

重组转型钼铼矿业公司

——ST 偏转(000697)调研快报

2012 年 1 月 16 日

中性/首次

ST 偏转

调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003	
	linyang@dxzq.net.cn	010-6655 4024		
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028		

事件:

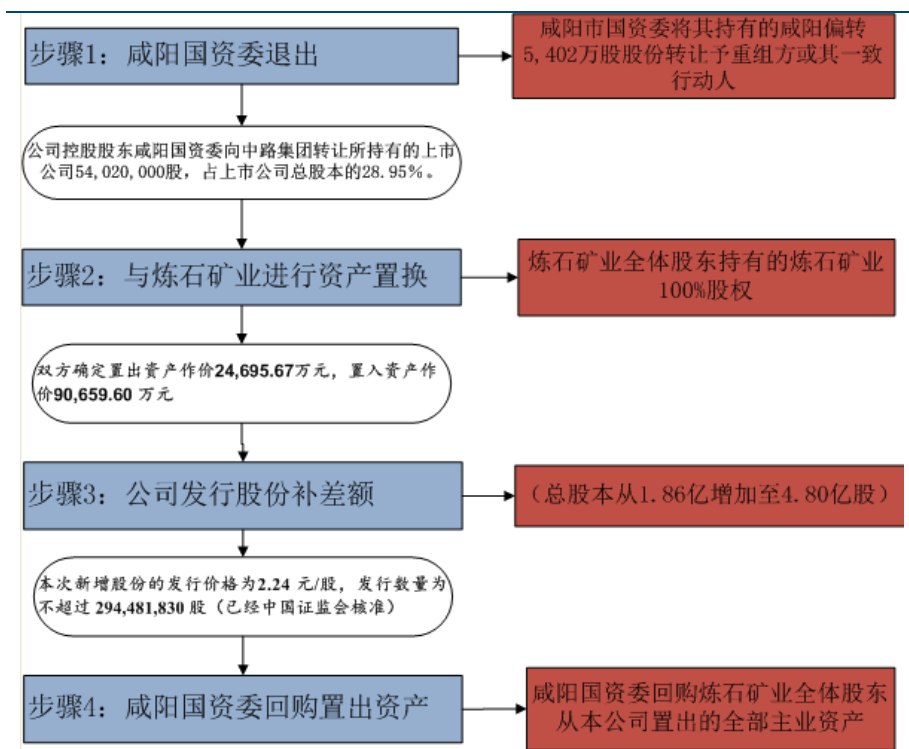
近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点:

1. 重组注入炼石矿业, 转型钼铼矿业公司

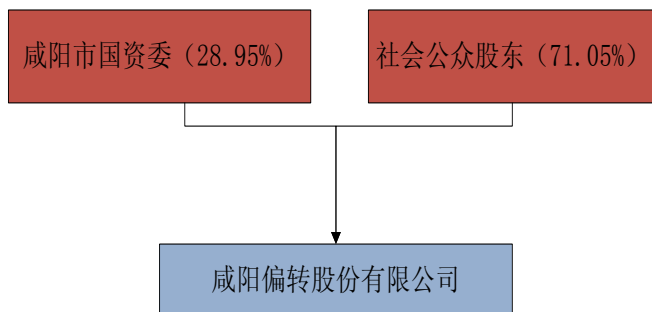
根据公司的重组方案,公司将现有偏转线圈业务及其他业务相关全部资产、负债、人员剥离出上市公司,公司控股股东咸阳市国资委将持有的股份全部转让给中路集团,并退出上市公司;陕西炼石矿业有限公司(简称“炼石矿业”)全体股东以其持有的炼石矿业 100%股权注入上市公司,重组完成后公司将变身为一具备较强竞争力的矿业公司,盈利能力将得到明显提高。公司将向炼石矿业全体股东发行发行不超过 294,481,830 股,用于购买置出资产之间的差额部分 65,963.93 万元。重组完成后,公司股本将从 1.86 亿增加至 4.80 亿股。

图 1: 公司资产重组交易示意图



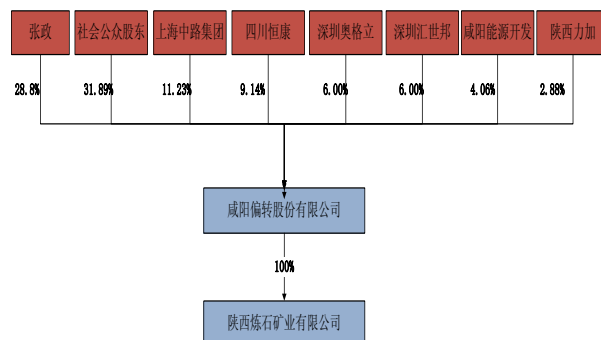
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2：重组前 ST 偏转股权结构



资料来源：东兴证券

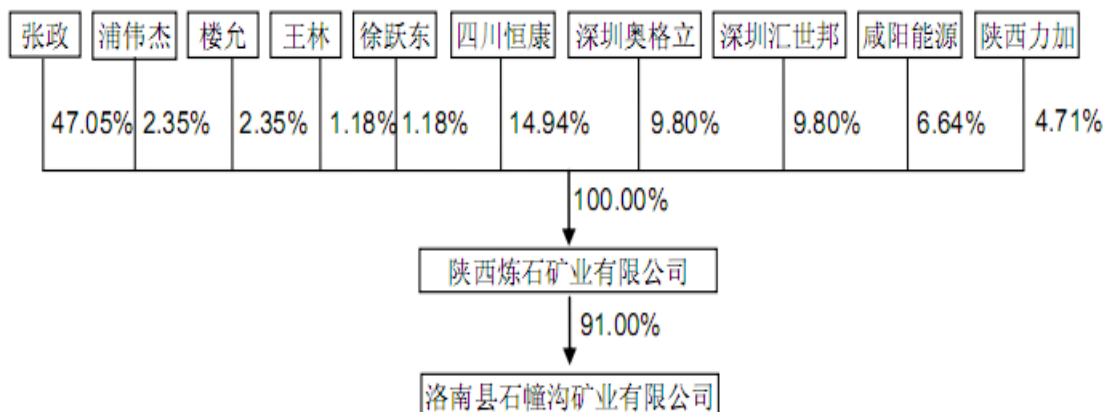
图 3：重组后 ST 偏转股权结构



资料来源：东兴证券

根据《重大资产重组协议》及《一致行动协议》，本次交易的交易对方为中路集团和炼石矿业全体股东。炼石矿业共有 10 名股东，其中自然人股东 5 名，分别为：张政、浦伟杰、楼允、徐跃东、王林；法人股东 5 名，分别为四川恒康资产管理有限公司、深圳市汇世邦科技有限公司、深圳市奥格立电子科技有限公司、咸阳市能源开发投资有限公司、陕西力加投资有限公司。

图 4：炼石矿业股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券

2. 重组后公司核心资产为上河钼矿及两个选矿厂

重组完成后，公司的核心资产为炼石矿业所拥有的上河钼矿以及两个选矿厂，上河钼矿位于陕西商洛市洛南县黄龙铺地区，是以钼铈为主，伴生铅、硫、银的多金属矿山，目前的矿石采矿能力约 130 万吨/年。炼石矿业拥有两个选矿厂，分别为上河钼矿选矿厂和新投资成立的石幢沟矿业选矿厂，选矿能力日处理能力合计为 5,000 吨。石幢沟矿业选矿厂设计能力为日处理钼矿石 3,000 吨，并于 2011 年 6 月竣工投产。石幢沟选厂建成后，产品方案为钼精矿 41.50%，铅精矿 40%，硫精矿 40%，黄龙铺选厂只生产钼精矿 41.50%。

上河钼矿查明的主矿产资源储量为：钼矿矿石量 13,809.04 万吨，金属量 128,451.95 吨，平均品位 0.093%，其中：氧化矿矿石量 1,406.70 万吨，金属量 13,622.95 吨，平均品位 0.097%，控制的内蕴经济资源量（332）矿石量 1,039.93 万吨，金属量 9,839.91 吨，平均品位 0.095%；推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 366.77 万吨，金属量 3,783.04 吨，平均品

位 0.103%；硫化矿矿石量 12,402.34 万吨，金属量 114,829.00 吨，平均品位 0.093%，控制的经济基础储量（122b）矿石量 5,553.82 万吨，金属量 52,078.79 吨，平均品位 0.094%；推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 6,848.52 万吨，金属量 62,750.21 吨，平均品位 0.092%。

伴生矿产资源储量为：铅矿，推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 12,402.34 万吨，金属量 334,863.18 吨，平均品位 0.27%。硫矿，推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 12,402.34 万吨，硫元素量 3,468,314.38 吨，平均品位 2.80%。铌矿，推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 12,402.34 万吨，铌金属量 176.11 吨，平均品位 1.42×10^{-6} 。

公司的钨矿品位较高、含杂质少，矿山采矿的矿石回收率平均超过 85%，钨矿选矿回收率实际超过 74%，均高于行业平均水平。公司年销售收入=黄龙铺选厂钨精矿销量×相对应的不含税售价 + 石幢沟选厂钨精矿销量×相对应的不含税售价 + 石幢沟选厂铅精矿销量×相对应的不含税售价 + 石幢沟选厂硫销量×相对应的不含税售价。

表 1：上河钨矿主要情况

类别	矿石量(万吨)	平均品位	金属量(万吨)
主矿产			
钨矿	13,809.04	0.093%	12.845
氧化矿	1,406.70	0.097%	1.362
硫化矿	12,402.34	0.093%	11.402
伴生矿			
铅矿	12,402.34	0.27%	33.486
硫矿	12,402.34	2.80%	346.831（硫元素量）
铌矿	12,402.34	1.42×10^{-6}	176.1（吨）

资料来源：公司资料，东兴证券

3. 公司铌资源储量丰富，但目前尚无产能

公司上河钨矿中伴生的铌矿推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 12402.34 万吨，铌金属量 176.11 吨，平均品位 1.42×10^{-6} ；而目前全国的铌储量仅 237 吨。公司铌储量约占全国储量的 40%左右。铌属于钨矿的伴生矿种，在钨精矿的生产过程中被分离萃取出来，其开采与分离回收成本的主要部分可分摊到钨制品的生产中。炼石矿业就铌金属的开发已经做了大量工作，这包括聘请西安有色冶金设计研究院出具了《陕西炼石伴生金属综合利用工程可行性研究报告》，以及委托湖南有色金属研究院进行炼石矿业钨铌精矿回收钨铌冶炼验证试验及扩大试验研究，并取得了相应成效。但是，炼石矿业目前尚未生产出任何铌金属相关的产品。炼石矿业的钨铌精矿回收钨铌冶炼验证试验及扩大试验研究取得成功后伴生金属综合利用工程能否及时开工建设、能否有效控制投资成本、能否如期竣工验收、能否取得相关土地使用权证和排污许可证等证照，投产后能否取得预期的投资回报率，均存在较大不确定性。

4. 钨供需基本面短期内难有改善，但中长期看好

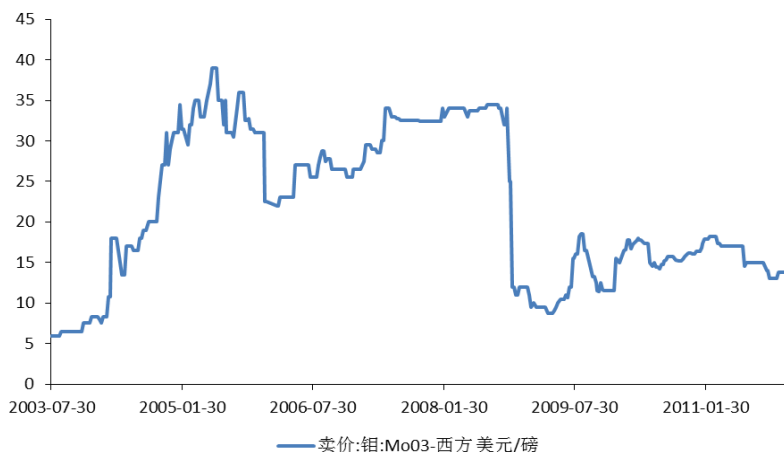
从钨下游需求行业来看，全球不锈钢产量小幅下滑，化工等行业受宏观经济影响需求也有所下降，与此同时今年铜价在上半年维持高位，刺激铜产能扩张，铜产量增速较快，铜钨伴生矿供给大幅增加。因此钨市场供给的增长远高于需求的增长。全球钨供给大于需求的状态短期内难以改变，但是目前钨价已经处于 13 美元/磅的成本线附近，行业处于微利或亏损的边缘，钨价继续下跌的空间不大。随着中国产业结构的不断调整，高端合金钢、高端不锈钢占产品比重的不断提升，钨的需求将迎来新的增长期，另外，钨在石油化工、航空航天、电子信息产业的应用不断深入，也将显著提升全球钨金属的需求量。

表 2：2006 年—2010 年全球钨供需平衡表（单位：吨）

项目	2006	2007	2008	2009	2010
全球钨供应量	187,315	201,448	215,300	189,800	214,100
全球钨需求量	191,377	204,301	209,743	174,782	208,084
中国钨需求	26,405	40,373	50,466	55,466	60,466
全球钨供需缺口	-4,062	-2,853	5,557	15,018	6,016

资料来源：中国金属通报、东兴证券

图 5：2003—2011 年钨价格变化（单位：美元/磅）



资料来源：中国物流信息中心、东兴证券

4. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设公司 2011—2013 年主要产品钨精矿、铅精矿和硫精矿的产量基本稳定,钨价保持在 13 美元/磅不变,并在此基础上测算公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为: 0.076 元、0.126 元和 0.132 元。

表 3：公司主要产品产能及毛利率估算

	具体产品	产能（吨/年）
黄龙铺选厂	钨精矿	562
	钨精矿	2,192
石幢沟选厂	铅精矿	3,600
	硫精矿	30,974

资料来源：公司资料、东兴证券

表 4：价格假设（含税价）

	2011E	2012E	2013E
钨金属（美元/磅）	13	13	13
钨精矿 45%（元/吨度）	1790	1790	1790
铅精矿（元/吨）	12995	12995	12995
硫精矿(40%)	450	450	500

表 5：盈利预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	767.22	198.79	269.71	283.20
(+/-)%	3.17%	-74.09%	35.68%	5.00%
经营利润（EBIT）	(55.57)	79.07	90.10	93.16
(+/-)%	-12.92%	-242.29%	13.95%	3.39%
净利润	(73.73)	36.37	60.59	63.55
(+/-)%	-822.10%	-149.33%	66.57%	4.89%
每股净收益（元）	(0.395)	0.076	0.126	0.132

资料来源：东兴证券

表 6：每股收益敏感性分析表

敏感性测试	钨价								
自产钨精矿	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
-15%	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
-10%	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
-5%	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12
0%	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
5%	0.03	0.04	0.05	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12	0.13
10%	0.03	0.04	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	0.13
15%	0.03	0.04	0.06	0.07	0.09	0.10	0.11	0.13	0.14
20%	0.03	0.05	0.06	0.07	0.09	0.10	0.12	0.13	0.14

资料来源：东兴证券

结论：

重组成功后 ST 偏转将转型为主营钨精矿的钨铼矿业公司,公司所拥有的上河钨矿资源品位较高,资料储量丰富,虽然目前全球钨供给大于需求的状况短期内难以改变,但钨价已经处于 13 美元/磅的成本线附近,钨价继续下跌的空间不大。假设钨价保持在 13 美元/磅,预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.076 元、0.126 元、0.132 元,2012~2013 年对应的动态 PE 分别为 92、88 倍,首次给予公司“中性”投资评级。

风险提示：

- 1) 钨价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司重组进度低于预期,给公司业绩造成的影响

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	767.22	198.79	-74.09%	269.71	35.68%	283.20	5.00%
营业成本	759.55	124.98	-83.55%	179.49	43.61%	188.46	5.00%
营业费用	17.61	1.37	-92.21%	1.86	35.68%	1.95	5.00%
管理费用	41.94	7.81	-81.37%	10.60	35.68%	11.13	5.00%
财务费用	2.77	11.00	297.58%	(10.07)	N/A	(11.11)	N/A
投资收益	1.26	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	(80.76)	50.25	N/A	83.25	65.68%	87.94	5.64%
利润总额	(79.44)	55.25	N/A	88.25	59.73%	92.94	5.32%
所得税	0.06	13.87	21421.72%	22.16	59.73%	23.34	5.32%
净利润	(79.50)	41.37	N/A	66.09	59.73%	69.60	5.32%
归属母公司所有者的净利润	(73.73)	36.37	N/A	60.59	66.57%	63.55	4.89%
NOPLAT	(78.06)	45.87	N/A	54.80	19.48%	57.54	5.00%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	350.37	481.30	37.37%	525.76	9.24%	584.86	11.24%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	81.38	9.53	-88.29%	12.93	35.68%	13.58	5.00%
预付款项	6.84	12.36	80.80%	19.54	58.08%	26.14	33.76%
存货	47.19	23.53	-50.13%	33.79	43.61%	35.48	5.00%
流动资产合计	519.18	537.57	3.54%	606.75	12.87%	675.52	11.33%
非流动资产	216.88	165.88	-23.52%	148.95	-10.20%	132.62	-10.96%
资产总计	736.05	703.45	-4.43%	755.70	7.43%	808.14	6.94%
短期借款	136.16	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	146.92	6.85	-95.34%	9.84	43.61%	10.33	5.00%
预收款项	5.98	6.97	16.63%	8.32	19.35%	9.74	17.02%
流动负债合计	403.89	53.82	-86.67%	58.15	8.06%	60.06	3.28%
非流动负债	5.99	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	(34.99)	(29.99)	N/A	(24.49)	N/A	(18.44)	N/A
母公司股东权益	361.16	679.62	88.18%	722.03	6.24%	766.52	6.16%
净营运资本	115.29	483.76	319.61%	548.59	13.40%	615.46	12.19%
投入资本 IC	92.37	168.33	82.23%	171.78	2.05%	163.22	-4.99%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	(79.50)	41.37	N/A	66.09	59.73%	69.60	5.32%
折旧摊销	22.42	0.00	N/A	16.93	N/A	16.33	-3.54%
净营运资金增加	(40.94)	368.47	N/A	64.84	-82.40%	66.86	3.12%

经营活动产生现金流	8.77	(31.11)	N/A	52.56	N/A	67.06	27.58%
投资活动产生现金流	1.82	33.18	1725.61%	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	39.64	128.86	225.08%	(8.11)	N/A	(7.96)	N/A
现金净增（减）	50.22	130.93	160.70%	44.46	-66.04%	59.10	32.94%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。