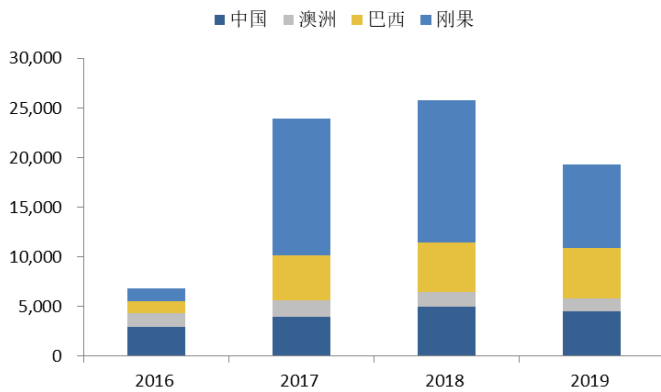
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2019 年单季度 EPS 单位：元



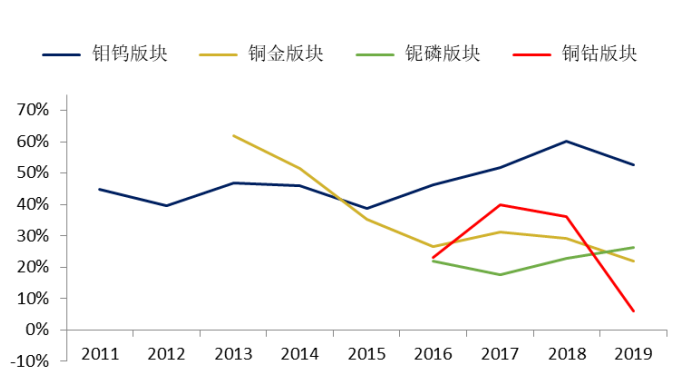
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2016-2019 年公司分地区收入结构 单位：万元



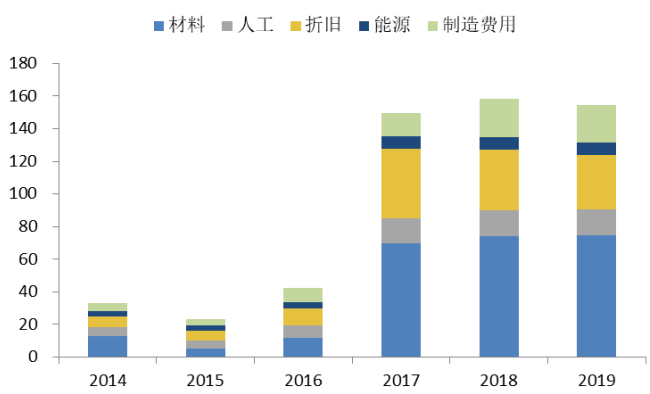
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2011-2019 年公司矿业业务各板块毛利率变化 单位：%



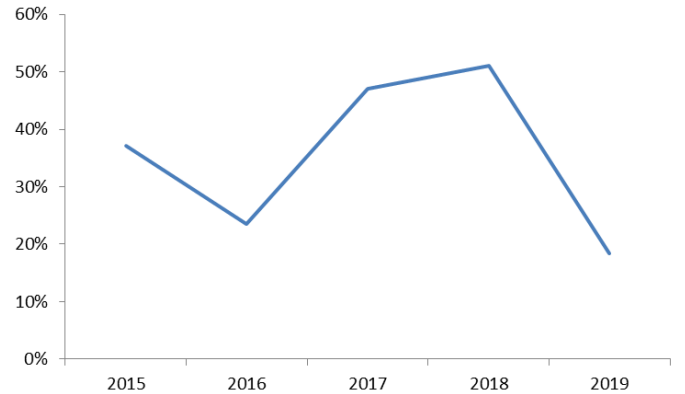
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2014-2019 年公司成本构成 单位：亿元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：2015-2019 年公司前 5 大客户占销售额比例 单位：%



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1: 公司主要产品分季度产量 单位: 万吨、万盎司

单季度销量	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	QoQ
钼	0.46	0.34	0.38	0.36	0.36	0.37	0.36	0.41	13.27%
钨	0.26	0.31	0.30	0.31	0.26	0.26	0.30	0.26	-12.16%
铜—NPM	0.87	0.80	0.75	-2.42	0.70	0.70	0.72	0.80	11.76%
金—NPM (万盎司)	0.75	0.64	0.54	0.60	0.50	0.48	0.49	0.54	11.39%
铜—Tenke	3.95	4.48	4.20	4.21	4.05	4.80	4.26	2.80	-34.33%
钴—Tenke	0.48	0.42	0.48	0.49	0.48	0.38	0.40	0.25	-36.98%
磷肥	27.19	27.00	28.35	29.10	26.60	26.07	28.12	24.33	-13.49%
铌	0.23	0.22	0.23	0.21	0.17	0.25	0.22	0.10	-52.64%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 2: 公司分板块收入、成本与毛利 单位: 百万元

钼钨	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YoY
收入	3,746.0	3,677.2	3,615.1	2,421.1	2,815.7	3,772.3	4,749.1	4,505.5	-5.13%
成本	1,902.6	1,803.7	1,726.7	1,377.8	1,357.9	1,819.4	1,888.8	2,127.8	12.65%
毛利	1,843.4	1,873.6	1,888.4	1,043.3	1,457.7	1,952.9	2,860.3	2,377.6	-16.87%
毛利率	49.21%	50.95%	52.24%	43.09%	51.77%	51.77%	60.23%	52.77%	-7.45 pct
铜金	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YoY
收入	965.5	893.7	2,356.8	1,479.0	1,381.2	1,663.8	1,458.3	1,322.5	-9.31%
成本	714.9	644.0	1,327.6	972.5	1,011.7	1,145.8	1,030.9	1,031.0	0.01%
毛利	250.6	249.7	1,029.3	506.6	369.5	518.1	427.4	291.6	-31.78%
毛利率	25.95%	27.94%	43.67%	34.25%	26.75%	31.14%	29.31%	22.05%	-7.26pct
铌磷	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YoY
收入	-	-	-	-	1,143.0	4,504.3	4,976.7	5,099.2	2.46%
成本	-	-	-	-	833.7	3,713.6	3,832.2	3,757.1	-1.96%
毛利	-	-	-	-	309.2	790.7	1,144.5	1,342.1	17.26%
毛利率	-	-	-	-	27.06%	17.55%	23.00%	26.32%	3.32 pct
铜钴	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YoY
收入	-	-	-	-	1,296.1	13,844.6	14,373.8	8,331.9	-42.03%
成本	-	-	-	-	1,030.1	8,302.2	9,172.2	7,818.1	-14.76%
毛利	-	-	-	-	266.1	5,542.5	5,201.6	513.8	-90.12%
毛利率	-	-	-	-	20.53%	40.03%	36.19%	6.17%	-30.02 pct
贸易	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YoY
收入	-	-	-	-	-	-	-	49,176.9	-
成本	-	-	-	-	-	-	-	50,654.9	-
毛利	-	-	-	-	-	-	-	-1,478.1	-
毛利率	-	-	-	-	-	-	-	-3.01%	-

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	39164	54178	66723	63725	60756	<b>营业收入</b>	25963	68677	74903	78641	84939
现金	26648	15648	39367	23042	30938	营业成本	16180	65606	69206	73300	77401
应收票据及应收账款	3259	1570	3697	1832	4140	营业税金及附加	1019	813	4344	4561	4926
预付账款	151	1065	261	1132	373	营业费用	97	91	187	236	255
存货	6616	20731	8117	22437	9826	管理费用	933	1234	1386	1494	1529
其他流动资产	2491	15164	15281	15281	15479	研发费用	254	268	257	337	455
<b>非流动资产</b>	62052	62685	64232	65174	62972	财务费用	643	1251	-2018	-2746	-762
长期投资	2523	1033	-424	-1876	-3325	资产减值损失	67	-38	0	0	0
固定资产	23621	24440	24305	23708	23290	公允价值变动收益	122	2704	600	739	1041
无形资产	20931	20447	22922	25935	25589	投资净收益	202	195	170	169	184
其他非流动资产	14977	16765	17430	17407	17418	<b>营业利润</b>	7058	2222	2311	2367	2360
<b>资产总计</b>	101216	116862	130955	128899	123727	营业外收入	3	170	170	95	110
<b>流动负债</b>	15979	34575	33842	35499	34214	营业外支出	71	34	42	45	48
短期借款	4588	18589	18589	18614	18589	<b>利润总额</b>	6990	2358	2439	2417	2422
应付票据及应付账款	1148	2178	1331	2385	1539	所得税	1840	593	439	435	436
其他流动负债	10243	13809	13922	14500	14087	<b>税后利润</b>	5150	1766	2000	1982	1986
<b>非流动负债</b>	<b>35639</b>	<b>32791</b>	<b>28524</b>	<b>24254</b>	<b>19974</b>	少数股东损益	514	-91	180	178	179
长期借款	22197	21372	17105	12834	8554	<b>归属母公司净利润</b>	4636	1857	1820	1804	1807
其他非流动负债	13443	11419	11419	11419	11419	EBITDA	11895	8051	5872	5825	5922
<b>负债合计</b>	51618	67367	62366	59753	54188						
少数股东权益	8649	8693	8873	9051	9230	<b>主要财务比率</b>					
股本	4320	4320	21599	21599	21599	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	27583	27583	27583	27583	27583	<b>成长能力</b>					
留存收益	9843	9368	11148	12915	14692	营业收入(%)	7.5	164.5	9.1	5.0	8.0
归属母公司股东权益	40949	40803	59717	60095	60309	营业利润(%)	31.3	-68.5	4.0	2.4	-0.3
<b>负债和股东权益</b>	101216	116862	130955	128899	123727	归属于母公司净利润(%)	69.9	-59.9	-2.0	-0.9	0.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	37.7	4.5	7.6	6.8	8.9
						净利率(%)	17.9	2.7	2.4	2.3	2.1
						ROE(%)	10.4	3.6	3.9	3.8	3.8
						ROIC(%)	7.9	3.9	3.3	3.2	3.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	51.0	57.6	47.6	46.4	43.8
						流动比率	2.5	1.6	2.0	1.8	1.8
						速动比率	1.9	0.8	1.5	1.0	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	7.3	28.4	28.4	28.4	28.4
						应付账款周转率	15.1	39.5	39.5	39.5	39.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.2	40.4	41.2	41.6	41.5
						P/B	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
						EV/EBITDA	7.6	13.0	13.2	15.4	13.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn