2012 年 9 月 25 日　　公司研究　　合理估值：6.58 元

研究所
证券分析师：李会坤　S0350110090368
0755-83021673　lihk@ghzq.com.cn

向深加工环节扩张的钨、钼资源优势企业

——洛阳钼业（603993）价值分析报告

投资要点：

- **多金属矿业公司**　公司从事钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。目前，公司是国内最大、全球排名第四的钼生产商，也是国内最大的钨精矿生产商之一。公司确立了“以钼、钨为主体、以黄金和其他贵金属为两翼”的发展战略，未来将形成来钨、钼、贵金属三大产业鼎立的大格局，因此我们对公司的投资价值分析将主要着眼于公司这三大主业的现状和未来发展。

- **钼产业：资源禀赋突出，深加工能力薄弱（钼产业利润占公司利润 47%）**　公司钼资源储量占全球 13%，相比金钼股份（601958），公司在钼产业链上产能主要布局在钼矿采选和钼铁冶炼等初级产品，深加工能力较为薄弱，此次发行募投的 10000 吨钼氨酸项目将增强公司在钼化工环节的产能。

- **钨产业：已受益资源优势，再向深加工环节挺进（钨产业利润占公司利润 38%）**　钨产业链的价值主要分布在资源环节和具有核心技术的深加工环节。由于资源优势，公司钨相关产品毛利近 78%，钨作为是一种不可再生的战略性稀有金属，应用十分广泛，目前全球钨年产量超过 80%来自中国，我国正逐步通过出口配额、钨矿开采总量指标控制等措施取得钨矿定价权，钨价长期看涨，公司有望持续受益。此外，公司拟投资近 33 亿元进军钨深加工环节，尽管由于核心技术缺失，我们推算公司钨深加工毛利并不高，但公司具有的资源优势，一方面可以形成业务间的协同效应，另外一方面也可以完善产业链，避免对下游的过度依赖。

- **贵金属产业：冶炼盈利不佳，看点在资源外延式扩张（贵金属产业利润占公司利润 9%）**　公司旗下的贵金属业务主要涉及矿产资源和冶炼两方面的业务，目前黄金产能 1 吨/年，白银差能 15 吨/年。冶炼业务主要以控股子公司永宁金铅（75%权益）为依托，金银矿资源主要以子公司坤宇矿业（70%权益）为依托。坤宇矿业立足于洛宁县，目前已探明黄金储量约 47 吨，未来将持续向贵金属的精深加工以及资源的外延式扩张发展，这也是公司贵金属产业链主要的看点。

- **成长性：钨产业将是近年主要的利润增长点**　通过对公司三大主业的分析我们认为：钼相关产品价格前景不明朗；贵金属资源扩张属机会导向，确定性未知；只有钨价前景看好，且公司拟在钨产业链的募投产能巨大，随着近 33 多亿钨深加工项目的投产，将给公司带来新的利润增长点。

- **估值和投资建议：发行价低于公允价值，获利空间大**　从相对估值、AH 溢价倍数估值 2 个角度对公司进行价值分析：公司在 A 股的可比企业为金钼股份、厦门钨业、章源钨业，按照 PB 估值为 13.73 元，按照 PE 估值为 12.66 元。按照 AH 股公司的溢价情况进行推算公司合理定价为 4.22 元。综合考虑 AH 股估值差异以及 A 股小金属和基本金属的估值差异，我们保守估算公司合理股价为 6.58 元。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	6100	6014	6721	7973
增长率(%)	36%	-1%	12%	19%
净利润（百万元）	1118	1168	1369	1796
增长率(%)	10%	4%	17%	31%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.23	0.27	0.35
ROE(%)	9.93%	9.20%	10.00%	11.99%

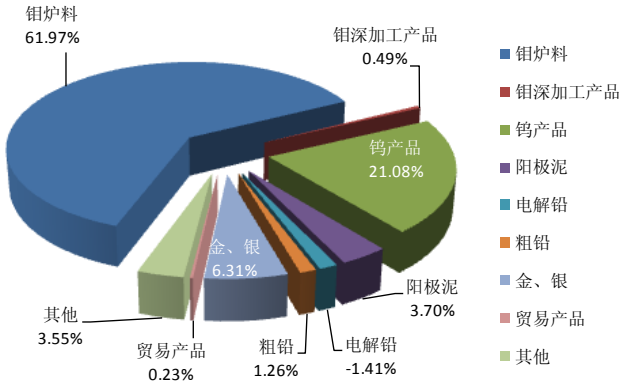
目　　录

1、钼、钨为主体，贵金属为两翼的多金属矿业公司 3
2、钼产业链：资源禀赋突出，深加工能力薄弱 3
2.1 公司钼资源储量占全球 13% 3
2.2 募投钼化工项目将扩展深加工环节产能 4
3、钨产业链：已受益资源优势，再向深加工环节挺进 5
3.1 钨是不可再生的战略性稀有金属 5
3.2 中国具有钨的资源优势并逐步掌握了定价权 5
3.3 钨产业链价值主要分布在资源和具有核心技术的深加工环节 6
3.3 相比厦门钨业，公司业务主要集中在产业链上游 7
4、贵金属产业：冶炼盈利不佳，看点在资源外延式扩张 8
5、成长性：主要的利润增长来自钨产业 8
5.1 尽管钼价已处于历史地位，但前景仍不明朗 9
5.2 钨产业量价齐升，是未来主要的业绩增长点 10
6、估值：目标价 6.58 元 10
6.1 A 股可比公司相对估值：12.66 元 10
6.2 综合 A、H 股及 A 股板块间溢价因素，估价 6.58 元 11

1、钼、钨为主体，贵金属为两翼的多金属矿业公司

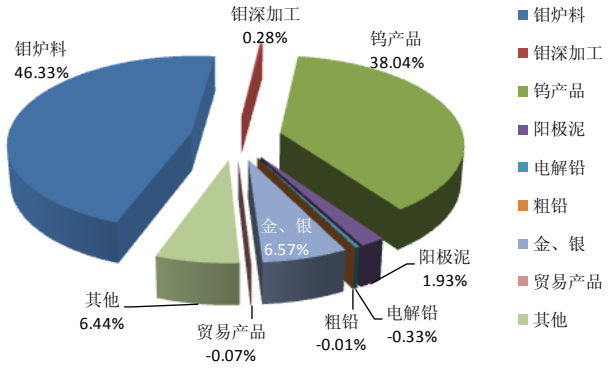
洛阳钼业（602992）主要从事钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。目前，公司是国内最大、全球排名第四的钼生产商，也是国内最大的钨精矿生产商之一。从目前的收入结构看，钨相关产品、钼相关产品、贵金属（黄金和白银）三大块业务利润占公司总利润 90%以上，是公司最主要的利润来源且公司确立了以钼、钨为主体、以黄金和其他贵金属为两翼的发展战略。因此我们就上述这三大主业对公司的投资价值进行分析。

图 1、公司收入结构情况（2011 年年报）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、公司收入结构情况（2012 年中报）



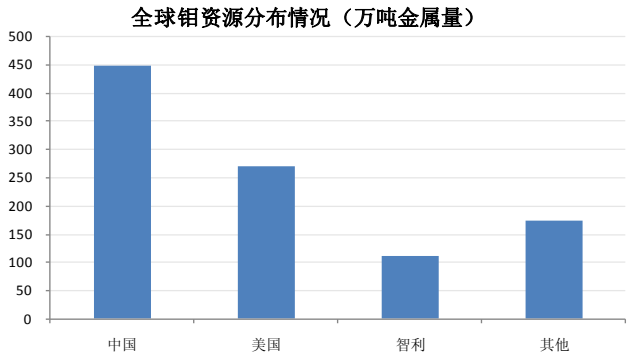
资料来源：WIND、国海证券研究所

2、钼产业链：资源禀赋突出，深加工能力薄弱

2.1 公司钼资源储量占全球 13%

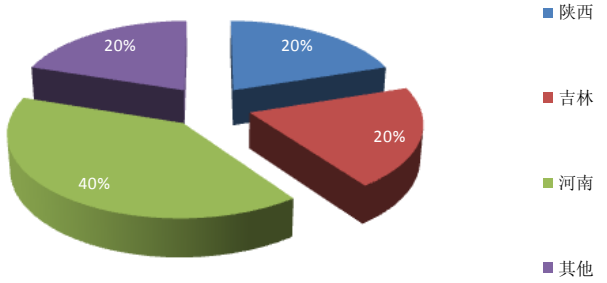
公司资源禀赋突出，钼储量约占全球 13%。根据美国地质勘探局《Mineral Commodity Summary 2011》，全球钼储量为 983 万吨，其中，中国、美国和智利名列前三，钼储量分别为 430 万吨、270 万吨和 110 万吨，分别占全球总储量的 43.7% 、27.5% 和 11.2% 。而目前公司控制的储量约为 129.5 万吨，约占全球储量的 13%，在国内企业中仅次于金钼股份（601958）。

图 3、从全球来看，中国的钼资源储量丰富



资料来源：美国地质勘探局《Mineral Commodity Summary 2011》

图 4、国内钼主要集中在河南、陕西、和吉林



资料来源：国际钼业协会

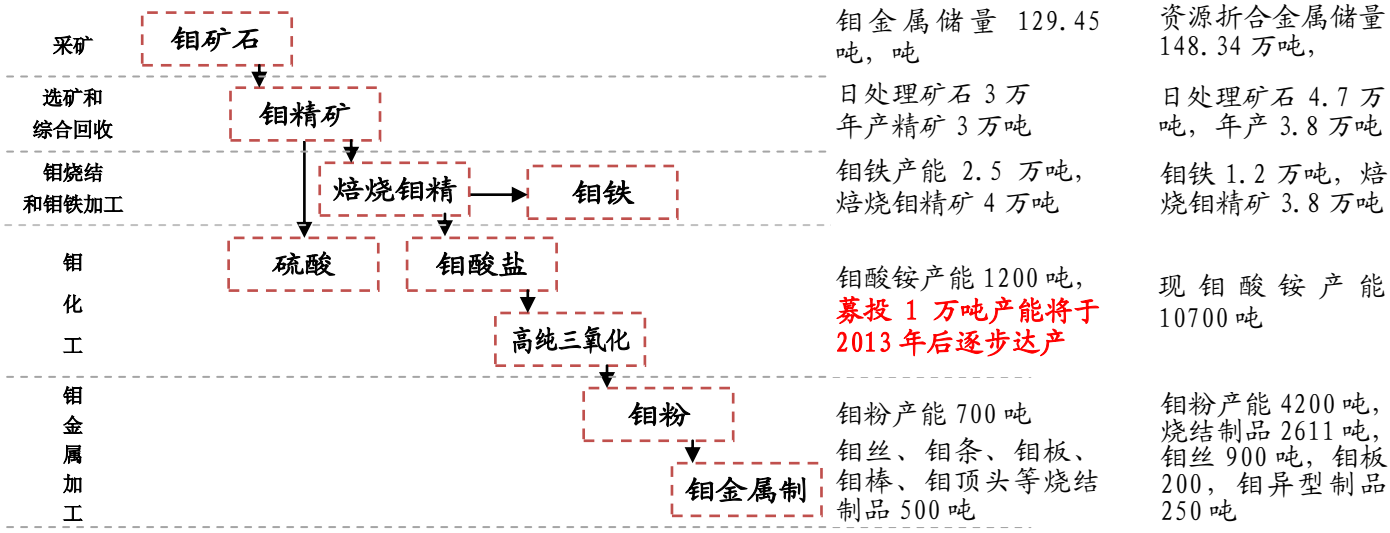
表 1、公司钼资源储量和金钼股份（601958）基本相当

	权益	矿石储量(吨)	金属量（吨）	平均品位	开采规模	矿区面积	权限
金钼股份							
金堆城钼矿	100%	80066 万	78.6551 万	0.099%	40000 吨/天	2.63km^2	采矿权
汝阳钼矿（东沟）	65%	46964.1 万	68.98 万	——	7000 吨/天	5.58 km^2	采矿权
汝阳钼矿（草沟）	35%	1462.1 万	0.7 万	——	——	0.09 km^2	采矿权
合计	——	——	148.335	——	47000 吨/天	——	——
洛阳钼业							
栾川三道庄钼钨矿[1]	100%	——	59.52 万吨	0.10%	30000 吨/ 天	2.509 km^2	采矿权
栾川上房沟钼矿[2]	55%	——	19.13 万吨	0.122%	5,000 吨/ 天	——	采矿权
新疆哈密市东戈壁钼矿	65.1%	44131.84 万	50.80 万吨	0.115%	暂未开采	16.77 km^2	探矿权
合计	——	——	129.45	——	35000 吨/天	——	——

资料来源：公司公告，国海证券研究所

相比金钼股份，公司在钼产业链上产能布局主要集中在钼矿采选和钼铁冶炼，深加工产能较为薄弱。

图 5、相比金钼股份，公司业务主要集中在产业链上游



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.2 募投钼化工项目将扩展深加工环节产能

目前公司钼酸铵的产能为 1200 吨/年，此次公司再募投产能 1 万吨以上，项目建设期 3 年，将于 2013 年开始逐步达产，建成后将增强公司的在钼化工环节的产能，对改善利润结构具有积极影响。

[1]截至 2010 年末，三道庄钼矿钼金属保有储量 59.52 万吨[1]公司持有徐州环宇 50%股份，而徐州环宇持有该公司 90%的股份，本公司的全资子公司沪七矿业持有该公司 10% 的股份[1] 隶属于新疆洛钼矿业有限公司

[2] 尚有产权纠纷，详见招股说明书，储量统计是根据 2004 年 4 月《河南省栾川县上房沟钼铁矿资源储量核实报告》，该矿在采矿证覆盖范围内 1154 标高以上包含表内钼金属量（B-C+D）19.13 万吨。

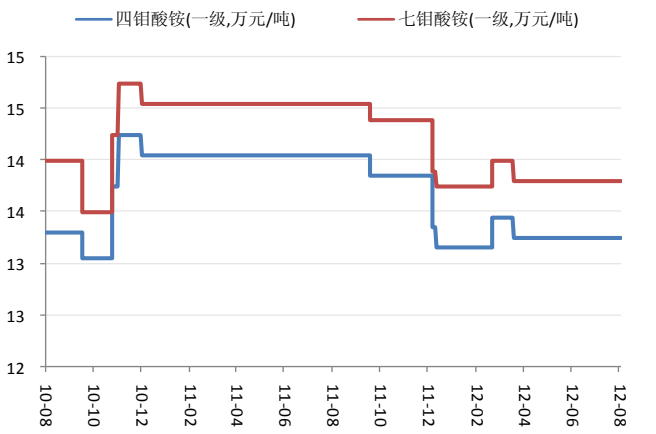
钼酸铵是钼酸盐中最主要的化工冶金产品，每年的需求量（金属量）占全球钼消耗总量的 16%左右，主要用于钼金属的制作和石油催化剂方面，具有广阔的市场前景，近期市场随着全球经济复苏的疲软，相关产品价格仍维持在低位，但总体需求情况相对较好。

表 2、钼酸铵相关产品用途

名称	化学式和物理性质	用途
二钼酸铵	$(NH4)_2Mo_2O_7.4H_2O$，溶于水和碱类，	适于生产三氧化钼、钼粉、制造钼板、钼丝和钼原件，还广泛应用于生产加氢、脱硫等石油精炼催化剂、化肥催化剂等
四钼酸铵	$(NH4)_2Mo_4O_{13}.2H_2O$，微溶于水，溶于碱和氨水	用于生产加氢、脱硫等石油精炼催化剂、化肥催化剂等
七钼酸铵	$(NH_4)_6Mo_7O_{24}.4H_2O$ 具有很高的水溶性	广泛用于石油化工催化剂，尤其是丙烯腈催化剂，还应用于农业和金属钼的生产

资料来源：国海证券研究所

图 6、需求不济致钼酸铵产品价格一路走低



资料来源：国海证券研究所

3、钨产业链：已受益资源优势，再向深加工环节挺进

3.1 钨是不可再生的战略性稀有金属

钨是一种不可再生的战略性稀有金属，广泛应用于军工、电子、冶金、石油、航空、航天等重要工业领域，是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”。在上述应用领域，目前尚未发现钨的直接替代品。在世界范围中，钨已被列为重要的战略金属，特别在未来以信息技术为核心的新技术革命迅猛发展的时代，钨的战略作用将更加凸显。

3.2 中国具有钨的资源优势并逐步掌握了定价权

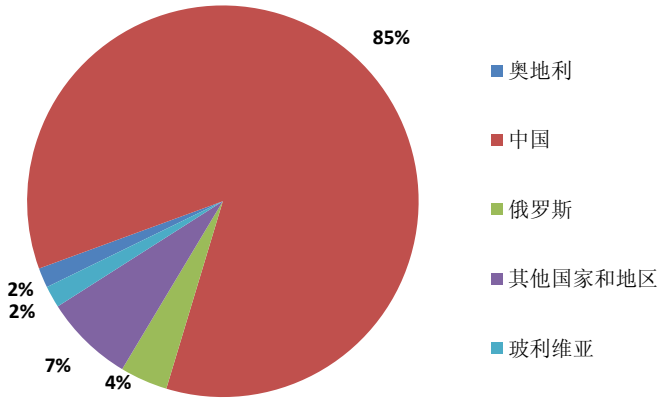
目前全球钨年产量超过 80%来自中国，以 2010 年的数据为例，中国产量为 52000 吨，占世界产量约 85%，中国的供给对世界的供需平衡具有决定作用。我国正逐步通过出口配额、钨矿开采总量指标控制等措施取得钨矿定价权：我国从 2001 年开始施行生产总量控制、出口配额限制、开采总量指标控制等措施战略性的控制供给和价格，并出台了《钨及钨制品、锑及锑制品出口经营管理暂行办法》。从最近几年的配额指标来看（如上图），国家逐年减少了钨产品的出口配额，而钨精矿的开采指标则是根据国内经济增长形势而逐年缓慢增加。虽然国内钨精矿实际开采量始终远超过配额生产量，但国家配额政策对私采滥挖还是起到了抑制作用，国际钨初级产品价格也一路上涨并稳定在合理水平。

图 7、从全球来看，中国的钼资源储量丰富

单位（万吨）	储量	储量基础
中国	180	420
加拿大	26	49
俄罗斯	25	42
美国	14	20
玻利维亚	5.3	10
奥地利	1	1.5
葡萄牙	0.47	6.2
韩国	-	3.5
其他国家	42	74
全球总计	290	630

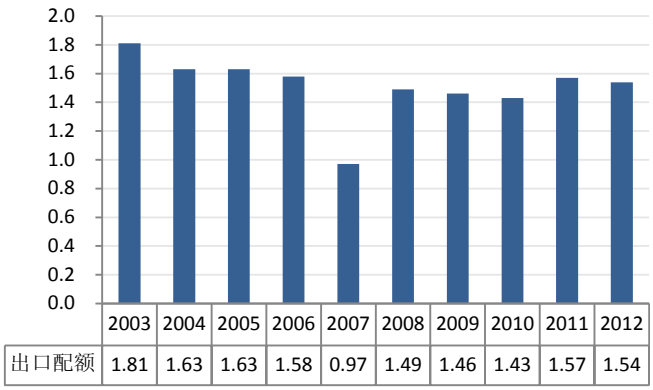
资料来源：美国地质勘探局《Mineral Commodity Summary 2011》

图 8、2010 年全球钨产量国别分布情况单位（吨）



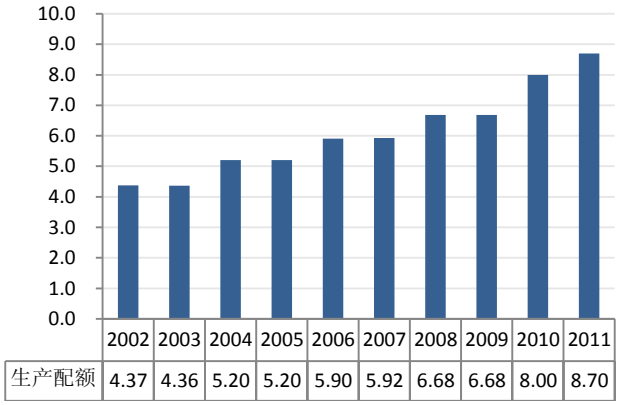
资料来源：国际钼业协会

图 9、我国近年钨及制品（金属量）出口配额（万吨）



资料来源：商务部，国海证券研究所

图 10、我国近年钨精矿开采总量限额指标（万吨）



资料来源：WIND，国海证券研究所

3.3 钨产业链价值主要分布在资源和具有核心技术的深加工环节

长久以来，作为最大的资源国和出产国，中国钨矿虽然属于垄断性资源，但是并没有获得垄断性利润，其原因在于中国钨出口以附加值低的初级产品为主，以低廉的价格为世界钨工业的先进深加工企业提供原料，而这些企业又以高昂的价格将高精产品出口到中国。尽管国内以株洲硬质合金、厦门钨业为代表的企业逐步扩展深加工至硬质合金工具、刀具领域，但是由于我们基础研究匮乏，缺乏核心技术积累，目前只停留在中低端领域，同国外领先企业的差距仍很大，很多产品还是在仿制阶段：尽管按照工艺要求我们也能生产出同样的产品，但是我们缺乏系统的深入研究，不能针对应用场景提供解决方案。因此，钨产业链的核心在于两头：一是资源，二是具有核心技术的深加工企业如山特维克。

图1：钨产业链企业分布现状

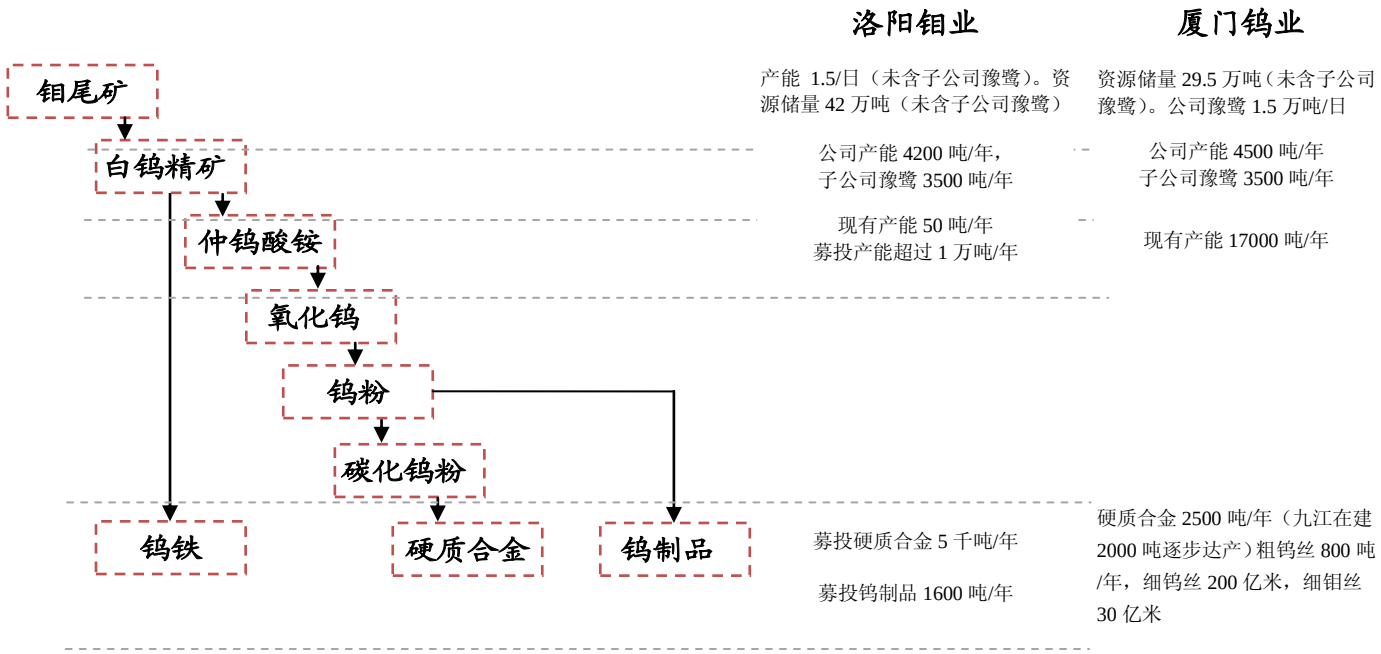
指标	钨精矿	APT	钨粉/碳化钨粉	硬质合金	工具/刀具
企业数量	44家	27家	17家	上千家	中低端3到5家
竞争格局	寡头垄断	完全竞争		完全竞争	垄断竞争
国内企业现状	资源基本上都集中在国内几家大企业手上，随着国家整合政策的持续推进，行业集中度将会持续提高	存活的企业基本都手握资源，或背靠有资源的企业集团。落后和过剩产能基本被淘汰。		产能从几吨到几千吨不等，产品种类型号多，大多以低端为主。对上游原材料提价只能被动接受，对下游终端客户议价能力弱。	国内只有株硬、自硬、厦钨、章钨等进入中低端领域，与国外3巨头差距很大。
盈利水平	毛利润率一般在40%以上。	微利		水平参差不齐，毛利润率一般在10%左右	毛利润率20%-50%
变化趋势	大厂商市场份额越来越大，集中度提高，定价权增强。	逐步被掌控资源的大企业整合，小矿山的钨精矿将在冶炼环节进一步集中		利润空间继续被上游压缩，低端产能减少。企业将寻求产品升级以保持	不断产品研发和创新，缩小技术差距，是分享产业链后端高利润的唯一途径

资料来源：国海证券研究所

3.3 相比厦门钨业，公司业务主要集中在产业链上游

在钨产业链，公司的可比公司是厦门钨业（600549）和章源钨业（002387），相比厦门钨业，公司的业务主要集中在产业链上游，而上游也就是目前产业链最具价值的环节之一。

图 11、目前公司钨相关业务主要集中在上游



资料来源：公司公告，国海证券研究所

4、贵金属产业：冶炼盈利不佳，看点在资源外延式扩张

公司旗下的贵金属业务主要涉及矿产资源和冶炼两方面的业务，目前公司黄金产能 1 吨/年，白银差能 15 吨/年。

金银矿资源业务主要以子公司坤宇矿业（70%权益）为依托。目前公司所使用的金、银原矿卷来自坤宇矿业所拥有的洛宁七里坪金矿、三官庙金矿、洛宁上宫金矿及洛宁虎沟金矿，采矿均采用地下开采的方式（日处理能力约 1000 吨原矿），生产的精矿部分供应受同一母公司控制的兄弟公司永宁金铅（75%）用于冶炼，部分对外销售。

冶炼业务主要以控股子公司永宁金铅（75%）为依托。永宁金铅已于 2011 年一季度开始试生产，预计达产后可年产铅金属 6 万吨、硫酸 6.1 万吨、黄金 5,000 千克、白银 150 吨。截止 2012 年 6 月 30 日该公司总资产为 154,697.12 万元，净资产 32,153.12 万元，由于金属价格持续走低，2011 年实现净利润-4,937.81 万元，2012 年 1-6 月实现净利润-2,991.93 万元。

据悉，公司实则无意涉足冶炼业务，之所以设立永宁金铅子公司参与冶炼业务，主要是承担了部分公益的职责，满足地方对 GDP 以及就业的诉求。就近期实地走访的多家矿业公司了解到：类似的情况目前十分普遍，因此，尽管冶炼产能过剩，各个地方政府仍乐此不疲的积极建设。目前坤宇矿业立足于洛宁县，已探明黄金储量月 47 吨，未来将持续向贵金属的精深加工以及资源的外延式扩张，这也是公司该产业的主要看点。

5、成长性：主要的利润增长来自钨产业

钼金属对业绩增长的贡献只能寄望于价格的上涨，但目前钼价前景不明朗，贵金属资源扩张有赖于机会可得性，不确定性较大；确定的利润增长将主要来自于钨产业链。从公司募集投资的项目看，未来绝大部分利润增长点将自于钨金属深加工。

表 3、公司募投项目相关情况

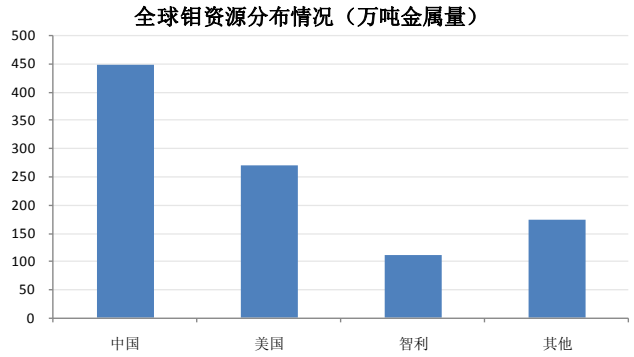
募集资金使用项目	投资金额（亿元）	项目投资收益分析	建设周期
年处理42,000吨低品位复杂白钨矿清洁高效资源综合利用建设项目	4.38	预计年处理低品位复杂白钨矿42,000吨，年均利润总额为9,787.39万元，税后利润为7,303.42万元，投资回收期为5.69年（税前），财务内部收益率26.58%（税前）。	2年
年产10,000吨钼酸铵生产线项目	3.50	年营业收入119,658万元（不含税），净利润4,083万元；全部投资回收期8.5年（包括建设期），财务内部收益率17.8%（税前）。	3年
高性能硬质合金项目	18.77	年营业收入278,409万元（不含税），年均净利润35,242万元；全部投资回收期6.3年（包括建设期），财务内部收益率26.4%（税前）。	3年
钨金属制品及钨合金材料深加工项目	9.81	年营业收入102,151万元（不含税），年均净利润9,674万元；全部投资回收期8.5年（包括建设期），财务内部收益率15.6%（税前）。	3年

资料来源：公司招股说明书

5.1 尽管钼价已处于历史地位，但前景仍不明朗

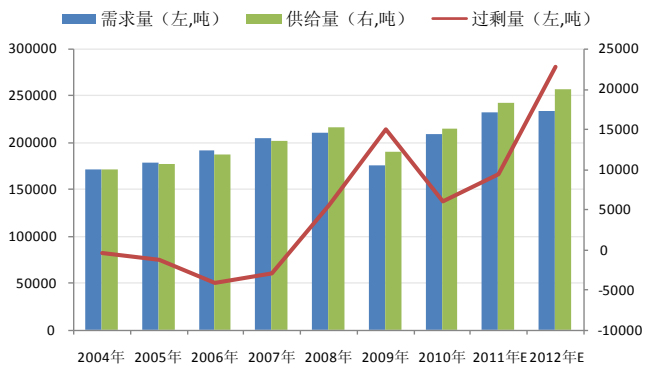
就国内来看，我国钼金属资源量丰富，这两年供给增速较快，而需求相对稳定，供需失衡导致钼价一路走低。

图 12、中国的钼资源储量十分丰富



资料来源：美国地质勘探局《Mineral Commodity Summary 2011》

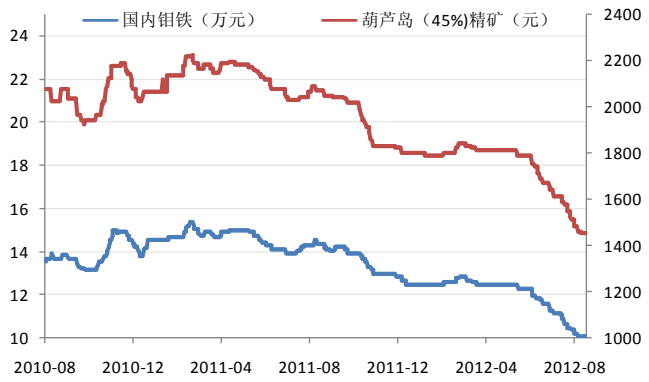
图 13、近年钼金属供过于求的态势明显



资料来源：国际钼业协会，国海证券研究所

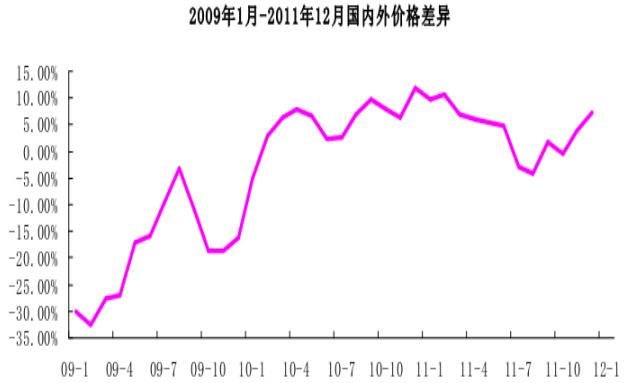
就出口需求看，近两年价格倒挂导致出口需求被挤压。由于海外供给的突起以及需求不济，中国和海外价钼格近年甚至出现倒挂，出口的需求受到了抑制。目前，氧化钼和钼铁的出口关税税率分别为 15% 和 20%。理论上，国内钼价格要低于国际钼价，差异比例一般与出口关税税率相当；但从近两年历史价格水平看，国际国内价格差异与出口关税税率极不匹配。以氧化钼价格为例，2011 年，国际与国内价差百分比平均为 4.03%；2010 年，国际与国内价差百分比平均为 5.59%，远小于出口关税税率 15%；2009 年，金融危机期间，国际与国内价差百分比平均为-18.94%，出现了严重价格倒挂现象，因此，近三年出口都不如内销，这也是近两年国内出口配额没有用足的原因

图 14、今年钼相关产品价格一路走低



资料来源：美国地质勘探局《Mineral Commodity Summary 2011》

图 15、国内外钼价倒挂，出口需求受抑制



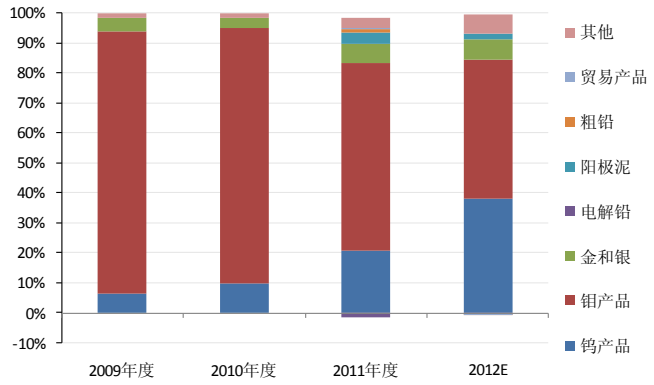
资料来源：国际钼业协会

从需求结构看，钼消费主要集中在钢铁、化工行业，经济低迷期，钢铁和基础化工行业的不景气估计预期仍要持续，对应的钼价格短期也难以走强。

5.2 钨产业量价齐升，是未来主要的业绩增长点

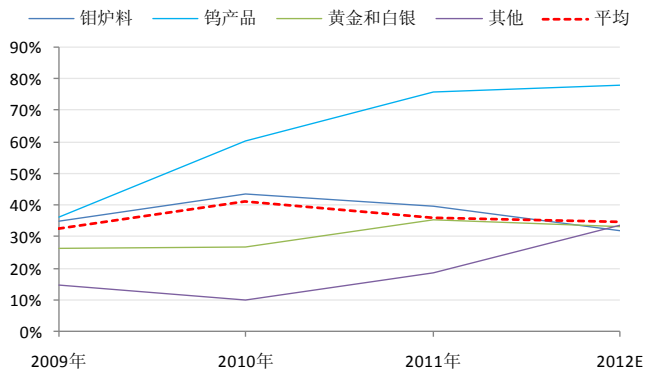
从公司今年的利润结构走势看，钨相关制品的利润占比逐步提升，且毛利率一路上行，呈现了量价齐涨的格局。

图 16、近年公司钨相关产品毛利占比逐年提高



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17、近年公司的钨产品毛利率一枝独秀



资料来源：WIND、国海证券研究所

公司募集投资的“(1)年处理 42,000 吨低品位复杂白钨矿清洁高效资源综合利用建设项目；(2)高性能硬质合金项目；(3)钨金属制品及钨合金材料深加工项目”三个项目，尽管缺乏核心技术，但是依托于公司的核心资源优势，一方面可以从战略布局上对公司产业链的完整性形成补充，避免由于产业链不全而造成受制于人的格局。未来也将对公司的利润产生积极的影响。

6、估值：目标价 6.58 元

我们从相对估值、AH 对照估值 2 个角度对公司的估值进行了分析。结合可这两种思路，我们认为公司静态估值为 6.58 元。

6.1 A 股可比公司相对估值：12.66 元

公司在 A 股的可比企业为金钼股份、厦门钨业、章源钨业。按照 2012 年可比企业 PB 估值，公司和合理估值为 5.99*2.29=13.73 元，按照 2012 年参考可比企业的 PE 估值，我们预测公司 2012 年至 2014 年的每股收益分别为 0.23 元、0.27 元和 0.35 元，公司可比估值为 55*0.23=12.66 元。两者取小为 12.66 元。

表 4、公司铜 A 股可比公司估值对比情况

公司名称	代码	基准日股价	每股净资产	PB	EPS（元）			P/E（倍数）		
					2011	2012	2013	2011	2012	2013
金钼股份	601958	11.58	4.09	2.83	0.23	0.18	0.22	50.35	64.33	52.64
厦门钨业	600549	38.67	5.35	7.23	1.50	0.83	0.98	25.78	46.59	39.46
章源钨业	002387	24.96	3.15	7.92	0.67	0.46	0.53	37.25	54.26	47.09
均值		------	------	5.99	------	------	------	37.79	55.06	46.40
洛阳钼业	603998	3.00	2.29	1.31	0.22	0.23	0.25	13.64	13.04	12.00

资料来源：WIND，国海证券研究所（注：洛阳钼业基准日股价取发行价，2011 年的 EPS 已按照发行后的股本调整）

6.2 综合 A、H 股及 A 股板块间溢价因素，估值 6.58 元

我们分析了同时在 A 股和 H 股上市的 77 家企业的估值差异情况，以期通过 A 股和 H 股的估值差异的角度来分析洛阳钼业（603993）的估值区间。

截止 9 月 21 日收盘，77 家同时在 A 股和 H 股上市的上市公司，A 股平均较 H 股溢价倍数为 1.74，具体的溢价倍数情况及对应估算的洛阳钼业股价情况如下：

表 5、同时在 AH 股发行上市的 77 家上市公司在 AH 股的估值对比（1HKD=0.8132CNY）

	平均值	最小值	最大值	中值
77家上市公司A、H股价溢价倍数	1.75	0.79	5.62	1.34
对应洛阳钼业（603993）股价	4.58	2.07	14.72	3.51

资料来源：WIND,国海证券研究所

截止 9 月 21 日收盘，3 家同时在 A 股和 H 股上市的有色企业（中国铝业、江西铜业、紫金矿业）A 股较 H 股平均溢价倍数 1.63，具体的溢价倍数情况及对应估算的洛阳钼业股价情况如下：

表 6、同时在 AH 股发行上市的企业在 AH 股的估值对比（1HKD=0.8132CNY）

	平均值	最小值	最大值	中值
3价有色公司A、H市股价溢价倍数	1.63	1.4	1.87	1.61
对应洛阳钼业（603993）股价	4.27	3.67	4.90	4.22

资料来源：WIND,国海证券研究所

H 股由于投资者结构、投资理念、板块结构分布、股利分配政策的不同，对上市公司的价值判断同 A 股具有较大的差异。通常而言，稳健的金融集团以及公用事业在 H 股普遍较 A 股有一定程度溢价，如中信证券、中国人寿、农业银行、招商银行、宁沪高速、中国平安等，而资源类的公司普遍较 A 股具有折价，如中国铝业、紫金矿业、江西铜业等。尽管长期来看，随着 A 股价值投资理念的深入、QFII 、QDII、融资融券、人民币国际化等因素的发展，A 股和 H 股的估值差异将缩小，但现阶段，A 股和 H 股的估值差异将持续存在。**因此，我们认为公司的估值应主要以 A 股可比公司为主，同时参考 H 股和 A 股的溢价倍数。**

表 7、A 股中小金属板块估值是基本金属的 2 倍以上

板块名称	市盈率(中值)[交易日期] 最新 [财务数据匹配规则] 当年中报×2 [剔除规则] 剔除负值	预测市盈率(整体法) [交易日期] 最新 [年度] 2012 [剔除规则] 剔除负值
申万铝细分板块	29.91	24.62
申万黄金细分板块	32.31	19.81
申万铜细分板块	37.91	18.88
申万小金属细分板块	74.62	38.43

资料来源：WIND,基准日 9 月 24 日，取中值，财务数据匹配规则以当年中报×2，剔除负值

相比同时在 H 股和 A 股上市的江西铜业、紫金矿业和中国铝业，公司主要是以小

金属为主，而小金属在 A 股历来都享有估值溢价。目前 A 股小金属板块较基本金属的溢价倍数在 1.56 至 2.48 倍之间，保守估算，取极小值 1.56（如上表）。我们计算公司股价的公式为："在 A、H 股同时上市的基本金属板块 A 股较 H 股溢价倍数*A 股小金属板块较基本金属板块溢价倍数*洛阳钼业 H 股股价"据此推算公司的股价为 6.58 元。具体如下：

$$1.61*1.56*(3.22*0.8132)=6.58\text{元}$$

图 18、盈利预测

证券代码:	603993.sh	股票价格:	3.00	投资评级:	增持	日期:	2012-9-25

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	10%	9%	10%	12%
毛利率	36%	33%	36%	39%
期间费率	13%	12%	11%	11%
销售净利率	18%	19%	20%	23%
成长能力				
收入增长率	36%	-1%	12%	19%
利润增长率	10%	4%	17%	31%
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.36	0.38	0.42
应收账款周转率	3.23	3.23	3.23	3.23
存货周转率	2.38	2.38	2.38	2.38
偿债能力				
资产负债率	25%	23%	22%	21%
流动比	2.03	2.29	2.40	2.50
速动比	1.55	1.77	1.86	1.90

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2860	3910	4035	3891
应收款项	1889	1863	2081	2469
存货净额	1646	1795	1903	2168
其他流动资产	456	450	496	577
流动资产合计	**6851**	**7956**	**8453**	**9043**
固定资产	3666	3600	3840	4556
在建工程	346	846	1346	1646
无形资产及其他	2022	2022	1820	1618
长期股权投资	1684	1684	1684	1684
资产总计	**14946**	**16485**	**17520**	**18924**
短期借款	335	395	395	395
应付款项	519	566	600	683
预收帐款	97	96	107	127
其他流动负债	2416	2416	2416	2416
流动负债合计	**3367**	**3472**	**3518**	**3621**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	320	320	320	320
长期负债合计	**320**	**320**	**320**	**320**
负债合计	**3687**	**3793**	**3838**	**3941**
股本	4876	5076	5076	5076
股东权益	11259	12692	13682	14982
负债和股东权益总计	**14946**	**16485**	**17520**	**18924**

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.23	0.23	0.27	0.35
BVPS	2.13	2.32	2.51	2.75
估值				
P/E	13.08	13.04	11.13	8.48
P/B	1.41	1.29	1.20	1.09
P/S	2.40	2.53	2.27	1.91

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**6100**	**6014**	**6721**	**7973**
营业成本	3911	4049	4281	4866
营业税金及附加	219	216	241	286
销售费用	25	24	27	32
管理费用	460	454	507	601
财务费用	69	20	(5)	(3)
其他费用/（-收入）	101	0	0	0
营业利润	**1518**	**1252**	**1670**	**2191**
营业外净收支	(6)	0	0	0
利润总额	**1512**	**1252**	**1670**	**2191**
所得税费用	356	45	254	334
净利润	1156	1207	1415	1857
少数股东损益	38	40	46	61
归属于母公司净利润	**1118**	**1168**	**1369**	**1796**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**1028**	**1653**	**1606**	**1647**
净利润	1156	1207	1415	1857
少数股东权益	38	40	46	61
折旧摊销	463	569	562	566
公允价值变动	(2)	0	0	0
营运资金变动	(626)	(162)	(418)	(838)
投资活动现金流	**(587)**	**(433)**	**(740)**	**(1016)**
资本支出	173	(433)	(740)	(1016)
长期投资	(69)	0	0	0
其他	(691)	0	0	0
筹资活动现金流	**609**	**286**	**(425)**	**(557)**
债务融资	(437)	60	0	0
权益融资	0	588	0	0
其它	1046	(362)	(425)	(557)
现金净增加额	**1050**	**1506**	**441**	**73**

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓 名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡 建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓 名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn