



# 洛阳钼业(603993): 大幅受益于钼 钨价格回升

2013年1月16日

强烈推荐/首次

洛阳钼业

有色漫谈

## ——有色漫谈钼之公司二

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
张方	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480512040003
	zhangfang@dxzq.net.cn	010-6655 4023	

### 话题:

国内钼精矿价格由 2012 年 11 月最低的 1435 元/吨度上涨至目前的 1790 元/吨度, 钼精矿价格反弹幅度超过 24%。另外, 钨精矿价格从 2012 年 10 月份企稳回升, 从 10.5 万元/吨上涨到目前的 11.75 万元/吨, 涨幅 12%。洛阳钼业作为国内最大、全球排名第四的钼生产商(按产量计), 国内最大的钨精矿生产商之一, 将大幅受益于钼、钨价格的回升。

### 观点:

#### 1. 公司是国内钼钨生产商龙头

公司钼钨生产能力国内领先, 主营业务为钼、钨及黄金等稀贵金属的采选、冶炼、深加工、贸易等。

钼产品方面, 公司拥有钼采选能力 30000 吨/日, 主要来自三道庄钼钨矿和上房沟钼矿, 开采的原矿基本供应自产钼精矿, 由下属公司焙烧加工生产氧化钼, 再通过冶炼加工生产钼铁。公司 2011 年氧化钼焙烧能力达到 40000 吨, 大于自产钼精矿的产能, 需外购部分钼精矿。根据测算, 2011 年、2012 年 1-6 月公司外购的钼精矿分别约 7000 吨和 3500 吨, 钼精矿自给率为 82%和 83%。

钨矿产品方面, 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, 主要是通过对钼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)。

表 1: 公司产品钼钨产能/产量概况

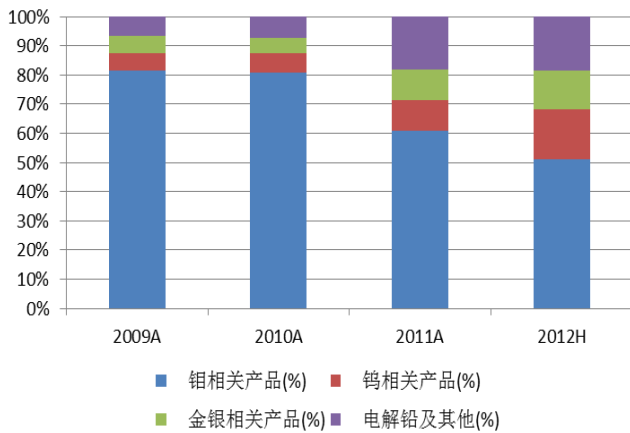
产品类别	项目类别	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年 1-6 月
钼精矿(含钼 47%标矿)	设计采、选能力(吨原矿/日)	30,000	30,000	30,000	30,000
	产量(吨)	32,800	31,881	33,005	16,314
氧化钼(含钼 51%)	处理能力(吨/年)	23,900	40,000	40,000	40,000
	产量(吨)	20,900	34,040	36,935	18,216
外购钼精矿(吨, 折 47%)及占比			5056 (14%)	7073 (18%)	3452 (17%)
钼铁(含钼 60%)	设计产能(吨/年)	12,000	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

资料来源: 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。

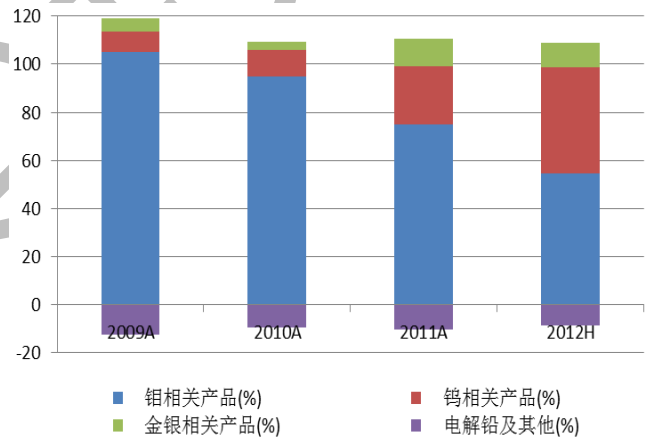
从公司各产品营业收入和利润结构占比看, 钨、钼产品营业收入占比超过 70%, 利润占比超过 85%。

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

## 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。

同时, 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 2011 年报告最新的评审意见, 5 个矿共有黄金储量 4.8 吨(权益量), 白银储量 49.7 吨(权益量)。

表 2: 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%					
洛宁上官等 5 个金矿	坤宇矿业	70%					45,413	70,995

权益储量	103.11	40.72	42.62	1,992.10	48,039	49,697
------	--------	-------	-------	----------	--------	--------

资料来源: 东兴证券

### 3. 钼、钨价格 2012 年四季度以来涨幅较大

供需端出现积极因素, 促使钼价大幅回升 24%。一方面, 北方天气寒冷带来钼矿现货供应短缺, 另外, 下游钢铁行业第 4 季度随着投资的拉动出现了明显的复苏迹象, 产量增速由 8 月的负增长快速提升到了 11 月份的两位数增长。

钨价反弹 12%, 主要由于年底生产商配额用完, 造成供给紧张, 另外江西已成为继云南后第二个对资源收储的省份也支撑了钨价的上行。

**图 3: 钼精矿价格大幅反弹**

**图 4: 钨精矿价格企稳回升**


资料来源: 亚洲金属网、东兴证券

资料来源: 亚洲金属网、东兴证券

### 4. 公司盈利预测及敏感性分析

假设 2013 年钼、钨均价有所反弹, 产品产量基本稳定, 我们上调公司盈利预测, 预计 2012—2014 年公司分别实现营业收入 61.65 亿元、76.18 亿元和 83.21 亿元, 实现净利润 12.2 亿元、16.1 亿元和 17.7 亿元, 实现摊薄每股收益 0.24 元、0.32 元和 0.35 元, 动态 PE 分别为 40 倍、30 倍和 28 倍。经过对钼铁价格的敏感性分析可以得到, 钼铁均价每上涨 10%, 公司业绩增厚 20%。考虑到钼价反弹的幅度、可持续性较强以及公司业绩对钼价的弹性较大, 首次给予公司“强烈推荐”评级。

**表 3: 主要产品价格假设 (元/吨, 不含税)**

主要产品	2011A	2012E	2013E	2014E
钼精矿 (含钼 47% 标矿)	83,897	75,000	90,000	90,000
氧化钼 (含钼 51%)	105,338	104,000	123,000	123,000
钼铁 (含钼 60%)	119,191	106,000	128,000	128,000
钨精矿 (折 WO365% 标矿)	104,404	95,000	105,000	105,000

资料来源: 东兴证券

**表 4: 主要产品销量假设 (吨)**

主要产品	2011A	2012E	2013E	2014E
钼精矿 (含钼 47% 标矿)	359	100	100	100

氧化钼 (含钼 51%)	749	1,000	1,000	1,000
钼铁 (含钼 60%)	27,749	28,000	28,000	28,000
钼精矿 (折 WO365% 标矿)	6,001	5,500	6,000	6,500

表 5: 每股收益敏感性分析表

敏感性测试 钼铁产量	钼铁价格								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.15	0.17	0.18	0.20	0.22	0.24	0.25	0.27	0.29
-15%	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	0.24	0.26	0.28	0.30
-10%	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25	0.27	0.29	0.31
-5%	0.15	0.17	0.20	0.22	0.24	0.26	0.28	0.30	0.32
0%	0.15	0.18	0.20	0.22	0.24	0.27	0.29	0.31	0.33
5%	0.16	0.18	0.20	0.23	0.25	0.27	0.30	0.32	0.34
10%	0.16	0.18	0.21	0.23	0.25	0.28	0.30	0.33	0.35
15%	0.16	0.18	0.21	0.24	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36
20%	0.16	0.19	0.21	0.24	0.27	0.29	0.32	0.35	0.37

资料来源: 东兴证券

## 5. 风险提示

- (1) 受产量增长, 钢铁产量回落影响, 钼价上涨难以为继;
- (2) 募投项目进展不顺利, 效应达不到预期。

表 6: 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	6,165.50	7,618.60	8,321.10
主营收入增长率	43.54%	35.64%	1.08%	23.57%	9.22%
EBITDA (百万元)	1,706.67	2,048.89	1,978.08	2,600.81	2,800.57
EBITDA 增长率	82.49%	20.05%	-3.46%	31.48%	7.68%
净利润 (百万元)	1,020.69	1,118.18	1,220.68	1,612.85	1,772.45
净利润增长率	106.16%	9.55%	9.17%	32.13%	9.90%
ROE	9.07%	10.76%	8.87%	11.05%	11.42%
EPS (元)	0.210	0.230	0.240	0.318	0.349

资料来源: 东兴证券

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	6,165.50	1.08%	7,618.60	23.57%	8,321.10	9.22%
营业成本	3,911.37	4,182.67	6.94%	4,947.93	18.30%	5,391.88	8.97%
营业费用	24.63	24.66	0.15%	30.47	23.57%	33.28	9.22%
管理费用	460.02	462.41	0.52%	571.40	23.57%	624.08	9.22%
财务费用	68.70	15.00	-78.17%	15.00	0.00%	15.00	0.00%
投资收益	127.04	60.00	-52.77%	150.00	150.00%	160.00	6.67%
营业利润	1,517.51	1,318.80	-13.09%	1,929.53	46.31%	2,117.29	9.73%
利润总额	1,511.92	1,333.80	-11.78%	1,944.53	45.79%	2,132.29	9.66%
所得税	355.75	73.12	-79.45%	291.68	298.91%	319.84	9.66%
净利润	1,156.16	1,260.68	9.04%	1,652.85	31.11%	1,812.45	9.66%
归属母公司所有者的净利润	1,118.18	1,220.68	9.17%	1,612.85	32.13%	1,772.45	9.90%
NOPLAT	1,212.98	1,133.73	-6.53%	1,652.85	45.79%	1,812.45	9.66%
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	6,471.30	126.26%	12,189.76	88.37%	21,634.86	77.48%
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	793.91	2.03%	981.03	23.57%	1,071.48	9.22%
预付款项	291.04	479.26	64.67%	701.92	46.46%	944.56	34.57%
存货	1,646.12	1,718.91	4.42%	2,033.40	18.30%	2,215.84	8.97%
流动资产合计	6,850.69	10,708.23	56.31%	17,419.89	62.68%	27,510.55	57.93%
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	18,248.15	22.09%	24,333.53	33.35%	33,775.91	38.80%
短期借款	334.68	0.00	N/A	4,980.20	N/A	13,285.14	166.76%
应付帐款	445.06	469.83	5.57%	555.80	18.30%	605.66	8.97%
预收款项	96.94	158.59	63.60%	234.78	48.04%	317.99	35.44%
流动负债合计	3,366.80	1,185.54	-64.79%	6,363.18	436.73%	14,829.84	133.06%
非流动负债	320.34	311.91	-2.63%	340.97	9.32%	355.02	4.12%
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	13,762.93	32.46%	14,601.61	6.09%	15,523.28	6.31%
净营运资本	3,483.89	9,522.68	173.33%	11,056.71	16.11%	12,680.71	14.69%
投入资本 IC	7,001.57	6,530.48	-6.73%	6,670.90	2.15%	8,192.41	22.81%
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	1,260.68	9.04%	1,652.85	31.11%	1,812.45	9.66%
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)	6,038.79	N/A	1,534.02	-74.60%	1,624.00	5.87%
经营活动产生现金流	1,028.15	1,739.92	69.23%	1,378.36	-20.78%	1,851.89	34.35%

投资活动产生现金流	(587.08)	38.83	N/A	120.00	209.06%	140.00	16.67%
融资活动产生现金流	(503.22)	1,832.48	N/A	4,220.10	130.29%	7,453.21	76.61%
现金净增(减)	(62.15)	3,611.23	N/A	5,718.46	58.35%	9,445.10	65.17%

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，研究所基础工业组负责人，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。

## 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。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。