

投资评级 优于大市 维持

逆境显韧性，上半年业绩稳增

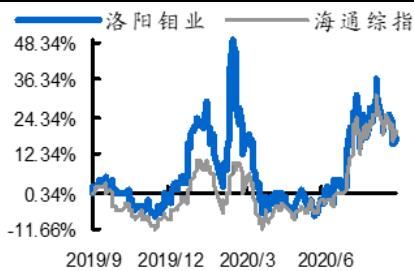
股票数据

09月18日收盘价(元)	4.11
52周股价波动(元)	3.27-5.52
总股本/流通A股(百万股)	21599/17666
总市值/流通市值(百万元)	88773/88773

相关研究

《国内外布局，铜钴或迎行业发展机遇》
2020.02.11

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.6	15.6	24.7
相对涨幅(%)	-12.7	-1.5	-0.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

证书:S0850520010002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

证书:S0850519090003

联系人:郑景毅

Email:zjy12711@htsec.com

投资要点:

- 洛阳钼业公布 2020 年半年报。**公司 2020 年上半年完成销售收入 467.44 亿元，同比增长 386%；实现归母净利润 10.08 亿元，同比增长 25%。其中第二季度公司完成销售收入 243.61 亿元，同比增长 343%；实现归母净利润 5.60 亿元，同比增长 15%，环比增长 25%。
- 产量克服疫情不利影响，生产运营维持稳定。**公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，是全球最大的白钨生产商和第二大的钴、铋生产商，亦是全球前五大钼生产商和领先的铜生产商，磷肥产量位居巴西第二位，同时公司基本金属贸易业务位居全球前三。公司在国内和国外拥有丰富的资源储备。公司在刚果金境内运营的 TFM 铜钴矿项目是全球范围内储量最大、品位最高的铜钴矿之一。2020 年上半年该项目铜产量为 9.1 万吨，6543 吨钴。公司认为 TFM 项目具备成长为铜年产量超过 40 万吨和钴年产量超过 3 万吨的世界级矿山的潜力。
- 持续推进降本增效，对抗产品价格波动。**受到新冠疫情的不利影响，公司主要产品价格在 2020 年上半年均出现了不同程度的下降。2020 年上半年阴极铜价格同比下降 10.74%，金属钴价格同比下降 5.03%，钨钼价格同比均有 10-25% 的下滑。我们认为金属价格的下跌主要是受制于全球经济增速下滑，产品价格下降也对公司盈利能力带来挑战。为了应对产品销售价格下滑，公司积极推进降本增效计划。2020 年上半年，公司矿业各业务板块生产运营成本实现同口径同比削减超过 10 亿元人民币，其中，刚果金铜钴板块实现生产运营现金成本削减超过 1 亿美元，采矿单位付现成本同比下降 40.6%，冶炼环节现金成本同比下降超过 6000 万美元；中国钨钼业务通过缩短采购周期、加大采购频次、引入更多供应商参与竞争，加强技术革新、优化生产工艺等措施，实现生产运营现金成本下降超过 6000 万元人民币。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司 2020~2022 年归母净利 23.29、31.79、41.91 亿元，EPS 分别为 0.11、0.15、0.19 元/股，我们预计公司 2020 年每股净资产为 2.01 元。参考可比公司估值给予公司 2020 年 50-55 倍 PE，对应价值区间 5.50-6.05 元。给予公司 2020 年 2.5-3.0 倍 PB，对应价值区间 5.03-6.03 元。结合两种估值方法，对应合理价值区间 5.50-6.03 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**疫情影响公司产品需求，进而导致公司产品价格承压。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25963	68677	94672	104307	114965
(+/-)YoY(%)	7.5%	164.5%	37.9%	10.2%	10.2%
净利润(百万元)	4636	1857	2329	3179	4191
(+/-)YoY(%)	69.9%	-59.9%	25.4%	36.5%	31.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.09	0.11	0.15	0.19
毛利率(%)	37.7%	4.5%	5.4%	7.2%	7.7%
净资产收益率(%)	11.3%	4.6%	5.4%	6.9%	8.4%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 逆境显韧性，公司营收净利同比双增

公司 2020 年上半年完成销售收入 467.44 亿元，同比增长 386%；实现归母净利润 10.08 亿元，同比增长 25%。其中第二季度公司完成销售收入 243.61 亿元，同比增长 343%；实现归母净利润 5.60 亿元，同比增长 15%，环比增长 25%。

表 1 洛阳钼业 2020 年中报财务指标

资产负债情况			
货币资金 (亿元)	资产负债率 (%)	净资产 (亿元)	
181.9	58.9	495.4	
盈利能力			
净利润率 (%)	ROE (%)	期间费用率 (%)	净利润 (亿元)
2.1	2.5	3.1	10.1
现金流量			
经营性净现金 (亿元)	投资活动产生的现金 (亿元)	筹资活动产生的现金 (亿元)	
42.5	-17.5	4.4	
净现金流-净利润 (亿元)		PB (倍, MRQ)	
19.3		1.68	

资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

备注: PB 为 9 月 18 日收盘数据

公司在 2020 年完成新一届领导班子的搭建，先后选举袁宏林先生担任公司董事长，聘任孙瑞文先生担任公司总裁，选举李朝春先生担任副董事长及首席投资官。袁宏林先生具备丰富的投资、融资、企业管理经验，我们认为这将有助于继续推动公司国际化战略部署。

2. 克服疫情不利影响，生产运营维持稳定

公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，是全球最大的白钨生产商和第二大钴、钽生产商，亦是全球前五大钼生产商和领先的铜生产商，磷肥产量位居巴西第二位，同时公司基本金属贸易业务位居全球前三。

公司在国内和国外拥有丰富的资源储备。公司在刚果金境内运营的 TFM 铜钴矿项目是全球范围内储量最大、品位最高的铜钴矿之一。2020 年上半年该项目铜产量为 9.1 万吨，6543 吨钴。公司认为 TFM 项目具备成长为铜年产量超过 40 万吨和钴年产量超过 3 万吨的世界级矿山的潜力。

表 2 公司主要资源储量情况

地区	品种	矿山	资源量		储量	
			矿石量 (百万吨)	品位	矿石量 (百万吨)	品位
中国	钼	三道庄钼钨矿	438.96	0.10%	220.47	0.11%
		上房沟钼矿	462.45	0.14%	40.85	0.18%
		新疆东戈壁钼矿	441.00	0.12%	141.58	0.14%
境外	铜	刚果 (金) TFM 铜钴矿	857.70	2.90%	182.60	2.20%
		澳洲 NPM 铜金矿	616.33	0.55%	132.83	0.55%
	钴	刚果 (金) TFM 铜钴矿	857.70	0.29%	182.60	0.31%
		澳洲 NPM 铜金矿	616.33	0.20 (g/t)	132.82	0.20 (g/t)
	钽	巴西矿区一	150.20	1.05%	48.90	0.96%
		巴西矿区二	452.10	0.28%	203.70	0.34%
磷	巴西矿区二	452.10	11.22%	203.70	12.16%	

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

公司巴西钼磷业务在 2020 年上半年取得了长足进步, 钼产量达到 4980 吨, 同比增长 17.32%, 钼销量达到 4856 吨, 同比增长 42.49%。我们认为公司钼产量增长主要是得益于回收率的提升。

表 3 洛阳钼业主要产品产/购销情况表 (吨)

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年同期增减 (%)	销售量比上年同期增减 (%)	2020 年产量预算
矿山采掘及加工						
钼	7070	7334	1025	-3.18	-7.31	12000-15000
钨	4664	4208	1529	-9.73	-16.36	7000-9000
铌	4980	4856	1007	17.32	42.49	10000-12000
磷肥 (HA+LA)	550183	482062	179856	4.47	-13.65	1009000-1234000
铜 (TFM)	90972	86347	12559	2.80	-8.35	163000-200000
钴	6543	9086	542	-24.05	33.47	14000-17000
铜 (NPM 80%权益)	13933	13863	718	-0.26	-4.38	24000-29000
金 (盎司)	10889	11683	-	10.73	11.17	20000-25000
主要产品	采购量	销售量	库存量	采购量比上年同期增减 (%)	销售量比上年同期增减 (%)	
矿产贸易						
矿物金属	1335178	1238129	388598	-	-	
精炼金属	1374788	1145232	571115	-	-	

资料来源: 洛阳钼业 2020 年半年报, 洛阳钼业 2019 年年报, 海通证券研究所

3. 持续推进降本增效, 对抗产品价格波动

受到新冠疫情的不利影响, 公司主要产品价格在 2020 年上半年均出现了不同程度的下降。2020 年上半年阴极铜价格同比下降 10.74%, 金属钴价格同比下降 5.03%, 钨钼价格同比均有 10-25% 的下滑。我们认为金属价格的下跌主要是受制于全球经济增速下滑, 产品价格下降也对公司盈利能力带来挑战。

表 4 公司主要产品国内外价格情况

产品	单位	2020H1	2019H1	同比 (%)
氧化钼	美元/磅钼	9.05	11.98	-24.46
钼精矿	人民币元/吨度	1538	1742	-11.71
钼铁	人民币万元/吨	10.58	11.77	-10.11
黑钨精矿	人民币元/吨度	1287.78	1446.15	-10.95
APT	人民币万元/吨	12.86	14.63	-12.10
阴极铜	美元/吨	5502	6164	-10.74
金属钴	美元/磅	15.67	16.50	-5.03
磷酸一钼	美元/吨	312	397	-21.41
铅精矿	美元/吨	1763	1960	-10.05
锌精矿	美元/吨	2049	2732	-25.00

资料来源: 洛阳钼业 2020 年半年报, 海通证券研究所

为了应对产品销售价格下滑, 公司积极推进降本增效计划。2020 年上半年, 公司矿业各业务板块生产运营成本实现同口径同比削减超过 10 亿元人民币, 其中, 刚果金铜钴板块实现生产运营现金成本削减超过 1 亿美元, 采矿单位付现成本同比下降 40.6%, 冶炼环节现金成本同比下降超过 6000 万美元; 中国钨钼业务通过缩短采购周期、加大采购频次、引入更多供应商参与竞争, 加强技术革新、优化生产工艺等措施, 实现生产运营现金成本下降超过 6000 万元人民币。

也得益于公司对于成本的严格控制, 公司在铜钴价格下滑的背景下, 2020 年上半年公司铜钴业务毛利率为 10.12%, 较 2019 年同期上涨 2.18 个百分点。公司通过推进降本增效, 有效对抗了价格波动。

4. 盈利预测与评级

我们认为随着疫情对铜钴下游需求的影响逐渐退去，铜钴价格有望持续回暖。公司作为全球领先的铜生产商之一，同时也是全球第二大的钴、钼生产商，未来将受益于 5G 和新能源汽车发展。

表 5 洛阳钼业分业务盈利预测 (万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铜钴业务:					
刚果 Tenke 项目					
销售收入	1438310	835073	945828	1060630	1189968
销售成本	917222	781807	846783	845024	858010
毛利	521088	53266	99045	215606	331958
毛利率	36.2%	6.4%	10.5%	20.3%	27.9%
铜金业务:					
澳洲 NPM 项目					
销售收入	145842	132264	128027	133454	138404
销售成本	103973	103095	102740	98671	94764
毛利	41869	29169	25287	34782	43640
毛利率	28.7%	22.1%	19.8%	26.1%	31.5%
钨业务:					
销售收入	231315	231569	189147	208535	229910
销售成本	87375	96298	102975	86499	95365
毛利	143940	135271	86173	122036	134545
毛利率	62.2%	58.4%	45.6%	58.5%	58.5%
钼业务:					
销售收入	214459	219164	212610	221199	230135
销售成本	108154	116317	145892	126488	135469
毛利	106304	102847	66718	94711	94667
毛利率	49.6%	46.9%	31.4%	42.8%	41.1%
磷肥业务:					
销售收入	289119	326673	280160	300051	321355
销售成本	256759	241758	243923	248802	253778
毛利	32361	84915	36236	51249	67577
毛利率	11.2%	26.0%	12.9%	17.1%	21.0%
铌业务:					
销售收入	183749	183474	219785	265940	321787
销售成本	147791	135272	168260	201744	241891
毛利	35959	48202	51524	64195	79896
毛利率	19.6%	26.3%	23.4%	24.1%	24.8%
贸易业务:					
销售收入	-	4917685	7491691	8240860	9064946
销售成本	-	4868508	7341857	8076043	8928972
毛利	-	49177	149834	164817	135974
毛利率	-	1.0%	2.0%	2.0%	1.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2020~2022 年归母净利 23.29、31.79、41.91 亿元, EPS 分别为 0.11、0.15、0.19 元/股, 我们预计公司 2020 年每股净资产为 2.01 元。参考可比公司估值给予公司 2020 年 50-55 倍 PE, 对应价值区间 5.50-6.05 元。给予公司 2020 年 2.5-3.0 倍 PB, 对应价值区间 5.03-6.03 元。结合两种估值方法, 对应合理价值区间 5.50-6.03 元/

股，维持“优于大市”评级。

表 6 可比公司估值情况 (2020-09-18 收盘价)

代码	公司名称	总市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)	
			TTM	2020E	2021E	2020E	2021E
300618.sz	寒锐钴业	210	135.15	74.81	37.64	9.39	
000630.sz	铜陵有色	247	29.92	31.38	27.42	1.31	
000878.sz	云南铜业	256	42.34	37.38	27.78	2.67	
603799.sh	华友钴业	441	102.33	59.18	35.10	5.03	
	平均		77.44	50.69	31.99	4.60	

资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 可比公司估值来源于 wind 一致预期,

5. 风险提示

疫情影响公司产品需求, 进而导致公司产品价格承压。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	68677	94672	104307	114965
每股收益	0.09	0.11	0.15	0.19	营业成本	65606	89524	96833	106082
每股净资产	1.89	2.01	2.14	2.32	毛利率%	4.5%	5.4%	7.2%	7.7%
每股经营现金流	0.08	0.40	0.28	0.27	营业税金及附加	813	947	1043	1150
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.10	营业税金率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	91	95	104	115
P/E	48.50	38.66	28.33	21.49	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	2.21	2.08	1.95	1.80	管理费用	1234	1136	1252	1380
P/S	0.26	0.19	0.17	0.16	管理费用率%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%
EV/EBITDA	11.40	10.58	6.18	4.64	EBIT	665	2687	4762	5893
股息率%	0.0%	1.2%	1.7%	2.4%	财务费用	1251	1812	1524	1296
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	1.9%	1.5%	1.1%
毛利率	4.5%	5.4%	7.2%	7.7%	资产减值损失	38	159	159	159
净利润率	2.7%	2.5%	3.0%	3.6%	投资收益	195	171	181	178
净资产收益率	4.6%	5.4%	6.9%	8.4%	营业利润	2222	1790	4164	5520
资产回报率	1.6%	1.9%	2.5%	3.2%	营业外收支	137	0	0	0
投资回报率	0.7%	5.1%	5.3%	6.5%	利润总额	2358	1790	4164	5520
盈利增长 (%)					EBITDA	4390	4007	6242	7560
营业收入增长率	164.5%	37.9%	10.2%	10.2%	所得税	593	-537	1041	1380
EBIT 增长率	-91.1%	303.7%	77.2%	23.8%	有效所得税率%	25.1%	-30.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-59.9%	25.4%	36.5%	31.8%	少数股东损益	-91	-3	-56	-51
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1857	2329	3179	4191
资产负债率	57.8%	58.2%	56.8%	55.8%					
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.7	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	货币资金	15648	22492	27199	31604
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.8	应收账款及应收票据	1511	1556	1715	1890
经营效率指标					存货	20731	22074	21224	23251
应收帐款周转天数	6.3	6.0	6.0	6.0	其它流动资产	16664	16305	15768	15899
存货周转天数	76.1	90.0	80.0	80.0	流动资产合计	54177	62052	65529	72267
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9	长期股权投资	1033	1321	1321	1321
固定资产周转率	2.9	4.0	4.6	5.4	固定资产	24440	23258	21899	20336
					在建工程	2387	3106	3788	4450
					无形资产	20794	20655	20534	20430
					非流动资产合计	62685	62128	61170	60007
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	116862	124180	126699	132274
净利润	1857	2329	3179	4191	短期借款	18589	18589	18589	18589
少数股东损益	-91	-3	-56	-51	应付票据及应付账款	2178	2207	1592	1744
非现金支出	3769	1479	1639	1826	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2468	1227	1217	1220	其它流动负债	13809	19427	19741	21456
营运资金变动	-6299	3714	25	-1370	流动负债合计	34575	40223	39922	41789
经营活动现金流	1704	8747	6004	5816	长期借款	16279	16279	16279	16279
资产	-2694	-719	-681	-663	其它长期负债	16512	15602	15602	15602
投资	-2380	-203	0	0	非流动负债合计	32791	31881	31881	31881
其他	2395	1074	1084	1081	负债总计	67367	71830	71530	73396
投资活动现金流	-2679	152	403	419	实收资本	4320	4320	4320	4320
债权募资	720	-910	0	903	归属于母公司所有者权益	40803	43385	46262	50021
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	8693	8690	8634	8583
其他	-10967	-1145	-1700	-2733	负债和所有者权益合计	116862	124179	126699	132274
融资活动现金流	-10247	-2055	-1700	-1830					
现金净流量	-11223	6844	4707	4405					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 18 日; (2)以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
甘嘉尧 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,赤峰黄金,赣锋锂业,博威合金,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,鄂尔多斯,紫金矿业,永兴材料,川能动力,沙钢股份,安宁股份,宝钢股份,中信特钢,太钢不锈钢,天华超净,华友钴业,四通新材,菲利华,南钢股份,银泰黄金,盛达资源,洛阳钼业,中矿资源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。