



收获的季节

钼市场景气度回升，钼行业整合造就中长期机会

2010 年 4 季度消费旺盛，主要是受欧洲钢铁需求的拉动，国外氧化钼价格上涨幅度大；2011 年 1 季度受到日本地震的影响，消费情况稍差，但是随着灾后重建，需求有所反弹。

最近国内电荒严重，下游钢铁生产受到影响，钼的需求有所下降。但是同时电荒也影响了钼的生产，供给也相应减少，因此，钼价仍有支撑。

钼保护性开采目前尚处于政策探索阶段，由工信部发布钼精矿产量年度指标计划。中国钼产量在全球占比已经接近 40%，中国加强供给收紧必然会对全球供需格局产生深远影响。

未来 2-3 年公司产能进入新一轮释放期，价量齐升推动业绩持续增长

矿山方面：金堆城钼矿生产能力继续提升，汝阳矿山 5000 吨/日项目已经投产。我们预计 2012 年公司钼矿产量会有较大增长，可达到 1.7 万吨左右。

加工方面：2 万吨钼铁和 6500 吨钼酸铵生产线技改项目是公司未来两年关键的增长点。

盈利预测和评级

我们预测公司 2011-2013 年净利润增速分别是 29%、38%和 44%，2011-2013 年每股收益分别是 0.33 元/0.46 元/0.66 元，对应 PE 是 60/44/30 倍。从长期来看，公司的资源优势使其相对行业可享受合理溢价。维持“增持”评级，目标价 22 元。

风险提示

钼铁和钼酸铵新产能投产时间低于预期；矿山新项目建设进度难以控制；受国内外经济复苏形势影响，钼价回升缓慢。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	7062.86	7754.10	9027.91	10440.75
营业收入增长率	54.00%	9.79%	16.43%	15.65%
EBITDA（百万）	1246	1664	2240	3126
EBITDA 增长率	48.22%	33.52%	34.66%	39.51%
净利润（百万）	835.62	1077.67	1488.31	2150.25
净利润增长率	52.08%	28.97%	38.10%	44.48%
ROE	6.17%	7.72%	9.67%	12.30%
EPS（元）	0.26	0.33	0.46	0.66
P/E	78.08	60.54	43.84	30.34
P/B	1.84	4.53	4.11	3.62
EV/EBITDA	14.35	33.24	24.92	16.87

金钼股份 (601958)

维持

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440207030182

郭晓露

guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

执业证书编号：S1440208040203

联系人：徐荃子

xuquanzi@csc.com.cn

010-85156326

当前股价：20.22 元

目标价格 6 个月：22 元

发布日期：2011 年 6 月 7 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.95/-6.69	-28.84/-22.86	41.14/39.24
12 月最高/最低价 (元)		34.3/11.21
总股本 (万股)		322660.44
流通 A 股 (万股)		322595.88
总市值 (亿元)		628.87
流通市值 (亿元)		628.74
近 3 月日均成交量 (万)		2681.94
主要股东		
金堆城钼业集团有限公司		76.00%

股价表现





目录

价量齐升将推动业绩持续复苏	1
价格回升，业绩回暖	1
募投项目达产进行时，收入、利润规模将显著提升	2
产能进入持续释放期	3
钼矿及钼精矿：资源优势支撑公司长期发展	3
金堆城矿山产能提升，潜力充分挖掘	4
汝阳钼矿进入收获期	4
资源扩张是后续题材	5
钼铁：销量创新高，在产业结构调整中迎来机遇	5
钼化工：技术领先和产能扩张同步	5
钼金属：生产技术已全面具备，仅欠市场拓展东风	6
钼行业：保护性开采控制供给，钢铁补库存提升需求	6
短期看点：钢铁行业补库存	6
国内市场钼消费前景向好	7
受益钢铁行业结构调整，特钢钼需求将持续增长	7
石油化工行业钼消费有望超预期增长	8
钼保护性开采和行业整合造就中长期机会	8
市场关注的焦点问题	10
之一：海外钼资源新的开采项目增加市场供给忧虑	10
之二：中国新近发现大量钼资源，钼供应将持续充裕	12
盈利预测、估值和风险提示	13
业绩预测和评级	13
风险提示	13
报表预测	14

表格目录

表 1：钼产品价格稳步上涨	1
表 2：主要产品产能变化(除注明外单位为“吨”)	2
表 3：公司钼矿山的储量情况	4
表 4：公司钼矿山产量（吨钼）	4
表 5：主要金属钼制品及应用领域	6
表 6：历年钨、锑、稀土产品价格涨跌幅	9
表 7：2010 年工信部发布钼精矿产量指标计划（吨）	9
表 8：国外主要新建或扩建项目情况（吨钼）	11
表 9：全球前十大生产企业产量（吨钼）	11
表 10：全球钼供需平衡表（吨钼）	12
表 11：中国新发现钼矿区一览表	12
表 12：金钼分产品收入毛利率预测（百万元）	13



图表目录

图 1: 钼精矿、氧化钼价格走势（元/吨度）	1
图 2: 钼铁、钼粉、钼酸铵价格走势（万元/吨）	1
图 3: 2010 年公司钼化工和钼金属毛利率显著回升（%）	2
图 4: 公司钼产业链示意图	3
图 5: 中国钢材产品社会库存(热轧、冷轧, 万吨).....	7
图 6: 中国钢材产品社会库存(长材、板材, 万吨).....	7
图 7: 我国钼消费结构	8
图 8: 我国特钢消费结构	8
图 9: 氧化钼、原油价格走势（美元/磅钼, 美元/桶）	8
图 10: 历年钨、锑、稀土开采总量指标（吨）	9
图 11: 中国钼储量基础分布	10
图 12: 2010 年中国钼精矿产量分布	10
图 13: 2011-2015 年全球大型新建钼项目	11
图 14: 全球钼供应的变化:主产钼在上升, 副产钼有所下降	12
图 15: 中国钼产量在全球占比近 40%	12

价量齐升将推动业绩持续复苏

价格回升，业绩回暖

2010 年铂价呈现温和回升态势，主要产品铂精矿、铂铁、氧化铂、铂酸铵、铂粉均价同比涨幅 10% 左右，带动公司业绩走出底部。

2011 年国内铂价延续 2010 年底的上涨趋势，春节长假之后铂价涨势明显向前，但受外围市场走弱和钢材市场小幅下降的影响，2 月中下旬后铂精矿和铂铁价格在短暂平静之后开始回调。3 月初铂价刚刚企稳，又遇到日本大地震的打击，原来作为铂产品消费大国的日本，需求急速下降，铂市场悲观情绪上升，导致国内铂价一举跌至 2 月前未涨价时的低点。3 月底随着国际政治经济环境改善，铂市场逐步呈现回暖迹象，铂价随之步入上调期，国外欧洲铂市也出现较大幅度上涨，改善了铂市的观望情绪，首先从铂精矿上调价格开始，铂铁、铂化工和铂制品紧随其后。总体来看，年初以来铂市场大致平稳运行，价格出现几次起落但趋势保持向上。

图 1：铂精矿、氧化铂价格走势（元/吨度）

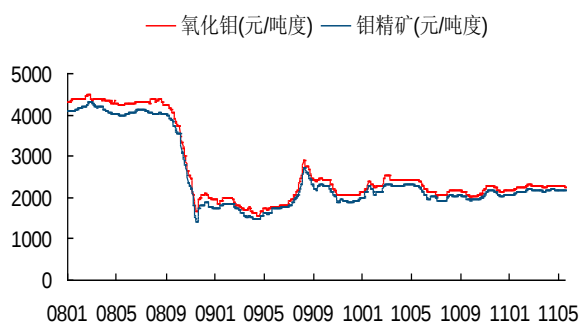
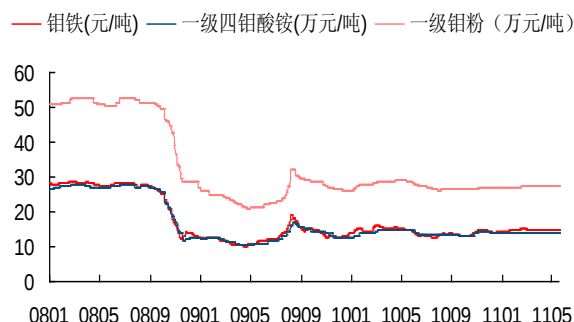


图 2：铂铁、铂粉、铂酸铵价格走势（万元/吨）



资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

表 1：铂产品价格稳步上涨

	铂精矿（元/吨度）	氧化铂（元/吨度）	铂铁(万元/吨)	一级四铂酸铵(万元/吨)
2010 均价	2114	2238	14.26	13.9
同比%	11%	10.07%	10.19%	9.35%
2010 年涨幅%	4.03%	1.88%	5.45%	9.77%
2011.1-4 月均价	2161	2261	14.82	14.05
同比%	-3.28%	-4.58%	-1.84%	-1.39%
1-4 月涨幅%	5.57%	6%	3.45%	0.00%

资料来源：中华商务网，中信建投证券研究发展部

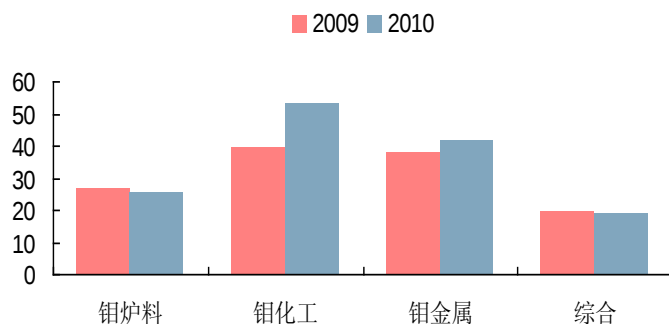
2010 年公司实现营业收入 70.63 亿元，同比增长 54%；归属于母公司净利润 8.36 亿元，同比增长 52.08%；基本每股收益 0.26 元。金融危机之后，由于需求恢复缓慢，公司不断加大金属贸易比重。报告期贸易收入同比增长 92%，占比从 43% 提高至 54%，是总收入快速增长的主要原因。

公司铂主业收入实现了 25% 的增长，毛利率提高 6.18 个百分点。铂化工和铂金属产品毛利率较前年均显著回升，铂化工产品毛利率回升最快，达 52.75%，同比增加 13.24 个百分点。公司综合毛利率 18.77%，同比略有



回落，主要是毛利率低的贸易收入比重加大所致。由于贸易业务毛利率水平很低，拖累了综合毛利率的提升。我们认为，公司开展贸易业务有助于积累市场经验，拓宽销售渠道，同时具有较强的灵活性，行业低谷时间起到平抑周期的作用。随着下游市场需求的逐步回暖，贸易业务比重也会趋于下降，综合毛利率将随之回升。四季度是全年业绩高点，净利润环比增长 137%。原因是受钢铁行业补库存需求拉动，钼价在四季度涨幅加大。

图 3：2010 年公司钼化工和钼金属毛利率显著回升（%）



资料来源：年报，中信建投证券研究发展部

2011 年一季度公司实现营业收入 18.39 亿元，同比增长 22.03%，环比下降 4.17%；归属于母公司净利润 1.73 亿元，同比下降 29.67%，环比下降 37.09%；基本每股收益 0.05 元。业绩下降一方面原因是日本地震造成钢铁行业钼消费下降，导致钼价同比环比均有所回落；另一方面，生产资料价格持续上涨，成本控制难度增大。公司盈利能力受到双向挤压，综合毛利率仅 16.51%，同比减少 6.93 个百分点，环比减少 5.15 个百分点。

二季度以来日本采取限电措施以及国内“电荒”情况严峻，继续抑制钢铁生产，钼消费难以有效提升，预计钼价仍将在低位徘徊。加之通胀形势不容乐观，生产成本居高不下，公司二季度业绩增长有一定难度。

我们仍然看好下半年业绩表现。原因是 3 月中旬以来，国内钢铁行业开始去库存周期，目前库存压力已有效缓解，随着钢铁消费旺季的来临，有望启动补库存行情，从而带动钼消费上升。从中期角度，日本钢铁行业复产及灾后重建将对钼消费起到积极的拉动作用，钼价有望稳步回升。

募投项目达产进行时，收入、利润规模将显著提升

公司上市募集资金项目全面扩张钼上下游产业链产能，目前项目建设已进入尾声，产能较上市之初大幅提升。结构上，炉料及化工产品产能增幅较大。汝阳矿 5000 吨/日项目已经投产，未来将形成 2 万吨/日的规模，金堆城钼矿产能也将继续提升。公司深加工产能迅速扩张，目前已形成 1.1 万吨钼酸铵、8000 吨高纯氧化钼、4200 吨钼粉、900 吨钼丝生产能力，较 07 年成立时增长 1~3 倍。

表 2：主要产品产能变化(除注明外单位为“吨”)

产品种类	主要产品	2007 年	2010 年	增幅%
钼炉料	钼精矿（折钼 45%）	26000	29000	11.54%
	氧化钼	23000	37000	60.87%
	钼铁	3000	12000	300.00%
钼化工	钼酸铵	4200	12000	185.71%
	高纯氧化钼	1800	8000	344.44%
	二硫化钼	1000	1000	0.00%

钼金属	钼粉	2000	4200	110.00%
	未锻轧钼制品	1000	2600	160.00%
	钼丝	600	900	50.00%
	锻轧钼制品	360	450	25.00%
其他产品	硫精矿（折硫 35%，万吨）	48	50	4.17%
	硫酸(万吨)	20	40	100.00%

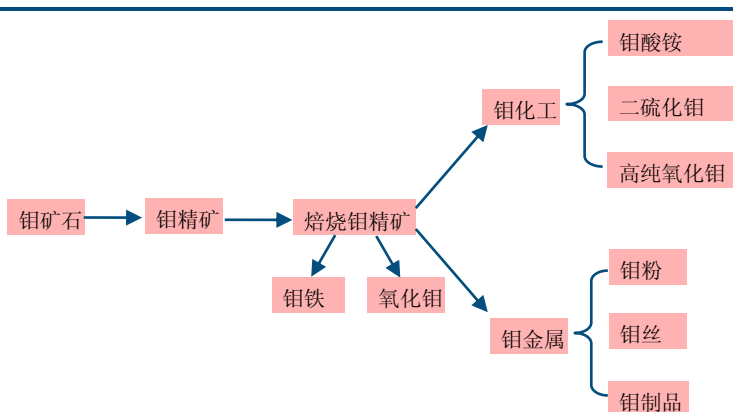
资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

2 万吨钼铁和 6500 吨钼酸铵生产线技改项目是公司未来两年关键的增长点。公司目前钼铁产能 1.2 万吨，由于国内市场销售形势向好，拟扩建产能。项目建设期 17 个月，并且是边建边投产，预计很快就可贡献业绩，同时进一步巩固了业内龙头地位。钼化工市场发展迅速，公司钼酸铵的扩产也势在必行。另一方面扩产也保障了生产钼金属的原料供应。

产能进入持续释放期

金钼股份作为行业龙头，资源优势颇为突出，拥有从母矿采选到钼金属加工全套产业链。目前国内钼行业话语权仍然集中在上游初级产品生产手中，下游深加工因为技术水平提升速度慢，并且市场集中度低，定价能力较低。金钼股份近年主要盈利仍依靠提升上游产能和产量。2010 年报显示，处于产业链上游的钼炉料贡献该公司 56.3% 的营业利润，深加工方面，钼金属营业利润占比为 26.9%，钼化工产品贡献了 16.8%。虽然公司现有钼丝、钼板、钼坩埚、异形、炉胆等多种钼金属产品，但是深加工生产技术的提高是一个渐进过程，培育市场、拓展消费领域也尚需时日。因此，短期来看，金钼股份产品结构难以发生重大改变。初级产品产能及产量的提升有利于公司保持较高的盈利水平。今明两年，公司处于产能陆续达产时期，相应的收入和利润规模将呈快速增长趋势。

图 4：公司钼产业链示意图



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

钼矿及钼精矿：资源优势支撑公司长期发展

公司拥有两座钼矿山。所依托的主体矿山金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一，金堆城钼矿所在地也被称为“中国钼业之都”。2008 年公司完成了对金钼汝阳公司 65% 股权的收购。至此公司的两大钼矿合计钼资源储量达到 146.9 万吨，权益储量 120 万吨。

两矿山均为世界级大型原生钼矿，品位高，易开采，公司的采矿技术国内领先，钼金属回收率高达 87%，

在国内外钼矿生产企业中成本优势突出。

表 3: 公司钼矿山的储量情况

矿山名称	股权比例	保有矿石储量(万吨)	钼金属量(万吨)	品位	开采方式	开采规模(万吨/年)	开采年限(年)	矿权面积(平方公里)
金堆城钼矿	100%	80066	78.66	0.099%	露天开采	1000	60	2.6282
汝阳钼矿(草沟)	65%	1598.32	0.7			26.4		0.09
汝阳钼矿(东沟)	65%	64726.04	68.98	0.12%	坑采	660		5.58

资料来源：中信建投证券研究发展部

金堆城矿山产能提升，潜力充分挖掘

金堆城钼矿共分小北露天、南露天和全露天三部分开采，且均为大型露天开采，保有矿石储量约 8 亿吨，钼金属储量约 78 万吨。2009 年之前公司仅开采小北露天矿部分。北露天矿年矿石开采能力 1000 万吨，处理矿石能力 30000 吨/日。由于开采多年，开采深度正在不断向下延伸，采矿成本也随之增加。募集资金项目南露天采矿工程已经投入运行，处理矿石能力 10000 吨/日。

金堆城钼矿生产能力正在继续提升。新增生产线采选技改项目预计 2011 年投产，2012 年全部达产，达产后处理矿石能力增加 10000 吨/日，每年大约增加精矿产量 4000 吨钼。

汝阳钼矿进入收获期

公司募集资金收购的汝阳公司的钼储量也是十分可观。草沟矿区保有钼金属储量约 7000 吨，东沟矿区保有钼金属储量约 68.98 万吨，比较接近上市公司原有的储量水平，这相当于金钼的资源储量在原有基础上增加近一倍。

汝阳矿山原处理矿石能力是 2000 吨/日，年产能只有几百吨。2010 年钼精矿产量 700-800 吨左右。收购完成后，公司对其采矿系统进行改造以提高产能。此项目分两步进行：第一阶段将年开采规模从 66 万吨提升到 165 万吨/年（处理矿石能力从 2000 吨提升到 5000 吨/日），今年开始贡献产量；第二阶段是进一步提升至 660 万吨/年（处理矿石能力进一步提升至 20000 吨/日），尚处于筹建阶段。

汝阳矿目前生产顺畅，开采进入到富矿区，矿石品位高。预计 2011 年该矿产量 1000 吨左右，2012 年可达产。汝阳矿开采方式已由坑采转为露天开采，并且经过技改和优化生产工艺，采选系统各项技术经济指标稳步上升，钼精矿完全成本和综合能耗同比下降。可见，随着采选规模的扩大和成本的降低，汝阳矿的盈利能力将进入快速提升时期。

2010 年公司钼金属产量 1.3 万吨，我们预计 2012 年金堆城钼矿和汝阳钼矿总产量会有较大增长，可达到 1.7 万吨左右。

表 4: 公司钼矿山产量（吨钼）

	2010	2011E	2012E	2013E
金堆城北露天矿	10000	10000	10000	10000
南露天采矿	2800	3000	5000	7000
汝阳钼矿	200	1000	2000	3000
合计	13000	14000	17000	20000

资料来源：中信建投证券研究发展部

资源扩张是后续题材

公司经营风格属于稳健型，在资源扩张方面坚持审慎原则。因此上市以后除成功收获汝阳钼矿之外，尚无其他进展。目前公司负债率较低，流动资金充裕，下一步有可能继续寻找合适的钼矿进行收购，意向钼矿必须是中型（储量 10~20 万吨以上）以上矿山。小型矿山不在考虑之列。同时，作为钼行业龙头，公司收购和整合资源将获得更多政策上的鼓励。

钼铁：销量创新高，在产业结构调整中迎来机遇

目前公司焙烧能力 3.8 万吨，钼铁生产能力 1 万吨，实际产量 1.2 万吨，产能利用率大于 100%，超负荷生产。因此公司新建 2 万吨钼铁生产线，预计建设期 17 个月，项目达产后钼铁总产能 3 万吨，金钼也将成为国内最大、世界第三的焙烧厂商，进一步巩固业内龙头地位。该项目边施工边投产，预计很快就可贡献业绩。

国内钼铁市场销售形势向好，同时公司开拓市场能力强，已经与宝钢集团、太钢集团、东岭集团等多家大型钢铁企业建立了稳定的合作关系。因此近两年钼铁销量节节攀升，国内市场占有率迅速上升。除面向钢厂直供直销外，公司凭借渠道优势和资金优势，开展钼炉料贸易业务作为主业的补充，扩大市场份额的同时也提升了公司的影响力。

焙烧产品是对公司业绩贡献最大的部分，也是当前钼行业发展中的主要瓶颈。原因是钼精矿焙烧过程中会形成大量的二氧化硫，如果做不好回收对自然环境危害极大。在欧美等国家，受制于严格的环保标准，钼铁生产能力已经出现萎缩。

我国钼铁行业也在加大治理力度，要求焙烧生产线必须具备较大规模和完善的二氧化硫回收系统。建设一套完善的环保设施对技术工艺要求很高，并且投入大，很多企业望而却步。不但新建钼铁项目大量减少，原有产能如环保不达标也将关停。国内半数钼铁企业属于加工型，因此面临着资源瓶颈和环保成本上升双重压力，客观上也使得淘汰落后产能的目标能够早日实现。

金钼股份钼铁生产线环保设施完善，二氧化硫回收制酸，实现全封闭循环的生产环境。因此受益于产业调整，具备产能扩张的实力。同时，由于基建配套设施齐备，公司新建的钼铁项目还具有成本低和建设期短的优点。目前国内市场钼精矿供给充裕，但焙烧能力有限。公司未来有可能会利用自身的焙烧能力优势，外购钼精矿加工生产钼铁。

钼化工：技术领先和产能扩张同步

公司 2010 年钼酸铵产量 1.1 万吨，2011 年新建 6500 吨，预计建设时间 17 个月，项目达产后钼酸铵生产能力达到 1.75 万吨；其他产品主要还有：硫化钼产能 1000 吨、氧化钼产能 8000 吨。

在产能扩张的同时，公司钼化工生产线技术工艺水平也实现了重大飞跃。2008 年建成的 6500 吨/年的钼酸铵项目和 2009 年建成的 8000 吨/年高纯氧化钼项目采用了与美国钼业公司 CLMAX 公司和 WYSSMONT 公司合作的具有国际先进水平的生产工艺。尤其 6500 吨/年钼酸铵生产线，独创了低温氨浸、水酸洗、强制压滤、微波烘干等尖端技术，使钼酸生产中环保问题的解决取得突破性进展，实现了全流程绿色生产。

公司钼酸铵产品新一轮扩产已经启动。一方面是因为钼化工市场发展迅速，前景乐观，公司积极扩产以应对日益增长的市场需求。另一方面，随着钼金属规模扩大，钼化工耗用量也将呈上升趋势，扩产也可保障自身

生产铂金属的原料供应。目前公司铂酸铵自用和对外销售各大约各占一半左右。

铂金属：生产技术已全面具备，仅欠市场拓展东风

公司生产纯度 99.95% 的铂粉，产能 4200 吨，产能未充分利用，2010 年产量在 3000~4000 吨；铂烧结能力 1000~2000 吨，产品包括铂丝、铂板、铂坩埚、异形、炉胆等。在铂金属制品中，铂丝和铂杆是公司的主打产品。

铂深加工产品代表着公司的技术水平和研发实力，是公司未来发展的重点领域。近两年公司在新产品开发和销售方面成果颇丰，主要包括：直径 160mm 铂管取得订单，耐高温铂丝通过用户认证，95 公斤、110 公斤和 177 公斤的大规格铂板实现批量生产等等。

可以看到从铂化工到铂金属环节，产品附加值增加不明显，铂金属溢价较小。主要原因一是公司铂金属产品销量较少，开工率偏低；二是产品结构上，仍以中低端为主，高端产品占比小。在对铂金属生产技术已经全面掌握的基础上，我们认为公司下一步将定位高端市场、生产市场紧缺品种，力求改善铂金属业务低盈利的现状。目前广泛应用于电子、航空、军工等领域的铂板产品是公司正在加大研发投入和项目建设的重点，此产品可替代进口，市场前被看好。

然而正如前文所述，深加工生产技术的提高是一个渐进过程，培育市场、拓展消费领域也尚需时日。因此我们认为，短期而言铂金属业务对公司整体利润的贡献度难以大幅提升。

表 5：主要金属铂制品及应用领域

主要金属铂制品	应用领域
铂粉	铂粉是生产其他铂材和粉末冶金制品的基础材料，在塑料、油漆、造纸等工业生产中是重要的填充剂。
铂丝、杆	电光源行业：铂丝、杆用作灯丝、灯丝支架、灯丝芯线、引出线、挂钩、支架等； 机加工行业：铂丝用作电火花线切割机床用电极丝，可切割各种钢材和硬质合金； 汽车行业：铂丝、杆是汽车部件生产中主要的热喷涂材料，用于提高同步环、拨叉和其他受磨部件的性能，修复磨损的曲轴、轧辊、轴杆和其他机械部件。
炼钢铂条	作为钢的合金化元素添加剂
铂圆片	主要用作变流器件的基片
铂板	主要用于生产高温电炉行业的隔热屏，整流器行业的铂圆片，玻璃及玻璃纤维行业的铂电极和电子、玻璃等行业的铂靶材。

资料来源：中信建投证券研究发展部

钼行业：保护性开采控制供给，钢铁补库存提升需求

短期看点：钢铁行业补库存

2009 年 5-8 月，钼价曾在钢厂补库存的带动下出现一波上涨，之后因钢铁行业需求不振而持续回落。2010 年前三季度，钢铁行业处于持续去库存阶段，钼价总体在底部徘徊。下半年开始的钢铁行业节能减排有效地抑制了钢产量的增长，随着 9、10 月份消费旺季的到来，钢材库存水平加速滑落。四季度节能减排力度逐渐放松，钢厂陆续复产，原料补库需求显著提升，从而带动钼价的回升。2010 年 4 季度消费旺盛，主要是受欧洲钢铁需求的拉动，国外氧化钼价格上涨幅度大；2011 年 1 季度受到日本地震的影响，消费情况稍差，但是随着灾后重建，需求会有所反弹。

最近国内电荒严重，下游钢铁生产受到影响，钼的需求有所下降。但是同时电荒也影响了钼的生产，供给也相应减少，因此，钼价仍有支撑。

图 5：中国钢材产品社会库存(热轧、冷轧，万吨)

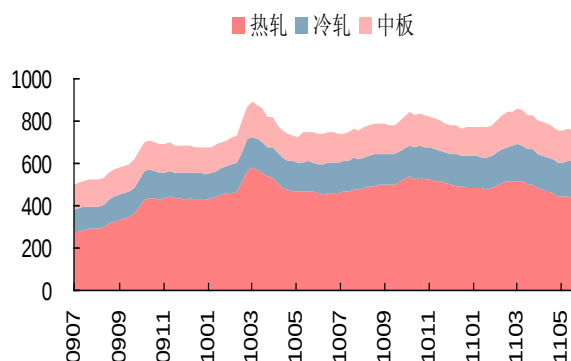
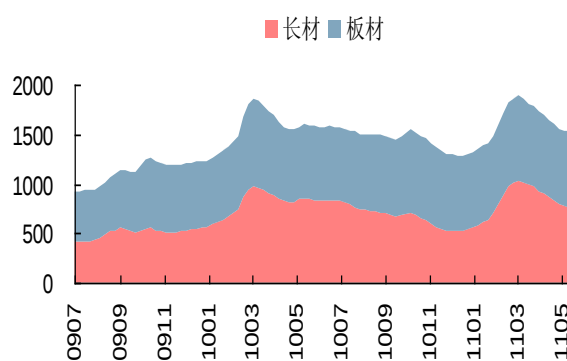


图 6：中国钢材产品社会库存(长材、板材，万吨)



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

国内市场钼消费前景向好

受益钢铁行业结构调整，特钢钼需求将持续增长

钼金属具有高熔点、耐腐蚀、耐磨性的性质，并且也有较好的导电性、导热性和延展性。钼在钢铁领域消费量占比高达 80%，主要应用在不锈钢、耐热钢和各种结构钢等特殊钢的生产上。随着我国经济增长模式转变和产业升级，高耗能的传统钢铁行业面临严峻的挑战，结构调整势在必行。我国政府将高品质特殊钢列为战略性新兴产业中需要大力培养扶植的产业，预示着特钢产业或将从本轮钢铁行业结构调整中胜出。

特殊钢是钢铁材料中的高技术含量产品，其生产和应用代表了一个国家的工业化发展水平。目前美国和日本特殊钢产量占钢产量的 10% 左右，日本、法国和德国特殊钢产量占钢产量的 15%~22%，瑞典特殊钢产量占钢产量的 45% 左右。特殊钢产业总体发展水平最高的国家是日本。其他一些发达国家在某些特殊钢品种上居领先地位。我国特钢占比在 10-15%，与发达国家相比还有较大的提升空间。从下游应用来看，我国特殊钢材总量的 24% 和 35% 分别用于机械和汽车工业，因此需求主要取决于这两大行业的发展前景。我们对特钢的需求总体上保持乐观。

近年来，我国特钢行业开发了一系列新产品，如耐腐蚀、超洁净、超高强度新品种，高级轴承用钢材、特种合金钢丝、高温合金、钛合金和高强、高韧、高疲劳寿命型新一代微合金非调质钢等产品。大量的新产品推出说明在我国特钢行业尚处于成长期，进而随着经济持续复苏及产业政策扶植力度的加大，行业即将步入快速发展通道。相应地对钼需求的增速有望保持在较高水平。

图 7：我国钼消费结构

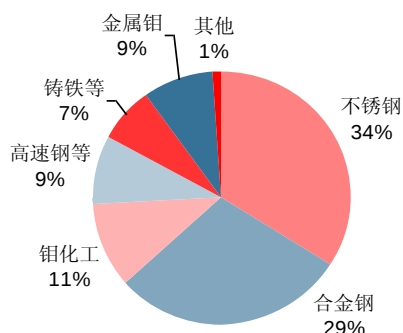
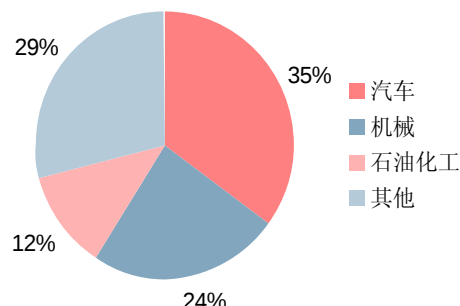


图 8：我国特钢消费结构

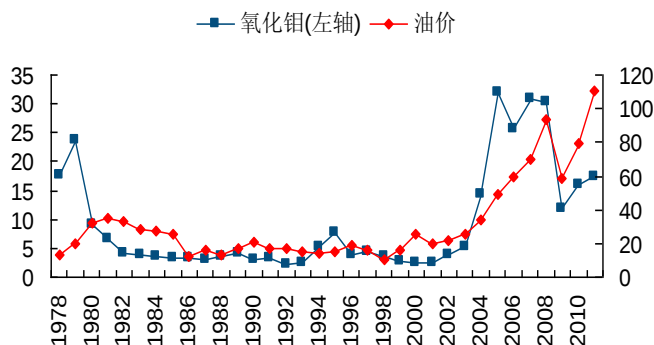


资料来源：中信建投证券研究发展部，特钢协会

石油化工行业钼消费有望超预期增长

化工和催化剂领域是钼第二大消费领域，尽管从绝对量上看，与钢铁用钼量差距较大，但钼化工的消费正在突飞猛进地增长。历史数据显示，氧化钼价格运行趋势与原油价格关联度较高，达 0.74。1978 年以来，氧化钼价格的两次大幅上涨都伴随油价的大涨，分别是 1979 年和 2004-2008 年。08 年以来价格的波动也与油价比较吻合。

图 9：氧化钼、原油价格走势（美元/磅钼，美元/桶）



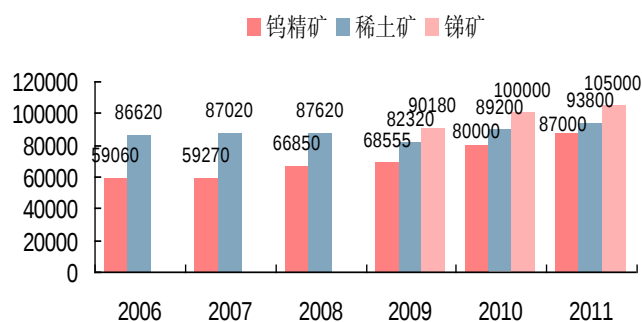
资料来源：中信建投证券研究发展部

钼化工产品中最主要的品种是钼催化剂，被广泛应用于石化行业中的煤油、汽油、循环油、脱沥青油、柴油提炼方面。钼化工的其他应用方向还有润滑剂、油漆、抗腐蚀性的外层涂料和着色剂等。相比较而言，发达国家环保标准高，催化剂市场容量较大且稳定。新兴经济体钼催化剂市场也迎来了高速增长的机遇。

钼保护性开采和行业整合造就中长期机会

事实证明，我国对钨、锡、锑、稀土等实行保护性开采和严格市场准入的政策确实推动了行业供需格局的改善和产品价格的上升。09 年以来锑、稀土行业政策力度加大，价格呈快速拉升之势。钨行业整合也在有条不紊地进行，目前钨价的上升通道已经打开。据悉，钼也即将列入国家保护性开采的矿种，产量必将得到有效地控制，供需结构的改善将推动钼价走出底部。钼保护性开采目前尚处于政策探索阶段，由工信部发布钼精矿产

量年度指标计划。2010 年的产量指标是 18.5 万吨，指标计划基本与各地区实际产量相当。中国钼产量在全球占比已经接近 40%，中国实行保护性开采必然会对全球供需格局产生深远影响。

图 10：历年钨、镨、稀土开采总量指标（吨）

表 6：历年钨、镨、稀土产品价格涨跌幅

	钨精矿	镨矿	氧化镨钕
2006	-10.45%	48.72%	116%
2007	-12.18%	0.00%	-6.17%
2008	-34.1%	-48.28%	-67.76%
2009	17.54%	93.33%	136.73%
2010	61.94%	89.66%	79.31%

资料来源：中信建投证券研究发展部 注：氧化镨钕价格涨幅为 4-12 月涨幅

表 7：2010 年工信部发布钼精矿产量指标计划（吨）

河南	陕西	河北	内蒙	辽宁	福建	江西	吉林	湖南	浙江	四川	甘肃
90500	36000	12000	12000	10000	8000	6000	4500	2500	2000	1000	500

资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

回顾近年来我国钼行业的产业政策主要有：自 05 年起下调和取消出口退税，上调出口关税，07 年将钼精矿列入禁止类加工贸易产品目录中，开始对钼制品实行出口配额许可证管理。一系列限制性措施提高了钼出口门槛。2010 年工信部公布的《钼行业准入条件》征求意见稿以及正在完善的稀有金属储备机制将从多维度加大钼行业的整合力度。

通过与国外相比，我国钼行业集中度的提升已经十分迫切。美国和智利是全球两大钼生产国。美国占全球钼产量 30% 左右，只有三家大型钼公司。智利占全球钼产量 20% 左右，同样也只有三家公司。预计我国钼资源整合更多地可能是以区域内的联合重组为主。河南省和陕西省是我国主要的钼矿成矿区，因此这两个省的钼矿整合倍受关注。河南省起步较早，2007 年 12 月，河南省政府发布了《河南省钼矿资源整合实施意见》。总体原则是一个矿区只设一个矿权，鼓励和支持资源向优势企业集中，就近整合钼矿探矿权和采矿权。目前陕西省尚未针对钼矿提出明确的整合方案，但是一个矿区只设一个矿权是国家政策的导向，资源必然向大型企业集团集中。

图 11：中国钼储量基础分布

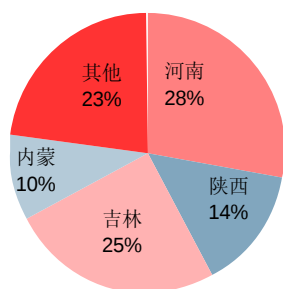
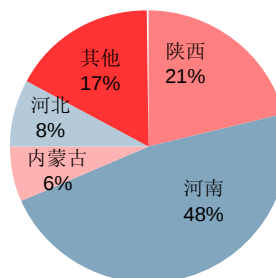


图 12：2010 年中国钼精矿产量分布



资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

市场关注的焦点问题

之一：海外钼资源新的开采项目增加市场供给忧虑

2011-2015 年国际上新建和扩建钼矿进入投产密集期。根据国外权威机构的统计，新增年产能合计高达 10 万吨之多。所以增加了市场对未来钼供给会出现过剩的忧虑。我们与市场的普遍观点有所不同，主要基于以下理由。

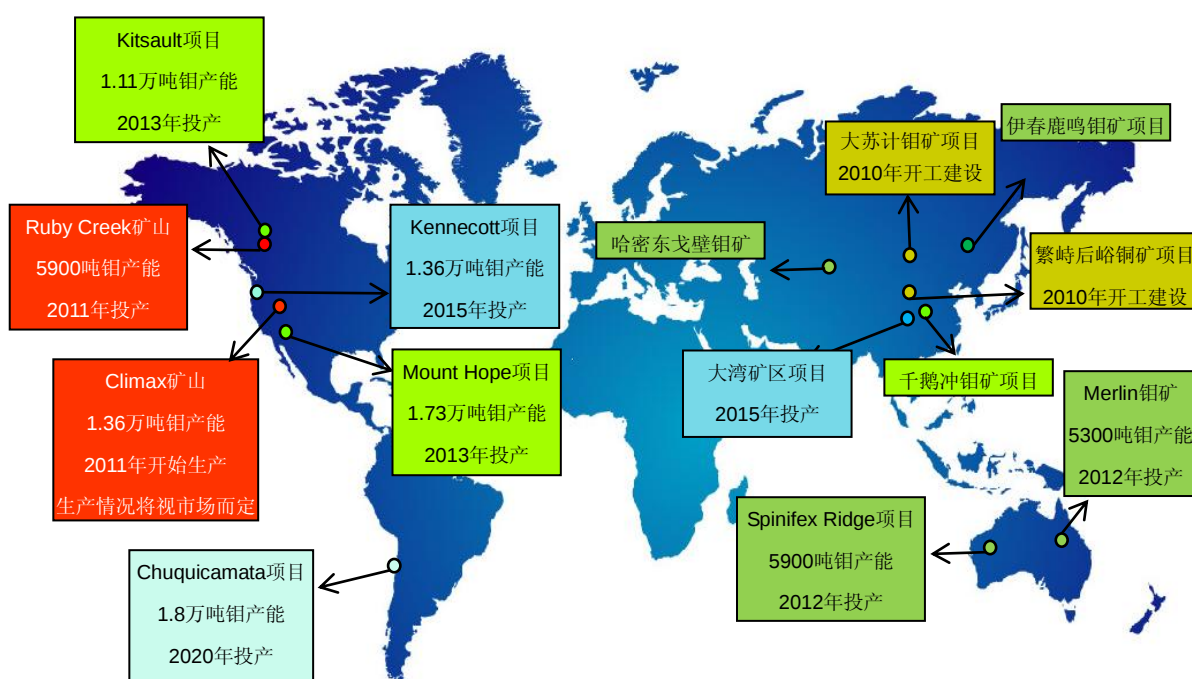
第一，从分布来看，美国、加拿大、澳大利亚等国家的钼矿山新项目较多，这些国家资源保护意识强，同时生产成本较高。因此在钼价处于相对低位时预计不会对新建的钼矿进行大规模开采。

第二，钼生产集中度高，前十位生产企业产量占到全球 70%。国外钼生产商多数与下游签订长期供货协议，主要根据需求调整产出，盲目扩张现象较为少见。

第三，南美钼资源主要是铜钼伴生矿，近年来南美国家铜产量在高铜价推动下不断攀升，然而值得注意的是，伴生钼产量却出现了减少。统计数据显示，2006 年以来全球钼产量的增加主要来自于原矿产量提高的贡献，副产钼呈现出下滑趋势。原因就是铜资源的过量开采导致了钼储量和品位的下降。所以未来伴生钼产量也有可能低于预期。

另外，自 07 年以来钼价大幅回落，但生产成本却在逐步抬升。很多新建项目与立项时相比，市场形势完全不同，盈利的预期已经发生了很大变化，甚至需要项目可行性进行重新评估。所以综合来看，我们认为海外新建钼项目不会对全球钼市场供需基本平衡的格局形成重大冲击。

图 13：2011-2015 年全球大型新建铂项目



资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

表 8：国外主要新建或扩建项目情况（吨铂）

国家	公司名称	项目名称	项目产能	投产时间
美国	Freeport-McMoRan 公司	重启 Climax 铂矿	1.36	2011 年
	General Moly 公司	Mount Hope 项目	1.36	2013 年
加拿大	Thompson Creek	Davidson 矿	0.23	2010 年
	Thompson Creek	Endako 矿扩建	0.77	2011 年
	Adanac 铂业公司	Ruby Creek 铂矿	0.59	2011 年
	Avanti 矿业公司	Kitsault 铂项目	1.11	
北美	Moly Mines 公司旗下	Spinifex Ridge 项目	1.09	2012 年 Q1
澳大利亚	Kennecott 犹他公司	改善铂压煮设备	2.72	2013 年
伊朗	国家铜业公司 (Nicico)	Sungun 选矿厂	1.1-1.2	2010 年
合计			10.43	

资料来源：英国商品研究所，中信建投证券研究发展部

表 9：全球前十大生产企业产量（吨铂）

	2007	2008	2009	2010
美国 Freeport- M cM oRan 铜金公司	31780	33113	24500	32667
智利 Codelco 公司	27900	22680	22000	21000
墨西哥集团	16208	16390	18700	18500
力拓集团美国 Kennecott 公司	14900	10600	9000	10000
栾川铂业	13897	15300	16000	16000
金铂股份	12837	13950	13800	14000
智利 Antofagasta 矿	10200	7038	7200	9500
加拿大 Thompson Creek 金属公司	7400	11794	11350	14000
必和必拓秘鲁 Antamina 矿	6387	6078	2479	3300

Xstrata 智利 Col lahuasi 矿	3859	2894	2894	3000
合计	145368	139837	127923	141967

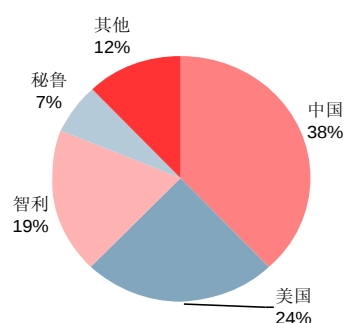
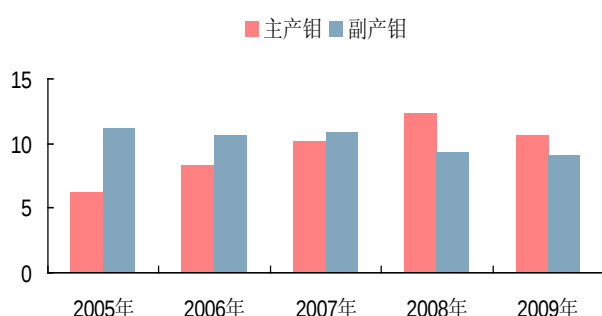
资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

表 10：全球钼供需平衡表（吨钼）

	2006	2007	2008	2009	2010
全球钼供应量	187315	207000	215300	189800	217800
全球钼消费量	191449	209925	209743	174782	207000
供需缺口	-4134	-2925	5557	15018	10800

资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

图 14：全球钼供应的变化:主产钼在上升，副产钼有所下降 **图 15：中国钼产量在全球占比近 40%**



资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部

之二：中国新近发现大量钼资源，钼供应将持续充裕

近两年随着勘探投入加大和探矿技术水平的提升，中国新发现了大量钼资源。据行业协会的统计，总计基础储量在 330 万吨左右。我们认为，储量的大幅增加不会导致未来产量同比例上升，尤其是在短期内，因为从探明资源到进入生产环节还需要漫长的过程。另外，钼矿属于限制类开采项目，如果下一步国家进行保护性开采，预计很多项目的立项和审批都会面临更加严格的标准，中长期来看钼供应偏紧的趋势不会改变。

表 11：中国新发现钼矿区一览表

省区	矿区名称	储量（万吨钼）	矿石品位
西藏	玉龙铜钼矿	14.85	
福建	莆田仙游度尾镇钼矿	0.24	
内蒙古	东乌珠穆沁旗满都宝力格镇铁钼矿	7	
广东	圆珠顶铜钼矿	25	
安徽	金寨县沙坪沟钼矿	10	0.10%
甘肃	武山温泉钼矿	>=50	
河南	石瑶沟、信阳光山县千鹅冲钼矿	70	
内蒙古	不拉格乌兰银多金属矿\乌特拉后旗钼矿	37	0.06-0.08%
安徽	马头铜、祁门县、沙坪沟钼矿	60	0.03-0.13/0.1-0.2%
福建	建瓯罗山钼矿	1.48	
新疆	哈密市	>=55	
合计		>330	

资料来源：安泰科，中信建投证券研究发展部



盈利预测、估值和风险提示

业绩预测和评级

我们预测公司 2011-2013 年净利润增速分别是 29%、38%和 44%。2011-2013 年每股收益分别是 0.33 元/0.46 元/0.66 元，对应 PE 是 60/44/30 倍。目前估值与有色行业平均水平相当。但是从长期来看，公司的资源优势使其相对行业可享有合理溢价。同时由于钼价处于历史低位，公司经营风险较小。综合起来，我们认为公司增长确定，估值偏低。维持“增持”评级，目标价 22 元。

表 12：金钼分产品收入毛利率预测（百万元）

		2010	2011E	2012E	2013E
钼铁	收入	1562	2250	3300	4538
	毛利率	37.32%	38.99%	39.93%	41.16%
钼酸铵	收入	719	784	1186	1927
	毛利率	36.04%	37.74%	38.70%	39.96%
钼粉	收入	557	735	809	889
	毛利率	39.52%	41.32%	35.01%	35.91%
钼金属制品	收入	459	485	534	587
	毛利率	35.22%	37.37%	31.08%	31.52%
总计	收入	7109	7754	9028	10441
	毛利率	18.23%	22.29%	25.36%	30.57%

资料来源：中信建投证券研究发展部

风险提示

公司钼铁和钼酸铵新产能投产时间低于预期；

矿山新项目建设进度难以控制；

受国内外经济复苏形势影响，钼价回升缓慢。



报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	9334	10157	10812	13141	营业收入	7063	7754	9028	10441
现金	6962	8083	7580	10672	营业成本	5737	6026	6738	7249
应收账款	336	398	437	517	营业税金及附加	113	128	150	171
其它应收款	13	39	9	40	营业费用	42	59	64	72
预付账款	543	0	923	68	管理费用	277	384	437	477
存货	1071	1366	1127	1520	财务费用	-108	-210	-250	-244
其他	408	271	736	324	资产减值损失	4	9	15	12
非流动资产	5041	5112	5421	5694	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	2138	2304	2502	2618	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	1638	1768	2055	2338	营业利润	997	1358	1874	2704
其他	1264	1040	864	738	营业外收入	10	9	12	10
资产总计	14375	15269	16233	18836	营业外支出	5	9	10	8
流动负债	587	1015	521	1035	利润总额	1002	1358	1876	2707
短期借款	30	60	55	48	所得税	163	272	375	541
应付账款	312	627	279	644	净利润	839	1086	1501	2165
其他	245	328	187	343	少数股东损益	4	9	13	15
非流动负债	190	186	198	195	归属母公司				
长期借款	0	6	14	10	净利润	836	1078	1488	2150
其他	189	181	183	184	EBITDA	1246	1664	2240	3126
负债合计	777	1201	718	1230	EPS (摊薄)	0.26	0.33	0.46	0.66
少数股东权益	186	195	208	223	主要财务比率				
母公司股东权益	13412	13872	15307	17383	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益	14375	15269	16233	18836	成长能力				
现金流量表					营业收入增长	54.00%	9.79%	16.43%	15.65%
单位:百万元					营业利润增长	46.69%	36.25%	37.98%	44.30%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	母公司净利增长	52.08%	28.97%	38.10%	44.48%
经营活动	758	1891	-28	3615	获利能力				
净利润	839	1086	1501	2165	毛利率	18.77%	22.29%	25.36%	30.57%
折旧摊销	244	306	364	419	净利率	11.88%	14.01%	16.63%	20.74%
财务费用	-108	-210	-250	-244	ROE	6.17%	7.72%	9.67%	12.30%
投资损失	0	0	0	0	ROIC	6.24%	7.79%	9.76%	12.41%
营运资金变动	-164	694	-1650	1284	偿债能力				
其它	-52	14	7	-10	资产负债率	5.40%	7.87%	4.43%	6.53%
投资活动	-829	-389	-681	-683	净负债比率	0.22%	0.48%	0.47%	0.36%
资本支出	576	92	314	263	流动比率	15.89	10.00	20.77	12.69
长期投资	0	0	0	0	速动比率	14.07	8.66	18.60	11.23
其他	-253	-297	-367	-420	每股指标 (元)				
筹资活动	-626	-380	206	160	每股收益	0.26	0.33	0.46	0.66
短期借款	-45	30	-5	-7	每股经营现金流	0.24	0.59	-0.01	1.12
长期借款	0	5	9	-4	每股净资产	4.21	4.34	4.79	5.44
其他	-581	-416	202	171	估值比率				
现金净增加额	-696	1121	-504	3092	P/E	78.08	60.54	43.84	30.34
					P/B	1.84	4.53	4.11	3.62
					EV/EBITDA	14.35	33.24	24.92	16.87



分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

郭晓露：中央财经大学产业经济学硕士，有色金属行业分析师。专注于行业周期变化的实时跟踪及行业影响因素趋势变动的实证分析。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。