

金钼股份 (601958)

当前股价: 14.18 元

资源完全自给, 钼价上涨将助推业绩回暖

投资要点:

- 公司生产所需原矿石全部来自自有钼矿, 原料自给率 100%, 这在整个有色金属行业中是比较少见的。由于金堆城钼矿的品位与开采条件优异, 再加上原料的完全自给, 金钼股份的成本在钼行业中具有很强的竞争优势。随着公司控股的汝阳钼矿在 2009 年底的投产, 公司未来几年的钼金属产量将会有较大的增长。
- 国内钢铁行业已经出现了回暖的迹象。2009 年 3 月份国内钢铁产量已经恢复到同比增长状态, 这拉动了国内钼的需求。中国未来钼消费的增长不仅是伴随着钢铁产量的增长, 还受益于钢铁产品结构的优化, 中国的钼钢比还有较大的上升空间。
- 国内钢铁行业 (尤其是不锈钢) 对钼的需求恢复上升, 这将刺激钼价上涨; 而钼价的反弹幅度远远落后于整个有色金属行业, 而钼价未来存在补涨的可能。
- 公司新项目进展顺利: 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, 未来将进一步提高至 10000 吨。
- 由于金钼股份是原料能够 100% 自给的龙头企业, 其业绩将随着钼价的上涨而逐步上升, 并且公司目前的估值水平处于行业内较低水平, 我们给予金钼股份 “推荐” 的投资评级, 六个月目标价为 15.4-17.6 元。

研究员: 刘敏达

电 话: 025-84457777-348

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

研究员: 高远

电 话: 025-84457777-367

<http://www.htsc.com.cn>

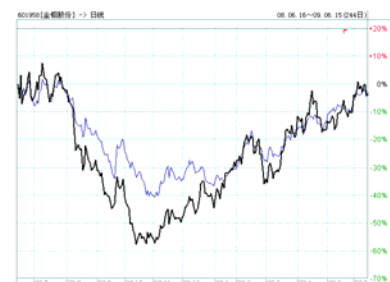
地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

推荐 (首次)

目标价: 15.4-17.6 元

股价走势图



相关研究

2008/12/26 有色金属行业 2009 年投资策略报告《“安全过冬”与“低谷扩张”》

公司基本资料

总股本(万)	322660.44
流通 A 股(万)	64560
52 周内股价区间(元)	6.02-16.01
总市值(亿)	457.53
总资产(亿)	145.58
每股净资产(元)	4.28

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	59.61	28.32	41.23	54.99
+/-%	2.11%	-52.48%	45.56%	33.37%
净利润(亿)	28.08	8.32	14.16	21.62
+/-%	-7.25%	-70.39%	70.25%	52.66%
EPS(元)	0.87	0.26	0.44	0.67
P/E	16.29	55.01	32.31	21.17

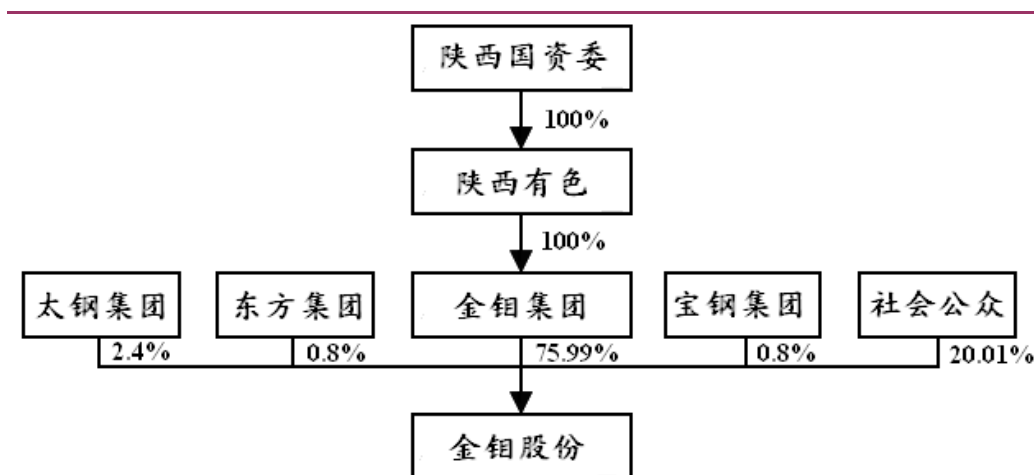
一、公司是亚洲最大的钼业公司

2007年5月16日，金钼集团将其主钼业务经营性资产作为出资，联合太钢集团、东方集团及宝钢集团发起设立了金堆城钼业。公司是亚洲最大、国际一流的钼业公司，主要从事钼系列产品生产、加工、贸易、科研等业务，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。

根据中国有色金属工业协会钼业分会统计资料及公司统计数据，公司2006年度生产各种钼产品折合钼金属量约13000吨，约占全球产量的7%；其中焙烧钼精矿粉、焙烧钼精矿块、钼铁等钼炉料产品约20000吨（实物量），约占全球钼炉料产品产量的6%；钼酸铵、二硫化钼、钼酸钠等钼化工产品约6000吨（实物量），约占全球钼化工产品产量的12%；钼粉、钼板坯、钼丝等钼金属产品约2500吨（实物量），约占全球钼金属产品产量的12%。

2008年4月17日，公司首次向社会公开发行人民币普通股53800万股，发行后股本增至268883.70万股。本次发行后金钼集团、太钢集团、东方集团、宝钢集团及社会公众持有公司股权的比例分别为75.99%、2.40%、0.80%、0.80%和20.01%。国内钼铁消费量排名第一、第二的宝钢和太钢集团的参股有利于公司和国内客户保持更加紧密的联系，更好的开拓国内市场。

图1：公司股权结构



资料来源：华泰证券研究所

二、资源优势是金钼股份的核心竞争力

2.1 钼的资源分布

世界上钼资源比较集中，最丰富的国家是中国、美国和智利。中国拥有储量 330 万吨、基础储量 830 万吨分别占全球总储量及储量基础的 38.4% 和 43.6%，皆为全球第一。美国是世界上钼资源第二丰富的国家，分别占全球 31.4% 的储量和 28.3% 的基础储量。智利排名第三，有全球 12.8% 的储量和 13.1% 的储量基础。中国、美国和智利这三个国家的储量和基础储量之和分别占到全球的 82.6% 和 85%。

表 1：全球钼资源分布

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

我国是世界上最大的钼资源国，根据中国有色金属工业协会统计资料，以钼金属量计算，我国的钼储量及储量基础分别为 400 万吨及 980 万吨，略高于上表数据。从中国境内的钼资源地理分布看，河南省拥有钼探明资源储量最多，占全国钼探明资源储量约 34.8%；吉林省位居第二，约占全国探明资源储量 14.1%；陕西省位居第三，约占 10.2%。上述三省合计占中国储量的近 60%。全球六大原生钼矿床中有三个位于中国，分别是陕西金堆城钼矿、河南栾川钼矿和吉林大黑山钼矿。此外，2006 年在河南汝阳东沟又探明一处世界级特大型钼矿，保有钼金属储量约 70 万吨。

表 2：全球主要原生钼矿资源状况

矿名	储量（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

2.2 资源优势是金钼股份的核心竞争力

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 80066 万吨，钼金属量约 786551 吨，平均品位 0.099%。金堆城钼矿日处理能力达 4 万吨矿石，年产钼精矿近 3 万吨。可以生产高品质的钼精矿（钼含量大于 52%），而目前国内大多数钼矿山只能生产普通钼精矿（钼含量 45%-48%）。

表 3：公司钼资源概况

	权益	储量	品位	产能产量	基本情况
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分，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	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：华泰证券研究所

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，如果按照未来年产 2 万吨钼金属量计算，公司的矿山储量可以保障公司开采 64 年。

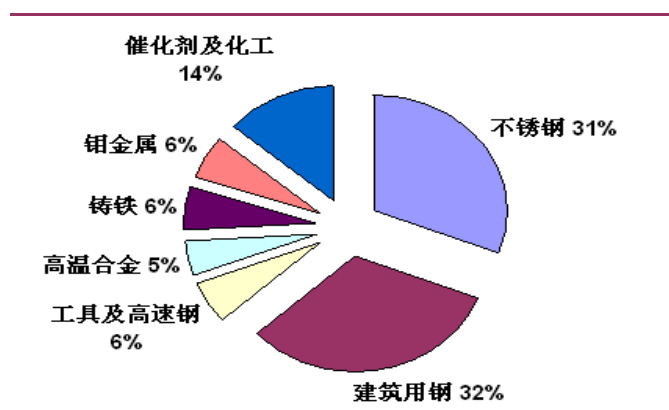
公司生产所需原矿石全部来自自有钼矿，原料自给率 100%，这在整个有色金属行业中是比较少见的。由于金堆城钼矿的品位与开采条件优异，再加上原料的完全自给，金钼股份的成本在钼行业中具有很强的竞争优势。随着公司控股的汝阳钼矿在 2009 年底的投产，公司未来几年的钼金属产量将会有较大的增长。

三、未来钼价将可能保持上升趋势

3.1 国内钢铁行业回暖，钼消费恢复增长

从全球市场来看，对钼的消费需求主要来自钢铁业。钼作为合金钢中重要的添加剂，在一定程度上有着不可替代性，所以钢铁业对于钼的需求一直稳定而强劲。根据国际钼协会统计，全球约 75% 的钼产品应用于钢铁业，其它近 25% 用于钼化工、钼金属制品等行业。而在钢铁行业中，钼又主要应用于不锈钢与合金钢（包括建筑用低合金钢、工具钢、高速钢等）。

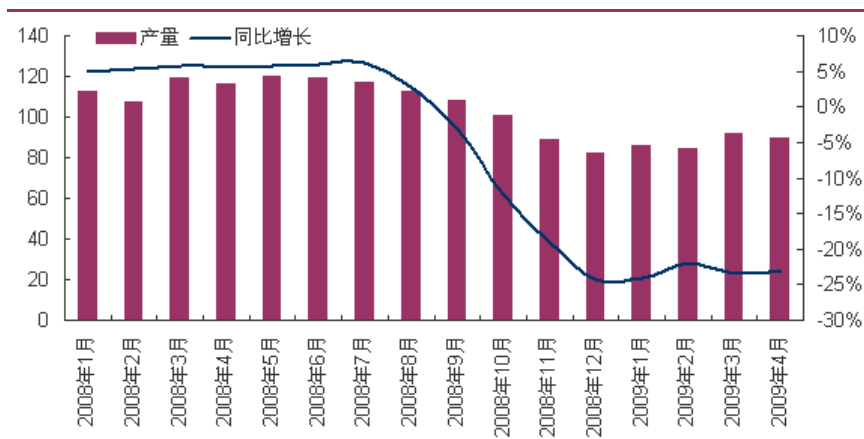
图 2：2007 年世界钼消费结构



资料来源：国际钼协会 IMOA

2008 年下半年以来全球经济步入衰退，钢铁行业产量出现了下滑。从 2009 年 8 月，国际钢铁产量加速下滑，目前产量同比降幅维持在 20% 以上，国际钢铁产量的下降影响了钼的消费。

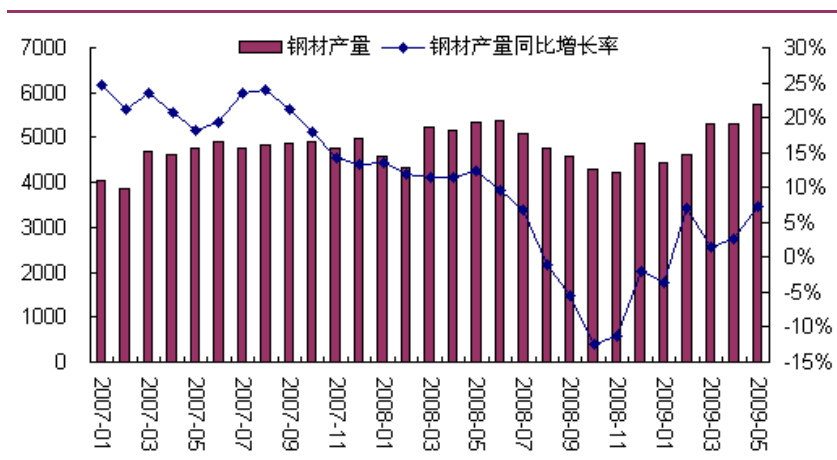
图 3: 全球钢铁产量



资料来源：华泰证券研究所

相对于国际钢铁行业的低迷，国家推出的 4 万亿元投资计划在很大程度上促进了钢铁的需求，国内钢铁行业已经出现了回暖的迹象。数据显示，2009 年 3 月份国内钢铁产量已经恢复到同比增长状态，这将进一步拉动国内钼的需求。

图 4: 中国钢材月度产量及增长率



资料来源：wind

中国未来钼消费的增长不仅是伴随着钢铁产量的增长，还受益于钢铁产品结构的优化。钼钢比（每吨粗钢消费钼之比）是衡量一个国家和地区特钢工业水平的重要指标之一，世界上美国钼钢比最高，其次是西欧和日本，中国钼钢比近年来虽然呈上升趋势，但仍较低，尚不如世界平均水平。我们认为：随着钢铁产品结构的优化，中国未来的钼钢比还有较大的上升空间，而这一指标的上升将推动中国的钼消费。

表 4：近 3 年世界/中国/日本/美国和西欧钼钢比变化表（单位：万吨）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
世界				
粗钢产量	114650	125020	134350	142000
钼消费量	20.4641	19.3423	20.0544	24
钼钢比（公斤钼/吨钢）	1.7849	1.5471	1.4929	1.5525
中国				
粗钢产量	35580	42270	48900	53300
钼消费量	2.3861	2.8442	3.6442	4.2096
钼钢比（公斤钼/吨钢）	0.6706	0.6729	0.7469	0.7898
日本				
粗钢产量	11250	11620	12020	12000
钼消费量	2.9207	3.0755	3.1118	3.0302
钼钢比（公斤钼/吨钢）	2.5962	2.6467	2.5889	2.5252
美国：				
粗钢产量	9460	9860	9720	9720
钼消费量	3.6958	3.8047	3.7334	3.7148
钼钢比（公斤钼/吨钢）	3.4962	3.7514	3.6289	3.6108
西欧				
粗钢产量	19950	20680	21030	21550
钼消费量	5.9938	6.3234	6.0785	6.024
钼钢比（公斤钼/吨钢）	3.0659	3.0577	2.8904	2.7954

资料来源：中华商务网

国内钢铁行业的回暖促进了钼的消费，中国钼进口量大幅增长。2009 年 4 月份，我国共进口钼品 4229 吨钼，同比大幅增长 13.94 倍。2009 年 1-4 月份我国共进口 12421 吨钼，较去年同期的 1242 吨钼增长 9 倍，已经是去年全年 3352 吨钼总进口量的 3.7 倍。我国已经从之前的钼净出口国成为净进口国，今年头四个月的钼净进口量达到 10202 吨钼。

3.2 供应减少支撑钼价

钼的生产一般有两种方式：开采铜斑岩提取钼作为副产品或从斑岩钼矿床提取钼作为原生产品。尽管共生钼矿仅占全球钼总储量的 32%，但次生钼产量却占全球钼总产量的 55%。次生钼相对于原生钼在生产成本上具有一定的优势，供应基本不受钼价影响，但未来供给增长能力有限（近年来未发现大型的铜钼伴生矿），因此影响钼价的主要是占供应量 43% 的成本较高的原生钼矿。

受到钼价下跌的影响，钼的供应持续减少。全球前 9 大钼生产企业 2008 年生产钼 135884 吨，同比下降 3.98%，2009 年 1 季度生产 30356 吨钼，同比下降 14.4%。各主要生产国的产量也均有所下降，其中智利于 1 季度共生产 9772 吨钼，同比下降 11%；秘鲁于 1 季度共生产 3233 吨钼，同比下降 22%。尽管供应的下降是受到消费与价格的影响，但还是在客观上支撑了钼价。

表 5：1 季度全球主要钼企业生产情况（单位：吨）

企业名称	2007 年	2008 年	09 年 1 季	08 年 1 季	同比 (%)
Freeport-McMoRan 铜金公司	31780	33113	6350	8165	-22.2
智利 Codelco 公司	27900	22680	5000	7042	-29
栾川钼业集团股份有限公司	13897	15300	4130	3563	15.9
墨西哥集团	16208	15830	4056	3924	3.4
金堆城钼业集团股份有限公司	12837	13950	3400	3285	4.1
Thompson Creek 金属公司	7400	11794	2767	2540	8.9
美国 Kennecott 公司	14900	10600	2000	3400	-41
智利 Antofagasta 矿	10200	7038	1700	1799	-5.5
秘鲁 Antamina 矿	6396	5579	953	1725	-44.7
合计	141518	135884	30356	35443	-14.4

3.3 未来钼价将继续上升趋势

全球钼市场最活跃的交易品种是钼精矿、焙烧钼精矿和钼铁，这些钼产品并没有一个集中的交易市场，因此也缺乏权威的期货交易价格供买卖双方参考。全球钼产品贸易大多通过主要钼生产商以及为数众多的分销商、代理商以现货方式进行，钼产品的交易价格每周刊登于欧洲和美国的贸易期刊上，买卖双方据此在实际交易中厘定价格。钼产品一般按照每磅含钼量进行报价。大量的智利钼精矿、焙烧钼精矿及中国的焙烧钼精矿、钼铁在荷兰进行转口，并且欧洲是全球最大的钼产品消费市场，因此欧洲市场焙烧钼精矿价格被广泛地接受为钼价的一般指标，为行业报价所引用，并为行业专家、市场分析人士用作分析的基准数据。钼精矿和钼铁的价格均以焙烧钼精矿价格为基准，钼精矿一般要扣除后续焙烧加工费用的折价，而钼铁因为是进一步加工的产品而有一定幅度的溢价。

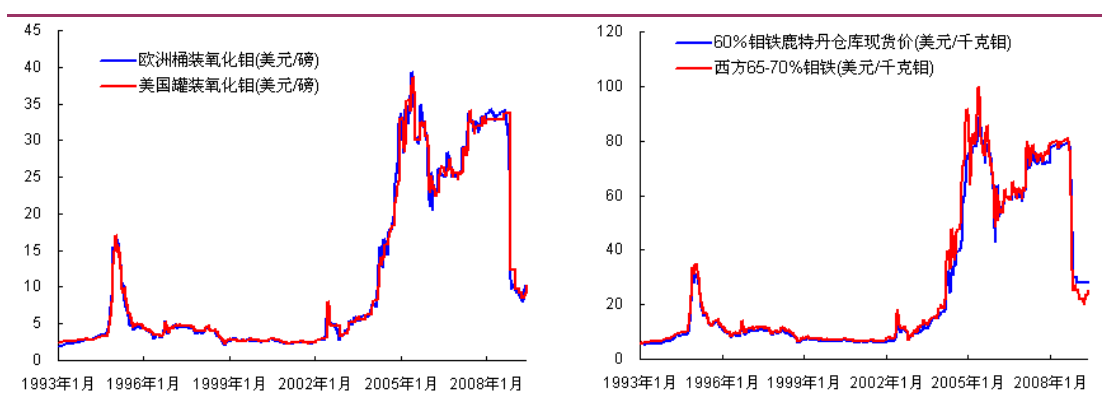
2009 年 1-4 月国内钼精矿和钼铁价格一直处于低位，4 月底国内钼价开始反弹：钼精矿价格从 1400 元/吨度涨至 1800 元/吨度，钼铁从 9 万/吨的底部涨至 12 万/吨。国际氧化钼价格从最低点的 8 美元/磅钼反弹至目前的约 10.5 美元/磅钼，钼铁价格从最低点的 22 美元/

千克钼反弹至目前的约 26 美元/千克钼。

我们认为未来钼价将延续目前的上升趋势，主要原因有两个：

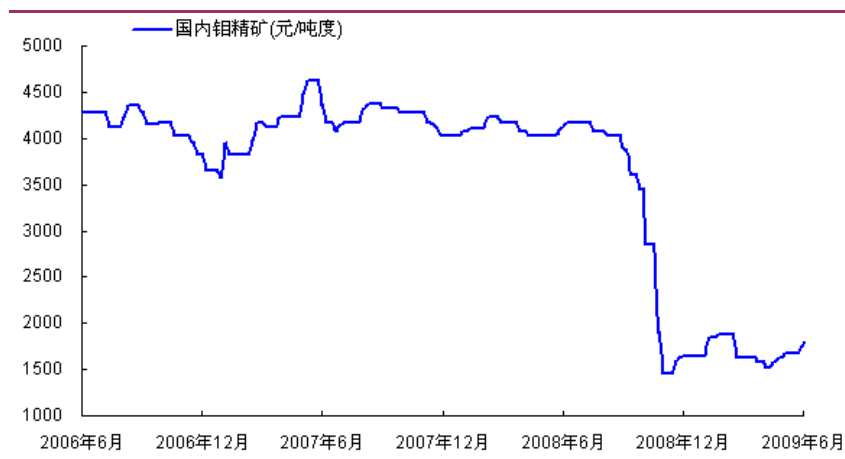
- 1、由于中国经济的底部反弹，国内钢铁行业（尤其是不锈钢）对钼的需求将恢复上升，这将刺激国际国内钼价的上涨；
- 2、钼价从低点反弹幅度不足 30%，其反弹幅度不仅远远落后于整个有色金属行业，而且落后于同为不锈钢添加元素的镍的价格涨幅（镍价从低点反弹幅度已经接近 80%），钼价未来存在补涨的可能。

图 5：国际氧化钼、钼铁价格走势



资料来源：Bloomberg

图 6：国内钼精矿价格走势



资料来源：Bloomberg

四、新项目建设稳步推进

公司 2008 年 IPO 共募集资金 76.45 亿，涉及 11 个项目的建设。主要用于产业技术升级改造，支持公司可持续发展，建立资源保障体系。

募投项目包括收购金堆城钼矿采矿权和汝阳公司矿权，以及采矿产能稳定和选矿技术提升上，从量和质两方面提升上游业务的盈利能力。钼金属深加工项目也被公司给予厚望，目前公司收入结构中，低端的钼炉料品种占有很高比例（接近 70%），该品种全部为出口配额限制品种。公司 IPO 募集资金将有 44.33 亿元投入产品深加工和技术改造项目，进一步延伸了公司产业链，这对于改善产品盈利结构，规避出口配额限制风险，提高公司可持续发展能力具有重要意义。

公司新项目进展顺利：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，未来将进一步提高至 10000 吨。

表 6：募集资金使用项目

类型	序号	募集资金使用项目	（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
		总计	76.45

资料来源：公司招股书

五、盈利预测

公司的营业收入主要来自钼炉料、钼金属、钼化工三项，其中钼炉料约占营业收入、营业利润的 70%。

表 7：公司业务情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入				
钼炉料	521321	333597	407116	376919
钼金属	51798	95054	100396	121144
钼化工	64975	38289	47358	42854
其他	35037	33495	24993	48149
营业成本				
钼炉料	97693	93477	85587	103431
钼金属	13068	26749	28664	39634
钼化工	17403	11133	10285	10295
其他	19895	23109	22620	22463
毛利率				
钼炉料	81.26%	71.98%	78.98%	72.56%
钼金属	74.77%	71.86%	71.45%	67.28%
钼化工	73.22%	70.92%	78.28%	75.98%
其他	43.22%	31.01%	9.49%	53.35%

资料来源：华泰证券研究所

我们预测公司未来三年的钼金属产量为 1.4、1.7、2.0 万吨，并据此给出公司 2009-2011 年的每股收益为：0.26、0.44、0.67 元。

表 8：损益表预测（单位：万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	596055	283248	412308	549915
二、营业总成本	263548	185479	245440	294535
营业成本	181535	154400	195100	228000
营业税金及附加	59639	17845	22677	27496
销售费用	5279	2832	4329	5774
管理费用	32289	22660	30923	40144
财务费用	(15050)	(13258)	(7589)	(6879)
资产减值损失	(145)	1000	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
四、营业利润	332507	97769	166867	255380

加：营业外收入	207	0	0	0
减：营业外支出	841	0	0	0
五、利润总额	331872	97769	166867	255380
减：所得税	48973	14519	24780	37924
六、净利润	282899	83250	142088	217456
减：少数股东损益	2062	83	497	1305
归属于母公司所有者的净利润	280838	83167	141590	216151
七、每股收益(元)	0.87	0.26	0.44	0.67

资料来源：华泰证券研究所

六、估值分析与投资建议

根据我们的盈利预测，金钼股份目前的股价对应于 2009-2011 年 55 倍、32 倍、21 倍 PE 估值。我们认为在当前的低钼价下，金钼股份的盈利处于低谷，高 PE 估值是可以接受的。我们选取 A 股有色金属资源类上市公司作对比，金钼股份的 PE、PB 估值均处于较低水平。

表 9：A 股有色金属资源类公司估值比较

	股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE	BVPS	PB
金钼股份	14.18	0.26	0.44	54.54	32.23	4.28	3.31
锡业股份	21.98	0.22	0.51	99.91	43.10	3.59	6.13
江西铜业	29.96	0.47	0.75	63.74	39.95	6.92	4.33
中金岭南	20.44	0.25	0.52	81.76	39.31	3.52	5.81
西部矿业	14.79	0.13	0.25	113.77	59.16	4.21	3.51
紫金矿业	9.17	0.21	0.23	43.67	39.87	1.17	7.81

资料来源：华泰证券研究所

由于金钼股份是原料能够 100% 自给的行业龙头企业，其业绩将随着钼价的上涨而逐步上升，并且公司目前的估值水平处于行业内较低水平，我们给予金钼股份“推荐”的投资评级，六个月目标价为 15.4-17.6 元。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。