

2018年1月17日

## 洛陽鉬業 (3993.HK)，銅鈷雙核驅動，鉬鎢錦上添花

洛陽鉬業的業績增長速度符合預期，2017年前3季營業收入人民幣177.07億元，同比增長406%；營業利潤人民幣16.05億元，同比增長175%。公司與傳統週期股不一樣，因為產品組合中擁有鈷，在經濟低迷時依然具備較強的抗週期能力，享受新能源汽車高景氣帶來的盛宴。同時，一旦全球經濟復甦，又能享受銅等有色大宗商品價格上漲帶來的紅利，可謂“進可攻，退可守”。

### 投資重點

- **銅：**供給端趨緊及全球經濟復蘇帶來的需求端改善支撐銅價上漲。截至目前，國內銅價為5.5萬元/噸，創出近四年來新高。公司收購剛果Tenke銅鈷礦後，17年的銅計畫產量約為25萬噸，位居國內第一。根據業績敏感性分析，銅價上漲5%至5.775萬元/噸，預計增加的收入為6.96億元，預計增加的淨利為2.05億元。
- **鈷：**供需缺口及資本的介入助推鈷價上漲。17年1月-18年1月11日，國內鈷均價從27.08萬元/噸上漲至55.08萬元/噸，漲幅為103.4%。根據業績敏感性分析，鈷價上漲10萬元至50萬元/噸，預計增加收入為16億元，預計增加的淨利為4.7億元。
- **鉬鎢：**受益下游鋼鐵行業供給側改革帶來產能復蘇。截至2018年1月11日，國內鉬鐵價格已經上漲至10.75萬元/噸，較2017年低點漲幅達49%。
- **投資建議：**預計17年和18年EPS分別為0.2港元、0.29港元，現價對應PE分別為29.4倍、20.27倍。給予18年H股25倍PE，上調目標價為7.25港元，H股較A股折價52.33%，H股有估值優勢，給予“買入”評級。

評級: 買入

目標價: \$7.25 港元

現價: \$5.98 港元

潛在上升幅度: 21.3%

### 股票資料

H股在外流通數目: 3,933 百萬  
A股在外流通數目: 17,666 百萬  
H股市值: 190 億港元  
主席: 李朝春

人民幣(百萬)	2015	2016	2017E	2018E
銷售	4,196	6,949	25,644	37,660
按年增長	-37%	65.6%	269%	46.85%
淨利潤	761	998	3313	5,408
按年增長	-58.3%	31.1%	231.96%	46.87%
在外流通數目(百萬)	16,005	16,887	18,850	21,599
每股盈利(港元)	0.056	0.067	0.2	0.29
市盈率(倍)	24.3	28.2	29.4	20.27
市帳率(倍)	1.2	1.5	1.5	1.3

資料來源: 彭博資訊, 邦盟滙駿基金管理有限公司預測

表：銅價走勢圖(單位: 每噸, 美元)

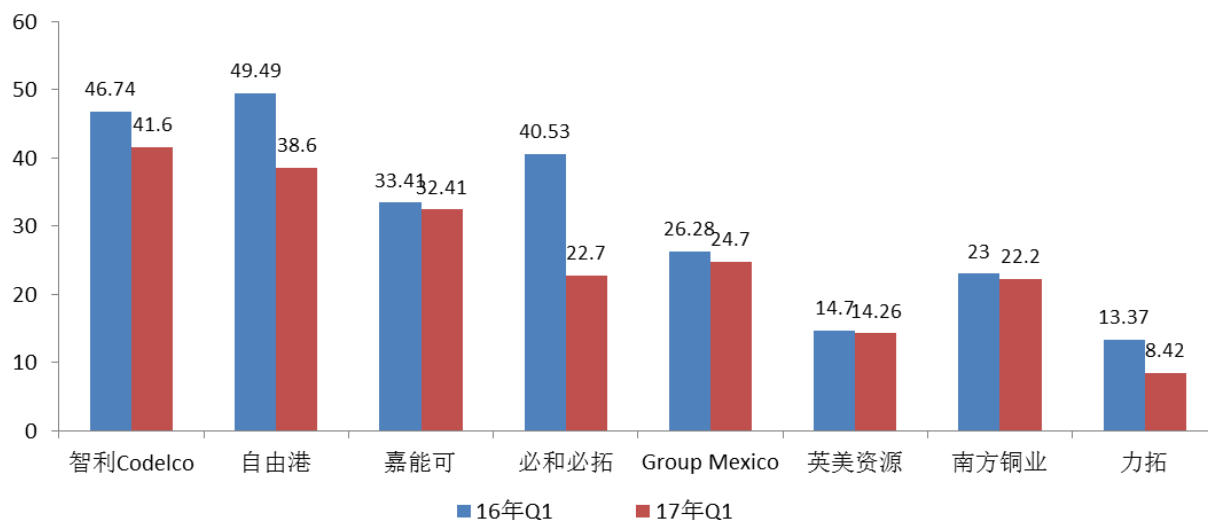


資料來源: 彭博資訊

➤ **銅供給端：受罷工、減停產影響，銅產量同比下降。**

從全球來看，現有銅礦 40%以上來自拉丁美洲，由於當地不斷的罷工影響，礦山企業的增產計畫也屢屢受阻，預計未來全球銅礦供給的增速將繼續放緩。國內方面，新出臺的廢銅進口政策也在一定程度上影響了銅的供應。另外，由於銅礦山開採時間較長，礦山品位也逐年下降，開採成本逐步上行。而國內隨著環保監管趨嚴，國內精煉銅產能增速也將趨緩。

圖3：2017年Q1全球大型銅礦企業銅產量同比均下降

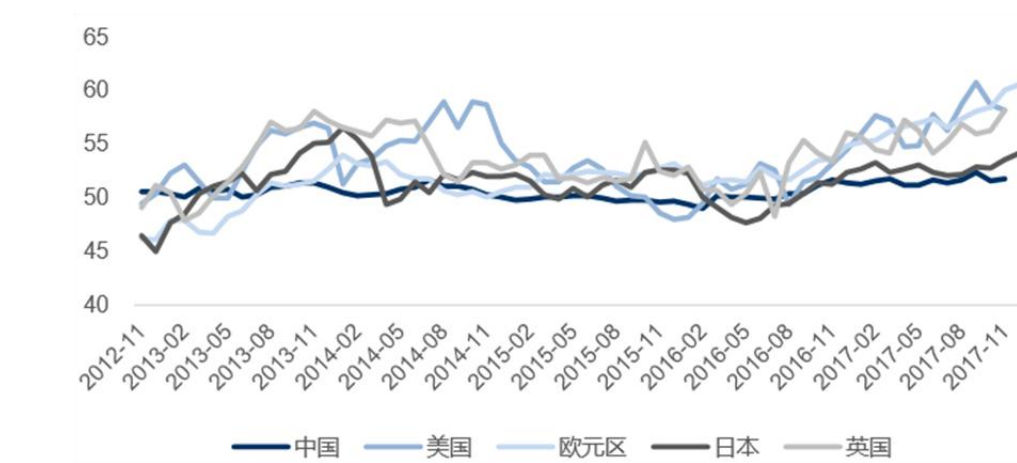


資料來源: 礦冶園

➤ **銅需求端：全球經濟廣泛復蘇帶來的需求增長。**

中國是銅消費的第一大國，受“一帶一路”基建建設及新能源汽車的拉動，國內銅消費需求將迎來增長。亞洲發展銀行估算，2016年至2020年“一帶一路”沿線國家基礎設施投資需求至少在6萬億美元以上。根據世界金屬統計局的預計，至2020年，中國銅需求量將達到1274.11萬噸，相比2017年需求量增長7.56%。海外需求方面，2017年全球經濟的廣泛復蘇為銅需求增長奠定了良好的基礎，

圖4：全球各国制造业PMI指数开始回升



资料来源：Wind

### ► 銅產量位居國內第一。

2016 年洛陽鋁業收購剛果 Tenke 銅鈷礦山，2017 年計畫銅產量為 25.3 萬噸，超越江西銅業，位居國內第一。紫金礦業最近幾年也通過收購剛果金卡莫阿銅礦、科盧韋奇銅礦等礦山，銅產量有了較高的提升。2017 年計畫銅產量為 20 萬噸，隨著後續新增銅礦的投產，預計 2020 年紫金礦業的銅產量有望達到 40.6 萬噸。當前 LME 銅的價格處於歷史週期相對低位，隨著全球經濟的復蘇，尤其是國內“一帶一路”基建和新能源汽車的推動，銅價將迎來反彈。

表1：国内铜产量分布 单位：万吨

公司	项目	2016年	2017E
洛阳铝业	NPM铜产量	3.67	3.62
	Tenke铜产量	2.3	21.9
洛阳铝业铜产量小计		5.98	25.3
江西铜业	铜产量	20.99	20.94
紫金矿业	铜产量	15.5	20.01
云南铜业	铜产量	5.58	4.61
铜陵有色	铜产量	4.78	4.93

资料来源：公司公告

表2：紫金矿业铜计划产量 单位：万吨

矿山	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
紫金山铜矿	5.6	7.6	8.2	8.8	9.5
阿舍勒铜矿	4	4	4	4	4
多宝山铜矿	2.5	2.5	3.7	9	9
塔什特克矿	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
科卢韦齐铜矿	-	2.7	6	6	6
卡莫阿铜矿	-	-	-	-	8.7
其他	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
铜产量合计	15.5	20.2	25.3	31.2	40.6

资料来源：公司公告

### ► 銅價上漲對公司收入和淨利的敏感分析。

基於公司 2017 年計畫的銅金屬產量為 25.3 萬噸，假設產銷平衡，並以當前銅價 5.5 萬元/噸為測算起點，淨利率採用調整後的 17 年半年度報告中的銅鈷礦分部報告中的淨利率。主要的調整事項包括收購的銅鈷礦或有對價公允價值變動和支付收購款向銀行借款的利息支出。這兩項期間費用影響的是短期，屬於非經常性損益，在測算過程中給予剔除不考慮。根據測算模型，銅價上漲 5%至 5.775 萬元/噸，預計增加收入為 6.96 億元，預計增加的淨利為 2.05 億元。

表3: 铜价对公司业绩弹性测算

铜金属量 (万吨)	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
铜价 (万元/吨)	5.5	5.775	6.05	6.325	6.6	6.875	7.15	7.425	7.7
价格涨幅 (%)	-	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
价格变动 (万元/吨)	-	0.275	0.55	0.825	1.1	1.375	1.65	1.925	2.2
增加的收入 (亿元)	-	6.96	13.92	20.87	27.83	34.79	41.75	48.70	55.66
净利率 (%)	-	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
增加的净利润 (亿元)	-	2.05	4.09	6.14	8.18	10.23	12.27	14.32	16.36

資料來源:邦盟滙駿基金管理有限公司整理和預測

表: 鈷價走勢圖 (單位: 每噸, 美元)

