

行业整合预期催生股价

---金钼股份调研报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点:

- **公司资源储量丰富。**公司所拥有的金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，钼金属量约786,551吨，平均品位0.099%。公司拥有65%股权的汝阳公司钼金属量达到69.68万吨，公司拥有的权益份额达到45.29万吨。公司合计拥有的钼金属量达到123.95万吨，在全国的份额达到37%。公司的资源自给率为100%（参见表1），使得公司的生产成本处于原生矿生产企业的较低水平，自产矿生产的钼铁毛利率在50%。在公司目前的钼铁的销售收入中，有一部分是贸易收入，因此摊低了该业务整体毛利率（29%左右）。
- **向钼深加工产业链延伸。**公司积极拓展钼化工和钼金属领域，打造一体化的产业链，这也反映了公司适应市场发展的战略布局和战略定位。但目前公司的深加工能力并不强，加工业盈利一般。尽管公司2010年中报显示钼深加工产品钼化工毛利率53.23%、钼金属39.28%，但考虑到从钼矿开采至钼铁环节毛利率就在50%左右，因此钼深加工环节盈利能力几乎可以忽略不计。
- **金钼汝阳的采选工程逐步推进中。**公司持股65%的金堆城钼业汝阳有限责任公司（金钼汝阳）拥有的东沟钼矿是一特大型钼矿床。根据集团的网站介绍，金钼汝阳的5,000吨/日选矿厂建设项目在去年大力推进，这个项目是金钼汝阳20,000吨/日钼采选项目的分项目，我们估计建成后可使公司的钼金属量增加2000吨，而2万吨采选工程全部完成我们估计可能要到2012年了。
- **钼金属产量增长有限。**在公司的整个产业链条中，上游的钼矿开采环节是贡献了公司主要的利润。而公司计划2010年生产钼精矿折合钼金属量约1.4万吨，鉴于公司“细水长流”的战略考虑，预计未来公司钼精矿产量不会有太大增长（汝阳公司未来可贡献一部分金属量），这限制了公司利润增长空间。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4586.37	4850.00	5625.00	6200.00
增长率(%)	-23.05%	5.75%	15.98%	10.22%
归属母公司股东净利润	549.48	1226.48	1704.52	2029.29
增长率(%)	-79.90%	123.21%	38.98%	19.05%
每股收益(EPS)	0.170	0.380	0.528	0.629
每股经营现金流	0.041	0.915	0.156	1.165
销售毛利率	19.20%	34.23%	40.44%	43.39%
销售净利率	12.14%	25.62%	30.70%	33.16%
净资产收益率(ROE)	4.14%	9.08%	12.32%	14.28%
市盈率(P/E)	104.52	46.83	33.69	28.30
市净率(P/B)	4.33	4.25	4.15	4.04

金钼股份 601958

2010-9-28

评级 推荐

目标价格

当前价格

17.8

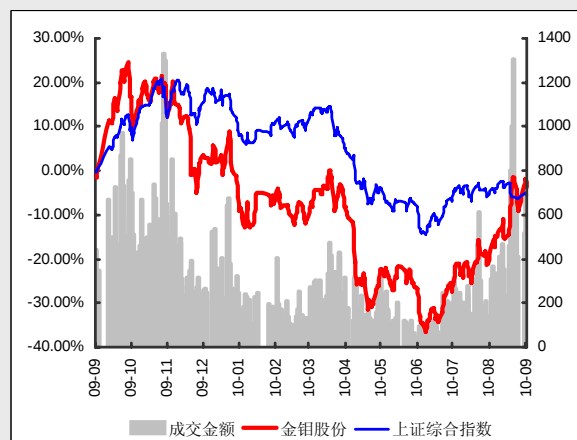
基础数据

总市值(百万)	57433.56
总股本/流通股本(百万)	3226.60/774.00
流通市值(百万)	13777.26
每股净资产	4.02
净资产收益率	4.14

交易数据

52周内股价区间	11.21/23.20
10年市盈率	46.83
市净率	4.25

一年期走势图



行业研究员: 张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

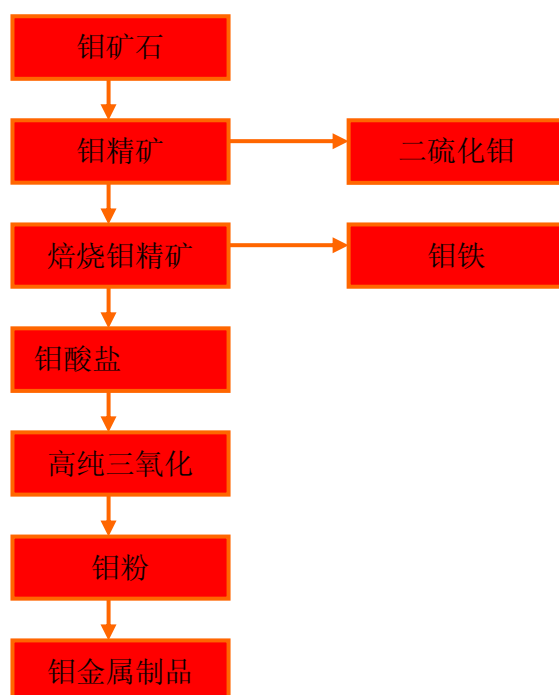
相关报告

- **钼价有补涨空间。**目前国内钼铁报价13.65万元/吨，与年初基本持平，而在2008年8月曾达到历史最高点28万元/吨。钼价表现明显弱于其他金属品种，钼价有一定的补涨空间，这是公司股价上涨的主要催化剂（参见图表4）。
- **行业整合预期是股价催化剂。**公司2010年获得的出口配额与2009年基本持平，整个行业2010年获得的出口配也与2009基本持平（参见图表3，显然如稀土2010年出口配额大幅下降不可同日而语）。工信部在2010年2月初公布了《钼行业准入条件（征求意见稿）》，预计在今年年底前会有公布，这或许会是公司股价上涨的催化剂。但就现状而言，政府对钼行业的整合力度并不如对钨、锑行业的整合力度来得强烈（稀土更不用说了）：以钨、锑为例——这两个品种均为政府规定的5个保护性开采的特定矿种（其余三个是黄金、锡、稀土），且均实行开采总量控制，且从2010年6月30日开始，暂停受理探矿权和采矿权申请。但未来并不排除对钼行业整合力度进一步加强的可能性。
- **投资逻辑。**预计10年每股收益0.38元，11-12年可实现每股收益0.528元和0.63元，对应目前股价市盈率46.83、33.69、28.30。我们认为钼行业面对的下游需求主要是钢铁行业，而由于目前为完成“十一五”节能减排目标以及未来节能减排更趋严格，钢铁行业面临的停产限产压力越来越大，而房地产行业的调控更加大了钢铁行业的不确定性。但鉴于钼行业的整合预期以及钼价补涨的可能性，我们仍给予“推荐”评级。

表1 公司资源储量丰富

矿区	控股比例 (%)	金属储量 (万吨)	权益储量	品位 (%)	年采矿能力 (万吨)	权益采选能力	(折钼45%) (吨) 产量	权益产量
金堆城钼矿	100%	78.66	78.66	0.099	1000	1000	28200	28200
汝阳公司	65%	69.68	45.29					
其中：草沟矿区		0.7		0.12	15	9.75	490	318.5
东沟矿区		68.98		0.12	660	429	14000	9100
总计		148.34	123.95		1675	1438.75	42690	37618.5

表2 公司产业链



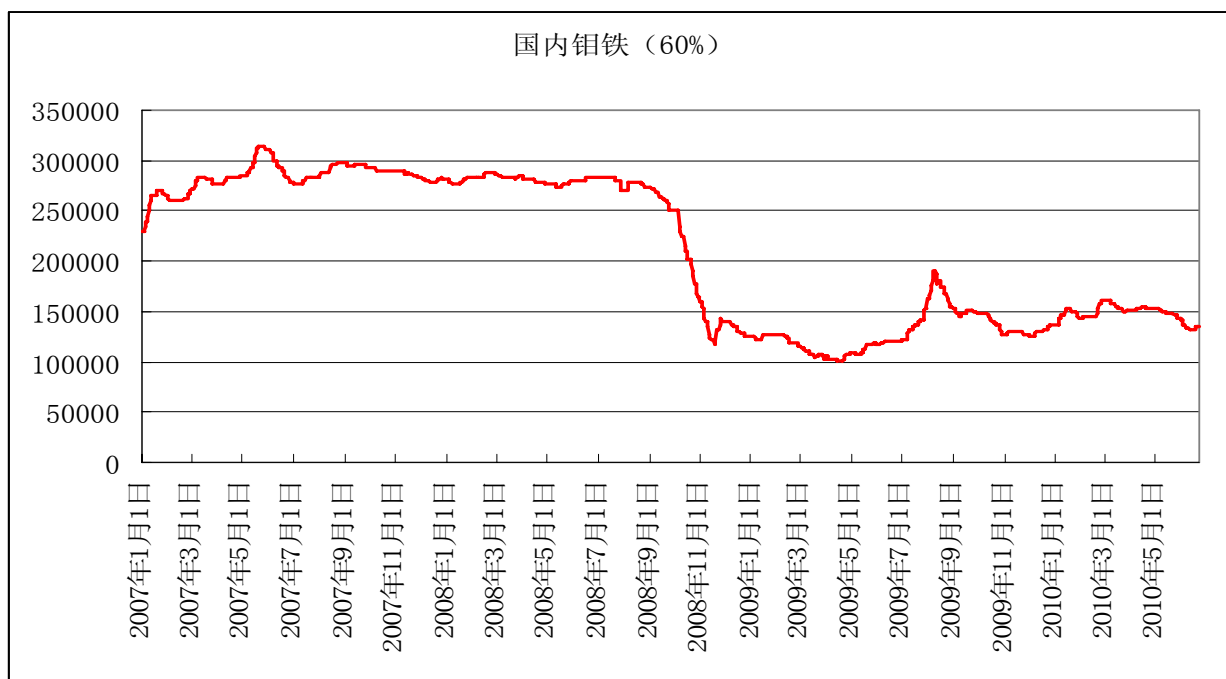
数据来源：公司公告

表 3 钼及钼制品出口配额情况 单位：吨

分类	金钼股份出口配额			全国出口配额总量			2010 年金钼 配额占总配 额比例
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	
钼精矿及钼炉料	11750	11512	10790	33872	33851	33853	31.87%
钼化工产品	1869	1625	1674	4539	3907	4000	41.85%
钼金属制品	1305	1527	2157	4342	3824	3825	56.39%

数据来源：中国商务部

表 4 钼铁价格处于历史底部，未来有补涨空间



数据来源：百川资讯

表5 盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
产量（折合 100%钼金属含量，万吨）	1.3	1.4	1.5	1.6
钼铁价格（含钼 60%）	140000.00	165000	185000	195000

表6 报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5837.13	5960.55	4586.37	4850.00	5625.00	6200.00
减: 营业成本	1497.34	1911.09	3705.70	3190.00	3350.00	3510.00
营业税金及附加	470.47	596.39	78.37	82.87	96.11	105.94
营业费用	58.47	52.79	36.17	38.25	44.36	48.90
管理费用	231.28	314.73	258.91	273.79	317.54	350.00
财务费用	40.22	-150.50	-186.48	-196.90	-214.83	-233.78
资产减值损失	7.94	-1.45	14.22	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3531.41	3237.50	679.48	1461.98	2031.82	2418.94
加: 其他非经营损益	0.19	-7.43	1.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	3531.61	3230.07	681.31	1461.98	2031.82	2418.94
减: 所得税	492.59	477.71	124.57	219.30	304.77	362.84
净利润	3039.01	2752.36	556.74	1242.68	1727.04	2056.10
减: 少数股东损益	11.07	18.85	7.26	16.21	22.53	26.82
归属母公司股东净利润	3027.94	2733.50	549.48	1226.48	1704.52	2029.29
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	917.35	9813.89	7799.79	9880.05	9217.42	11564.20
应收和预付款项	724.15	500.29	1182.49	-12.71	1326.55	99.23
存货	440.79	611.42	816.59	730.48	894.19	808.08
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1092.81	1780.41	2599.10	2244.87	1890.65	1536.42
无形资产和开发支出	1747.99	1714.64	1648.57	1466.31	1284.06	1101.80
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4923.08	14420.65	14046.54	14309.00	14612.86	15109.73
短期借款	33.00	75.00	75.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	834.46	389.28	388.66	478.03	437.10	523.49
长期借款	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
其他负债	1030.95	164.41	173.63	173.63	173.63	173.63
负债合计	1898.62	628.88	637.48	651.85	610.93	697.32
股本	2150.84	2688.84	3226.60	3226.60	3226.60	3226.60
资本公积	46.73	7281.93	6744.16	6744.16	6744.16	6744.16
留存收益	782.76	3702.54	3305.23	3537.11	3859.37	4243.04
归属母公司股东权益	2980.33	13673.31	13276.00	13507.88	13830.14	14213.80
少数股东权益	44.13	118.45	133.06	149.27	171.79	198.61
股东权益合计	3024.46	13791.76	13409.06	13657.15	14001.93	14412.42
负债和股东权益合计	4923.08	14420.65	14046.54	14309.00	14612.86	15109.73
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	3089.67	2698.24	130.68	2952.96	504.79	3758.62
投资性现金净流量	-716.32	-2489.25	-1203.93	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-3530.71	8194.79	-1260.75	-872.70	-1167.42	-1411.84

现金流量净额	-1158.50	8403.30	-2334.03	2080.26	-662.63	2346.78
--------	----------	---------	----------	---------	---------	---------

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。