

金钼股份 (601958)

资源、资金优势远未发挥

—金钼股份调研报告

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ Jinhaiming58@yahoo.com.cn

核心观点:

- 充足的资源保障为金钼股份长期发展打下基础
- 募集资金项目短期难以助推公司业绩增长
- 受“金融危机”影响，2009年钼价难以修复
- 给予公司“中性”评级

投资要点:

● 充足的资源保障为金钼股份长期发展打下基础

金钼股份拥有金堆城钼矿以及河南汝阳钼矿 65%股权，截至 2006 年末，金钼股份矿山钼金属权益储量达到 123.95 万吨，按照公司年产 15000 吨钼金属量计算，公司的矿山储量可以保障公司开采 74 年，也就是说公司未来仍有扩产空间。

● 募集资金项目短期难以助推公司业绩增长

通过调研得知公司目前项目进展顺利，6500 吨/年钼酸铵生产线、8000 吨/年高纯氧化钼生产线开动调试生产；钼金属工业园新建钼粉生产线，生产工艺进一步稳定、优化；汝阳矿收购已经完成，目前施工项目正稳步推进，2009 年年底汝阳矿的日处理量将从目前的 2000 吨 提高到 5000 吨，提升公司原矿产量。受危机影响，下游需求下降，出口受到严重影响，在金属深加工环节很难获得利润；公司汝阳项目的产能释放要到 2010 年以后，2009 年对公司的利润贡献也不大。综合来看，2009 年金钼股份投入的项目对公司利润影响不大，更多的是为以后的发展做准备。

● 受“金融危机”影响，2009 年钼价难以修复

受国际金融危机影响，全球金属消费快速下降，价格急剧下跌，氧化钼价从 2008 年 3 季度的 33.6 美元/磅下跌到 8.5 美元/磅。2009 年在下游消费持续低迷，企业减产的背景下，全球钼的产量和消费量将继续下降，预计 2009 年全球钼的产量为 18.5 万吨，消费量为 18.4 万吨，过剩 1000 吨。钼价在 11-12 美元之间。

● 给予公司“中性”评级

预计 2009-2011 年公司业绩为 0.31 元/股、0.59 元/股、0.63 元/股，根据 DCF-WACC 计算出的绝对估值为 14.4 元；公司目前股价 14.96 元，较绝对估值有 3.9%溢价，给予公司“中性”投资评级。

评级: 中性

上次评级:

目标价格:

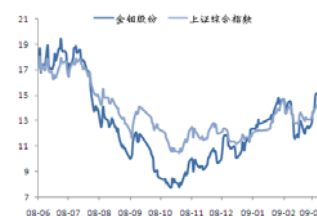
上次预测:

当前价格: ¥ 14.96

2009.03.24

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.06
2Q/2008	0.07
3Q/2008	0.08
4Q/2008	0.10

公司 1 年股价走势



公司简介

金钼股份拥有亚洲最大的原生钼矿，资源保障程度高，上市后公司积极拓展下游加工产业链，向大型综合钼业公司方向发展。

相关报告

(百万元, 元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万 元)	5035	5837	5961	2858	4444
EBITDA(百万 元)	2987	3727	3827	1624	2728
净利润	2551	3028	2858	829	1590
摊薄 EPS(元)	1.18	1.41	1.06	0.31	0.59
PE(X)	10.8	9.1	12.0	41.5	21.6
EV/EBITDA(X)	8.4	7.0	6.4	16.5	9.6
PB(X)	9.0	9.1	2.3	2.4	2.3
ROIC	77.44%	78.40%	18.41%	5.25%	9.68%
总资产周转率	2.07	1.13	0.53	0.17	0.26

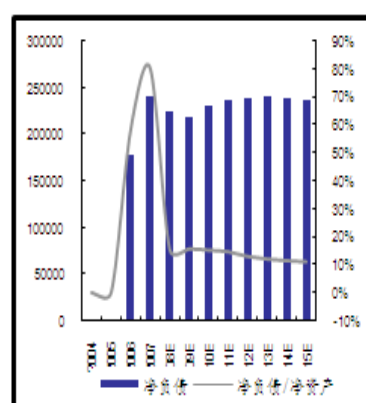
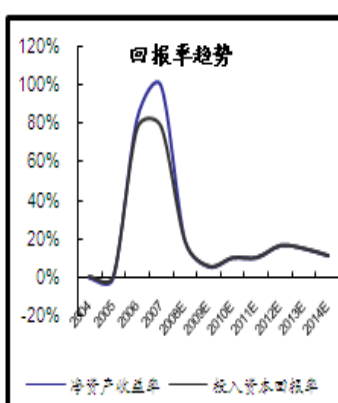
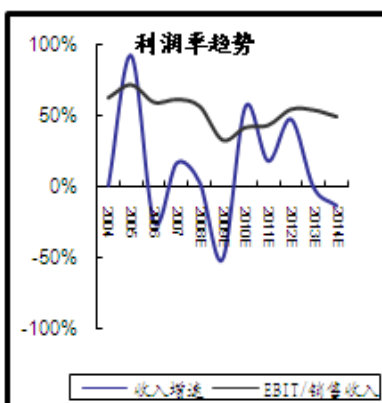
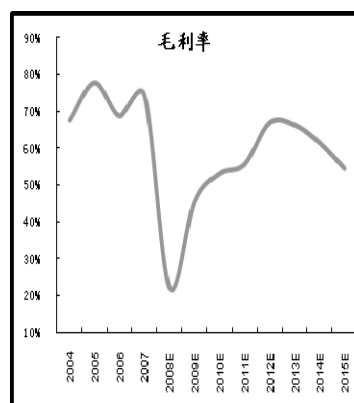
资产负债表	利润表（百万元）										
表	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	2508	1300	10002	7684	8200	营业收入	5035	5837	5961	2858	4444
应收票据	22	59	60	29	45	营业成本	1572	1497	1848	1557	2087
应收账款	187	448	327	157	244	营业税金及附加	135	470	417	214	280
预付款项	126	52	71	86	107	销售费用	55	58	60	29	45
其他应收						管理费用					
款	58	166	169	81	126		286	231	275	136	198
存货	403	441	456	341	343	财务费用	-60	40	-39	-64	-57
其他流动						资产减值损失					
资产	44	0	1	-30	-14		17	8	0	0	0
长期股权						公允价值变动收					
投资	0	0	0	0	0	益	0	0	0	0	0
固定资产	699	714	2325	4150	5356	投资收益	14	0	0	0	0
在建工程	95	379	1903	2351	1926	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	3044	3531	3400	986	1891
无形资产	610	1748	1573	1398	1224	营业外收支净额	-22	0	0	0	0
长期待摊						税前利润					
费用	0	0	0	0	0		3022	3532	3400	986	1891
资产总计	4859	5446	16887	16248	17556	减：所得税	442	493	510	148	284
短期借款	15	33	0	0	0	净利润	2580	3039	2890	838	1608
应付票据						归属于母公司的					
	26	0	0	0	0	净利润	2551	3028	2858	829	1590
应付账款	128	266	118	124	208	少数股东损益	29	11	32	9	18
预收款项	38	41	44	46	48	基本每股收益	1.18	1.41	1.06	0.31	0.59
应付职工						稀释每股收益					
薪酬	362	27	27	27	27		1.18	1.41	1.06	0.31	0.59
应交税费	845	491	491	491	491	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付						成长性					
款	19	528	528	528	528						
其他流动						营收增长率					
负债	6	16	17	-22	-2		-25.5%	15.9%	2.1%	-52.0%	55.5%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-38.4%	19.8%	-6.1%	-72.5%	98.8%
预计负债	139	145	145	145	145	净利润增长率	-38.0%	18.7%	-5.6%	-71.0%	91.8%
负债合计	1788	2421	2246	2198	2313	盈利性					
股东权益						销售毛利率					
合计	3071	3024	14641	14050	15243		68.8%	74.3%	22.0%	45.5%	53.0%
现金流量						销售净利率					
表	2006	2007	2008E	2009E	2010E		50.7%	51.9%	47.9%	29.0%	35.8%
净利润	2580	3039	2890	838	1608	ROE	83.1%	100.1%	19.5%	5.9%	10.4%
折旧与摊						ROIC					
销销	0	148	466	702	894		77.44%	78.40%	18.41%	5.25%	9.68%
经营活动						估值倍数					
现金流	0	3040	3396	1847	2374						
投资活动						PE					
现金流	0	-716	-3427	-2800	-1500		10.8	9.1	12.0	41.5	21.6
融资活动						P/S					
现金流	0	-3531	8733	-1365	-357		5.5	4.7	5.8	12.0	7.7
现金净变						P/B					
动	0	-1207	8702	-2318	516		9.0	9.1	2.3	2.4	2.3
期初现金						股息收益率					
余额	0	2508	1300	10002	7684		0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	1.2%
期末现金						EV/EBITDA					
余额	0	1301	10002	7684	8200		8.4	7.0	6.4	16.5	9.6

