

金钼股份(601958) 业绩增长还看钼价回暖

研究员: 刘敏达
执业证书编号: S0570510120047
电话: 025-83290904
E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn
地址: 南京市中山东路 90 号

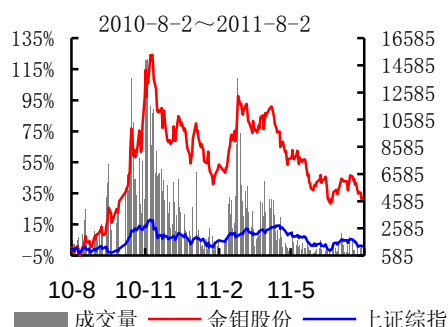
投资评级: 观望(维持)

有色金属

当前价格(元): 18.40

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

- 1 《金钼股份(601958):业绩符合预期, 未来关注钼价上涨》2011.3
- 2 《金钼股份(601958):业绩符合预期》2009.10
- 3 《金钼股份(601958):业绩符合预期, 新项目进展顺利》2009.8

投资要点:

- **钼产品仍是盈利主要来源:** 公司主要从事钼系列产品生产、加工、科研等业务, 拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。公司 2009 下半年开始开展金属产品贸易业务, 但目前主要盈利来源仍是钼产品。
- **钼价处于历史低位, 复苏将是大概率事件:** 钼价受金融危机影响自高位回落, 近期一直在低位徘徊。需求方面, 钼消费量将受益于不锈钢内部结构的调整; 供给方面, 国内行业保护性开采使得钼矿供给的大幅增长可能性也较低。同时, 钼价下方受成本支撑显著, 未来行业回暖将是大概率事件。
- **公司业绩对钼价敏感性高:** 公司 90%的利润来自于钼产品, 100%的资源自给率使业绩对钼价高度敏感。据测算, 钼价在 2,800 元/吨度的假设下每上升 100 元, 公司 2012 年 EPS 将上升约 0.04 元。钼价的回暖将带来公司业绩的爆发。
- **矿山扩建项目进入产释期:** 目前公司在建并即将投产的项目包括金堆城钼矿南露天及汝阳钼矿。金堆城南露天目前已经可以出矿, 预计 7 月底开始试生产, 完全达产后金堆城钼矿的总矿石处理能力将达到 40,000t/d。汝阳钼矿也已由地下开采转为了露采, 目前 5,000t/d 的产能已经达产, 未来将建成 20,000t/d 的矿石处理能力。随着未来钼价从底部逐步回升, 公司相关采选产能的扩建也将加速。
- **加工产品盈利能力尚待提升:** 我们对钼化工产品、钼金属产品及扣除贸易部分后的钼炉料产品进行了对比, 结果显示各类产品在盈利能力上并不存在明显的差异。公司当前盈利仍集中在上游矿山领域, 加工产品盈利能力尚待提升, 钼铁及钼酸铵产能的扩张带来的盈利增长较为有限。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.25、0.52 及 0.72 元, 目前股价对应于 73.70、35.52 及 25.59 倍市盈率。考虑到钼价目前处于历史低位, 且公司业绩对钼价变动高度敏感, 我们认为公司的合理估值对应于 2012 年 EPS35 倍市盈率, 目前估值基本合理, 给予公司“观望”的投资评级。建议投资者密切关注钼价回暖带来的公司业绩爆发。

公司基本资料

总股本(万)	322660.44
流通 A 股(万)	322595.88
52 周内股价区间(元)	13.5-34.3
总市值(亿)	603.38
总资产(亿)	146.42
每股净资产(元)	4.22

主要经营指标预测

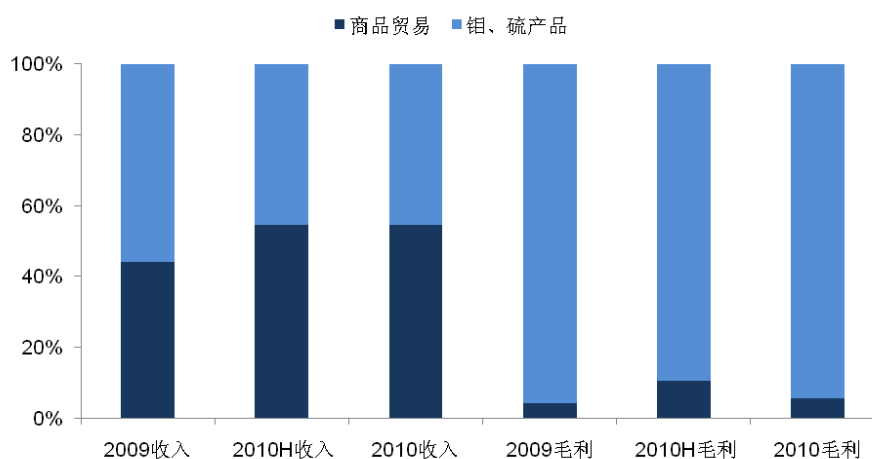
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	70.63	68.76	87.76	101.58
+/-%	54.00	-2.65	27.64	15.74
净利润(百万)	835.62	805.54	1671.60	2319.69
+/-%	50.74	-3.60	107.51	38.77
EPS(元)	0.26	0.25	0.52	0.72
P/E	72.21	73.70	35.52	25.59

近期我们调研了金钼股份，我们对公司投资价值的形成主要观点如下：公司资源优势显著，矿山扩建项目逐步进入产能释放期。但公司现阶段加工产品盈利能力尚待提升，业绩增长高度依赖于钼价的回暖。公司目前估值基本合理，建议投资者密切钼价回暖带来的公司业绩爆发。

一、业绩增长依赖于钼价回暖

金钼股份主要从事钼系列产品生产、加工、科研等业务，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。2009 年下半年，受国际金融危机的影响，钼价持续低迷，公司出于稳定利润的考虑，逐步开始开展金属产品的贸易。但公司的主要盈利来源仍是钼、硫产品，钼、硫产品也仍是公司未来业绩的主要看点。

图 1：公司盈利主要来源仍是钼产品



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

钼价处于历史低位，复苏将是大概率事件

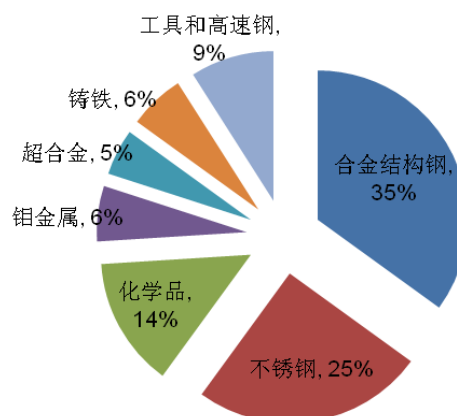
钼价受金融危机影响自高位回落后，近期一直在历史低位徘徊。

图 2：钼价一直在历史低位徘徊



资料来源：中华商务网，华泰证券研究所

图 3：钼下游需求结构



资料来源：华泰证券研究所

从下游需求看来，超过 60%的钼金属都应用于不锈钢及合金结构钢领域，因此，钼行业的景气度与钢铁行业息息相关。近期钼价持续在低位运行的一个重要原因就在于下游钢铁行业需求不济。但从中长期发展趋势看来，我们认为虽然不锈钢行业整体需求增速将放缓，但其内部结构调整将加剧，用钼量最多的特殊钢需求量将持续增长。

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。目前美国和韩国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。我们对特钢的需求及因此带来的钼需求增长保持乐观。

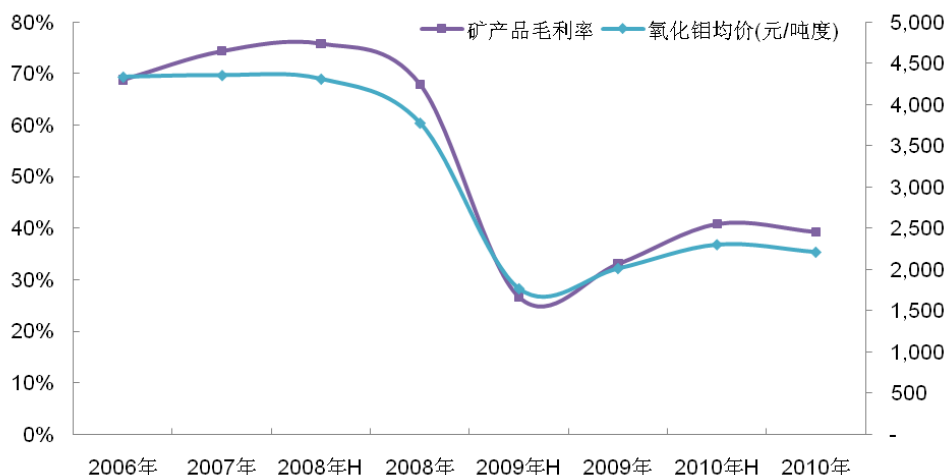
另一方面，从供给看来，全球钼矿的供给相对较为充裕。但国内行业保护性开采国土资源部计划将钼列入保护性开采矿种，从 2011 年起实行开采总量管理。钼成为继黄金、钨、锡、锑、稀土后第六个被列入保护性开采的矿种。同时，国家还采取了降低和取消钼制品出口退税率、禁止外商投资钼产业和提高钼行业准入条件等一系列政策。我们认为该系列政策的实施有利于资源向大型、有实力的钼矿产企业集中，对大型钼矿产企业来说该系列政策的实施，钼矿供给大幅增长的可能性也比较低。

更为重要的一点是，**钼价受成本支撑显著，下行动力不足**。根据我们的了解，当前 16-17 美元/磅钼左右的钼价水平基本已经接近行业的平均生产成本，钼价继续下行的动力不足。**未来钼价的回暖将是大概率事件。**

公司业绩对钼价敏感性高

公司 90%左右的利润均来自于钼相关产品，且公司资源自给率为 100%，因此公司业绩对钼价的高度敏感。如图 4 所示，以钼产品为主的矿产品毛利率与钼价走势几乎完全一致，公司产品盈利能力与钼价高度相关。

图 4：公司矿产品盈利能力与钼价高度相关



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

表 1: 2012 年 EPS 对钼价敏感性分析

钼价 (元/吨度)	2,400	2,600	2,800	3,000	3,200	3,400	3,600	3,800	4,000	4,200	4,400
2012 年 EPS	0.36	0.44	0.52	0.60	0.67	0.75	0.83	0.91	0.99	1.07	1.15
EPS 增量		0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789	0.0789

资料来源: 华泰证券研究所

进一步, 我们用后文预测所得的公司 2012 年 EPS 对钼价做了敏感性分析, 结果如表 1 所示。我们对 2012 钼精矿价格假设为 2,800 元/吨度, **钼价在此假设基础上每上升 100 元, 公司 2012 年 EPS 将上升约 0.04 元。**根据我们的测算, 当 2012 年钼精矿均价回升至 4,000 元/吨度以上达到 2007 年的水平时, 公司当年可实现每股收益 1 元以上。**公司盈利对钼价高度敏感, 钼价的回暖将带来公司业绩的爆发。**

二、矿山扩建项目进入产能释放期

自有矿山品质高, 资源优势显著

公司目前拥有两座钼矿山, 其中主体矿山金堆城钼矿是世界六大原生钼矿床之一, 汝阳钼矿则是公司上市后通过股权收购获得钼矿资源。

表 2: 金堆城钼矿及汝阳钼矿资源量情况

	权益占比	保有矿石储量(万吨)	钼金属量(万吨)	平均品位 (%)	开采方式
金堆城钼矿	100%	80,066	78.66	0.099	露采
汝阳钼矿	65%	66,324	69.68	0.12	露采
合计 (权益)			123.95		

资料来源: 华泰证券研究所

公司上述资源储量界定的边界品位为 0.06%。而根据我们的了解, 目前的矿石处理技术可处理的最低品位已可达到 0.04%。也就是说, 公司潜在的资源量较目前公告的数据更多。

更为重要的是, 公司主力矿山金堆城钼矿矿石为辉钼矿, 只含少量铜和铅, 成本低质较好。公司目前矿石的选冶回收率高达 87%, 产出的钼精矿纯度可达到 57%, 而业内标准报价的钼精矿纯度仅为 45%。矿石的品质越往下深加工, 如钼粉, 将越有所体现。这也是目前公司整体发展策略侧重于深加工的重要原因。

而关于公司未来的资源并购, 由于目前公司本身的资源储量较大, 因此对矿山体量的要求在金属量 10 万吨以上, 且对矿山的盈利能力也有较高的要求。总体看来, 我们认为公司在资源并购方面较为保守。但公司目前账面闲置资金充裕, 潜在的资源并购具有充足的资金保障。

各矿山扩产项目进展稳定，即将进入产能释放期

公司目前钼精矿主要产自金堆城钼矿的小北露天矿区。目前的处理能力是 30,000t/d，即约 1,000 万吨/年。小北露天是富矿区，目前的出矿品位高于 0.099% 的平均品味，能达到 0.13% 左右，公司矿石的采选回收率约为 87%，因此每年 1,000 万吨的矿石可产出超过 1 万吨的钼金属量。

目前公司在建并即将投产的项目包括金堆城钼矿南露天及汝阳钼矿。

金堆城钼矿南露天项目：目前已经可以出矿，预计 7 月底开始试生产。完全达产后，金堆城钼矿的总矿石处理能力将达到 40,000t/d。但南露天地处整个矿区的边部，出矿品位将低于小北露天，预计也将低于矿区的平均品位。

汝阳钼矿项目：汝阳钼矿也已由地下开采转为了露采，目前 5,000t/d 的产能已经达产，今年预计可产出超过 1,000 吨金属量。根据公司的规划，未来汝阳钼矿将建成 20,000t/d 的矿石处理能力。我们认为，随着未来钼价从底部逐步回升，公司相关采选产能的扩建也将加速。

表 3：公司最新矿山产能情况

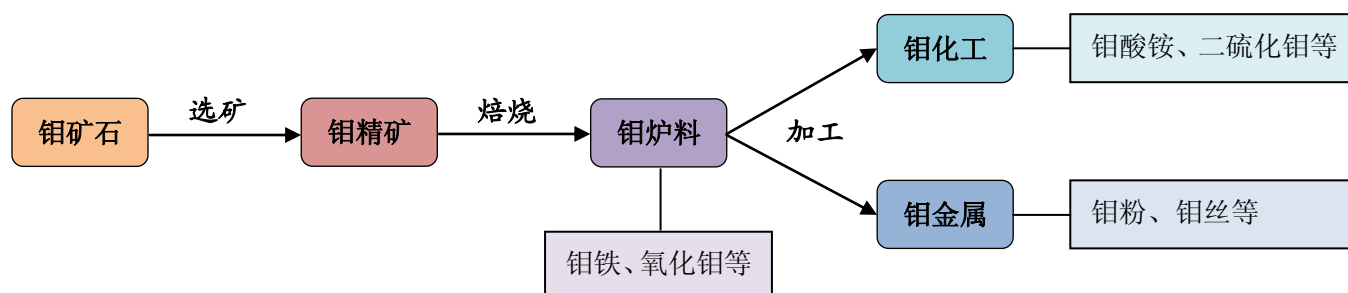
	扩建前 产能(t/d)	扩建后 产能(t/d)	最终规划 产能(t/d)	2011 年产 金属量(吨)	2012 年产 金属量(吨)
金堆城钼矿	30,000	40,000	40,000	12,601.95	13,893.90
汝阳钼矿	2,000	5,000	20,000	1,398.05	4,306.50
合计	32,000	45,000	60,000	14,000	18,200

资料来源：华泰证券研究所

三、加工产品盈利能力尚待提升

公司钼产品产业链完整，产品类别包括钼炉料、钼化工及钼金属等多类别下游加工产品。

图 5：公司钼产品产业链完整



资料来源：华泰证券研究所

焙烧产能目前可认为是钼行业的一个产量瓶颈。公司目前的焙烧总产能是 3.8 万吨左右，现有设备最高可支撑 5 万吨的焙烧产能。但公司目前焙烧所处理矿石均为自产，按 1.4

万吨的矿产钼金属量计算，公司实际的利用的焙烧产能约为 3.2 万吨。公司焙烧等冶炼环节的综合回收率约为 98%。

现阶段公司下游加工方面在建的项目包括 2 万吨钼铁及 6,500 吨钼酸铵产能扩建。这两个项目生产线的建设期均为 17 个月，预计 2012 年底投产。上述项目都是对原有产能的扩建，相应生产线的调试时间预计将较短，投产较快。以钼铁为例，我们测算发现公司近两年钼铁产量约为 1.4 万吨左右，超过目前 1.2 万吨的产能，公司在建项目具有一定的必要性。此外，钼粉方面目前产能为 4,200 吨，2010 年产量约为 3,500 吨，预计 2011 年产量仍维持 3,000-4,000 吨之间，目前尚无产能扩建计划。

表 4：公司钼产品主要产能情况

单位：吨	现有产能	在建产能
焙烧产能	38,000	未来可达到 50,000
钼炉料		
钼铁	12,000	20,000
钼化工		
钼酸铵	11,000	6,500
钼金属		
钼粉	4,200	
钼丝	900	

资料来源：华泰证券研究所

我们对钼化工产品、钼金属产品及扣除贸易部分后的钼炉料产品（分产品主营收入数据中钼炉料有部分为贸易收入）进行了对比，结果显示各类别产品在盈利能力上并不存在明显的差异。我们认为这主要是由于公司目前的下游加工产品仍以初级加工为主。因此综合看来，公司当前盈利仍集中在上游矿山领域，加工产品盈利能力尚待提升，钼铁及钼酸铵产能的扩张为公司带来的盈利增长较为有限。

而目前公司的一些深加工产品，例如板、箔等，多数是客户定制的，用于靶材、液晶显板等，量依旧较少，对公司盈利的边际贡献有限。整体而言，深加工这一块刚刚起步，市场还需要培育。公司在下游深加工方面正寻求与一些在钼加工领域具有显著技术优势的国外公司进行技术合作，预计将是股权收购的方式，我们将密切关注相关合作的进展。

四、盈利预测与投资评级

经营假设与盈利预测

我们对公司未来钼产品相关经营情况的主要假设如表 5 所示。我们预计钼行业供需关系的改善将推动钼价在 2012-2013 年逐步回暖，汝阳钼矿 20,000t/d 的采选能力将在 2012 年年中逐步建成投产。

此外，如前文所述，公司贸易业务的开展的最初目的是为了分散化经营，降低公司主营业务过于集中的风险，并稳定公司利润。通过与公司的沟通，我们了解到公司未来贸易

业务的规模预计将维持稳定，公司不会过分追求这一块业务规模的扩张。从历史数据看，公司 2009 年半年数据折算到全年跟 2010 年的收入也是相当的。我们假设公司未来贸易业务收入将实现 5% 左右的增长，毛利基本保持稳定。

表 5：主要盈利预测假设

	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
产量假设			
自产钼精矿（吨）	14,000	18,200	20,780
价格假设			
氧化钼（元/吨度）	2,300	2,800	3,100
钼铁（元/吨）	147,000	180,000	198,000
钼酸铵（元/吨）	145,500	175,000	190,000
钼粉（元/吨）	288,000	340,000	368,000

资料来源：华泰证券研究所

基于上述经营假设，我们预测公司 2011-2013 年将分别实现营业收入 68.76、87.76 及 101.58 亿元，归属于母公司的净利润 8.06、16.72 及 23.20 亿元，对应 EPS 为 0.25、0.52 及 0.72 元。

估值与投资评级

我们一直强调的有色金属行业投资逻辑：**低景气及业绩对应高市盈率，高景气及业绩则对应低市盈率**。近期钼价一直处于历史低位，且下方受成本支撑，未来回暖将是大概率事件。同时公司目前的盈利也一直处于低位，未来将逐步改善。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.25、0.52 及 0.72 元，目前股价对应于 73.70、35.52 及 25.59 倍市盈率。考虑到钼价目前处于历史低位，且公司业绩对钼价变动高度敏感，我们认为公司的合理价值对应于 2012 年 EPS35 倍市盈率，目前估值水平基本合理，给予公司“观望”的投资评级。**建议投资者密切关注钼价回暖带来的公司业绩爆发。**

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	9334	8992	9609	10275
现金	6962	6362	6557	6955
应收账款	336	334	442	500
其他应收款	13	17	20	23
预付账款	543	578	663	703
存货	1071	1235	1330	1438
其他流动资产	408	466	598	655
非流动资产	5041	5457	5773	5887
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2138	2810	3303	3578
无形资产	1638	1638	1638	1638
其他非流动资产	1264	1009	831	671
资产总计	14375	14449	15382	16162
流动负债	587	662	687	745
短期借款	30	0	0	0
应付账款	312	456	453	494
其他流动负债	245	207	234	251
非流动负债	190	184	185	185
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	189	183	185	185
负债合计	777	846	872	930
少数股东权益	186	192	205	221
股本	3227	3227	3227	3227
资本公积	6744	6744	6744	6744
留存收益	3126	3125	4018	4725
归属母公司股东权益	13412	13411	14305	15011
负债和股东权益	14375	14449	15382	16162

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	887	605	1307	2186
净利润	839	812	1684	2336
折旧摊销	244	216	285	343
财务费用	-108	-275	-267	-280
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-150	-174	-411	-222
其他经营现金流	62	26	17	8
投资活动现金流	-736	-642	-603	-454
资本支出	750	650	600	455
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	15	8	-3	1
筹资活动现金流	-745	-562	-510	-1334
短期借款	-45	-30	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-700	-532	-510	-1334
现金净增加额	-598	-600	195	398

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7063	6876	8776	10158
营业成本	5737	5683	6405	6934
营业税金及附加	113	113	143	166
营业费用	42	49	60	69
管理费用	277	325	405	461
财务费用	-108	-275	-267	-280
资产减值损失	4	7	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	997	975	2024	2802
营业外收入	10	8	9	10
营业外支出	5	9	8	8
利润总额	1002	974	2024	2803
所得税	163	163	340	468
净利润	839	812	1684	2336
少数股东损益	4	6	12	16
归属母公司净利润	836	806	1672	2320
EBITDA	1132	916	2042	2865
EPS (元)	0.26	0.25	0.52	0.72

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	54.0%	-2.7%	27.6%	15.7%
营业利润	46.7%	-2.2%	107.6%	38.5%
归属于母公司净利润	52.1%	-3.6%	107.5%	38.8%
获利能力				
毛利率(%)	18.8%	17.3%	27.0%	31.7%
净利率(%)	11.8%	11.7%	19.0%	22.8%
ROE(%)	6.2%	6.0%	11.7%	15.5%
ROIC(%)	11.6%	8.3%	19.0%	26.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	5.4%	5.9%	5.7%	5.8%
净负债比率(%)	3.89%	0.02%	0.02%	0.02%
流动比率	15.89	13.58	13.99	13.79
速动比率	14.07	11.71	12.05	11.86
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.48	0.59	0.64
应收账款周转率	21	18	20	19
应付账款周转率	19.41	14.81	14.09	14.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.25	0.52	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.19	0.41	0.68
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.16	4.43	4.65
估值比率				
P/E	70.20	72.82	35.09	25.29
P/B	4.37	4.37	4.10	3.91
EV/EBITDA	46	57	25	18

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 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;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。