

钼期货顺利上市

事件：LME 2 月 22 日推出钴和钼小金属期货，

目前已注册的钼品牌有智利的 Molymet，墨西哥的 Molymex，中国的金堆城钼业，洛阳钼业等 6 家企业。钼期货合约的交易单位为 6 吨钼/手，交割单位为 10 吨焙烧过的含钼量 60%钼精矿/手。

我们的观点：

- **短期投资者仍在观望** 首次成交的 3 月钼期货成交价为 35,000 美元/吨。而上周欧洲氧化钼现货价格为 36,375 美元/吨。我们认为短期投资者仍处于观望状态，期待看到期货上市带来的更大流动性。钼价格自 08 年 11 月下落以来一直维持在低位徘徊，上升幅度明显低于其他金属。国内钼精矿价格去年全年涨幅为 34.8%，美国钼铁价格仅增长 2%，远低于其他金属。LME 钼期货品种的推出将改变以往交易价格每周在欧洲和美国的金属期刊上公布的滞后方式，期货品种的推出将更切实的反映市场上供需的状况。我们认为随着钼期货的推出，金融属性增强，预期钼价格将出现补涨情况。另外因为钼金属规模较小，不可避免会有资金流入投机炒作，市场波动性将加大。公司作为 A 股最大钼企业将受益于钼价上涨。
- **中国钼需求增长迅速** 不锈钢和建筑用钢是钼的主要下游行业。受中国经济快速增长的强劲拉动和从“碳钢大国”向“合金钢大国”的转变，中国已成为全球钼需求增长最快的国家之一，已经超越美国和日本成为全球钼消费的第二大市场。04—09 年中国钼消费复合增长率为 31%。09 年同比增长 60%。另外钼作为石油冶炼中的润滑剂也将随着石油冶炼行业的复苏而需求增长，春节后是钢厂采购钼原材料的高峰，预期随着需求增长进而推动钼价。
- **伴生钼产量下降 焙烧能力成为钼供给瓶颈** 最近两年国际主要钼厂商的产量以年均 9%的速度下滑。而国际主要新建/扩建钼项目由于钼价下跌和金融危机影响而延期，另外由于钼的焙烧环节污染较严重，特别是硫烟气的回收问题，使得新增焙烧能力受到限制。因此全球有限的焙烧能力确保了钼的供给不会过多。我们预计随着需求恢复，而新建项目短时间内不会大规模出矿，2010-2011 年的供应增长将低于需求增长，钼价重回前期高点概率很大。另外由于原生矿生产成本较高，伴生钼的产量下降原生矿产量增长所导致的供应结构的调整将对钼价有支撑作用。
- **盈利预测** 我们预测 2010-2011 年钼价为 3078 和 3373 元/吨度。公司 2010-2011 年 EPS 为每股 0.65 和 0.85 元。股价对应 27 倍/21 倍 2010/2011 年 PE，维持买入评级。
- **风险因素**：钼价涨幅低于预期，出口配额降低和关税上调



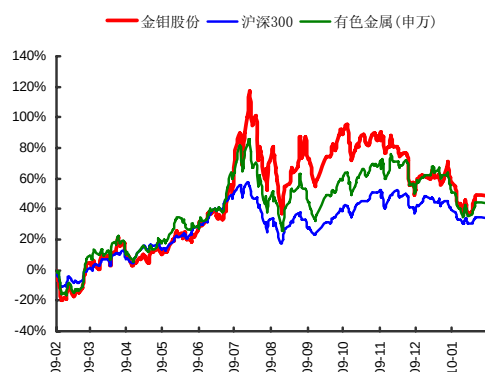
东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭 8621-63325888 × 6102
zhanglei@orientsec.com.cn
徐建花 8621-63325888 × 6090
xujianhua@orientsec.com.cn
周凤武 8621-63325888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 2 月 22 日） 17.46 元
目标价格（6 个月） 23 元
总股本/A 股（亿股） 32.27/6.46
A 股市值（亿元） 598
国家/地区 中国
行业 有色金属
报告日期 2010 年 2 月 22 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5961	3936	6533	7914
同比	2.1%	-34.0%	66.0%	21.1%
归属母公司净利润	2808	545	2105	2727
同比	-7.3%	-80.6%	286.5%	29.5%
ROE	20.46%	3.89%	13.60%	15.69%
EPS	1.04	0.17	0.65	0.85
每股净资产	5.11	4.34	4.80	5.39
P/E	16.7	103.4	26.8	20.7
P/B	3.4	4.0	3.6	3.2

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

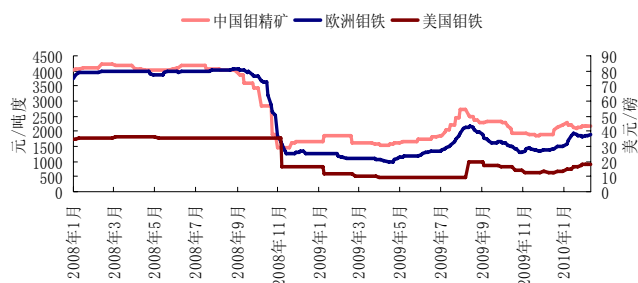
敬请参阅最后一页之重要声明。

钼期货将推动钼价

首次成交的 3 月钼期货成交价为 35,000 美元/吨。而上周欧洲氧化钼价格为 36,375 美元/吨。我们认为短期投资者仍处于观望状态，期待看到期货上市带来的更大流动性。

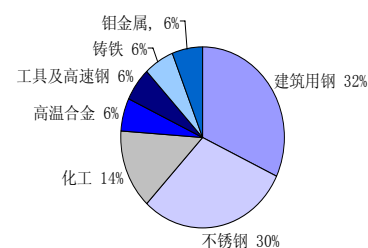
钼价格自 08 年 11 月下落以来一直维持在低位徘徊，上升幅度明显低于其他金属。国内钼精矿价格去年全年涨幅为 34.8%，美国钼铁价格仅增长 2%，远低于其他金属。LME 钼期货品种的推出将改变以往交易价格每周在欧洲和美国的金属期刊上公布的滞后方式，期货品种的推出将更切实的反映市场上供需的状况。我们认为随着钼期货的推出，金融属性增强，预期钼价格将出现补涨情况。另外因为钼金属规模较小，不可避免会有资金流入投机炒作，市场波动性将加大，公司作为 A 股最大钼企业将受益于钼价上涨。

图 1：钼价格高位回落后开始缓慢回升



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：钼的用途

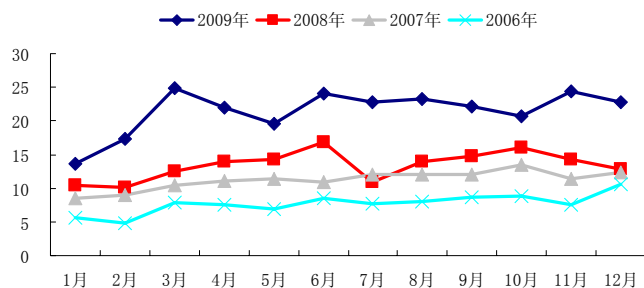


资料来源：CEIC，东方证券研究所

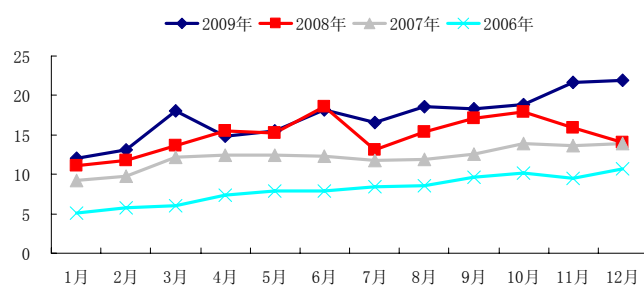
钼的需求增长空间很大：

钼的第一次消费中 75%是用于钢铁行业。钼是生产合金钢，不锈钢，工具钢等的添加剂，可使各类合金钢的强度，韧性，耐热性，耐腐蚀性和可焊接性大大提高。钼在化工领域的应用也不断扩大。主要应用在输油管道，转探，存储，精炼设备和核电设备中。钼还是原油精炼、火电生产过程中的脱硫剂。

钼的消费在过去 50 年里平均每年增长 5%。2005—2007 年间钼消费年均增长 8%。金融危机时期由于不锈钢需求下降而下滑。根据 CPM 预测 2010 年钼需求将增长 6%，主要是由于 1) 中国和印度等新兴国家的基础建设带来的不锈钢需求增长 2) 原油生产领域生产规模扩大，3) 汽车行业和 4) 航天行业的发展。

图 3：中国钼表观消费增长迅速


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 4：中国钼产量


资料来源：CEIC，东方证券研究所

焙烧能力是钼供给的主要瓶颈

由于钼的焙烧环节（从钼精矿到氧化钼环节）污染较严重，特别是硫烟气的回收问题，使得在钼的主要生产地区北美和智利，新增焙烧能力并不容易。而国内由于环保限制，几乎没有新增的焙烧产能，并且已经关停了一些小企业的生产。另外前期钼产品的价格下降也使得部分成本较高的小企业退出了行业。因此全球有限的焙烧能力确保了钼的供给不会过多。

2009 年回顾和 2010 年展望

公司公布 2009 年四季度净利润为 9,300 万元，环比下降 63%。初步预计 2009 年实现净利润 5.48 亿元，每股收益 0.17 元。大幅下降的主要原因是 2009 年 8-10 月钢铁行业库存调整周期影响，四季度钼价环比下降 19%。当前由于钢铁消费需求持续走强，钼价已经恢复到 16.7 美元/磅，大幅高于 09 年四季度平均水平。我们对钼价持续看好，维持公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2008	2009E	2010E	2011E	百万	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10872	9854	9311	11953	营业总收入	5961	3936	6533	7914
现金	9714	8825	7958	10389	营业总成本	2635	3282	4031	4673
应收票据	176	57	95	115	营业成本	1815	2750	3107	3518
应收账款	160	118	261	317	销售费用	53	35	58	70
预付账款	139	44	70	79	管理费用	323	224	380	461
存货	569	792	895	1013	财务费用	-150	-125	-177	-177
非流动资产	3810	6761	9305	9771	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1127	2570	5904	6525	营业利润	3325	654	2502	3240
在建工程	769	2438	1538	1338	营业外收入减支出	-6	-9	-12	-14
无形资产	1715	1715	1715	1715	利润总额	3319	644	2490	3226
资产合计	14682	16615	18617	21724	减：所得税	490	97	374	484
应付项目	546	825	932	1055	净利润	2829	548	2117	2742
付息负债	75	1446	1848	2902	少数股东损益	21	3	12	15
短期借款	75	47	302	1166	归属母公司净利润	2808	545	2105	2727
长期付息负债	0	1399	1546	1737					
其他负债	211	201	206	207	成长能力				
负债合计	832	2472	2986	4165	营业收入同比	2.1%	-34.0%	66.0%	21.1%
所有者权益	13850	14143	15631	17559	EBITA同比	-5.3%	-79.0%	254.7%	30.7%
实收资本	2689	3227	3227	3227	归属母公司净利润同比	-7.3%	-80.6%	286.5%	29.5%
资本公积	7265	6620	6620	6620	利润水平				
留存收益	3775	4156	5629	7538	销售毛利率	69.5%	30.1%	52.4%	55.5%
少数股东权益	121	140	155	174	销售净利率	47.5%	13.9%	32.4%	34.7%
负债和权益合计	14682	16615	18617	21724	整体绩效				
					ROE	20.5%	3.9%	13.6%	15.7%
经营活动现金流	2840	985	2194	3184	ROIC	62.5%	10.8%	20.8%	26.5%
净利润	2829	548	2117	2742	运营效率				
折旧摊销	155	148	258	508	应收账款周转率	19.6	28.4	34.4	27.4
营运资金变动	-65	201	-180	-66	存货周转率	11.8	5.8	7.7	8.3
投资活动现金流	-994	-3099	-2802	-974	偿债能力				
资本支出	-924	-3261	-2691	-930	流动比率	17.5	11.3	7.5	5.4
长期投资	0	0	0	0	速动比率	16.6	10.4	6.8	4.9
筹资活动现金流	6568	1225	-260	221	EBITA / I	22.7	9.7	30.7	24.3
短期借款	42	-28	255	863	资产负债率	6%	15%	16%	19%
长期借款	-866	1399	147	191	每股指标				
普通股增加	538	538	0	0	EPS	1.04	0.17	0.65	0.85
资本公积	7219	-645	0	0	每股净资产	5.11	4.34	4.80	5.39
其他	-365	-38	-662	-833	P/E	16.7	103.4	26.8	20.7
现金净增加额	8413	-888	-867	2431	P/B	3.4	4.0	3.6	3.2

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张镭 徐建花 周凤武

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn