

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

2009年7月20日

金钼股份(601958.SH)/17.62元

钼金属步入加速上涨阶段，继续推荐

原材料·有色金属

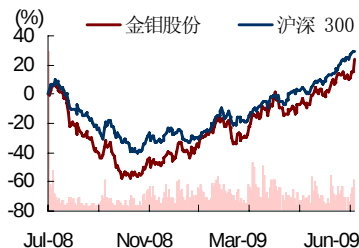
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3190
总股本(万股)	322660
已上市流通股(万股)	64560
总市值(亿元)	569
流通市值(亿元)	114
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	24	75	23
相对表现	6	-1	-4



相关报告

1、金钼股份(601958)-资源估值相对占优、钼价补涨可能较大

2009/5/21

自我们5月份挖掘了金钼股份以来，公司股价涨幅已达40%，我们预期钼价将步入加速上涨阶段，建议投资者积极把握公司的趋势投资机会。

□ **钼价步入加速上涨阶段：**自4月份钼价见底回升以来，MB欧洲氧化钼价格上涨幅度达56%，特别近一个月，钼价更是呈现加速上涨的态势，幅度达30%，符合我们前期对钼价的判断，我们预期钼价将步入加速上涨阶段，理由如下：

- **下游钢铁需求复苏超预期：**超过70%的钼用于钢铁行业，因此在钢铁产量、价格超预期复苏的背景下，对钼价构成较大利好。
- **成本支撑价格：**7月17日洛南地区的钼精矿报价为2050元/吨度，而国内部分中小型钼矿山成本在2000-2500元/吨度。
- **惜售和补库存现象严重：**目前企业和贸易商钼库存处于低位，补库存需求较大，同时在需求旺盛、市场主流看涨背景下矿山企业惜售现象严重。
- **二季度钼供不应求：**根据CRU的数据，2季度全球钼供应短缺499吨钼。
- **货币属性支撑价格：**钼金属是稀有高价金属，具备货币属性。

□ **2010年2月钼期货将在LME上市对钼价和钼产品销售构成较大利好：**钼期货将加强钼金属的货币属性，增加价格弹性，且矿业企业销货压力将不复存在。

□ **公司目前生产稳定高效：**6月份公司采矿量、处理矿量、钼精矿量、钼铁产量均创历史同期最好水平。预期今年产量超过原先预期的14000吨的可能性较大，同时，汝阳矿5000吨/日采选矿技改也将于今年年底完工，远期汝阳矿将再复制一个金堆城，届时公司的钼金属产量将达到3万吨左右。

□ **公司业绩钼价敏感性较高：**09年MB氧化钼每上涨1美元/磅，公司业绩增加0.04元，2010年随着钼金属产量的增加，业绩敏感度增加到0.06元。

□ **建议投资者积极把握趋势性投资机会：**考虑到钼价和产量均存在超预期的可能，以及出口关税的下调，我们调高公司09-11年EPS至0.29元、0.54元和0.79元，按目前股价对应的分别为61倍、32倍和22倍，同时考虑公司的相对资源估值优势，建议投资者积极把握趋势性投资机会。

财务数据与估值

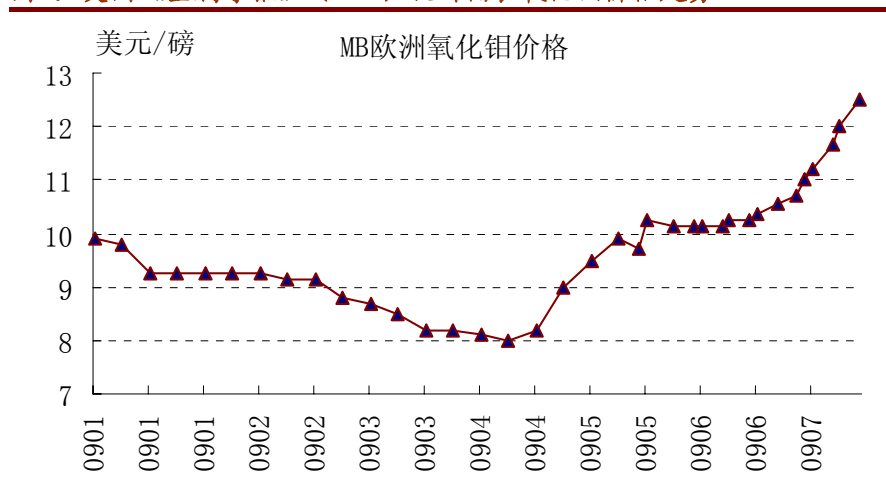
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5837	5961	3173	4753	6036
同比增长	16%	2%	-47%	50%	27%
营业利润(百万元)	3531	3325	1094	2083	3005
同比增长	16%	-6%	-67%	90%	44%
净利润(百万元)	3028	2808	924	1758	2536
同比增长	19%	-7%	-67%	90%	44%
每股收益(元)	0.94	0.87	0.29	0.54	0.79
PE	18.8	20.2	61.5	32.3	22.4
PB	12.7	3.5	4.0	3.7	3.4

资料来源：招商证券

一、钼金属价格步入加速上涨阶段

河南陕西地区钼铁出厂价格也由原先的涨到了 14 万元/吨（含税），折合不含税金属价为 19.4 万元/吨。较 4 月中的 10 万元/吨上涨了 40%，而 MB 欧洲氧化钼价格走势则好于国内走势，从 4 月中的 8 美元/磅上涨到了目前的 12.5 美元/磅，上涨幅度达 56%。

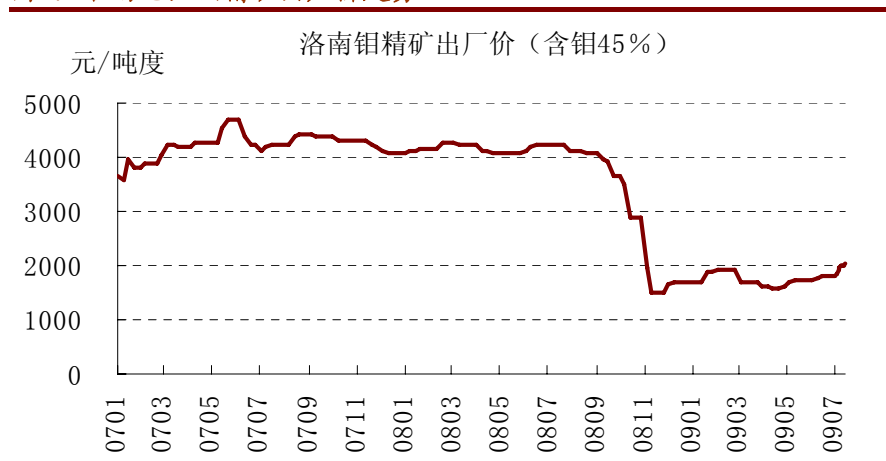
图1：英国《金属导报》（MB）欧洲桶装氧化钼价格走势



数据来源：中华商务网

虽然钼价短期上涨幅度可观，但是相对于 07 年高点仍有较大距离，我们认为钼价恢复到 07 年高端的可能性较小，但是目前上涨空间仍不小。

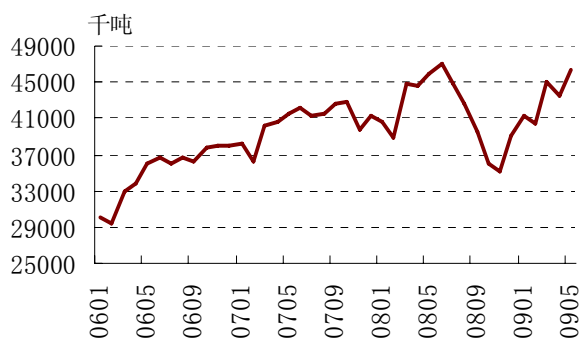
图2：洛南地区钼精矿出厂价走势



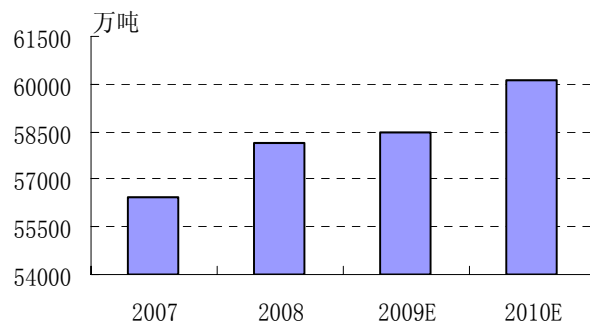
数据来源：中华商务网、BLOOMBERG

我们认为钼价步入加速上涨的主要理由如下：

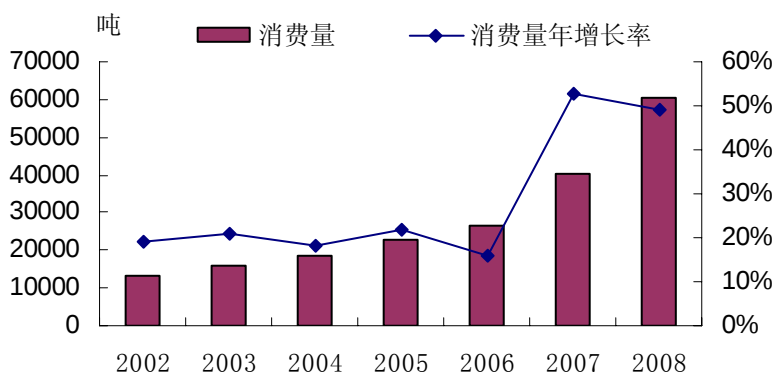
- 1、**下游钢铁需求复苏超预期**：超过 70% 的钼用于钢铁行业，因此在钢铁产量、价格超预期复苏的背景下，对钼价构成较大利好。下半年是固定资产投资的高峰期，也将面临房地产的加速复苏，同时西方国家的经济复苏也值得期待。

图 3: 中国钢材月度产量情况


资料来源: 招商证券

图 4: 中国钢材年度产量及预测


- 成本支撑价格:** 7 月 17 日洛南地区的钼精矿报价为 2050 元/吨度, 而国内部分中小型钼矿山成本在 2000-2500 元/吨度。
- 惜售和补库存现象严重:** 目前企业和贸易商钼库存处于低位, 补库存需求较大, 同时在需求旺盛、市场主流看涨背景下矿山企业惜售现象严重。
- 二季度钼供不应求:** 根据 CRU 的数据, 2009 年上半年全球钼供应量为 9.18 万吨钼, 同期全球钼消费量为 8.44 万吨钼, 供应过剩 7400 吨钼。其中, 今年 1 季度供应过剩 7938 吨钼, 2 季度供应短缺 499 吨钼。而上半年欧美地区则短缺 3221 吨钼。其中 2 季度该地区短缺 3810 吨钼, 预计 3 季度将短缺 1000 吨钼左右。
- 货币属性支撑价格:** 钼金属是稀有高价金属, 具备货币属性。在通胀和美元贬值预期下钼金属的货币属性被激发, 同时钼期货将于 2010 年 2 月在 LME 上市, 此也将强化钼金属的货币属性。
- 钼金属长期需求快速增长可期:** 虽然目前钼矿山的产能过剩, 但是随着未来钼金属需求的快速发展, 过剩的产能将逐步被消化。因为一方面随着钢铁产量的增长, 钼需求增长, 而更大的一块则是钢铁结构的改进, 以前不添加钼的钢铁品种近几年来也逐步添加钼金属, 因此, 我们看到在过去的两年中, 钼金属的消费量年增长速度均在 50%, 远高于钢铁产量的增速, 我们预期这种增长趋势仍将维持。

图 5: 中国钼消费量及年增长率


资料来源: 中国金属网

二、盈利预测及投资评级

从今年 7 月 1 日起, 对部分钼产品出口关税进行调整, 其中钼粉、钼酸铵出口关税从 10% 下调至 5%, 钼的氧化物及氢氧化物、其他区钼酸盐以及未锻轧钼出口关税从 15% 下调至 5%。这对 09 年业绩影响为 1 分钱, 对 10 年的业绩影响为 3-4 分钱。

同时考虑到钼价和产量均存在超预期的可能, 我们将公司 09-11 年的业绩由原先的 0.25 元、0.45 元和 0.70 元上调至 0.29 元、0.54 元和 0.79 元。按目前股价对应 PE 为 61 倍、32 倍和 22 倍。

表 3: 公司盈利预测假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
调整前金属量 (吨)	13000	13382	14035	14000	17000	19000
调整前价格 (万元)	38.7	43.6	42.5	21	25.5	30
调整后金属量 (吨)	13000	13382	14035	14500	18000	20000
调整后价格 (万元)	38.7	43.6	42.5	21.9	26.4	30.2
对应氧化钼价 (美元/磅)	25.6	28.9	28.1	14.5	17.5	20.0
成本 (万元)	12	11.5	13	12	13	13

资料来源: 招商证券

由于公司资源 100% 自给, 业绩对钼价敏感度较高。09 年 MB 氧化钼每上涨 1 美元/磅, 公司业绩增加 0.04 元, 2010 年随着钼金属产量的增加, 敏感度提高, MB 氧化钼每上涨 1 美元/磅, 公司业绩增加 0.06 元。

表 5: 业绩钼价敏感性分析

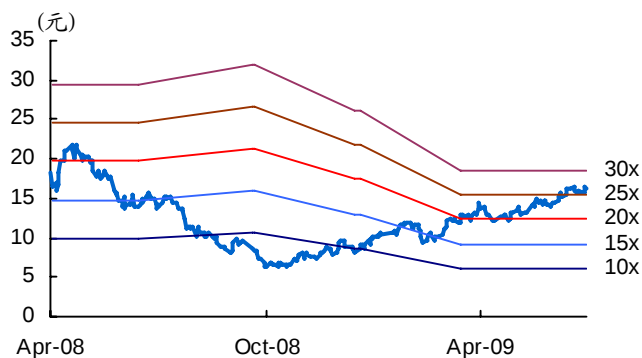
2009 年 MB 氧化钼价格预测 (美元/磅)	13	14.5	16
2009 业绩预测 (元)	0.21	0.29	0.36
2010 年 MB 氧化钼价格预测 (美元/磅)	16	17.5	19
2010 业绩预测 (元)	0.45	0.54	0.64
2011 年 MB 氧化钼价格预测 (美元/磅)	18.5	20	21.5
2011 业绩预测 (元)	0.68	0.79	0.89

资料来源: 招商证券

考虑到公司优质的资源储备、100% 的自给水平、相对较高的资源估值优势, 充沛的现金和低负债率便于公司未来的快速扩张, 以及钼价正处于加速上涨的背景下, 建议投资者积极参与趋势性的投资机会。

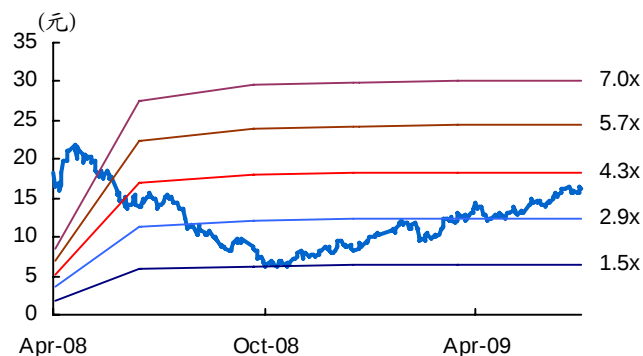
但有色金属目前处于趋势性投资中, 目前总体估值偏高, 在此背景下, 我们给予所有资源股的最高评级均为审慎推荐, 因此, 我们仍然维持公司审慎推荐 A 的投资评级。

图 1: 金钼股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券

图 2: 金钼股份历史 PB Band



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	9515	9203	10326
现金	1300	9714	8675	8049	9004
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	176	63	95	121
应收款项	448	160	90	135	172
其它应收款	166	26	13	19	24
存货	441	569	539	725	805
其他	63	228	134	180	200
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	5447	14683	14690	15767	17204
流动负债	1401	660	334	449	499
短期借款	33	75	0	0	0
应付账款	266	320	306	412	457
预收账款	41	29	28	37	42
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	334	449	499
股本	2151	2689	3227	3227	3227
资本公积金	47	7265	6728	6728	6728
留存收益	784	3776	4275	5224	6594
少数股东权益	44	121	127	139	157
母公司所有者权益	2981	13730	14229	15178	16548
负债及权益合计	5447	14683	14690	15767	17204

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3040	2651	1442	2015	2952
净利润		2808	924	1758	2536
折旧摊销		0	410	596	681
财务费用		0	(184)	(167)	(171)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	79	(204)	(121)
其它		(158)	213	32	25
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	(480)	(642)	(996)
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	(425)	(809)	(1167)
其他		8195	19	167	171
现金净增加额	(1207)	8356	(1038)	(626)	955

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	3173	4753	6036
营业成本	1497	1815	1739	2338	2598
营业税金及附加	470	596	175	119	121
营业费用	58	53	32	48	60
管理费用	231	323	317	333	423
财务费用	40	(151)	(184)	(167)	(171)
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	1094	2083	3005
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	1094	2083	3005
所得税	493	490	164	312	451
净利润	3039	2829	930	1771	2554
少数股东损益	11	21	7	12	18
母公司所有者净利润	3028	2808	924	1758	2536
EPS (元)	0.94	0.87	0.29	0.54	0.79

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	16%	2%	-47%	50%	27%
营业利润	16%	-6%	-67%	90%	44%
净利润	19%	-7%	-67%	90%	44%
获利能力					
毛利率	74.3%	69.5%	45.2%	50.8%	57.0%
净利率	51.9%	47.1%	29.1%	37.0%	42.0%
ROE	67.7%	17.0%	6.5%	11.6%	15.3%
ROIC	100.5%	19.4%	5.4%	10.6%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	5.7%	2.3%	2.8%	2.9%
净负债比率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	16.5	28.5	20.5	20.7
速动比率	1.5	15.6	26.9	18.9	19.1
营运能力					
资产周转率	1.1	0.4	0.2	0.3	0.4
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	25.4	42.1	39.3
应付帐款周转率	7.6	6.2	5.6	6.5	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.94	0.87	0.29	0.54	0.79
每股经营现金	1.41	0.99	0.45	0.62	0.91
每股净资产	1.39	5.11	4.41	4.70	5.13
每股股利	0.00	0.40	0.13	0.25	0.36
估值比率					
PE	18.8	20.2	61.5	32.3	22.4
PB	12.7	3.5	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	6.7	7.6	18.8	9.9	7.0

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），招商证券有色行业研究员，5 年证券研究从业经验，3 年有色行业研究从业经验。

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。