

审慎推荐-A (维持)

金钼股份 601958.SH

目标估值: NA
当前股价: 26.38 元
2011 年 3 月 28 日

2011 年公司将持续受益于钼价上涨

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	322660
已上市流通股(万股)	77400
总市值(亿元)	851
流通市值(亿元)	204
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	5.0
资产负债率	5.0%
主要股东	金堆城钼业集团有限
主要股东持股比例	76.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	60	59
相对表现	-2	44	57



王晓丹

0755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn
S1090208080233

李洪冀

021-68407470
lihongji@cmschina.com.cn
S1090210050010

2010 年公司营业收入 70.62 亿, 较 09 年同比增长 54%, 2010 年归属于母公司的净利润 8.35 亿, 比 09 年增长 52.08%, 10 年 EPS0.26 元。

- **10 年 EPS 实现 0.26 元, 低于我们预期, 主要是公司产量低于预期:** 2010 年公司钼产品产量和 09 年持平, 折合金属量产量为 14000 吨左右, 低于我们 16000 吨的预期, 汝阳钼矿达产仍然需要时间等待。10 年净利同比增长 47% 主要受益于钼价上涨, 2010 年《MB》氧化钼价平均价格 15.81 美元/磅钼, 比 09 年均价 11.13 美元/磅钼价格上涨了 42%。
- **钼炉料的利润贡献率在下降, 钼金属和钼化工的利润贡献率在增长:** 钼炉料的利润贡献率从 09 年的 69.4% 下降到 56%, 而钼金属和钼化工的利润贡献率分别从 22.3%、11.8% 增长到 26.8% 和 16.7%。公司在致力于减少上游产品的供应, 加大下游精深加工产品的销售力度。
- **中国钼供应过剩的格局将改变:** 一方面, 中国稀有金属保护性政策将进一步加强, 虽然 11 年第一批出口配额保持不变, 但是加大了金钼、洛钼的配额比例, 我们认为这是一个信号: 即资源向优势企业集中, 政策向优势企业倾斜。另外, 钼矿山指令性生产计划以及针对钼加工企业的行业准入制度, 提高了入市门槛, 从源头上抑制了产量的大幅增长。另一方面, 钼需求将长期看好, 我们仍然坚定的看好中国钢铁的产业升级, 从粗钢向合金钢、特种钢的转变将在长期提升钼需求。
- **11 年公司业绩主要受益于钼价上涨:** 2011 年公司计划产品产量折合成钼金属量仍为 14000 吨, 产量较 2010 年并无增长。我们认为 2011 年公司业绩增长的来源主要是受益于钼价上涨。中国供应格局改变, 将使钼价呈现趋势性上涨, 我们预期钼价 2011 年均价将达到 18 美元/磅钼。
- **盈利预测:** 我们预计, 11 年~13 年, 公司 EPS 分别为 0.31 元、0.38 元和 0.46 元, 对应 PE83.8, 68.8, 57, 考虑到钼行业整合对钼价的持续推动, 对公司是长期利好, 维持审慎推荐-A 的投资评级。
- **风险提示:** 钼价低于预期。

财务数据与估值

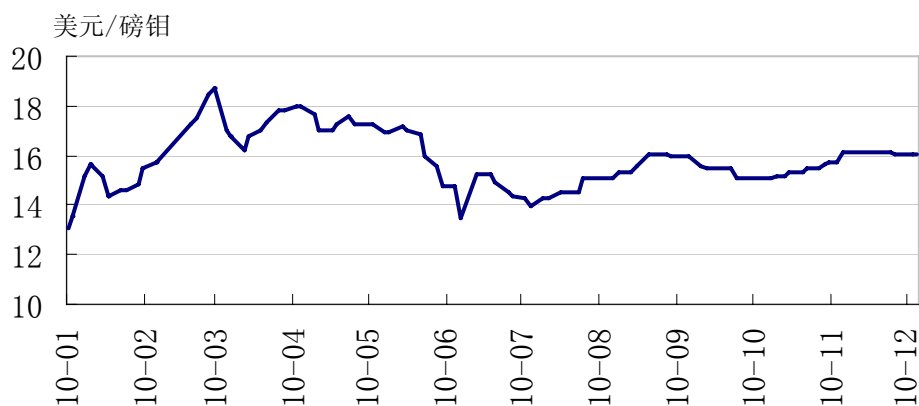
会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5961	4586	7063	7763	9635
同比增长	2%	-23%	54%	10%	24%
营业利润(百万元)	3325	679	997	1214	1478
同比增长	-6%	-80%	47%	22%	22%
净利润(百万元)	2808	549	836	1016	1237
同比增长	-7%	-80%	52%	22%	22%
每股收益(元)	0.87	0.17	0.26	0.31	0.38
PE	30.3	154.9	101.9	83.8	68.8
PB	5.2	6.4	6.3	6.1	5.8

资料来源: 招商证券

表 1: 钼精矿、钼铁、氧化钼 10 年与 09 年价格比较

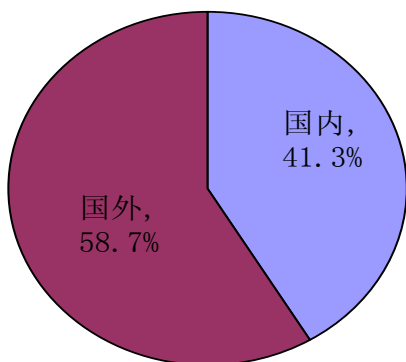
国内钼精矿 (45%) 年均价			国内钼铁 (Mo≥60%) 年均价			氧化钼 51% 年均价		
元/吨度	最高价	最低价	万元/基吨	最高价	最低价	元/吨度	最高价	最低价
2010 年	2098.95	2135.92	2010 年	14.13	14.52	2010 年	2216.52	2257.41
2009 年	1884.20	1933.68	2009 年	12.69	13.19	2009 年	2005.08	2057.81

图 1: 氧化钼价格



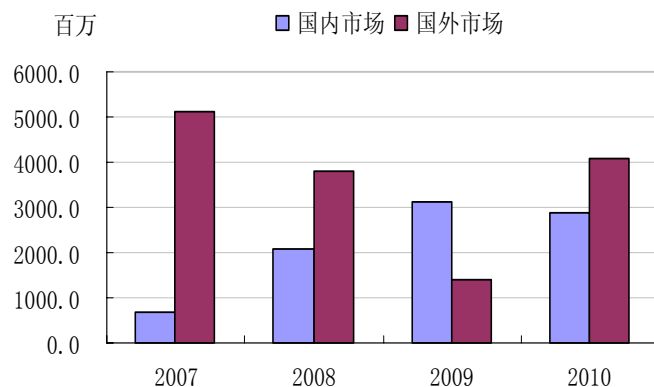
数据来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 国内外销售收入占比



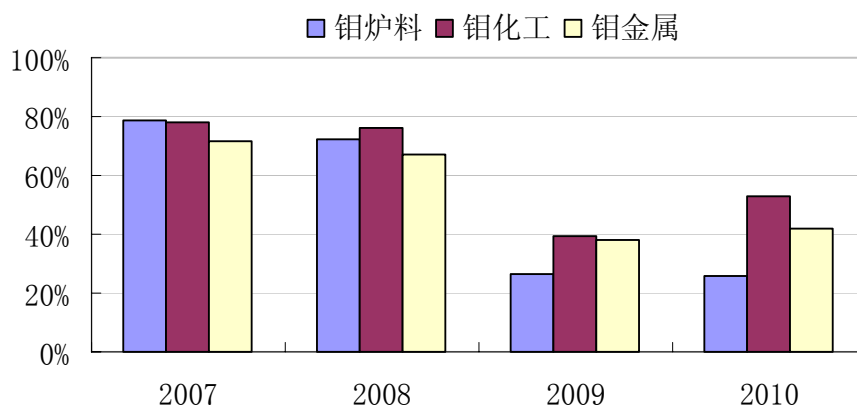
资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 国内外销售收入变化



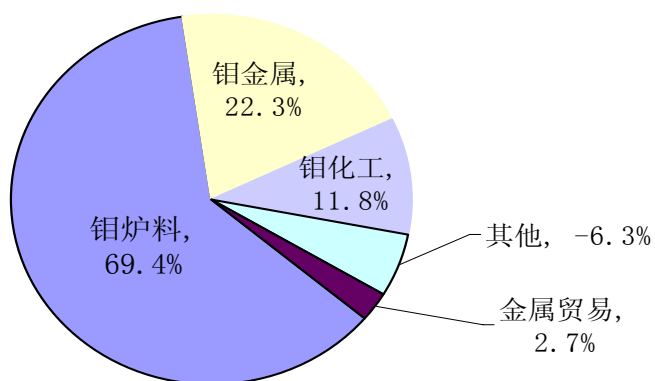
资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 公司主要产品毛利率



数据来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 公司各业务利润贡献率



数据来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 盈利预测简表

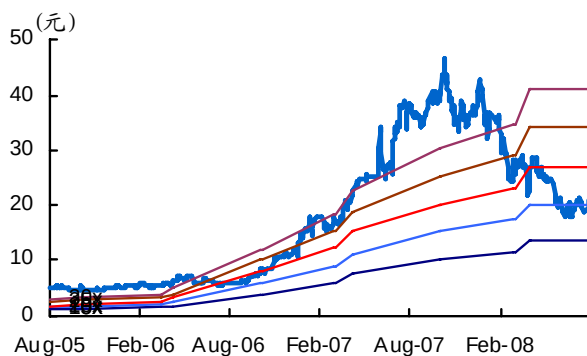
单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4586	7063	7763	9635	11760
营业成本	3706	5738	6211	7708	9408
营业税金及附加	78	113	124	154	188
营业费用	36	42	47	58	71
管理费用	259	277	303	376	459
财务费用	(186)	(108)	(135)	(139)	(150)
资产减值损失	14	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	679	997	1214	1478	1784
营业外收入	17	10	0	0	0
营业外支出	15	5	0	0	0
利润总额	681	1002	1214	1478	1784
所得税	125	163	194	237	285
净利润	557	839	1020	1242	1499
少数股东损益	7	4	4	5	6
归属于母公司净利润	549	836	1016	1237	1493
EPS (元)	0.17	0.26	0.31	0.38	0.46

资料来源: 招商证券

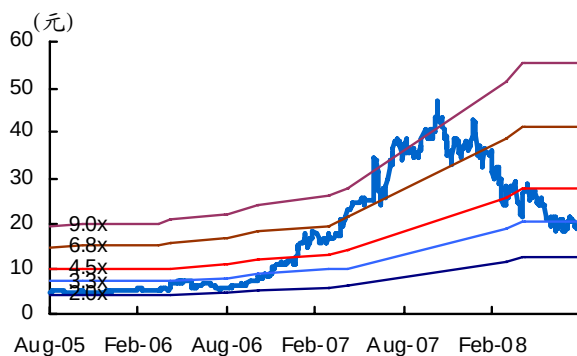
表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入	1691	1062	1507	1822	1815	1919
营业毛利	286.1	129.5	297.7	251.7	140.9	306.5
营业费用	10	11	12	7	7	16
管理费用	66	68	60	65	60	93
财务费用	-37	-36	-37	-27	-20	-25
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	286	130	298	252	141	307
归属母公司净利润	254	95	246	199	116	275
EPS (元)	0.08	0.03	0.08	0.06	0.04	0.09
主要比率						
毛利率	21%	17%	23%	18%	12%	22%
营业费用率	1%	1%	1%	0%	0%	1%
管理费用率	4%	6%	4%	4%	3%	5%
营业利润率	17%	12%	20%	14%	8%	16%
有效税率	17%	12%	20%	14%	8%	16%
净利率	21%	17%	23%	18%	12%	22%
YoY						
收入	-2%	31%	205%	36%	7%	81%
归属母公司净利润	-71%	-49%	198%	71%	-56%	185%

资料来源: 招商证券

图 2: 金钼股份历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 金钼股份历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	10872	9665	9334	9247	10420
现金	9714	7607	6962	6750	7320
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	176	421	349	388	482
应收款项	160	280	336	335	416
其它应收款	26	11	13	16	19
存货	569	817	1071	1107	1374
其他	228	529	603	652	809
非流动资产	3810	4407	5041	5404	5077
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1127	1384	2138	2875	2695
无形资产	1715	1649	1638	1474	1327
其他	969	1375	1264	1055	1055
资产总计	14682	14072	14375	14652	15498
流动负债	660	483	587	440	539
短期借款	75	75	30	30	30
应付账款	320	279	312	311	385
预收账款	29	80	64	99	123
其他	236	48	181	0	0
长期负债	172	181	190	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	172	181	189	0	0
负债合计	832	663	777	440	539
股本	2689	3227	3227	3227	3227
资本公积金	7265	6744	6744	6744	6744
留存收益	3775	3305	3441	4051	4793
少数股东权益	121	133	186	190	195
母公司所有者权益	13729	13276	13412	14021	14763
负债及权益合计	14682	14072	14375	14652	15498

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	2651	118	887	1243	1026
净利润	2808	549	836	1016	1237
折旧摊销	0	0	0	417	429
财务费用	0	0	0	(135)	(139)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	(274)	(515)
其它	(158)	(432)	51	219	15
投资活动现金流	(2489)	(1204)	(736)	(1000)	(100)
资本支出	0	0	0	(1000)	(100)
其他投资	(2489)	(1204)	(736)	0	0
筹资活动现金流	8195	(1261)	(745)	(455)	(356)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(406)	(495)
其他	8195	(1261)	(745)	(49)	139
现金净增加额	8356	(2347)	(594)	(212)	570

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	5961	4586	7063	7763	9635
营业成本	1815	3706	5738	6211	7708
营业税金及附加	596	78	113	124	154
营业费用	53	36	42	47	58
管理费用	323	259	277	303	376
财务费用	(151)	(186)	(108)	(135)	(139)
资产减值损失	(1)	14	4	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3325	679	997	1214	1478
营业外收入	2	17	10	0	0
营业外支出	8	15	5	0	0
利润总额	3319	681	1002	1214	1478
所得税	490	125	163	194	237
净利润	2829	557	839	1020	1242
少数股东损益	21	7	4	4	5
母公司所有者净利润	2808	549	836	1016	1237
EPS (元)	0.87	0.17	0.26	0.31	0.38

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	2%	-23%	54%	10%	24%
营业利润	-6%	-80%	47%	22%	22%
净利润	-7%	-80%	52%	22%	22%
获利能力					
毛利率	69.5%	19.2%	18.8%	20.0%	20.0%
净利率	47.1%	12.0%	11.8%	13.1%	12.8%
ROE	17.0%	4.1%	6.2%	7.2%	8.4%
ROIC	19.4%	3.0%	5.5%	6.4%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	5.7%	4.7%	5.4%	3.0%	3.5%
净负债比率	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	16.5	20.0	15.9	21.0	19.3
速动比率	15.6	18.3	14.1	18.5	16.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.6	5.3	6.1	5.7	6.2
应收帐款周转率	19.6	20.9	22.9	23.1	25.6
应付帐款周转率	6.2	12.4	19.4	20.0	22.2
每股资料(元)					
每股收益	0.87	0.17	0.26	0.31	0.38
每股经营现金	0.99	0.04	0.27	0.39	0.32
每股净资产	5.11	4.11	4.16	4.35	4.58
每股股利	0.40	0.25	0.25	0.13	0.15
估值比率					
PE	30.3	154.9	101.9	83.8	68.8
PB	5.2	6.4	6.3	6.1	5.8
EV/EBITDA	7.0	37.1	21.5	15.3	13.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。