

华龙申购 (732399.) 有色金属行业

新股研究

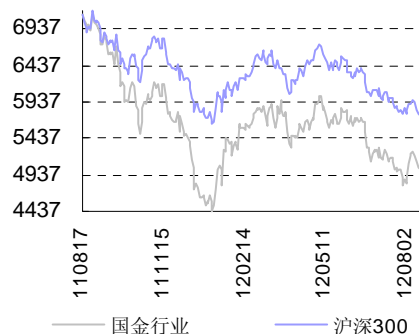
上市定价(人民币): 7.00-7.70 元

东北小钼王

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	7.80
发行 A 股数量(百万股)	63.36
总股本(百万股)	190.00
国金有色金属指数	5018.24
沪深 300 指数	2319.67
上证指数	2112.20



公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.340	0.361	0.349	0.407	0.620
每股净资产(元)	1.96	2.30	3.67	3.98	4.61
每股经营性现金流(元)	1.21	0.70	0.35	0.57	0.85
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	46.37	16.10	22.40	22.40	22.40
净利润增长率(%)	40.91%	6.14%	-3.53%	16.76%	52.38%
净资产收益率(%)	23.20%	20.98%	9.50%	10.22%	13.47%
总股本(百万股)	253.36	253.36	253.36	253.36	253.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内钼业冶炼、加工和贸易一流企业:** 公司主营业务为钼炉料、钼化工及钼金属, 其中钼冶炼领域产能位列国内三甲, 仅次于洛阳钼业, 与金钼股份相当。公司钼转口贸易额在全国也处领先地位。但公司与洛阳钼业和金钼股份相比, 在资源拥有上差距明显。同时, 深加工上并未有行业突出水平, 导致盈利能力上与另外两家有较大差距。
- **上市融资谋求转型覆盖上游:** 公司募投项目完全达产后使得公司资源自给率达到 13%: 公司控股子公司延边矿业拥有安图县双山钼铜多金属矿的采矿权, 双山钼铜矿区是一个以钼铜为主的大型多金属矿区。通过选矿厂技术改造工程, 公司达产后年产钼精矿(45%) 3215 吨, 资源自给率达到 13.33%。
- **资源自给率 3-5 年内计划达到 30%:** 根据公司招股书和公开披露信息, 公司计划 3 年至 5 年内实现资源自给率 30%, 另外公司石马洞地区正在勘探中, 勘探远景良好, 将为公司计划提供有力保证。
- **钼价: 供给增长确定, 需求再起未知:** 目前全球范围内钼的供给略微过剩, 近年供给端的增长主要是中国因素。我国大型钼矿的接连发现使得未来供给增加的确信性较大。而需求上, 西方发达国家对我国钼依存度较低, 且很难有大幅增长前景, 未来我国钼需求增长将主要来自国内钢铁行业的结构升级。
- **钼行业准入政策的实施将利好行业龙头:** 钼行业系列政策将在一定程度上提高行业集中度, 降低产能过剩所致价格战给公司带来的负面影响。公司作为钼业冶炼加工龙头, 有机会利用行业政策带来的机会进一步做大做强其全产业链业务, 最后至各业务相辅相成。

价值评估与投资建议

- 我们预计公司 2012-2014 年分别实现净利润 88 百万、103 百万、159 百万元, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元、0.63 元。参考可比公司 2012 年 PE20.92 倍, 我们给予公司 20-22 倍 PE, 合理价值为 7 元-7.7 元。

风险

- 钢铁行业复苏缓慢, 募投项目进展低于预期, 转口贸易亏损。

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

内容目录

国内钼业冶炼、加工和贸易的龙头企业	4
公司概况	4
自产三大业务、贸易转口与国内结合	5
冶炼跻身三甲，毛利提升还看资源获得进度	8
钼行业：供给略显过剩，需求还看钢结构升级	9
中国钼储量和消费量居世界第一	9
供给：全球略显过剩、国内新钼矿增加迅速	10
相关政策和《钼行业准入条件》加速行业整合，有效削减供给压力	13
西方的复苏性需求恐难利好国内钼业，需求还看自身钢结构调整	14
募投项目：资源自给率提升，深加工业务有所加强	16
钼铜矿选矿厂技改项目：公司迈向资源的第一步	17
技术中心建设项目：提升技术研发实力	17
钼制品工程项目：优化产品结构	17
盈利预测	18
关键假设	18
盈利预测及估值	19
风险提示	19
附录：三张报表预测摘要	错误！未定义书签。

图表目录

图表 1：公司组织结构	4
图表 2：公司产能布局	5
图表 3：钼炉料与钼化工分类与用途	5
图表 4：钼金属分类与用途	5
图表 5：公司主营业务组成	6
图表 6：近三年自产业务占比	6
图表 7：公司自产业务目前产能和计划产能	7
图表 8：国内外焙烧钼精矿价格及差价	8
图表 9：公司在资源自给率上还有较大差距	8
图表 10：三家公司钼产量变化	8
图表 11：三家公司钼产量全国占比变化	8
图表 12：公司综合毛利明显低于其他两家可比企业	9
图表 13：全球钼储量分布	9
图表 14：我国钼储量分布	9
图表 15：我国钼矿分布示意图	10

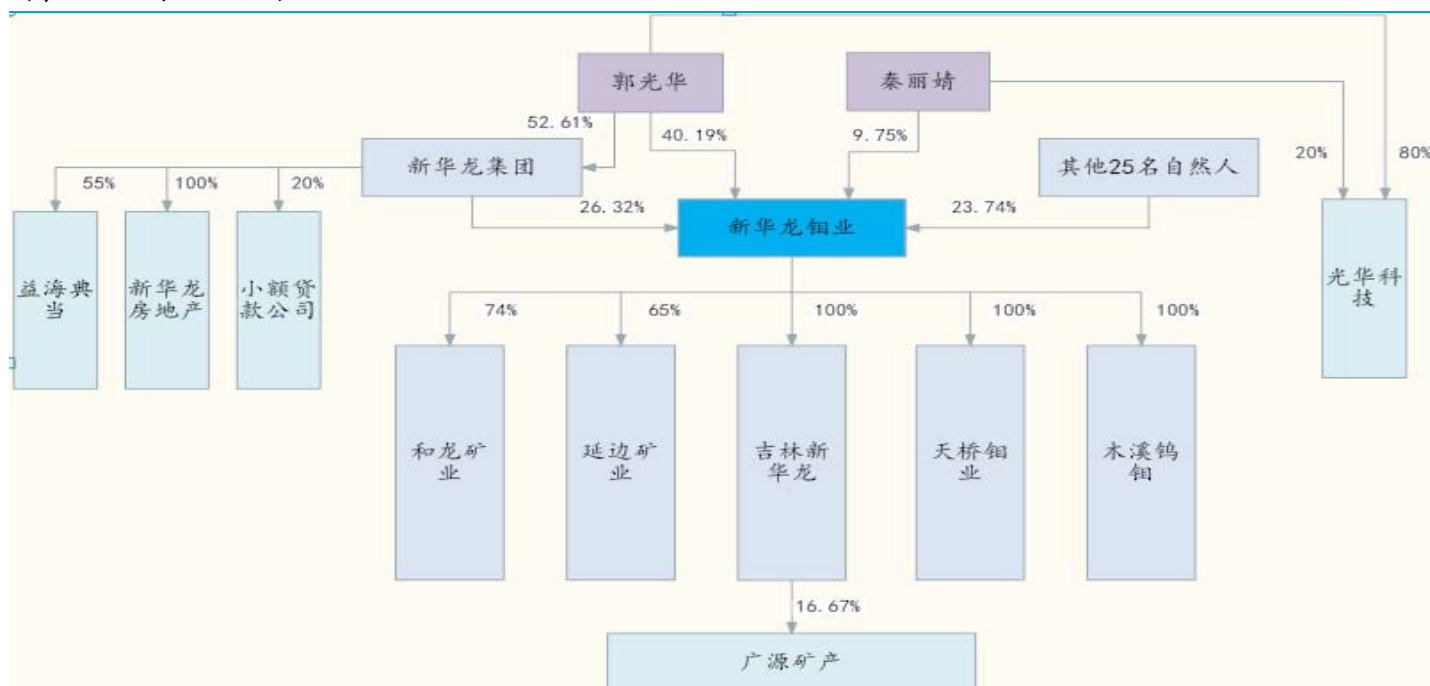
图表 16: 2005 年至 2010 年全球钼消费量 (万吨)	10
图表 17: 中国消费量 09 年跃居世界第一 (吨)	10
图表 18: 2005-2010 年全球钼精矿产量 (万吨, YOY%)	11
图表 19: 全球钼供给处于轻微过剩状态	11
图表 20: 海关钼产品出口税率变化	12
图表 21: 我国钼产品出口配额	12
图表 22: 净出口量逐渐下降	12
图表 23: 我国近年来发现多处大型钼矿	12
图表 24: 国内仅洛阳钼业和金钼股份跻身世界十大	13
图表 25: 近年我国出台钼行业相关政策	14
图表 26: 钼的下游需求结构	14
图表 27: 我国特钢占比与发达国家差距明显	15
图表 28: 我国近两年粗钢产量依然保持增长	15
图表 29: 发达国家特钢占比变化趋势	16
图表 30: 特钢带来钼需求测算表	16
图表 31: 募集资金投向	17
图表 32: 公司旗下探矿权和采矿权	17
图表 33: 销量预测 (吨)	18
图表 34: 毛利率假设 (%)	18
图表 35: 价格假设 (元/吨)	19
图表 36: 可比估值	19

国内钼业冶炼、加工和贸易的龙头企业

公司概况

- 公司总部位于辽宁省凌海市，前身为锦州市华龙大有铁合金有限公司于2003年6月18日成立，2009年8月27日，公司整体变更为股份有限公司。
- 公司主要从事钼炉料、钼化工、钼金属等钼系列产品的生产、加工和贸易业务。具有焙烧、冶炼、钼化工、钼金属深加工一体化的生产能力，同时具有采矿权和探矿权，旗下的吉林省安图县双山钼铜多金属矿钼资源储量38,998吨。随着安图县双山钼铜矿选厂技改项目的完成，公司产业链将逐步完整。
- 公司的实际控制人为郭光华和秦丽婧夫妇。其中，郭光华先生直接持有公司40.19%的股份，且持有新华龙集团52.61%的股份（新华龙集团持有公司26.32%的股份），秦丽婧直接持有公司9.75%的股份，郭光华夫妇共实际控制公司表决权股份76.26%。其他公司股东为实际控制人的亲属、朋友以及公司高级管理人员，其中，实际控制人的亲属的股权比例合计10%。

图表 1：公司组织结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司拥有总部直属的大有铁合金厂，天桥钼业、吉林新华龙、本溪钨钼、延边矿业、和龙矿业等5家子公司和1家参股公司广源矿产。其中，大有铁合金厂直接隶属于公司总部，公司所有的焙烧钼精矿和钼铁冶炼产能均设在该厂区内；天桥钼业、吉林新华龙、本溪钨钼由公司100%控股，主要承担公司钼化工和钼制品等深加工产能；广源矿产由公司通过吉林新华龙间接参股16.67%，承担吉林省安图县矿产勘查的业务；延边矿业和和龙矿业主要由公司控股，第二大股东均为吉林省第六地质调查所，主要承担安图县双山铜钼多金属矿和和龙市石马洞铜钼多金属矿的采选和勘察工作。





图表2：公司产能布局

全资企业	经营范围	产能规模
总部大有厂	焙烧钼精矿、钼铁等钼炉料	现有产能：焙烧钼精矿 30,300 吨/年，钼铁15,200 吨/年（未来三年经过技术改造，产能将达到焙烧钼精矿3.8万吨/年，钼铁2万吨/年。
天桥钼业	钼酸铵、高纯三氧化钼和钼粉	现有产能：钼酸铵 3000 吨/年，高纯氧化钼500 吨/年 募投项目：技术中心建设项目，承担深加工业务科研项目 募投项目：钼制品 500 吨/年，主要定位于钼基靶、钼顶头、钼圆片等钼制品高端产品
本溪钨钼	钼酸铵、高纯三氧化钼等钼化工产品；钼粉、钼条、钼电极、钼圆片、钼棒、钼丝、钼异型件等钼金属制品；钨棒、钨丝、钨条及各种钨钼化合物	现有产能：钼制品 500 吨/年，主要定位于生产炼钢条块等钼制品低端产品
吉林新华龙	钼业深加工生产，兼营钼业深加工的进出口贸易业务	公司计划三年内建成深加工生产线，具体项目包括 3000 吨四钼酸铵、500 吨高纯三氧化钼、1000 吨钼粉及 300 吨钼制品的生产线。
延边矿业	安图县双山铜钼多金属矿的采选	募投项目：钼金属量 38,998 吨，预计 2014年将形成年产 3,215 吨钼精矿产能 采矿权：安图县双山地区金、多金属矿采矿权 探矿权：安图县双山地区金、多金属矿普查探矿权
和龙矿业	多金属矿普查	探矿权：和龙市石马洞地区钼、多金属矿普查探矿权（我们预计石马洞矿区储量将超过双山地区）
广源矿产	收储、勘查、矿产资源开发	—

来源：公司资料、国金证券研究所

自产三大业务、贸易转口与国内结合

图表3：钼炉料与钼化工分类与用途

系列	产品	图片	用途
钼炉料	焙烧钼精矿		原材料（用于生产钼铁、钼酸铵等）
	钼铁		钢铁业（添加剂）
钼化工	钼酸铵		原材料（用于生产高纯氧化钼） 化工、农业等
	高纯氧化钼		原材料（用于生产金属钼） 石油、化工等

来源：招股说明书、国金证券研究所

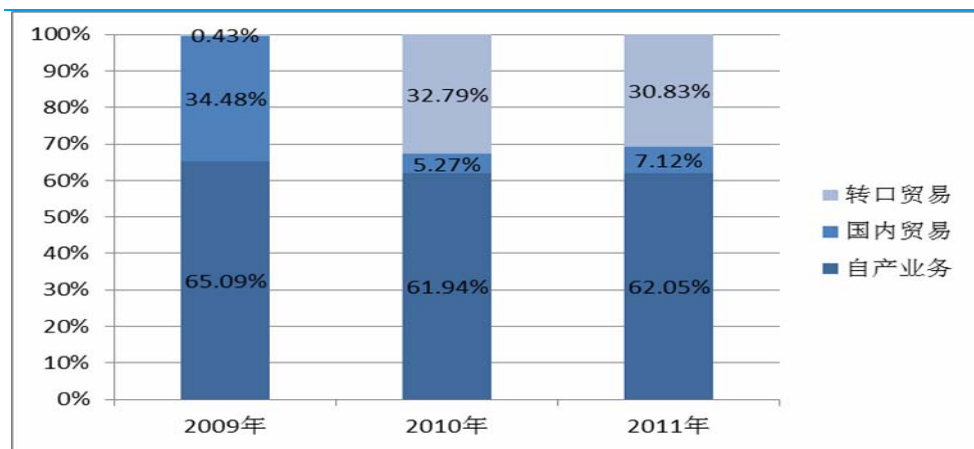
图表4：钼金属分类与用途

钼粉		钼深加工原材料（棒、板等）
钼板		钼深加工原材料（轧制钼板、钼箔） 电气行业
钼棒		电气行业，耐高温材料
钼顶头		钢铁行业（用于穿制不锈钢、合金钢和高温合金等无缝管）

- 公司主营业务分三大块：自产业务、转口贸易和国内贸易。自产业务分为钼炉料、钼化工和钼金属三大系列产品，主要包括焙烧钼精矿、钼铁、钼酸铵、高纯氧化钼、钼粉、钼板、钼棒、钼顶头等。

- 在公司的营业收入中占比最大的是自产业务，近 3 年占比均在 60%以上，从 2010 年开始公司开始做转口贸易，并且大幅压缩国内贸易额，2011 年转口贸易占比达到 30.83%。

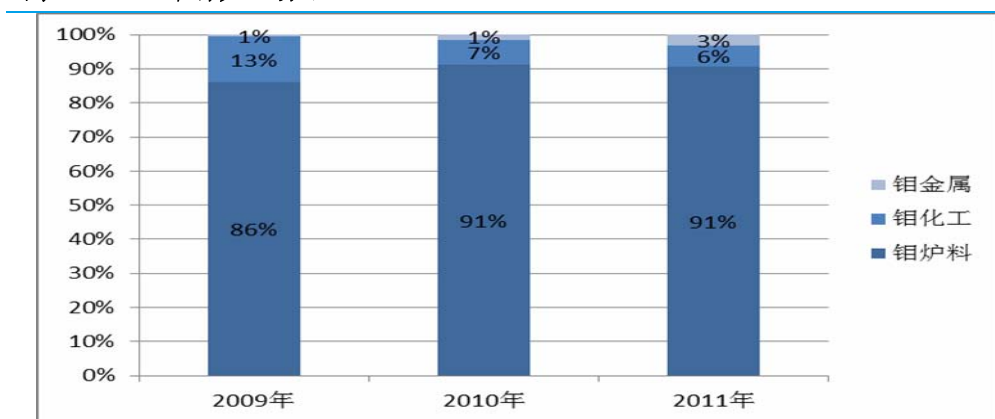
图表5：公司主营业务组成



来源：招股说明书、国金证券研究所

- **公司自产业务**分为三大块，钼炉料包括焙烧钼精矿和钼铁冶炼，钼化工包括钼氨酸和高纯氧化钼生产，钼金属制品是第三块。目前公司拥有钼铁冶炼产能 15,200 吨/年，焙烧钼精矿产能 30,300 吨/年，钼酸铵加工产能 3,000 吨/年，高纯氧化钼加工产能 500 吨/年，钼金属制品深加工产能 500 吨/年。从营业收入看，钼炉料的销售占有绝对比重。
 - **钼炉料**是最主要的自产业务收入来源，近三年钼炉料收入占自产业务收入比重的均值为 89.25%，占比较大，主要原因是钢铁企业对于钼铁的需求量较大且相对稳定。公司钼铁冶炼能力位居国内前列，并与下游大中型钢铁企业建立了长期商业关系，突出的冶炼能力以及稳定的客户关系使得报告期内钼炉料总体收入占比较高。
 - **钼化工产品**除用于钼冶金，还可广泛应用于石油化工行业，用作或用于生成重要的催化剂和催化活化剂，随着我国石油化工行业的发展，钼化工产品的市场需求量日益扩大，下游需求的逐步释放使得钼化工产品在公司自产业务收入中占有一定的份额。
 - **钼金属**产品在国外已被广泛应用于军工、医疗、航空航天等领域，市场前景广阔，但国产钼金属产品与国外同类产品质量相比有一定差距。公司目前的钼金属产品生产基地位于子公司本溪钨钼，其生产设备多购建于上世纪 60 年代，生产设备落后，产品质量不能满足高端市场需求，导致公司钼金属产品的销售量及销售收入相对较少。

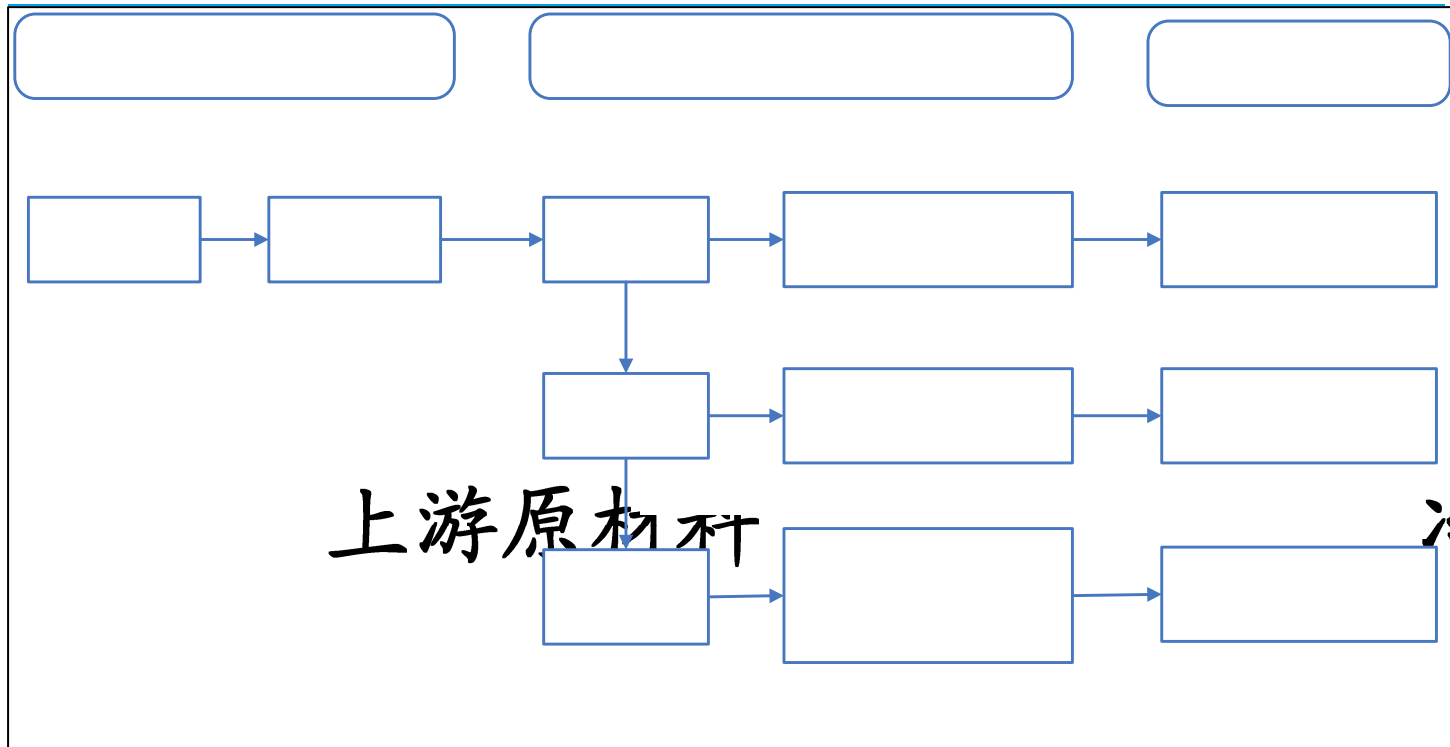
图表6：近三年自产业务占比



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 随着公司募投项目安图县双山钼铜多金属矿技改项目投建达产，公司将拥有上游钼矿资源，产业链更为完善。同时根据公司计划经过三年技术改造，公司焙烧钼精矿产能将达到 38000 吨/年，钼铁冶炼产能将达到 20000 吨/年，钼氨酸加工产能将达到 6000 吨/年，钼金属制品深加工产能将达到 1000 吨/年。

图表7：公司自产业务目前产能和计划产能



来源：招股说明书、国金证券研究所

辉钼矿

钼精矿

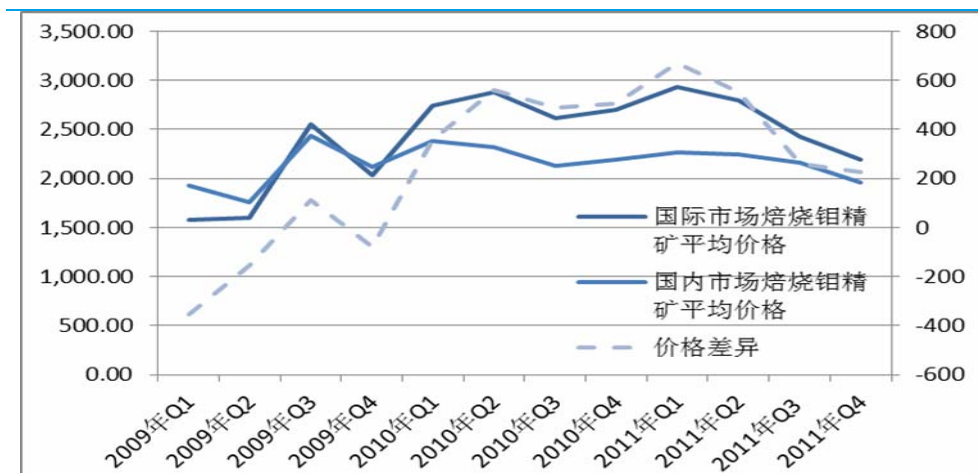
焙烧钼精矿

- 国内贸易和转口贸易增加了公司经营的灵活性：钼产品中，焙烧钼精矿、钼铁在国内外市场中交易活跃，公司长期关注国内外钼产品的市场价格走势，并结合自身生产能力和发展国内贸易和转口贸易业务。
- “以销定产”为主的经营模式使得公司并无过多额外原材料及产成品存货库存，当客户出现短期较为急迫的采购需求时，公司正常的生产能力难以及时满足。为维持客户关系，完成短期大额订单，巩固和提升市场占有率，公司从市场上采购部分产品履行合同。由于钼铁等钼产品市场交易活跃，合同销售价格与市场采购价差较小，因而公司从事国内贸易的风险较小。国内贸易业务是公司维持、稳固客户关系的必要举措，是公司生产规模优势的必要补充。
- 转口贸易是公司与国外供应商签订采购合同，将进口货物先储存在保税区仓库内，然后再转销至其他国家的业务，该业务不涉及实际进出口。如果国内价格高于国际价格，公司则选择从国外进口原材料，如果国内价格低于国际价格，则公司会选择向国外出口钼产品，如果国内价格和国际价格相当，则公司将进行转口贸易。公司的转口贸易业务为公司的敬意提供了灵活性。

募投项目
双头山3215吨/年，另
石马洞地区正在勘探中

高纯氧化钼

图表8: 国内外焙烧钼精矿价格及差价



来源: 招股说明书、国金证券研究所

冶炼跻身三甲, 毛利提升还看资源获得进度

- **公司在钼冶炼领域产能国内三甲:** 新华龙钼业属于国内钼铁“万吨俱乐部”三甲之一, 产能规模与洛钼股份、金钼股份相当。目前, 国内年产钼铁 2,000 吨以下的企业有近百家, 年产 2,000 吨以上的钼铁企业大概有十几家, 而年产 1 万吨以上的企业只有洛钼股份、金钼股份和新华龙钼业。

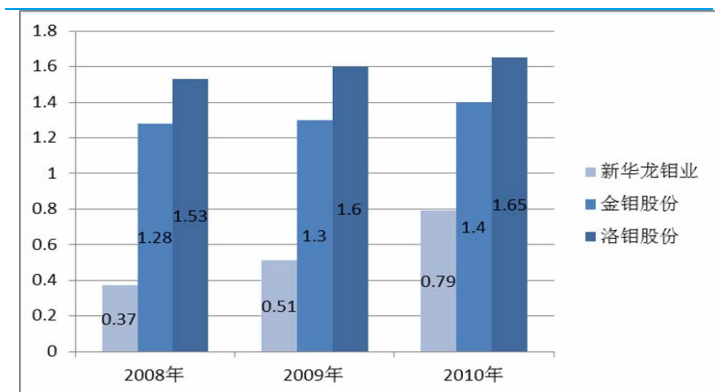
图表9: 公司在资源自给率上还有较大差距

主要产品	洛钼股份	金钼股份	新华龙钼业
钼精矿	30000 吨	30000 吨	募投 3215 吨
焙烧钼精矿	40000 吨	45000 吨	30300 吨
钼铁	25000 吨	15000 吨	15200 吨
钼酸铵	1200 吨	11000 吨	3000 吨
钼制品	500 吨	4000 吨	500 吨
钼精矿自给率	90%	90%	募投达产后 13%

来源: 各公司报表 国金证券研究所

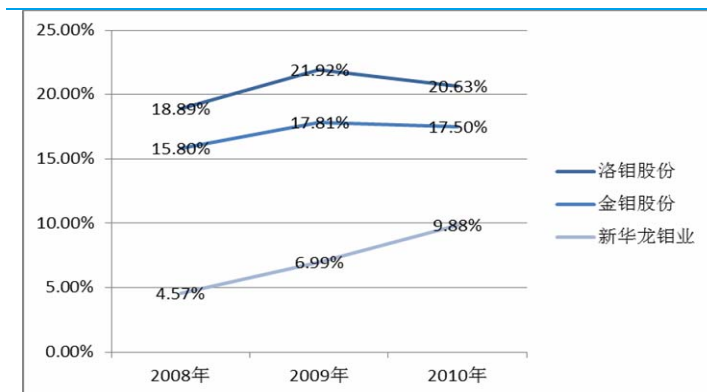
- **公司市场占有率提升迅速:** 近年来新华龙钼产量 (折合金属量) 在全国范围内的占比迅速提升。近年来, 公司以钼炉料为主要增长极进行积极的规模扩张, 使得公司钼产量 (折合金属量) 相较于可比上市公司有了更为显著的增长, 也使占全国钼产量的份额快速提升。从 2008 年到 2010 年, 公司市场占比从 4.57% 上升至 9.88%, 增速远高于洛阳钼业和金钼股份, 公司发展势头不容小觑。

图表10: 三家公司钼产量变化



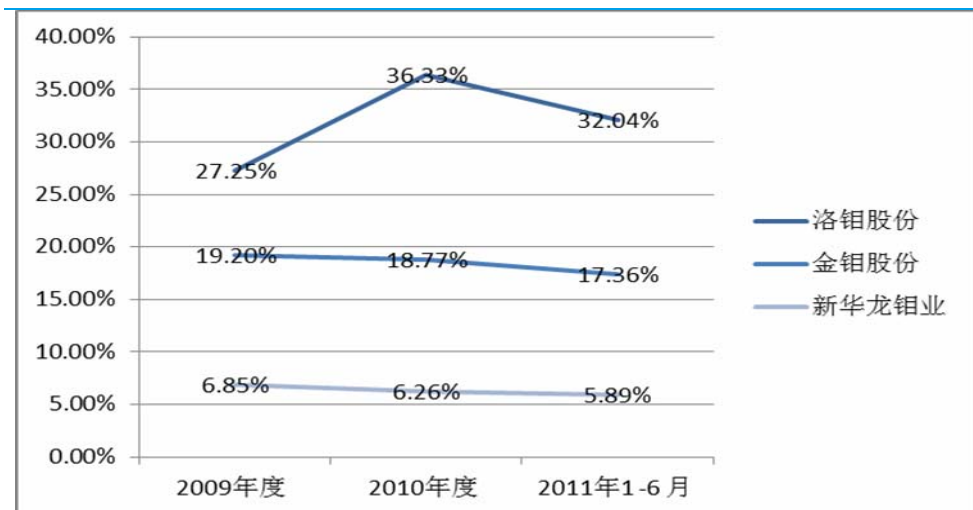
来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表11: 三家公司钼产量全国占比变化



- **缺乏上游资源使得公司毛利率明显低于洛阳钼业和金钼股份：**洛钼股份、金钼股份均拥有大规模的钼矿资源，在钼产品的产业链条中把握着源头的原料供应，可自产获得，因此，二者下游产品（包括钼炉料、钼化工、钼金属）的生产较公司具有较强的成本优势，毛利率均较高，而金钼股份因贸易占比近 50%，毛利率较洛阳钼业更低，但高于新华龙。我们预计随着未来募投项目达产及新矿山的开采，公司资源自给率提升的同时毛利率将会得到提升。

图表12：公司综合毛利明显低于其他两家可比企业



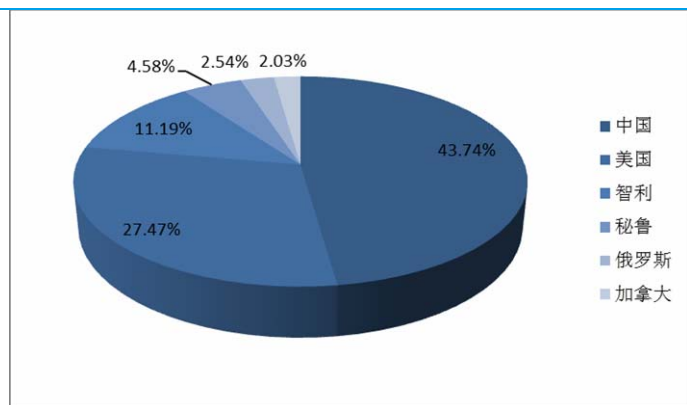
来源：招股说明书、国金证券研究所

钼行业：供给略显过剩，需求还看钢结构升级

中国钼储量和消费量居世界第一

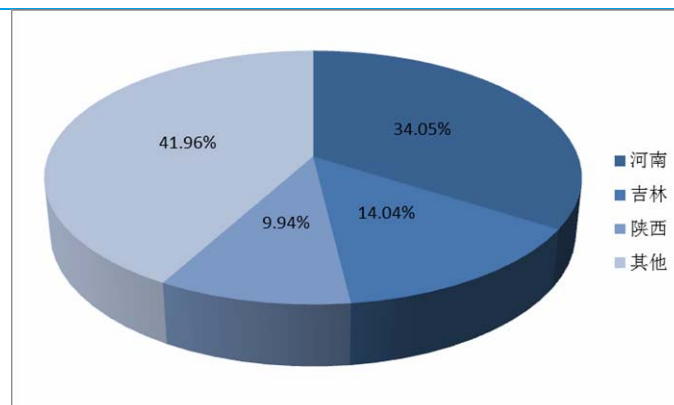
- 分布不均衡、产地高度集中是全球钼资源分布的主要特点。根据美国地质勘探局《Mineral Commodity Summaries 2011》统计资料，全球钼储量约为 983 万吨金属量。中国、美国、智利是全球钼资源最丰富的三个国家，其钼储量分别占全球总量的 43.74%、27.47%、11.19%。此外，秘鲁、俄罗斯、加拿大也是钼资源较丰富的国家。
- 根据国土资源部信息中心资料显示，截至 2006 年底，全国查明钼矿山 315 处，查明资源储量 1,094.21 万吨。河南、吉林和陕西三个省份是我国钼资源储量最丰富的地区，分别占全国总量的 34.05%、14.04% 和 9.94%，以上三省合计储量占比达 58.03%。

图表13：全球钼储量分布



来源：USGS 国土资源部 国金证券研究所

图表14：我国钼储量分布



- 我国钼矿探明储量多，但是与美国和智利相比品位较低，多数属于低品位钼矿，矿区品位小于 0.1%的低品位矿床，储量占总量的 65%。虽然品位较低，但我国钼矿伴生矿组分多，因此经济价值高。另外，我国的钼矿规模大，多数适合露天开采，我国储量大于 10 万吨的矿占总储量的 76%，大型矿大多可以露采，且辉钼矿的颗粒较大，属于易采易选型。

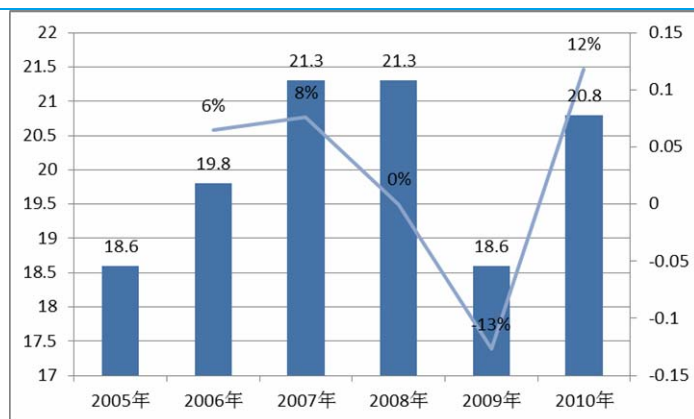
图表15：我国钼矿分布示意图



来源：国金证券研究所

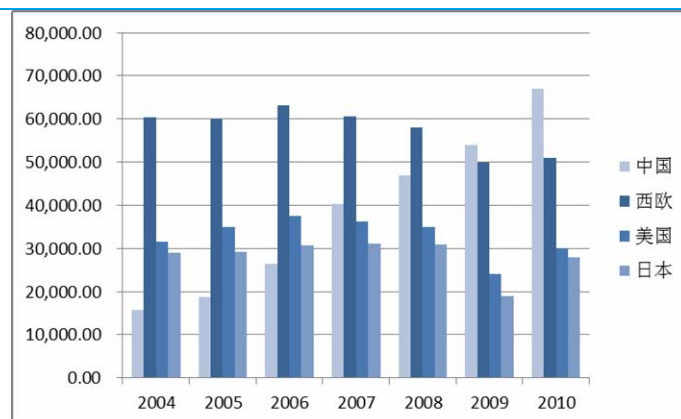
- 近年来，随着全球钢铁产量的不断增长，特别是特钢行业的快速发展，全球钼消费量出现了显著增长。2005 至 2010 年，全球钼消费量年均复合增长率达 2.26%。2009 年，受金融危机影响，全球钼消费量出现了萎缩，比 2008 年降低 12.68%。2010 年，全球钼消费量在经济复苏的支撑下恢复性增长，比 2009 年增加 11.83%。
- 由于钼的主要消费需求来自钢铁业，因此中国、西欧、美国、日本这几个全球主要钢铁生产地区同时也是钼的主要消费市场。2010 年，上述四个地区钼消费量约占全球钼总消费量的 80%。2005 至 2010 年，我国钼消费量占全球钼消费量的比例逐年上升，并于 2009 年超过西欧成为全球第一大消费国。

