

赵春
 0755-82960824
 zhaoc@cmschina.com.cn
 王晓丹
 86-755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn

2009年5月21日

金钼股份(601958.SH)/13.38元

资源估值相对占优、钼价补涨可能较大

基础原材料·有色金属

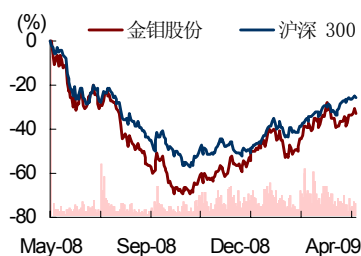
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2651
总股本(万股)	322660
已上市流通股(万股)	64560
总市值(亿元)	432
流通市值(亿元)	86
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	14.5
资产负债率	4.3%
主要股东	金堆城钼业集团有限
主要股东持股比例	63.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	70	-34
相对表现	-6	24	-10



相关报告

近期我们调研了金钼股份,参观了金堆城钼矿。认为近期钼金属补涨的可能较大,同时考虑到公司以资源估值的相对优势,建议投资者把握趋势性投资机会。

- **钼金属补涨的可能较大:** 有期货的有色金属品种自 09 年初以来价格反弹明显,铜价涨幅一度超过 50%。但无期货的有色小金属如钼价则较年初反而下跌了 8.2%。我们认为小金属涨幅一般滞后于期货的大金属,未来随着经济基本面的环比回暖,钼价格将出现一定幅度的上涨。事实上钼的需求结构和基本面与镍类似,均是超过 70% 产量用于合金钢生产,但钼价走势远落后于镍。
- **钢铁产量增长拉动钼金属需求:** 在投资推动 GDP 的背景下,我们看好中国钢产量,同时预期高端合金钢占比逐年加大。中国钼金属消费增速 07 年、08 年均在 50% 左右,我们预期此增长趋势未来仍将延续。
- **生产企业停产限产为钼价提供支撑:** 国内钼铁价格由高点的超过 30 万/吨下跌到目前的 11.2 万元/吨,近 70%,此背景下高成本的原生钼生产企业纷纷停产限产,次生钼生产企业也开采钼品味较低的矿石,我们预期停产、减产产量将达到全球总产量的 20%。
- **公司钼资源优势明显:** 公司目前具备高质量的钼资源储量 123 吨,资源储量远景乐观,名下金堆城钼矿和汝阳钼矿均是世界顶尖的原生钼矿,能生产便于深加工的钼资源,公司是目前国内少数资源能 100% 自给的资源企业。
- **公司业绩钼价敏感性较高:** 09 年钼金属每上涨 1 万元/吨,公司业绩增加 0.03 元,2010 年随着钼金属产量的增加,业绩敏感度增加到 0.04 元。
- **公司具备相对资源估值优势:** 测算了国内主要资源企业的市值与资源储量价值比,西部矿业、金钼股份和江西铜业比重分别为 14%、17.6% 和 17.6%,最具备相对估值优势,同时考虑到金钼股份和江西铜业的资源质量优、开采成本低、资源远景储备乐观,我们认为此两家公司具备相对的资源估值优势。
- **给予“审慎推荐 A”的投资评级:** 预期公司 09-11 年 EPS 分别为 0.25 元、0.45 元和 0.70 元,按目前股价对应公司 09-11 年 PE 分别为 54 倍、30 倍和 19 倍,综合考虑目前的市场环境和估值水平,我们给予公司审慎推荐-A 的投资评级,建议投资者把握公司趋势性投资机会。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5837	5961	2938	4332	5696
同比增长	16%	2%	-51%	47%	31%
营业利润(百万元)	3531	3325	944	1730	2663
同比增长	16%	-6%	-72%	83%	54%
净利润(百万元)	3028	2808	797	1460	2248
同比增长	19%	-7%	-72%	83%	54%
每股收益(元)	0.94	0.87	0.25	0.45	0.70
PE	14.3	15.4	54.2	29.6	19.2
PB	9.7	2.6	3.0	2.8	2.6

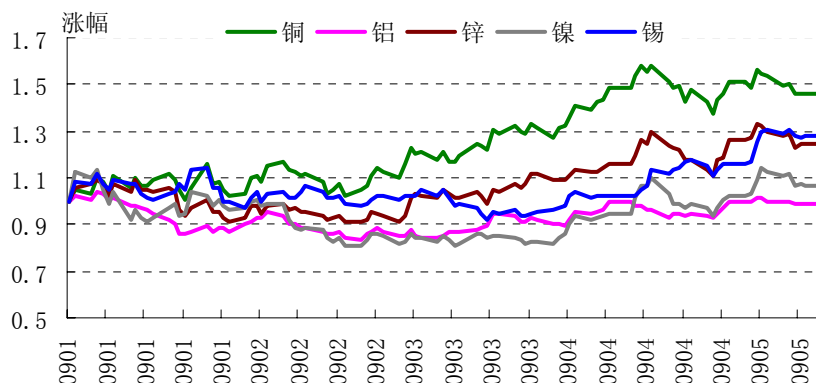
资料来源:招商证券

一、钼金属存在补涨的可能较大

1、相对于有期货的资源品种，无期货的资源品种表现落后

受经济复苏和流动性充裕的影响，有期货定价的有色金属品种自 09 年初以来价格反弹明显，LME 金属现货价格涨幅排序为铜、锌、锡、镍、铝，铜价涨幅一度超过 50%。

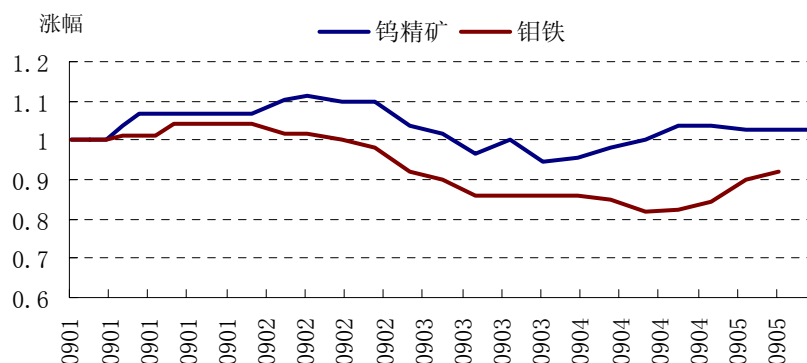
图 1：LME 金属现货价格走势



资料来源：bloomberg

不同于有期货的有色基本金属，无期货的有色小金属涨幅则并不如人意。栾川地区钼铁价格（含钼 60%）的价格为 11.25 万元，较年初的 12.25 万元下跌了 8.2%，湖南钨精矿（白钨精矿（I 级一类）含 WO₃65%）目前价格为 5.85 万元/吨，与年初基本持平。

图 2：钨钼价格走势



资料来源：中国金属网

小金属涨幅不如大金属主要有以下几个因素：

- 1、大金属具有期货定价，具有领先性，在经济复苏的前期走势较强。
- 2、大金属受流动性影响显著，期货价格受资金推动明显。
- 3、大金属中国较稀缺、全球资源垄断较高，如铜、铝、镍等，而小金属如钨、钼、稀土均是中国的优势资源，由于行业无秩竞争导致价格低迷，但国内矿业企业目前惜售矿石现象已经非常明显。

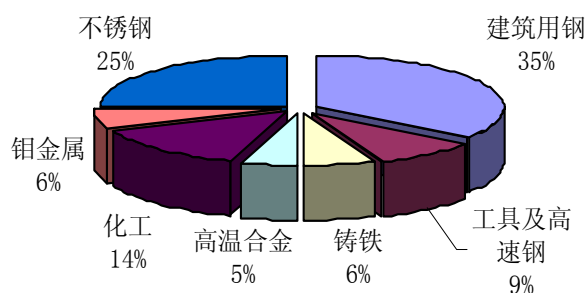
我们认为小金属涨幅一般滞后于有期货的大金属，未来随着经济基本面的环比回暖，钼价格将会一定幅度的上涨。

2、钢铁产量增长拉动钼金属需求

钢铁行业是钼最大的下游，钼 70% 用于钢铁的添加剂，其中用于不锈钢占 25%、建筑用钢占 35%、工具及高速钢占 9%。

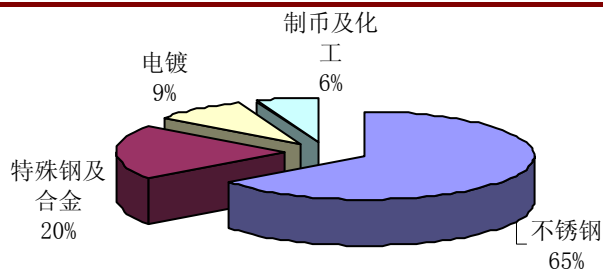
事实上钼的需求结构和基本面与镍金属类似，但由于镍有期货，因此价格远领先于钼。

图 3：钼金属需求结构



资料来源：招商证券

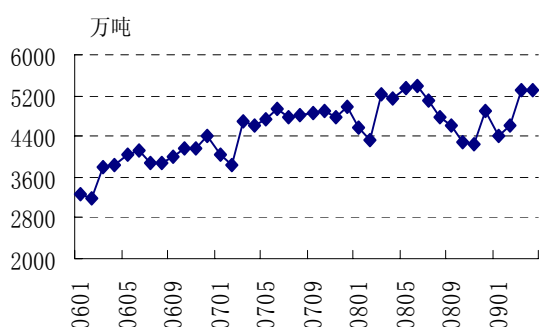
图 4：镍金属需求结构



在投资推动 GDP 的背景下，我们看好钢铁行业的需求，虽然钢铁行业整体产能呈现过剩状态，但是钢铁产量同比仍能保持快速增长，这将对钼金属形成较大的需求拉动力。

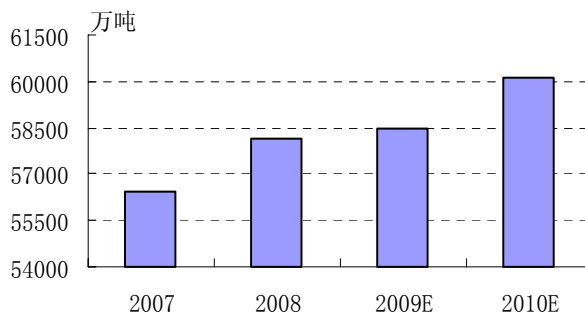
我们预测中国钢铁行业 09 年产量在 5.8 亿吨左右（统计中含重复材），同比增长 3%。从目前钢铁行业的数据看，国内自 2 月份开始，钢材产量月数据同比开始正增长状态。我们对中国未来的基建建设、西部大开发等固定资产投资充满信心，即对未来钢铁行业的产量增长此乐观态度。

图 5：中国钢材月度产量情况

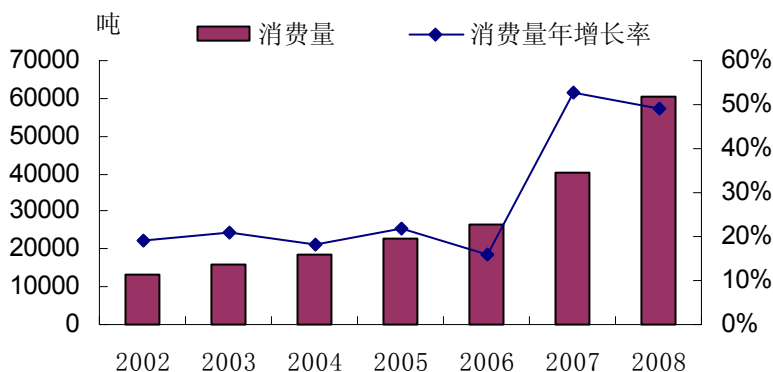


资料来源：招商证券

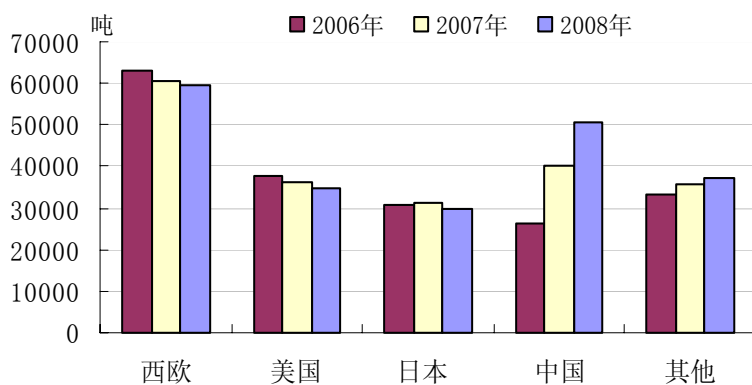
图 6：中国钢材年度产量及预测



中国钢铁产量除了总量同比上升外，钢铁产品结构也在不断改进中。我们中国钼金属消费增速 07 年、08 年均 50% 左右，远高于钢铁产量的增速，我们认为主要原因中国合金钢产量占比的快速上升，我们认为这种趋势未来仍将延续，钼金属的需求前景乐观。

图 7：中国钼消费量及年增长率


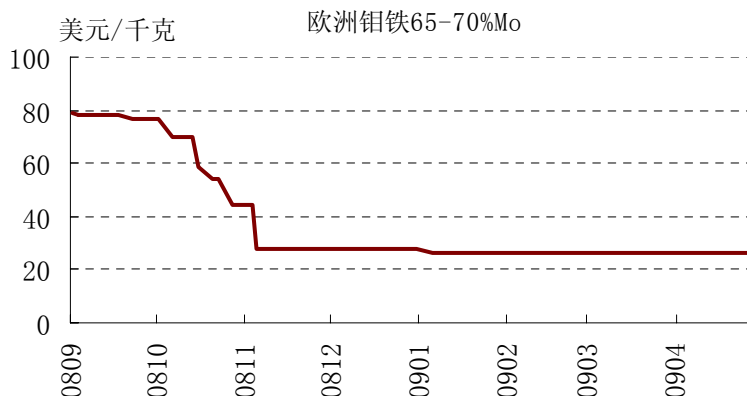
资料来源：中国金属网

图 8：全球钼金属分地区消费量情况


资料来源：CRU

3、生产企业停产限产为钼价提供支撑

钼是跌幅最大的资源品种之一，国内钼铁价格由高点超过 30 万/吨下跌到目前的 11.2 万元/吨，近 70%，欧洲钼铁价格目前也处于历史低位，目前为 22 美元/千克。

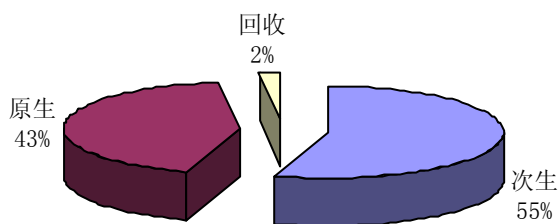
图 9：欧洲钼铁价格走势


资料来源：安泰科

钼的供应中，次生钼供应（铜钼矿中副产钼）占 55%，这部分供应不受钼价影响，成

本较低，且供给较为稳定，但未来供给增长能力有限，主要是由于近年来未发现大型的铜钼伴生矿。因此，目前影响钼价格的主要是占供应量 43% 的成本较高的原生钼矿。

图 10：全球钼供应结构



资料来源：CRU

原生钼矿品味在 0.1% 左右，如果坑采成本非常高。钼价格的下跌导致众多原生钼矿低于成本而停产，次生钼矿则选择钼品味相对低的伴生铜矿。按 08 年全球 22.4 万吨的钼产量计算，我们预期减少产量将超过 20%。

国内钼供应主要为原生钼，由于成本较高矿业企业纷纷停产，从而导致进口钼品大幅增加，2009 年 3 月份，我国共进口钼品 4255 吨钼（金属量，下同），环比增长 61%，同比大幅增长 12.4 倍。

表 1：2009 年全球主要钼企业减产计划

公司	减产规模	减产影响
Freeport-McMoRan 铜金公司	美国 Henderson 矿区减产 1000 万磅/年（该矿 2008 年产量是 4000 万磅），位于秘鲁的 Cerro Verde 矿区减产 300 万磅/年（2008 年生产 300 万磅）	超过 5000 吨/年钼
Thompson Creek 金属公司	计划生产 2000-2400 万磅/年（2008 年生产范围是 2500-2600 万磅）	减少 2000 - 2500 吨/年
智利 Codelco	预计生产 5000 万磅/年（2008 年生产 5500 万磅）	减少 2200 吨/年
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）	
美国 Kennecott 公司	2008 年生产 2337 万磅，鉴于目前矿石品位较低，预计其 2009 年钼产量必将下降	

资料来源：中国金属网、招商证券

二、公司钼资源优势明显

金钼股份陕西国资委名下非常重要的有色金属企业，是国内少数几家资源能 100% 自给的资源企业。公司名下金堆城钼矿和汝阳钼矿均是世界顶尖的原生钼矿，资源品质高，可生产高质量的钼精矿（含钼超过 52%，杂质少，一般钼矿只能神汉含钼 45-48% 的钼精矿）。适合做高质量的钼金属产品。

表 2：公司钼资源概况

	权益	储量	平均品味	目前产能产量	简介
金堆城钼矿	100%	78 万吨	0.10%	日矿石处理量近 4 万吨，金属量 14000 吨	世界六大原生钼矿之一，占全球资源储量的 9%，共分小北露天、南露天和全露天三部份，均为大型露天矿，开采成本非常低，质量非常好，适合钼金属深加工。 公司还拥有金堆城 2.63 平方公里的采矿权和周边 30 平方公里的探矿权，远景储量非常可观。
汝阳钼矿	65%	69 万吨	0.11%	09 年底投产，日矿石处理量 5000 - 1000 吨，金属量 3000 吨左右，未来扩产空间大	世界级特大型钼矿，与金堆城钼矿在同一成矿带上，资源前景乐观。 公司拥有草沟钼矿 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。

资料来源：招商证券

公司 08 年 4 月 IPO 募集资金 87 亿，主要用于产业链的完善，提高钼资源的附加值。除钼深加工建设外，其他在 2010 年基本达产。公司最终将形成年产 40000 吨钼精矿、11000 吨钼酸铵、4200 吨钼粉、900 吨钼丝、200 吨钼板和 250 吨钼异型制品的生产能力。

图 11：募集资金项目情况

类型	募集资金使用项目	募集资金使用（亿元）
产业技术升级改造	选矿工艺升级改造	4.77
	钼金属深加工建设	22.2
	6500 吨/年钼酸铵生产线	3.1
	低浓度二氧化硫烟气综合利用制酸	5.31
	工业氧化钼生产线技术改造	8.95
	小计	44.33
支持公司持续发展	南露天开采项目采矿工程	2.46
	南露天开采项目二期工程	4.89
	栗西沟尾矿库延长服务年限	2.03
	北露天矿排土场建设	2.99
	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	收购汝阳公司股权	9.17
	合计	76.45

资料来源：招商证券

三、盈利预测及估值

1、盈利预测

我们预测公司 09-11 年钼金属产量分别为 14000 吨、17000 吨和 19000 吨。各种产品折合钼金属（包含加工附加值后）售价预测分别为 21 万元、25.5 万元和 30 万元吨。

表 3：公司盈利预测假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金属量（吨）	13000	13382	14035	14000	17000	19000
价格（万元）	38.7	43.6	42.5	21	25.5	30
成本（万元）	12	11.5	13	12	13	13

资料来源：招商证券

我们预测公司 09-10 年业绩分别为 0.25 元、0.45 元和 0.70 元。

表 4：公司利润指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	5837	5961	2938	4332	5696
营业成本	1497	1815	1679	2208	2468
营业税金及附加	470	596	176	217	285
营业费用	58	53	29	43	57
管理费用	231	323	294	303	399
财务费用	40	(151)	(185)	(170)	(176)
营业利润	3531	3325	944	1730	2663
利润总额	3532	3319	944	1730	2663
所得税	493	490	142	260	399
净利润	3039	2829	803	1471	2264
归属于母公司净利润	3028	2808	797	1460	2248
EPS（元）	0.94	0.87	0.25	0.45	0.70

资料来源：招商证券

由于公司资源 100% 自给，因此对钼价格非常敏感，09 年钼金属每上涨 1 万元/吨，公司业绩增加 0.03 元，2010 年随着钼金属产量的增加，敏感度提高，钼金属每上涨 1 万元/吨，公司业绩增加 0.04 元。

表 5：业绩钼价敏感性分析

2009 年钼金属价格预测（万元/吨）	21	23	25
2009 业绩预测（元）	0.25	0.31	0.37
2010 年钼金属价格预测（万元/吨）	25.5	27.5	29.5
2010 业绩预测（元）	0.45	0.53	0.61
2011 年钼金属价格预测（万元/吨）	30	32	34
2011 业绩预测（元）	0.7	0.78	0.87

资料来源：招商证券

2、相对估值仍具备优势

按我们上文预测，公司 09 - 11 年的 PE 分别为 55 倍、30 倍和 20 倍，PB 为 3.2 倍。

我们认为在资源价格低位，PE 估值失真的目前环境下，可以适当的以资源储量作为估值的参考标准。我们测算了国内主要资源企业的市值与资源储量价值比，西部矿业、金钼股份和江西铜业市值占资源总价值的比重分别为 14%、17.6% 和 17.6%，最具备相对估值优势。同时考虑到金钼股份和江西铜业的资源质量优、开采成本低、资源远景储备乐观，我们认为此两家公司具备相对的资源估值优势。

表 6：上市公司资源储量市值比较

	市值 (亿)	帐面现金	剔除现金 后的市值	国内资源储量	当前价格下的 资源价值 (亿)	市值占资源 总价值比重
金钼股份	447	95	352	钼 123 万吨	2000	17.6%
洛阳钼业	217	22	195	钼 50 万吨 钨 51 万吨	1360	14.3%
江西铜业	822	57	765	铜 1114 万吨 黄金 363 吨 白银 9098 吨	4338	17.6%
云南铜业	276	34	232	铜 294 万吨	882	26.3%
山东黄金	283	3	280	黄金 185 吨	370	75.7%
中金黄金	223	8	215	黄金 270 吨	540	39.8%
紫金矿业	1275	54	1221	黄金 700 吨 铜 964 万吨	4292	28.4%
中金岭南	184	10.8	173.2	锌 300 万吨 铅 150 万吨	488	35.4%
西部矿业	357.5	62.9	294.6	锌 339 万吨 铅 247.7 万吨 铜 468.6 万吨	2098	14.0%
锡业股份	144	3.82	140.18	锡 57 万吨 铅 38 万 铜 57 万吨	731	19.2%

资料来源：招商证券

3、投资评级

我们看好钼价未来的补涨行情，考虑到公司优质的资源储备、100% 的自给水平、相对的资源估值优势，我们看好公司股价未来一段时间的表现，建议投资者积极参与。

但有色金属目前处于趋势性投资中，目前总体估值偏高，综合考虑上述因素我们给予公司审慎推荐-A 的投资评级。

图 11: 金钼股份 PE - Brand

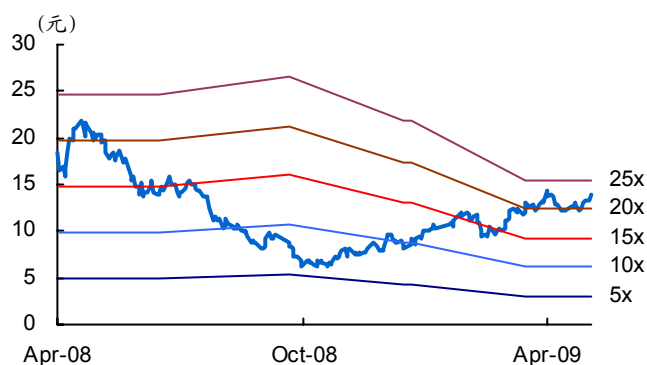
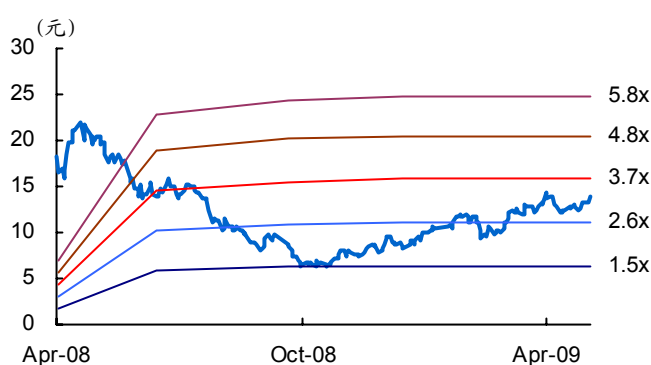


图 12: 金钼股份 PB - Brand



资料来源: 招商证券

表 7: 公司季度利润指标

	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
一、营业总收入	1510	1730	1698	1725	808	494
二、营业总成本	725	677	674	680	604	370
其中: 营业成本	421	414	415	481	505	328
营业税金及附加	169	180	145	194	77	20
营业费用	16	10	14	14	16	6
管理费用	105	55	98	76	94	53
财务费用	11	18	-4	-84	-80	-37
资产减值损失	1	0	6	0	-8	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	785	1053	1024	1045	204	124
五、利润总额	785	1052	1018	1046	204	124
减: 所得税	91	156	157	162	15	41
六、净利润	694	896	861	884	188	83
减: 少数股东损益	-2	1	11	18	-9	-2
七、归属母公司所有者净利润	695	896	850	866	197	85
毛利率	72%	76%	76%	72%	37%	34%
营业利润率	52%	61%	60%	61%	25%	25%
净利率	46%	52%	50%	50%	24%	17%
营业费率	1%	1%	1%	1%	2%	1%
管理费率	7%	3%	6%	4%	12%	11%
实际税率	12%	15%	15%	15%	8%	33%

资料来源: 公司公告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2475	10872	9561	9307	10632
现金	1300	9714	8758	8225	9378
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	176	59	87	114
应收款项	448	160	84	123	162
其它应收款	166	26	12	17	23
存货	441	569	520	684	765
其他	63	228	129	170	190
非流动资产	2971	3810	5174	6563	6877
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	714	1127	3600	5143	5596
无形资产	1748	1715	1543	1389	1250
其他	509	969	31	31	31
资产总计	5443	14683	14731	15871	17510
流动负债	1401	660	322	424	474
短期借款	33	75	0	0	0
应付账款	266	320	295	389	434
预收账款	41	29	27	35	39
其他	1061	236	0	0	0
长期负债	1021	172	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1021	172	0	0	0
负债合计	2421	832	323	424	474
股本	2151	2689	3227	3227	3227
资本公积金	47	7265	6728	6728	6728
留存收益	784	3776	4334	5356	6930
少数股东权益	44	121	126	136	152
母公司所有者权益	2981	13730	14288	15310	16884
负债及权益合计	5447	14683	14737	15871	17510

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3040	2651	1338	1736	2651
净利润		2808	797	1460	2248
折旧摊销		0	410	596	681
财务费用		0	(185)	(170)	(176)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	104	(180)	(125)
其它		(158)	212	30	23
投资活动现金流	(716)	(2489)	(2000)	(2000)	(1000)
资本支出		0	(2000)	(2000)	(1000)
其他投资		(2489)	0	0	0
筹资活动现金流	(3531)	8195	(294)	(268)	(498)
借款变动		0	(75)	0	0
普通股增加		0	538	0	0
资本公积增加		0	(538)	0	0
股利分配		0	(239)	(438)	(674)
其他		8195	20	170	176
现金净增加额	(1207)	8356	(956)	(532)	1153

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5837	5961	2938	4332	5696
营业成本	1497	1815	1679	2208	2468
营业税金及附加	470	596	176	217	285
营业费用	58	53	29	43	57
管理费用	231	323	294	303	399
财务费用	40	(151)	(185)	(170)	(176)
资产减值损失	8	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3531	3325	944	1730	2663
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	1	8	0	0	0
利润总额	3532	3319	944	1730	2663
所得税	493	490	142	260	399
净利润	3039	2829	803	1471	2264
少数股东损益	11	21	6	10	16
母公司所有者净利润	3028	2808	797	1460	2248
EPS (元)	0.94	0.87	0.25	0.45	0.70

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	16%	2%	-51%	47%	31%
营业利润	16%	-6%	-72%	83%	54%
净利润	19%	-7%	-72%	83%	54%
获利能力					
毛利率	74.3%	69.5%	42.9%	49.0%	56.7%
净利率	51.9%	47.1%	27.1%	33.6%	39.3%
ROE	67.7%	17.0%	5.6%	9.7%	13.9%
ROIC	100.5%	19.4%	4.5%	8.8%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	5.7%	2.2%	2.7%	2.8%
净负债比率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	16.5	29.3	21.1	20.9
速动比率	1.5	15.6	27.7	19.5	19.3
营运能力					
资产周转率	1.1	0.4	0.2	0.3	0.3
存货周转率	3.5	3.6	3.1	3.7	3.4
应收帐款周转率	18.4	19.6	24.2	41.8	39.9
应付帐款周转率	7.6	6.2	5.5	6.5	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.94	0.87	0.25	0.45	0.69
每股经营现金	1.41	0.99	0.41	0.54	0.82
每股净资产	1.39	5.11	4.39	4.63	5.01
每股股利	0.00	0.40	0.11	0.21	0.32
估值比率					
PE	14.3	15.4	54.2	29.6	19.3
PB	9.7	2.6	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	6.4	7.2	20.2	10.9	7.4

分析师简介

赵春，清华大学经济管理学院金融学学士，香港中文大学 MBA（在读），招商证券有色金属行业研究员，5 年以上证券研究从业经验，3 年有色金属行业研究从业经验。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，有色金属行业研究员，两年期货研究从业经验，具有证券投资咨询从业资格，香港证券期货从业资格。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。