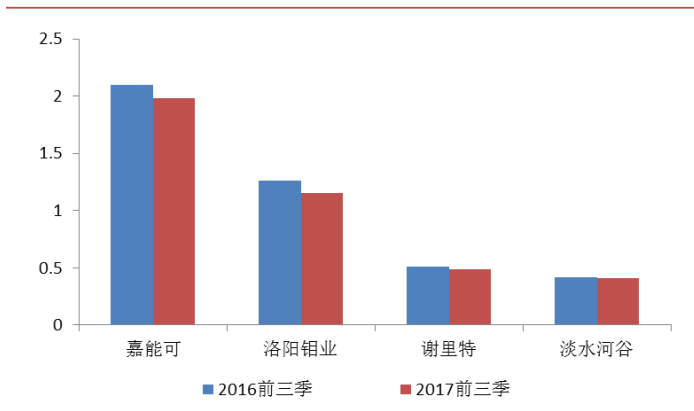


資料來源: 彭博資訊

➤ 鈷供給端: 2017年前三季度, 大型鈷礦產量繼續下降。

根據嘉能可、洛陽鉬業、Vale 以及 Sherritt 公佈的 2017 年三季報顯示, 這四家企業前三季度鈷產量約為 4.05 萬噸, 同比下滑將近 6%。2017 年前三季度, 嘉能可鈷產量為 1.98 萬金屬噸, 同比下降 5.7%; 洛陽鉬業 Tenke 鈷產量約為 1.16 萬金屬噸, 同比下降 8.9% 左右; 謝裡特所有的兩座礦山 Moa Nickel 和 Ambatovy 總產量約為 4992 金屬噸, 同比減少 3.9%; 淡水河谷鈷產量為 4160 噸, 同比下降 0.9%。

图5: 前四大钴矿企业钴产量同比下降



數據來源: 公司公告

### ➤ 鈷供給端：2018年鈷新增產能有限，複產產能釋放緩慢。

2018-2019年，鈷新增產量主要來自於嘉能可、歐亞資源和等國際大型鈷礦企業紛紛開始進行複產、擴產。但是，因為鈷產能建設時間長，所以國際上目前的大部分項目最早也只能在18年之後投產，考慮產能爬坡期和礦山運輸時間等問題，新增產能投放帶來的實際新增產量或非常有限，供給在資源端的弱彈性是鈷價上漲的核心因素之一。

表4：2017-2019年，鈷新增產能情況

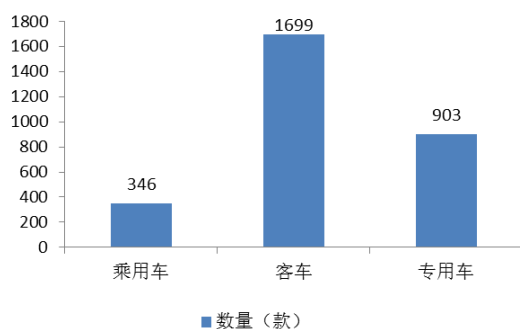
投產時間	公司	項目	新增產能
2017年	萬寶礦業	Comika礦山	3000噸
	shalina礦山	Etoile礦山	擴產至4000噸
2018年	嘉能可	KCC復產	擴產至1.5-3萬噸
	華友鈷業	PE527	3500噸
		Mikas	1000噸
2019年	中色集團	Deziwa	約1萬噸
	歐亞資源	RTR一期	1.4萬噸

數據來源：公司公告

### ➤ 鈷需求端：三元鋰電池滲透率進一步提高，拉動鈷的需求。

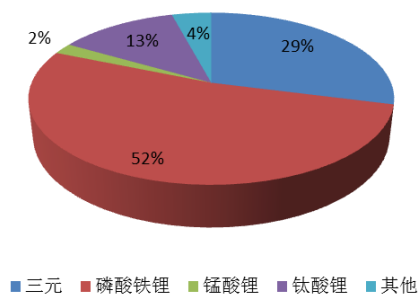
2017年1-10月，工信部發佈了十批《新能源汽車推薦車型目錄》共2948款，其中乘用車346款，客車1699款，專用車903款。從各車型搭載的電池採用技術路線來看，採用三元鋰電池的車型為855款，占比為29%，滲透率進一步提高。三元鋰電池在乘用車的滲透率為74.85%，在專用車的滲透率為65.67%。三元鋰電池是提高新能源汽車能量密度進而提高續航里程的唯一技術路徑，三元鋰電池的滲透將拉動鈷的需求。

圖6：前十批新能源汽車推薦車型目錄



數據來源：工信部

圖7：三元鋰電池滲透率為29%



數據來源：工信部

### ➤ 鈷價上漲對公司收入和淨利的敏感分析。

基於公司2017年計畫的鈷金屬產量為1.6萬噸，假設產銷平衡，並以鈷價40萬元/噸為測算起點，淨利率採用調整後的17年半年度報告中的銅鈷礦分部報告中的淨利率。主要的調整事項包括收購的銅鈷礦或有對價公允價值變動和支付收購款向銀行借款的利息支出。這兩項期間費用影響的是短期，屬於非經常性損益，在測算過程中給予剔除不考慮。根據測算模型，鈷價上漲10萬元至50萬元/噸，預計增加收入為16億元，預計增加的淨利為4.7億元。

表5: 钴价对公司业绩弹性测算

钴金属量 (万吨)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
钴价 (万元/吨)	40	45	50	55	60	65	70	75	80
价格变动 (万元/吨)	0	5	10	15	20	25	30	35	40
增加的收入 (亿元)	0	8	16	24	32	40	48	56	64
净利率 (%)		29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
增加的净利润 (亿元)	0	2.35	4.70	7.06	9.41	11.76	14.11	16.46	18.82

資料來源:邦盟滙駿基金管理有限公司整理和預測

- **投資建議:** 截至 2018 年 1 月 17 日, 洛陽鋁業 A 股收盤價為 8.07 元/股, H 股收盤價為 5.98 港元/股, A/H 溢價 55.2%, H 股有估值優勢。預計公司 17 年和 18 年的 EPS 分別為 0.2 港元、0.29 港元, H 股現價對應的 PE 分別為 29.9 倍、20.62 倍。參照 A 股同行業 18 年 41 倍 PE 均值, 給予 H 股 18 年 25 倍 PE, 上調目標價為 7.25 港元, 給予“買入”評級。

表6: 17年和18年盈利预测

矿山	产品	17年计划产量 (吨)	18年计划产量 (吨)	17年均价 (万元/吨)	18年均价 (万元/吨)	17年预测收入 (万元)	18年预测收入 (万元)
三道庄、上房沟和新疆矿山三座矿山	铝	16000	16000	11.2	22.5	179,200	360,000
	钨	11000	11000	10.8	12.96	118,800	142,560
NPM铜金矿80%股权	铜 (NPM80%权益计算)	34000	34000	3.8	5.5	129,200	187,000
	收入小计 (万元)						427,200
2016年收购英美资源旗下砷磷矿山 (购买日2016年10月1日)	砷	8000	8000	28.8	34.56	230,400	276,480
	磷	1182000	1182000	0.3	0.36	354,600	425,520
2016年收购自由港旗下Tenke铜钴矿80%权益 (购买日2016年11月17日)	铜 (Tenke80%权益计算)	219000	219000	3.8	5.5	832,200	1,204,500
	钴 (Tenke80%权益计算)	18000	18000	40	65	720,000	1,170,000
红色区域预测收入小计 (万元)						2,137,200	3,076,500
收入总计 (万元)						2,564,400	3,766,060
净利率 (%)						12.92%	14.36%
净利 (亿元)						33.13	54.08
加权平均股本						188.5	215.99
EPS (港元/股)						0.2	0.29

資料來源:邦盟滙駿基金管理有限公司整理和預測

## ➤ 附錄：17 和 18 年預測利潤表

表7：17年和18年預測利潤表

單位：億元人民幣

科目	15A	16A	17E	18E
一、營業收入	41.97	69.5	256.44	376.6
減：營業成本	26.22	46.24	158.15	241.0
營業稅金及附加	2.42	2.3	3.21	4.05
銷售費用	0.85	0.9	2.13	2.69
管理費用	3.57	7.15	10.13	12.78
財務費用	0.46	4.08	16.12	13.84
資產減值損失	2.3	3.52	0.12	0.12
加：公允價值變動	-0.02	0.46	-3.74	-0.96
投資收益	1.16	1.74	0.96	0.96
二、營業利潤	7.27	7.51	63.79	102.09
營業外收入	0.5	4.67	0.60	0.6
減：營業外支出	0.95	0.28	0.92	0.92
三、利潤總額	6.83	11.90	63.47	101.77
減：所得稅	-0.20	1.70	20.41	37.66
四、淨利潤	7.03	10.19	43.05	64.12
歸屬淨利潤	7.61	9.98	33.13	54.08
少數股東損益	-0.58	0.21	9.92	10.04

資料來源：邦盟滙駿基金管理有限公司整理和預測

**免責聲明**

讀者應審慎注意 (i) 本文所提及的證券的價格和價值以及來自該等證券的收益可能有所波動；(ii) 過去表現不反應未來業績；(iii) 本文中的任何分析、評級及建議為長期性質的（至少 12 個月），且與有關證券或公司可能出現的表現的短期評估無關聯。本文內容之資訊相信從可靠之來源所得，但邦盟滙駿基金管理有限公司，其關聯公司及／或附屬公司（統稱「邦盟滙駿基金管理」）不對任何人士或任何用途就本文資訊的完整性或準確性或適切性作出任何形式擔保、陳述及保證（不論明示或默示）。本文的資訊並非旨在對任何有意投資者構成或被視為法律、財務、會計、商業、投資、稅務或任何專業意見，因此不應因而作為依據。本文僅作參考資訊用途，在任何司法管轄權下的地方均不應被視為購買或銷售任何產品、投資、證券、交易策略或任何類別的金融工具的要約或招攬。邦盟滙駿基金管理不對收件人就本報告中涉及的證券的可用性（或相關投資）做任何陳述。本文作出的意見及建議並沒有考慮有意投資者的財政情況、投資目標或特殊需要，亦非擬向有意投資者作出特定證券、金融工具及策略的建議。本文的收件人應僅將本文作為其做出投資決定時的其中一個考慮因素，並應自行對本文所提及的公司之業務、財務狀況及前景作出獨立的調查。收件人須對本文所載之資訊的相關性、準確性及足夠性作其各自的判斷，並在認為有需要或適當時就此作出獨立調查。收件人如對本文內容有任何疑問，應徵求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。

邦盟滙駿基金管理公司及其附屬公司或關聯公司有可能與報告所述公司有業務關聯，其角色可能為做市商或承銷商。邦盟滙駿集團及其附屬機構以及/或其高級職員、董事及雇員可能會與本文所提及的證券發行人進行業務往來，包括投行業務或直接投資業務，或不時自行及／或代表其客戶持有該等證券（或在任何相關的投資中）的權益（和/或遲後增加或處置）。因此，投資者應注意邦盟滙駿基金管理可能存在影響本文客觀性的利益衝突，而邦盟滙駿基金管理將不會因此而負上任何責任。此外，本文所載資訊可能與邦盟滙駿基金管理關聯人士，或其它成員，或邦盟滙駿基金管理發表的意見不同或相反。

**評級定義：**

股票評級(12 個月)	解釋
買入	于未來 12 個月預期回報為高于 15%
持有	于未來 12 個月預期回報在-15%至 15%之間
沽售	于未來 12 個月預期回報低于-15%
投機性買入	于未來 6 個月預期回報為高于 20%，並涉及較大風險
投機性沽售	于未來 6 個月預期回報為低于 20%，並涉及較大風險
行業評級	解釋
跑贏大市	與恒生指數相對表現 $\geq$ 10%
中性	與恒生指數相對表現-10%至+10%
跑輸大市	與恒生指數相對表現 $\leq$ -10%

地址: 香港灣仔港灣道 6-8 號瑞安中心 9 樓 909-916室

電話: (852) 3582 2777

電郵: hkcs@bmifm.com