图表16：2005 年至 2010 年全球钼消费量（万吨）



来源：招股说明书、国金证券研究所

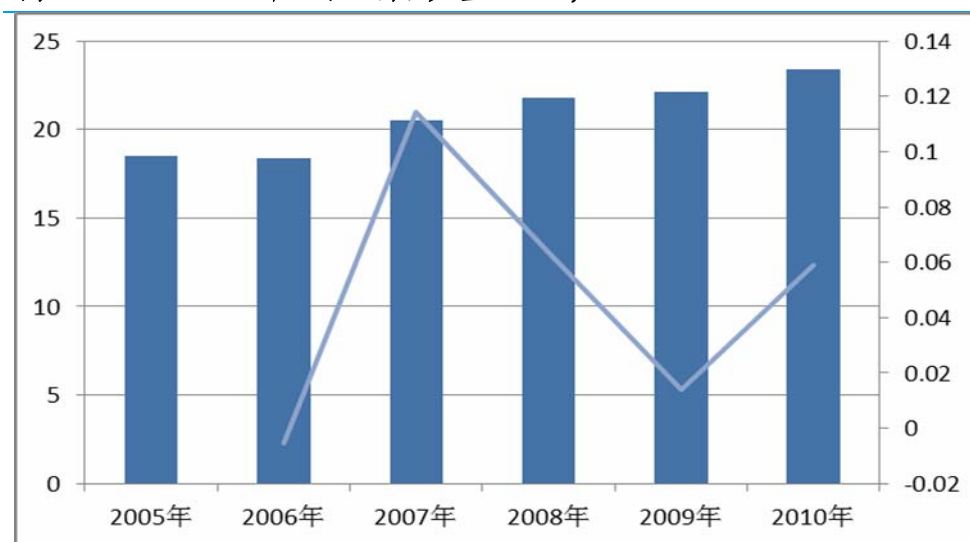
图表17：中国消费量 09 年跃居世界第一（吨）



供给：全球略显过剩、国内新钼矿增加迅速

- 2005 至 2009 年，全球钼产量总体呈增长趋势，2009 年已达 22.1 万吨金属量。2009 年，受金融危机影响，钼产量虽保持增长，但增长幅度有所下降。根据美国地质勘探局《Mineral Commodity Summaries 2011》统计，2010 年全球钼产量约 23.4 万吨金属量。
- 中国、美国、智利是全球最主要的钼生产国，2010 年合计产量约占全球总产量的 80%。2005 至 2010 年，我国钼产量全球占比已从 2005 年的 21.62% 提高到 2010 年的 40.17%，并于 2007 年超越美国成为全球最大的钼生产国。

图表18: 2005-2010 年全球钼精矿产量 (万吨, YOY%)



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 中国、美国、智利是全球最主要的钼生产国，2010 年合计产量约占全球总产量的 80%。2005 至 2010 年，我国钼产量全球占比已从 2005 年的 21.62% 提高到 2010 年的 40.17%，并于 2007 年超越美国成为全球最大的钼生产国。
- 近年来，全球钼精矿产量增长主要来自中国。中国之外的国家钼产量从 2005 年后处于增长停滞状态，美国和秘鲁还出现了产量减少情况。除了金融危机导致的需求不振情况外，中国钼精矿的高速增长是目前钼精矿供给过剩的主要原因。

图表19: 全球钼供给处于轻微过剩状态

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
全球产量	18.9	19.2	21.3	22.8	21.2	22.5
全球消费量	18.6	19.8	21.3	21.3	18.6	21.5
差额	0.3	-0.6	0	1.5	2.6	1
中国产量	3.6	4.7	6.6	8.1	7.3	7.3
中国消费量	2.3	2.6	4	4.7	5.4	6.7
差额	1.3	2.1	2.6	3.4	1.9	0.6

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 消费提升和出口配额使得中国净出口逐年递减：作为钼最大的资源国和生产国，中国一直是钼产品的净出口国，2005 年起，中国取消了对钼来料加工贸易的优惠政策，使 2006 年以来中国钼精矿进口量和焙烧钼精矿、钼铁的出口量有较大幅度的减少。2007 年，中国实施钼产品出口配额政策，对钼炉料等初级产品出口进行限制，导致出口量进一步减少。同时，2003 年至今，海关总署逐渐上调钼初级原材料、下调钼深加工产品的出口关税，从而保护国内钼资源、鼓励国内钼深加工产业的发展。随着国家对钼

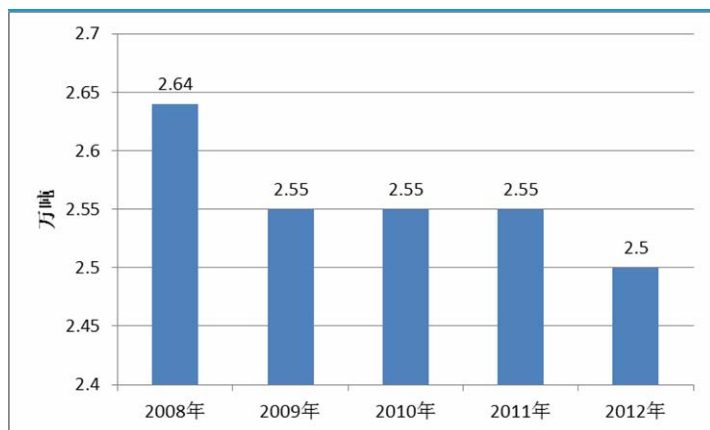
行业的政策调控效果逐渐显现，在国内钼产量快速上升的背景下，净出口量逐年下降，出口结构明显优化。

图表20：海关钼产品出口税率变化

	钼矿砂及其精矿	钼铁	钼的氧化物及其氢氧化物	钼酸铵	其他钼酸盐	钼粉	未锻轧、包括条、杆	锻轧钼条、杆、型材	钼丝
2003年	-13%	-13%	-13%	-15%	-15%	-13%	-13%	-13%	-13%
2004年	-8%	-13%	-8%	-5%	-5%	-13%	-13%	-13%	-13%
2005年	0%	-13%	0%	-5%	-5%	-13%	-13%	-13%	-13%
2006年	10%	10%	10%	-5%	-5%	0%	0%	-13%	-13%
2007年	15%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	5%	-5%
2008年	15%	20%	15%	15%	15%	15%	15%	5%	-5%
2009年	15%	20%	15%	15%	15%	10%	15%	5%	-5%
2010年	15%	20%	5%	5%	5%	5%	5%	0%	0%
2011年	15%	20%	5%	5%	5%	5%	5%	0%	0%

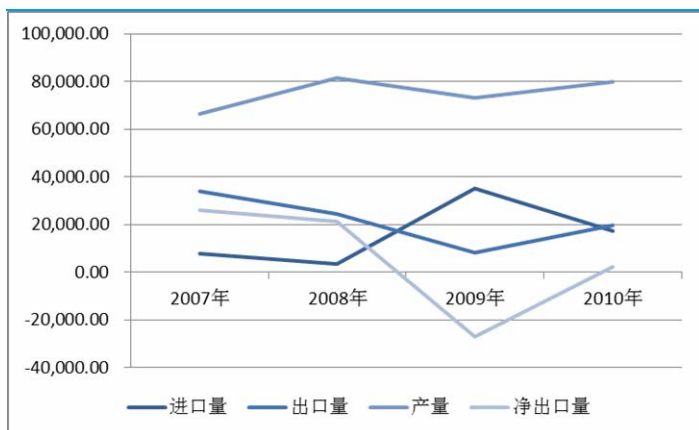
来源：招股说明书、国金证券研究所

图表21：我国钼产品出口配额



来源：中国海关 国金证券研究所

图表22：净出口量逐渐下降



- 近几年新的大型钼矿的发现使得市场对供给端压力有所担忧：我国原有百万吨钼矿仅栾川钼矿、大黑山钼矿、金堆城钼矿，分别为 206 万吨、109 万吨和 98 万吨。但近几年我国勘探队先后在内蒙古兴和县、安徽金寨县沙坪沟、新疆哈密、河南汝阳东沟、海南发现大型钼矿，如只计算下表几个较大钼矿，我国钼储量较 2006 年底的 1000 万吨至少增加 53.4%，在钼储量激增的同时，未来供给端的压力不容忽视。

图表23：我国近年来发现多处大型钼矿

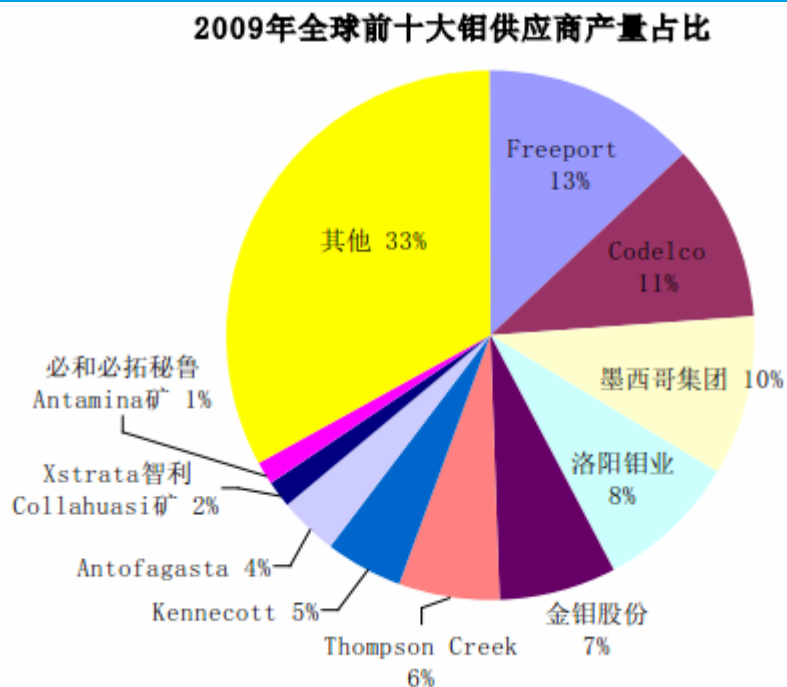
矿区名称	探明储量 (万吨)	平均品位	开采方式	矿床类型	共、伴生组分
栾川钼矿	206	0.12	露采、坑采	斑岩型、矽卡岩型	铁、硫、钨、铼
大黑山钼矿	109	0.066	露采、坑采	斑岩型	铁、硫
金堆城钼矿	98	0.098	露采	斑岩型	铜、铁、硫、铼
葫芦岛钼矿	21	0.27	坑采	矽卡岩型	铜、铁、硫、铼
内蒙古	230	0.082	-	-	-
安徽沙坪沟	220	0.157	-	-	-
汝阳东沟	70	0.12	-	-	-
新疆哈密	39	0.113	适合露采	斑岩型	-
海南罗葵洞	25.4	-	适合露采	斑岩型	-

来源：国土资源部资料整理、国金证券研究所

相关政策和《钼行业准入条件》加速行业整合，有效削减供给压力

- 面临国内钼行业供给端的扩张以及低水平产能的扩大，政府近年来出台多项政策。国土资源部将钼列入保护性开采品种，从 2011 年开始实行总量管理，下达开采总量指标。钼成为继黄金、钨、锡、锑、稀土之后第 6 个被列为保护性开采品种的金属。
- 我国钼企业在国际上竞争力和议价能力较弱：长期以来，我国钼生产产业链均存在生产规模小、产业集中度偏低的现象，导致生产技术水平、生产成本和产品质量与国外先进企业存在较大差距，使钼行业在国际市场上的整体竞争力较弱。目前我国跻身世界钼生产前列的企业仅洛阳钼业和金钼股份两家，与我国钼储量和生产消费地位并不匹配。

图表24：国内仅洛阳钼业和金钼股份跻身世界十大



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 政策保护旨在提高行业附加值、调整产业结构：为了做大做强我国优势战略性新兴产业，近年来政府对钼行业的宏观调控力度日益加码，政策导向日渐清晰，即抑制未加工或简单加工的资源型产品大量出口，控制并降低高能耗、高污染、低利用率的中小产能，通过产业整合实现产能向优污染和能耗较低、资源利用率较高、技术水平较强且具备深加工能力的大中型企业集中，引导产品结构向高附加值的深加工产品倾斜。目前，随着宏观调控力度的加大，我国钼行业集中度正在不断提高。

图表25：近年我国出台钨行业相关政策

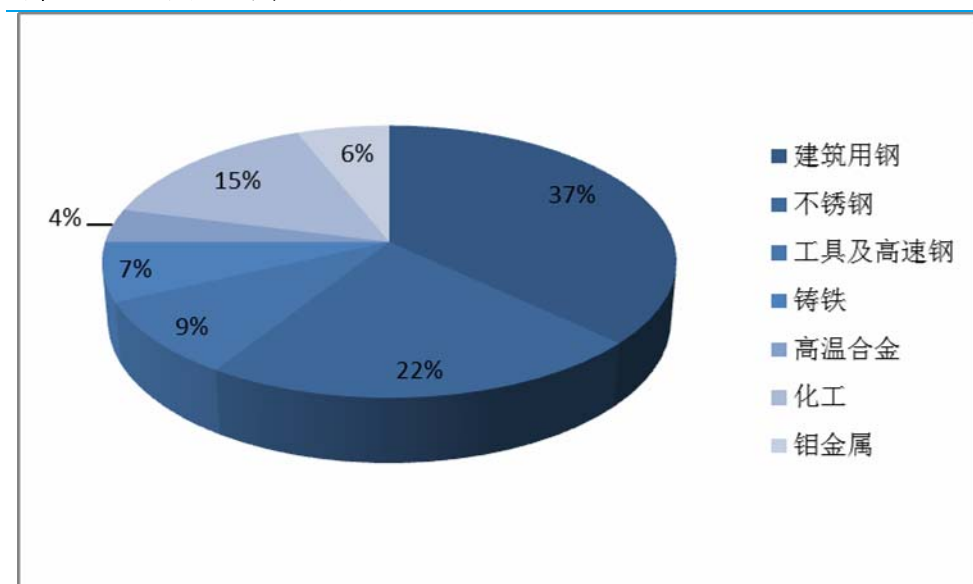
年份	政策	制定部门	具体措施
2006	《关于发布实施限制用地项目目录（2006年）禁止用地项目目录（2006年）的通知》	国土资源部、国家发改委	禁止或限制钨钼行业新建项目土地审批
2007	外商投资产业指导目录	发改委、商务部	禁止外商投资钨、钼等矿产的勘探、冶炼和分离产业
2007	中华人民共和国进出口税则	海关总署	钼精矿列入禁止类加工贸易产品类目
2007	商务部、海关总署公告（2007年第54号）	商务部、海关总署	实施钼产品出口配额政策
2010	钼行业准入条件（征求意见稿）	工信部	露天采选不低于日处理1万吨，坑采不低于5000吨。冶炼企业钼铁和氧化铁年产能不低于5000吨。
2011	产业结构调整指导目录（2011年本）	发改委、商务部	将钨钼大规格高纯靶材生产列为鼓励发展类产业、新建、扩建钨、钼开采、冶炼项目列为限制发展类产业。
2012	钼行业准入条件正式发布	工信部	同（征求意见稿）

来源：国金证券研究所

西方的复苏性需求恐难利好国内钼业，需求还看自身钢结构调整

- **钼的需求主要来自钢铁：**根据国际钼业协会统计资料，钼直接消费需求中约 75%以焙烧钼精矿或钼铁等钼炉料的形式应用于钢铁业，其中建筑用钢、不锈钢、工具钢及高速钢、铸铁分别占比 37%、22%、9%和 7%。

图表26：钼的下游需求结构

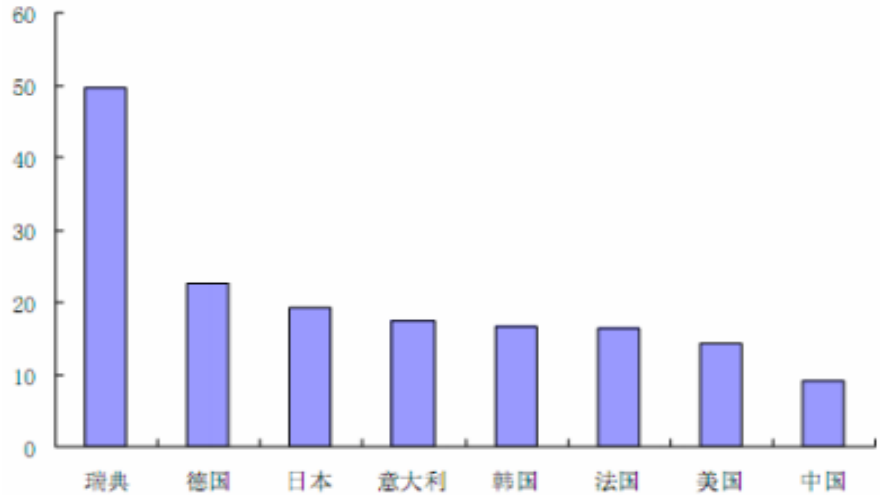


来源：国际钼业协会、国金证券研究所

- **我们认为，西方钢铁业的复苏性增长对钼需求的增长恐难传导到我国钼行业。**因西方发达国家钼业基本处于自给自足状态，对我国依存度仅 10%至 20%，且受我国政府近年出台的出口配额以及税收政策影响，未来短期内全球经济复苏带来的对钼的需求恐难传导到国内钼行业。

- **我国钼行业的需求长期还看钢结构升级，特钢比例的提升所带来的需求。**随着工业化的深化和城市化的推进，钢铁的需求尤其是特种钢材的产业升级需求将对钼金属的销量提供保障。相比西方发达国家和日韩，我国钢铁中特钢比例低，目前特钢仅占国内粗钢产量的 6% 左右，与成熟经济体 15%~20% 的比重存在较大差距。

