

深度研究报告

质地优良的钼业龙头

有色金属

2010 年 4 月 7 日

评 级: 强烈推荐 (首次)

合理价格: 23.0-27.0 元

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者

国联证券研究所综合组

组长: 杨平

执业证书编号: S0590210020003

联系人:

曾海

电话: 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

——金钼股份 (601958.SH) 研究报告

公司是国内最大钼产品提供商之一, 钼炉料、钼化工和钼金属是公司的三大龙头产品, 主要下游以钢铁企业为主, 销售区域以欧洲市场为主。

弱供给与强需求的矛盾推动钼行业复苏, 钼价进入上升通道。全球钼资源分布不均衡、政府政策限制以及厂商限产等因素导致钼供给等增长潜力受限制; 需求在经济回暖, 下游行业产能利用率提升的刺激下出现恢复性增长, 且受益于发展中国家产业结构升级呈长期增长趋势, 弱供给与强需求的矛盾将推动行业复苏。历史周期分析表明, 钼行业的“繁荣--衰退”周期持续 3-4 年, 供需矛盾的恶化将推动行业进入新一轮繁荣周期, 钼价进入上升通道。

五大优势表明公司质地优良。公司是国内最大钼业龙头之一, 拥有五大优势: 1) 引进宝钢、太钢等大客户作为战略投资者, 构建战略性的股权结构, 从而稳定下游需求; 2) 收购汝阳矿, 扩大资源储量, 形成储量规模优势确保长期发展; 3) 以资源为核心, 构建上下游产业一体化链, 实现利润全面化和多元化; 4) 强劲的盈利能力实现利润最大化; 5) 稳健的财务管理为公司扩张提供增长动力。同业比较, 公司质地更优良。

产能释放和钼价恢复性上涨催化业绩回升。公司业绩受产量和钼价影响, 1) 公司募投项目 2009-2010 年相继投产, 钼金属产能提升 20% 左右, 产能释放将推动公司业绩增长, 预计未来公司主要产品产量将保持 10-20% 的增长; 2) 钼价受益于欧洲钢铁行业产能利用率提升出现恢复性上涨, 当前钼价已接近 2009 年中期高点, 预计未来将逐步上升。

首次给与“强烈推荐”评级, 目标价: 23.0-27.0 元。公司预报 2009 年 EPS0.17 元, 业绩处于历史低点, 公司业绩将在产能释放和价格上涨双重推动力的作用下快速回升。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.58 元、0.79 元及 1.03 元, 对应 PE 分别为 30、22、17 倍。根据可比公司估值水平, 首次给与“强烈推荐”评级, 目标价: 23.0-27.0 元

目 录

一、钼：资源分布不均的战略性金属	4
1.1、钼的基本性质	4
1.2、全球钼资源分布不均衡	4
1.3、钼的应用具有战略意义	5
二、钼行业：弱供给与强需求矛盾推动行业复苏	7
2.1、供给：国际供给增长乏力，国内供给继续受限	7
2.2、需求：短期看欧美需求复苏，长期看发展中国家产业结构升级	11
2.3、供求失衡将推动钼行业进入新一轮繁荣周期	13
2.4、历史回顾：“繁荣-衰退”周期持续 3-4 年	14
三、金钼股份：质地优良的钼业龙头	14
3.1、战略性的股权结构	14
3.2、丰富的资源储备	15
3.3、全面的产业链布局	16
3.4、强劲的盈利能力	17
3.5、稳健的财务管理	18
3.6、同业比较，优势明显	19
四、盈利预测及投资建议	20
4.1、业绩催化剂：产能释放与价格上涨	21
4.2、盈利敏感性分析	22
4.3、假设条件及盈利预测	23
4.4、估值及投资建议	24
五、风险因素	24

图表目录

图表 1：钼元素的基本性质	4
图表 2：全球钼金属储量分布	5
图表 3：中国钼金属储量分布	5
图表 4：中国主要钼矿储量、平均品位及特点	5
图表 5：钼消费结构	6
图表 6：中国主要钼矿储量、平均品位及特点	6
图表 7：1999-2008 世界主要钼生产国钼金属产量	8
图表 8：2000-2008 年美国、智利钼产量增速比较	8
图表 9：2004-2008 年美洲地区伴生钼产量及增速	8
图表 10：国际主要新建/扩建钼项目延期情况	9
图表 11：1999-2008 世界主要钼生产国钼金属产量	9
图表 12：中国钼行业部分准入政策	9

图表 13: 2008-2010E中国钼出口配额 (金属量)	10
图表 14: 2003-2009 年国内钼产品出口税收政策.....	11
图表 15: 2003-2008 年全球钼消费结构对比.....	12
图表 16: 欧盟粗钢月产量及增速.....	12
图表 17: 北美粗钢月产量及增速.....	12
图表 18: 2005-2008 主要国家吨钢耗钼量比较.....	13
图表 19: 全球钼供需平衡表 (单位: 吨)	14
图表 20: 2003 年 7 月-2010 年 3 月欧洲氧化钼价格走势	14
图表 21: 公司股权结构及控股公司 (截至 2009 中报)	15
图表 22: 全球主要原生钼矿资源状况.....	15
图表 23: 公司钼产业链布局及产能分布 (2010 年)	16
图表 24: 2009/1H公司收入构成.....	17
图表 25: 2009/1H公司利润构成.....	17
图表 26: 有色金属资源龙头公司毛利率比较.....	18
图表 27: 有色金属资源龙头公司净利率比较.....	18
图表 28: 有色金属资源龙头公司ROA比较.....	18
图表 29: 有色金属资源龙头公司ROE比较.....	18
图表 30: 公司资产负债率保持稳定.....	18
图表 31: 公司偿债能力显著增强.....	18
图表 32: 存货周转率保持稳定, 2009 年中期应收账款周转率显著下降	19
图表 33: 公司近几年产能扩张项目	19
图表 34: 2006-2009/1H金钼/洛钼销售收入比较.....	20
图表 35: 2006-2009/1H金钼/洛钼净利润比较.....	20
图表 36: 2007-2009/1H金钼/洛钼国内销售收入占比.....	20
图表 37: 2006-2009/1H金钼/洛钼毛、净利润率.....	20
图表 38: 公司近几年产能扩张项目	21
图表 39: 2008/1-2010/3 欧洲氧化钼卖价走势图.....	22
图表 40: 公司产量、价格对EPS敏感性分析	22
图表 41: 公司产品销量、销售价格及毛利假设和预测	23
图表 42: A股可比公司估值.....	24

一、钼：资源分布不均的战略性金属

1.1、钼的基本性质

钼，化学符号为 Mo，原子量为 95.94，是一种银白色的可塑难溶稀有金属。钼原子间结合力极强，使其具有优良物理、化学和机械性能。钼在常温 and 高温下强度都很高，且膨胀系数小，导电率大，导热性能好，在常温下不与盐酸、氢氟酸及碱溶液反应，仅溶于硝酸、王水或浓硫酸之中。因此钼及其合金在冶金、化工、环保和宇航等重要部门有着广泛的应用和良好的前景。

图表 1：钼元素的基本性质

性质		性质	
名称	钼	化学符号	Mo
原子量	95.94	原子序数	42
密度	10.2 克/立方厘米	硬度	5.5
熔点	2625℃	沸点	4600℃

数据来源：国联证券研究所

钼的主要缺点是抗高温氧化性能差和室温延性不佳。当温度达到 400℃ 时钼开始发生轻微的氧化，当温度达到 600℃ 后则发生剧烈的氧化而生成三氧化钼，针对这两个缺点，目前主要通过涂层和合金强化来解决。

1.2、全球钼资源分布不均衡

自然界中，不存在单体形态的钼金属，目前已经发现的含钼矿物有许多种，但最具有工业开采价值的只有辉钼矿。辉钼矿中的钼元素以二硫化钼的形式存在，并常与其它金属（特别是铜）的硫化物伴生。根据钼元素的存在形式，钼矿可以分成三种：

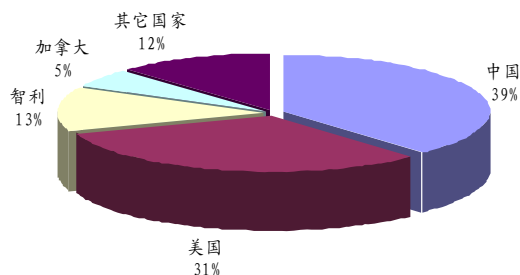
- 1)、原生钼矿，从辉钼矿中提取钼精矿
- 2)、次生钼矿，从主产品铜中分离钼
- 3)、共生钼矿，钼和铜的工业开采价值均等

全球钼资源储量并不丰富，据亚洲金属网统计，全球静态的钼储量估计有 5500 万吨，其中约 3600 万吨钼可被现代技术采掘。根据 USGS2007 年报告统计，全球钼金属储量约为 860 万吨，储量基础为 1900 万吨。按 2008 年全球 21 万吨的消费量测算，不考虑新兴国家新增需求，全球钼金属的储量仅能满足 40 年的需求，即使按储量基础测算，也仅能满足不到 100 年的需求。

分布不均衡，产地高度集中是全球钼资源分布的主要特点。据统计中国、美国、智利是全球钼资源最丰富的国家，三者储量占比超过 80%。其中中国

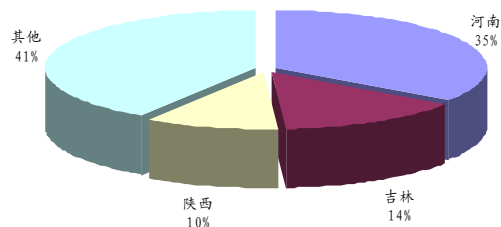
的钼资源储量全球第一，占比达到 40%左右的水平。

图表 2：全球钼金属储量分布



数据来源：国联证券研究所、USGS

图表 3：中国钼金属储量分布



数据来源：国联证券研究所、中国有色金属协会

与全球钼资源的分布高度集中相似，在资源储量最丰富的中国，钼矿的分布也不均衡。根据中国有色金属工业协会统计，我国的钼储量及储量基础分别为 400 万吨和 980 万吨。其中河南省拥有的钼资源储量最多，约占全国钼探明储量的 35%；吉林省位居第二，约占 14%；陕西省第三，约占 10%。

与美国、智利等国次生、共生钼矿居多不同，我国的钼矿以单体原生矿居多，而且大型矿山以露天开采为主。

图表 4：中国主要钼矿储量、平均品位及特点

矿区名称	探明储量 (万吨)	平均品位	开采方式	矿床类型	共、伴生组份
栾川钼矿	49.80	0.11%	露采、坑采	斑岩型、矽卡岩型	铁、硫、钨、铼
大黑山钼矿	79.40	0.07%	露采	斑岩型	铁、硫
金堆城钼矿	78.66	0.10%	露采	斑岩型	铜、铁、硫、铼
汝阳钼矿	68.90	0.11%	露采	斑岩型	铜、铁、硫、铼
葫芦岛钼矿	21	0.27%	坑采	矽卡岩型	铜、铁、硫、铼
青田钼矿	1.8	0.21%	坑采	石英脉型	钨

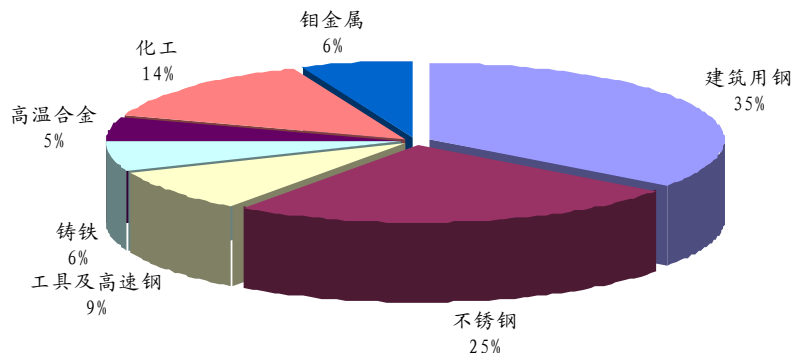
数据来源：国联证券研究所、安泰科

1.3、钼的应用具有战略意义

作为一种稀有金属，钼因其优异的物理、化学和机械性能而被广泛应用在钢铁、化工等行业。通过添加钼可以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，从而扩大各类合金钢的用途范围和使用年限。

全球钼消费总量中，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。

图表 5: 钼消费结构



数据来源：国联证券研究所、国际钼协（IMOA）

除钢铁行业外，钼在其它合金领域及化工领域的应用也不断扩大。例如，二硫化钼润滑剂广泛用于各类机械的润滑，钼金属逐步应用于核电、新能源等领域。由于钼重要性，各国政府视其为战略性金属，原因包括：

- “战争金属”的作用仍将持续。钼在二十世纪初被大量应用于制造武器装备，1943 年全球钼产量达到 3 万吨，被称为“战争金属”。现代高、精、尖装备对材料的要求更高，如钼和钨、铬、钒的合金用于制造军舰、火箭、卫星的合金构件和零部件。
- 新能源应用提升重要性。钼在核电领域主要用作冷凝管，随着全球核电产业的发展，钼在核电领域的用量将逐步增加。
- 化工、农业、医药应用强化战略意义。钼在化工领域主要用作催化剂、着色剂和涂料等；农业方面，适量的钼化合物能够增加农作物产量。

随着新技术的发展，钼用途会越来越广泛，其战略意义将更明显。市场上，钼主要以钼精矿、钼炉料、钼化工产品及钼金属等形态进行交易。由于这些产品分别属于产业链的不同位置，因此其特性和应用领域也各有不同。

图表 6: 中国主要钼矿储量、平均品位及特点

产品	图片	特性	应用领域
钼炉料	焙烧钼精矿粉	氧化钼/二硫化钼混合物，粉末状，通常含硫小于 0.07%	钼业初级原材料 钢铁(添加剂)
	焙烧钼精矿块	氧化钼/二硫化钼混合物，块状，通常含硫小于 0.07%	钼业初级原材料 钢铁(添加剂)

钼化工	钼铁		分子式: FeMo 钼铁合金, 块状, 通钢铁(添加剂) 常含钼 50-60%
	二硫化钼		分子式: MoS ₂ 钼业精矿原材料 辉钼矿主要成分, 黑化工(催化剂、润滑剂 色固体粉末 等)
	高纯三氧化钼		分子式: MoO ₃ 钼业原材料(用于生产 白色透明斜方晶体 金属钼)
	钼酸铵		分子式: (NH ₄) ₆ Mo ₇ O ₂₄ ·4H ₂ O 钼业原材料(用于生产 青白或黄白色晶体 三氧化钼、金属钼等) 化工(催化剂) 农业(钼肥) 医药
钼金属	钼粉		金属钼(Mo) 钼深加工原材料(棒、 分为轻质钼粉(PCC)板、丝等) 和钼粉(GCC), 无毒、广泛应用于工农业领 域 无臭、无味粉末
	钼板		金属钼(Mo) 钼深加工原材料(轧制 板状 钼板、钼箔、钼圆片) 电气行业, 耐高温材料
	钼棒		金属钼(Mo) 电气行业, 耐高温材料 棒状
	钼丝		金属钼(Mo) 电气行业, 耐高温材料 丝状

数据来源: 国联证券研究所、公司

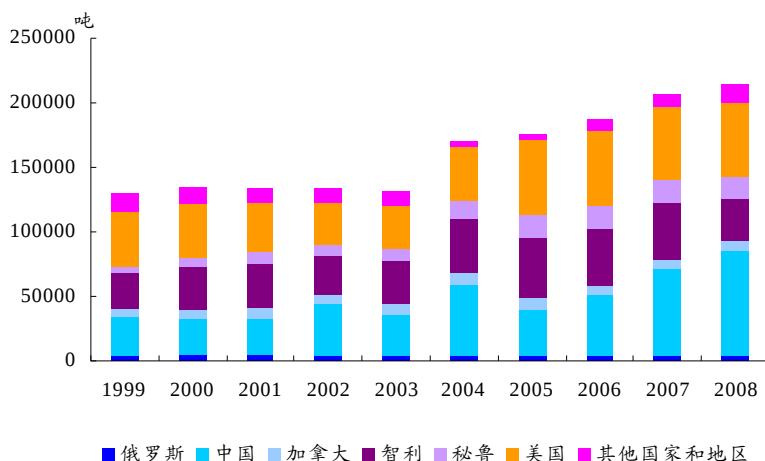
二、钼行业:弱供给与强需求矛盾推动行业复苏

2.1、供给: 国际供给增长乏力, 国内供给继续受限

2.1.1、中国、美国、智利主导全球供给

中国、美国、智利是全球钼资源最丰富的三个国家, 同时也是世界上主要的钼供给国, 三者的钼金属产量占全球总产量的 80%。从占比来看, 中国的产量占比逐年增加, 从 1999 年的 22%, 上升至 2008 年的 38%, 而美国、智利的占比逐年下降, 2008 年美国的钼产量占全球总产量的 27%, 智利的钼产量仅占全球总产量的 15%。

图表 7: 1999-2008 世界主要钼生产国钼金属产量

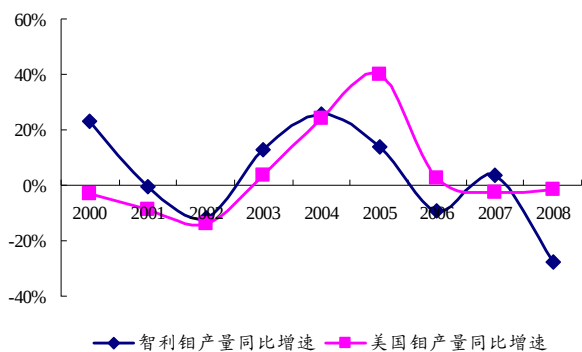


数据来源: 国联证券研究所、《世界金属统计》、安泰科

2.1.2、国际供给增长乏力

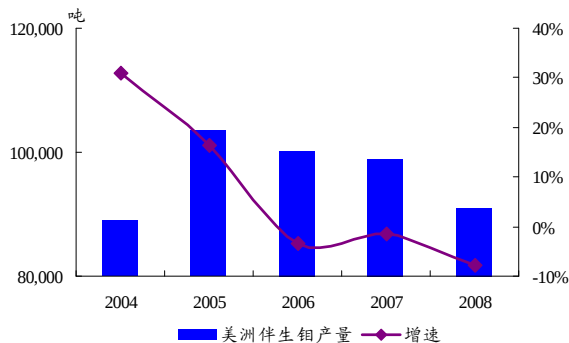
钼的国际供给以智利、美国为代表, 合计产量占全球总产量的 40% 以上。2005-2006 两国的钼产量增速开始下滑, 导致国际钼供给进入低速增长通道。两国钼矿以伴生钼为主, 由于矿山品味下降, 新建项目延迟等原因, 美洲地区的伴生钼产量从 2006 年起成负增长状态。

图表 8: 2000-2008 年美国、智利钼产量增速比较



数据来源: 国联证券研究所、《世界金属统计》、安泰科

图表 9: 2004-2008 年美洲地区伴生钼产量及增速



数据来源: 国联证券研究所、CRU

由于伴生钼占全球钼供给量的 60%, 因此美洲地区的伴生钼产量持续负增速不利于全球钼供给的增长。另外, 受 2008 年金融危机影响, 下游行业疲软, 需求减弱, 一些国际大型钼厂商相继推迟其产能扩张项目, 因此短期内国际钼供给增长潜力有限。根据 CRU 预测, 2010-2012 年除中国外的国际钼产量的平均增速将维持在 5% 左右。

图表 10: 国际主要新建/扩建钼项目延期情况

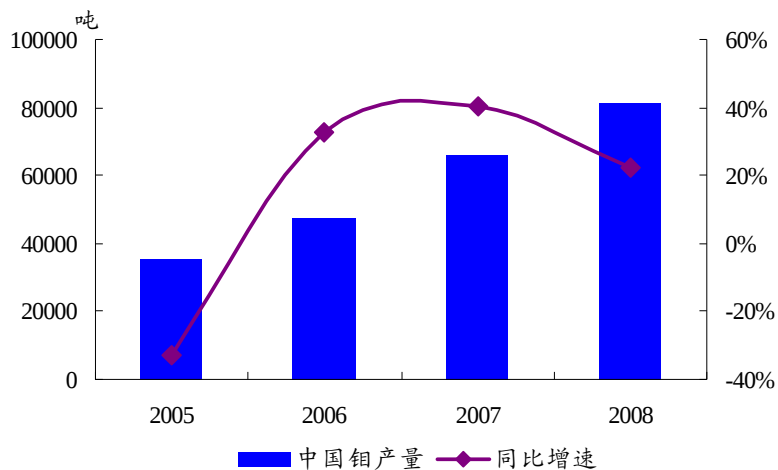
公司名称	项目名称	产能 (吨)	原计划投产	现计划投产
Freeport-McMoRan	Climax 钼矿重启	13,620	2010	2011
Thompson Creek	Davision 项目	2,270	2010	2010
Thompson Creek	Endako 扩建	7,718	2010	2010
General Moly	Mount Hope 项目	17,250	2010	2012
Adanac	Ruby Creek 项目	5,902	2011	2011

数据来源: 国联证券研究所、安泰科

2.1.3、国内供给继续受限

2006 年中国钼产量出现爆发式增长, 并在 2007 年成为世界上最大的钼产出国。2006-2008 年, 中国的钼产量复合增长率达到 31.5%。

图表 11: 1999-2008 世界主要钼生产国钼金属产量



数据来源: 国联证券研究所、《世界金属统计》、安泰科

虽然中国已经成为全球最大的钼供给国, 但是产品结构不合理, 主要是以原材料输出为主。为提高升级国内钼产业结构, 同时控制钼冶炼过程中污染, 政府相继出台多项政策调控国内钼行业, 包括行业准入政策、配额政策及出口税收政策。

- **产业准入政策。**由于钼具有稀缺性、战略性以及污染性, 国家从 2006 年开始就针对钼行业设立行业准入条件, 这些条件有利于国内大型钼生产企业的发展。

图表 12: 中国钼行业部分准入政策

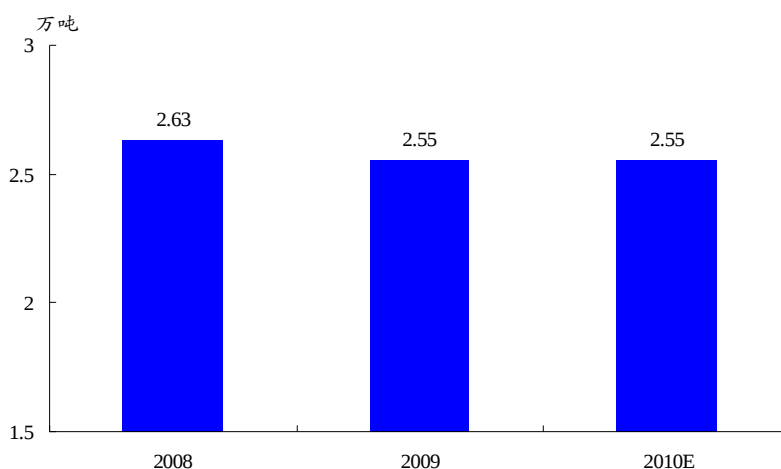
年份	政策法规	制定部门	具体措施
2006	《关于发布实施〈限制用地项目目录 (2006 年)〉 〈禁止用地项目目录 (2006 年)〉的通知》	国土资源部 国家发改委	禁止或限制钨钼行业新建项目的土地审批

2007	《外商投资产业指导目录 (2007 年修订版)》	国家发改委 商务部	禁止外商投资钨、钼等矿产的勘探、冶炼、分离等产业
2007	《中华人民共和国进出口税则》	中国海关总署	钼精矿被列入禁止类加工贸易产品的类目 露天矿采选矿综合生产能力不得低于日处理矿石量 1 万吨；坑采采选矿综合能力不得低于日处理矿石量 5000 吨。
2010	《钼行业准入条件（征求意见稿）》	工信部	冶炼生产企业工业氧化钼（含钼不低于 51%）年生产能力不得低于 5000 吨、钼铁（含钼不低于 60%）年生产能力不得低于 5000 吨。

数据来源：国联证券研究所、国土资源部、国家发改委、海关总署、商务部、工信部

- **出口配额政策。**由于国内钼产品以出口为主，为控制国内钼资源过度出口，避免重蹈稀土行业覆辙；同时避免低价倾销案发生，商务部于 2007 年起开始实施出口配额政策。2010 年 2 月，商务部公布了 2010 年第一批钨钼贸易工业品出口配额，其中钼初级原料 20312 吨，钼化工 2400 吨，钼制品 2295 吨，预计 2010 年全年钼出口配额将保持 2.55 万吨（金属量）左右。

图表 13: 2008-2010E 中国钼出口配额（金属量）



数据来源：国联证券研究所、商务部

- **出口税收政策。**中国钼行业的出口税收政策经历了从退税到征税的一个过程，与政府倡导的提升产业结构，扶持高附加值产品出口的政策相呼应。2003 年之前所有的钼产品出口均能享受 100% 全额退税，随后几年退税率逐步下降，特别是钼初级原料的退税率下降显著。从 2006 年开始，政府对初级原料开始征收出口关税，以限制此类商品的出口；同时仍对深加工产品实行退税，以鼓励此类产品出口。

图表 14: 2003-2009 年国内钼产品出口税收政策

产品	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
以烧焙钼矿砂及其精矿	-13%	-8%	0%	10%	15%	15%	15%
钼铁	-13%	-13%	-13%	10%	10%	20%	20%
其他钼矿砂及其精矿	-13%	-8%	0%	10%	15%	15%	15%
钼的氧化物及氢氧化物	-15%	-5%	-5%	-5%	15%	15%	15%
钼酸铵	-15%	-5%	-5%	-5%	15%	15%	15%
其他钼酸盐	-15%	-5%	-5%	-5%	15%	15%	15%
钼粉	-13%	-13%	-13%	0%	15%	15%	10%
未锻轧, 包括条、杆	-13%	-13%	-13%	0%	15%	15%	15%
锻轧钼条、杆、型材	-13%	-13%	-13%	-13%	-5%	-5%	-5%
钼丝	-13%	-13%	-13%	-13%	-5%	-5%	-5%
钼废碎料	-13%	-13%	-13%	-13%	15%	15%	15%
其他钼制品	-13%	-13%	-13%	-13%	-5%	-5%	-5%

数据来源: 国联证券研究所、商务部

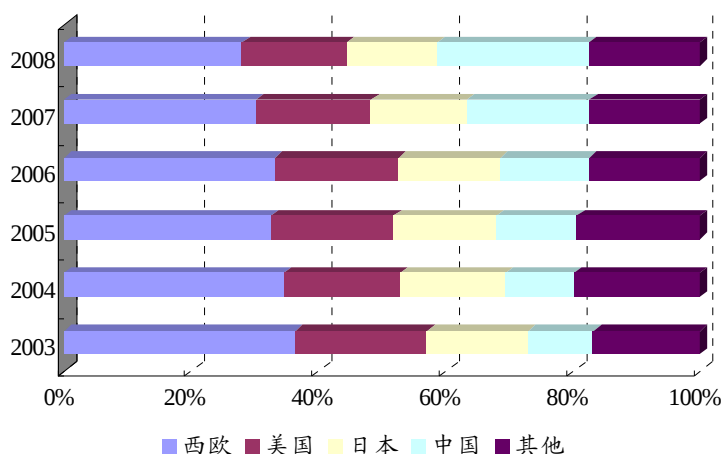
资源的稀缺决定未来钼供给将长期受制于三大供给国, 由于美洲伴生钼已进入低速增长期, 同时中国政府又加大对钼行业的调控力度, 未来几年钼供给将趋紧张。

2.2、需求: 短期看欧美需求复苏, 长期看发展中国家产业结构升级

2.2.1、中国崛起改变全球钼消费布局

钼作为合金添加剂, 主要应用于特种钢材, 化工等行业, 对材料综合应用具有一定的技术要求, 因此传统的消费强国是西欧、美国、日本等发达国家。但是随着全球经济的发展和产业转移, 以中国为代表的新兴消费国和地区逐渐崛起。数据表明, 2003-2008 年全球钼消费总量保持稳定增长, 但是消费结构已经发生改变。传统消费强国和地区的钼消费量占比从 2003 年的 80% 下降至 2008 年的 59%; 而中国的钼消费量占比从 2003 年的 10% 上升至 2008 年的 24%。

图表 15: 2003-2008 年全球钼消费结构对比



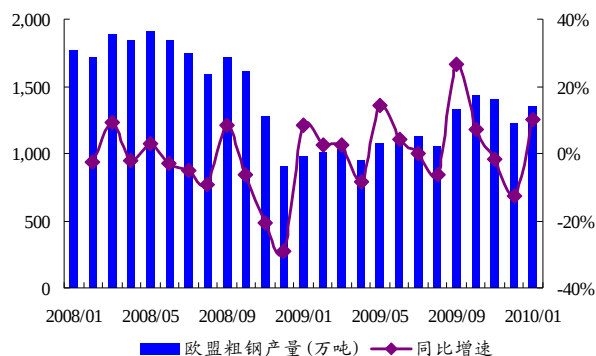
数据来源: 国联证券研究所、《世界金属统计》、安泰科

2.2.2、发达国家钢铁行业产能利用率提升，需求有望逐步恢复

欧洲、美国等发达国家是传统的钼消费强国和地区，消费量占比达到 59%，特别是欧洲，2008 年的钼消费占比达到 28%，是全球最大的钼消费地区。由于欧洲几乎没有大型钼矿，资源自给率较低，钼资源主要依赖进口，因此发达国钼需求的波动对全球钼需求的影响较大。

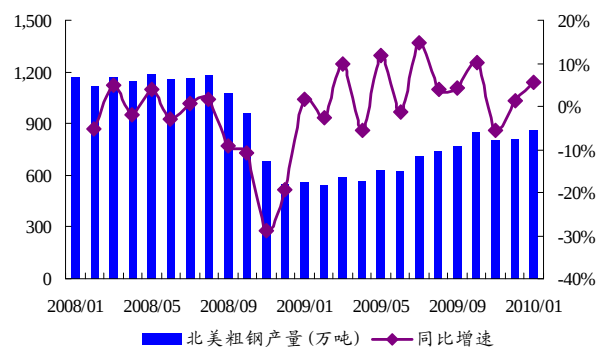
钢铁行业消费全球 75% 的钼，特别是特钢、不锈钢等子行业对钼的需求较大，钢铁行业直接影响全球钼需求。受金融危机影响，发达国家的钢铁行业陷入衰退，产量、盈利及产能利用率均出现下降。数据显示发达国家的钢铁市场已经触底，增速开始上升，产能利用率也逐渐增加。虽然行业尚未完全恢复，但随着发达国家钢铁行业走出底部，对钼的恢复性需求有望增加，并推动钼行业进入下一个繁荣周期。

图表 16: 欧盟粗钢月产量及增速



数据来源: 国联证券研究所、WIND

图表 17: 北美粗钢月产量及增速



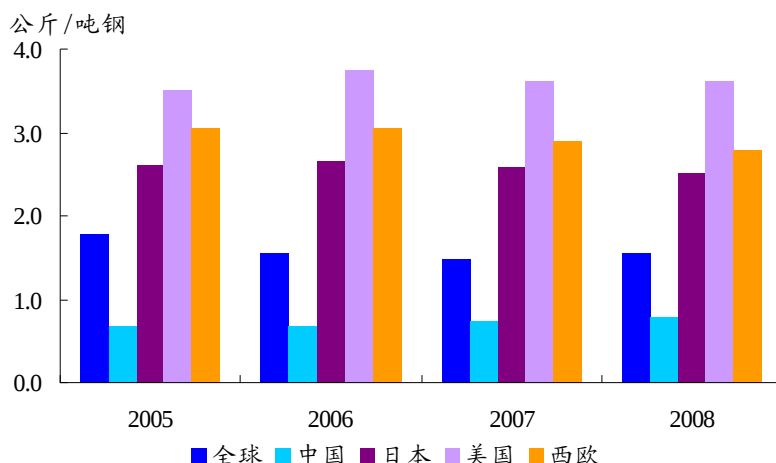
数据来源: 国联证券研究所、WIND

2.2.3、新兴发展中国家钢铁产业结构升级提升长期需求

发达国家钢铁行业处于成熟期，增长潜力有限，钢铁行业对钼的需求基本饱和，需求增长以短期恢复性增长为主。发展中国家钢铁行业处于高速发展期，特别是特钢行业发展落后。由于钼主要应用于特钢业，因为发展中国家钢铁产业结构升级能够长期提升钼需求总量。

钢铁行业是钼的主要需求行业，我们以吨钢耗钼量来判断钢铁行业发展水平，比较 2005-2008 年全球主要国家和地区的吨钢耗钼量，可知美国钢铁行业最发达，平均每吨粗钢消耗 3.5 公斤钼金属，欧洲、日本紧随其后，分别为 3.0 公斤、2.5 公斤，并且较为稳定，表明钢铁产业发展成熟。全球平均吨钢耗钼量维持在 1.5 公斤左右，而中国作为新兴发展中国家的代表，其吨钢耗钼量只有不到 0.8 公斤。

图表 18: 2005-2008 主要国家吨钢耗钼量比较



数据来源：国联证券研究所、WIND

静态测算，如果以全球平均水平为标准，中国钢铁产业结构升级将导致钢铁行业的钼需求增加 100%左右；如果以欧洲为标准，则全球钢铁产业结构升级将导致全球钢铁行业的钼需求增长 100%。从经济发展和钢铁产业结构调整 and 升级的角度来看，新兴发展中国家将是钼需求长期增长的主要推动力。

2.3、供求失衡将推动钼行业进入新一轮繁荣周期

增长乏力的供给和恢复性增长的发达国家需求，以及发展中国家产业结构升级形成的新增需求将导致全球钼供求关系从过剩转向紧张。根据 CRU 的预测，2011 年全球钼需求缺口将达到 255 吨，供求关系的再平衡过程将是钼行业进入新一轮繁荣周期的过程，钼价有望重新进入上升通道。

图表 19: 全球钼供需平衡表 (单位: 吨)

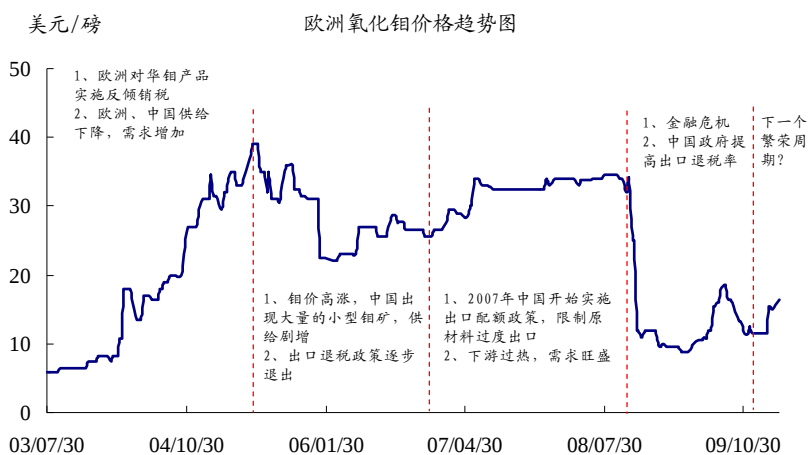
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
全球产量	192,739	210,092	220,384	212,675	222,580	238,805	257,467
增速	7.90%	9.00%	4.90%	-3.50%	4.70%	7.30%	7.80%
原生矿产量	84,601	102,091	122,333	125,065	133,020	144,664	155,656
增速	24.80%	20.70%	19.80%	2.20%	6.40%	8.80%	7.60%
伴生矿产量	108,138	108,001	98,051	87,610	89,560	94,142	101,811
增速	-2.40%	-0.10%	-9.20%	-10.60%	2.20%	5.10%	8.10%
全球需求	189,937	210,846	218,878	208,746	222,059	239,060	259,516
增速	5.50%	11.00%	3.80%	-4.60%	6.40%	7.70%	8.60%
过剩 (短缺)	2,802	-754	1,506	3,929	521	-255	-2,049

数据来源: 国联证券研究所、CRU

2.4、历史回顾: “繁荣-衰退”周期持续 3-4 年

作为周期性品种之一, 钼行业具有较强的周期性。21 世纪前十年钼行业共经历了两轮波动周期, 分别是: 2003-2006, 2006-2008, 每个周期约持续 3-4 年。其中供求关系是决定性因素, 需求旺盛导致价格高涨, 推动新产能释放, 进而供过于求, 产品价格下跌; 政府政策在该过程中起到助推器作用。

图表 20: 2003 年 7 月-2010 年 3 月欧洲氧化钼价格走势



数据来源: 国联证券研究所、WIND

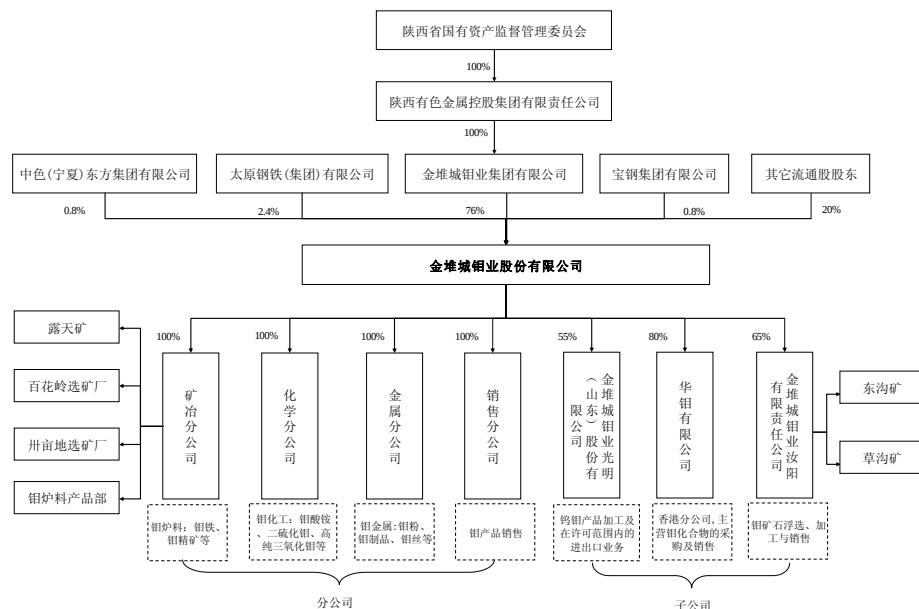
三、金钼股份: 质地优良的钼业龙头

3.1、战略性的股权结构

金钼股份是陕西有色金属控股集团下属的两大资本平台之一, 公司主要资产来源于 1959 年成立的金堆城钼矿。2007 年, 母公司金堆城钼业集团以

其钼业务资产作为出资，联合太钢集团、东方集团和宝钢集团共同发起设立股份有限公司，并于 2008 年 4 月 9 日成功上市。由于钼主要应用于钢铁业，特别是特钢行业，通过引进钢铁业两大巨头：宝钢、太钢作为战略投资者，有利于稳定公司下游需求，具有战略性的意义。

图表 21：公司股权结构及控股公司（截至 2009 中报）

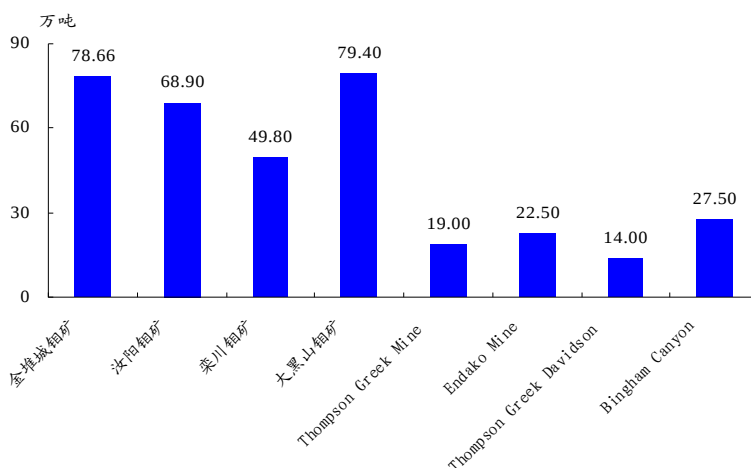


数据来源：国联证券研究所、公司

3.2、丰富的资源储备

金钼股份是国内最大的钼生产、加工企业之一，丰富的资源储备是公司最大的竞争优势。公司目前拥有两座矿山，分别是金堆城钼矿和汝阳钼矿，控制钼金属保有储量达到 146.9 万吨，权益储量 123.44 万吨。公司两座矿山的日矿石处理能力达到 3.5 万吨，年产钼金属大约在 1.4 万吨左右。

图表 22：全球主要原生钼矿资源状况



数据来源：国联证券研究所、安泰科

金堆城钼矿是公司的主体矿山，也是世界六大原生钼矿床之一。公司拥有该矿山 2.63 平方公里的采矿权，矿区分为小北露天、南露天和全露天三部分，且均为露天矿，矿石开采成本较低。据勘探测算，金堆城矿山钼金属保有储量达到 78.66 万吨，平均品位为 0.10%，日矿石处理能力达到 3 万吨左右，年产钼金属 1.2 万吨。

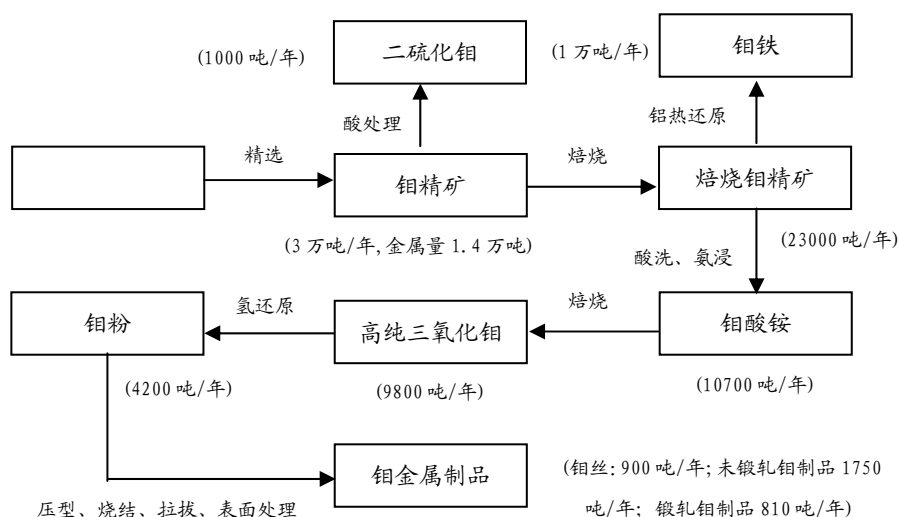
汝阳钼矿是公司为增强竞争实力，增加资源储备于 2008 年底利用募集资金收购的一个矿山，公司控股权达到 65%。该矿山分为草沟（0.09 平方公里的采矿权）和东沟矿区（5.58 平方公里的探矿权）两个矿区，也均为露天矿。据勘探测算汝阳矿山钼金属保有储量达到 68.90 万吨，平均品位为 0.11%，日矿石处理能力达到 5000 吨左右，年产钼金属 2000 吨。

丰富的资源储备一方面提升公司的竞争能力和盈利能力，另一方面也为公司的长期增长提供了保障。目前公司的年钼金属产量达到 1.4 万吨左右，公司控制的 146.9 万吨钼金属储量能够满足公司 100 年的运营所需。根据规划，未来公司将扩充矿石处理能力，预计未来公司年钼金属产量将达到 2 万吨左右，增长 43%，公司控制的钼金属储量仍能够满足 70 年的运营需求。

3.3、全面的产业链布局

作为国内最大的钼省产企业之一，公司不仅充分利用钼资源优势，而且构建了以钼资源为核心的，集矿石采选、冶炼、深加工一体化的产业链。通过全面布局钼产业链，一方面增强公司的竞争能力，摆脱纯粹依靠出售资源盈利的模式，另一方面通过提升产品附加值，全方位提升公司的盈利水平。

图表 23：公司钼产业链布局及产能分布（2010 年）

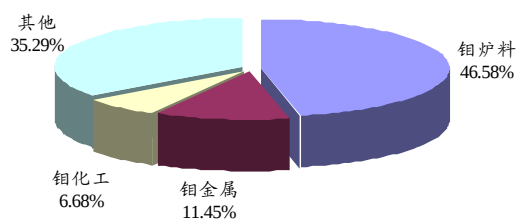


数据来源：国联证券研究所、公司

公司钼产品分为钼炉料、钼化工和钼金属三类。其中钼炉料包括：钼精矿、氧化钼和钼铁，主要应用于钢铁行业和钼进一步加工；钼化工包括：钼酸铵、高纯氧化钼和二硫化钼，主要应用于化工行业和钼进一步加工；钼金属包括钼粉、钼丝等钼金属制品，应用领域覆盖钢铁、航空、核电等行业。

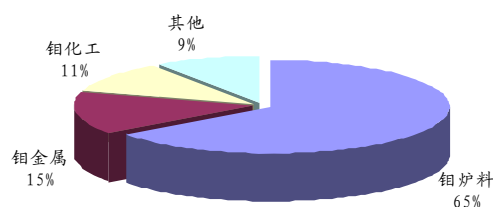
钼炉料是公司销售收入和利润的主要贡献者，2009 年中期报告显示，钼炉料销售收入贡献 46.58%，利润贡献 65%。主要是因为：1）目前钼的应用以钢铁行业为主，钼炉料是钢铁行业需求的主体；2)钼炉料是公司发展多年的产品，而钼化工、钼金属等产品仍处于发展初期。

图表 24：2009/1H 公司收入构成



数据来源：国联证券研究所、WIND

图表 25：2009/1H 公司利润构成



数据来源：国联证券研究所、WIND

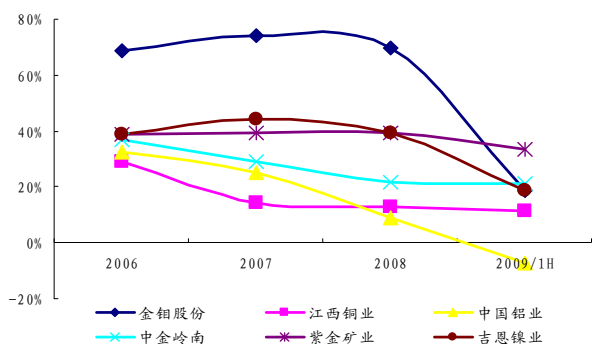
钼资源作为一体化产业链运作的基础，决定公司下游产能利用率。产业链布局决策过程中，公司充分考虑资源的重要性，下游产能与钼精矿的产能相配套，确保公司的资源自给率保持在高位。根据公司未来发展规划，如果钼市场需求持续好转，公司的钼金属产能将保持平均 2000 吨/年的增长。

3.4、强劲的盈利能力

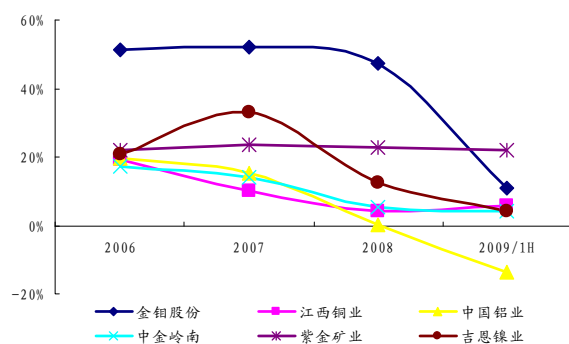
近几年来钼的供给和需求均出现较大幅度的增长，钼业的盈利能力普遍强于其他基本金属。作为以钼资源为核心竞争力的企业，公司的盈利能力较为强劲，优于基本金属而略逊于黄金。

我们选取 A 股上市公司中几家较大的有色金属资源龙头公司进行比较，发现即使在 2008 年下半年-2009 年上半年市场最差的时候，公司仍能够保持较高的销售毛利率和净利率，2008 年之前，公司的毛利率水平保持在 70%左右，净利率保持在 50%左右。公司 ROA、ROE 也具备较强的优势，2008 年之前稳定在 50%-60%左右。2008-2009 年钼价大跌，导致公司收益水平大幅度下降，但横向比较，仍优于其它基本金属。

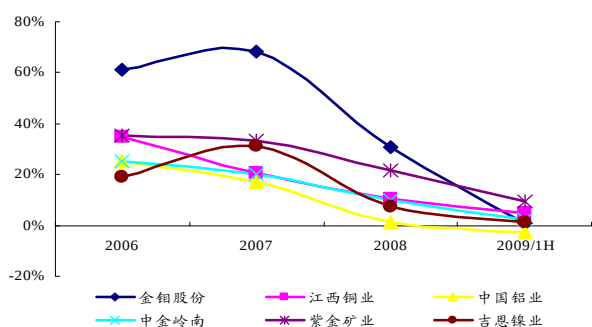
图表 26: 有色金属资源龙头公司毛利率比较



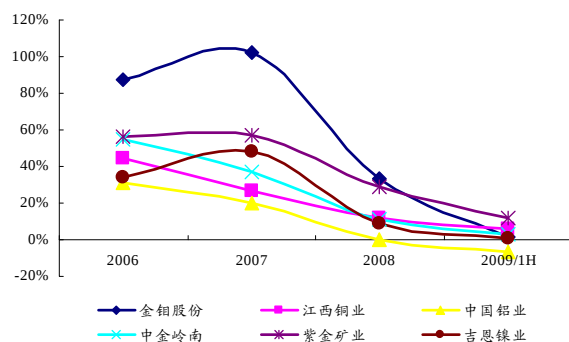
图表 27: 有色金属资源龙头公司净利率比较



图表 28: 有色金属资源龙头公司ROA比较



图表 29: 有色金属资源龙头公司ROE比较



数据来源: 国联证券研究所、WIND

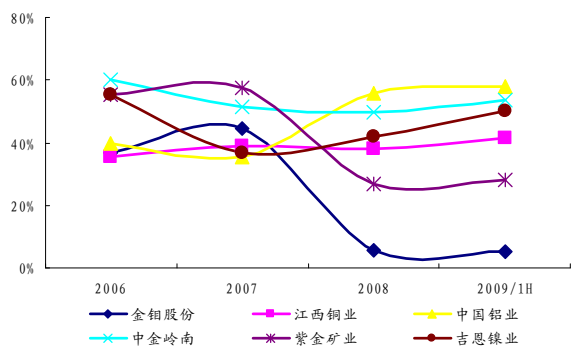
数据来源: 国联证券研究所、WIND

相对于基本金属, 公司盈利能力有类似于贵金属的高收益、高回报率的特点; 而相对于贵金属, 公司盈利能力有类似于基本金属的强周期性、高波动性的特点。虽然短期内钼价低位徘徊对公司绝对盈利造成重大影响, 但随着经济和下游需求的复苏, 未来公司的盈利能力实现恢复性增长。

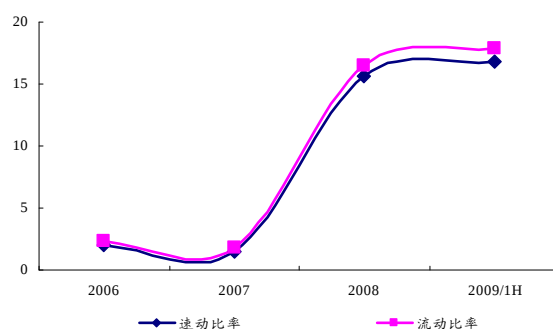
3.5、稳健的财务管理

财务比率分析显示公司财务状况良好, 管理较为稳健。特别是 2008 年 IPO 募集 87 亿资金之后, 公司财务状况出现了较大的改善。资产负债率下降至 5% 左右。由于现金流充裕, 负债较少, 公司的短期偿债能力显著增强。

图表 30: 公司资产负债率保持稳定



图表 31: 公司偿债能力显著增强

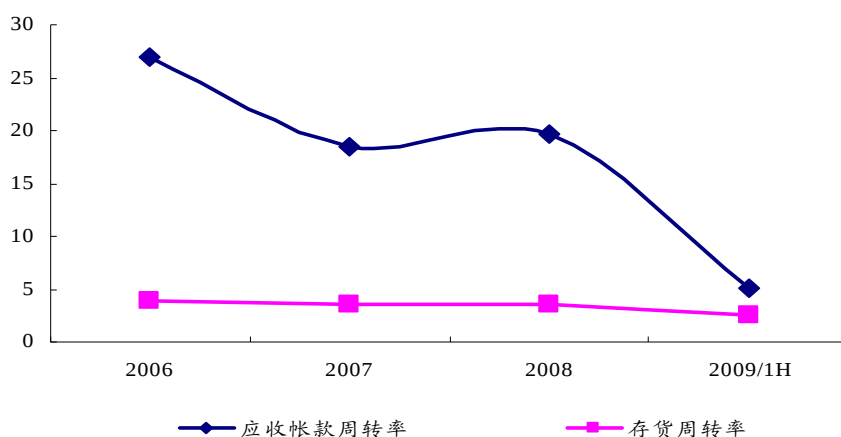


数据来源：国联证券研究所、WIND

数据来源：国联证券研究所、WIND

公司存货政策以稳健为主，2006-2009/1H 公司存货周转率相对稳定，维持在 3.5 次/年左右。应收账款周转率在 2007-2008 年保持稳定，2009 年上半年出现大幅下降，主要是因为市场低迷，公司为稳定客户，开拓销售渠道，采取较宽松的帐期政策。

图表 32：存货周转率保持稳定，2009 年中期应收账款周转率显著下降



数据来源：国联证券研究所、WIND

稳健的财务管理政策，充足的现金流为公司渡过经济低谷周期提供了保障，同时也为公司未来进一步扩张奠定基础，不排除未来公司为增强自身实力，拓展产业链进行上下游并购的可能性。

3.6、同业比较，优势明显

香港上市公司洛阳钼业（3993.HK）的业务结构与公司类似，规模也相当，也是国内钼业龙头之一。产能上，洛钼略强于金钼，但是随着汝阳矿的投产，金钼产能将后来居上；资源上，洛钼以河南栾川矿为基地，虽然品位与金钼相当，但是总量远低于金钼，以权益储量比较，洛钼仅为金钼的 40%。

与洛钼比较，公司资源优势明显，且盈利能力较强

图表 33：公司近几年产能扩张项目

项目		金钼	洛钼
资源量（万吨钼金属）		146.9 (权益量 123.4)	49.8
产能比较	矿石采选（吨/日）	35,000	30,000
	钼金属（吨）	14,000	15,000
	钼精矿（45%，吨）	30,000	30,000
	氧化钼（吨）	23,000	18,000

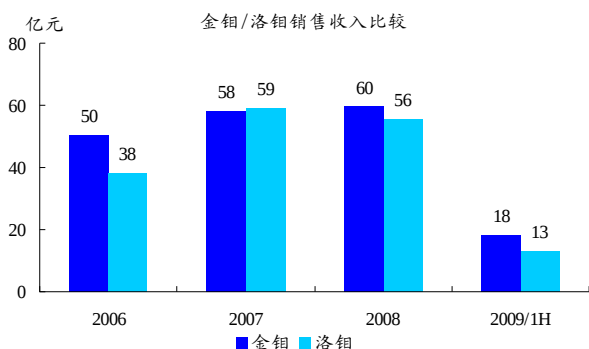
钼铁（吨）	10,000	12,000
钼深加工（吨）	6,200	3,600
总股本（亿股）	32.27	48.76
亿股钼金属量（万吨/亿股）	3.82	1.02
总市值（2010-3-19 收盘价，元/港元）	554.4	326.69

注：洛阳钼业（3993.HK）的每股面值为 0.2 元

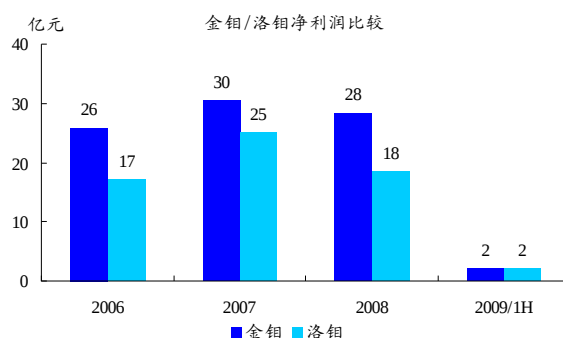
数据来源：国联证券研究所、公司、WIND

从规模来看，虽然洛钼具有产能优势，但是金钼的销售规模和利润额较洛钼高，毛利率、净利率也存在优势。这是因为金钼以露天采矿为主，成本相对较低；同时市场以外销为主，能够享受更高的溢价。2008-2009 年，受金融危机影响，海外市场萎缩，金钼的外销收入大幅下降，公司开始转向内销市场，国内销售收入占比从 2008 年的 34% 上升至 2009 年上半年的 74%。随着市场的复苏，未来金钼将在国内、外市场的双重力量推动下实现增长。

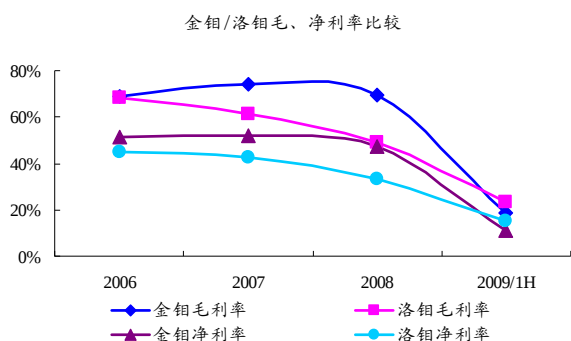
图表 34：2006-2009/1H 金钼/洛钼销售收入比较



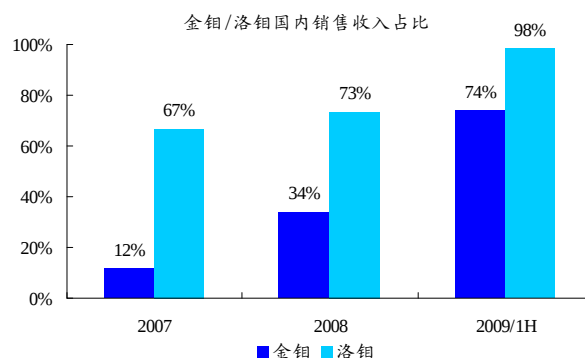
图表 35：2006-2009/1H 金钼/洛钼净利润比较



图表 36：2007-2009/1H 金钼/洛钼国内销售收入占比



图表 37：2006-2009/1H 金钼/洛钼毛、净利润率



数据来源：国联证券研究所、WIND

数据来源：国联证券研究所、WIND

四、盈利预测及投资建议

4.1、业绩催化剂：产能释放与价格上涨

公司的业绩主要受产品产量和产品价格影响。2008-2009 年，由于全球金融危机的影响，钼产品价格下跌 50%以上，使得公司业绩大幅下滑，处于历史低谷。未来公司的业绩将在产能释放和价格上涨的双重作用下不断增长。

4.1.1、募投项目投产，产能提升 20%。

公司于 2008 年上半年上市，成功募集 IPO 募投项目所需资金，确保产能扩张项目的顺利实施。随着募投项目相继在 2009-2010 年投产，公司的产能上升到一个新的台阶。至 2010 年新建项目全部建成，公司的钼精矿（45%品位）产能将达到 3 万吨/年，折合钼金属约 1.4 万吨/年；钼铁产能 1 万吨/年；钼酸盐产能 1.07 万吨/年；高纯三氧化钼产能 9800 吨/年，钼粉产能 4200 吨/年等。按折合金属量比较，公司产能将提升 20%左右。

募投项目投产后，公司钼精矿、深加工产能得到增强。折合金属量比较，产能增速提升 20%左右

图表 38：公司近几年产能扩张项目

项目	投资额（亿元）	备注
IPO 募资项目		
选矿工艺升级改造项目	4.77	2009 年建成
钼金属深加工建设项目	22.20	预计 2010 年建成
6500 吨/年钼酸铵生产线项目	3.10	2009 年建成
低浓度二氧化硫烟气综合利用制酸项目	5.31	预计 2010 年建成
工业氧化钼生产线技术改造项目	8.95	预计 2010 年建成
南露天开采项目采矿工程项目	2.46	预计 2010 年建成
南露天开采项目二期工程项目	4.89	2009 年建成
栗西沟尾矿库延长服务年限项目	2.03	2009 年建成
北露天矿排土场建设项目	2.98	预计 2010 年建成
自筹资金项目		
金钼汝阳采选工程	2.60	预计 2010 年建成
8000 吨高纯三氧化钼生产线建设	2.60	预计 2010 年建成

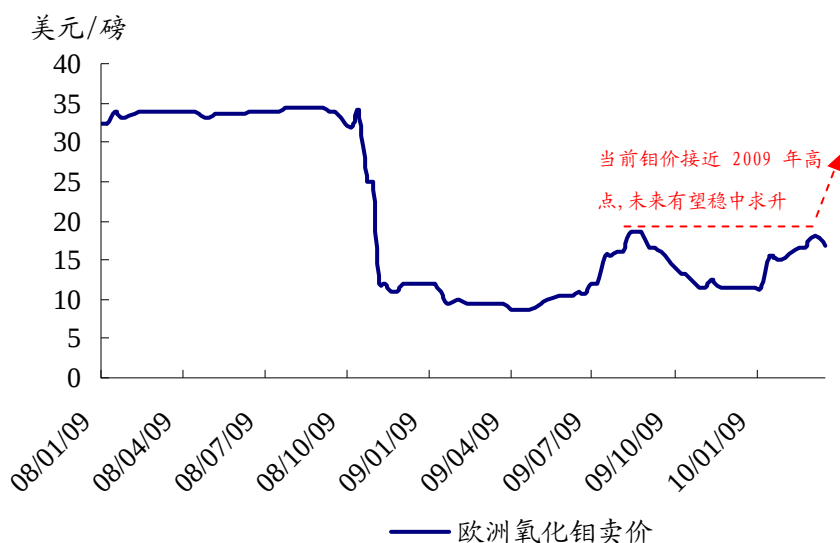
数据来源：国联证券研究所、公司

4.1.2、需求恢复性增长，钼价稳中求升

长期钼需求的增长受发展中国家钢铁产业结构升级影响，短期钼需求主要是恢复性增长，特别是随着欧洲钢铁行业产能利用率的提升，全球钼炉料需求的回升刺激钼价的上涨。2010 年一季度欧洲氧化钼卖价已经接近 2009 年的高点，我们认为 2010 年的钼价将在宏观经济趋稳、下游产能利用率等多重因素的影响下逐步回升。

欧洲氧化钼卖价接近 2009 年中期高点，钼价未来受益于需求的恢复性增长

图表 39: 2008/1-2010/3 欧洲氧化钼卖价走势图



数据来源: 国联证券研究所、WIND

4.2、盈利敏感性分析

钼价对公司业绩影响大于产量

公司产品覆盖上-中-下游产业链, 针对市场情况的不同, 公司可以调整各项产品的比重, 因此我们采用钼金属量作为统一的标准进行敏感性。根据 2004-2008 年历史数据测算, 公司吨钼金属的营业成本大概为 12 万元左右。

价格方面, 由于市场上钼产品以氧化钼、钼铁等钼炉料产品为主, 而氧化钼是钼产业链中最重要的中间产品, 因此我们以欧洲氧化钼卖价作为标准进行业绩敏感性分析。

图表 40: 公司产量、价格对 EPS 敏感性分析

钼金属量(吨)	氧化钼价格(美元/磅)										
	7	9	11	13	15	17	19	21	23	25	27
8000	-0.03	0.03	0.09	0.15	0.21	0.27	0.33	0.39	0.45	0.51	0.57
9000	-0.03	0.03	0.10	0.17	0.24	0.30	0.37	0.44	0.50	0.57	0.64
10000	-0.04	0.04	0.11	0.19	0.26	0.34	0.41	0.49	0.56	0.64	0.71
11000	-0.04	0.04	0.12	0.21	0.29	0.37	0.45	0.53	0.62	0.70	0.78
12000	-0.04	0.05	0.14	0.23	0.31	0.40	0.49	0.58	0.67	0.76	0.85
13000	-0.05	0.05	0.15	0.24	0.34	0.44	0.53	0.63	0.73	0.83	0.92
14000	-0.05	0.05	0.16	0.26	0.37	0.47	0.58	0.68	0.78	0.89	0.99
15000	-0.05	0.06	0.17	0.28	0.39	0.51	0.62	0.73	0.84	0.95	1.06
16000	-0.06	0.06	0.18	0.30	0.42	0.54	0.66	0.78	0.90	1.02	1.14
17000	-0.06	0.07	0.19	0.32	0.45	0.57	0.70	0.83	0.95	1.08	1.21

假设条件: 期间费用率 6%, 所得税率 15%, 股本 32.2 亿股

数据来源: 国联证券研究所、公司

根据以上分析可知, 公司产量和价格的变动对每股盈利作用不同, 价格

的弹性明显大于产量的弹性。由于受矿山资源、国家政策的控制，公司的钼金属产量增长潜力有限，业绩增长取决于钼产品价格的波动。

4.3、假设条件及盈利预测

1.公司募投项目 2009-2010 年相继投产,假设产能释放和市场回升推动产品销量、销售价格上升。详见下表。

2.假设公司经营稳健,各项费用率稳定,且逐步改善。

3.假设公司能够持续获得税收减免优惠,有效所得税率维持在 15%。

根据前文分析逻辑,钼行业将进入新的繁荣周期,公司外部经营环境将持续改善。基于以上假设,我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.79 元以及 1.03 元。

图表 41: 公司产品销量、销售价格及毛利假设和预测

产品		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
钼炉料	销量(吨)	15647	16000	18000	21000	23000	25000
	ASP(万元/吨)	26	24	17	22	24	27
	销售收入(百万元)	4071	3769	3060	4641	5591	6685
	同比增速	22%	-7%	-19%	52%	20%	20%
	毛利(百万元)	3215	2735	1018	2305	2983	3850
	毛利率	79%	73%	33%	50%	53%	58%
钼金属	销量(吨)	1989	2500	3000	3600	4000	4200
	ASP (万元/吨)	50	48	30	39	43	47
	销售收入(百万元)	1004	1211	900	1404	1716	1982
	同比增速	6%	21%	-26%	56%	22%	16%
	毛利(百万元)	717	815	276	669	884	1108
	毛利率	71%	67%	31%	48%	51%	56%
钼化工	销量(吨)	2041	2200	2800	3300	3600	4000
	ASP (万元/吨)	23	19	17	22	24	27
	销售收入(百万元)	474	429	476	729	875	1070
	同比增速	24%	-10%	11%	53%	20%	22%
	毛利(百万元)	371	326	167	372	477	628
	毛利率	78%	76%	35%	51%	55%	59%
其他	销售收入(百万元)	288	551	687	721	757	795
	同比增速	-21%	91%	25%	5%	5%	5%
	毛利(百万元)	36	270	34	72	76	79
	毛利率	13%	49%	5%	10%	10%	10%
合计	销售收入(百万元)	5837	5961	5123	7495	8939	10532
	同比增速	16%	2%	-14%	46%	19%	18%
	毛利(百万元)	4340	4145	1495	3418	4419	5665
	毛利率	74%	70%	29%	46%	49%	54%

数据来源: 国联证券研究所、公司

公司于 2010 年 1 月 27 日发布 2009 年年度业绩预报，预计 2009 年实现销售收入 50 亿元，同比下降 15.44%；实现净利润 5.48 亿元，同比下降 79.89%；实现每股收益 0.17 元。

4.4、估值及投资建议

估值：目标价：23.0-27.0 元

恢复性增长十大概率事件

我们选取 A 股市场中，资源自给率较高，并且是行业龙头的上市公司作为参考，根据 2010 年 4 月 6 日的收盘价测算，2010 年可比公司的平均 PE 为 44 倍，2011 年可比公司的平均 PE 为 30 倍。考虑到公司处于业绩低谷，恢复性增长是大概率事件，因此我们给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率估值，合理价格区间：23.0-27.0 元

图表 42：A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价 2010-4-6	EPS			PE		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
601600.SH	中国铝业	13.16	-0.34	0.25	0.42	-39	53	31
600362.SH	江西铜业	37.59	0.78	1.33	1.72	48	28	22
000060.SZ	中金岭南	26.96	0.40	1.09	1.44	67	25	19
600331.SH	宏达股份	15.69	0.24	0.55	0.84	65	29	19
000960.SZ	锡业股份	23.57	0.21	0.58	0.81	112	41	29
600111.SH	包钢稀土	28.43	0.08	0.50	0.70	355	57	41
600432.SH	吉恩镍业	28.24	0.20	0.48	0.82	141	59	34
600456.SH	宝钛股份	21.85	0.04	0.32	0.52	546	68	42
		算术平均				60	45	30

注：平均 PE 测算剔除负值、超过 100 的值

数据来源：国联证券研究所、WIND

投资建议：看好公司长期发展趋势，“强烈推荐”评级

作为国内最大，且拥有资源规模优势，资源自给率较高的行业龙头，公司长期发展受益于：1) 钼产业政策支持；2) 下游产业结构调整；3) 全球市场恢复性增长与结构性增长。短期公司业绩爆发受产能释放和价格上涨影响。我们看好公司的长期发展，给与“强烈推荐”评级。

五、风险因素

1. 全球经济二次探底，复苏程度不如预期
2. 钼产品价格不升反降，或涨幅不如预期
3. 公司遭遇重大突发事件，影响正常运营和产能投放等。

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 2010/4/1

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	59.61	51.23	74.95	89.39	105.32	流动资产	108.72	48.30	87.28	93.77	121.91
YOY	2.1%	-14.1%	46.3%	19.3%	17.8%	货币资金	97.14	30.34	65.02	68.28	93.79
营业成本	18.15	36.28	40.77	45.20	48.67	短期投资净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	5.96	5.13	7.50	8.94	10.54	应收票据	1.76	0.53	0.78	0.93	1.09
销售费用	0.53	0.56	0.89	1.15	1.46	应收帐款	1.60	2.57	3.71	4.37	5.07
占营业收入比	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	预付帐款	1.39	3.13	4.67	5.92	6.79
管理费用	3.23	2.85	4.14	4.89	5.71	存货	5.69	10.09	11.11	12.07	12.72
占营业收入比	5.4%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%	其它流动资产	1.14	1.64	1.99	2.21	2.44
财务费用	-1.50	-0.52	-0.56	-0.56	-0.63	非流动资产	38.10	96.48	104.68	110.04	113.41
占营业收入比	-2.5%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	11.27	51.47	60.07	63.95	67.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	7.38	26.23	26.51	28.66	28.89
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	17.15	16.47	15.79	15.12	14.44
营业利润	33.25	6.93	22.22	29.77	39.57	其它长期资产	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
营业外净收入	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	146.82	144.78	191.96	203.81	235.32
利润总额	33.19	6.93	22.22	29.77	39.57	流动负债	6.60	9.23	38.39	30.02	35.33
所得税	4.90	1.04	3.33	4.47	5.94	短期借款	0.75	0.38	28.57	19.31	23.89
所得税率	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	28.29	5.89	18.89	25.31	33.64	应付帐款	3.20	5.85	6.58	7.29	7.85
少数股东权益	0.21	0.05	0.16	0.22	0.29	其它流动负债	2.65	3.00	3.24	3.42	3.58
归属母公司净利润	28.08	5.84	18.72	25.09	33.34	非流动负债	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
YOY	-7.3%	-79.2%	220.5%	34.0%	32.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	1.12	0.18	0.58	0.78	1.03	其它长期负债	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
						所有者权益	138.50	133.63	150.44	169.05	193.73
主要财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	股本	26.89	3.23	3.23	3.23	3.23
成长能力						留存收益	110.40	129.15	145.79	164.19	188.57
营业收入	2.1%	-14.1%	46.3%	19.3%	17.8%	少数股东权益	1.21	1.26	1.42	1.64	1.93
营业利润	-5.8%	-79.2%	220.5%	34.0%	32.9%	母公司股东权益	137.29	132.38	149.01	167.41	191.80
归属于母公司净利润	-7.3%	-79.2%	220.5%	34.0%	32.9%	负债和所有者权益	146.82	144.59	190.55	200.79	230.78
获利能力											
毛利率	69.5%	29.2%	45.6%	49.4%	53.8%	现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利率	47.5%	11.5%	25.2%	28.3%	31.9%	经营活动现金流	26.51	5.82	20.41	28.57	37.20
ROE	20.4%	4.4%	12.6%	15.0%	17.4%	净利润	28.29	5.89	18.89	25.31	33.64
ROA	19.3%	4.1%	9.8%	12.4%	14.3%	折旧	0.89	2.95	3.52	3.89	3.89
偿债能力						摊销	0.65	0.68	0.68	0.68	0.68
流动比率	16.47	5.23	2.27	3.12	3.45	营运资本增加额	-2.67	-3.38	-3.34	-2.34	-1.90
速度比率	2.68	0.39	0.72	0.73	0.95	其它	-0.66	-0.32	0.66	1.04	0.90
资产负债率	5.7%	7.6%	20.9%	15.6%	15.7%	投资活动现金流	-24.89	-62.00	-12.40	-9.92	-7.94
营运能力						处置资产收回的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.59	0.35	0.45	0.45	0.48	购建资产支付的现金	-15.49	-62.00	-12.40	-9.92	-7.94
应收帐款周转率	19.64	24.58	23.85	22.13	22.32	其它	-9.40	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	3.60	4.60	3.85	3.90	3.93	融资活动现金流	81.95	-10.61	26.67	-15.39	-3.75
每股指标(元)						吸收投资	87.45	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.12	0.18	0.58	0.78	1.03	取得借款	0.75	0.00	28.39	5.02	14.24
每股净资产	5.15	4.14	4.66	5.24	6.00	偿还债务	-0.73	-0.38	-0.19	-14.29	-9.66
估值比率						支付股利	-0.38	-10.76	-2.09	-6.69	-8.96
P/E	15.56	96.28	30.04	22.42	16.87	其它	-5.14	0.52	0.56	0.56	0.63
P/B	3.38	4.21	3.74	3.33	2.90	现金净增加额	83.56	-66.80	34.68	3.26	25.51

数据来源: 国联证券研究所、公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。