



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 24 日

有色金属

研究部

罗 炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关 雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

金钼股份(601958.CH)

钼价趋势性向好，上调盈利预测及评级

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5,837	5,961	2,974	3,353
(+/-)	15.9%	2.1%	-50.1%	12.7%
主营业务利润	3,869	3,549	972	1,259
(+/-)	11.8%	-8.3%	-72.6%	29.6%
EBITDA	3,680	3,309	1,032	1,458
(+/-)	19.6%	-10.1%	-68.8%	41.2%
净利润	3,028	2,808	909	1,124
(+/-)	18.7%	-7.3%	-67.6%	23.7%
每股收益	0.94	0.87	0.28	0.35
(+/-)	18.7%	-7.3%	-67.6%	23.7%
市盈率	16.6	17.9	55.4	44.8
市净率	16.9	3.7	3.7	3.5
EV/EBITDA	9.1	9.9	40.2	28.6
净资产回报率	101.6%	20.5%	6.7%	7.8%
投入资本回报率	100.7%	19.2%	4.6%	5.9%
股息收益率	2.7%	2.6%	0.7%	0.9%
每股经营现金流	1.41	0.99	0.77	0.48
股价/经营现金流	11.0	15.8	20.3	32.8

股票信息

A 股	
股票代码	601958.CH
当前股价(元)	人民币 15.61
日成交量(百万股)	49.50
52周最高价/最低价	人民币 16.342/6.35
总市值(百万元)	50,367
发行股数(百万股)	2,689
其中:流通股(百万股)	536
主要股东(持股比例)	金堆城钼业集团有限公司 (75.99%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601958.SH]	+8.70	+20.26	+21.64	+86.00
[上证A股]	+4.01	+12.53	+23.76	+60.51
[中金有色金属股指数]	+1.94	+11.61	+21.29	+131.68

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/29/2009 2009 年一季度业绩点评
4/02/2009 2008 年年报点评

投资提示：

钼价已从底部回升，公司盈利明显改善。钼产品出口关税将显著下调，进一步提升公司盈利。

理由：

钢铁用钼量占钼需求 75%以上。钢铁产量从底部回升，带动钼需求回升，钼价进入趋势性上涨通道。钼产品出口关税从今年 7 月 1 日起下调，从原来的 10%-15%下调至 5%。

估值：

上调金钼股份 09 年和 2010 年盈利预测 28%和 34%至 9.09 亿和 11.24 亿，每股收益 0.28 元和 0.35 元。

09 年钼市场整体仍过剩，钼价大幅上涨不易，但产品价格已从底部走出，进入趋势性上涨通道，短期有望走强并成为股价催化剂。09 年市净率为 3.7x，低于行业平均水平。上调评级至“审慎推荐”。

风险：

宏观经济恢复出现反复，钼价再次大幅下跌。

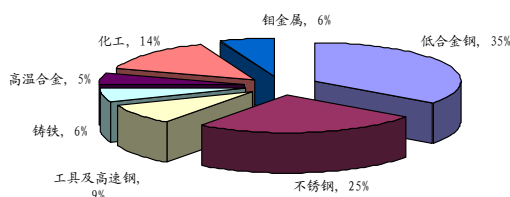
钼需求回暖，钼价回升

钢铁行业用钼量占钼需求 75%，含钼低合金钢和不锈钢多数用于建筑行业，总体看，约 40%的钼需求来自建筑行业。

- 中国钼需求显著回升，拉动钼价从底部回升。中国钼需求占全球需求的 27%。5 月国内钢产量环比增加 7%，宝钢、太钢和武钢等国内大企业加大原材料采购将支撑国内外钼价短期走强。
- 国外需求已经见底并出现微弱回暖迹象。上半年，占全球需求 75%的欧美日市场钼消费量预计下降 20%。但是，五月美国粗钢产量止跌回升，环比增长 13%，六月开始，国内主要钼出口商来自美国的订单明显增加。

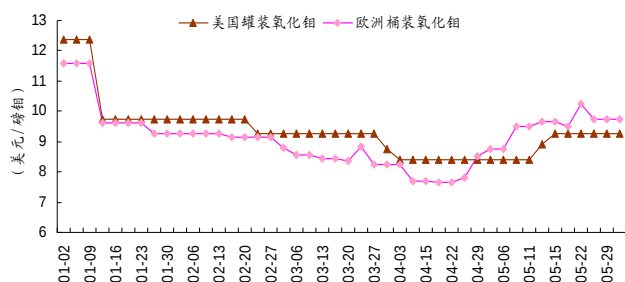
目前钼价已经从底部回升 20%，预计下半年，钼价将再次回升 20%-30%。预计上半年均价 9.5 美元/磅钼，下半年均价 12.5 美元/磅钼，全年均价 11 美元/磅钼，这将高出我们之前预期 10%。

图表 1：钼下游需求分布



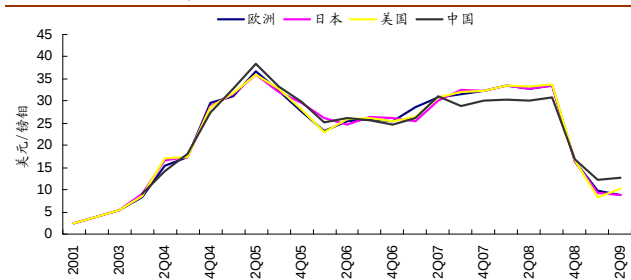
资料来源：中国金属网

图表 2：钼价从 5 月下旬开始见底回升



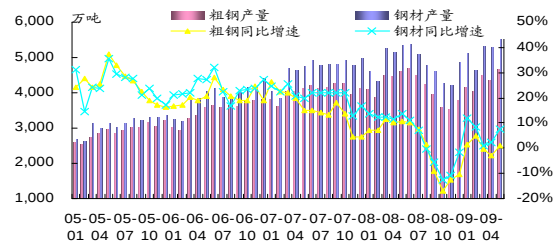
资料来源：英国金属通报，中国金属网

图表 2：2001 年以来钼价走势



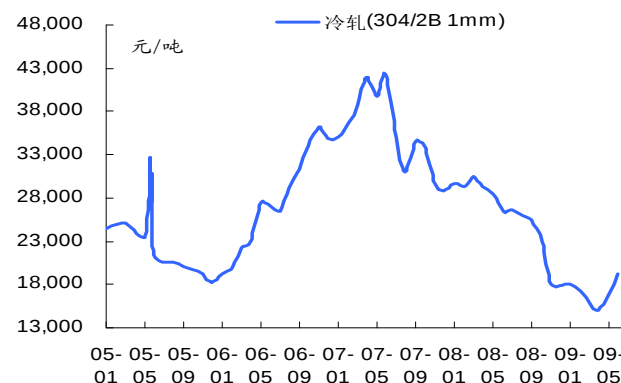
资料来源：中国金属网

图表 3：中国钢铁产量见底回升



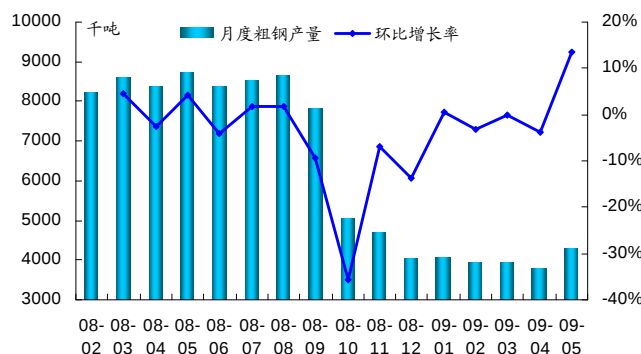
资料来源：Mysteel.

图表 4：中国不锈钢价格走势



资料来源：Mysteel.

图表 5：美国钢铁产量增速



资料来源：Mysteel.

价格回升引发复产，下半年钼价大幅上涨不易

上半年国内开工率 70%。因钼价跌破国内中小型矿山的成本线，国内除陕西和河南个别大型企业维持生产外，其余矿山处于停产或半停产状态。1-4 月份，我国钼精矿产量 2.5 万吨钼金属量，同比仅增 5.6%，增幅大幅下降近 20 个百分点。

价格回升引发复产。钼价目前已经回升至 10 美元/磅钼左右，达到前期停产矿山的边际成本线，国内开工率将随价格上升而提高。

预计 2009 年，全球钼市场仍然供大于求，钼价大幅上涨不易，预计下半年钼价将在 10-15 美元/磅钼区间内波动。

2010 年以后供给偏紧

全球大部分原生钼矿新建项目推迟，2010 年以后钼供给将偏紧。原生矿完全成本预计在 7-12 美元/磅钼，而伴生矿完全成本 4-7 美元/磅钼。目前较低的钼价压制了原生矿产商扩大产能的动力，预计今明两年占全球 54% 的原生矿产量增长将十分有限，2010 年以后钼供给处于偏紧状态，有利于价格上涨。

下半年出口关税大幅下调，进一步提升公司盈利

经国务院批准，从 2009 年 7 月 1 日起，钼炉料产品、钼化工产品和钼金属产品出口关税从 10%-15% 下调至 5%。

由于今年出口收入大幅下降，占比从去年的 70% 下降至 30% 左右，因此出口关税下调对公司今年的影响约为增加税后利润 3000 万左右。但随着出口明年好转，关税下调有望带来 5000 万元以上的税后利润。

金钼股份二季度盈利环比将显著提升

二季度量价齐升。二季度公司产量 3400 吨钼金属量，因消化一季度的库存，销量预计 3800 吨钼金属量左右，环比上升 26%。价格方面，二季度均价 9.5 美元/磅钼，环比上升 12%。预计二季度盈利环比大幅上升至 1.2 亿元左右。

上调盈利预测并上调评级至“审慎推荐”

上调 09 年和 2010 年钼价假设 10% 和 9% 至 11 美元/磅钼和 12 美元/磅钼，下调营业税金及附加费率以反映出口关税下调给公司带来的影响。

上调金钼股份 09 年和 2010 年盈利预测 28% 和 34% 至 9.09 亿和 11.24 亿，每股收益 0.28 元和 0.35 元。

09 年钼市场整体仍过剩，钼价大幅上涨不易，但产品价格已从底部走出，进入趋势性上涨通道，短期有望走强并成为股价催化剂。09 年市净率为 3.7x，低于行业平均水平。上调评级至“审慎推荐”。

风险提示

宏观经济恢复出现反复，钼价再次大幅下跌。

图表 6：全球钼供给与需求预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
供给 (吨)							
原生矿							
美洲	24,267	27,352	30,754	30,073	34,519	28,105	26,853
		12.7%	12.4%	-2.2%	14.8%	-18.6%	-4.5%
中国	53,293	35,695	47,315	66,348	81,373	89,522	96,369
		-33.0%	32.6%	40.2%	22.6%	10.0%	7.6%
原生矿产量	81,824	67,810	84,601	102,091	122,333	125,065	133,020
	2.1%	-17.1%	24.8%	20.7%	19.8%	2.2%	6.4%
伴生矿							
美洲	89,086	103,602	100,200	98,839	90,992	88,905	90,855
	30.8%	16.3%	-3.3%	-1.4%	-7.9%	-2.3%	2.2%
伴生矿产量	96,707	110,768	108,138	108,001	98,051	87,610	89,560
	28.2%	14.5%	-2.4%	-0.1%	-9.2%	-10.6%	2.2%
全球产量	178,531	178,578	192,738	210,093	220,384	212,675	222,580
	14.5%	0.0%	7.9%	9.0%	4.9%	-3.5%	4.7%
需求							
美国	31,616	32,205	33,475	34,647	32,915	26,332	26,595
	7.4%	1.9%	3.9%	3.5%	-5.0%	-20.0%	1.0%
欧洲	60,238	56,019	58,922	61,574	58,495	46,796	47,264
	4.9%	-7.0%	5.2%	4.5%	-5.0%	-20.0%	1.0%
日本	28,894	29,393	30,935	32,327	30,711	26,104	26,365
	7.6%	1.7%	5.2%	4.5%	-5.0%	-15.0%	1.0%
中国	18,655	22,820	26,405	40,373	60,152	72,183	83,732
	18.0%	22.3%	15.7%	52.9%	49.0%	20.0%	16.0%
全球需求	175,921	180,093	189,937	210,846	218,878	208,746	222,059
	11.3%	2.4%	5.5%	11.0%	3.8%	-4.6%	6.4%
过剩 (短缺)	2,610	(1,514)	2,801	(753)	1,506	3,929	521

资料来源：中国金属网，中金公司研究部

图表 7：钼产品出口关税下调

税则号列	商品名称 (简称)	调整前 暂定税率 (%)	调整后 暂定税率 (%)
28257000	钼的氧化物及氢氧化物	15	5
28417010	钼酸铵	10	5
28417090	其他钼酸盐	15	5
81021000	钼粉	10	5
81029400	未锻轧钼	15	5

资料来源：财政部

图表 8：盈利预测调整表

	调整前		调整后		调整幅度	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
氧化钼价格(US\$/1B)	10	11	11	12	10.0%	9.1%
主营业务收入（百万元）	2757	3101	2974	3353	7.9%	8.1%
主营业务税金及附加税率	8.06%	8.06%	5.00%	4.00%	-3.1%	-4.1%
主营业务利润（百万元）	681	892	972	1259	42.7%	41.2%
净利润（百万元）	692	841	909	1124	31.4%	33.7%
每股收益（元）	0.26	0.31	0.28	0.35	9.5%	11.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9：历史和预测的财务指标

损益表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5,035	5,837	5,961	2,974	3,353
营业成本	-1,572	-1,497	-1,815	-1,854	-1,959
营业费用	-55	-58	-53	-26	-30
管理费用	-286	-231	-323	-161	-182
财务费用	60	-40	150	285	275
营业利润	3,044	3,531	3,325	1,068	1,321
税前利润	3,022	3,532	3,319	1,068	1,321
所得税	-442	-493	-490	-149	-184
少数股东权益	-29	-11	-21	-10	-13
净利润	2,551	3,028	2,808	909	1,124
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-	3,040	2,651	2,486	1,537
投资活动现金流净额	-	-716	-2,489	-2,177	-1,596
融资活动现金流净额	-	-3,531	8,195	-775	-58
货币资金增加额	-	-1,208	8,356	-466	-117
资产负债表（百万元）					
流动资产	3,349	2,475	10,872	9,873	9,832
固定资产	794	1,093	1,895	4,593	5,677
无形资产和其他资产	610	1,748	1,715	1,915	1,990
总资产	4,859	5,446	14,682	16,510	17,628
流动负债	1,438	1,401	660	1,768	2,082
长期负债	349	1,021	172	188	203
少数股东权益	144	44	121	75	87
股东权益	2,927	2,980	13,729	13,562	14,339
负债和权益	4,859	5,446	14,682	15,593	16,711
财务指标					
主营业务利润率	69.1%	75.1%	69.5%	37.7%	41.6%
息税前利润率	59.3%	61.2%	53.2%	26.3%	31.2%
净利润率	50.7%	51.9%	47.1%	30.6%	33.5%
净资产收益率	87.1%	101.6%	20.5%	6.7%	7.8%
总资产收益率	52.5%	55.6%	19.1%	5.5%	6.4%
总资产负债率	36.8%	44.5%	5.7%	12.5%	13.7%
净负债率	-73.2%	-8.3%	-69.0%	-65.8%	-61.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 盈利预测及其主要假设

(吨实物量)	2007A	2008A	2009E	2010E
产量				
钼矿石	10,462,722	10,462,722	10,918,972	13,838,972
钼精矿	28,526	28,889	30,148	38,211
钼炉料产品	23,784	26,930	27,940	37,864
钼化工产品	8,524	8,900	9,150	15,512
钼金属制品	4,156	4,300	4,405	4,625
平均品位				
钼矿石	0.141%	0.142%	0.142%	0.142%
回收率 (实际回收率)				
钼精矿	86.8%	87.5%	87.5%	87.5%
氧化钼	98.5%	98.5%	99.5%	99.5%
钼铁	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
钼酸铵	97.0%	98.0%	98.0%	98.0%
销售量				
钼炉料产品	15,647	15,962	18,870	17,831
钼化工产品	2,041	1,883	1,823	5,358
钼金属制品	1,989	2,491	2,541	2,667
氧化钼价格 (US\$/lb)	30.00	28.20	11.00	12.00
汇率	7.50	6.71	6.84	7.05
主营业务收入 (百万元)				
钼炉料产品	3,554	3,201	1,537	1,683
钼化工产品	518	325	126	475
钼金属制品	1,233	1,577	715	844
主营业务成本 (百万元)				
钼炉料产品	756	867	1,026	982
钼化工产品	160	97	86	212
钼金属制品	304	455	510	535
单位钼矿石生产成本 (元/t)	96.49	105.62	104.62	104.32
毛利率				
钼炉料产品	78.73%	72.91%	33.22%	41.68%
钼化工产品	69.17%	70.26%	31.88%	55.34%
钼金属制品	75.39%	71.14%	28.60%	36.65%
平均	75.15%	69.54%	37.67%	41.56%

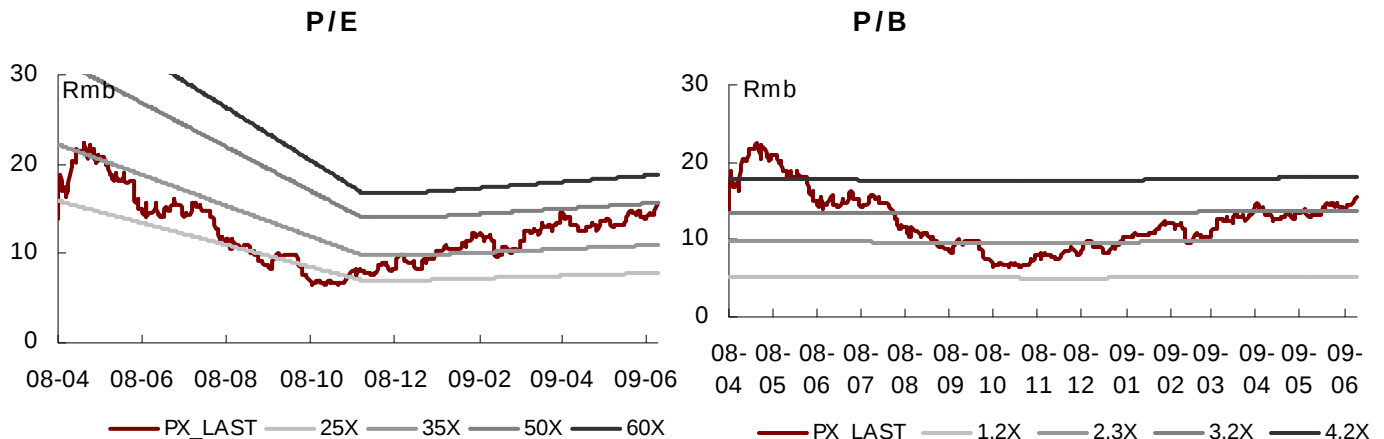
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11：可比公司估值

公司	代码	货币	股价 (6-24-2009)	PE				PB				EV/EBITDA			
				2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
A股中国有色金属公司															
特殊金属															
金钼股份	601958 CH	CNY	15.61	16.6	17.9	55.4	44.8	16.9	3.7	3.7	3.5	9.1	9.9	40.2	28.6
宝钛股份	600456 CH	CNY	23.31	19.7	26.6	21.0	15.7	4.5	2.8	2.4	2.1	12.8	15.3	14.8	11.2
平均				19.7	26.6	21.0	15.7	5.6	2.8	2.4	2.1	12.8	15.3	14.8	11.2
基础金属															
江西铜业	600362 CH	CNY	32.40	23.7	42.6	51.4	49.8	5.4	4.6	4.3	4.1	12.7	17.5	19.4	20.2
铜陵有色	000630 CH	CNY	19.97	30.9	22.2	62.4	68.9	5.0	4.4	4.2	4.3	15.7	18.5	14.1	24.6
焦作万方	000612 CH	CNY	13.30	9.3	16.4	55.4	34.1	3.9	3.3	3.1	2.8	6.2	10.7	20.3	15.4
中国铝业	601600 CH	CNY	12.36	16.3	n.m	618.0	247.2	2.9	2.8	2.8	2.8	9.9	24.4	30.0	26.0
中金岭南	000060 CH	CNY	20.60	17.5	28.2	114.4	98.1	5.9	5.1	5.0	4.8	13.2	23.6	43.5	37.5
宏达股份	600331 CH	CNY	15.75	29.4	n.m	175.0	175.0	4.9	4.9	4.8	4.7	12.1	880.0	34.3	35.9
驰宏锌锗	600497 CH	CNY	20.20	12.0	61.2	404.0	224.4	5.2	4.8	4.7	4.6	9.7	23.9	53.5	48.5
西部矿业	601168 CH	CNY	14.86	20.5	61.9	148.6	165.1	3.5	3.5	3.5	3.4	15.0	47.1	32.4	41.5
吉恩镍业	600432 CH	CNY	21.73	12.9	20.6	18.1	14.5	4.4	n.a	n.a	n.a	9.5	9.0	27.6	17.8
锡业股份	000960 CH	CNY	22.25	24.1	20.6	18.3	16.6	6.2	4.6	3.8	3.2	15.9	11.2	na	na
平均				24.8	35.6	123.9	80.9	4.4	4.1	3.9	3.7	11.9	106.6	30.6	29.7
贵金属															
山东黄金	600547 CH	CNY	58.28	56.2	32.6	24.0	23.6	25.4	9.2	7.0	5.7	56.7	36.0	27.9	26.9
中金黄金	600489 CH	CNY	62.28	87.2	49.0	76.0	66.3	21.7	17.2	15.1	12.3	66.7	41.2	59.7	35.5
平均				71.7	40.8	50.0	44.9	23.5	13.2	11.1	9.0	61.7	38.6	43.8	31.2
A股平均				31.0	29.3	101.9	68.5	7.2	5.2	4.8	4.3	20.4	23.1	29.0	25.7
H股中国有色金属公司															
特殊金属															
中国钨业	3993 HK	HKD	5.28	9.9	8.9	9.1	9.1	2.2	1.9	1.9	1.9	6.1	5.6	5.6	5.6
湖南有色	2626 HK	HKD	1.96	20.7	16.7	17.1	17.1	1.2	1.0	1.0	1.0	10.4	10.9	10.9	10.9
平均				15.3	12.8	13.1	13.1	1.7	1.4	1.5	1.5	8.2	8.2	8.2	8.2
基础金属															
江西铜业	358 HK	HKD	12.40	8.3	8.1	8.3	8.3	1.8	1.5	1.6	1.6	13.1	11.1	11.1	11.1
中国铝业	2600 HK	HKD	7.44	8.5	30.2	30.9	30.9	1.6	1.5	1.6	1.6	9.8	19.6	19.6	19.6
平均				8.4	19.1	19.6	19.6	1.7	1.5	1.6	1.6	11.5	15.4	15.4	15.4
贵金属															
紫金矿业	2899 HK	HKD	6.73	33.3	24.7	25.3	25.3	5.4	6.2	6.4	6.4	24.8	19.8	19.8	19.8
招金矿业	1818 HK	HKD	12.14	43.1	27.4	28.0	28.0	4.5	3.7	3.8	3.8	22.8	16.1	16.1	16.1
平均				38.2	26.1	26.7	26.7	5.0	4.9	5.1	5.1	23.8	18.0	18.0	18.0
H股平均				20.6	19.3	19.8	19.8	2.8	2.6	2.7	2.7	14.5	13.8	13.8	13.8
国际铜生产商															
Thompson Creek	TCM CN	CAD	10.85	7.6	5.1	5.1	5.1	1.7	1.3	1.3	1.3	2.9	2.2	2.2	2.2
Rio Tinto	RIO AU	AUD	49.53	7.6	4.3	4.3	4.3	1.8	1.3	1.3	1.3	9.1	4.5	4.5	4.5
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	MXN	13.97	6.1	5.7	5.7	5.7	1.9	1.6	1.6	1.6	2.9	2.9	2.9	2.9
Antofagasta	ANTO LN	GBp	591.00	8.4	7.8	8.1	8.1	2.6	1.8	1.9	1.9	2.8	3.2	3.2	3.2
国际铜生产商平均				7.4	5.7	5.8	4.6	2.0	1.5	1.5	1.2	4.4	3.2	3.2	3.2
全球平均				19.7	18.1	42.5	30.9	4.0	3.1	3.0	2.7	13.1	13.4	15.3	14.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 1：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。