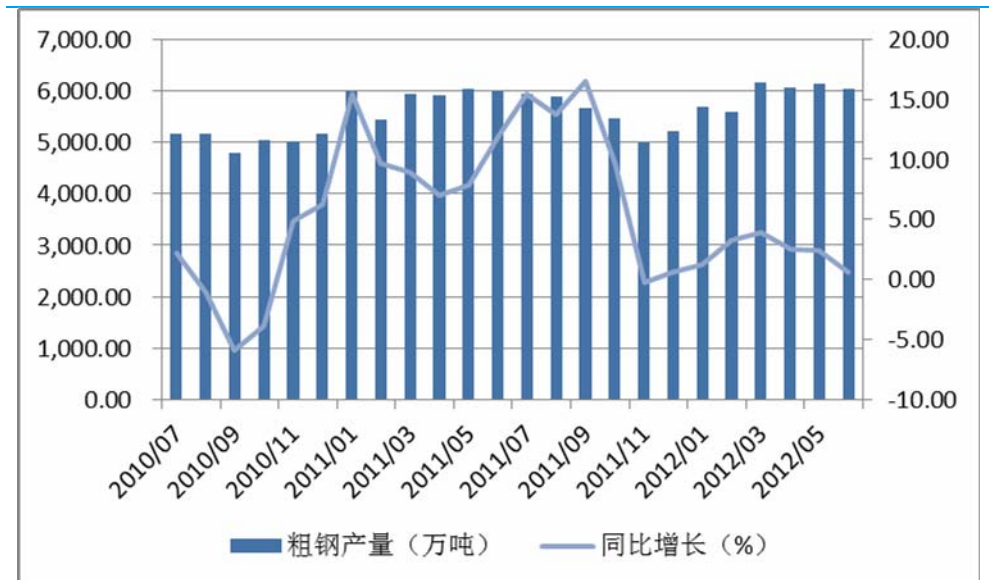
图表27：我国特钢占比与发达国家差距明显



来源：国际钢铁协会、国金证券研究所

- **粗钢依然保持增长：**从我国粗钢产量来看，我国 2011 年粗钢产量 6.82 亿吨，2012 年虽然经济继续下行，但粗钢产量依然保持正增长，预计全年增长 2%。我们预计至 2015 年我国粗钢产量将达到 7.83 亿吨，2012 至 2015 年复合增长率为 4%。

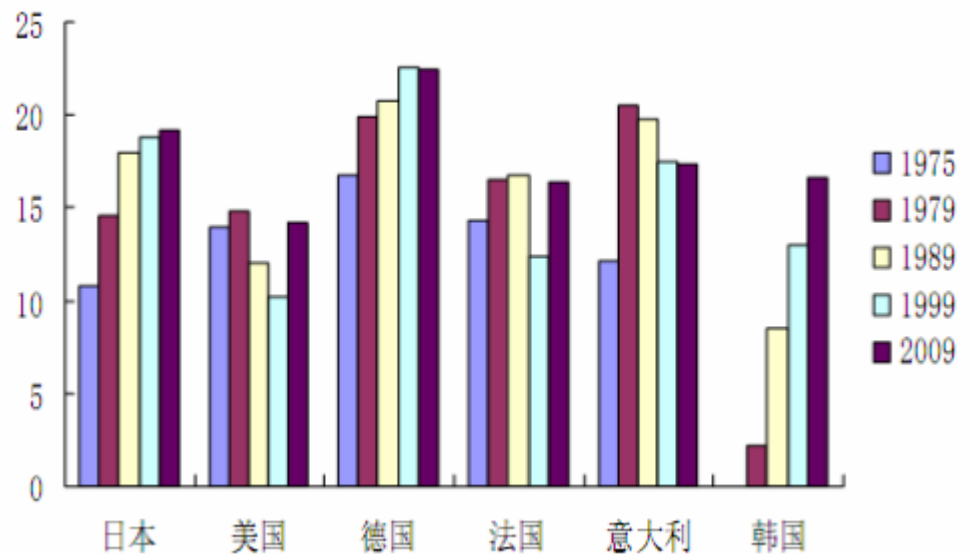
图表28：我国近两年粗钢产量依然保持增长



来源：Wind、国金证券研究所

- **特钢占比提升是一个缓慢持续的过程：**我们参考西方发达国家和日韩的历史发现，随着工业化和城市化进程加速和深化，特钢比例将有明显提升，但这个过程将是持久而缓慢的，如日本特钢从 10% 至近 20% 用去 30 年，韩国在 80 年后的迅速发展使得其特钢比例从 2% 上升到 17%，其过程也花去 30 年。

图表29：发达国家特钢占比变化趋势



来源：国际钢铁协会、国金证券研究所

- 我们参考日韩历史经验，假设我国特钢比例 20 年内从 6% 上升到 16%，年均上升 0.5%，并假设钼需求增长比例与特钢提升率同比增长，得出 2012 年至 2015 年我国钼需求复合增长 11.2%。

图表30：特钢带来钼需求测算表

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
粗钢产量	6.820	6.956	7.235	7.524	7.825
特钢占比	0.060	0.065	0.070	0.075	0.080
特钢产量	4092.000	4521.660	5064.259	5643.032	6260.003
钼消费量	70000.000	77350.000	86632.000	96532.800	107087.053
同比增长		10.5%	12.0%	11.4%	10.9%

来源：国金证券研究所

募投项目：资源自给率提升，深加工业务有所加强

- 本次募投项目计划投入 5.25 亿元，主要投向钼铜矿选矿厂技术改造工程、技术中心建设项目和钼制品工程项目。其中钼铜矿选矿厂技术改造工程项目建设期为 1.5 年，总投资额 4.02 亿元，完全达产后将形成年产 3215 吨/年（含钼 45%）的钼精矿生产能力。募投项目钼制品扩建项目将增加 500 吨/年的高端钼制品产能，预计于 2014 年达产。

图表31：募集资金投向

项目名称	本次募集资金投入	项目内容
一、钼铜矿选矿厂技术改造工程项	4.02亿元	募投项目实施后，延边矿业年产钼精矿（45%）约3,215吨，相当于发行人2011年度钼精矿采购量的13.33%。
二、技术中心建设项目	5294万元	技术中心承担钼的采矿、选矿、冶金、化工、粉末冶金、压力加工等的科技研发项目，同时配套先进的氢气制备系统，配套高技术高附加值钼制品的研制能力
三、钼制品工程项目	7060万元	建成后主要从事钼制品生产，包括：钼片、钼条、钼棒、钼电极、钼中丝、钼板、钼圆片、钼基靶、钼顶头等深加工产品，生产能力为500吨/年。
合 计	5.25亿元	

来源：招股说明书、国金证券研究所

钼铜矿选矿厂技改项目：公司迈向资源的第一步

- 募投项目使得公司资源自给率达到 13%：公司控股子公司延边矿业拥有安图县双山钼铜多金属矿的采矿权，双山钼铜矿区是一个以钼铜为主的大型多金属矿区。通过选矿厂技术改造工程项，公司达产后年 产钼精矿（45%）3215 吨，资源自给率达到 13.33%。
- 根据公司测算，该项目达产后年实现销售收入 3.7 亿元，净利润 5000 万元，我们根据目前历史低位的钼精矿价格保守预测公司该募投项目在 2014 年完成钼精矿生产 1916 吨，2015 年完成钼精矿生产 2813 吨，销售收入分别为 1.47 亿元和 2.09 亿元。
- 募投项目只是公司进军资源的第一步：根据公司招股说明书披露，公司计划到 2012 年实现矿山资源拥有量达到 10 万金属吨，钼矿石产量 330 万吨/年。公司将加快钼资源储备和开发，未来三年到五年内实现 15% - 30% 以上的原料自给率。根据公司公开披露情况，公司旗下和龙矿业已在石马洞东矿区探明钼储量 7.5 万吨，西区尚未探明，预计储量将大于东部。未来公司将积极获得该矿区采矿权，公司资源自给率将逐步达到 30%水平。

图表32：公司旗下探矿权和采矿权

延边矿业	安图县双山铜钼多金属矿的采选	募投项目：钼金属量 38,998 吨，预计 2014 年将形成年产 3,215 吨钼精矿产能
		采矿权：安图县双山地区金、多金属矿采矿权 探矿权：安图县双山地区金、多金属矿普查探矿权
和龙矿业	多金属矿普查	探矿权：和龙市石马洞地区钼、多金属矿普查探矿权

来源：招股说明书、国金证券研究所

技术中心建设项目：提升技术研发实力

- 我国高质量、高附加值的钼深加工产品仍大量依靠进口，为继续提升市场竞争力，优化产品结构，公司将进一步投入资源对钼化工、钼金属加工等深加工技术进行研究，同时寻求引进并消化国际先进技术，缩小与产业前沿技术水平的差距。公司拟通过本次募集资金投资项目“技术中心建设项目”，提升公司技术研发实力。建成后的技术中心能够达到省级技术中心要求，能够承担钼的采选、冶金、化工、粉末冶金、压力加工等科技研发项目，同时配套先进的氢气制备系统，配套高技术高附加值钼制品的研制能力

钼制品工程项目：优化产品结构

- 中国钼产品的产量居世界前列，但却以初、中级加工产品为主，高附加值的产品往往需要从国外进口。初、中级加工产品的盈利状况易受市场价格波动的影响。近年来，钼的初、中级加工产品价格一直处于低位徘徊的状

况，不利于从事钼产品生产的企业进一步提高盈利能力。公司此次募投项目旨在推进钼产品深加工的发展，优化公司产品结构，提高产品附加值，加强公司产品的市场竞争力。

盈利预测

关键假设

图表33：销量预测（吨）

销 量（吨）									
			2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
	自产业务	钼铁	7,976	12,535	14,430	14,760	15,840	16,920	18,000
		焙烧钼精矿	0	2,245	1,739	2,262	2,711	3,200	3,729
		钼酸铵	941	822	522	650	934	1,253	1,608
		高纯氧化钼	207	297	453	500	500	500	500
		钼金属	24	99	259	259	259	259	259
		钼精矿						1,969	2,813
	转口贸易	钼精矿	0	328	150	200	200	200	200
		焙烧钼精矿	82	9,069	9,592	9,000	9,000	9,000	9,000
	国内贸易	钼铁	3,322	1,349	1,934	1,978	2,123	2,268	2,412
		焙烧钼精矿	2,449	7	0	0	0	0	0

来源：国金证券研究所

图表34：毛利率假设（%）

毛利率假设（%）									
			2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
	自产业务	钼铁	10.1%	5.4%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	
		焙烧钼精矿	10.1%	5.4%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	
		钼酸铵	14.9%	6.1%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	
		高纯氧化钼	14.9%	6.1%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	
		钼金属	-22.4%	-3.6%	0.3%	1.0%	2.0%	2.0%	
		钼精矿						31.9%	31.9%
	转口贸易	钼精矿	0.00%	8.30%	7.92%	8.00%	8.00%	8.00%	
焙烧钼精矿		-20.90%	8.44%	3.16%	3.00%	3.00%	3.00%		
	国内贸易	钼铁	2.59%	4.66%	5.59%	5.00%	5.00%	5.00%	
		焙烧钼精矿	2.59%	4.66%	5.59%	5.00%	5.00%	5.00%	

来源：国金证券研究所

图表35：价格假设(元/吨)

销售价格(不含税价)									
			2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
	自产业务	钼铁	104,370	120,373	121,495	103,502	108,677	114,111	
		焙烧钼精矿	—	88,204	78,070	66,508	69,833	73,325	
		钼酸铵	107,702	116,098	117,563	100,153	105,161	105,161	
		高纯氧化钼	132,910	147,330	147,804	125,915	132,211	138,822	
		钼金属	215,223	246,536	238,780	230,769	242,308	242,308	
		钼精矿				67,495	70,869	74,413	74,413
	转口贸易	钼精矿	0	90,586	97,575	83,125	87,281	91,645	
		焙烧钼精矿	78,351	106,084	106,490	90,719	95,255	100,018	
	国内贸易	钼铁	99,971	117,702	123,680	105,363	110,631	116,163	
		焙烧钼精矿	68,996	92,306	0	0	0	0	0

来源：国金证券研究所

盈利预测及估值

- 根据以上假设，我们预计新华龙 2012 年-2014 年销售收入分别为 2.91 亿、3.25 亿、3.76 亿，净利润 0.88 亿、1.03 亿、1.59 亿，完全摊薄后 EPS0.35 元、0.41 元、0.63 元。参考可比公司 2012 年 PE20.92 倍，我们给予公司 20-22 倍的估值区间，合理价值为 7 元-7.7 元。

图表36：可比估值

公司	代码	子行业	2012年8月13日股价	EPS			PE		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
金铝股份	601958	小金属&铝	12.47	0.25	0.27	0.32	49.41	46.93	38.69
辰州矿业	002155	黄金&小金属	19.11	1.17	1.03	1.26	16.31	18.61	15.16
西部资源	600139	铜	8.91	0.73	0.51	0.64	12.23	17.56	13.88
江西铜业	600362	铜	21.47	2.07	1.94	2.16	10.38	11.06	9.92
利源铝业	002501	铝加工	17.26	0.83	1.14	1.47	20.89	15.20	11.71
新疆众和	600888	铝加工	9.29	0.84	0.58	0.81	11.08	16.13	11.42
平均							20.05	20.92	16.80

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- **钢铁行业复苏缓慢风险：**由于铝行业消费 75%受钢铁行业影响，如果宏观经济或钢铁行业若长期处于周期性底部，将可能导致铝产品的需求长期处于低迷状态，铝业企业的毛利空间将可能被进一步压缩。
- **募投项目风险：**1、募投项目进展低于预期风险。2、矿山储量及品位低于勘探预测风险。3、铝矿开采总量控制管理风险。
- **贸易业务风险：**转口贸易业务具有资金占用量大、毛利率不稳定、结算受汇率变动影响较大的特点，且近年来国内外铝产品价格波动幅度较大，如不能较好的把握交易时机则可能会给公司经营业绩造成不利影响。转口贸易业务的风险点主要在国际市场铝产品的价格波动，如果铝产品国际市场价格持续下跌，则公司转口贸易业务有可能发生亏损。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,715	3,028	3,374	2,908	3,247	3,758
增长率		76.6%	11.4%	-13.8%	11.7%	15.7%
主营业务成本	-1,597	-2,839	-3,170	-2,726	-3,041	-3,479
%销售收入	93.2%	93.7%	94.0%	93.8%	93.7%	92.6%
毛利	117	190	204	181	206	279
%销售收入	6.8%	6.3%	6.0%	6.2%	6.3%	7.4%
营业税金及附加	0	-3	-1	-3	-3	-4
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-8	-10	-11	-9	-10	-12
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-16	-22	-25	-22	-24	-28
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	93	155	167	147	168	235
%销售收入	5.4%	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%	6.3%
财务费用	-22	-48	-49	-33	-36	-30
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	1.1%	0.8%
资产减值损失	1	1	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	72	106	117	113	133	205
营业利润率	4.2%	3.5%	3.5%	3.9%	4.1%	5.4%
营业外收支	9	10	4	5	5	5
税前利润	81	116	122	118	138	210
利润率	4.7%	3.8%	3.6%	4.1%	4.2%	5.6%
所得税	-20	-30	-31	-29	-34	-52
所得税率	25.2%	25.7%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	61	86	91	88	103	157
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	61	86	92	88	103	157
净利率	3.6%	2.8%	2.7%	3.0%	3.2%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	61	86	91	88	103	157
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	11	20	22	25	53
非经营收益	19	26	30	34	37	33
营运资金变动	-117	106	-7	-56	-19	-29
经营活动现金净流	-30	230	133	89	145	214
资本开支	-127	-68	-26	-539	-14	-15
投资	-58	-4	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-184	-72	-26	-540	-14	-15
股权募资	72	23	0	405	-23	0
债权募资	252	22	49	77	-66	-62
其他	-40	-61	-61	-39	-42	-38
筹资活动现金净流	284	-17	-12	443	-131	-99
现金净流量	70	141	95	-9	0	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	73	214	309	300	300	400
应收款项	99	257	182	153	153	156
存货	409	254	249	299	333	381
其他流动资产	188	140	130	125	139	159
流动资产	769	864	869	876	925	1,096
%总资产	76.4%	72.7%	64.7%	46.8%	48.3%	53.3%
长期投资	0	1	1	2	1	1
固定资产	150	223	344	848	826	775
%总资产	14.9%	18.7%	25.6%	45.3%	43.1%	37.7%
无形资产	87	102	128	146	164	181
非流动资产	238	325	473	998	992	959
%总资产	23.6%	27.3%	35.3%	53.2%	51.7%	46.7%
资产总计	1,006	1,190	1,343	1,874	1,917	2,055
短期借款	397	473	519	656	590	528
应付款项	200	281	300	260	290	333
其他流动负债	-26	-7	-6	-6	-6	-8
流动负债	572	748	813	910	874	854
长期贷款	68	13	13	13	13	14
其他长期负债	34	35	60	0	0	0
负债	674	796	886	923	887	867
普通股股东权益	312	372	437	930	1,010	1,167
少数股东权益	20	22	21	21	21	21
负债股东权益合计	1,006	1,190	1,343	1,874	1,917	2,055

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.242	0.340	0.361	0.349	0.407	0.620
每股净资产	1.734	1.957	2.298	3.670	3.985	4.605
每股经营现金净流	-0.165	1.208	0.700	0.351	0.573	0.846
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.62%	23.20%	20.98%	9.50%	10.22%	13.47%
总资产收益率	6.08%	7.25%	6.82%	4.72%	5.38%	7.65%
投入资本收益率	8.73%	13.09%	12.58%	6.82%	7.72%	10.19%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	76.62%	11.42%	-13.83%	11.69%	15.71%
EBIT增长率	N/A	66.62%	7.73%	-11.82%	14.12%	39.75%
净利润增长率	N/A	40.91%	6.14%	-3.53%	16.76%	52.38%
总资产增长率	N/A	18.24%	12.86%	39.53%	2.32%	7.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.2	13.7	17.0	17.0	15.0	13.0
存货周转天数	46.7	42.6	29.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	11.7	19.2	21.1	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	16.9	17.1	22.5	23.8	27.5	72.8
偿债能力						
净负债/股东权益	118.18%	69.48%	48.71%	38.83%	29.41%	11.91%
EBIT利息保障倍数	4.2	3.2	3.4	4.4	4.7	7.7
资产负债率	66.97%	66.93%	65.95%	49.27%	46.25%	42.21%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B