3、DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	357957.5	336042.7	92249.8	183427.7	223311.8	415029.1	404034.2	316177.8	222806.5	223095.0	223089.3
所得税	49928.6	50406.4	13837.5	27514.2	55828.0	103757.3	101008.5	79044.4	55701.6	55773.7	55772.3
NOPLAT	255008.2	308029.0	285636.3	78412.3	155913.5	167483.9	311271.8	303025.6	237133.3	167104.9	167321.2
营运资金净变动	58214.6	-38974.7	-5122.7	38755.4	-7983.7	-3005.0	-22405.1	-13368.0	-4979.9	-4519.5	10559.9
资本支出	-29863.4	-342695.0	-280000.0	-150000.0	-80000.0	-30000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0	-10000.0
自由现金流	253979.9	-15533.1	-92669.0	87350.5	187528.4	370230.6	395678.7	341003.1	273349.3	290102.2	292249.5

WACC	9.7%	Ke	11.7%
永续增长率	2%	Kd	5.8%
终值	129806.6	t	15%
企业价值	3954098.2	Rf	4%
非核心资产价值	1130234.0	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	87093.14	Rf	6%
股权价值	3867005.0	D/A	2.5%
股本	268883.70	E/A	97.5%
每股价值	14.381701	Beta	1.19

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	18.64	19.47	20.46	21.64	23.10
	6.90%	17.44	18.12	18.92	19.87	21.01
	7.40%	16.40	16.97	17.62	18.39	19.30
	7.90%	15.50	15.98	16.52	17.15	17.89
	8.40%	14.71	15.11	15.57	16.09	16.69
	8.90%	14.01	14.35	14.74	15.17	15.68
	9.40%	13.38	13.68	14.00	14.38	14.80



目 录

1. 充足的资源保障为金钼股份长期发展打下基础	5
2. 募集资金项目短期难以助推公司业绩增长	6
3. 受“金融危机”影响，2009 年钼价难以修复	8
4. 盈利预测	11
5. 给予公司“中性”评级	12

图目录

图 1 金钼股份盈利路线	7
图 2 2004 年以来氧化钼季度价格走势	8
图 3 钼的消费结构	9

表目录

表 1 金钼股份发起人股份上市流通时间	5
表 2 全球主要原生钼矿资源状况	5
表 3 2006 年全球钼储量和储量基础	6
表 4 募集资金投资项目	7
表 5 2004-2008 年中国钼供需平衡表 单位：吨	9
表 6 2009 年全球主要企业减产计划	10
表 7 全球前 10 大钼生产企业产量情况 单位：吨钼	10
表 8 全球钼供求平衡预测 单位：吨钼	10
表 9 2008-2011 年公司产品产量预计 单位：吨实物量	11
表 10 金钼股份盈利预测	11
表 11 金钼股份绝对估值表	12

1. 充足的资源保障为金钼股份长期发展打下基础

金钼股份是由金堆城钼业集团有限公司以其钼业务资产作为出资，联合太钢集团、东方集团和宝钢集团于2007年5月16日发起设立的股份有限公司。2008年4月9日首次公开发行5.38亿股新股，发行价格16.57元，4月17日上市，目前的总股本为26.88837亿股。上市后控股股东金钼集团共持有公司2.04亿股，持股比例为76%，2008年12月24日，公司得到证监会批准将在1年内增持不超过8066.511万股，截止到2009年2月27日，公司增持了10万股。

表 1 金钼股份发起人股份上市流通时间

股东	持股数（股）	持股比例	上市时间
金钼集团	2,043,296,000	76%	2011年4月7日
	10000		流通A股
太钢集团	64,525,000	2.4%	2010年5月16日
东方集团	21,508,000	0.8%	2010年5月16日
宝钢集团	21,508,000	0.8%	2010年5月16日
总股本	2,688,837,000	100%	

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，公司拥有金堆城钼矿2.6282平方公里的采矿权，共分小北露天、南露天和全露天三部分，且均为大型露天矿。公司目前仅开采小北露天矿部分。截至2006年末，金堆城钼矿保有矿石储量共计约80,066万吨，钼金属量约786,551吨，平均品位0.099%。其中，探明的经济基础储量53,937万吨，钼金属量577,980吨；推断的内蕴经济资源量26,129万吨，钼金属量208,571吨。

2008年12月17日，完成对汝阳公司65%股权的收购。汝阳公司拥有丰富的钼资源储量，其中东沟钼矿储量为68.98万吨，草沟矿区保有金属储量约为0.70万吨，并拥有0.09平方公里的采矿权和东沟矿区5.58平方公里的探矿权。

金钼股份矿山钼金属权益储量达到123.95万吨，按照公司年产15000吨钼金属量计算，公司的矿山储量可以保障公司开采74年。

表 2 全球主要原生钼矿资源状况

矿名	储量（金属量，万吨）	平均品位%
金堆城钼矿	78	0.0999
汝阳钼矿	69	0.111
栾川钼矿	49.8	0.11
大黑山钼矿	79.4	0.07
Thompson Greek Mine	19	0.076
Endako Mine	22.5	0.043
Thompson Greek Davidson	14	0.169
Bingham Canyon	27.5	0.045

资料来源：安泰科

充足的资源储量为金钼股份的发展提供了有利保障，同时也为公司后续发展预留了充分的想象空间。如果按照 30 年保障的行业标准来计算，公司未来仍然有近一倍的扩产空间。

在公司规划中指出，在将来优先收购金钼集团风险探矿过程中发现的钼矿资源，对外以资本为纽带，通过参股、控股、买断等方式收购国内其它具有开采价值的钼资源，可见，公司未来钼矿资源量仍将继续提高。

表 3 2006 年全球钼储量和储量基础

国家	钼储量（万吨）	储量基础（万吨）
中国	330	830
美国	270	540
智利	110	250
加拿大	45	91
俄罗斯	24	36
亚美尼亚	20	40
秘鲁	14	23
墨西哥	13.5	23
哈萨克斯坦	13	20
吉尔吉斯斯坦	10	18
乌兹别克斯坦	6	15
伊朗	5	14
蒙古	3	5
全球总计（约）	860	1900

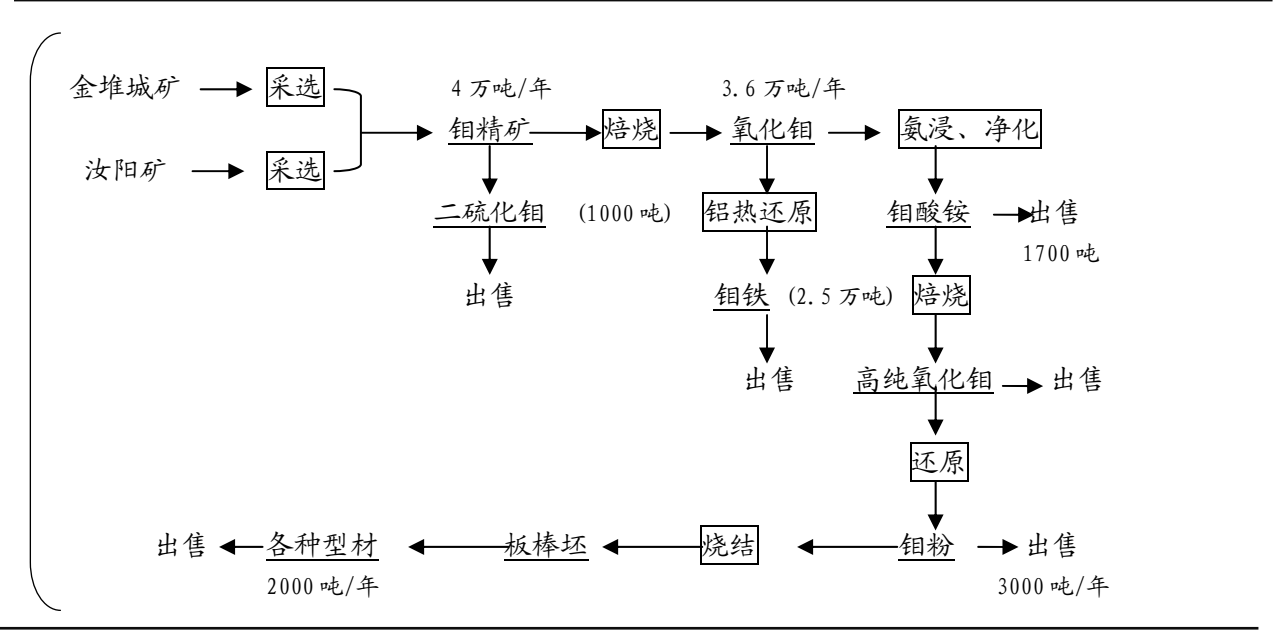
资料来源：美国地质调查局

2. 募集资金项目短期难以助推公司业绩增长

金钼股份是亚洲最大的钼业、全球最大的原生钼业公司，拥有从采矿、选矿、冶炼、深加工一体化的产业链。公司年产钼精矿约 3 万吨（标准量），占全国总产量约 30%，年产各种钼产品折合钼金属约 13000 吨，占世界产量的 7%，其中钼炉料产品约 20000 吨（实物量），占世界产量的 6%，钼化工产品约 6000 吨（实物量），占世界产量的 12%，钼金属深加工产品约 2500 吨（实物量），占世界产量的 12%，随着募股资金项目的建设，公司将会成为全球最大的钼金属深加工基地，一体化的产业链结构进一步优化。

公司在上市后，共募集资金 87.24 亿元，按照公司计划，公司将使用募集资金 76.45 亿元，用于投资钼金属深加工等 11 个项目，见表 4，其中技术改造项目 5 个，支持公司可持续发展项目 5 个，收购项目 1 个。

图 1 金钼股份盈利路线



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

表 4 募集资金投资项目

类型	序号	募集资金使用项目	投资（亿元）
产业技术升级改造	1	选矿工艺升级改造	4.77
	2	钼金属深加工建设	22.20
	3	6500 吨/年钼酸铵生产线	3.10
	4	低浓度二氧化硫烟气综合利用制酸	5.31
	5	工业氧化钼生产线技术改造	8.95
		小计	44.33
支持公司可持续发展	6	南露天开采项目采矿工程	2.46
	7	南露天开采项目二期工程	4.89
	8	栗西沟尾矿库延长服务年限	2.03
	9	北露天矿排土场建设	2.99
	10	支付金堆城钼矿采矿权出让款	10.58
		小计	22.95
建立资源保障体系	11	收购汝阳公司股权	9.17
合计			76.45

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

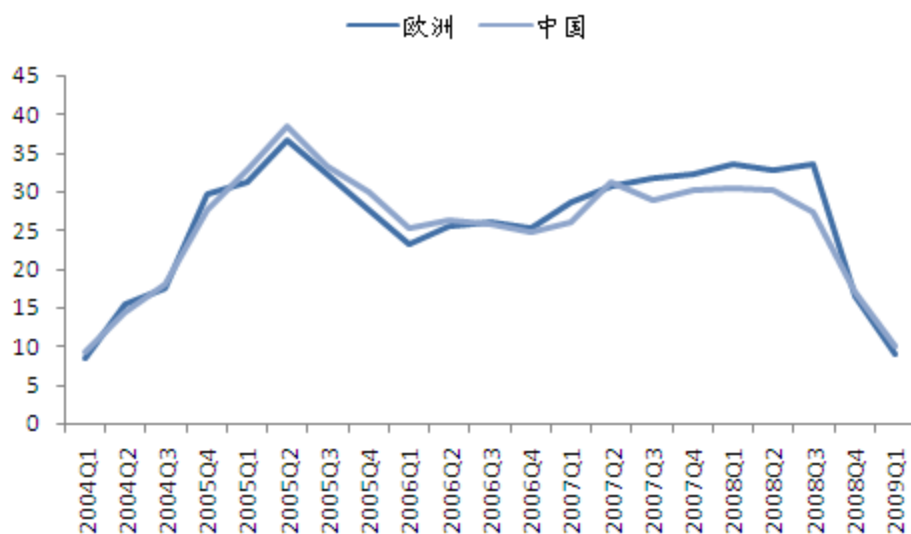
通过调研得知公司目前项目进展顺利，6500吨/年钼酸铵生产线、8000吨/年高纯氧化钼生产线开动调试生产；钼金属工业园新建钼粉生产线，生产工艺进一步稳定、优化；汝阳矿收购已经完成，目前施工项目正稳步推进，2009年年底汝阳矿的日处理量将从目前的2000吨提高到5000吨，提升公司原矿产量。

在金钼股份的募集资金项目中，用于公司资源保障开发的南露天等工程，不增加公司矿产量，不能对公司贡献利润增额，主要对公司利润产生影响的项目是收购汝阳项目、6500吨钼酸铵建设、氧化钼生产线改造以及钼金属深加工建设（建设钼金属工业园，最终形成钼粉年产能4,200吨、烧结制品年产能2,611吨、钼丝年产能900吨、钼板年产能200吨、钼异型制品年产能250吨的规模）。由于钼价下降比较快，下游需求下降，出口受到严重影响，在金属深加工环节很难获得利润；公司汝阳项目的产能释放要到2010年以后，2009年对公司的利润贡献也不大。综合来看，2009年金钼股份投入的项目对公司利润影响不大，更多的是为以后的发展做准备。

3. 受“金融危机”影响，2009年钼价难以修复

受国际金融危机影响，全球金属消费快速下降，价格急剧下跌，钼价也不例外，氧化钼价从2008年3季度的33.6美元/磅下跌到8.5美元/磅，中国价格稍高，维持在10美元/磅。

图2 2004年以来氧化钼季度价格走势



资料来源：万德咨询、渤海证券研究所

国内价格高于国际价格，导致1月份我国进口钼大幅增长，国内价格压力较大：

2009年1月份我国钼出口量同比降76.3%至526吨钼（金属量，下同）。其中，钼铁出口量为3.8吨钼，较2008年12月的145吨钼减少97.4%，同比减少99.44%；氧化钼出口量为380吨钼，环比下降56.5%，同比下降53.31%。受国际钼价低于国内市场以及国际钼市场需求季度疲软的影响，我国钼品出口受到严重打压，各品种在1月份的出口量都出现不同程度的下降；2009年1月份，我国共进口钼品1294吨（金属量，下同），较去年12月份的293吨大幅增长341.6%，同比大幅增长138.3%。其中增长最为显著的是氧化钼，从去年12月份的143吨钼增长432.9%至762吨，其次是钼精矿，从113吨钼提高到520吨钼。这两种产品的1月份的进口量占总进口量的99.1%。

从进出口数据分析，中国在1月份的钼品进口量远高于出口量，与往年的进出口情况相比，进出口结构发生了重大变化，中国首次从之前的净出口国变成了净进口国，主要原因还是国内外

钼差价较大。目前国内氧化钼价格为 1850-1900 元/吨·度，而从国外购进的氧化钼价格低至 9 美元/磅钼以下，按主流交易价 8.8 美元/磅钼计算，税后折合人民币为 1550 元/吨·度，加上运费、港口费以及佣金一共 1600 元/吨·度，所以进口氧化钼与国内氧化钼差价是 250-300 元/吨·度。前期主要是贸易商买进套利，后来一些冶炼厂也纷纷进口以压缩成本。

表 5 2004-2008 年中国钼供需平衡表 单位：吨

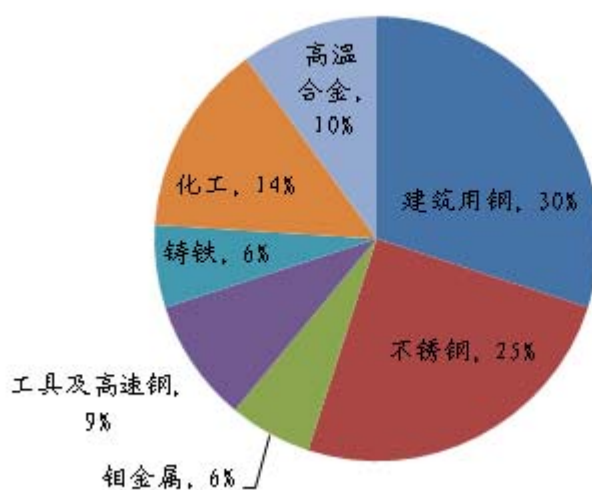
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
钼产量	53293	35695	47315	66348	81265
钼进口量	11760	22261	13542	7954	3352
钼出口量	46398	35136	34452	33929	24573
钼表观消费量	18655	22820	26405	40373	60043
钼需求量	18655	22820	26405	40373	50466

数据来源：中国有色金属工业协会，中国海关，安泰科

下游企业需求下降和进口钼的双重挤压，国内、国外企业纷纷减产

钼主要消费领域在建筑用钢和不锈钢，其次分别为化工产品、高温合金、工具及高速钢等，受全球金融危机影响，下游行业都出现了萧条，给钼的需求造成巨大打击。而且市场对 2009 年的预期仍然堪忧。考虑到市场消费方面缺乏有力支撑，并为应对当前低钼价的现状，国际各厂商纷纷做出 2009 年减产计划，见表。国内方面，内蒙地区的敖伦花矿山自 2008 年 12 月试车结束后一直停产，还有中钢旗下钼矿山、碾子沟矿业年后一直停产。而浙江青田县政府减抵免了钼矿企业部分税收，大力促进矿山恢复生产。目前处于生产状态的企业有：陕西金堆城、西北炼石、洛南九龙、栾川洛钼、栾川龙宇、栾川富川、栾川钼都、嵩县丰源、河北丰宁鑫源、吉林大黑山、吉林舒兰吉辉、福建天宝以及江铜有色等。

图 3 钼的消费结构



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

表 6 2009 年全球主要企业减产计划

公司	减产规模	减产影响
Freeport-McMoRan 铜金公司	暂停秘鲁 Cerro Verde 矿山钼品生产（53.56%股份）；Henderson 矿山减产 25%	减少 729 吨钼 + 4536 吨钼
Thompson Creek 金属公司	爱达荷州 Thompson Creek 矿山和不列颠哥伦比亚 Endako 矿山停产	公司产量降至 9072-10886 吨钼，减少 2268 吨钼
Moly Mines	下调 Spinifex Ridge 项目产能 50%以上	该项目产能降至 5000-5900 吨钼（新项目，对公司已有产量没有影响）
Anadac（1 月份申请破产保护）	暂停 Ruby Creek 钼矿山生产	预计 2011 年 1 月运营（新项目，对公司已有产量没有影响）
加 Roca 矿业	推迟 MAX 矿山扩产（开采成本约 5.8 美元/磅钼）	
智利 Codelco 公司		减少 2268 吨钼

2009 年全球钼的供应将过剩 1000 吨

2008 年全球钼产量只有 19.23 万吨，降幅为 4.6%，根据协会统计资料显示，前 10 大钼生产企业钼产量完成 13.97 万吨，较 2007 年的 14.54 万吨下降 3.9%。

2009 年在下游消费持续低迷，企业减产的背景下，全球钼的产量和消费量将继续下降。预计 2009 年全球钼的产量为 18.5 万吨，消费量为 18.4 万吨，过剩 1000 吨。

目前，全球钼市场需求主要靠中国购买力支撑，中亚土库曼斯坦到中国的 1.06 万亿立方英尺的大型天然气管道工程将动工，也将为中国钼需求提供些支持。

表 7 全球前 10 大钼生产企业产量情况 单位：吨钼

企业名称	2007 年产量	2008 年产量
美国 Freeport-McMoRan 铜金公司	31780	33113
智利 Codelco 公司	27900	22680
墨西哥集团	16208	15830
力拓集团美国 Kennecott 公司	14900	10600
中国洛阳栾川钼业集团股份有限公司	13897	15300
中国金堆城钼业集团股份有限公司	12837	13950
智利 Antofagasta 矿	10200	7038
加拿大 Thompson Creek 金属公司	7400	11794
秘鲁 Antamina 矿	6396	5579
智利 Collahuasi 矿	4037	2313
合计	145368	139765

数据来源：中国有色金属工业协会，安泰科

表 8 全球钼供求平衡预测 单位：吨钼

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
钼供应量	170,693	176,395	187,315	201,448	192300	185000
钼需求量	171,061	177,589	191,377	204,301	192100	184000
供求平衡	-368	-1,194	-4,062	-2,853	200	1000

资料来源：安泰科、渤海证券研究所

2009 年国际钼价将在 11-12 美元

全球经济现状仍然低迷，国内外市场钼价仍有下行压力，虽然主要受需求疲软影响，但是市场悲观情绪也是价格惨跌的助推器。前期的恐慌抛售大幅压低市场价格，市场认为当时的 10 美元/磅钼底价已经探底，不可能再跌。但目前已经跌破 9 美元/磅钼，欧洲氧化钼价格面临 8 美元/磅钼大关，因为当前西方钼铁价格为 21 美元/千克，冶炼厂的赢利点就在于氧化钼低于 8 美元/磅钼。面临进口钼品压力，国内钼价下跌也是必然的。前期国内厂商因为价格较低，看好后市惜售支撑市场价格，但是毕竟只是有价无市而已，所以有交易量时市场报价会很快下跌。现在看来，市场前景依旧不容乐观，只有等待需求好转。如果下半年经济复苏，将对钼价提供反弹空间，**综合来看，渤海证券认为，2009 年氧化钼平均价在 11-12 美元/磅之间。**

面对当前并不明朗的需求前景、融资环境和各国政治经济状况，国际上各主要机构纷纷对 2009 年的钼价进行了预测：英国商品研究所预计 2009 年氧化钼的平均价格为 12 美元/磅钼左右，并将于 2010-2012 年上涨到 15-16 美元/磅钼；美国 CPM 集团的初步预计是：2009 年钼平均价格为 12 美元/磅钼，2010 年提高到 20 美元/磅钼左右，2011-2012 年提高到 25 美元/磅钼左右，但从 2013 年后将逐步下降；摩根士丹利预计 2009 年钼价将保持在 12 美元/磅钼的低位，原因是全年大部分时间里都将维持供应过剩局势，该机构预计 2009 年和 2010 年全球钼供应过剩分别为 1420 万磅钼（6447 吨钼）和 990 万磅钼（4495 吨钼），低于 2008 年的 1980 万磅钼（8989 吨钼）；纽约投资银行 Dahlman Rose & Co. LLC 的预期是：2009 年和 2010 年全球钼平均价格将分别为 12 美元/磅钼和 15 美元/磅钼。

4. 盈利预测

金钼股份汝阳项目将在 2009 年下半年建成，2010 年继续增加产量；同时公司焙烧、钼酸铵项目相继进行改造，钼金属深加工项目大批上马，使得公司产能在 2010 年大幅提升，见表 9。预计 2009-2011 年钼价分别为 11 美元/磅、13 美元/磅、15 美元/磅，对应公司业绩为 0.31 元/股、0.59 元/股、0.63 元/股。

表 9 2008-2011 年公司产品产量预计 单位：吨实物量

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
钼炉料产品	15647	15500	15500	20300	21000
钼化工产品	2041	2100	2150	5400	6000
钼金属产品	1989	2000	2400	2800	3800

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

表 10 金钼股份盈利预测

(百万元,元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	5035	5837	5961	2858	4444
EBITDA(百万元)	2987	3727	3827	1624	2728
净利润	2551	3028	2858	829	1590
摊薄 EPS(元)	1.18	1.41	1.06	0.31	0.59
PE(X)	10.8	9.1	12.0	41.5	21.6
EV/EBITDA(X)	8.4	7.0	6.4	16.5	9.6
PB(X)	9.0	9.1	2.3	2.4	2.3
ROIC	77.44%	78.40%	18.41%	5.25%	9.68%
总资产周转率	2.07	1.13	0.53	0.17	0.26

资料来源：渤海证券研究所

5. 给予公司“中性”评级

考虑到目前钼价格已经跌到大多数生产企业成本线，再次下跌风险减小，而且未来还存在上升空间，公司钼资源量保障程度大，因此给予公司 2009 年 35 倍 PE，公司合理股价应该在 11 元；公司绝对估值见表，根据 DCF-WACC 计算出的结果为 14.4 元；公司目前股价 14.96 元，较绝对估值有 3.9%溢价，给予公司“中性”投资评级。

表 11 金钼股份绝对估值表

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	18.65	19.49	20.47	21.66	23.12
	6.90%	17.45	18.14	18.94	19.88	21.02
	7.40%	16.42	16.98	17.64	18.41	19.32
	7.90%	15.51	15.99	16.54	17.17	17.90
	8.40%	14.72	15.12	15.58	16.11	16.71
	8.90%	14.02	14.36	14.75	15.19	15.69
	9.40%	13.39	13.69	14.02	14.39	14.81

资料来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	机械行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826 tonnyzc@bhq.com		私募股权基金研究 黄亚玲博士 Nkyaling@sina.com	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn