

钨钼资源丰富，深加工有待发力

——洛阳钼业（603993）新股定价报告

2012年10月8日

洛阳钼业	新股定价
------	------

摘要：

- **公司是国内钼、钨生产龙头企业。**公司主营业务为钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工等，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。公司拥有钼精矿 30000 吨（折 47% 标矿）、氧化钼 40000 吨、钼铁 25000 吨、白钨回收处理能力 30000 吨/日（含联营公司豫鹭矿业 15000 吨/日）。按产量计公司是国内最大、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。资源方面，公司拥有钼金属储量 103.11 万吨（权益量），钨金属储量 40.72 万吨，黄金 48 吨、白银 49 吨。
- **钼整体需求不足，钨产业红利仍在。**钼需求 75% 以上来自钢铁，钢铁的低迷导致钼需求不足，虽然我国采取了一系列有利于钼行业的政策，但由于钼供给的分散性，政策效果并不显著，钼价虽然已跌倒部分矿山的成本线，但短期回升的可能性不大。钨是我国的优势金属，国家采取的一系列扶持政策效果较为显著，我国下游深加工产品的需求空间巨大，产业政策红利仍在，钨价在高位调整后，下探空间不大，未来上涨的可能性较大。
- **募投项目重点延伸钨深加工产业链。**公司在钼金属利用方面产业链较为完善，但钨金属方面尚未建立完善的产业链条，目前仅形成了钨精矿的生产和回收，冶炼和深加工能力尚待进一步发展，此次计划募集资金的 90% 投向钨深加工产业链。由于募集资金并未符合预期，项目延期的可能性大。
- **公司合理价值在 5.85 元-7.95 元。**预计 2012—2014 年公司实现摊薄每股收益 0.216 元、0.233 元和 0.281 元。以 2013 年业绩为基础，分别给予钼、钨业务 20-30 倍、35-45 倍估值，可得到公司价值在 5.85 元-7.95 元。同时参考 A/H 股比值，综合考虑公司合理价值在 5.85 元-7.95 元。由于公司仅发行 2 亿 A 股，流通 A 股市值占总股本比例为 3.94%，上市首日价格可能偏离该区间。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	6,099.65	6,068.20	6,854.50
增长率（%）	35.64%	-0.52%	12.96%
净利润（百万元）	1,118.18	1,095.95	1,181.83
增长率（%）	9.55%	-1.99%	7.84%
每股收益(元)	0.220	0.216	0.233
净资产收益率（%）	10.76%	8.00%	8.26%

林阳

有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

010-66554024 linyang@dxzq.net.cn

张方

有色金属行业高级分析师

执业证书编号：S1480512040003

010-66554023 zhangfang@dxzq.net.cn

申购价

3.00

合理价值区间

5.85-7.95

发行上市资料

总股本（万股）	487617
发行量（万股）	20000
发行日期	20120924
发行方式	网下发行+网上申购
保荐机构	安信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.29
净资产收益率（%）	6.50
资产负债率（%）	10.14

主要股东和持股比例

洛阳矿业集团有限公司	36.84%
鸿商产业控股集团有限公司	35.41%
HKSCC NOMINEES LIMITED	26.23%
其他股东	0.53%
上海跃凌投资管理有限公司	0.45%
上海京泉投资管理有限公司	0.21%
上海六禾投资有限公司	0.20%

目 录

1. 公司是国内钨钼生产商龙头.....	4
1.1 公司钨钼生产能力国内领先.....	4
1.2 公司钨钼资源丰富.....	6
2. 钨整体需求不足，钨产业红利仍在.....	7
2.1 钨需求乏力，价格低位徘徊.....	7
2.2 钨产业红利仍在，价格下行空间有限.....	8
3. 募投项目重点延伸钨深加工产业链.....	10
4. 盈利预测与估值.....	11
4.1 每股收益：2012—2014 年分别为 0.216 元、0.233 元和 0.281 元.....	11
4.2 合理价值在 5.85 元-7.95 元.....	12
5. 风险提示.....	13

表格目录

表 1: 公司产品产能/产量概况.....	4
表 2: 全球主要钨、钨精矿生产企业（单位：吨）.....	5
表 3: 公司资源储量概况.....	6
表 4: 钨应用领域及相关需求.....	8
表 5: 募投项目概况及效益分析.....	10
表 6: 主要产品价格假设（元/吨，不含税）.....	11
表 7: 主要产品销量假设（吨）.....	11
表 8: 盈利预测及关键指标.....	12
表 9: 主要相关公司盈利预测和估值（元）.....	12

插图目录

图 1: 公司营业收入结构.....	5
图 2: 公司营业利润结构.....	5
图 3: 公司产品毛利率变化.....	5
图 4: 2011 年全球钨消费结构.....	7
图 5: 2011 年各国钨消费分布.....	7
图 6: 全球及我国钨产量和消费量（万吨）.....	8
图 7: 钨铁价格依旧低迷.....	8
图 8: 2011 年发达国家钨消费结构.....	9
图 9: 2011 年中国钨消费结构.....	9
图 10: 全球及我国钨产量和消费量（万吨）.....	10

图 11: 钨精矿价格整体处于高位	10
图 12: 江西铜业 A/H 股价比值	13
图 13: 紫金矿业 A/H 股价比值	13
图 14: 中国铝业 A/H 股价比值	13
图 15: 洛阳钼业 (2899.HK) 股价走势	13

东兴证券

1. 公司是国内钨钼生产商龙头

1.1 公司钨钼生产能力国内领先

公司主营业务为钨、钼及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有钨采矿、选矿、焙烧、钨化工和钨金属加工上下游一体化的完整产业链条。

公司钨系列产品主要有钨精矿、氧化钨、钨铁、钨酸铵、钨粉、钨条等；钼系列产品主要有钼精矿；黄金、白银等稀贵金属主要包括金精矿和阳极泥等。

钨产品方面，公司拥有钨采选能力 30000 吨/日，主要来自三道庄钨钼矿和上房沟钨矿，开采的原矿基本供应自产钨精矿，由下属公司焙烧加工生产氧化钨，再通过冶炼加工生产钨铁。目前公司焙烧能力大于自产钨精矿能力，需外购部分钨精矿。公司目前钨产品年生产能力为：钨精矿 30000 吨（折 47% 标矿）、氧化钨 40000 吨、钨铁 25000 吨、钨酸铵 1200 吨、钨粉 700 吨、钨制品 500 吨。

钼矿产品方面，公司共有白钨回收处理能力 30000 吨/日（含联营公司豫鹭矿业 15000 吨/日），公司本部 15000 吨/日处理能力，主要是通过对钨选矿后的尾矿再浮选加工来生产，属于资源综合回收利用，部分选钨尾矿由联营企业豫鹭矿业浮选加工回收。目前钨精矿产能 4,200 吨（折 WO365% 标矿，不含豫鹭矿业 3,500 吨产能）。

金银铅等产品方面，公司拥有矿产金 1000 千克/年、矿产银 15 吨/年的生产能力，所需原矿均来自于坤宇矿业下属的 5 个金矿，所产精矿部分供应子公司永宁金铅用于冶炼，其余外售。另外，永宁金铅拥有铅冶炼能力 6 万吨/年，铅精矿外购。

表 1：公司产品产能/产量概况

产品类别	项目类别	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年 1-6 月
钨精矿（含钨 47% 标矿）	设计采、选能力（吨原矿/日）	30,000	30,000	30,000	30,000
	产量（吨）	32,800	31,881	33,005	16,314
氧化钨（含钨 51%）	处理能力（吨/年）	23,900	40,000	40,000	40,000
	产量（吨）	20,900	34,040	36,935	18,216
钨铁（含钨 60%）	设计产能（吨/年）	12,000	25,000	25,000	25,000
	产量（吨）	17,150	26,599	29,512	13,888
钨精矿（折 WO365% 标矿）	设计处理能力（吨尾矿/日）	15,000	15,000	15,000	15,000
	产量（吨）	4,222	5,092	7,261	4,194
金精粉（含黄金和白银）	设计采选能力（吨原矿/日）	1,000	1,000	1,000	1,000
	折合黄金产量（千克）	826	801	1,193	589
	折合白银产量（吨）	12	22	12	8
电解铅	设计产能（吨/年）	-	-	60,000	60,000
	产量（吨）	-	-	34,236	15,392

资料来源：公司招股说明书，东兴证券

注：钨精矿产能未统计联营公司豫鹭矿业产能，豫鹭矿业钨精矿（折 WO365% 标矿）设计处理能力为 15,000 吨尾矿/日，2012 年 1-6 月、2011 年、2010 年及 2009 年产量分别为 2,570 吨、4,409 吨、3,261 吨和 2,459 吨。

以产量计，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。

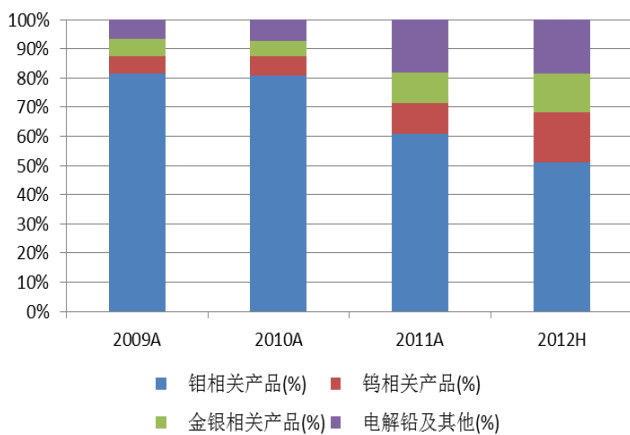
表 2：全球主要钼、钨精矿生产企业（单位：吨）

全球前 7 大钼生产企业	2009	2010	2011	我国主要钨生产企业	2009	2010	2011
美国 Freeport-McMoRan 铜金公司	24,500	32,658	37,784	江西钨业集团	11,000	12,000	11,000
智利 Codelco 公司	20,430	21,216	23,541	洛阳钼业	5,452	6,723	9,466
墨西哥集团南方铜公司	18,700	20,519	18,597	厦门钨业	3,930	4,431	5,805
洛阳钼业	15,416	14,984	15,512	湖南柿竹园有限公司	5,185	5,200	5,300
力拓集团美国 Kennecott 公司	9,000	11,700	13,925	江西稀有稀土金属钨业	3,800	3,800	3,600
加拿大 Thompson Creek 金属公司	11,350	14,100	13,301	章源钨业	3,600	3,600	3,000
金钼股份	13,800	14,000	12,927				

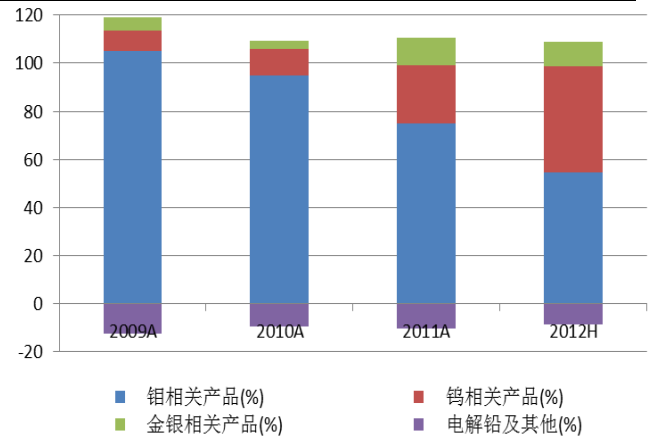
资料来源：公司招股说明书，东兴证券

注：豫鹭矿业为洛阳钼业和厦门钨业合资公司，洛阳钼业持有其 40% 的股权，厦门钨业持有其 60% 的股权；但是利润分配按 1:1。豫鹭矿业 2009 年-2011 年的钨精矿产量（含 WO₃65% 标矿）分别为 2,459 吨、3,261 吨和 4,409 吨。

从公司各产品营业收入和利润结构占比看，钼、钨产品营业收入占比超过 70%，利润占比超过 85%。由于近 2 年钼价一直低位徘徊，产品毛利率下滑，所贡献利润占比大幅下降，而钨和黄金价格处于高位，利润贡献占比有所提升。而铅业务一直亏损，主要原因是铅价较低，而铅精矿外购，冶炼毛利率为负。

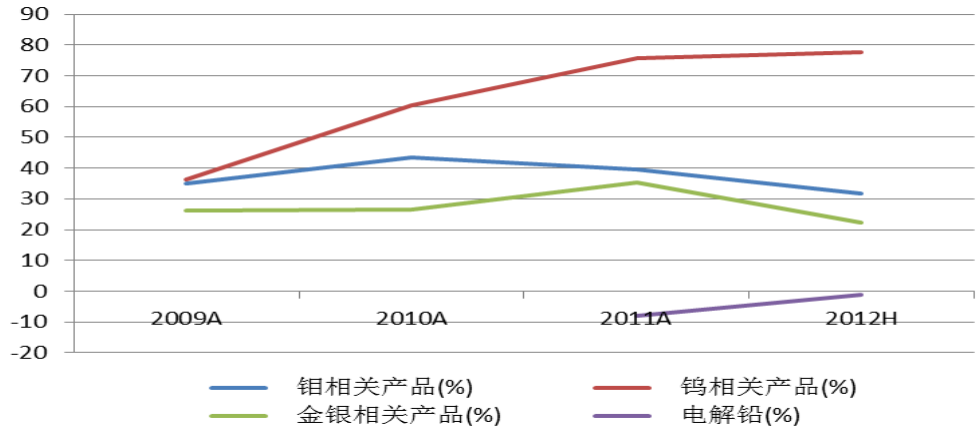
图 1：公司营业收入结构


资料来源：WIND、东兴证券

图 2：公司营业利润结构


资料来源：WIND、东兴证券

图 3：公司产品毛利率变化



资料来源: WIND, 东兴证券

1.2 公司钨钼资源丰富

钨、钼矿资源方面，公司主要有三个矿山，合计拥有钨金属储量 103.11 万吨（权益量），钼金属储量 40.72 万吨。其中，目前正在运营的栾川三道庄钨钼矿，为特大型原生钨钼共生矿，属于全球最大的原生钨矿田—栾川钨矿田的一部分，也是中国第二大白钨矿床。合营公司富川矿业（持股 55%）拥有的栾川上房沟钨矿紧邻三道沟钨矿，是同属栾川钨矿田的另一特大型原生钨矿。控股子公司新疆洛钼公司（持股 65%）拥有的新疆哈密市东戈壁钨矿是近年探明的一处特大型优质钨矿，目前仅拥有探矿权，尚未开采。

金、银矿资源方面，控股子公司坤宇矿业拥有 5 个矿山，分别为洛宁七里坪金矿、三官庙金矿、洛宁上官金矿、洛宁虎沟金矿及洛宁干树金矿。根据 2009 年各矿山储量动态监测报告，上述各矿采矿证范围内资源已接近枯竭。后经深部勘探，各矿深部资源丰富，具有开采价值，根据 2011 年报告最新的评审意见，5 个矿共有黄金储量 48039 千克（权益量），白银储量 49696 千克（权益量）。

表 3: 公司资源储量概况

矿山	所属分/子公司	权益	钨 (万吨)	钼 (万吨)	铌 (吨)	铁矿石 (万吨)	金 (千克)	银 (千克)
三道庄钨矿	矿山公司	100%	59.52	40.72	29.42			
品位			0.10%	0.12%				
上房沟钨矿	富川矿业	55%	19.22		24.00	3,622		
品位			0.12%			15.51%		
新疆市东戈壁钨矿	新疆洛钼公司	65%	50.80					
品位			0.115%					
洛宁上官金矿							45,413	70,995
品位	坤宇矿业	70%					5.94 克/吨	16.85 克/吨

洛宁虎沟金矿						11,839
品位						4.63 克/吨
洛宁干树金矿						9,669
品位						4.72 克/吨
七里坪金矿						1,055
品位						2.29 克/吨
三官庙金矿						651
品位						1.29 克/吨
权益储量	103.11	40.72	42.62	1,992.10	48,039	49,697

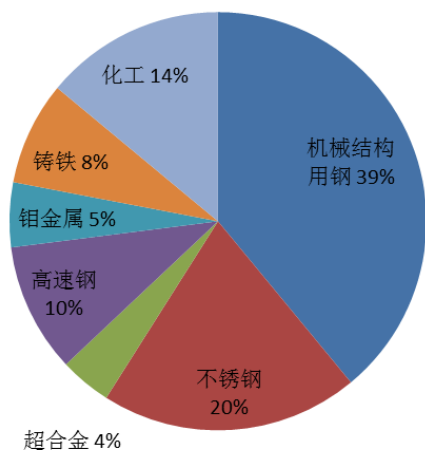
资料来源：公司招股说明书，东兴证券

2. 钼整体需求不足，钨产业红利仍在

2.1 钼需求乏力，价格低位徘徊

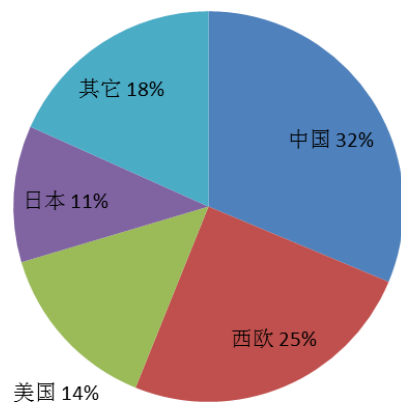
全球约 75%左右钼产品以氧化钼或钼铁等钼炉料的形式应用于钢铁业，而其他 25%左右用于钼化工、钼金属制品等行业。钼的最终消费领域包括建筑工程、机械制造、汽车、造船、航空器、石油管道与钻井平台以及生产催化剂、色素、润滑剂等化工产品。

图 4：2011 年全球钼消费结构



资料来源：国际钨业协会、东兴证券

图 5：2011 年各国钼消费分布



资料来源：国际钨业协会、东兴证券

2005 年-2011 年全球钼消费量从 18.6 万吨增至 24.4 万吨，年复合增长率 4.63%；2008 年-2011 年中国钼消费量从 4.7 万吨增至 7.6 万吨，年复合增长率为 17.4%。我国钼消费量占到全球产量的 30%以上，在国际钼消费中占举足轻重的地位。

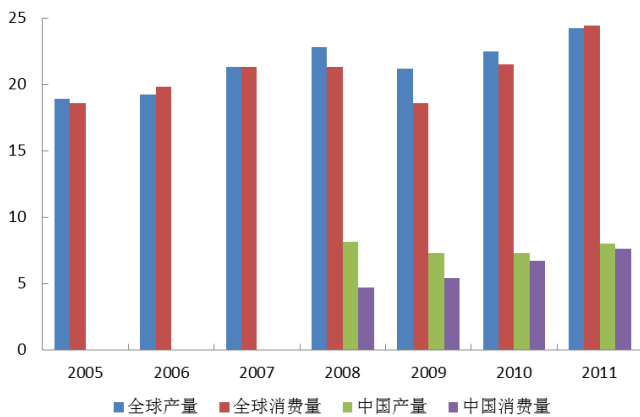
钼消费 75%和钢铁行业相关，汽车、工程机械、机床等销量增速的下滑，导致钢铁产量增速下滑，对钼消费影响较大。

根据国际钼业协会近日的报告，预计 2012-2019 年间钼用量每年增长幅度为 4.5%，主要动力来自发电、建筑施工及交通领域，低于此前增速。同时，我国钼消费对全球的贡献也会有所下降。

另外，供给上，中国为提高钼行业的附加值，提升产业结构，近年来开始执行包括下调钼及钼制品出口税率、实行出口配额、生产总量控制、提高行业准入门槛、促进地方资源整合等政策，但由于钼供给结构分散，总体看效果并不明显。

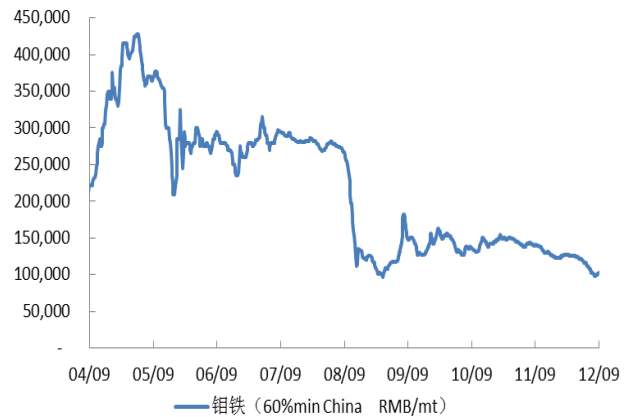
近几年钼价大幅波动，受惠于钢铁、石油、建筑等下游行业全球范围内的高速增长，钼需求持续快速增长，全球氧化钼价格于 2005 年中期达到顶峰；2008 年 9 月中期到 2008 年 11 月末，受全球金融危机影响，全球钢铁业产能受到影响，国际市场主要钼产品价格出现大幅度下降；2011 年，全球经济未能呈现全面复苏态势，钼价在经历了年初的上涨态势后略降，之后一直维持窄幅震荡之势，当前钼价已经低于国内相当部分钼供应商的成本。虽然钼价低迷，但我们认为受制于需求的不足，以及供给的持续增长，钼价短期大幅回升的可能性不大。

图 6：全球及我国钼产量和消费量（万吨）



资料来源：IMO A、公司招股说明书、东兴证券

图 7：钼铁价格依旧低迷



资料来源：Bloomberg、东兴证券

2.2 钨产业红利仍在，价格下行空间有限

钨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”，硬质合金广泛应用于军工、航天航空、机械加工、冶金、石油钻井、矿山工具、电子通讯、建筑等领域，钨丝是照明、电子等行业的关键材料。

表 4：钨应用领域及相关需求

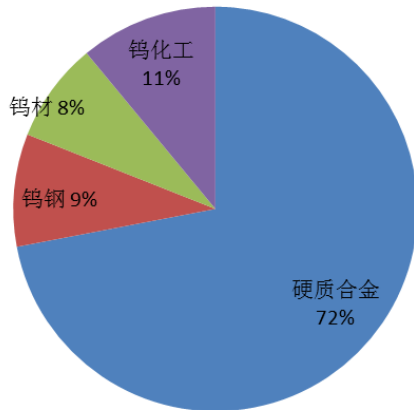
应用领域	相关需求
机械制造	高性能、高精度硬质合金等
钢铁工业	硬质合金轧辊、模具、刀片及特殊钢生产所需的钨等

汽车	高质量、高档次和高精度的切削刀具、孔加工刀具用硬质合金；耐震钨丝、钨触头材料等
国防	钨基合金、硬质合金等
航空航天	高档次、高精度硬质合金等
信息产业	高性能钨材、钨触头材料等
矿山采掘、冶炼	矿用硬质合金、钨制品等
石油、化工	矿用硬质合金、含钨催化剂等
电力能源	钨基复合材料、钨触头和高性能钨合金等

资料来源：USGS、东兴证券

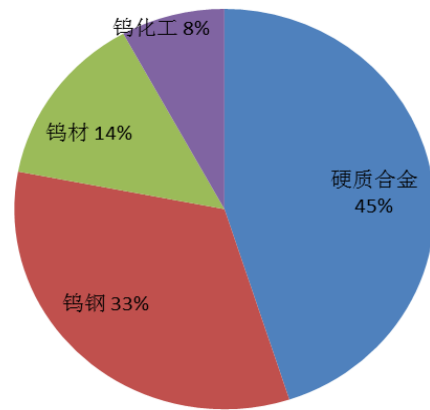
从钨的消费结构看，发达国家硬质合金的比例达到 72%，而我国仅为 45%，提升钨高端消费的比例空间巨大。另外在我国高档刀具中，目前 80~85% 依赖进口，模具制造使用的刀具进口比例更高达 90% 以上。预计未来几年，随着我国钨产业深加工技术的提升，国产硬质合金刀具有望替代进口，从而进一步打开钨消费的需求空间。

图 8：2011 年发达国家钨消费结构



资料来源：公司招股说明书、东兴证券

图 9：2011 年中国钨消费结构

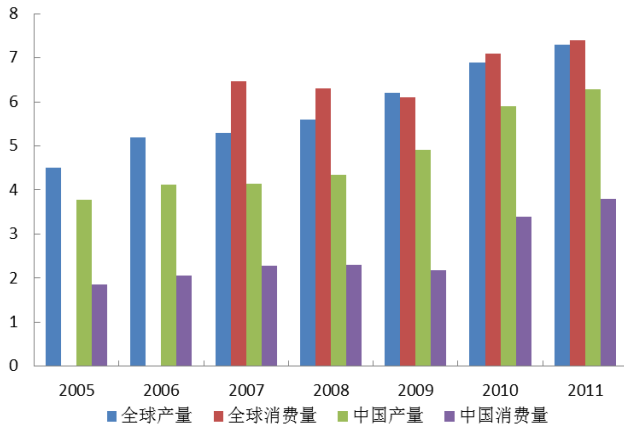


资料来源：公司招股说明书、东兴证券

钨是我国的优势小金属，资源储量占比 61%，产量占比 85% 以上。为提高钨行业的附加值，提高产业结构，近年来开始执行包括实行出口配额、生产总量控制、提高行业准入门槛、促进地方资源整合等政策。由于我国的优势地位，行业政策制行的效果远好于钼，全球钨供给多数处于紧平衡状态。

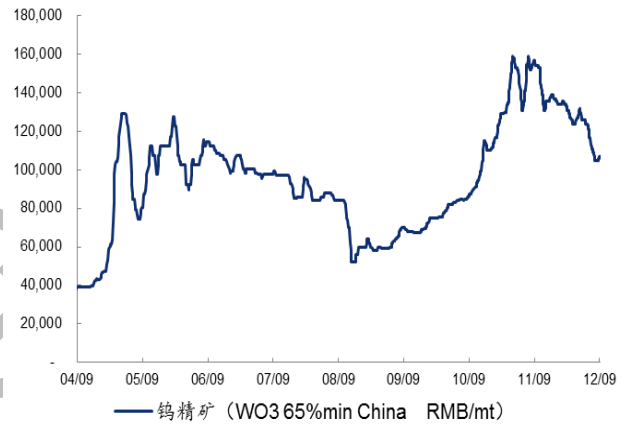
2006 年至 2008 年期间，钨价相对稳定；2008 年年底，受国际经济危机影响，钨价出现下跌；随着全球经济复苏，并受益于国内钨行业的管控，自 2009 年底至 2011 年中，钨价呈现逐步上涨态势；2011 年下半年，随着欧债危机的加剧，世界经济增长放缓，钨消费和出口市场开始出现萎缩，价格也开始回调，但一直保持在高位震荡。我们认为，随着前期的调整以及政策回暖，价格回升的可能性加大。

图 10: 全球及我国钨产量和消费量 (万吨)



资料来源: 中国钨业协会、公司招股说明书、东兴证券

图 11: 钨精矿价格整体处于高位



资料来源: Bloomberg、东兴证券

3. 募投项目重点延伸钨深加工产业链

公司在钨金属利用方面产业链较为完善，但钨金属方面尚未建立完善的产业链条，目前仅形成了钨精矿的生产和回收，冶炼和深加工能力尚待进一步发展。

此次计划募集资金的 90%投向钨产业链，包括 5000 吨高性能硬致合金项目、1600 吨钨金属制品及钨合金材料深加工项目以及复杂白钨精矿综合利用项目（产出仲钨酸铵 10000 吨），其他资金投入钨化工项目。项目达产后将年贡献净利润（税后）5.63 亿元。

公司原计划发行不超过 5.42 亿 A 股，募集资金 36.46 亿元；而最终的发行方案为以 3.0 元/股的价格发行 2 亿股，募集资金 6 亿元，和原计划差距较大。按照公司的发展战略及规划，未来可预见的主要资本支出项目所需金额约为 40 亿元，我们预计将以发行债券的方式募集，这或将影响公司募投项目的进程及未来效益的贡献。

表 5: 募投项目概况及效益分析

募投项目	产品及规模	计划投资金额 (亿元)	第一年 (亿元)	第二年 (亿元)	第三年及以后 (亿元)	营业收入 (万元)	达产净利润 (万元)
年处理 42000 吨低品位复杂白钨矿清洁高效资源综合利用建设项目	仲钨酸铵 10000 吨 多钨酸铵 1700 吨 磷矿粉 35000 吨	4.38	1.52	2.86	-		7,303
年产 10,000 吨钨酸铵生产线项目	钨酸铵 10000 吨	3.50	0.96	1.44	1.10	119,658	4,083
高性能硬质合金项目 5000 吨	刀具毛坯 1500 吨 模具毛坯 1000 吨 采挖掘、钻探等机械工程类毛坯 2000 吨	18.77	5.83	8.85	4.09	278,409	35,242

量规量具用硬质合金							
毛坯 100 吨							
压辊用毛坯 200 吨							
异形硬质合金 200 吨							
钨金属制品及钨合金材							
料深加工项目 1600 吨	9.81	3.36	5.04	1.41	102,151	9,674	
钨丝 800 吨							
钨板 200 吨							
钨坩埚 200 吨							
钨异形制品 100 吨							
钨棒 300 吨							

资料来源：公司招股说明书，东兴证券

4. 盈利预测与估值

4.1 每股收益：2012—2014 年分别为 0.216 元、0.233 元和 0.281 元

根据钨、钼、黄金行业的情况，假设未来 2 年钨价仍处于低位，钨价有所反弹，黄金、白银价格持续小幅上涨；产品产量方面，募投项目有所延迟，近 2 年没有贡献，价格基本稳定。

表 6：主要产品价格假设（元/吨，不含税）

主要产品	2011A	2012E	2013E	2014E
钨精矿（含钨 47% 标矿）	83,897	72,000	75,000	78,000
氧化钨（含钨 51%）	105,338	104,000	107,000	108,000
钨铁（含钨 60%）	119,191	104,000	106,000	108,000
钨精矿（折 WO365% 标矿）	104,404	95,000	100,000	105,000
金精矿（元/千克）	289,459	295,000	310,000	320,000
白银（元/千克）	4,545	4,000	4,500	5,000
电解铅	13,615	13,200	13,500	14,000

资料来源：东兴证券

表 7：主要产品销量假设（吨）

主要产品	2011A	2012E	2013E	2014E
钨精矿（含钨 47% 标矿）	359	100	100	100
氧化钨（含钨 51%）	749	1,000	1,000	1,000
钨铁（含钨 60%）	27,749	28,000	28,000	28,000
钨精矿（折 WO365% 标矿）	6,001	5,500	6,000	6,500
金精矿（千克）	1,098	1,200	1,200	1,200
白银（千克）	18,881	15,000	20,000	20,000
电解铅	29,504	30,000	40,000	50,000

资料来源：东兴证券

预计 2012—2014 年公司分别实现营业收入 60.68 亿元、68.55 亿元和 76.79 亿元，实现净利润 10.95 亿元、11.81 亿元和 14.24 亿元，实现摊薄每股收益 0.216 元、0.233 元和 0.281 元。

表 8：盈利预测及关键指标

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	4,496.97	6,099.65	6,068.20	6,854.50	7,678.80
主营收入增长率	43.54%	35.64%	-0.52%	12.96%	12.03%
EBITDA（百万元）	1,706.67	2,048.89	1,831.34	2,093.72	2,391.11
EBITDA 增长率	82.49%	20.05%	-10.62%	14.33%	14.20%
净利润（百万元）	1,020.69	1,118.18	1,095.95	1,181.83	1,424.41
净利润增长率	106.16%	9.55%	-1.99%	7.84%	20.53%
ROE	9.07%	10.76%	8.00%	8.26%	9.46%
EPS（元）	0.210	0.220	0.216	0.233	0.281

资料来源：东兴证券

4.2 合理价值在 5.85 元-7.95 元

考虑到公司所得税率在 2012 年降为 15%，并转回 2011 年按 25% 税率多计提的 12695.53 万元，我们根据 2013 年的业绩给予估值比较。同时，钨、钼行业的发展前景有差别，市场给予的估值也不同，因此对公司 2013 年钨、钼业绩贡献分别给予估值。2013 年公司钨贡献 0.10 元，钼贡献 0.11 元，参考各相关上市公司估值和谨慎原则，分别给予 20-30 倍、35-45 倍估值，可得到公司价值在 5.85 元-7.95 元。

表 9：主要相关公司盈利预测和估值（元）

公司代码	公司名称	收盘价 (9/28)	EPS			P/E		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
600549	厦门钨业	40.38	1.50	0.86	1.20	26.92	46.95	33.65
002378	章源钨业	26.18	0.67	0.45	0.50	39.07	58.18	52.36
601958	金钼股份	11.72	0.23	0.20	0.27	50.96	57.37	43.42
603399	新华龙	13.44	0.48	0.33	0.41	28.00	41.15	32.43

资料来源：WIND，东兴证券，

同时考虑到公司在 H 股上市，可以参考近期相关 A/H 比值。从江西铜业、紫金矿业和中国铝业的 A/H 股价比值看，都处于近期低点。考虑中值，可以给予公司 1.5-2.0 倍的 A/H 股比价，当前洛阳钼业（2899.HK）股价在 3.35 港元（折合 2.74 元），A 股价格在 4.11 元-5.48 元。

综合两种估值方法，我们认为公司合理价值在 5.85 元-7.95 元。由于公司仅发行 2 亿 A 股，流通 A 股市值占总股本比例为 3.94%，上市首日价格可能偏离该区间。

图 12: 江西铜业 A/H 股价比值



资料来源: WIND、东兴证券

图 14: 中国铝业 A/H 股价比值



资料来源: WIND、东兴证券

图 13: 紫金矿业 A/H 股价比值



资料来源: WIND、东兴证券

图 15: 洛阳钼业 (2899.HK) 股价走势



资料来源: WIND、东兴证券

5. 风险提示

- (1) 钢铁市场持续低迷, 钼价继续下挫;
- (2) 募投项目进展不顺利, 效应达不到预期。

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	6,099.65	6,068.20	-0.52%	6,854.50	12.96%	7,678.80	12.03%
营业成本	3,911.37	4,183.30	6.95%	4,628.79	10.65%	5,072.90	9.59%
营业费用	24.63	24.27	-1.44%	27.42	12.96%	30.72	12.03%
管理费用	460.02	455.12	-1.07%	514.09	12.96%	575.91	12.03%
财务费用	68.70	15.00	-78.17%	15.00	0.00%	15.00	0.00%
投资收益	127.04	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	1,517.51	1,172.06	-22.76%	1,422.44	21.36%	1,707.83	20.06%
利润总额	1,511.92	1,187.06	-21.49%	1,437.44	21.09%	1,722.83	19.85%
所得税	355.75	51.11	-85.63%	215.62	321.87%	258.43	19.85%
净利润	1,156.16	1,135.95	-1.75%	1,221.83	7.56%	1,464.41	19.85%
归属母公司所有者的净利润	1,118.18	1,095.95	-1.99%	1,181.83	7.84%	1,424.41	20.53%
NOPLAT	1,212.98	1,009.00	-16.82%	1,221.83	21.09%	1,464.41	19.85%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	2,860.07	6,433.86	124.96%	10,967.20	70.46%	19,964.88	82.04%
交易性金融资产	61.63	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	778.15	781.38	0.42%	882.63	12.96%	988.78	12.03%
预付款项	291.04	479.29	64.68%	687.59	43.46%	915.87	33.20%
存货	1,646.12	1,719.16	4.44%	1,902.24	10.65%	2,084.76	9.59%
流动资产合计	6,850.69	10,640.54	55.32%	15,812.03	48.60%	25,479.21	61.14%
非流动资产	8,095.43	7,539.92	-6.86%	6,913.64	-8.31%	6,265.36	-9.38%
资产总计	14,946.12	18,180.46	21.64%	22,725.67	25.00%	31,744.57	39.69%
短期借款	334.68	0.00	N/A	3,729.82	N/A	11,796.22	216.27%
应付帐款	445.06	469.90	5.58%	519.95	10.65%	569.83	9.59%
预收款项	96.94	157.62	62.60%	226.17	43.49%	302.95	33.95%
流动负债合计	3,366.80	1,184.66	-64.81%	5,059.59	327.09%	13,281.32	162.50%
非流动负债	320.34	309.96	-3.24%	325.69	5.07%	342.17	5.06%
少数股东权益	868.85	908.85	4.60%	948.85	4.40%	988.85	4.22%
母公司股东权益	10,390.13	13,698.07	31.84%	14,312.62	4.49%	15,053.31	5.18%
净营运资本	3,483.89	9,455.88	171.42%	10,752.44	13.71%	12,197.90	13.44%
投入资本 IC	7,001.57	6,503.06	-7.12%	6,354.09	-2.29%	7,903.51	24.38%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1,156.16	1,135.95	-1.75%	1,221.83	7.56%	1,464.41	19.85%
折旧摊销	462.68	0.00	N/A	656.28	N/A	668.28	1.83%
净营运资金增加	(790.42)	5,971.99	N/A	1,296.56	-78.29%	1,445.46	11.48%
经营活动产生现金流	1,028.15	1,704.56	65.79%	1,400.07	-17.86%	1,633.51	16.67%

投资活动产生现金流	(587.08)	(21.17)	N/A	(30.00)	N/A	(20.00)	N/A
融资活动产生现金流	(503.22)	1,890.41	N/A	3,163.27	67.33%	7,384.17	133.44%
现金净增(减)	(62.15)	3,573.80	N/A	4,533.34	26.85%	8,997.68	98.48%

东兴证券

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，研究所投资品小组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师。

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。本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。