

钼产品量价齐升，公司业绩大幅增长

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入45.37亿元，同比增长8.2%；实现归母净利润2.7亿元，同比增长83.4%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润2.56亿元，同比增长109.4%。
- **业绩超预期，2019年Q2业绩环比增长150%。**公司Q2单季度归母净利润为1.95亿元，环比Q1单季0.78亿元的归母净利润大幅增长150%，超出市场预期。我们认为公司Q2业绩大幅增长的原因主要是公司的产品实现了量价齐升。公司营收占比最大的钼炉料中，钼精矿、氧化钼的价格2019年Q2环比增长了11%左右，同比增长了16%左右，钼铁的价格环比增长了约8%，同比增长了12%，同时，公司钼精矿、钼铁、钼板材等产品产量均创历史新高，钼相关产品量价齐升使得公司业绩超出市场预期。
- **产品营销组合更趋合理，加大新产品推广和新客户开发力度。**公司全面推行内部订单市场化，产销模式实现由“计划型”向“市场型”的根本转变，渠道建设不断优化，重点战略客户产品销售占比在60~70%区间，价格响应调整更为快速，产品营销组合更趋合理。公司新产品市场推广成果显著，钼及钼合金正式获得国家军工装备承制资格，新六代靶材实现稳定批量销售。
- **供需紧平衡有望继续推升钼价，增厚公司业绩。**2019年7月份钼精矿、氧化钼、钼铁价格继续上涨，分别环比上涨了2.5%、1.7%、4.3%，且在8月份延续上涨态势。受制于环保政策的限制以及龙头供应商供给增速的放缓，钼供给有望维持2-3%的低增长，而得益于下游特钢对钼需求的提升，钼整体需求增速将高于供给增速3-4个百分点。供需趋紧的状态有望持续推升钼产品价格，我们判断2019年钼炉料产品价格同比上涨约7%左右，继续增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.19元、0.21元、0.23元，对应PE分别为34、31、28倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求大幅萎缩的风险、钼精矿供应释放超预期、钼精矿及钼产品价格波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8778.44	9143.30	9712.98	10156.13
增长率	-13.99%	4.16%	6.23%	4.56%
归属母公司净利润（百万元）	381.36	616.02	692.25	746.21
增长率	255.50%	61.53%	12.37%	7.79%
每股收益EPS（元）	0.12	0.19	0.21	0.23
净资产收益率ROE	3.42%	5.23%	5.58%	5.75%
PE	55	34	31	28
PB	1.58	1.52	1.45	1.38

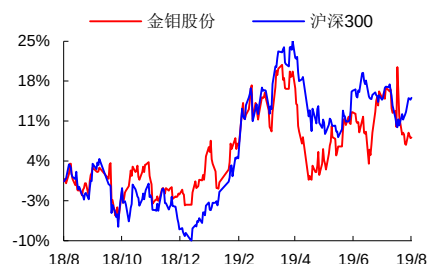
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘孟峦
 执业证号：S1250519060005
 电话：010-58251916
 邮箱：lml@swsc.com.cn

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-58251918
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.27
流通A股(亿股)	32.27
52周内股价区间(元)	5.76-7.43
总市值(亿元)	211.02
总资产(亿元)	159.93
每股净资产(元)	4.13

相关研究

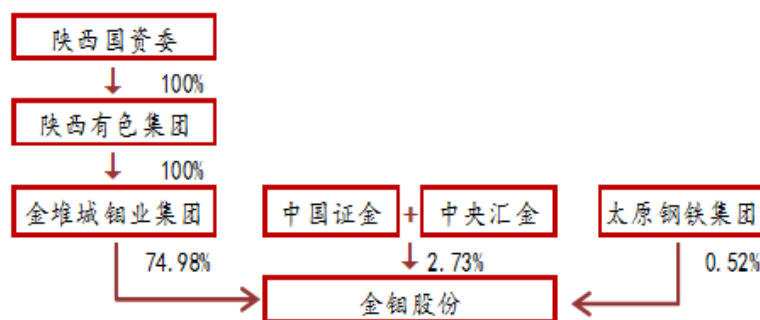
1 公司概况：钼业龙头，产业链布局完善

公司成立于 2007 年，于 2008 年 4 月在上交所上市，主要业务为钼矿产品开采、冶炼及深加工，商品贸易；主要产品为钼冶金炉料、钼化学化工、钼金属加工三大系列二十多种品质优良的各类产品。公司的产品广泛应用于钢铁冶炼、石油化工、机械制造、航空航天、电子照明、生物医药等领域。

2018 年公司产品总销量、钼精矿及钼铁产量均创历史最高水平，其中年产钼精矿（折 45%Mo）4.45 万吨，处于国内第一和世界第四的水平。主要产品有三大系列，分别是钼冶金炉料、钼化学化工、钼金属加工。钼冶金炉料产品主要包括钼精矿、焙烧钼精矿（粉/块）和钼铁；钼化学化工主要包括七钼酸铵、八钼酸铵、工业钼酸钠等；钼金属加工则主要包括钼粉、钼带、钼薄板。

公司的实际控制人为陕西国资委，间接持有公司 74.98% 的股份，第二三四大股东分别为中国证金、中央汇金和太原钢铁集团，股权结构稳定。

图 1：公司的股权结构



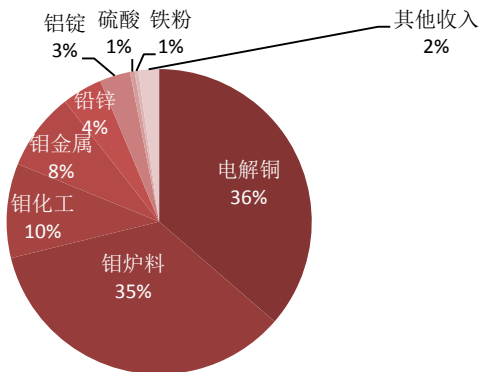
数据来源：Wind，西南证券整理

目前，公司已经形成了从钼采矿、选矿、冶炼、化工到金属深加工一体化的完整产业链；形成了以自产为主（自产），钼的来料加工和外委加工（自营）为支撑，钼相关产品经营贸易（贸易）为延展的经营模式，贯穿于钼流转领域的各个环节，构建了“钼+”为主的外延式发展架构。钼产业链自有业务收入规模同比大幅增加 39.29%。

2 公司业绩：营收略降，利润猛增

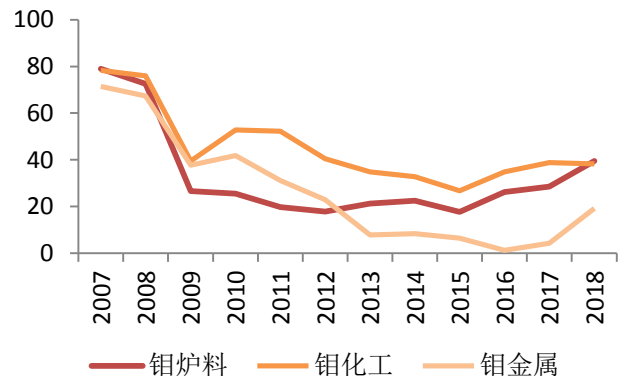
公司主营产品收入占比最大的是钼炉料产品和钼化工产品。受益于 2018 年钼产品价格上升，钼产品毛利率也因此大幅上涨。其中钼炉料产品毛利率为 39.46%，同比增长 10.91%；钼化工产品毛利率为 38.27%，钼金属产品毛利率为 19.3%。2018 年，公司钼产品业务带来的收入占公司总营业收入的 52%。

图 2：2018 年公司主营业务收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

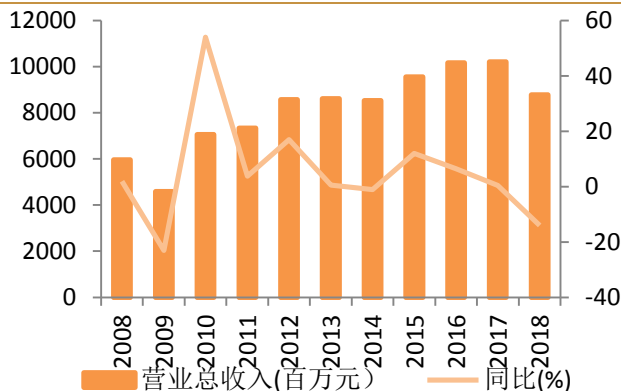
图 3：三大主营产品毛利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

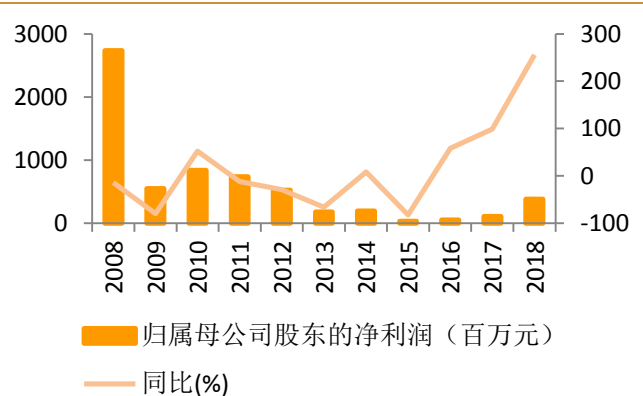
2018 年公司实现营业总收入 87.78 亿元，同比下降 13.99%；利润总额 6.06 亿元，同比增加 4.72 亿元，上升 351.13%，为上市以来次高；归属于母公司股东的净利润 3.81 亿元，上升 255.50%。

图 4：公司上市以来营业收入变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司上市以来归母净利润变化



数据来源：Wind，西南证券整理

3 业绩分析：量价齐升，推动业绩增长

业绩超预期，2019 年 Q2 业绩环比增长 150%。公司 Q2 单季度归母净利润为 1.95 亿元，环比 Q1 单季 0.78 亿元的归母净利大幅增长 150%，超出市场预期。我们认为公司 Q2 业绩大幅增长的原因主要是公司的产品实现了量价齐升。公司营收占比最大的钼炉料中，钼精矿、氧化钼的价格 2019 年 Q2 环比增长了 11%左右，同比增长了 16%左右，钼铁的价格环比增长了约 8%，同比增长了 12%，同时，公司钼精矿、钼铁、钼板材等产品产量均创历史新高，钼相关产品量价齐升使得公司业绩超出市场预期。

公司 2018 年营业收入同比减少 14.28 亿元，下降 13.99%，主要归结于业务结构转型。公司主动压减国外非钼产品贸易业务，导致贸易收入同比减少 38.51%。与此同时，公司用心“主钼”，聚焦钼炉料、钼化工、钼金属三大主业。钼产业链自有业务收入规模同比大幅增加 39.29%，产品总销量、钼精矿及钼铁产量均创历史最高水平。

表 1：2018 年公司主营业务分行业情况

	营业收入	同比	营业成本	同比	毛利率	同比
钼矿产品开采、冶炼及深加工	4,328,954,474.09	39.29%	2,783,026,356.83	16.16%	35.71%	12.80%
商品贸易	4,302,003,342.12	-38.51%	4,244,575,102.19	-38.82%	1.33%	0.50%

数据来源：公司 2018 年年报，西南证券整理

公司 2018 年归母净利润同比增加 2.74 亿元，增长 255.50%，主要原因有两点：第一，2018 年钼产品的价格高涨，国内 45%钼精矿均价达 1724.88 元/吨度，同比增长 42.24%，氧化钼均价为 1827 元/吨度，同比上升 39.6%；国内钼铁均价 12.01 万元/吨，同比上涨 39.22%。公司全年钼产品毛利率达到 35.71%，同比增加 12.80%。其次，2018 年公司钼的产销量提升，钼精矿产量为 4.74 万吨，同比增加 4.68%；销量为 5.21 万吨，同比增加 13.21%。量价齐升推动公司利润实现上市以来次高，归母净利润大幅上涨。

图 6：2007 年以来钼精矿市场价格变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2006 年以来钼铁市场价格变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年钼精矿的价格为 1800 元/吨、1900 元/吨、1950 元/吨；

假设 2：2019-2021 年氧化钼的价格为 1900 元/吨、2000 元/吨、2050 元/吨；

假设 3：2019-2021 年钼铁的价格为 12.1 万元/吨、12.5 万元/吨、12.8 万元/吨；

假设 4：公司 2019-2021 年，钼炉料毛利率维持在 40%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

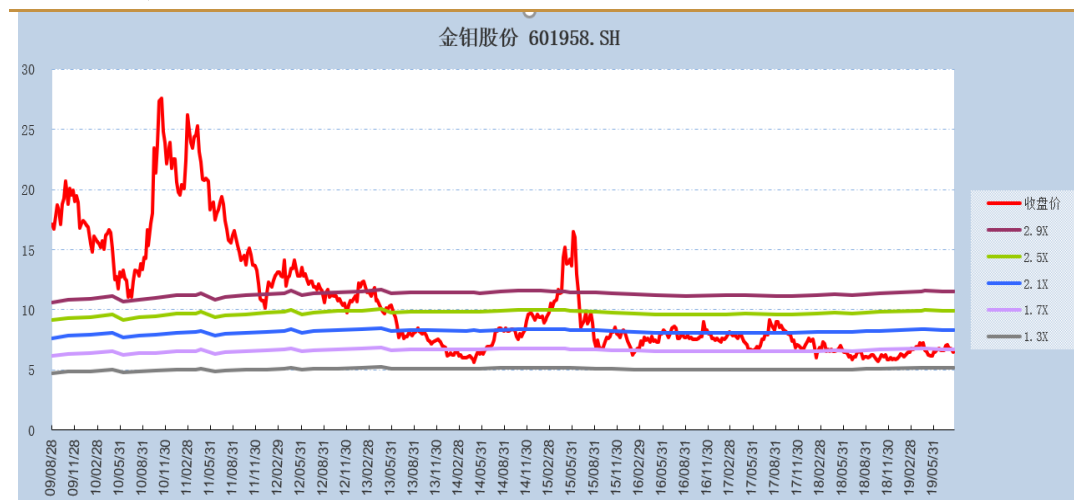
单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
钼炉料	收入	3,005.10	3305.6	3636.2	3818.0
	增速	71.28%	10.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	39.5%	40.0%	40.0%	40.0%
钼化工	收入	863.93	937.4	1017.0	1103.5
	增速	8.46%	8.5%	8.5%	8.5%
	毛利率	38.3%	38.0%	38.0%	38.0%
钼金属	收入	711.53	782.7	860.9	947.0
	增速	16.73%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%
硫酸	收入	43.54	40.0	40.0	40.0
	增速	13.68%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-84.9%	-75.0%	-75.0%	-75.0%
高硫精粉矿	收入	33.44	30.0	30.0	30.0
	增速	-45.39%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-93.8%	-83.3%	-83.3%	-83.3%
铜产品	收入	3,136.90	3136.9	3136.9	3136.9
	增速	-29.91%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
铅锌	收入	368.97	405.9	446.5	491.1
	增速	6.33%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
铝锭	收入	279.03	306.9	337.6	371.4
	增速	166.45%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
其他	收入	188.52	197.9	207.8	218.2
	增速		5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	8778.4	9143.3	9713.0	10156.1

单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
	增速	-14.0%	4.2%	6.2%	4.6%
	毛利率	18.4%	19.8%	20.5%	20.8%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 91.43 亿元、97.13 亿元和 101.56 亿元，归母净利润分别为 6.16 亿元、6.92 亿元和 7.46 亿元，EPS 分别为 0.19 元、0.21 元和 0.23 元，对应 PE 分别为 34 倍、31 倍和 28 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 8：2009 年以来公司 Pb 估值变化



数据来源：Wind，西南证券整理

表 3：可比公司 PB 估值情况

公司简称	公司代码	股价（元）	EPS（元）			PB	
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E
紫金矿业	601889.SH	3.62	0.18	0.21	0.25	2.35	1.65
洛阳钼业	603993.SH	3.66	0.21	0.16	0.18	1.93	1.56
金钼股份	601958.SH	6.55	0.19	0.22	0.23	1.62	1.52
平均值（剔除本公司数据）						1.94	1.61

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8778.44	9143.30	9712.98	10156.13	净利润	457.27	728.10	815.57	882.66
营业成本	7165.39	7331.16	7721.67	8040.91	折旧与摊销	542.35	649.93	649.93	649.93
营业税金及附加	422.01	380.12	424.85	436.90	财务费用	-64.26	-69.10	-83.67	-87.15
销售费用	68.46	73.15	77.05	80.79	资产减值损失	126.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	324.40	457.16	485.65	507.81	经营营运资本变动	670.21	-172.09	-116.68	-114.82
财务费用	-64.26	-69.10	-83.67	-87.15	其他	-1329.96	10.84	-94.53	45.46
资产减值损失	126.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	401.99	1147.68	1170.62	1376.07
投资收益	39.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-205.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1364.74	-3000.00	-5000.00	-7000.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1159.19	-3000.00	-5000.00	-7000.00
营业利润	637.53	970.80	1087.43	1176.87	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-31.39	0.00	0.00	0.00	长期借款	-602.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	606.15	970.80	1087.43	1176.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	148.88	242.70	271.86	294.22	支付股利	-129.06	-76.27	-123.20	-138.45
净利润	457.27	728.10	815.57	882.66	其他	-110.11	6869.62	4083.67	5087.15
少数股东损益	75.91	112.08	123.32	136.45	筹资活动现金流净额	-841.17	6793.35	3960.47	4948.70
归属母公司股东净利润	381.36	616.02	692.25	746.21	现金流量净额	733.07	4941.03	131.09	-675.23
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2657.73	7598.76	7729.85	7054.63	成长能力				
应收和预付款项	1662.92	1700.61	1803.51	1892.94	销售收入增长率	-13.99%	4.16%	6.23%	4.56%
存货	759.93	768.65	909.27	901.48	营业利润增长率	336.14%	52.27%	12.01%	8.23%
其他流动资产	694.34	723.20	768.26	803.31	净利润增长率	277.91%	59.23%	12.01%	8.23%
长期股权投资	848.39	848.39	848.39	848.39	EBITDA 增长率	69.39%	39.08%	6.58%	5.20%
投资性房地产	0.39	0.39	0.39	0.39	获利能力				
固定资产和在建工程	6266.51	5916.22	5565.93	5215.64	毛利率	18.38%	19.82%	20.50%	20.83%
无形资产和开发支出	1450.69	1239.62	1028.55	817.48	三费率	3.74%	5.04%	4.93%	4.94%
其他非流动资产	1242.40	4153.83	9065.26	15976.69	净利率	5.21%	7.96%	8.40%	8.69%
资产总计	15583.30	22949.67	27719.40	33510.95	ROE	3.42%	5.23%	5.58%	5.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.93%	3.17%	2.94%	2.63%
应付和预收款项	956.82	870.16	945.89	991.90	ROIC	3.80%	6.89%	10.78%	26.25%
长期借款	507.70	507.70	507.70	507.70	EBITDA/销售收入	12.71%	16.97%	17.03%	17.13%
其他负债	758.48	7647.17	11648.79	16650.12	营运能力				
负债合计	2223.00	9025.03	13102.39	18149.73	总资产周转率	0.56	0.47	0.38	0.33
股本	3226.60	3226.60	3226.60	3226.60	固定资产周转率	2.00	2.14	2.47	2.84
资本公积	6753.35	6753.35	6753.35	6753.35	应收账款周转率	23.60	23.40	24.64	24.31
留存收益	2958.52	3498.26	4067.31	4675.07	存货周转率	7.72	8.57	8.69	8.65
归属母公司股东权益	13025.95	13478.22	14047.27	14655.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.69%	—	—	—
少数股东权益	334.34	446.43	569.75	706.19	资本结构				
股东权益合计	13360.30	13924.65	14617.02	15361.22	资产负债率	14.27%	39.33%	47.27%	54.16%
负债和股东权益合计	15583.30	22949.67	27719.40	33510.95	带息债务/总负债	22.84%	5.63%	3.87%	2.80%
					流动比率	5.26	1.83	1.61	1.33
					速动比率	4.56	1.70	1.48	1.22
					股利支付率	33.84%	12.38%	17.80%	18.55%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.19	0.21	0.23
					每股净资产	4.14	4.32	4.53	4.76
					每股经营现金	0.12	0.36	0.36	0.43
					每股股利	0.04	0.02	0.04	0.04
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1115.62	1551.63	1653.68	1739.65					
PE	55.42	34.31	30.53	28.32					
PB	1.58	1.52	1.45	1.38					
PS	2.41	2.31	2.18	2.08					
EV/EBITDA	16.80	10.11	6.99	3.58					
股息率	0.61%	0.36%	0.58%	0.66%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn