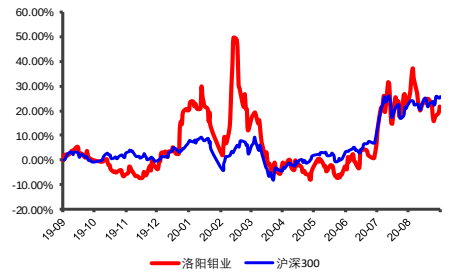
降本增效对冲疫情影响，矿业贸易增厚公司业绩

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-09-02
收盘价（元）	4.23
近 12 个月最高/最低（元）	5.46/3.23
总股本（百万股）	21,599
流通股本（百万股）	17,666
流通股比例（%）	81.79
总市值（亿元）	859
流通市值（亿元）	747

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com
研究助理：翁嘉敏
执业证书号：S0010120070014
电话：13777083119
邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

事件：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 467.44 亿元，同比增长 368.44%；实现归母净利润 10.08 亿元，同比增加 24.73%；实现扣非归母净利润 5.07 亿元，同比减少 27.21%，基本每股收益 0.047 元，同比增加 27.03%。

主要观点：

降本增效成果显著，抵御市场价格波动影响

分季度来看， 2020Q2 实现营收 243.61 亿元，同比增 342.89%，环比增 8.8%；实现归母净利润 5.60 亿元，同比增 15.13%，环比增 25%；实现扣非后归母净利润 2.98 亿元，同比减 45.72%，环比+42.18%。2020Q2 公司业绩上涨幅度较显著，主要有两个原因：1）公司持续推进降本增效，多措并举效果显著。根据本期中报，公司在报告期内矿业业务板块运营成本同比削减超 10 亿元人民币，其中刚果（金）铜钴板块生产运营现金成本削减超过 1 亿美元，冶炼环节现金成本下降超 6000 万美元。公司在产品综合销售售价降低的情况下，通过一系列降本增效举措，矿业毛利率环比上升，为公司业绩提升的关键。2）公司 IXM 海外销售业务取得较好的业绩，通过公允价值变动收益贡献净利润增量，2020H1 实现归母净利润 3. 00 亿元。公司依托 IXM 完善的全球供应链和客户体系，推进业务融合和资源贡献，成为公司新的利润增长点。

费用率结构优化，经营净现金流大幅提升

由于 IXM 矿产贸易属于公司新增业务，2020H1 实现营收 374 亿元，占公司销售额约 80%，剔除矿产贸易部分，我们测算：费用率方面，公司 2020H1 销售费用率为为 0.46%，同比基本持平；管理费用率及财务费用率上升，分别为 7.03%、7.49%，主要系本期 IXM 基本金属贸易业务推进所致；研发费用率 0.49%，同比下降 1.14 百分点，主要是受新冠疫情影响，公司减少研发方面的投入。

现金流方面，公司 2020H1 经营净现金流 42.51 亿元，同比大幅提升 90.66%，主要有两方面原因：1）矿业板块铜钴业务因商品价格上涨而业绩改善明显；2）IXM 基本金属贸易对公司业务贡献显著。此外，报告期内公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 10.90 亿元，较去年同期略有增长，主要涉及铜钴及钼钨项目的开发。

借助 IXM 物流网络，公司矿业板块生产运营稳定

IXM 是继嘉能可和托克之后全球第三大金属贸易商，公司 2019 年 7 月成功收购 IXM100%股权并完成交割。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。由于 IXM 在铜铝钴铌等矿物品种方面具备丰富的经营经验，能与公司四大矿业业务板块形成互补优势，

有效改善公司现金流情况。IXM2020H1 贡献归母净利润 3.00 亿元，占公司上半年归母净利润的 30%，较大程度缓解上半年疫情对公司矿业板块的运营压力，体现业务模式抗周期性特点。随着业务合作不断深入，公司金属贸易服务将进一步提升。

双轮驱动业务增长模式：内需性增长+外源性扩张

公司董事会同意聘任孙瑞文先生担任公司总裁，全面负责公司日常经营和管理工作。公司在并购方面具备成功的项目经验，但在后期运营管理仍存在一定的提升空间。孙瑞文先生具备丰富的矿业企业管理经验，对境外资源开发拥有独特的专业见解，担任总裁后，其强大的专业背景将助推公司管理组织升级再上新台阶。此外，公司未来将更好地实践“内需性增长+外源性扩张”双轮驱动的业务增长模式：一是扩建成本低风险小的扩建模式，将资源储备能力快速转化为产量；二是积极寻找优质矿山资源，持续关注矿山投资机会。

投资建议

公司是我国有色金属采选行业龙头，随着矿产贸易业务的不断深入，公司有望进一步发挥与矿山业务协同，优化资源配置和战略决策，不断拓展降本增效空间。我们预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 24.80/29.14/31.18 亿元，同比增速分别为 33.6%/17.5%/7.0%，对应 PE38.05X/32.40X/30.27X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

海外疫情反复;项目扩张项目进度不及预期;金属产品价格波动的风险。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68677	105968	110253	118728
收入同比(%)	164.5%	54.3%	4.0%	7.7%
归属母公司净利润	1857	2480	2914	3118
净利润同比(%)	-59.9%	33.6%	17.5%	7.0%
毛利率(%)	4.5%	5.2%	5.3%	5.2%
ROE(%)	4.6%	5.7%	6.3%	6.3%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.13	0.14
P/E	50.71	38.05	32.40	30.27
P/B	2.31	2.18	2.04	1.91
EV/EBITDA	10.74	8.11	8.80	9.21

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

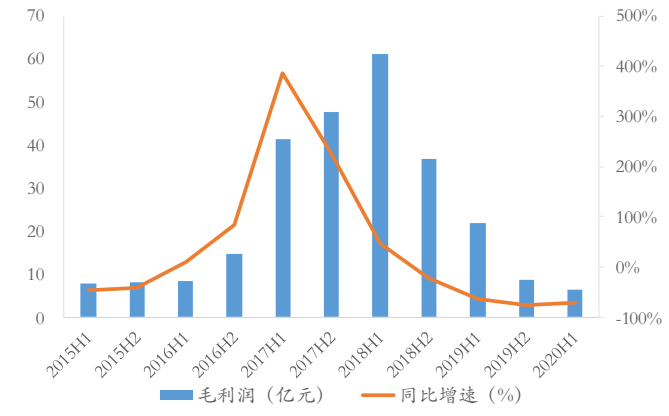
1 公司主要财务数据 5
2、盈利预测与投资建议 8
2.1 公司分业务盈利预测 8
2.2 投资建议 8
风险提示： 9
财务报表与盈利预测 10

图表目录

图表 1 公司半年度营收及增速（亿元，%）.....5
图表 2 公司半年度毛利润及增速（亿元，%）.....5
图表 3 公司毛利率和净利率变化情况（%）.....5
图表 4 公司 ROE 变化情况（%）.....5
图表 5 公司费用率变化情况（%）.....5
图表 6 公司半年度资本支出情况（亿元）.....5
图表 7 公司存货周转天数与应收账款周转天数（天）.....6
图表 8 分产品收入构成（不含矿业贸易，百万元）.....6
图表 9 分产品毛利构成（不含矿业贸易，百万元）.....6
图表 10 分产品毛利变化（不含矿业贸易，%）.....6
图表 11 公司分版块收入、毛利及毛利率变化（百万元，%）.....7
图表 12 公司主要产品产量情况及完成度.....7
图表 13 公司收入历史、预测拆分.....8

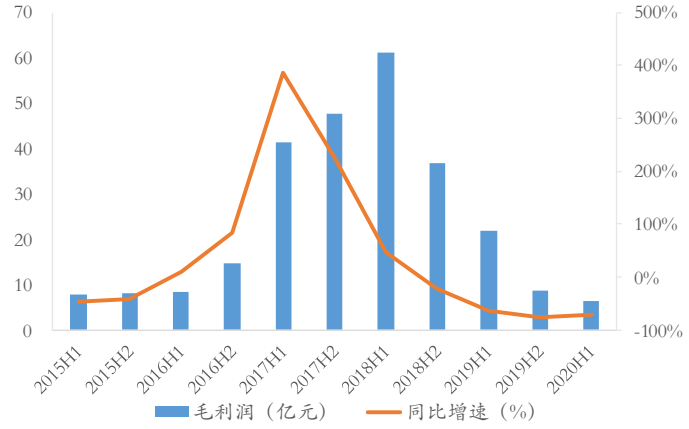
1 公司主要财务数据

图表 1 公司半年度营收及增速（亿元，%）



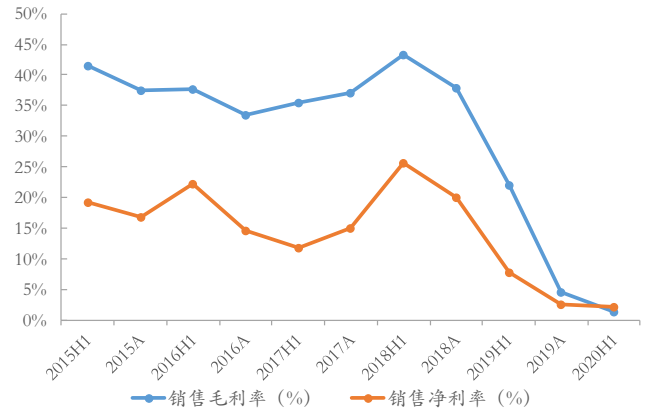
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司半年度毛利润及增速（亿元，%）



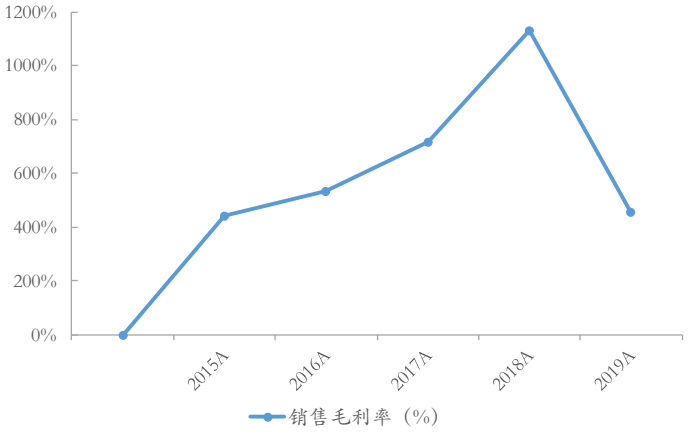
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利率和净利率变化情况（%）



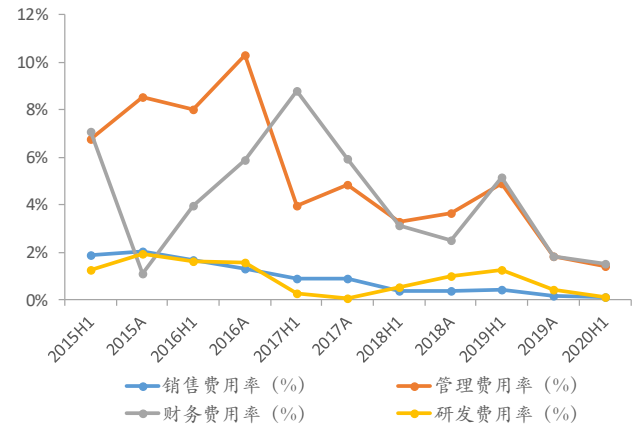
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况（%）



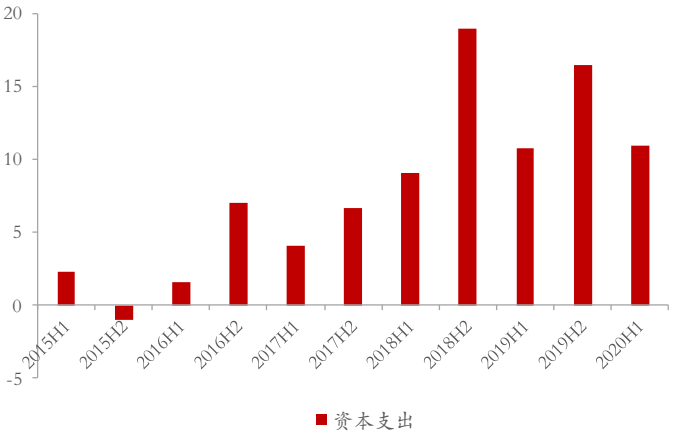
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司费用率变化情况（%）



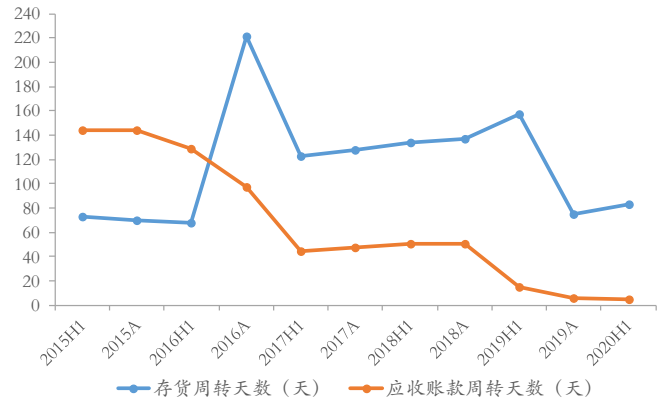
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司半年度资本支出情况（亿元）



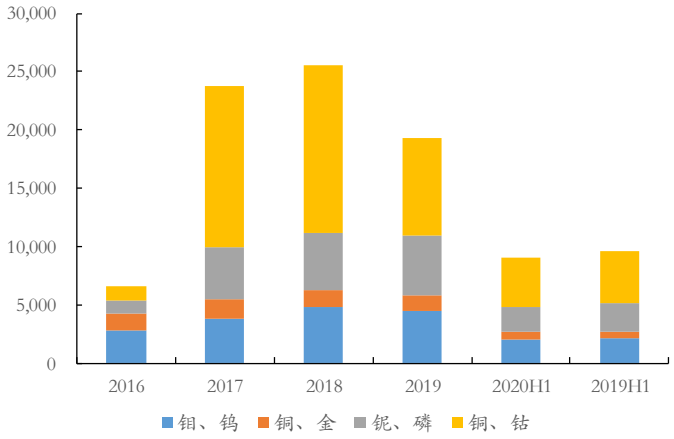
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司存货周转天数与应收账款周转天数（天）



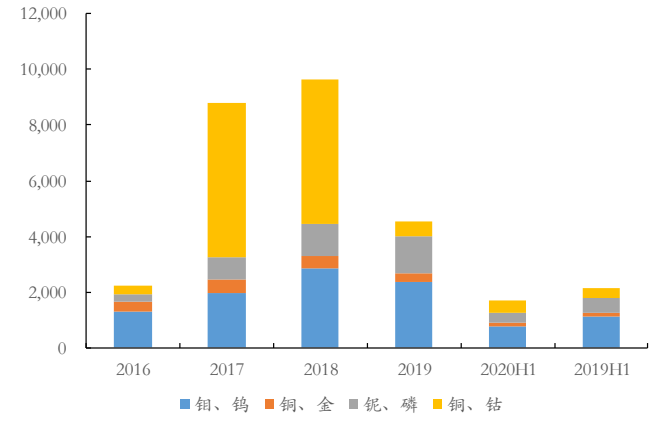
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 分产品收入构成（不含矿业贸易，百万元）



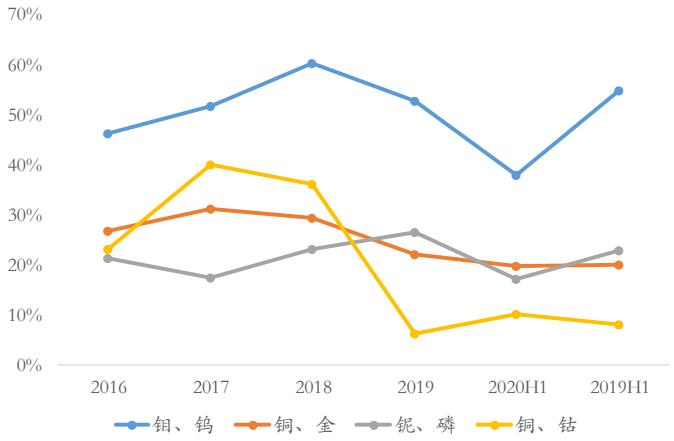
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 分产品毛利构成（不含矿业贸易，百万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 分产品毛利变化（不含矿业贸易，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司分版块收入、毛利及毛利率变化（百万元，%）

收入（不考虑矿产贸易，百万元）							
	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1	2020H1 同比
铜钴	1,296.15	13,844.64	14,373.80	8,331.87	4,296.67	4,474.72	-3.98%
铌磷	1,140.26	4,504.27	4,976.72	5,099.21	2,142.08	2,354.59	-9.03%
钼钨	2,815.66	3,772.29	4,749.13	4,505.45	2,009.14	2,070.59	-2.97%
铜金	1,381.20	1,663.83	1,458.26	1,322.52	640.11	651.96	-1.82%
毛利（不考虑矿产贸易，百万元）							
	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1	2020H1 同比
铜钴	299.80	5,542.01	5,201.88	514.08	434.82	355.29	22.38%
铌磷	241.28	785.54	1,144.65	1,342.11	364.15	534.73	-31.90%
钼钨	1,304.21	1,952.91	2,860.40	2,377.53	763.87	1,136.55	-32.79%
铜金	367.54	518.12	427.42	291.62	126.42	129.41	-2.31%
毛利率							
	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019H1	同比
铜钴	23.13%	40.03%	36.19%	6.17%	10.12%	7.94%	2.18%
铌磷	21.16%	17.44%	23.00%	26.32%	17.00%	22.71%	-5.71%
钼钨	46.32%	51.77%	60.23%	52.77%	38.02%	54.89%	-16.87%
铜金	26.61%	31.14%	29.31%	22.05%	19.75%	19.85%	-0.10%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 公司主要产品产量情况及完成度

	产量	2020H1	2019H1	同比	2019全年	2020规划量		2020H1完成度	
						下限	上限	下限	上限
TFM	铜金属量（吨）	90,972	88,493	2.80%	177,956	163,000	200,000	55.81%	45.49%
	钴金属量（吨）	6,543	8,614	-24.04%	16,098	14,000	17,000	46.74%	38.49%
钼钨板块	钼金属量（吨）	7,070	7,302	-3.18%	14,918	12,000	15,000	58.92%	47.13%
	钨金属量（吨）	4,664	5,166	-9.72%	10,722	7,000	9,000	66.63%	51.82%
	铁精矿（65%，万吨）	7			2				
铌磷板块	磷肥（吨）	550,183	526,643	4.47%	1,097,623	1,234,000	1,234,000	44.59%	44.59%
	铌金属量（吨）	4,980	4,245	17.31%	7,489	12,000	12,000	41.50%	41.50%
NPM	铜金属量（吨）	13,933	13,970	-0.26%	28,591	29,000	29,000	48.04%	48.04%
（80%权益）	黄金产量（盎司）	10,889	9,834	10.73%	19,781	25,000	25,000	43.56%	43.56%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2、盈利预测与投资建议

2.1 公司分业务盈利预测

图表 13 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
矿山采掘及加工					
钼、钨					
营收（百万元）	4,749.13	4,505.45	4,662.58	4,851.14	5,224.04
成本（百万元）	2,860.40	2,377.53	2,238.04	2,425.57	2,612.02
毛利率（%）	60.23%	52.77%	52.00%	50.00%	50.00%
铜、金（NPM）					
营收（百万元）	1,458.26	1,322.52	1,483.55	1,543.54	1,662.19
成本（百万元）	1,030.85	1,030.91	1,186.84	1,203.96	1,363.00
毛利率（%）	29.31%	22.05%	20.00%	22.00%	18.00%
铌、磷					
营收（百万元）	4,976.72	5,099.21	5,086.45	5,292.15	5,698.95
成本（百万元）	3,832.08	3,757.09	3,916.57	4,180.80	4,673.14
毛利率（%）	23.00%	26.32%	23.00%	21.00%	18.00%
铜、钴（TFM）					
营收（百万元）	14,373.80	8,331.87	9,960.96	10,363.79	11,160.44
成本（百万元）	9,171.92	7,817.79	9,164.09	9,327.41	9,821.19
毛利率（%）	36.19%	6.17%	8.00%	10.00%	12.00%
矿产贸易及其他					
营收（百万元）		49,176.00	84,774.15	88,202.49	94,982.50
成本（百万元）		50,651.28	83,926.41	87,320.46	94,032.67
毛利率（%）		-3.00%	1.00%	1.00%	1.00%

注：由于会计准则要求，IXM金属贸易业务损益计入公允价值变动损益，因此毛利率整体表现较弱。公允价值变动损益已通过资产预测调整

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 投资建议

公司是我国有色金属采选行业龙头，随着矿产贸易业务的不断深入，公司有望进一步发挥与矿山业务协同，优化资源配置和战略决策，不断拓展降本增效空间。我们预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 24.80/29.14/31.18 亿元，同比增速分别为 33.6%/17.5%/7.0%，对应 PE38.05X/32.40X/30.27X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示：

海外疫情反复；项目扩张项目进度不及预期；金属产品价格波动的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	54178	75710	75924	79525
现金	15648	16000	16500	17000
应收账款	1511	3905	3449	3751
其他应收款	1119	3336	3071	3222
预付账款	1065	1250	1378	1513
存货	20731	35834	36757	39099
其他流动资产	14104	15384	14770	14941
非流动资产	62685	70794	75078	80061
长期投资	1033	1033	1033	1033
固定资产	24440	28683	30976	33673
无形资产	20447	23593	24903	26526
其他非流动资	16765	17484	18166	18828
资产总计	116862	146504	151002	159587
流动负债	34575	61612	63128	68534
短期借款	18589	35907	37918	42909
应付账款	1945	4878	4773	4948
其他流动负债	14042	20827	20437	20678
非流动负债	32791	32791	32791	32791
长期借款	16279	16279	16279	16279
其他非流动负	16512	16512	16512	16512
负债合计	67367	94403	95919	101325
少数股东权益	8693	8817	8887	8947
股本	4320	4320	4320	4320
资本公积	27583	27583	27583	27583
留存收益	8900	11380	14294	17412
归属母公司股东	40803	43283	46197	49315
负债和股东权	116862	146504	151002	159587

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1704	-4221	6460	4082
净利润	1857	2480	2914	3118
折旧摊销	3725	4494	4005	4064
财务费用	2078	836	981	1034
投资损失	-195	-505	-510	-519
营运资金变动	-6299	-11462	-209	-2686
其他经营现金	8694	13877	2403	4875
投资活动现金	-2679	-11909	-6990	-7539
资本支出	-2694	-12614	-8300	-9058
长期投资	-2380	0	0	0
其他投资现金	2395	705	1310	1519
筹资活动现金	-10247	16482	1030	3957
短期借款	14001	17318	2011	4991
长期借款	-3918	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-20330	-836	-981	-1034
现金净增加额	-10848	352	500	500

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68677	105968	110253	118728
营业成本	65606	100432	104458	112502
营业税金及附加	813	1060	1103	1187
销售费用	91	106	110	119
管理费用	1234	848	992	1187
财务费用	1251	678	819	866
资产减值损失	-38	-11	-11	-12
公允价值变动收益	-2704	-200	-800	-1000
投资净收益	195	505	510	519
营业利润	2222	3473	3977	4238
营业外收入	170	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	2358	3473	3977	4238
所得税	593	868	994	1059
净利润	1766	2605	2983	3178
少数股东损益	-91	124	69	60
归属母公司净利润	1857	2480	2914	3118
EBITDA	4390	7910	7462	7618
EPS（元）	0.09	0.11	0.13	0.14

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	164.5%	54.3%	4.0%	7.7%
营业利润	-68.5%	56.3%	14.5%	6.5%
归属于母公司净利润	-59.9%	33.6%	17.5%	7.0%
获利能力				
毛利率(%)	4.5%	5.2%	5.3%	5.2%
净利率(%)	0.26%	2.7%	2.3%	2.6%
ROE(%)	4.6%	5.7%	6.3%	6.3%
ROIC(%)	0.5%	2.3%	2.2%	2.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	57.6%	64.4%	63.5%	63.5%
净负债比率(%)	136.1%	181.2%	174.1%	173.9%
流动比率	1.57	1.23	1.20	1.16
速动比率	0.94	0.63	0.60	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.72	0.73	0.74
应收账款周转率	45.47	27.13	31.96	31.65
应付账款周转率	33.74	20.59	21.89	22.74
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.13	0.14
每股经营现金流(最新	0.08	-0.20	0.30	0.19
每股净资产(最新摊	1.89	2.00	2.14	2.28
估值比率				
P/E	50.71	38.05	32.40	30.27
P/B	2.31	2.18	2.04	1.91
EV/EBITDA	10.74	8.11	8.80	9.21

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。