

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

行业寒冬苦练内功, 提升外延和内生能力

——洛阳钼业(603993)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2020-03-30)

发布日期: 2020年03月31日

收盘价(元)	3.43
一年内最高/最低(元)	5.52/3.36
沪深300指数	3674.11
市净率(倍)	1.82
流通市值(亿元)	605.94

事件: 近期公司发布2019年度报告。

基础数据(2019-12-31)

每股净资产(元)	1.89
每股经营现金流(元)	0.08
毛利率(%)	4.47
净资产收益率-摊薄(%)	4.55
资产负债率(%)	57.65
总股本/流通股(万股)	2159924.06/1766577.26
B股/H股(万股)	0/393346.8

投资要点:

- **IXM集团并表带来营收增长, 金属价格下跌侵蚀利润。**2019年公司实现营业收入总收入686.77亿元, 同比增长164.52%; 实现归属于上市公司股东净利润18.57亿元, 同比下降59.94%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7.47亿元, 同比下降83.63%。基本每股收益0.09元。经营活动现金流净额为17.05亿元。公司营收增长主要是因为公司成功并购全球第三大基本金属贸易商IXM集团, 并表后增加353.7亿元营收, 占总营收比例为51.5%。公司盈利大幅下降的主要原因是公司主要产品铜、钴、钨的市场价格在2019年出现较大幅度下降。

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

- 1 《洛阳钼业(603993)公司点评报告: 公司业绩预减, 继续布局钴镍资源》 2020-02-07
- 2 《洛阳钼业(603993)季报点评: 金属价格低迷拖累业绩, 公司继续趁低储备资源》 2019-10-31
- 3 《洛阳钼业(603993)年报点评: 业绩符合预期, 国际竞争力提高》 2019-04-01

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

- **公司多数金属产销量出现不同程度下降。**2019年公司刚果(金)TFM铜钴矿实现铜金属产量177,956吨(+5.73%)、销量159,116吨(-7.47%); 钴金属产量16,098吨(-14.13%)、销量15,130吨(-21.97%)。国内钼钨矿实现钼金属产量14,918吨(-3.01%)、销量14,969吨(-17.89%), 钨金属产量10,722吨(-8.34%)、销量10,743吨(-3.73%)。巴西铌磷矿实现铌金属产量7,489吨(-16.39%)、销量7,453吨(-17.64%), 磷产量1,097,623吨(-1.68%)、销量1,051,120吨(+2.76%)。澳大利亚铜金矿实现铜金属产量28,591吨(-10.46%)、销量吨(-7.8%), 黄金产量19,781盎司(-21.89%)、销量20,095盎司(-19.22%)。

- **铜钴、钼钨业务毛利率降幅较大。**2019年公司刚果(金)铜钴业务板块实现收入83.32亿元, 同比下降42.03%; 毛利率仅为6.17%, 较2018年下降30个百分点。国内钼业业务板块实现收入45.05亿元, 同比下降5.14%, 毛利率从2018年的60.23%降至2019年的50.77%。

- **公司实施精细化管理激发内生性增长潜力。**公司通过实施精细化管理, 2019年同口径现金成本同比削减14.69亿元。其中包括: TFM在中国管理团队接管后, 生产运营现金成本同比降低超过1.3亿美元, 酸溶铜回收率提升2.6个百分点; 中国钼钨业务矿山首次投用40台纯电动矿用卡车, 与同等功率柴油运输车相比能耗及维修费用降低50%以上。总部通过业务体系重建和管理架构优化实现管理费用削减3,390万元、节约税费14,721万元。以上降本增效措施将对公司未来运营产生积极影响, 带动公司运营持续改善。

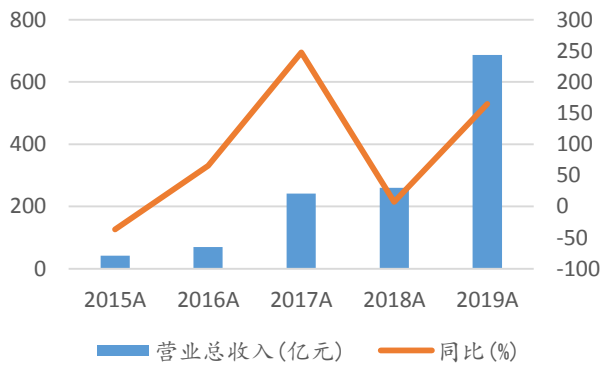
- **IMX 贸易业务具备供应链优势, 高效融合现有业务。**公司收购 IXM 金属贸易集团后, 对现有销售业务进行整合, 深度利用 IXM 的全球销售网络及物流仓储体系的优势, 实现原有销售业务的增值。同时, IXM 通过更高效的运营体系和物流优势, 显著降低运营成本。
- **有色金属行业或否极泰来。**2019 年受全球经济增长放缓影响, 工业和新能源材料金属价格均出现较大幅度的下跌。2020 年初以来, 受到全球疫情的影响, 价格出现加速下跌的态势, 许多有色金属的价格已经处于最近 10 年的历史低位。虽然短期的需求受到压制, 但如果疫情情势放缓, 甚至病毒疫苗研制成功, 全球需求将迎来大规模反弹。中长期有色金属价格中枢或将抬升。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2020-2022 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.14 元、0.20 元和 0.27 元, 按 3 月 30 日收盘价 3.43 元计算, 2020-2022 年对应的 PE 分别为 24.8 倍、17.1 倍和 12.6 倍。公司是国内实力领先的矿业公司, 国际化程度高, 公司全球资源布局均衡, 从采选到贸易的产业链条完整, 在矿业低迷时期具备较强的抗风险能力, 目前有色行业处于底部, 公司或受益于未来有色金属价格的回升, 继续给予公司“增持”投资评级。

风险提示: (1) 疫情影响超预期; (2) 新能源汽车钴材料需求不及预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,963	68,677	81,656	96,191	114,949
增长比率(%)	7.5	164.5	18.9	17.8	19.5
净利润(百万元)	4,636	1,857	2,990	4,336	5,892
增长比率(%)	69.9	-59.9	61.0	45.0	35.9
每股收益(元)	0.21	0.09	0.14	0.20	0.27
市盈率(倍)	16.0	39.9	24.8	17.1	12.6

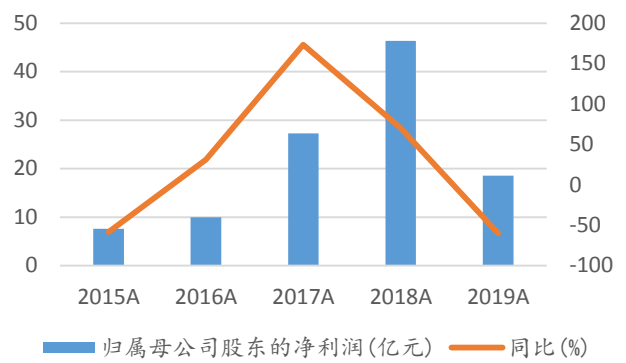
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



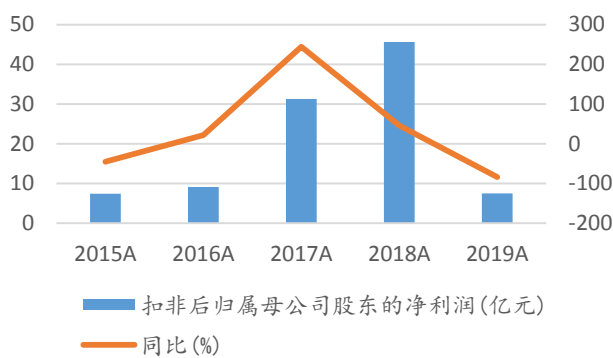
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



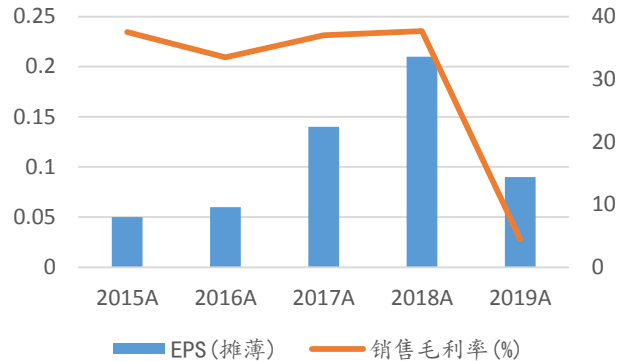
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司扣非后归属母公司股东净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司全面摊薄 EPS (元) 及销售毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 公司生产及贸易金属的生产量、销售量和库存量

主要产品	单位	生产量 (采购)	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
矿山采掘及加工							
钼	吨	14,918	14,969	1,746	-3.01	-17.89	-6.23
钨	吨	10,722	10,743	1,305	-8.34	-3.73	-4.21
铌	吨	7,489	7,453	2,676	-16.39	-17.64	53
磷肥 (HA+LA)	吨	1,097,623	1,051,120	195,363	-1.68	2.76	28.64
铜 (TFM)	吨	177,956	159,116	32,120	5.73	-7.47	141.87
钴	吨	16,098	15,130	3,630	-14.13	-21.97	37.05
铜 (NPM 80%权益)	吨	28,591	29,191	1,507	-10.46	-7.8	70.09
金	盎司	19,781	20,095	/	-21.89	-19.22	/
矿产贸易							
矿物金属 (注 1)	吨	1,214,293	1,061,979	470,972	/	/	/
精炼金属 (注 2)	吨	1,422,010	1,435,618	315,076	/	/	/

资料来源: 公司 2019 年年报, 中原证券

表 2: 公司相关产品国内市场价格情况

产品		2019 年	2018 年	同比 (%)
钼	钼精矿 (元/吨度, 47%)	1,775	1,737.00	2.19
	钼铁 (万元/吨, 60%)	11.98	12.02	-0.33
钨	黑钨精矿 (元/吨度, 65%)	1,352.31	1,629.23	-17
	APT (万元/吨)	13.54	16.8	-19.4

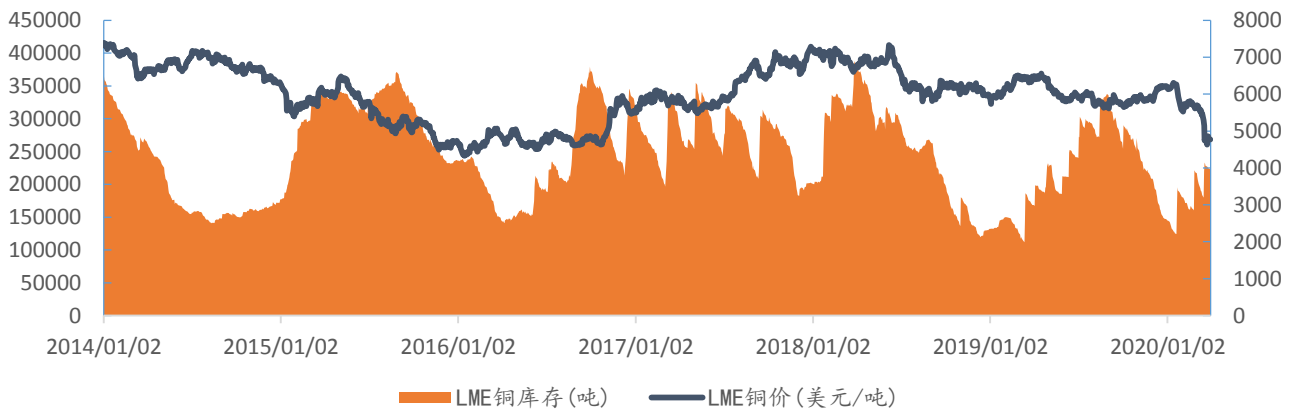
资料来源: 公司 2019 年年报, 中原证券

表 3: 公司矿产加工及矿产贸易产品国际市场价格情况

产品		2019 年	2018 年	同比 (%)
钼	氧化钼 (美元/磅钼)	11.34	11.96	-5.18
铜	阴极铜 (美元/吨)	6,005	6,525.68	-7.98
钴	金属钴 (美元/磅)	16.093	36.68	-56.13
磷	磷酸一铵 (美元/吨)	359	435	-17.47
铅	铅精矿 (美元/吨)	1,962	2,120	-7.45
锌	锌精矿 (美元/吨)	2,385	2,694	-11.47

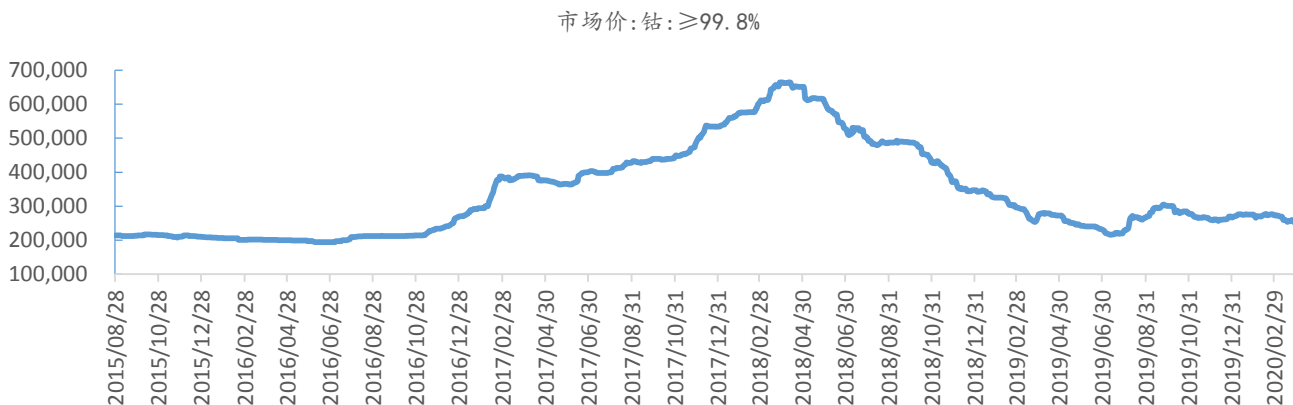
资料来源: 公司 2019 年年报, 中原证券

图 5: LME 铜价走势及库存情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 钴价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	39164	54178	58711	73805	71040
现金	26648	15648	28865	28184	33680
应收票据及应收账款	3259	1570	4172	2592	5491
其他应收款	1040	1119	1448	1576	2038
预付账款	151	1065	381	1323	713
存货	6616	20731	9801	26085	15073
其他流动资产	1451	14045	14045	14045	14045
非流动资产	62052	62685	81986	103849	118502
长期投资	2523	1033	-424	-1876	-3325
固定资产	23621	24440	41870	61451	77232
无形资产	20931	20447	22922	25935	25589
其他非流动资产	14977	16765	17618	18339	19006
资产总计	101216	116862	140697	177654	189542
流动负债	15979	34575	35834	67923	77880
短期借款	4588	18589	18589	46764	56370
应付票据及应付账款	1148	2178	1535	2829	2177
其他流动负债	10243	13809	15710	18330	19333
非流动负债	35639	32791	35032	36552	33846
长期借款	22197	21372	23613	25133	22426
其他非流动负债	13443	11419	11419	11419	11419
负债合计	51618	67367	70867	104475	111726
少数股东权益	8649	8693	8944	9383	9722
股本	4320	4320	21599	21599	21599
资本公积	27583	27583	27583	27583	27583
留存收益	9843	9368	12252	16509	22084
归属母公司股东权益	40949	40803	60886	63796	68095
负债和股东权益	101216	116862	140697	177654	189542

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9435	1705	11331	-7484	19495
净利润	5150	1766	3241	4774	6231
折旧摊销	3961	3625	3091	4633	6099
财务费用	643	1251	-2019	-2268	1043
投资损失	-202	-195	-170	-169	-184
营运资金变动	-79	-6163	7788	-13716	7348
其他经营现金流	-39	1421	-600	-739	-1041
投资活动现金流	-2397	-2679	-21622	-25589	-19526
资本支出	2807	2719	20759	23315	16102
长期投资	1225	-311	1458	1457	1449
其他投资现金流	1635	-272	595	-818	-1975
筹资活动现金流	-3846	-10247	23508	4218	-4080
短期借款	3110	14001	0	0	0
长期借款	-1837	-825	2241	1520	-2707
普通股增加	0	0	17279	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5119	-23423	3988	2698	-1373
现金净增加额	3459	-10848	13217	-28855	-4111

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25963	68677	81656	96191	114949
营业成本	16180	65606	73246	86091	98741
营业税金及附加	1019	813	2010	2163	2821
营业费用	97	91	551	498	488
管理费用	933	1234	4180	3682	4120
研发费用	254	268	280	412	615
财务费用	643	1251	-2019	-2268	1043
资产减值损失	67	-38	0	0	0
其他收益	13	17	0	0	0
公允价值变动收益	122	2704	600	739	1041
投资净收益	202	195	170	169	184
资产处置收益	-31	-64	0	0	0
营业利润	7058	2222	4179	6521	8345
营业外收入	3	170	170	95	110
营业外支出	71	34	42	45	48
利润总额	6990	2358	4307	6571	8407
所得税	1840	593	1066	1797	2176
净利润	5150	1766	3241	4774	6231
少数股东损益	514	-91	252	438	339
归属母公司净利润	4636	1857	2990	4336	5892
EBITDA	11895	8051	8599	13133	17487
EPS (元)	0.21	0.09	0.14	0.20	0.27

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	7.5	164.5	18.9	17.8	19.5
营业利润 (%)	31.3	-68.5	88.1	56.0	28.0
归属母公司净利润 (%)	69.9	-59.9	61.0	45.0	35.9
获利能力					
毛利率 (%)	37.7	4.5	10.3	10.5	14.1
净利率 (%)	17.9	2.7	3.7	4.5	5.1
ROE (%)	10.4	3.6	6.2	8.5	10.3
ROIC	7.9	3.9	4.5	4.9	6.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.0	57.6	50.4	58.8	58.9
净负债比率 (%)	13.3	58.8	38.6	93.9	91.1
流动比率	2.5	1.6	1.6	1.1	0.9
速动比率	1.9	0.8	1.2	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
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
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.09	0.14	0.20	0.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	-0.51	0.52	-0.35	0.90
每股净资产 (最新摊薄)	1.90	1.89	2.02	2.15	2.35
估值比率					
P/E	16.0	39.9	24.8	17.1	12.6
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.5	12.9	11.1	9.8	7.5

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。