

分析师：李伟峰

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883496

邮箱：liwf@wlzq.com.cn

发布日期：2013年03月15日

量价齐跌拖累业绩，钼钨有望触底趋稳

——洛阳钼业（603993）公告点评

公司点评报告

观望（首次）

事件：

洛阳钼业2012年年报：报告期内，公司实现销售收入57.11亿元，较去年同期下降6.37%。实现归属上市公司股东净利润10.50亿元，同比下降6.07%，扣非后归属上市公司股东净利润8.78亿元，较去年同期下降21.47%。基本每股收益0.21元，同比下降-8.70%，扣非后基本每股收益0.18，同比下降21.74%。

2012年度利润分配预案：以2012年末总股本5,076,170,525为基数，向全体股东每10股派发现金股利1.2元（含税），即609,140,463元（含税）。公司本期不进行资本公积金转增股本。

事件点评：

- **主营产品量价齐跌，毛利率下降拖累公司业绩：**报告期内，公司共生产钼精矿（含47%Mo）32456吨，同比下降1.7%，氧化钼（含51%Mo）34148吨，同比下降7.6%，钼铁（含60%Mo）25581吨，钨精矿（折算65%W03）8455吨，同比增长16.4%，占公司营收48%以上的钼相关主要产品产量出现下降。报告期内，公司主要产品钼精矿、氧化钼、钼铁、钨精矿价格出现下降，其中钼精矿、钨精矿全年价格下跌幅度分别为13.69%、16.42%，主要产品价格下降导致公司毛利率同比下降，拖累公司业绩。

图 1：公司主要产品毛利率变化

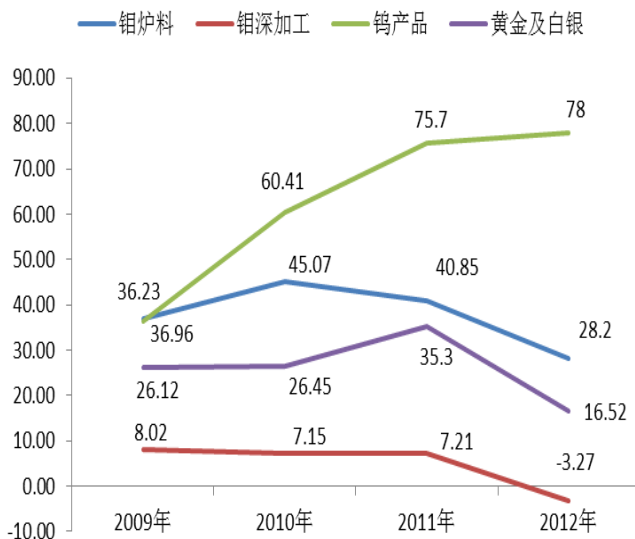
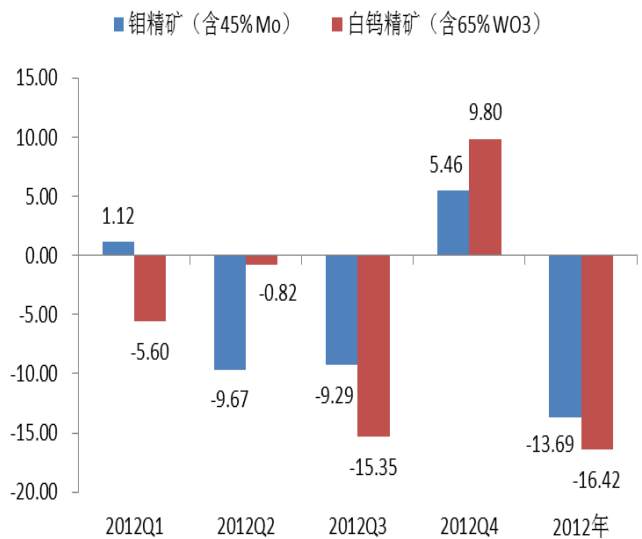


图 2：公司主要产品价格变化



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **通过高新技术企业认定，所得税退税贡献非经常性损益：**2012年3月16日公司通过高新技术企业认定，自2011年1月1日至2013年12月31日期减按15%税率征收企业所得税。2011年度公司已按25%税率计提企业所得税，因此本年转回税率差产生2011年度所得税退税收入126,955,295.28元。
- **2013年钼行业或逐渐触底趋稳，公司钨产业链有望成为新的增长点：**全球约75%左右的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。国内钼的应用则主要集中于钢铁行业，主要用于钢铁工业中炼制合金结构钢、不锈钢、耐热钢、工具钢等特殊钢，虽然国内钢铁总体上仍处于产能过剩，但用钼量较大的特钢产量将会有较大增长。目前，

我国特钢产量占钢铁总产量比例仅为6-10%，低于15-20%的世界平均水平，与工业化国家30%以上的水平相比更是相差甚远。未来，高品质特殊钢、特种合金材料、军工配套材料将是特钢行业大力培育的战略性新兴产业，对于国内钼的需求将会起带动作用。虽然钼行业整体仍处供过于求局面，但我们预计随着国内特种钢产量提升，钼行业有望逐步触底趋稳。

矿山名称	储量明细	生产规模
河南栾川三道庄钼钨矿	截至 2006 年 4 月 30 日，该矿核实区内保有储量钼金属量 68.08 万吨，其中工业矿金属量 57.24 万吨，平均品位 0.10%；与钼伴生的白钨保有储量金属量 40.72 万吨，其中工业矿金属量 39.62 万吨，平均品位 0.12%。	目前三道庄钼矿采选能力为处理矿石 990 万吨/年（30,000 吨/日）。
河南栾川上房沟钼矿	该矿在采矿许可证范围内 1,154 米标高以上保有表内钼金属量（B+C+D 级）19.13 万吨，平均品位 0.122%；铼金属保有储量 24.29 吨；铁矿石 3,622 万吨，品位 15.51%。	目前上房沟钼矿采矿能力 165 万吨/年（5,000 吨/日）、选矿能力为处理矿石 80 万吨/年（2,400 吨/日）。
新疆哈密东戈壁钼矿	该矿勘探范围内资源储量为矿石量 44,131.84 万吨，钼金属量 50.80 万吨，平均品位 0.115%。	未开采
洛阳坤宇矿业有限公司	洛宁七里坪金矿、三官庙金矿、洛宁上宫金矿、洛宁虎沟金矿及洛宁干树金矿。上宫矿区矿权证内保有金金属储量 45,413.3 千克，平均品位 5.94 克/吨；保有伴生银金属量 70,995.3 千克，平均品位 16.85 克/吨。虎沟金矿保有金金属储量 11,839.26 千克，平均品位 4.63 克/吨；干树金矿保有金金属储量 9,668.95 千克，平均品位 4.72 克/吨；三官庙金矿保有金金属储量 650.69 千克，平均品位 1.29 克/吨；七里坪金矿保有金金属量 1,054.85 千克，平均品位 2.29 克/吨。	试生产

数据来源：公司公告；万联证券研究所整理

公司运营的栾川三道庄钼钨矿，为特大型原生钼钨共生矿，也是中国第二大白钨矿床，与钼伴生的白钨保有储量金属量 40.72 万吨，其中工业矿金属量 39.62 万吨，平均品位 0.12%。公司目前建有三条白钨选矿生产线，矿石处理能力 30,000 吨/日（含联营公司豫鹭矿业 15,000 吨/日），原料主要是钼精矿采选尾矿库，钨钼伴生分离工艺实现能够降低公司钨精矿生产成本。随着公司 A 股首发募投项目建设，公司在钨产业链纵深布局有望为未来业绩增添新的增长点。

序号	募集资金使用方向	具体建设项目	计划金额
1	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 1 万吨/年；多钨酸铵 1700 吨/年；磷矿粉 3.5 万吨/年；	4.38 亿
2	年产 10000 吨钼酸铵生产线项目 （主要原材料为钼焙砂，年需求量约为	钼酸铵 1 万吨/年	3.5 亿

	11,600 吨)		
3	高性能硬质合金项目 (5000 吨产能) (原材料为蓝色氧化钨 (WO ₂ .9), 年需求量约为 7,455 吨)	刀具毛坯 1500 吨/年, 模具毛坯 1000 吨/年, 机械工程类工具毛坯 2000 吨/年, 量规量具毛坯 100 吨/年, 轧辊毛坯 200 吨/年, 异型类硬质合金 200 吨/年;	18.77 亿
4	钨金属制品及钨合金材料深加工项目 (1600 吨/年) (原材料为蓝色氧化钨, 年需求量约为 2,712.7 吨)	钨丝 800 吨/年, 钨板 200 吨/年, 钨坩埚 200 吨/年, 钨异型制品 100 吨/, 钨棒 300 吨/年;	9.81 亿
合计			36.46
数据来源: 公司招股说明书; 万联证券研究所			

- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内钨业龙头, 随着钨钼分离技术应用以及公司在钨产业链布局, 未来钨业务有望成为公司业绩新的增长点, 同时, 通过收购坤宇矿业以及永宁金铅6万吨电解铅项目建设, 拓宽经营范围, 形成以钨、钨纵深一体化为主业、贵金属、电解铅冶炼为辅的多金属经营格局, 我们预测公司2013年、2014年每股收益0.21元、0.24元, 对应当前股价的PE分别为48倍、42倍。考虑到公司A股募投项目可能生变, 首次给与公司“观望”评级。
- **风险提示:** 募投项目发生变化、以及项目建设低于预期、钨、钼、贵金属等相关主营产品价格大幅波动。

● 盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4496.97	6099.65	5710.89	6281.98	7224.28	9391.57
增长率(%)	43.54%	35.64%	-6.37%	10.00%	15.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	1020.69	1118.18	1050.30	1066.26	1228.68	2091.46
增长率(%)	106.16%	9.55%	-6.07%	1.52%	15.23%	70.22%
每股收益(EPS)	0.201	0.220	0.207	0.210	0.242	0.412
每股股利(DPS)	0.000	0.388	0.000	0.123	0.142	0.242
每股经营现金流	0.011	0.205	0.318	0.219	0.103	0.237
销售毛利率	41.21%	35.88%	29.80%	30.00%	30.00%	35.00%
销售净利率	23.50%	18.95%	17.80%	16.43%	16.46%	21.55%
净资产收益率(ROE)	9.07%	10.76%	9.10%	8.90%	9.84%	15.66%
投入资本回报率(ROIC)	13.00%	12.73%	9.55%	9.26%	10.44%	15.95%
市盈率(P/E)	50.38	45.99	48.96	48.23	41.85	24.59
市净率(P/B)	4.57	4.95	4.46	4.29	4.12	3.85
股息率(分红/股价)	0.000	0.038	0.000	0.012	0.014	0.024

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4496.97	6099.65	5710.89	6281.98	7224.28	9391.57
减: 营业成本	2643.70	3911.37	4009.22	4397.39	5057.00	6104.52

营业税金及附加	189.26	218.80	268.89	295.78	340.15	442.19
营业费用	15.11	24.63	25.33	27.86	32.04	41.66
管理费用	334.99	460.02	433.33	476.66	548.16	712.61
财务费用	-6.74	68.70	49.60	52.47	57.94	66.69
资产减值损失	-0.51	23.20	27.85	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	97.98	127.04	151.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.56	-2.47	-0.74	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1414.58	1517.51	1046.98	1031.82	1188.99	2023.90
加: 其他非经营损益	0.12	-5.59	49.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	1414.70	1511.92	1096.96	1031.82	1188.99	2023.90
减: 所得税	357.87	355.75	80.58	0.00	0.00	0.00
净利润	1056.83	1156.16	1016.38	1031.82	1188.99	2023.90
减: 少数股东损益	36.14	37.99	-33.93	-34.44	-39.69	-67.56
归属母公司股东净利润	1020.69	1118.18	1050.30	1066.26	1228.68	2091.46
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2874.00	3011.61	2711.97	2887.59	2201.94	2109.73
应收和预付款项	1699.00	2180.00	2158.63	1801.74	2752.68	3130.02
存货	1471.86	1646.12	1310.30	2240.68	1842.95	3086.58
其他流动资产	160.58	154.33	1422.91	1422.91	1422.91	1422.91
长期股权投资	1614.50	1683.74	1678.40	1678.40	1678.40	1678.40
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4185.33	4012.18	4021.71	4229.91	4595.30	4487.70
无形资产和开发支出	907.64	2022.03	2057.65	2057.65	2057.65	2057.65
其他非流动资产	651.62	220.60	244.71	177.06	109.41	109.41
资产总计	13564.52	14930.59	15606.27	16495.94	16661.24	18082.40
短期借款	761.65	2334.68	10.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	958.00	891.66	873.84	1367.85	1065.72	1691.21
长期借款	10.00	0.00	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
其他负债	134.48	445.27	351.04	351.04	351.04	351.04
负债合计	1864.13	3671.60	3234.88	3718.90	3416.76	4042.25
股本	975.23	975.23	1015.23	1015.23	1015.23	1015.23
资本公积	7584.83	7584.83	8102.98	8102.98	8102.98	8102.98
留存收益	2695.44	1830.07	2423.32	2863.42	3370.54	4233.78
归属母公司股东权益	11255.51	10390.13	11541.53	11981.63	12488.75	13351.99
少数股东权益	444.88	868.85	829.86	795.41	755.72	688.16
股东权益合计	11700.39	11258.99	12371.39	12777.04	13244.48	14040.15
负债和股东权益合计	13564.52	14930.59	15606.27	16495.94	16661.24	18082.40
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	54.68	1043.02	1612.18	1112.27	523.85	1202.70
投资性现金净流量	-196.55	-587.08	-2666.86	-248.00	-430.00	0.00
筹资性现金净流量	152.65	-503.22	-254.82	-688.64	-779.49	-1294.92
现金流量净额	8.78	-45.38	-1309.55	175.62	-685.65	-92.22

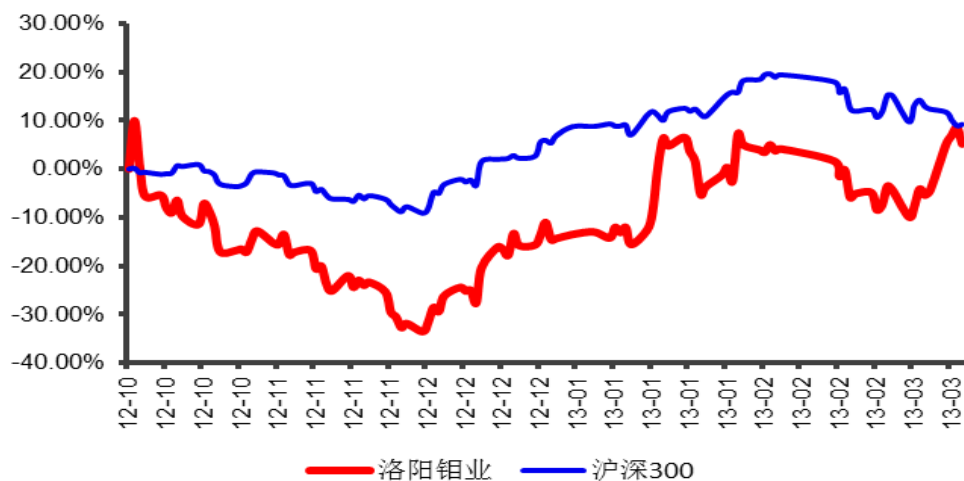
市场数据

收盘价 (元)	10.13
一年内最高/最低 (元)	11.14/6.26
沪深300 指数	2513.33
市净率 (倍)	4.46
流通市值 (亿元)	20.26

基础数据

每股净资产 (元)	2.27
每股经营现金流 (元)	0.32
毛利率 (%)	29.80
净资产收益率 (%)	9.10
资产负债率 (%)	21.45
总股本/流通股 (万股)	507600/20000
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李伟峰

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，以勤勉的执业态度，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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：020-38286833 传真：020-38286831