

有色金属行业

金钼股份(601958)

评级: 中性

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

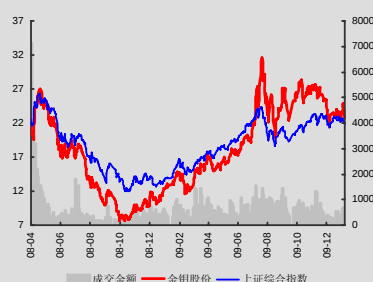
金钼股份(601958):

钼价从周期性低点逐渐恢复, 公司产能释放推升业绩

投资要点:

- **钼价从周期性低点逐渐恢复。**钼具有高强度、高熔点、耐腐蚀、耐磨研等优点, 75%的需求用于各种合金钢的添加剂, 近两年, 因受益于各钢铁下游产业需求增长, 我国合金钢产量增速远高于全球, 钼消费量保持年均 15%以上的增速。此外, 在全球经济持续好转的背景下, 钼行业供需情况将持续好转, 钼价将进入上行周期。
- **公司是全球最大的原生钼业公司, 产业链一体化优势明显。**公司现有金堆城钼矿和洛阳钼矿, 均为全球高品位的大型钼矿, 公司钼金属储量为 122.8 万吨, 钼精矿自给率 100%。公司拥有采矿、选矿、焙烧、加工上下游一体化的完整产业链, 各种钼产品折合钼金属量占全球产量的 7.2%, 其中钼炉料、钼化工、钼金属产品分别占全球产量的 6%、12%和 12%。
- **公司发展深加工产品, 未来几年产能逐步释放。**公司计划产业链重心下移, 发展高附加值钼金属制品, 投资 22.2 亿元新建钼金属深加工项目, 预计项目今年建成达产。
- **盈利预测及投资建议。**我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.21 元、0.39 元和 0.65 元, 当前股价对应的 2010-2011 年 PE 分别为 47.5 倍、28.3 倍, 当前估值处于历史高位, 我们给予公司“中性”评级。不过, 值得注意的是, 伦敦交易所将于今年 2 月份推出钼金属期货, 而钼价 2009 年涨幅严重落后于其他金属, 这有可能会使钼价在短期内因资金作用而持续走强, 建议投资者关注。
- **风险因素:** 钼价波动对公司盈利和财务状况造成负面影响; 人民币升值对盈利产生不利影响。

金钼股份与上证综指走势对比:



近期报告:

《金瑞科技(600390)电解锰为主体, 电源新材料为亮点, 五矿入主带来想象空间》2010年1月18日

《中孚实业(600595)成本优势做保障, 产能扩张的同时提高产品附加值》2009年12月23日

《辰州矿业(002155)积极开拓资源, 等待含苞待放时》2009年11月4日

表 公司盈利预测

(百万元, 元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5961	4110	5163	7060
增长率	2.11%	-31.04%	25.62%	36.73%
综合毛利率	28.30%	24.36%	34.44%	47.18%
净利润	2829	692	1265	2124
增长率	-6.91%	-75.54%	82.86%	67.85%
每股收益	0.87	0.21	0.39	0.65
市盈率	21.26	86.89	47.52	28.31

1、受益于合金钢行业需求回暖，钼价出现快速上涨势头

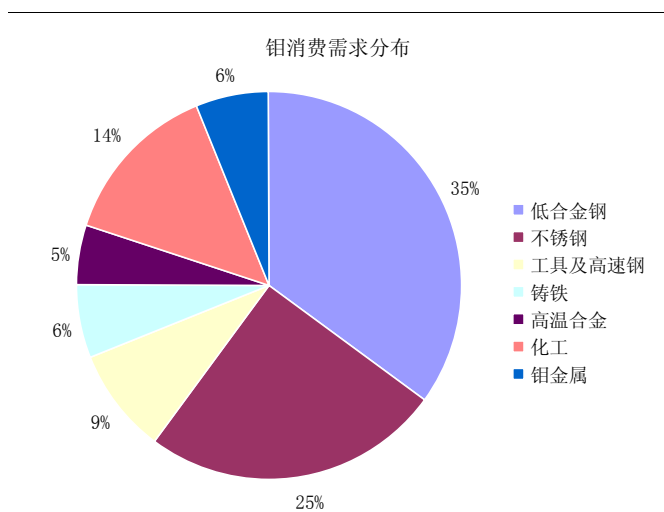
1.1 钼广泛应用于各个领域

- 由于金属钼具有高强度、高熔点、耐腐蚀、耐磨研等优点，因此在工业上得到了广泛的利用，且随着社会的发展，金属钼在其他领域的用途也越来越广泛。从国际钼业协会的统计资料来看，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业，而其他 25% 则用于钼化工、钼金属制品等行业。钼的最终消费领域包括建筑工程、机械制造、汽车、造船、航空器、石油管道与钻井平台以及生产催化剂、色素、润滑剂等化工产品。

1.1.1 钼主要用于合金钢的添加剂

- **钢铁行业用钼量占钼需求 75%。**在冶金工业中，钼作为生产各种合金钢的添加剂，或与钨、镍、钴、锆、钛、钒、铌等组成高级合金，以提高其高温强度、耐磨性和抗腐蚀性：含钼合金钢用来制造运输装置、机车、工业机械，以及各种仪器；某些含钼 4%-5% 的不锈钢用于生产精密化工仪表和在海水环境中使用的设备；含 4%-9.5% 的高速钢可制造高速切削工具；钼和镍、铬的合金用于制造飞机的金属构件、机车和汽车上的耐蚀零件；钼和钨、铬、钒的合金用于制造军舰、坦克、枪炮、火箭、卫星的合金构件和零部件。

图 钼消费结构



来源：公司公告，日信研究

- **我国的钼钢比与西方国家有较大差距，钼需求有很大提升空间。**根据国际钼业协会统计的数据，我国钼钢比（公斤钼/吨钢）低于全球平均钼钢比，远低于日本、美国、西欧等发达国家的该数值，这主要是因为我国特钢产量占全国钢材产量总量的 8%-10%，而日本、美国、欧洲的特钢产品占比分别为 25%、20% 和 18% 左右。但是，近两年我国特钢行业发展快速，尤其是制造业和军工领域的特钢需求旺盛，如今年汽车（汽车用特钢占全国特钢总量的 35% 左右）、家电、精工机械等行业对特种钢需求推动特钢产量增速高于普钢，在产量增加的同时，我国主要的特钢企业已经在技术上已经达到世界先进水平。我们认为，特钢产品的比重代表国家钢铁工业的整体水平，汽车、机械、石化、航空、军工、铁道等行业将迎来快速发展，且对特种钢材需求比重加大，我们预计未来几年我国特钢行业将进入高速发展期，即意味着我国钼消费需求有很大提升空间。

表 2005-2008 年各国钼钢比

	2005	2006	2007	2008
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

表 2004-2009 年全球钼供需平衡表 (单位: 吨钼, 美元/磅钼)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
全球钼产量	170,693	176,395	187,315	207,000	215,300	189,800	210,000
全球钼消费量	173,946	181,824	191,449	209,925	209,743	174,782	205,300
供需差额	-3,253	-5,429	-4,134	-2,925	5,557	15,018	4,700

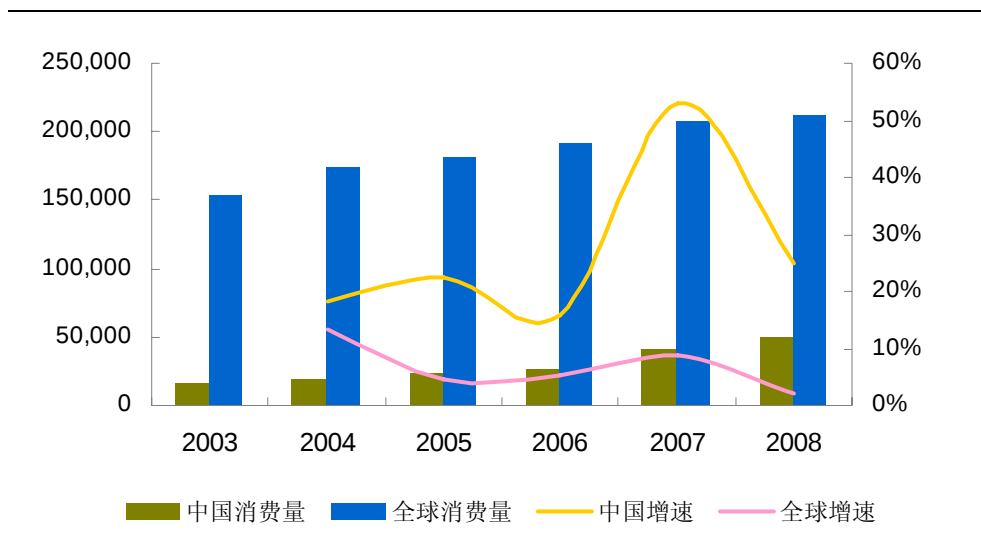
数据来源: 世界金属统计, 英国商品研究所, 安泰科, 英国金属通报

表 2004-2009 年中国钼供需平衡表 (单位: 吨钼, 元/吨)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
中国钼产量	53,293	35,695	47,315	66,348	81,265	73,000	86,000
中国钼进口量	11,760	22,261	13,542	7,954	3,352	35,000	5,000
中国钼出口量	46,398	35,136	34,452	33,929	24,573	8,500	25,000
中国钼消费量	18,655	22,820	26,405	40,373	47,460	54,000	62,000
供需差额	0	0	0	0	12,584	45,500	4,000
国内钼铁年均价	188,089	369,250	274,225	281,253	244,750	127,000	

来源: 世界金属统计, 英国商品研究所, 安泰科, 英国金属通报

表 中国和全球钼消费量及增速对比 (单位: 吨钼, %)



来源: 日信研究

- **钼价从周期性低点逐渐恢复。**回顾 2009 年全球钼价, 其表现与全球特钢的生产情况联系紧密: 1-4 月, 国内外钢厂开工率很低, 尤其是部分国家和地区甚至出现 30% 的低产能利用率, 而钼市场的交易也极其清淡; 进入 5 月之后, 下游钢厂生产恢复, 加之去库存的因素和贸易商的炒作, 钼价迅速反弹; 但进入 8 月下旬, 受高库存和不锈钢行业减产因素, 钼价开始下跌, 从 33 美元/千克降至 27 美元/千克。结合英国商品研究所的分析, 我们认为, 在全球经济持续好转的背景下, 未来几年因我国特钢将进入快速增长期, 考虑到全球钼产能投产情况, 我们认为钼行业情况将持续好转, 钼将进入上行周期。根据我们近期调研的情况, 目前亚洲市场, 如韩国、日本、台湾等地不锈钢厂商都预期在 2010 年一季度提高开工率, 且目前厂商未来两个月的订单数非常高, 这主要是受益于贸易商和终端用户的补库存需求, 以及来自汽车和家电行业逐渐复苏的订单。此外, 值得注意的是, 伦敦交易所将于今年 2 月份推出钼金属期货, 而钼 2009 年涨幅严重落后于其他金属, 这有可能会吸引投机资金的参与。

图 2009 年国内外钼铁价格对比

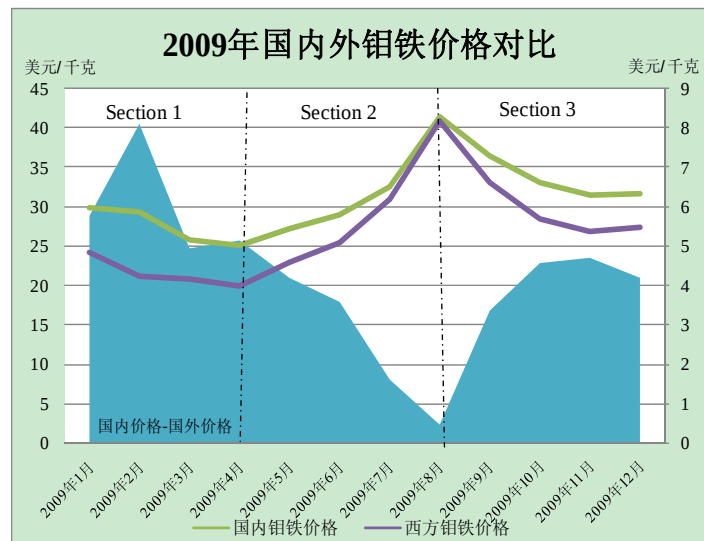
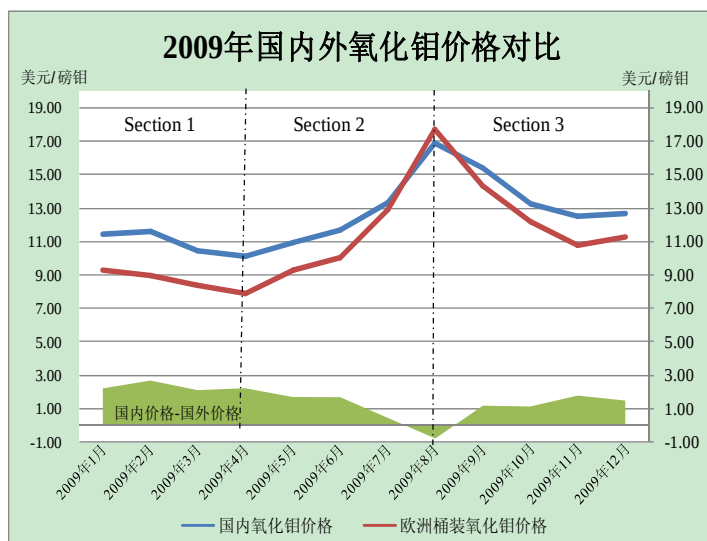


图 2009 年国内外氧化钼价格对比



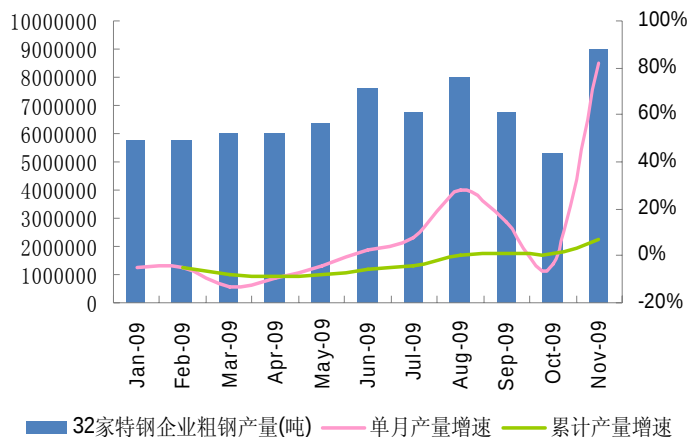
来源：安泰科

图 历史上钼供应量、消费量及价格变化



注：2003 年之前全球钼的供应对市场需求变化的反应比较慢，这主要是由于副产品（主要是铜）产量庞大，且新增供应反应缓慢，因此导致过往钼的供需水平波动较大。而 2003 年后，钼市场转变成供不应求，与此同时，副产品生产商开始优化开采钼，增加回收钼，加上铜市场表现强劲，导致铜钼矿产量增加，而钼价格在 2005 年 5 月达到最高峰，介乎 40 美元/磅钼至 50 美元/磅钼。

图 我国主要 32 家特钢企业粗钢产量及增速情况



来源：中联钢，日信研究

图 我国主要 32 家特钢企业低合金钢和不锈钢产量增速

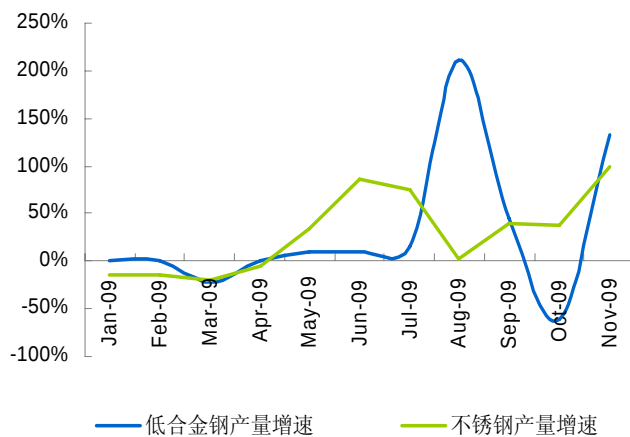


图 我国与全球不锈钢产量及增速对比

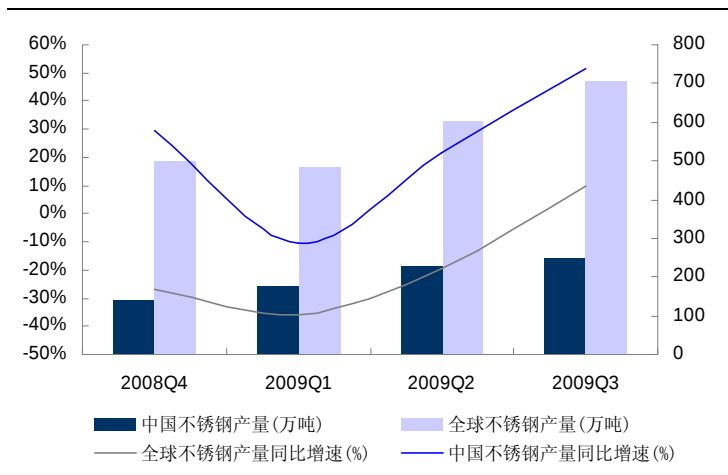
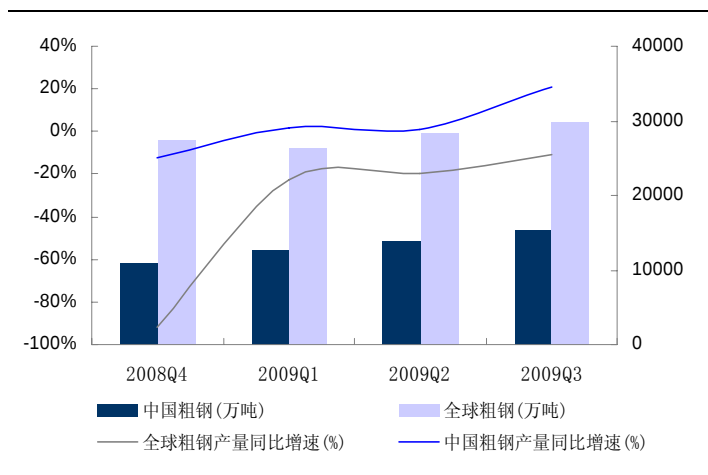


图 我国与全球粗钢产量及增速对比



来源：中联钢，日信研究

表 国外主要新建/扩建钼项目延期情况（单位：吨钼）

公司名称	项目名称	项目产能	原计划投产时间	现计划投产时间
美国 Freeport-McMoRan	Climax 钼矿重启	13,620	2010 年	2011 年
加拿大 Thompson Creek	Davidson 矿	2,270	2010 年	2010 年
加拿大 Thompson Creek	Endako 矿扩建	7,718	2010 年	2010 年
美国 General Moly 公司	Mount Hope 项目	17,250	2010 年后期	2012 年
加拿大 Adanac 钼业公司	Ruby Creek 钼矿	5,902	2011 年	2011 年

来源：安泰科，日信研究

1.1.2 化学工业领域，钼主要用于润滑剂、催化剂和颜料

- 钼和钼合金在许多反应介质中具有高度的稳定性，它在化学工业、石油提炼和玻璃等轻工业中被广泛用于抗腐蚀材料，如化工设备衬里、零件、阀门、蒸汽管、热交换器、重沸器等。目前，钼和钼合金已用于制取，如酸、碱、盐、熔化玻璃以及某些在气体介质中工作的各种设备构件。如热浓硫酸系统中的大阀门、热交换器等。
- 钼化合物的应用主要有以下几个方面：催化剂和催化活化剂，润滑剂及其润滑添加剂，颜料、染料、油漆和墨水，水质和介质环蚀剂，复合离子交换剂，电池、阻燃剂、消烟剂及吸气剂，微量元素添加剂，钼复合肥料，超导材料，陶瓷材料，高分子材料填充剂，储能材料，汽油添加剂，玻璃材料等。有人预言，今后的 10 年，钼的新应用开发可能主要表现在精细化工方面，很可能使钼的消耗量有突破性的增加。

1.1.3 钼在科技领域的应用出现快速增长

- 随着日本 CIGS（铜-铟-镓-硒）光伏太阳能电池的大量生产，日本钼粉的需求量将会有所增长。据了解，如果 CIGS 光伏太阳能电池的年产量为 100MW，那么每年需要 50-60 吨钼粉。日立金属公司将为世界大型 CIGS 电池生产商 Showa Shell Sekiyu 提供 99.95% 的纯钼粉。目前，日本 CIGS 太阳能电池产能为 107.5MW/年，预计 2011 年产能将翻一番。Showa Shell Sekiyu 公司产量为 80MW/年，2011 年计划提高至 1GW/年。

- 钼在科技领域的另外一项新成就是制造平板型显示设备。在电子行业，平板型显示设备至今仍然使用有源矩阵液晶显示（LCD）技术，但 LCD 正与处于不同开发阶段的场发射显示（FED）、电致发光显示（EL）、等离子体显示面板（PDP）、阴极射线发光显示（CRT）及真空荧光显示（VFD）进行着全方位的激烈竞争。在这项显示工艺中，显示借两块被真空隔离的玻璃薄片实现。背面的玻璃当作阴极，在这片玻璃上以场发射极阵列的形式分布着 5 亿个以上的发射极尖端，发射极间的间隔比电视屏幕上的像素小得多。发射极尖端即由钼制造，它们在显示时既可单独控制亦可分组控制。鉴于它们的视角宽，响应时间快，有宽的度范围公差，特别是功耗低，与要求清晰、明亮、可移动、耐用的潮流一起，成为发展平板显示工艺的主要推动力。显示市场有高达 100 亿美元以上的市场。平板显示工艺用电子束蒸发将钼沉积在发射极尖端上，其用量虽少，但对发展大屏幕、高清晰度电视却有着不可限量的前程。

1.1.4 钼在其他方面的应用

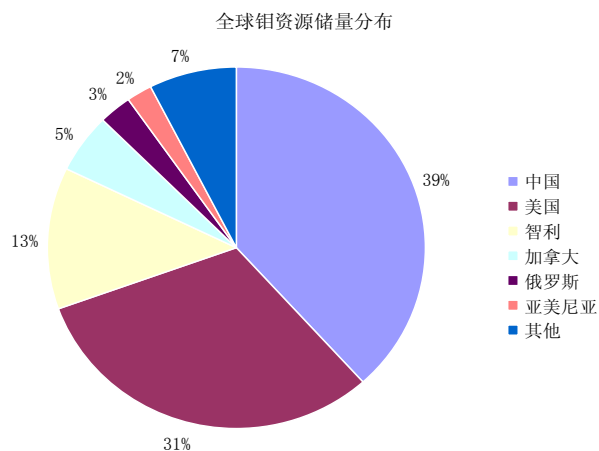
- **军工领域。**因钼的热中子俘获截面小和具高持久强度，可用作核反应堆的结构材料。钼还应用作充填药弹头的内衬（军事上叫药型罩），这种弹头在军事和工业应用中可穿透和切削很深的深度。

2、金钼股份：全球最大的原生钼业公司

2.1 公司资源优势明显

- **公司是全球最大的原生钼业公司。**我国是世界上最大的钼资源国，钼储量及储量基础分别为 400 万吨及 980 万吨。而公司是亚洲第二大钼产品生产商，全球最大的原生钼业公司。2008 年 10 月，公司收购了世界级特大型钼矿——汝阳钼矿 65% 股权。经过我们调研情况，金堆城钼矿现公布储量 78 万吨是未进入深度探矿的储量，且目前金堆城采矿进入富集区，品味较之前的略有提高，约为 0.14%。此外，与国内其他大型的多为钨钼伴生矿或钼氧化矿不同，金堆城钼矿为典型的硫化钼矿，即辉钼矿，资源品位高，适合做高质量的钼金属产品。

图 全球钼资源储量分布



来源：公司公告，日信研究

图 我国钼资源地理分布

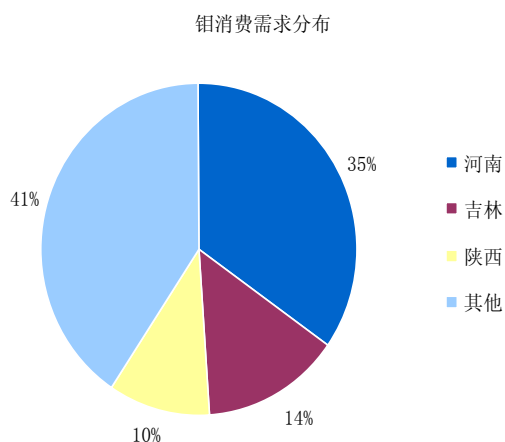


表 全球几大钼矿

矿名	储量（金属量，万吨）	平均品位%
金堆城钼矿	78	0.14
汝阳钼矿	69	0.111
栾川钼矿	49.8	0.103
大黑山钼矿	109	0.066
Thompson Greek Mine	19	0.076
Endako Mine	22.5	0.043
Thompson Greek Davidson	14	0.169
Bingham Canyon	27.5	0.045

来源：公司公告、日信研究

表 公司资源情况

	权益	储量	平均品味	简介
金堆城钼矿	100%	78 万吨	0.10%	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。
汝阳钼矿	65%	69 万吨	0.11%	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。

来源：日信研究

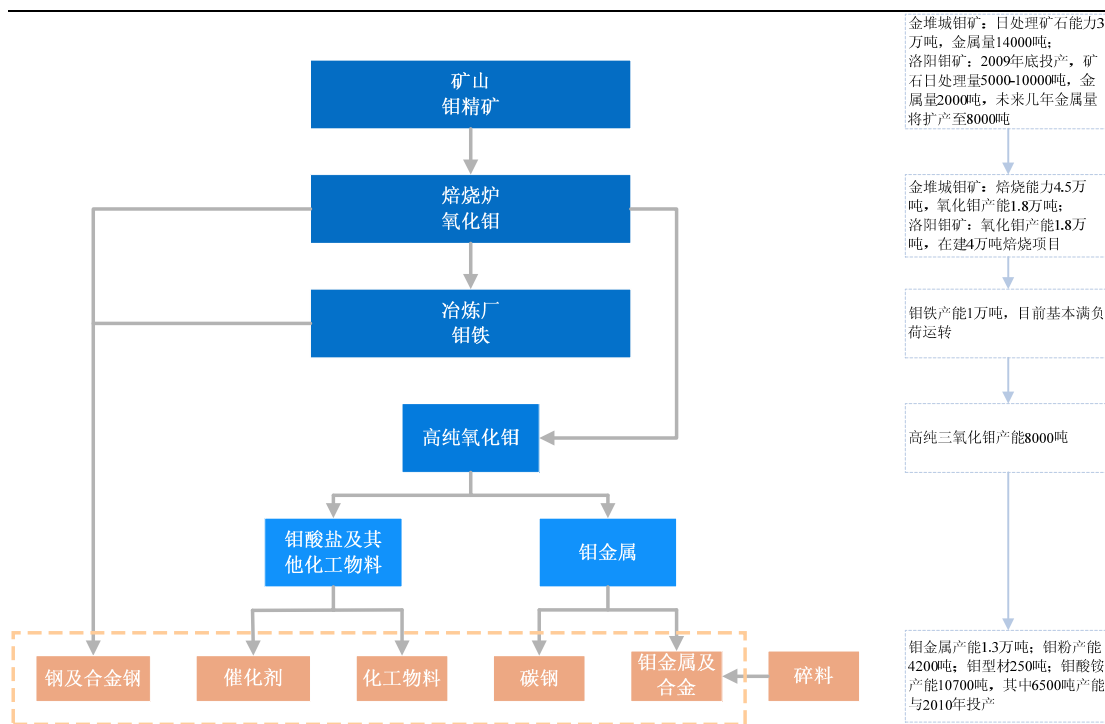
- **拥有一体化产业链，钼矿自给率 100%。**公司拥有从采矿、选矿、冶炼、深加工一体化的产业链，而未来汝阳钼矿的投产和公司本部新建加工产能的投产将成为公司的盈利增长点。目前公司钼矿自给率 100%，因 2009 年国外钼精矿、钼铁价格持续低于国内价格，因此公司进口了部分低价的钼精矿用于加工。金堆城目前开采的是小北露天矿，南露天开采项目正在进行，预计 2010 年完工，二期工程预计 2011 年完工，而南露天的开采项目能扩大工作面，保证公司稳定开采。汝阳钼矿现有金属产能 2000 吨，未来 3-5 年，将扩大至 8000 吨。处于充分利用金堆城钼矿典型硫化矿的特性以公司毛利率的考虑，汝阳钼矿的钼精矿将用于补充金堆城的初级产品生产，而金堆城置换出的矿产能用于做深加工产品。

2.2 募投项目扩充产能、向产业链下游延伸

- 在整个钼产业链上，因为焙烧环节污染大的缘故为生产企业的平均。目前西方国家只有少量重大的开采业务拥有自身的钼精矿焙烧设施，因此大部分钼精矿以原生方式出售，或付费焙烧以生产氧化钼，而在中国，焙烧设施通常与开采业务结合，亚美尼亚、伊朗、日本、蒙古、俄罗斯及乌兹别克存在小型焙烧车间。
- 从各环节的利润情况来看，钼矿山开采环节利润最高，约占产业链利润的 43-47%，工业氧化钼-钼酸铵的加工只有 5%-7% 的利润，而钼深加工产品，如钼丝、异型材等产品毛利率相对较高。为了提高公司产品毛利率，同时为了减少钼价波动对公司业绩的影响，公司利用募集资金发展钼深加工项目。2008 年钼炉料和钼金属占公司主营收入的绝大部分，毛利率均在 65% 以上，我们预计 2010 年公司钼深加工项目完工后，公司毛利率将进一步提高。

- 公司现有钼铁产能 1 万吨，基本满负荷运转；钼金属产能 1.3 万吨，钼粉产能 4200 吨左右，较 2009 年提高约一倍；钼酸铵产能 10700 吨，其中新建的 6500 吨产能已经进入试生产阶段。目前汝阳钼矿前期工作已经完成，因市场低迷的缘故未生产，我们预计，随着钼价的稳步回升，公司的钼精矿产量将提升，下游深加工的产量也将逐步提升。

图 公司产业链流程及产能情况



来源：罗斯基尔钼经济报告，日信研究

2.3 公司业务受钼价下跌影响较大

- 受 2009 年钼价大幅下跌影响，公司业务收入和利润大幅下滑。三季度显示，前三季度公司主营收入 352,453.77 万元，同比下跌 31.6%，利润总额 55,180.98 万元，同比下降 82.29%。但从公司产量情况来看，预计 2009 年产量折合金属量较 2008 年持平，好于全球同行企业。根据安泰科统计的数据，国外主要钼生产企业自 2008 年底纷纷减产，2009 年全球前 10 大企业共计划减产 1.5 万吨钼。尽管 4 月中旬至 8 月中旬期间国际钼价出现了 1.4 倍的增长，但绝大多数企业并没有因此调整全年的生产计划。预计 2009 年全球前 10 大钼生产企业总产量共计 12.8 万吨钼，减产 1.17 万吨，在 2008 年同比下降 4.2% 的基础上再度同比下降 8.4%。

图 主营业务收入构成

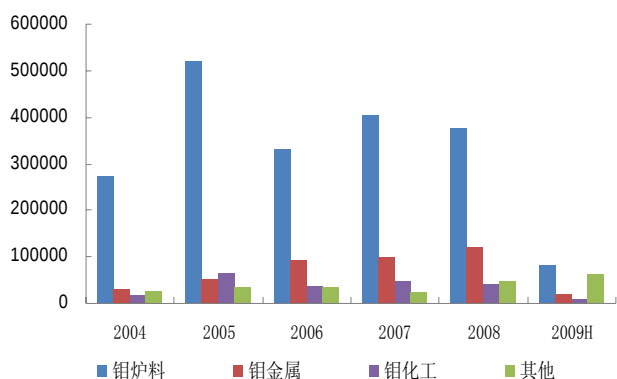


图 毛利率变化

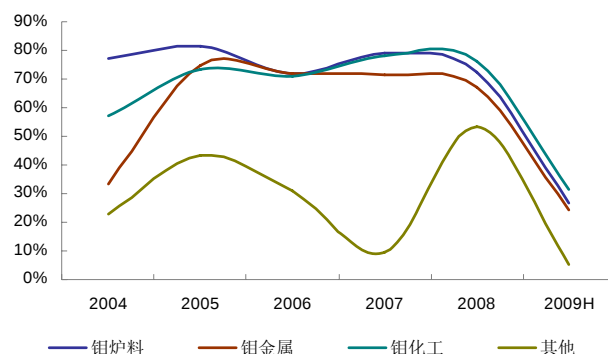


图 2009 年中报收入构成

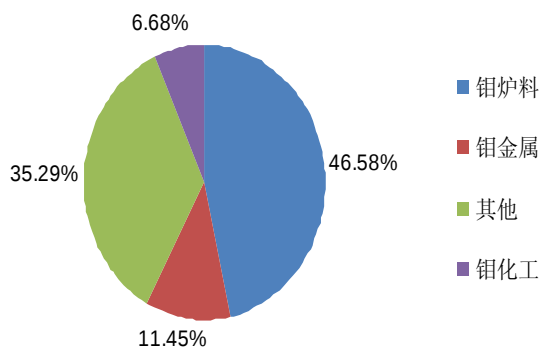


图 2009 年中报利润构成

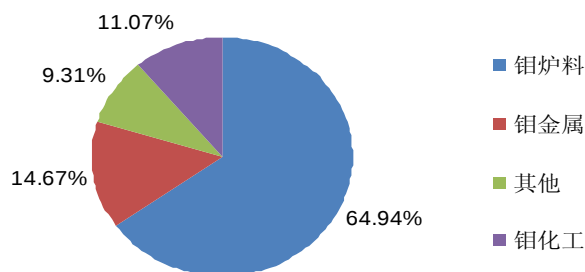


表 2007-2009 年全球前 10 大钼生产企业产量情况 (单位: 吨钼)

企业名称	2007 年	2008 年	2009 年 P	2009 年 E	同比%
美国 Freeport-McMoRan 铜金公司	31780	33113	27240	25424	-23.2%
智利 Codelco 公司	27900	22680	20430	20430	-9.9%
墨西哥集团	16208	15830	16390	18000	+13.7%
力拓集团美国 Kennecott 公司	14900	10600	9000	9000	-15.1%
中国洛阳栾川钼业集团股份有限公司	13897	15300	13500	16000	+4.6%
中国金堆城钼业集团股份有限公司	12837	13950	12600	13800	-1.1%
智利 Antofagasta 矿	10200	7038	8100	7200	+2.3%
加拿大 Thompson Creek 金属公司	7400	11794	9988	11350	-3.8%
必和必拓秘鲁 Antamina 矿	6387	6078	4086	3000	-50.6%
Xstrata 智利 Collahuasi 矿	3859	2894	2894	2894	-
合计	145368	139277	124228	127098	-8.7%

来源: 安泰科

- **出口业务下滑, 国内开拓市场。**2009 年中报显示, 公司出口业务从 2008 年的 64.46% 下降至 24.79%。据我们调研的情况, 受国际金融危机影响, 国际钼需求大幅下滑, 且国际钼价长期低于国内钼价, 因此, 行业内绝对多数公司未完成 2009 年的出口配额未完成。根据商务部下达 2010 年第一批钼出口配额情况来看, 今年出口配额数量较 2009 年略有下降。我们认为,

从近几年我国的出口税率政策来看，公司维持 2008 年之前的高出口比例可能性不大，因此，去年公司积极开拓国内市场，目前公司订单主要来自太钢、武钢、宝钢和南钢，比较稳定。

表 近 3 年我国钼出口配额情况（单位：吨）

	2008	2009	2010 第一批
钼初级原料	33872	33851	20312
金钼股份	11750	11512	6462
洛阳钼业	4961	7253	4877
钼化工品	4539	3907	2400
金钼股份	1869	1625	1012
洛阳钼业	156	92	46
钼制品	4342	3824	2295
金钼股份	1308	1527	1281
洛阳钼业	75	153	88

表 近 3 年来我国钼产品出口关税税率政策

钼产品	2007	2008.1.1	2009	2010
钼铁	10%	20%	20%	20%
钼精矿	15%	15%	15%	15%
氧化钼	15%	15%	15%	5%
钼酸铵	15%	15%	15%	5%
钼粉	15%	15%	10%	5%
未锻轧钼	15%	15%	15%	5%

图 金钼股份和洛阳钼业综合毛利率对比

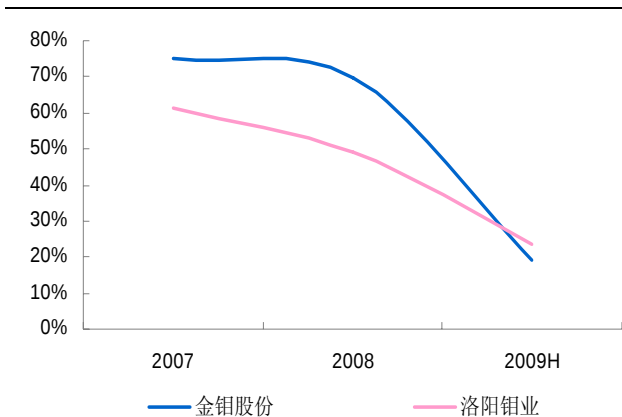
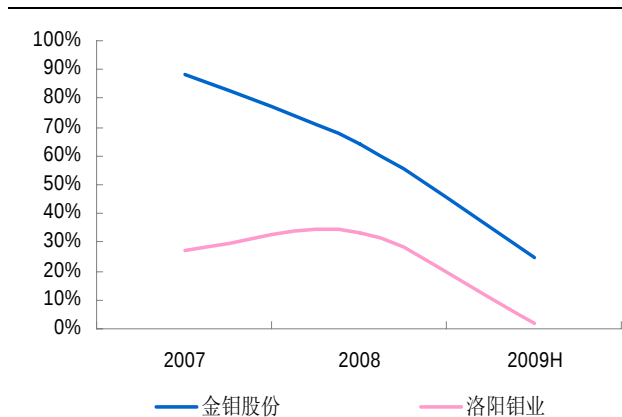


图 金钼股份和洛阳钼业出口业务收入



注：2009 年中期受出口业务占比大幅提升影响，公司综合毛利率低于洛阳钼业

- **公司三费率低，盈利能力高。**2006 年以来，公司各项财务指标表现均好于行业平均指标，因 2009 年钼价快速下跌拖累，我们预计公司 2009 年综合毛利率下降为 24.36%。

图 公司三费率情况

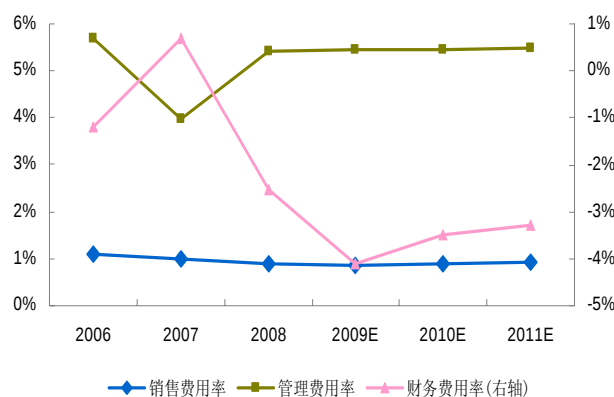
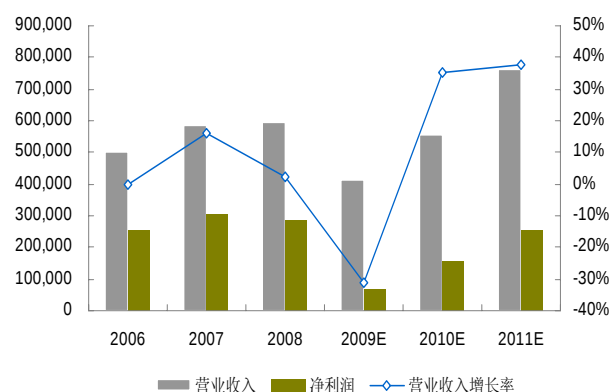


图 公司营业收入和净利润变动



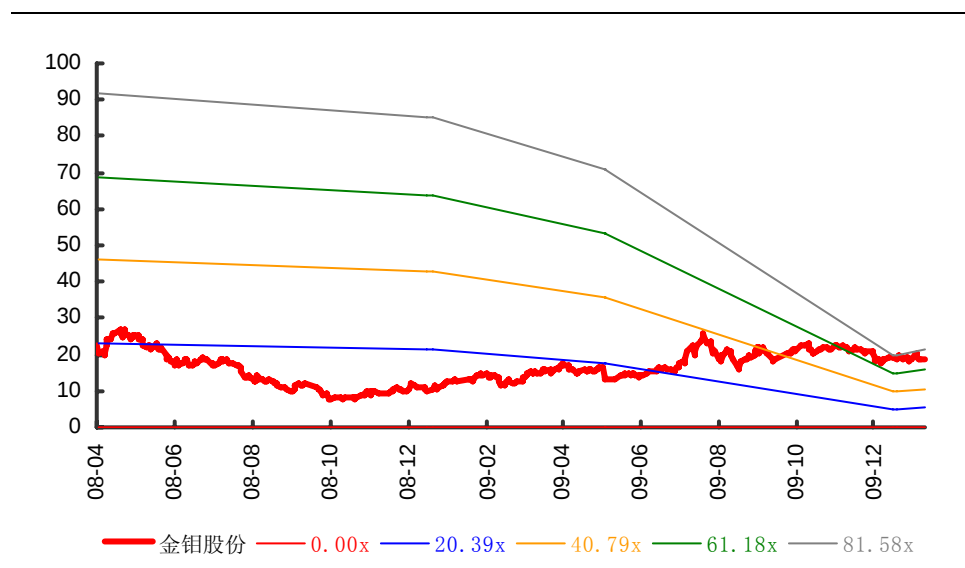
3、盈利预测及估值

- 预计公司 2009-2010 年公司各种产品销量及销售均价如下表, 其中, 2009 年较 2008 年总产量略增, 而 2010、2011 年公司产量保持 10%以上的增速;
- 根据财政部 2009 年 7 月 1 日的临时关税政策和 2010 年 1 月 1 日起的出口商品税率表, 我们对公司未来几年的税金附加率进行了调整;
- 预计 2009、2010 和 2011 年公司每股收益分别为 0.21 元、0.39 元和 0.65 元, 当前股价对应的 2010-2011 年 PE 分别为 47.5 倍、28.3 倍, 当前估值处于历史高位, 我们给予公司“中性”评级。不过, 值得注意的是, 伦敦交易所将于今年 2 月份推出钼金属期货, 而钼价 2009 年涨幅严重落后于其他金属, 这有可能会使钼价在短期内因资金作用而持续走强, 建议投资者关注。

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量 (吨)					
钼炉料	15,647	15,962	15,988	18,386	20,593
钼金属	1,989	2,491	2,498	2,873	3,217
钼化工	2,041	1,883	1,904	2,190	2,452
平均售价 (万元/吨)					
钼炉料	26.0	23.6	12.5	15.0	19.8
钼金属	50.5	48.6	25.8	30.9	40.2
钼化工	23.2	22.8	12.1	14.5	18.8
平均成本 (万元/吨)					
钼炉料	5.47	6.48	8.30	8.50	8.80
钼金属	14.41	15.91	18.70	18.90	19.00
钼化工	5.04	5.47	7.40	7.60	7.87
营业收入 (万元)					
钼炉料	407,115.86	376,919.49	200,092.72	276,127.96	408,227.58
钼金属	100,395.96	121,144.25	64,386.88	88,853.89	129,371.27

其他	24,993.01	48,148.57	123,570.00	119,654.00	122,245.00
钼化工	47,358.27	42,854.43	22,966.15	31,693.29	46,145.43
毛利率 (%)					
钼炉料	78.98%	72.56%	33.68%	43.40%	55.61%
钼金属	71.45%	67.28%	27.45%	38.90%	52.75%
其他	9.49%	53.35%	5.01%	7.00%	9.00%
钼化工	78.28%	75.98%	38.65%	47.49%	58.18%

图 金钼股份 PE-band 图



4、业绩弹性分析

- 考虑到钼价波动是影响公司收入和利润水平的主要因素和风险,我们对公司 2010 年的业绩进行了钼价敏感性分析:
 - (1) 根据国家近三年的钼产品出口配额和出口税率政策调整来看,并根据上文分析未来几年我国特钢市场成长性高于全球的判断,我们认为公司未来出口业务占比会逐年降低,并以开拓内需市场为主,因此敏感性分析部分不考虑汇率波动因素;
 - (2) 2009 年公司其他类业务收入,即贸易收入业务占比较大,为了客观地分析公司业绩对钼价的波动,我们分析的平均销售价格剔除了贸易收入因素;
 - (3) 因公司近几年各种产品的实际回收率逐步提高,为了便于计算,我们以公司折合钼金属量进行计算,业绩变动以氧化钼价格作为基准,因为氧化钼价格是钼精矿和钼铁价格的定价基础。

表 盈利预测假设下的产量、销售均价和成本

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
钼金属量 (吨)	13000	13382	14035	14200	16330	18290
销售均价 (万元/吨)	35.92	41.46	38.54	20.24	24.29	31.92
成本 (万元/吨)	10.10	9.31	10.93	13.63	13.91	14.31

- 从我们的分析中可以看到,氧化钼价格上涨 10%,营业收入和净利润分别上涨 12.4%和 18.7%,这主要是因为公司销售政策的灵活性,氧化钼价格的持续上升伴随的是公司加快产能释放的可能,而氧化钼价格的持续下跌会引发公司减产或减缓产能释放的速度;此外,因公司成本变动幅度小于价格波动幅度,因此氧化钼价格上涨 10%,对净利润对价格的敏感性大于营业收入对价格的敏感性。

表 敏感性分析

	氧化钼平均价格 (美元/磅钼)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)
上涨 (+/-%)	10.0%	12.4%	16.7%
稳定	12.36	5163	1266
下降 (+/-%)	-10.0%	-10.3%	-12.2%

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E	
货币资金	9714	7235	6547	4872	EPS	0.87	0.21	0.39	0.65
存货	569	691	678	623	营业收入	5961	4110	5163	7060
应收账款	160	427	489	447	营业成本	1815	3109	3385	3729
其他流动资产	430	1670	1180	383	营业税金及附加	596	77	127	593
流动资产	10872	10023	8894	6325	销售费用	53	35	45	66
固定资产	1127	879	1135	1169	销售费用率	0.89%	0.85%	0.88%	0.94%
长期股权投资	49	46	46	46	管理费用	323	224	281	387
无形资产	1715	1668	1684	1678	管理费用率	5.42%	5.45%	5.45%	5.48%
其他长期资产	921	1555	1658	1619	财务费用	-150	-169	-181	-233
非流动资产	3810	4148	4523	4512	财务费用率	-2.52%	-4.10%	-3.50%	-3.30%
资产总计	14682	14171	13417	10837	资产减值损失	-1	21	18	20
短期借款	75	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
应付账款	320	306	312	309	投资净收益	0	0	0	0
其他流动负债	265	272	298	309	营业利润	3325	812	1488	2498
流动负债	660	578	610	618	加: 营业外收入	2	2	2	2
长期负债	0	0	0	0	减: 营业外支出	8	0	1	1
其他长期负债	172	181	184	179	利润总额	3319	814	1489	2499
非流动性负债	172	181	184	179	所得税	490	122	223	375
负债合计	832	759	794	797	所得税率	14.76%	15.00%	15.00%	15.00%
股本	807	807	807	807	净利润	2829	692	1265	2124
资本公积	7265	6743	6825	3825	少数股东损益	21	5	9	16
股东权益合计	13729	13280	12495	9919	归属母公司净利润	2808	687	1256	2109
少数股东权益	121	132	128	121					
负债股东权益合计	14682	14171	13417	10837					

现金流量表(百万元)					主要财务指标				
2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E	
净利润	2829	692	1265	2124	增长率(%)				
折旧和摊销	155	88	79	82	营业收入	2.11	-31.04	25.62	36.73
营运资本变动	9137	(766)	(1161)	(2577)	营业利润	-5.84	-75.57	83.14	67.89
其他	(9470)	(451)	1112	1626	净利润	-6.91	-75.54	82.86	67.85
经营现金流	2651	(437)	1295	1255	利润率(%)				
资本支出	2489	982	823	833	毛利率	28.30	24.36	34.44	47.18
其他	0	0	0	0	EBIT Margin	52.36	15.71	25.33	32.10
投资现金流	(2489)	(982)	(823)	(833)	EBITDA Margin	54.95	17.85	26.86	33.26
负债变化	(1589)	(73)	35	3	净利率	47.46	16.84	24.51	30.09
股息支出	38	1059	1059	1321	回报率(%)				
其他融资现金流	9822	72	(136)	(779)	净资产收益率	20.43	5.16	10.03	21.16
融资现金流	8195	(1060)	(1160)	(2097)	总资产收益率	19.27	4.88	9.43	19.60
现金及现金等价物净增加额	8356	(2479)	(688)	(1675)	其他(%)				
					资产负债率	5.67	5.36	5.92	7.35
					股息率	0.06	5.05	5.05	6.30

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。