

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属采选

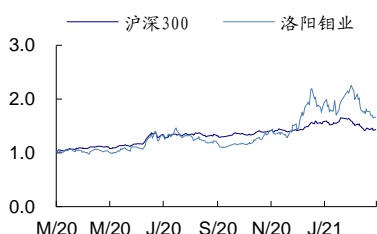
洛阳钼业(603993)
买入

2020 年年度报告点评

(维持评级)

2021 年 03 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	21,599/21,599
总市值/流通(百万元)	120,956/98,928
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12 个月最高/最低(元)	8.05/3.27

相关研究报告:

《洛阳钼业-603993-2020 年三季度报告点评: 20Q3 净利润同比增幅显著, 全球化、多品种布局体现出良好的抗风险能力》——2020-11-02

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

内部降本增效成果显著, 未来铜钴板块增长值得期待

● 2020 年内部降本取得明显成效

公司全年实现营收 1129.81 亿元, 同比增长 64.51%; 实现归母净利润 23.29 亿元, 同比增长 25.40%; 实现扣非归母净利润 10.91 亿元, 同比增长 46.06%; 实现经营活动产生的现金流净额 84.92 亿元, 同比增长将近 4 倍。整体业绩符合我们在三季报点评当中的预期。

产量方面, 公司绝大部分产品产量都完成了年初制定的目标。公司也给出了 2021 年的产量指引, 其中钼钨、铜金、钼磷板块产量保持稳定, 刚果(金)铜钴板块产量在 2020 年基础上有所增长, 主要是由于 TFM 的 10K 扩产项目预计能够在今年上半年达产。

成本方面, 公司 2020 年内部降本取得明显成效, 矿业各业务板块生产运营成本实现同口径同比削减超过 29.30 亿元人民币, 提前 1 年时间完成 3 年 5 亿美金的降本目标。

● IXM 发挥协同效应, 未来在铜钴板块仍有巨大增长潜力

2020 年 IXM 实现毛利 2.83 亿美金, 归母净利润 1.41 亿美金, 两者均达到历史最佳水平。另外为应对疫情对物流的影响, 特别是南非等国封港等措施, 公司也依托 IXM 全球发达的物流网络, 迅速调整运输路径, 寻求替代方案, 保障原材料和产成品运输总体稳定。

公司在 2020 年底以 5.5 亿美金总价收购自由港在刚果(金)的 Kisanfu 铜钴矿中 95% 的间接权益, 目前同时拥有 TFM 和 KFM 两个世界级的铜矿矿山, 两个矿山相距仅 33 公里。公司作为负责任的钴生产商, 未来有望把 TFM 和 KFM 项目统筹规划开发, 充分发挥与现有刚果(金)业务的协同效应。

● 风险提示: 核心产品价格下跌; 核心产品产销量不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2021-2023 年营收分别为 1249/1256/1259 亿元, 同比增速 10.5/0.6/0.2%, 归母净利润分别为 46.77/51.56/53.86 亿元, 同比增速 100.8/10.2/4.5%; 摊薄 EPS 分别为 0.22/0.24/0.25 元, 当前股价对应 PE 为 24/22/21X。考虑到公司全球范围内多品种布局能有效降低风险, 内部降本增效措施卓有成效, 现有矿山资源储备丰富, 未来仍有巨大的增长潜力, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	68,677	112,981	124,882	125,600	125,909
(+/-%)	164.5%	64.5%	10.5%	0.6%	0.2%
净利润(百万元)	1857	2329	4677	5156	5386
(+/-%)	-59.9%	25.4%	100.8%	10.2%	4.5%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.11	0.22	0.24	0.25
EBIT Margin	1.4%	5.4%	6.7%	7.3%	7.5%
净资产收益率(ROE)	4.6%	6.0%	11.1%	11.3%	10.9%
市盈率(PE)	60.4	48.1	24.0	21.7	20.8
EV/EBITDA	39.6	18.3	15.2	13.7	12.9
市净率(PB)	2.75	2.88	2.66	2.45	2.26

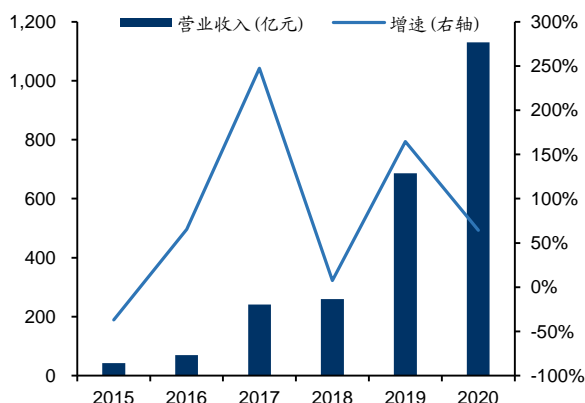
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年内部降本取得明显成效，提前完成 3 年 5 亿美金的降本计划

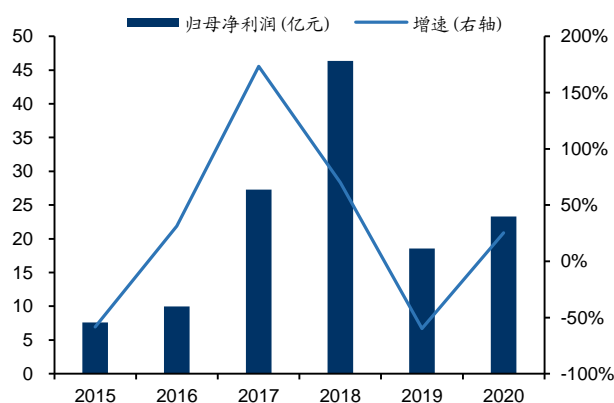
公司正式发布 2020 年年度报告，全年实现营业收入 1129.81 亿元，同比增长 64.51%；实现归母净利润 23.29 亿元，同比增长 25.40%；实现扣非归母净利润 10.91 亿元，同比增长 46.06%；实现经营活动产生的现金流净额 84.92 亿元，同比增长将近 4 倍。公司营收同比大幅增长主要是由于公司在 2019 年 7 月 24 日完成 IXM 并购，同比增加基本金属贸易业务和合并期间。另外归母净利润和扣非净利润出现较大差别主要是由于 IXM 是通过期货合约等衍生金融工具对冲现货持仓的价格变动风险，根据会计准则，期货业务相关损益于公允价值变动损益及投资收益科目中进行核算。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产量方面，公司 2020 年钼金属产量 13780 吨，同比减少 7.63%；钨金属产量 8680 吨，同比减少 19.04%；NPM(80%权益)铜金属产量 26997 吨，同比减少 5.58%，黄金产量 20897 盎司，同比增加 5.64%；TFM 铜金属产量 182597 吨，同比增加 2.61%，钴金属产量 15436 吨，同比减少 4.11%；铌金属产量 9300 吨，同比增长 24.18%；磷肥（HA+LA）产量 109 万吨，同比减少 0.69%。公司绝大部分产品全年产量都完成了年初制定的目标。同时公司也给出了 2021 年的产量指引，其中钼钨、铜金、铌磷板块产量保持稳定，铜钴板块产量在 2020 年基础上有所增长，主要是由于 TFM 的 10K 扩产项目预计能够在今年上半年达产，全年铜产量达到 20 万吨以上。

表 1：公司矿产采掘与加工产品产量数据和指引

矿山采掘与加工	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 年	全年同比	2021 年目标产量
钼	吨	3,520	3,550	3,063	3,647	13,780	-7.63%	钼金属产量 1.38-1.69 万吨
钨	吨	2,355	2,309	2,012	2,004	8,680	-19.04%	钨金属产量 0.69-0.84 万吨
铜金属 NPM(80%权益)	吨	7,097	6,836	6,022	7,042	26,997	-5.58%	NPM 铜金属产量 2.41-2.94 万吨
黄金 NPM(80%权益)	盎司	5,532	5,357	4,257	5,751	20,897	5.64%	NPM 黄金产量 2.13-2.60 万盎司
铜金属 TFM	吨	42,694	48,278	50,994	40,631	182,597	2.61%	TFM 铜金属产量 18.73-22.89 万吨
钴金属	吨	3,244	3,299	3,964	4,929	15,436	-4.11%	TFM 钴金属产量 1.65-2.01 万吨
铌金属	吨	2,396	2,584	2,254	2,066	9,300	24.18%	铌金属产量 0.87-1.06 万吨
磷肥(HA+LA)	吨	287,624	262,559	274,031	265,786	1,090,000	-0.69%	磷肥产量 99.9-122.1 万吨

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本方面，公司 2020 年内部降本取得明显成效，矿业各业务板块生产运营成本实现同口径同比削减超过 29.30 亿元人民币，提前 1 年时间完成 3 年 5 亿美金的降本目标。其中，刚果（金）铜钴板块实现生产运营现金成本削减约 3.65 亿美元，采矿环节现金成本同比下降 0.76 亿美元，冶炼环节现金成本同比下降

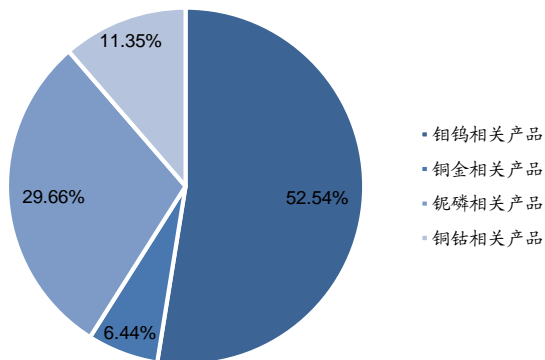
超过 2.03 亿美元；巴西铌磷板块实现生产运营成本下降 6573 万美元；中国区业务实现生产运营现金成本同比下降超 1.11 亿元人民币。公司刚果（金）铜钴板块通过加强现场管理、优化技术指标，连续两年时间都实现较大幅度的降本效果，铜钴板块在 2020 年公司矿山采掘与加工业务的毛利占比大幅度提升至 33.74%，重新成为利润贡献最重要的板块。

图 3：公司提前完成 3 年 5 亿美金的降本目标



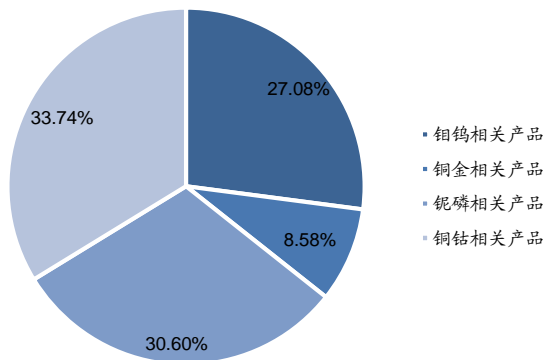
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司矿山采掘与加工业务毛利构成（2019 年）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

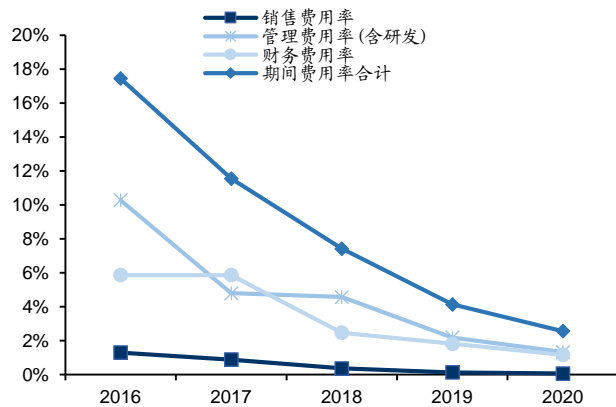
图 5：公司矿山采掘与加工业务毛利构成（2020 年）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

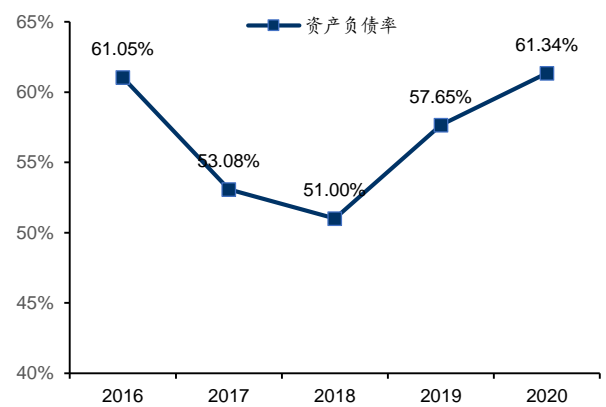
期间费用方面，公司自 2019 年 7 月完成 IXM 的收购之后，基础金属贸易业务并表之后，营收得以大规模增加，摊薄期间费用率，所以期间费用率处于持续下降过程。从绝对数来看，2020 年销售费用 7345.66 万元，同比减少 18.97%；管理费用 13.30 亿元，同比增长 7.83%；研发费用 1.74 亿元，同比减少 35.31%；财务费用 13.23 亿元，同比增长 5.79%。另外公司 2020 年资产负债率 61.34%，如果剔除掉 IXM 的影响，资产负债率仅为 52.73%，保持稳健的状态。

图 6: 公司期间费用率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化



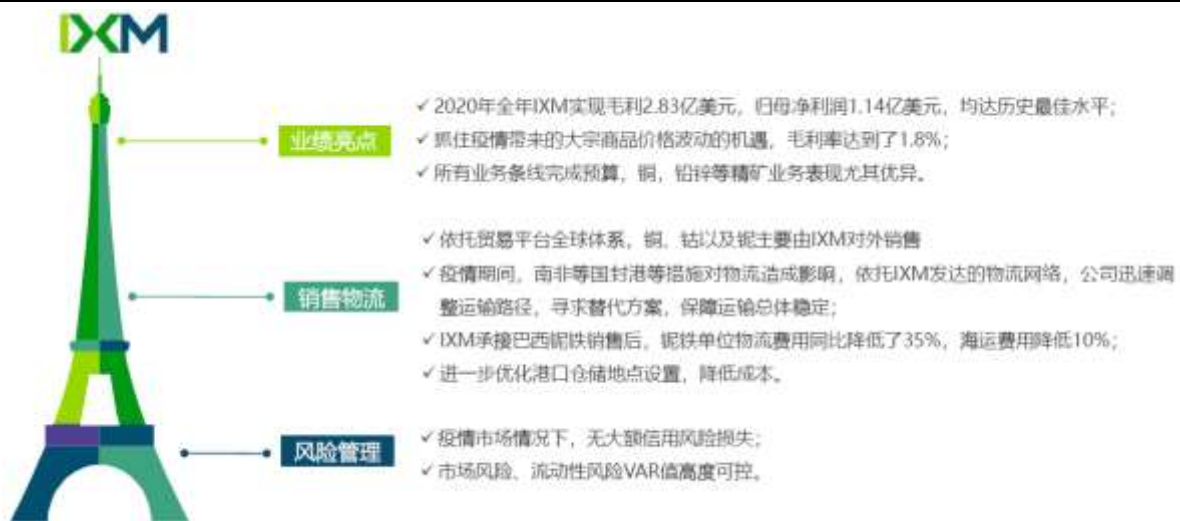
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“矿业+贸易”新模式发挥协同效应，创造利润增长点

公司在 2019 年 7 月完成 IXM 的收购。IXM 总部位于瑞士日内瓦，是全球第三大基本金属贸易商，IXM 及其成员单位构成全球金属贸易网络，业务覆盖全球 62 个国家，同时构建了全球化的物流和仓储体系。2020 年 IXM 实现毛利 2.83 亿美金，归母净利润 1.41 亿美金，均达到历史最佳水平，特别是在新冠疫情对全球物流造成较大冲击的背景下，IXM 利用其完善的风险管理体系和稳健的运营作风，通过期现结合的运营模式，有效对抗突发性风险，取得较好业绩。

另外为应对疫情对物流的影响，特别是南非等国封港等措施，公司也依托 IXM 全球发达的物流网络，迅速调整运输路径，寻求替代方案，保障原材料和产成品运输总体稳定。目前 IXM 已负责 TFM 所产铜与钴全部产量、巴西所产铌全部产量及 NPM 所产铜部分产量的对外销售，已深度参与公司其余众多层面的资源整合与利润实现。公司董事长在年报业绩发布会上表示：IXM 对于公司的意义不在于贡献多少利润，而是给公司提供了非常多国际化的视角。在未来 IXM 有望持续发挥贸易商的产业低位与优势，助力公司扩大在资源领域的布局与影响，通过与矿业板块以及公司的投资、融资、研究能力协同配合，创造全新的利润增长点。

图 8: “矿业+贸易”新模式发挥协同效应，创造利润增长点

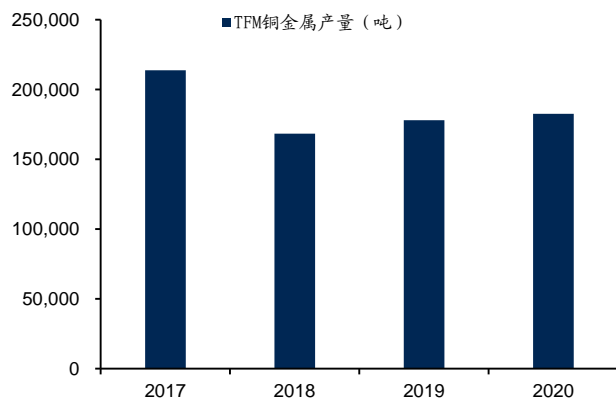


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司未来在铜钴板块还有巨大的增长潜力

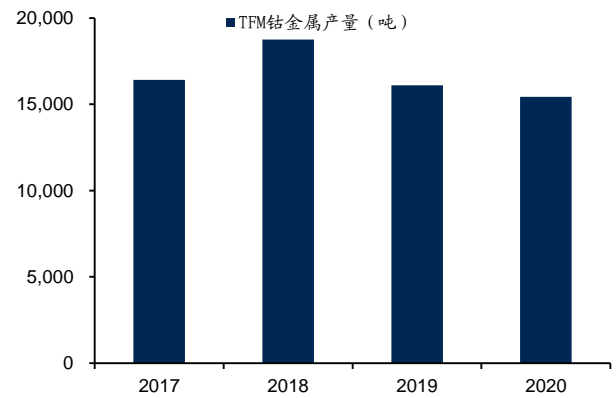
公司间接持有 TFM 铜钴矿 80% 权益，该矿矿区面积超过 1500 平方公里，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。目前 TFM 正在积极推进 10K 扩产项目，预计能够在今年上半年达产，全年铜产量有望重新回到 20 万吨以上，钴产量也会有所提升。年报指引当中预计 2021 年 TFM 铜产量是 18.73-22.89 万吨；钴产量是 1.65-2.01 万吨。

图 9: TFM 铜产量变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: TFM 钴产量变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

另外在 2020 年 12 月 31 日，公司宣布以 5.5 亿美金总价收购自由港在刚果(金)的 Kisanfu 铜钴矿中 95% 的间接权益，刚果(金)政府持有另外 5% 权益。Kisanfu 铜钴矿是位于公司 Tenke 铜钴矿西南 33 公里的大型铜钴矿床，是世界上最大、最高品位的未开发的铜钴矿项目之一，该矿总资源量约 3.65 亿吨矿石，铜平均品位约 1.72%，含铜金属约 628 万吨；钴平均品位约 0.85%，含钴金属量约 310 万吨。Kisanfu 是公司一项战略性资产，其巨大地质潜力、庞大资源量及深层成矿能力将提供多样化的开发策略。

目前公司手上同时拥有 TFM 和 KFM 两个非常优质的铜钴矿山，作为负责任的钴生产商，未来有望把 TFM 和 KFM 项目统筹规划开发，充分发挥与现有刚果(金)业务的协同效应。

表 2: 公司矿产采掘与加工产品产量数据和指引

矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	资源品位 (%)	可采储量 (百万吨)	储量品位 (%)
刚果(金) TFM 铜钴矿	铜	851.9	2.90	176.8	2.10
	钴	851.9	0.29	176.8	0.30
刚果(金) KFM 铜钴矿	铜	365.0	1.72	—	—
	钴	365.0	0.85	—	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1249/1256/1259 亿元，同比增速 10.5/0.6/0.2%，归母净利润分别为 46.77/51.56/53.86 亿元，同比增速 100.8/10.2/4.5%；摊薄 EPS 分别为 0.22/0.24/0.25 元，当前股价对应 PE 为 24/22/21X。考虑到公司全球范围内多品种布局能有效降低风险，内部降本增效措施卓有成效，现有矿山资源储备丰富，未来仍然有巨大的增长潜力，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	16948	10000	10000	12351	营业收入	112981	124882	125600	125909
应收款项	2034	2249	2262	2267	营业成本	104536	113854	113854	113854
存货净额	21170	23079	22994	22928	营业税金及附加	892	999	1005	1007
其他流动资产	9652	10669	10730	10757	销售费用	73	80	80	80
流动资产合计	57240	53431	53421	55737	管理费用	1330	2410	2410	2410
固定资产	27287	29408	31147	32565	财务费用	1323	1300	1300	1300
无形资产及其他	21512	20651	19791	18930	投资收益	409	200	200	200
投资性房地产	15055	15055	15055	15055	资产减值及公允价值变动	(1669)	(210)	(210)	(210)
长期股权投资	1348	1348	1348	1348	其他收入	(618)	870	870	870
资产总计	122441	119893	120762	123635	营业利润	2947	7099	7811	8118
短期借款及交易性金融负债	25794	17754	12962	10000	营业外净收支	(71)	(8)	(8)	(8)
应付款项	1505	1641	1634	1630	利润总额	2876	7091	7803	8110
其他流动负债	15059	16692	18262	19845	所得税费用	398	1773	1951	2027
流动负债合计	42358	36087	32859	31475	少数股东损益	150	641	697	697
长期借款及应付债券	18992	18992	18992	18992	归属于母公司净利润	2329	4677	5156	5386
其他长期负债	13757	13757	13757	13757					
长期负债合计	32748	32748	32748	32748					
负债合计	75106	68836	65607	64223	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	8443	8892	9380	9867	净利润	2329	4677	5156	5386
股东权益	38892	42166	45775	49545	资产减值准备	209	52	16	14
负债和股东权益总计	122441	119893	120762	123635	折旧摊销	4108	3478	3896	4219
					公允价值变动损失	1669	210	210	210
					财务费用	1323	1300	1300	1300
					营运资本变动	4150	(1318)	1590	1627
					其它	(231)	397	472	473
					经营活动现金流	12233	7495	11339	11929
					资本开支	(1474)	(5000)	(5000)	(5000)
					其它投资现金流	284	0	0	0
					投资活动现金流	(1504)	(5000)	(5000)	(5000)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(919)	0	0	0
					支付股利、利息	(2679)	(1403)	(1547)	(1616)
					其它融资现金流	(2234)	(8040)	(4792)	(2962)
					融资活动现金流	(9429)	(9443)	(6339)	(4578)
					现金净变动	1300	(6948)	0	2351
					货币资金的期初余额	15648	16948	10000	10000
					货币资金的期末余额	16948	10000	10000	12351
					企业自由现金流	12083	3459	7319	7909
					权益自由现金流	8930	(5769)	1490	4062

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032