

有色金属行业

金钼股份（601958）：专注钼业，专注深加工

2009年2月17日

持有

市场数据

总市值(亿元)	391.23
流通市值(亿元)	78.28
总股本(亿股)	26.89
流通股本(亿股)	5.38

前期研究

2008/10/28 金钼股份（601958）：钼价难以独善其身
2008/08/21 金钼股份（601958）：出口指标或下半年兑现
2008/05/16 金钼股份（601958）：世界领先的专业化钼业公司

简要观点：

- **资源保障一体化运营。**金钼股份（601958）合计拥有的钼金属权益储量达到 124 万吨，具有相当的资源优势，金堆城钼矿现有 3 万吨/天的采选规模及较高的矿石品位使其仍能在现有市场价格下保持盈利并维持运营。
- **汝阳东沟矿是下一个金堆城。**汝阳东沟矿采矿权已获得，鉴于其目前的开采规模和开采条件，我们认为其开采成本将会较高，恐难有盈利，亟需扩大规模降低成本，对业绩的贡献还需等待。
- **专注深加工。**公司募投资金近 50%投入到钼化工、钼金属产品的扩能中，大型设备的引进和技术累计有望使其在该领域建立一定的技术壁垒，形成细分市场的垄断优势，从而保证获得更高的毛利率水平。
- **专注主业，参与并购的可能性不大。**我们看来，单一钼行业的潜在的并购选项并不是很多。
- **钼市场展望。**我们倾向于认为 2009 年钼价很难出现较大的波动，维持目前的平衡状态的可能性更大，但较 08 年氧化钼均价 30 美元/磅将大幅下降，预计 09 年氧化钼均价在 12 美元/磅左右。
- **盈利预测和投资评级。**我们将公司 2009 年盈利预期下调至 EPS 0.46 元，较上次调整下降 57%，PE 约为 31 倍，估值较高，我们维持“持有”评级。

研究员

兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn

金钼股份（601958）：专注钼业，专注深加工

我们于 2 月 10-12 日对金钼股份进行了拜访，期间参观了部分在建设施。

资源保障一体化运营

金钼股份（601958）是世界上少有的具有钼采选、冶炼到深加工完整产业链的公司。其主要资产金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，按保有储量计为国内第二大钼矿，仅次于吉林大黑山钼矿。新近从大股东受让的汝阳东沟钼矿是近 20 年来国内唯一探明的世界级特大型钼矿，保有钼金属储量约 70 万吨。公司合计拥有的钼金属权益储量达到 124 万吨，具有相当的资源优势。金堆城钼矿现有 3 万吨/天的采选规模及较高的矿石品位使其仍能在现有市场价格下保持盈利并维持运营。

汝阳东沟矿是下一个金堆城

公司新近从大股东受让的汝阳东沟矿的采矿权已由国土资源部颁发，籍此公司可将目前约 2200 吨/天的采选规模扩大至 2 万吨/天，完全达产后钼产量至少将有 7000 吨。我们预计 2008 年汝阳矿为公司的贡献约为 800 吨金属钼，同时维持我们之前对金钼股份（601958）全年钼产量 1.38 万吨的预期。鉴于汝阳矿目前的开采规模和开采条件，我们认为其开采成本将会较高，恐难有盈利，亟需扩大规模降低成本，所以从时间上看，汝阳矿真正的贡献还需等待。

专注深加工

公司上市募投项目中，除了收购汝阳矿将带来上游钼精矿的产量增长外，其余大部分募投资金都用于下游钼化工和钼金属产品的扩能中，如升级改造项目“工业氧化钼生产线技术改造”项目投入 8.95 亿元，将使公司焙烧钼精矿产能提升至约 4.5 万吨，合金属量 3.6 万吨，根据公司的矿山生产规模，我们预计未来公司将需要外购钼精矿以满足生产；“6500 吨/年钼酸铵生产线”项目投入 3.1 亿元将使公司钼酸铵产能提升至 1.1 万吨；“钼金属深加工建设”项目投入 22.2 亿也将使公司的钼金属深加工制品的产能得到扩充，钼粉产能扩大至 4200 吨，钼金属制品 3950 吨。这些项目中钼粉有望首先完成建设，全部设备已运抵正在调试安装阶段，部分生产线已经开始生产，其余项目还处在主体厂房完工、设备逐渐到货阶段，一个关键大型设备也有望近期到厂。从钼生产的专业角度看，钼金属深加工建设完成后金钼股份（601958）有望在该领域建立一定的技术壁垒，形成细分市场的垄断优势，从而保证获得更高的毛利率水平。

专注主业，参与并购的可能性不大

我们判断，管理层较为稳健，多思而后动，专心做主业似乎是其主要选择。我们看来，单一钼行业的潜在的并购选项并不是很多，其一、国内六大主要大型钼矿已经分而治之；其二，小型钼矿规模受限，成本难以控制；其三、最近几年并没有大型钼矿被发现。

钼市场展望

从现有的消息看，由于价格的大幅下跌国外大多数钼矿生产商已经纷纷调低了其 09 年的产量预期，前十大钼生产商中美国自由港公司计划减产 1300 万磅，TCM 公司减产幅度在 500 万磅左右，Codelco 减产约 500 万磅，合计减少的钼产量约合 1.1 万吨，约占全球产量的 6%左右，我们预计全球实际的减产比例将远大于此数字。近期国内钼精矿到港数量增加，显示海外初级钼市场需求进一步萎缩，焙烧能力开工不足，以其较低的成本转而寻求中国的焙烧能力，将进一步冲击国内初级钼产品市场，特别是钼精矿市场，钼铁产品价格却可能因国内钢铁市场回暖而相对强势，但是需求的萎缩仍然是巨大的，在我们看来，采选规模在 5000 吨/日以下的钼矿，矿石品位 0.1%以下在目前的价格都难以盈利，这些产能短期内也难以复产。我们倾向于认为 2009 年钼价很难出现较大的波动，维持目前的平衡状态的可能性更大，但较 08 年氧化钼均价 30 美元/磅将大幅下降，预计 09 年氧化钼均价在 12 美元/磅左右。

公司已公布业绩快报

公司的业绩快报显示基本符合我们此前的预期，营业收入略有增加，净利润出现下滑，基本每股收益 1.1 元，我们按全面摊薄算大概在每股收益 1.04 元，我们同时将公司 2009 年盈利预期下调至 EPS 0.46 元，较上次调整下降 57%，就公司当前股价看，PE 约为 31 倍，估值较高，我们维持“持有”评级。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>