

强烈推荐-A (维持)

洛阳钼业 603993.SH

目标估值: 6.00-7.00 元

当前股价: 4.48 元

2017 年 03 月 31 日

海外铜钴、磷铌矿开始贡献利润, 业绩符合预期

基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 上证综指        | 3210       |
| 总股本 (万股)    | 1688720    |
| 已上市流通股 (万股) | 1295373    |
| 总市值 (亿元)    | 757        |
| 流通市值 (亿元)   | 580        |
| 每股净资产 (MRQ) | 1.1        |
| ROE (TTM)   | 5.3        |
| 资产负债率       | 61.0%      |
| 主要股东        | 洛阳矿业集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 31.56%     |

股价表现

|      |     |    |     |
|------|-----|----|-----|
| %    | 1m  | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -14 | 21 | 30  |
| 相对表现 | -13 | 15 | 24  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《洛阳钼业 (603993) — 洛阳钼业的钴价弹性有多大?》2017-03-20
- 2、《洛阳钼业 (603993) — BHR 收购 Tenke 矿山 24% 股权点评》2017-03-07
- 3、《洛阳钼业 (603993) — 洛阳钼业的推荐逻辑 — 洛阳钼业大涨点评》2017-02-26

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

陈颖

chenying12@cmschina.com.cn

事件:

公司 2016 年实现营业收入 69.5 亿元, 同比大幅增长 65.6%; 实现归母净利润 9.9 亿元, 同比增长 31.1%, 对应 EPS 0.06 元; 并拟每 10 股派送现金红利 0.35 元。主因: 公司钼钨产品销售力度加大, 毛利率进一步提升, 同时海外铜钴、钼磷业务开始贡献利润。

评论:

**1、钼钨产品销售力度加大, 毛利率进一步提升。**公司全年实现钼精矿产量 1.63 万吨、钨精矿产量 1 万吨, 钼精矿销量 2 万吨、钨精矿销量 1.1 万吨, 毛利率达 46%, 同比去年上升 7.57 个百分点。

**2、海外铜钴、钼磷业务开始贡献利润。**Tenke 铜钴去年 11 月 17 日完成矿交割, 生产经营情况良好, 期内共实现铜金属产量 2.3 万吨、钴产量 1574 吨 (按 100%), 贡献毛利 3 亿元, 毛利率 23.1%。磷铌矿去年 10 月 1 日完成交割, 期内实现磷肥生产量 30.4 万吨, 铌金属产量 1859 吨, 贡献毛利 2.5 亿元, 毛利率 19.8%。

**3、铜、钴、钨产量将进一步提升。**公司计划 17 年钼精矿产量 1.6 万吨、钨精矿产量 1.1 万吨; 澳洲铜金矿, 铜产量 3.4 万吨、黄金产量 2.5 万盎司 (100%); Tenke 铜钴矿, 铜产量 21.9 万吨、钴产量 1.8 万吨 (100%); 磷铌矿, 磷产量 118.2 万吨、铌产量 0.8 万吨。

**4、金属各品种价格目前均处于底部, 公司长期潜力巨大。**1) 钴受益三元材料占比提升+新能源汽车长期方向不改, 钴价维持高位。2) 长期更看好铜, 供给放缓+下游需求逐步好转, 铜价基本面拐点已现。3) 钼钨具备潜力, 钼钨价格仍处于周期底部, 收储+需求好转价格进入上行周期。

**5、盈利预测。**周期底部低估值, 维持强烈推荐, 按目前金属价格, 预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润 38/52/65 亿元, 对应增发后 PE 分别为 22/16/13 倍。

风险提示: 铜、钴价格下行。

表 1: 公司主要产品国际价格

| 产品 | 单位          | 2016 年 | 2015 年 | 同比 ( % ) |
|----|-------------|--------|--------|----------|
| 钼  | 氧化钼 (美元/磅钼) | 6.49   | 6.65   | -2.41    |
| 铜  | 阴极铜 (美元/吨)  | 4,869  | 5,504  | -11.54   |
| 钴  | 金属钴 (美元/磅)  | 11.55  | 12.91  | -10.53   |
| 磷  | 磷酸一铵 (美元/吨) | 351    | 469    | -25.16   |

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司主要产品国内价格

| 产品 | 2016 年      | 2015 年 | 同比 ( % ) |        |
|----|-------------|--------|----------|--------|
| 钼  | 钼精矿 (元/吨度)  | 910    | 960      | -5.21  |
|    | 钼铁 (万元/吨)   | 6.71   | 6.79     | -1.18  |
| 钨  | 黑钨精矿 (元/吨度) | 1,048  | 1,098    | -4.55  |
|    | APT (万元/吨)  | 10.61  | 11.91    | -10.92 |

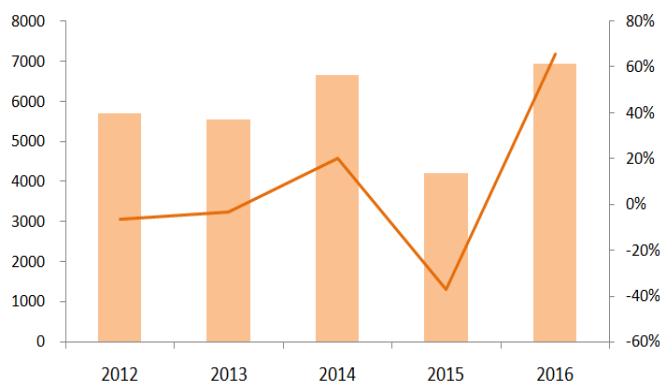
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司主要产品产销量

| 主要产品               | 生产量     | 销售量     | 库存量    |
|--------------------|---------|---------|--------|
| 钼精矿 (折合 00%MO 金属)  | 16,302  | 20,495  | 3,082  |
| 钨精矿 (折合 00%WO3 金属) | 10,118  | 11,478  | 1,130  |
| 铜金属 NPM (80%权益)    | 36,749  | 35,962  | 1,891  |
| 铜金属 Tenke (100%权益) | 23,049  | 27,356  | 17,959 |
| 钴 (100%权益)         | 1,574   | 1,825   | 2,216  |
| 铌                  | 1,859   | 1,998   | 1,716  |
| 磷肥(HA+LA)          | 303,812 | 303,395 | 8,030  |

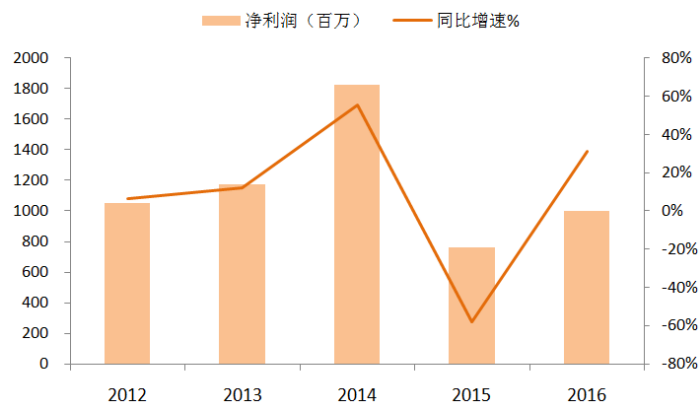
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1 近年营业收入及同比增速 (百万元)



资料来源: wind、招商证券

图 2 近年净利润及同比增速 (百万元)



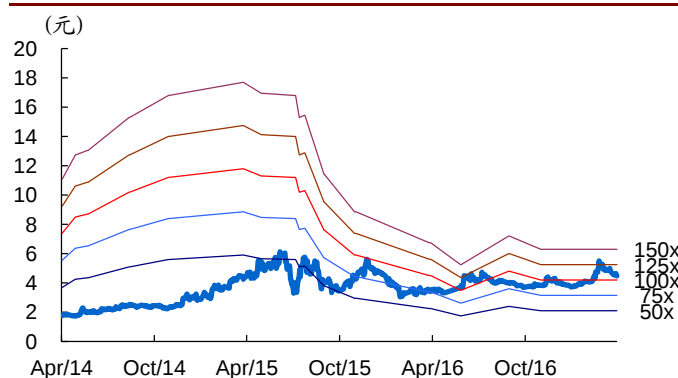
资料来源: wind、招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

|            | 15Q1   | 15Q2    | 15Q3   | 15Q4   | 16Q1   | 16Q2   | 16Q3   | 16Q4   |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入      | 1184   | 1085    | 905    | 1022   | 1157   | 1103   | 1236   | 3454   |
| 营业毛利       | 448    | 492     | 281    | 353    | 449    | 403    | 565    | 909    |
| 营业税金及附加    | 68     | 56      | 42     | 77     | 39     | 47     | 44     | 101    |
| 营业费用       | 22     | 21      | 18     | 23     | 18     | 19     | 19     | 35     |
| 管理费用       | 77     | 76      | 78     | 127    | 80     | 101    | 95     | 438    |
| 财务费用       | 6      | 155     | -23    | -92    | 119    | -30    | 74     | 244    |
| 投资收益       | 45     | 56      | 2      | 13     | 37     | 102    | 16     | 19     |
| 营业利润       | 319    | 114     | 115    | 180    | 232    | 379    | 132    | 7      |
| 归属母公司所有者净利 | 305    | 158     | 178    | 120    | 141    | 371    | 72     | 415    |
| 主要比率       |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率        | 37.8%  | 45.4%   | 31.0%  | 34.5%  | 38.8%  | 36.6%  | 45.7%  | 26.3%  |
| 主营税金率      | 5.7%   | 5.2%    | 4.6%   | 7.5%   | 3.4%   | 4.2%   | 3.6%   | 2.9%   |
| 营业费率       | 1.9%   | 2.0%    | 2.0%   | 2.2%   | 1.6%   | 1.7%   | 1.5%   | 1.0%   |
| 管理费率       | 6.5%   | 7.0%    | 8.6%   | 12.4%  | 6.9%   | 9.2%   | 7.7%   | 12.7%  |
| 营业利润率      | 27.0%  | 10.5%   | 12.7%  | 17.6%  | 20.1%  | 34.4%  | 10.7%  | 0.2%   |
| 实际税率       | 10.2%  | -118.7% | -17.6% | 32.2%  | 37.9%  | 3.1%   | 54.7%  | -0.8%  |
| 净利率        | 25.7%  | 14.6%   | 19.6%  | 11.8%  | 12.2%  | 33.6%  | 5.8%   | 12.0%  |
| yoy        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率      | -27.5% | -47.7%  | -39.9% | -29.5% | -2.3%  | 1.6%   | 36.5%  | 237.9% |
| 营业利润增长率    | -19.5% | -86.9%  | -77.6% | -50.1% | -27.2% | 234.1% | 15.3%  | -96.1% |
| 净利润增长率     | -19.3% | -74.7%  | -61.3% | -66.5% | -53.7% | 134.0% | -59.8% | 244.8% |

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 洛阳钼业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 洛阳钼业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2015         | 2016          | 2017E         | 2018E        | 2019E         |
|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 15732        | 19803         | 26015         | 27837        | 38794         |
| 现金             | 10414        | 9970          | (7288)        | (7865)       | (1895)        |
| 交易性投资          | 5            | 56            | 56            | 56           | 56            |
| 应收票据           | 602          | 951           | 3344          | 3735         | 4295          |
| 应收款项           | 744          | 1462          | 4826          | 5390         | 6198          |
| 其它应收款          | 120          | 1147          | 4034          | 4505         | 5181          |
| 存货             | 593          | 5083          | 17097         | 17692        | 20006         |
| 其他             | 3254         | 1135          | 3946          | 4325         | 4954          |
| <b>非流动资产</b>   | 15149        | 68344         | 65020         | 61939        | 59030         |
| 长期股权投资         | 1261         | 1191          | 1191          | 1191         | 1191          |
| 固定资产           | 4495         | 27273         | 26014         | 24823        | 23645         |
| 无形资产           | 3836         | 24501         | 22460         | 20588        | 18872         |
| 其他             | 5557         | 15378         | 15355         | 15337        | 15322         |
| <b>资产总计</b>    | <b>30881</b> | <b>88147</b>  | <b>91035</b>  | <b>89775</b> | <b>97825</b>  |
| <b>流动负债</b>    | 8769         | 15982         | 32172         | 26914        | 30178         |
| 短期借款           | 2906         | 4372          | 6197          | 100          | 100           |
| 应付账款           | 237          | 742           | 2495          | 2582         | 2920          |
| 预收账款           | 38           | 52            | 175           | 181          | 204           |
| 其他             | 5588         | 10816         | 23305         | 24051        | 26954         |
| <b>长期负债</b>    | 4295         | 37828         | 16393         | 16393        | 16393         |
| 长期借款           | 1942         | 23377         | 1942          | 1942         | 1942          |
| 其他             | 2353         | 14451         | 14451         | 14451        | 14451         |
| <b>负债合计</b>    | <b>13064</b> | <b>53810</b>  | <b>48565</b>  | <b>43307</b> | <b>46571</b>  |
| 股本             | 3377         | 16887         | 16887         | 16887        | 16887         |
| 资本公积金          | 10088        | 11003         | 11003         | 11003        | 11003         |
| 留存收益           | 3888         | 4357          | 8194          | 12295        | 17207         |
| 少数股东权益         | 463          | 15599         | 15524         | 15421        | 15293         |
| 归属于母公司所有者权益    | 17353        | 32248         | 36084         | 40185        | 45097         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>30881</b> | <b>101656</b> | <b>100172</b> | <b>98912</b> | <b>106962</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2015        | 2016         | 2017E          | 2018E        | 2019E       |
|----------------|-------------|--------------|----------------|--------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1359        | 2915         | 888            | 7086         | 7689        |
| 净利润            | 761         | 998          | 3836           | 5252         | 6488        |
| 折旧摊销           | 756         | 1172         | 3524           | 3282         | 3058        |
| 财务费用           | 432         | 810          | 223            | 315          | 93          |
| 投资收益           | (117)       | (174)        | (100)          | (100)        | (100)       |
| 营运资金变动         | (337)       | 104          | (6743)         | (1597)       | (1777)      |
| 其它             | (136)       | 5            | 148            | (66)         | (74)        |
| <b>投资活动现金流</b> | (166)       | (27648)      | (200)          | (200)        | (150)       |
| 资本支出           | (593)       | (854)        | (200)          | (200)        | (150)       |
| 其他投资           | 427         | (26794)      | 0              | 0            | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2074        | 23991        | (17946)        | (7463)       | (1569)      |
| 借款变动           | 2274        | 7710         | (17823)        | (6097)       | 0           |
| 普通股增加          | 2362        | 13510        | 0              | 0            | 0           |
| 资本公积增加         | 767         | 915          | 0              | 0            | 0           |
| 股利分配           | 0           | 0            | 0              | (1151)       | (1576)      |
| 其他             | (3329)      | 1856         | (123)          | (215)        | 7           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3267</b> | <b>(742)</b> | <b>(17258)</b> | <b>(577)</b> | <b>5970</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4197 | 6950 | 24441 | 27295 | 31389 |
| 营业成本             | 2622 | 4624 | 15559 | 16100 | 18206 |
| 营业税金及附加          | 242  | 230  | 1222  | 1365  | 1569  |
| 营业费用             | 85   | 91   | 489   | 546   | 628   |
| 管理费用             | 357  | 715  | 2444  | 2729  | 3139  |
| 财务费用             | 46   | 408  | 223   | 315   | 93    |
| 资产减值损失           | 230  | 352  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | (3)  | 46   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 117  | 174  | 100   | 100   | 100   |
| <b>营业利润</b>      | 727  | 751  | 4604  | 6340  | 7854  |
| 营业外收入            | 50   | 467  | 100   | 100   | 100   |
| 营业外支出            | 95   | 28   | 28    | 28    | 28    |
| <b>利润总额</b>      | 683  | 1190 | 4676  | 6412  | 7926  |
| 所得税              | (20) | 171  | 915   | 1262  | 1565  |
| <b>净利润</b>       | 703  | 1019 | 3761  | 5149  | 6361  |
| 少数股东损益           | (58) | 21   | (75)  | (103) | (127) |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 761  | 998  | 3836  | 5252  | 6488  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.23 | 0.06 | 0.23  | 0.31  | 0.38  |

## 主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | -37%  | 66%   | 252%  | 12%   | 15%   |
| 营业利润            | -66%  | 3%    | 513%  | 38%   | 24%   |
| 净利润             | -58%  | 31%   | 284%  | 37%   | 24%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 37.5% | 33.5% | 36.3% | 41.0% | 42.0% |
| 净利率             | 18.1% | 14.4% | 15.7% | 19.2% | 20.7% |
| ROE             | 4.4%  | 3.1%  | 10.6% | 13.1% | 14.4% |
| ROIC            | 3.2%  | 1.2%  | 6.5%  | 9.2%  | 10.2% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 42.3% | 61.0% | 53.3% | 48.2% | 47.6% |
| 净负债比率           | 23.8% | 34.4% | 8.9%  | 2.3%  | 2.1%  |
| 流动比率            | 1.8   | 1.2   | 0.8   | 1.0   | 1.3   |
| 速动比率            | 1.7   | 0.9   | 0.3   | 0.4   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.1   | 0.1   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 存货周转率           | 5.1   | 1.6   | 1.4   | 0.9   | 1.0   |
| 应收帐款周转率         | 5.3   | 6.3   | 7.8   | 5.3   | 5.4   |
| 应付帐款周转率         | 12.2  | 9.4   | 9.6   | 6.3   | 6.6   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.23  | 0.06  | 0.23  | 0.31  | 0.38  |
| 每股经营现金          | 0.40  | 0.17  | 0.05  | 0.42  | 0.46  |
| 每股净资产           | 5.14  | 1.91  | 2.14  | 2.38  | 2.67  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.07  | 0.09  | 0.12  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 19.9  | 75.8  | 19.7  | 14.4  | 11.7  |
| PB              | .9    | 2.3   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 114.4 | 75.9  | 18.2  | 15.3  | 13.8  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师 第五名。

**黄昱颖：**清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

**陈颖：**厦门大学会计系学士、硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业分析师

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。