

金钼股份(601958)调研报告

主要产品量价齐升, 公司业绩有望显著改善

推荐

首次评级

原材料/其他有色金属

2009 年 1 月 20 日

投资要点:

- 金钼股份是目前亚洲最大的钼金属采选、冶炼、加工、外贸的一体化联合企业, 产品包括钼精矿、氧化钼、钼铁、二硫化钼、钼酸铵等, 钼业务整体规模亚洲第一, 是我国钼行业的龙头企业。
- 金钼股份目前旗下有两个大型钼矿, 权益储量 122 万吨左右, 其中金堆城钼矿是世界六大原生钼矿之一, 钼矿质量较好, 有害成分少, 适合做钼金属深加工产品。目前保有储量在 78 万吨左右, 平均品位 0.1%。公司收购的汝阳钼矿整体品位在 0.11%, 储量 69 万吨。目前金堆城钼矿的开采逐步进入富矿区, 钼精矿的成本有望维持在较低的水平。
- 公司未来精矿产量的增长主要来自于汝阳钼矿, 汝阳矿目前年金属量 1000 吨左右, 预计 3-5 年内, 矿山矿石年处理量将逐步扩大到 660 万吨, 金属量达到 8000 吨左右。随着募投项目的逐步投产, 下游深加工产品的产量也将逐步提升。
- 钼价方面, 钼金属最大的需求来自于钢铁行业, 钢价的回升将打开钼价向上的空间, 春节后钢铁企业补库和 LME 开钼期货都将推动钼价的上涨。目前钼价仍在主流生产厂商的成本线附近, 成本对钼价有很强支撑。
- 主要看点: 1. 公司资源储量丰富, 矿山自给率达到 100%。2. 钼价方面随着钢铁行业的回暖, 钼价也将逐步回升, 另外春节后钢铁企业补库和 LME 开钼期货也将推动钼价的上涨。3. 募投项目逐步投产, 未来公司产量也将快速提升。
- 按 2009-2011 年 MB 钼铁平均价格为 21 万元/吨, 29 万元/吨, 35 万元/吨测算, 公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.22 元、0.50 元和 0.81 元, 给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	596,055	1.91	280,838	(11.47)	1.12		18.0	
2009E	474,600	(20.38)	73,387	(73.87)	0.23		87.6	
2010E	615,661	29.7	160,784	119	0.50		40.3	
2011E	785,359	27.6	262,857	63.5	0.81		24.9	

走势图



市场数据

2009-1-19

收盘价:	20.15 元
52 周最高价:	27.47 元
52 周最低价:	7.62 元
平均持仓成本:	20.16 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	322,660
流通 A 股 (万股):	64,560
每股收益 (元):	0.14
每股净资产 (元):	4.79
每股经营现金流 (元):	(0.15)
市净率:	4.21

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮 编: 200002

1.1 公司矿山资源优势明显

金钼股份是目前亚洲最大的钼金属采选、冶炼、加工、外贸的一体化联合企业，2008 年钼精矿产量预计在 30000 吨左右，产品包括钼精矿、氧化钼、钼铁、二硫化钼、钼酸铵、钼制品等，钼业务整体规模亚洲第一，是我国钼行业的龙头企业。虽然洛阳钼业 2008 年的钼精矿产量已经超过金钼，约为 34400 吨，但在钼金属深加工方面，仍然偏弱。

金钼股份目前旗下有两个大型钼矿，其中金堆城钼矿是世界六大原生钼矿之一，钼矿质量较好，有害成分少，适合做钼金属深加工产品。金堆城钼矿目前保有储量在 78 万吨左右，平均品位 0.1%，按照目前的开采速度可以开采 50 年以上。目前公司刚刚进入矿体的富矿区，平均品位在 0.14% 左右，同时为了扩大矿山的工作面，公司正逐步推进南露天项目，未来几年金堆城钼矿的产出量有望保持稳定增长。公司收购的汝阳钼矿整体品位在 0.11%，储量 69 万吨，和金堆城一样，也是世界级的特大型钼矿，公司目前的权益为 65%。公司未来精矿产量的增长将主要来自于汝阳钼矿，汝阳矿目前年矿石处理量约为 100 万吨左右，金属量 1000 吨，预计 3-5 年内，矿山矿石年处理量将逐步扩大到 660 万吨，金属量达到 8000 吨左右。

表 1. 公司矿山情况

主要矿山	权益比例	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 3 万吨，金属量 12000 吨	世界六大原生钼矿之一，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。
汝阳钼矿	65%	69 万吨	0.11%	10 年投产，日矿石处理量 5000 吨，金属量 2000 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。
合计		122.85			

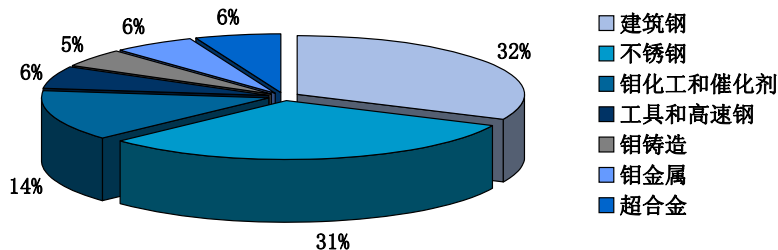
数据来源：公司公告

公司在矿山资源方面具有一定优势。全球的钼产量主要来自于中国，美国和智利，以上三个国家贡献了全球约 80% 的钼产量。其中中国的钼资源以原生钼矿为主；美国的钼资源大部分为副产钼；智利的钼资源则几乎全是副产钼。我国钼矿探明储量虽多，但其品位偏低，多属低品位矿床。矿区平均品位小于 0.1% 的低品位矿床，其储量占总储量的 65%，中等品位（0.1% ~ 0.2%）矿床的储量仅占总储量的 30%，品位较丰富的（0.2% ~ 0.3%）矿床的储量占总储量的 4%，而品位大于 0.3% 的富矿储量只占总储量的 1%。公司矿山的平均品位在 0.1% 以上，并且矿体规模大，适合露天开采，较好地矿山条件使公司在钼产品上具有比较明显的成本优势。

1.2 钼价将逐步走出低谷

钼金属最大的需求来自于钢铁行业，根据国际钼业协会的统计全球约 75% 的钼产品以焙烧钼精矿或钼铁等钼炉料的形式应用于钢铁行业，其他 25% 则用于钼化工、钼金属制品等行业。其中建筑钢和不锈钢分别占了总消费量的 32% 和 31%。

图 1. 钼金属的消费结构

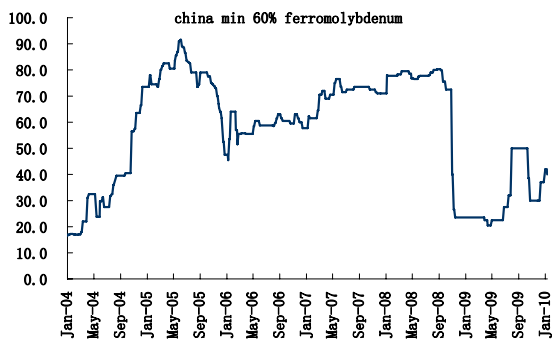


数据来源：国际钼业协会 东北证券金融与产业研究所

钼在钢铁行业中主要用作添加剂。钢中添加钼可使钢具有均匀的微晶结构，降低共析分解温度，扩大热处理温度范围和淬透深度，可提高钢的硬度和韧性、抗蠕变性能，是钢铁行业不可缺少的上游原材料。钢铁行业景气度的变化不仅决定了钼金属需求量的变化，钢价的高低也直接决定了上游钼价的上涨能否顺利传导到下游。

随着全球经济的逐步复苏，钢铁行业的需求开始恢复，2009 年中国钢铁产量创出新高，钢铁产量的提升必然带动钼需求的回升。目前包括钢铁在内的主要基本金属的价格都出现了快速上涨，钢价的回升将打开钼价向上的空间。春节过后，中国钢铁行业又将开始补库生产，钼行业也将迎来阶段性的需求高峰。此外 LME2 月开钼期货也将对钼价产生利好，因此我们认为钼价仍将维持升势。

图 2.MB 中国 60%钼铁价格变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 3.MB 中国 45%钼精矿价格变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

从钼金属价格历史变化情况来看，钼价在 2004 年以前一直维持在低位，2005 年开始，由于中国限制对钼矿的无序开采，一些中小矿山关停，导致中国 2005 年钼产量出现了快速下跌。而与此同时，随着钢铁产量的持续增长，中国对于钼金属的需求却日益增长，因此从 2005 年到 2008 年，钼价一直保持在高位。2008 年受经济危机影响，钼价出现了大幅下跌，虽然近期钼产品价格出现了明显上涨，但目前钼价仍旧在主流生产厂商的生产成本附近，成本对钼价构成较强支撑。

表 2. 全球钼行业供需平衡情况

产量	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
俄罗斯	3700	4800	4800	4800	4800	4800	4800	4800	4800
中国	28800	28200	39100	30400	53293	35695	47315	66348	81265
加拿大	7000	8600	8000	8900	9900	7700	7000	6800	7200
智利	33600	33500	29500	33300	41900	47700	43200	44800	32300
秘鲁	7200	9500	8600	9600	14200	17300	17200	16800	16721
美国	41100	37600	32300	33500	41500	58000	59400	58000	57000
全球总计	134800	134700	134200	131300	170693	176395	187315	207000	213800
增速	3.85%	-0.07%	-0.37%	-2.16%	30.00%	3.34%	6.19%	10.51%	3.29%
消费	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
西欧	52163	52798	53206	55928	60300	59934	63231	63106	59700
美国	29257	32885	32024	31888	31605	34960	37512	37682	35000
日本	20321	21863	20457	24403	28901	29206	30754	31144	30300
中国	-	-	-	15773	18655	22820	26405	40373	50400
其他	-	-	20956	25673	34482	34834	33475	36002	37200
全球总计	148000	145000	139638	153665	173943	181754	191377	208307	212600
增速	-	-2.03%	-3.70%	1.89%	10.90%	6.25%	7.76%	8.87%	2.06%
缺口	-13200	-10300	-5438	-22365	-3250	-5359	-4062	-1307	1200

数据来源：世界金属统计

从供需情况上看，全球钼行业从 2000 年以来一直处于供需缺口，2008 年受经济危机影响，全球钼金属产量开始过剩。根据世界金属统计，全球钼产量大部分来自钼储量最多的三个国家：中国、美国、智利。2008 年中国钼金属产量约占全球总产量 38%，为最大钼生产国；美国和智利产量分别约占全球总产量的 26.66% 和 15.11%。上述三国约占全球钼总产量的 80%。由于美国和智利的钼产量多来自于副产相，因此产量增长相对比较稳定，中国钼矿多来自于原生矿，受钼价大幅下跌影响，中小矿山停产现象普遍，因此随着钢铁行业的逐步回暖，2010 年钼金属的供给有可能再次出现缺口。

1.3 新建产能开始投产

金堆城钼矿目前开采的是小北露天矿，南露天开采项目正在进行中，预计 2010 年完工，二期工程预计 2011 年完工。随着南露天开采项目的推进，金堆城钼矿的产量有望保持稳中有升的趋势。公司钼精矿方面未来的增长主要来自于汝阳钼矿，目前汝阳钼矿的年产能在 1000 吨金属量左右，2010 年预计扩产到 2000 吨金属量，未来 3-5 年内，将进一步扩产到 8000 吨左右。未来汝阳钼矿的钼精矿将运到公司本部进行深加工，和新建产能相配套，因此汝阳矿产能的释放预计将和本部新建产能的投产情况相一致。

表 3. 公司产能变化情况

种类	主要产品	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产能							
钼炉料	钼精矿（45%）	26000	28000	30000	32000	34000	38000
	氧化钼	18000	18000	18000	19000	20000	22000

	氧化钼块	5000	5000	5000	5000	5500	6000
	钼铁	5000	5000	10000	10000	11000	12000
钼化工	钼酸铵	4200	4200	10700	10700	10700	10700
	高纯氧化钼	1800	1800	3000	5000	5000	5000
	二硫化钼	1000	1000	1000	1200	1200	1400
钼金属产品	钼粉	2000	2000	4200	4200	4200	4200
	未锻轧钼制品（含钼块）	1000	1000	1000	2600	2600	2600
	钼丝	600	600	600	900	900	900
	轧制钼制品	360	360	360	450	450	450
其他产品	硫精矿	480000	480000	530000	550000	580000	640000

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

深加工产品方面，公司产能的增长主要来自于募投项目的逐步投产，6500 吨钼酸铵已经投产，目前产能达到了 10700 吨，钼铁产能预计将达到 10000 吨，此外钼粉产能 2009 年也有较大提升，目前已达到 4200 吨左右。募投项目中的钼金属深加工项目预计在 2010 年也将投产，此外随着钼精矿产量的提升，从加工环节相互配套的角度来考虑，其他各产品的产能也将会有一定的提升。

产量方面，公司产能的达产情况一方面和产能增长情况有关，另一方面也和钼价密切相关，我们认为 2010 年钼价将出现明显回升，但不太可能再回到 2007 年时的高位。预计公司钼精矿的产量在未来几年将保持稳定增长，随着钼价的稳步回升，汝阳钼矿的产能将逐步释放，预计未来几年公司的钼精矿产量为 32000 吨，34000 吨和 38000 吨，到 2012 年钼金属量达到 2 万吨左右。随着钼精矿产量的提升，下游深加工产品的产量也将有逐步提升。

表 4. 公司主要产品产量预测

种类	主要产品	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产量							
钼炉料	钼精矿（45%）	27000	29000	30000	32000	34000	38000
	氧化钼	16600	16000	18000	18500	19000	21000
	氧化钼块	4300	4000	5000	5000	5500	6000
	钼铁	2000	2000	8000	10000	11000	12000
钼化工	钼酸铵	5000	5000	6000	8000	10000	10000
	高纯氧化钼	1600	1800	3000	4000	5000	5000
	二硫化钼	1000	1000	1000	1200	1200	1400
钼金属产品	钼粉	2400	2400	3000	3500	4000	4200
	未锻轧钼制品	1300	1200	1200	2000	2200	2400
	钼丝	620	600	600	700	900	900
	轧制钼制品	360	360	380	400	450	450
其他产品	硫精矿	480000	480000	530000	550000	580000	640000

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

1.4 钼价回升，公司业绩有望得到迅速改善

未来几年公司预计将处于量价齐升的境地，一方面募投项目将逐步投产，另一方面，随着钢铁行业景气度的回升，钼价也将逐步走出低谷。公司各产品销量方面预计将和产量的增长保持一致，产品结构方面，钼化工和钼金属的销量的比重将逐步提升，而钼炉料的增长速度将相对放缓。这主要是由于随着钼酸铵、钼粉以及高纯氧化钼产能的提升，这些深加工产品的产量也将快速提升，因此相应的对外销售的钼炉料产品的比重将有所下降。

钼价方面，2009 年 MB 60%钼铁的平均价格在 31 美元/公斤左右，折合成人民币平均价格在 21 万左右。由于具体产品的品质不同，公司产品的售价和 MB 价格有一定的偏差，但钼产品销售价格的变化趋势高度相关。

表 5. 公司主营收入和毛利率情况预测

种类	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销量							
钼炉料	14338	15700	16500	19000	20000	21000	22000
钼化工	1664	1800	1800	3200	3800	4500	5500
钼金属	1808	2315	2800	3400	3600	4000	4200
平均售价							
钼炉料	23.27	26	23	12	16.3	20.1	21.9
钼化工	23	26	24	12	14.0	17.0	18.0
钼金属	52.57	51	42	23	28.0	34.0	37.0
销售收入							
钼炉料	333645	408200	376919	228000	325161	422710	481913
钼化工	38272	45900	42854	38400	53200	76500	99000
钼金属	95047	119043	121144	78200	100800	136000	155400
其他		24993	48149	130000	136500	150150	165165
总计	466964	598136	589067	474600	615661	785360	901478
毛利率							
钼炉料	72.0%	79.3%	73%	34%	50%	58%	60%
钼化工	71.0%	62.1%	76%	37%	44%	53%	54%
钼金属	71.9%	75.5%	67%	34%	44%	53%	55%
其他		9.5%	53%	4%	10.0%	15.0%	15.0%
合计		74.3%	70.2%	26.0%	39.6%	48.5%	50.5%
成本							
钼炉料	6.5	5.4	6.3	7.9	8.2	8.4	8.7
钼化工	6.7	9.7	5.8	7.6	7.8	8.0	8.3
钼金属	14.8	12.6	13.7	15.2	15.6	16.1	16.6
钼铁价格 (MB)	59.0	70.0	70.0	31.0	42.0	52.0	56.6
60%钼铁	40	48	48	21	29	35	38

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2009 年 MB 钼铁平均价格为 21 万元/吨左右，预计 2010 年将逐步回升至 29 万元/吨左右，2011 年和 2012 钼铁平均价格预计将达到 35 万元/吨和 38 万元/吨，逐步回到 2006 年左右的钼价水平。

公司毛利方面，随着下半年钼价的振荡回升，预计公司平均毛利率将回升至 26% 左右。

1.5 盈利预测和评级

公司资源储量丰富，矿山自给率达到 100%，未来主要产品产量将保持较快增长。钼价方面随着钢铁行业的回暖，钼价也将逐步回升，另外春节后钢铁企业补库和 LME 开钼期货也将推动钼价的上涨。按 2009 年 MB 钼铁平均价格为 21 万元/吨，2010 年 29 万元/吨，2011 年 35 万元/吨测算，公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.22 元、0.50 元和 0.81 元，给予推荐评级。

1.6 风险提示

钼价大幅下跌，大盘系统性风险。

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	596,055.33	474,600.00	615,661.29	785,359.68	P / E	17.86	87.93	40.14	24.55
营业成本	181,535.41	351,084.00	371,879.28	404,586.05	EV / 收入	7.41	11.61	9.02	6.98
营业费用	5,279.37	3,322.20	4,309.63	5,497.52	EV / EBITDA	11.13	51.13	25.53	15.88
管理费用	32,289.11	25,628.40	30,783.06	39,267.98	EV / EBIT	13.90	70.62	30.60	18.15
财务费用	(15,049.68)	(9,346.43)	(9,200.35)	(9,342.87)	EV / NOPLAT	16.31	83.08	36.00	21.35
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV / IC	10.48	9.92	7.59	6.31
营业利润	332,507.13	87,373.83	190,763.22	311,436.60	P / B	3.92	4.34	4.00	3.54
利润总额	331,872.44	87,513.83	190,923.22	311,596.60	Dividend Yield (%)	0.00%	0.23%	0.50%	0.81%
所得税	48,973.24	13,127.07	28,638.48	46,739.49					
净利润	282,899.20	74,386.76	162,284.74	264,857.11	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	280,837.57	73,386.76	160,784.74	262,857.11	基本 EPS	1.12	0.23	0.50	0.81
NOPLAT	270,611.38	66,323.29	154,328.44	256,779.67	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.99	0.23	0.56	0.84
					每股净现金流	3.11	(0.09)	(0.14)	0.23
					每股净资产	5.11	4.60	5.00	5.65
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	971,365.22	943,201.08	897,149.86	971,703.28	净负债 / 权益	(0.70)	(0.63)	(0.56)	(0.53)
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	5.67%	6.61%	6.38%	6.04%
应收帐款	15,951.16	32,506.85	42,168.58	53,791.76	流动比率	16.47	12.32	11.37	11.65
预付款项	13,910.53	20,932.21	17,213.42	15,190.49	速动比率	15.60	11.51	10.51	10.56
存货	56,880.30	72,140.55	81,507.79	110,845.49					
流动资产合计	1,087,160.42	1,103,327.12	1,074,420.30	1,187,181.13	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	381,035.80	501,291.41	665,260.62	772,180.68	盈利能力				
资产总计	1,468,196.22	1,604,618.53	1,739,680.91	1,959,361.82	毛利率	69.54%	26.03%	39.60%	48.48%
短期借款	7,500.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	55.78%	18.41%	30.99%	39.66%
应付帐款	31,989.37	62,521.81	66,225.08	72,049.57	净利率	47.12%	15.46%	26.12%	33.47%
预收款项	2,915.40	3,864.60	5,095.93	6,666.65	净资产收益率	20.46%	4.94%	9.96%	14.41%
流动负债合计	66,026.85	89,568.48	94,503.08	101,898.29	偿债能力				
非流动负债	17,211.49	16,500.00	16,500.00	16,500.00	流动比率	16.47	12.32	11.37	11.65
少数股东权益	12,055.97	13,055.97	14,555.97	16,555.97	速动比率	15.60	11.51	10.51	10.56
母公司股东权益	1,372,901.91	1,485,494.08	1,614,121.87	1,824,407.56	资产负债率	5.67%	6.61%	6.38%	6.04%
净营运资本	1,021,133.57	1,013,758.63	979,917.22	1,085,282.84	成长能力				
投入资本 IC	421,112.66	555,368.97	731,547.98	869,280.25	营业收入增长率	2.11%	-20.38%	29.72%	27.56%
					营业利润增长率	-5.84%	-73.72%	118.33%	63.26%
					净利润增长率	-7.25%	-73.87%	119.09%	63.48%
					净资产增长率	360.65%	8.20%	8.66%	13.03%
					营运能力				
					应收帐款周转率	19.64	19.59	16.49	16.37
					存货周转率	3.60	5.44	4.84	4.21
					总资产周转率	0.59	0.31	0.37	0.42
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	282,899.20	74,386.76	162,284.74	264,857.11					
折旧摊销	79,081.60	0.00	36,030.80	43,079.93					
净营运资金增加	913,658.04	(7,374.94)	(33,841.41)	105,365.62					
经营活动产生现金流	265,071.24	75,583.54	179,405.37	270,281.97					
投资活动产生现金流	(248,925.40)	(143,413.80)	(202,500.00)	(152,500.00)					
融资活动产生现金流	819,479.12	39,666.11	(22,956.59)	(43,228.56)					
现金净增（减）	835,624.96	(28,164.14)	(46,051.22)	74,553.42					

数据来源: wind 公司公告 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。