



2018-11-23

公司深度报告

买入/调高

金钼股份(601958)

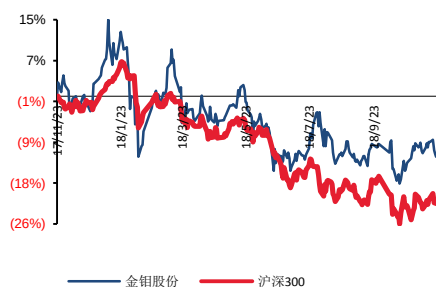
目标价: 9.8

昨收盘: 6.14

材料 材料 II

全球纯正钼业龙头，最大受益钼价上行

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,227/3,227
总市值/流通(百万元)	19,811/19,811
12 个月最高/最低(元)	8.13/5.76

相关研究报告:

金钼股份(601958)《供需格局良好，钼价上行较快——金钼股份 2018 年三季报点评》——2018/10/23

金钼股份(601958)《钼价有望维持高位，钼业龙头持续受益——金钼股份 2017 年年报点评》——2018/04/19

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

报告摘要

钼业龙头，全产业链布局: 公司基于丰富的资源储备，形成了从钼采矿、选矿、冶炼、化工到金属深加工一体化的完整产业链，主要生产钼冶金炉料、钼化学化工、钼金属加工三大系列产品

依托资源，规模优势突出: 公司正在运营两座世界级钼矿山金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿，同时参股了世界第一大单体钼矿床安徽金寨县沙坪沟钼矿。依托世界级的钼矿资源成为了规模优势突出的全产业链龙头，钼生产经营规模居全球前四，销量占世界钼市场份额约 8%。

供需改善，钼价趋势上行: 供给端因钼价长周期下行导致部分产能前期自然出清，叠加矿山品味下降和环保约束，使得 2018 年产量回落成定局。而我们梳理全球矿山数据，发现 2019 年新增产能有限，叠加国内集中度提升，利于龙头企业发挥主动调整机制，2019 年供给释放仍将维持低位。而需求侧，钢铁总量提升叠加结构性变化使得国内钼需求有较大保障；全球产能逐渐周期性复苏，包括中国产能部分向海外转移，以及特朗普主导下的美国钢铁产业回流，将为钼需求提供可观增量。同时石化行业复苏以及未来新兴应用领域扩大，也将带动钼需求增长。预计 2018-2019 年短缺格局将有所延续，至少 2020 年才可能转向紧平衡。尽管钼价已经历三年长周期上行并处于 7 年高位，但在供需短缺格局改善之前，对 2019 年钼价延续高位仍然非常乐观。

盈利测算及投资建议: 公司受益于东沟钼矿陆续投产，产量增幅将较为可观。预计公司 2018-2020 年归母净利润为 3.6\7.28\8.55 亿元，对应 2018 年 11 月 22 日收盘价，其动态 PE 分别为 54.52X、26.95X 和 22.94X。采用其历史估值比较法，给予金钼股份“买入”评级，认为向上有 60%空间，半年内目标价 9.8 元/股。

风险提示: 海外铜钼矿超预期投产、需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10206	8924	10050	11350
(+/-%)	0.4	-12.6	12.6	12.9
净利润(百万元)	121	418	840	986
(+/-%)	99.03%	235.44%	102.28%	17.50%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.11	0.23	0.27
市盈率(PE)	241.00	54.52	26.95	22.94

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、钼业龙头，全产业链布局.....	5
二、依托资源，规模优势突出.....	8
三、供需改善，钼价趋势上行.....	12
（一）供给改善，行业集中度提升.....	12
1、全球钼资源及产量分布集中.....	12
2、供给端长短周期内均受限制.....	13
（二）需求复苏，海外有边际增量.....	19
1、冶金炉料：中国需求有保障，海外需求有增量.....	20
2、其他应用：石化行业复苏，新兴需求扩大.....	23
（三）供需转向短缺，钼价趋势上行.....	24
四、盈利测算及投资建议.....	25
（一）盈利预测：2019 年业绩大幅提高.....	25
（二）投资建议：推荐买入，60%空间.....	27
（二）风险提示.....	27

图表目录

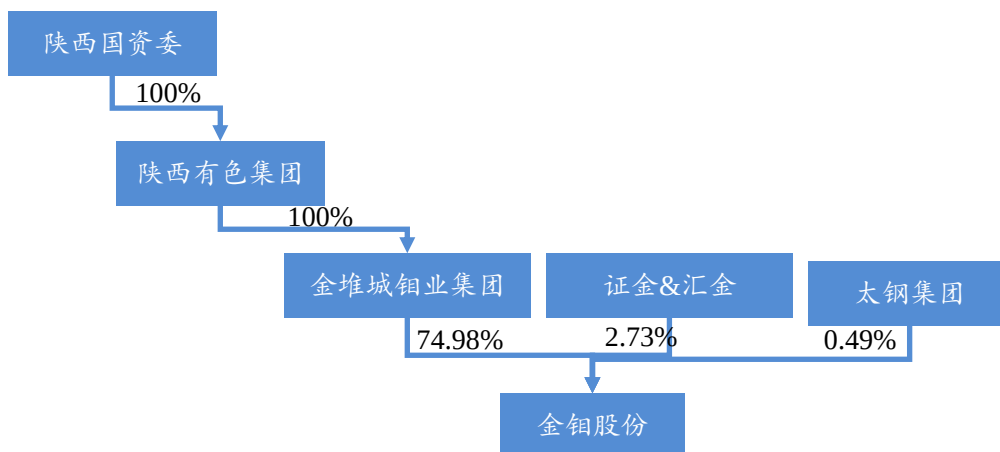
图表 1: 截止 2018 年 Q3 公司股权结构	5
图表 2: 金钨股份产业分布	5
图表 3: 金钨股份主营四大板块业务	6
图表 4: 2017 年营业收入构成	6
图表 5: 2017 年毛利构成 (毛利亏损项未统计)	6
图表 6: 公司主要生产钨炉料、钨化工、钨金属三大系列产品	7
图表 7: 公司上市以来营业收入变化 (亿元)	7
图表 8: 公司上市以来归母净利润变化 (亿元)	7
图表 9: 公司历年销售毛利率变动情况 (%)	7
图表 10: 公司历年期间费用率变动情况 (%)	7
图表 11: 公司历年盈利能力变动情况 (%)	8
图表 12: 公司历年资产负债率变动情况	8
图表 13: 全球百万吨金属量以上矿山	9
图表 14: 国内金属储量排名前十的钨矿及其品味	9
图表 15: 我国单一钨矿仅占 14%	10
图表 16: 我国以低品位钨矿床为主	10
图表 17: 我国钨矿普遍规模较大	10
图表 18: 我国钨矿山多适合露采	10
图表 19: 金钨股份钨金属产量排名全球第四	11
图表 20: 金钨股份钨铁产量排名全国第二	11
图表 21: 全球钨资源分布情况	12
图表 22: 中国钨资源分布情况	12
图表 23: 2017 年全球主要国家矿山钨产量	13
图表 24: 2017 年中国主要省份钨精矿产量	13
图表 25: 国际钨价及主流成本区间	13
图表 26: 国内钨价及主流成本区间	13
图表 27: 钨钨采选冶炼固定资产投资已回落 3-4 年	14
图表 28: A 股主要上市钨企资本开支仍处于低位	14
图表 29: 2018H1 全球钨产量再次下降	15
图表 30: 2018H1 中国钨产量再次下降	15
图表 31: 全球钨精矿品味趋势性下降	15
图表 32: 未开采及停产大型钨矿利用现状	16
图表 33: 2019 年钨供给可能的增量来源	17
图表 34: 未来两年产量主要企业产量增速有限	17
图表 35: 金钨股份钨金属产量排名全国第一 (折算 45%钨精矿)	18
图表 36: 金钨股份钨金属产量排名全球第四	18
图表 37: 钨产业链各环节对应下游产品	20
图表 38: 钨一次消费 82%应用于钢铁行业 (2015 年)	20
图表 39: 钨终端消费应用广泛	20
图表 40: 中国重点优特钢企业合金钢和不锈钢产量保持强劲增速	21
图表 41: 中国钢材产量增速自 2016 年触底回升	21
图表 42: 近两年来合金钢产量连续保持高增速	21
图表 43: 中国企业向海外转移产能部分项目统计	22
图表 44: 2018 前两个季度全球钨供需转向短缺且幅度逐渐加大	24
图表 45: 2018-2019 年中国供需仍然面临短缺	24
图表 46: 钨精矿价格已经历 3 年上行	25

图表 47：铜铁价格已经历 3 年上行	25
图表 48：2018-2019 年中国供需仍然面临短缺	26
图表 49：金铜股份历史估值区间	27

一、钼业龙头，全产业链布局

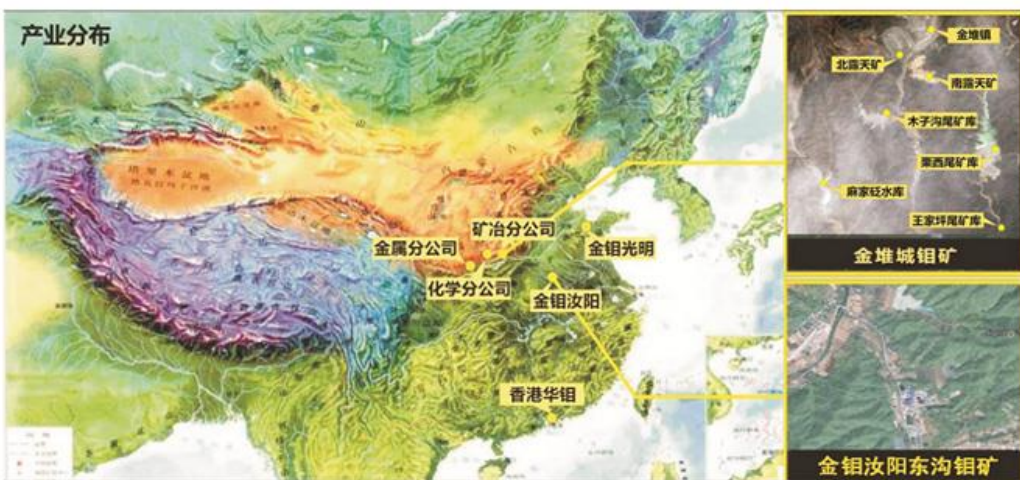
股权结构及产业分布：金堆城钼业股份有限公司由金堆城钼业集团有限公司作为主发起人，联合太钢集团、中色（宁夏）东方集团及宝钢集团三家单位于2007年共同发起设立，是国内首家在A股上市的钼专业生产商。截止2018年三季度，公司控股股东金堆城钼业集团有限公司持股比例74.98%，实际控制人为陕西国资委。公司总部位于西安市，下属4个分公司，10个二级单位和3个控股子公司，主要生产基地分布在陕西（西安、渭南、华县）、河南汝阳、山东淄博等地。

图表 1：截止 2018 年 Q3 公司股权结构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 2：金钼股份产业分布



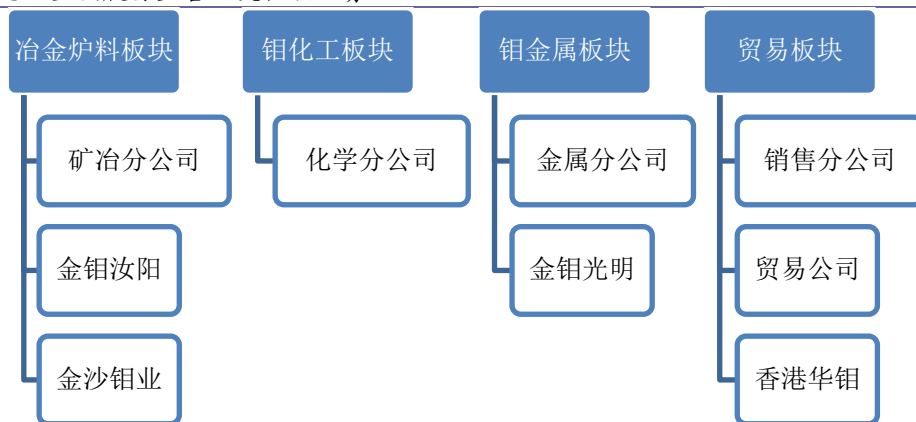
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

主营业务模式：公司形成了“自产+自营+贸易”的多元化业务经营模式，其中（1）

自产业务是指以公司自有原料为主从事产品生产与销售业务，贯穿于整个产业链始终，是公司盈利的主要来源。(2) **自营业务**指以外购原料为主从事钼产品加工与销售业务，主要是利用富余产能开展来料加工，以有效摊薄固定成本。(3) **贸易业务**涉及多品种，主要包括电解铜、铅锌等。目前来看，自产业务是公司重点发展方向，尽管从收入上来说，贸易业务占比达到2/3左右；但从利润贡献来说，自产业务特别是钼炉料和钼化工产品合计贡献公司总毛利超过96%。

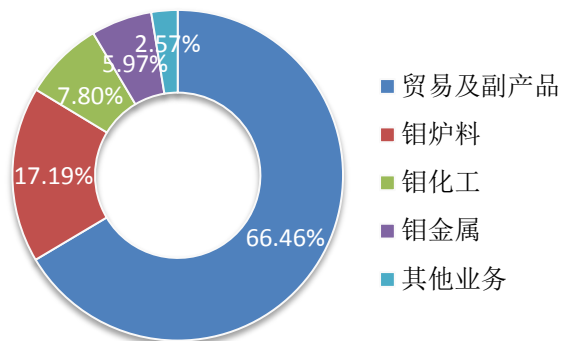
三大系列产品：公司基于丰富的资源储备，形成了从钼采矿、选矿、冶炼、化工到金属深加工一体化的完整产业链，主要生产**钼冶金炉料、钼化学化工、钼金属加工三大系列**二十多种品质优良的各类产品，广泛应用于钢铁冶炼、石油化工、机械制造、航空航天、电子照明、生物医药等领域。“JDC”品牌在业内享誉全球，钼产品主要销往欧、美、日、韩、澳等国家和地区，根据官网披露，其销量占世界钼市场份额约8%。

图表 3：金钼股份主营四大板块业务



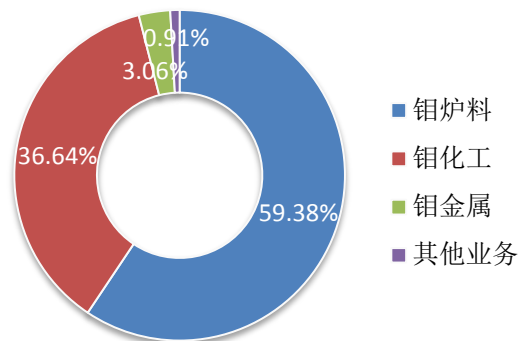
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 4：2017 年营业收入构成



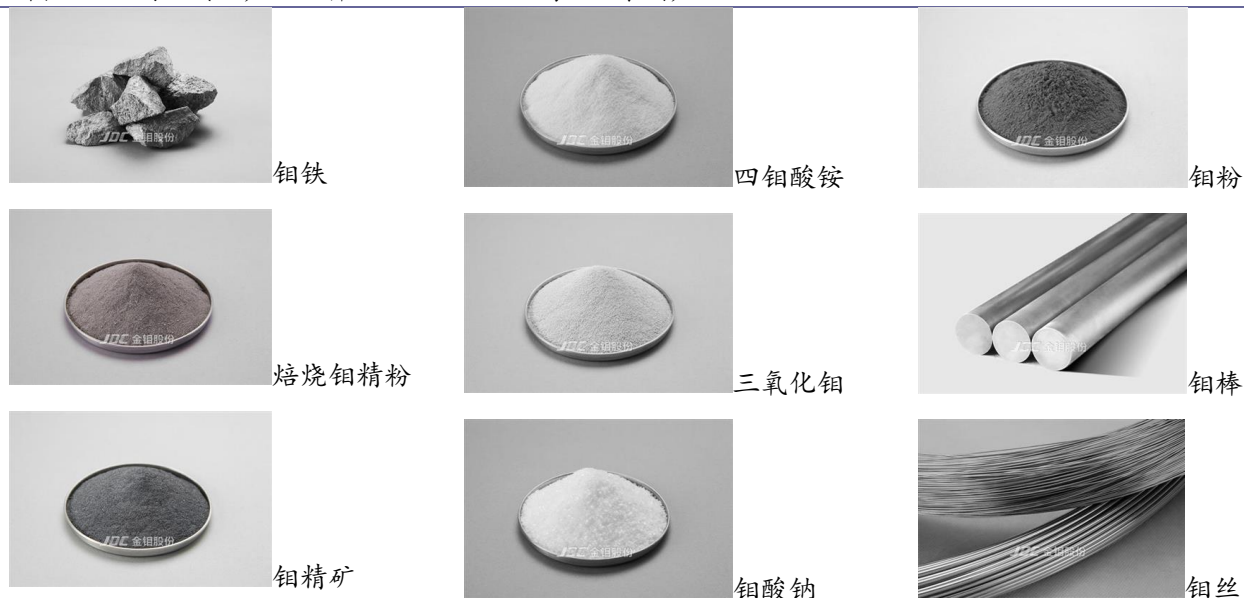
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 5：2017 年毛利构成（毛利亏损项未统计）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 6：公司主要生产钨炉料、钨化工、钨金属三大系列产品



部分钨炉料产品

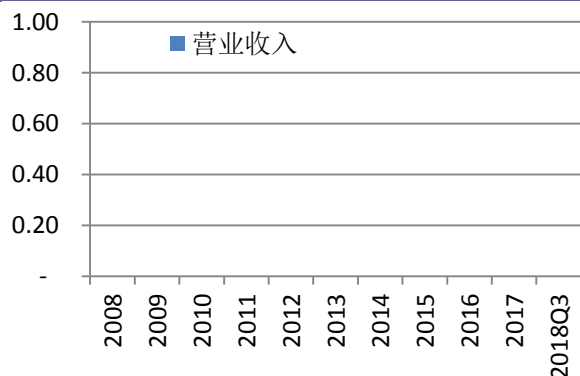
部分钨化工产品

部分钨金属产品

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

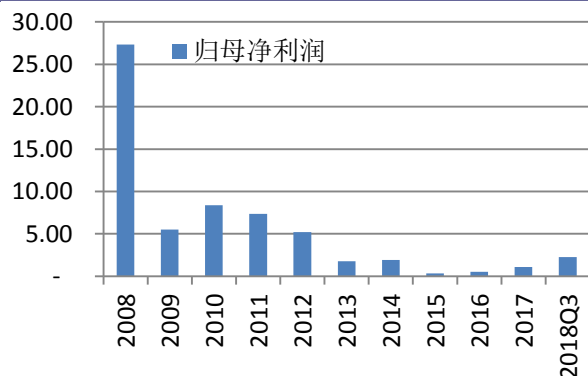
业绩历史：公司自2008年上市以来，收入保持稳步增长，2018年以来因主动调整贸易业务比例，预计收入将有所下滑。利润方面，自2008年上市以来，公司持续保持盈利状态，上市当年归母净利润甚至超过27亿元。公司销售毛利率及利润与行业景气度密切相关，自2015年钨价回暖上行，公司销售毛利率以及利润亦跟随提高。从期间费用情况看，公司管理及销售费用率在行业处于较低水平。另外公司资产负债率当前仅有17.5%，历年从未超过20%。

图表 7：公司上市以来营业收入变化（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

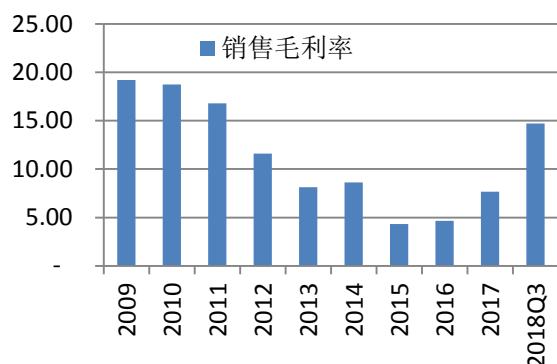
图表 8：公司上市以来归母净利润变化（亿元）



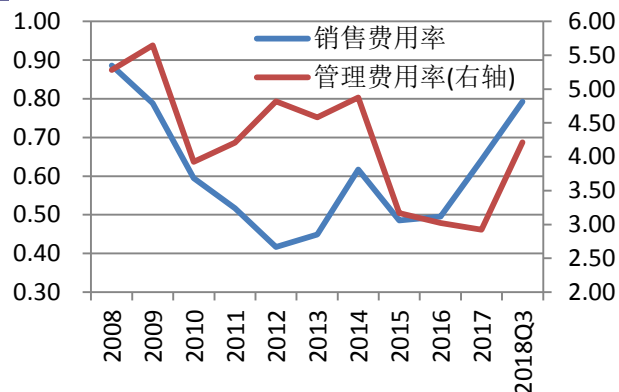
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 9：公司历年销售毛利率变动情况（%）

图表 10：公司历年期间费用率变动情况（%）

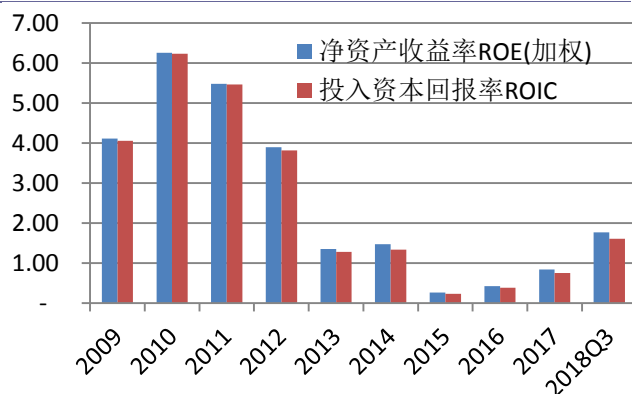


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理



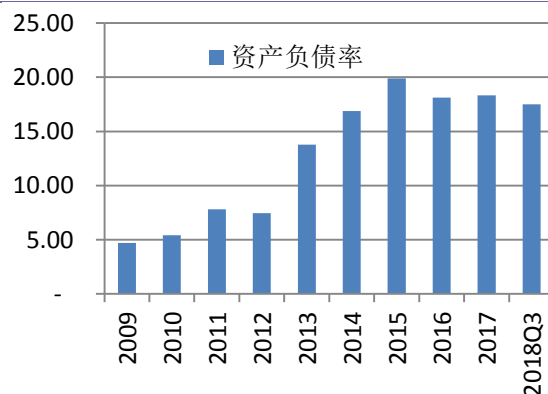
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图表 11: 公司历年盈利能力变动情况 (%)



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图表 12: 公司历年资产负债率变动情况



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

二、依托资源，规模优势突出

资源优势明显: 公司是亚洲最大、世界领先的钼业企业，正在运营的金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿是两座世界级钼矿山，合计钼金属储量约146万吨；同时参股了世界第一大单体钼矿床安徽金寨县沙坪沟钼矿。根据我们整理出的全球及全国主要钼矿山资料，公司参股的沙坪沟金属储量排名全球第三、国内第二；金堆城、东沟钼矿金属储量分别排名国内第四、六名。

- **金堆城钼矿**是世界六大原生钼矿床之一，也是亚洲最大的露天钼矿山，探明矿石储量约10亿吨，经过多年开采，钼金属储量仍有78.66万吨，矿床平均品位接近0.1%。金堆城钼矿当前矿山开采规模亚洲第一、世界第三，年采剥总量约2400万吨，供矿量约1500万吨。
- 控股的**河南汝阳东沟钼矿**钼金属储量接近70万吨，资源品位达到了0.12%。当前采选产能达到2.7万吨/日生产规模。

- 参股的安徽金寨沙坪沟钼矿是世界级内生金属矿床，世界第一大单体钼矿床，目前已查明钼金属资源量245.94万吨，矿床平均品位0.157%。从金属量上看，目前仅略少于岔路口钼矿，但品位情况远优于岔路口钼矿。尚处于基建期，暂无明确的投产时间。

图表 13：全球百万吨金属量以上矿山

序号	矿山	位置	所属公司	金属量（万吨）	品位	利用情况
1	Spence 铜钼矿	智利	BHP Billiton Ltd	275.90	0.104	已采
2	岔路口钼多金属矿	中国	大兴安岭金欣矿业有限公司（驰宏锌锗下属）	246.4	0.070	未采
3	沙坪沟钼矿	中国	安徽金沙钼业有限公司（金钼股份参股）	245.94	0.144	未采
4	CUMO 铜钼矿	美国	American CuMo Mining Corporation	21 .30	0.036	未采
5	河南栾川钼矿	中国	洛阳钼业、龙宇钼业	205.80	0.098	已采
6	Pebble 铜钼矿	智利	Northern Dynasty Minerals	199.50	0.022	未采
7	Quartz Hill 钼矿	美国	Rio Tinto	131.60	.094	停采
8	La Caridad 铜钼矿	墨西哥	Grupo Mexico	127.70	0.023	已采
9	大黑山钼矿	中国	吉林大黑山钼业有限公司	109.00	0.066	已采
10	敦化花钼钼矿	中国	赤峰敦化花钼业有限责任公司	107.63	0.043	已采

注1：河南栾川钼矿含三道庄、南泥湖、上房沟三个矿区

注2：栾川钼矿205.80万吨为原始储量，目前经过开采已不足此数，大黑山和敦化花同样如此

注3：根据墨西哥集团2016年年报，La Caridad 铜钼矿金属量经过开采已降至83.73万吨

资料来源：中国铁合金网、钼都贸易网，各公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 14：国内金属储量排名前十的钼矿及其品味

序号	矿山	位置	所 公司	金属量（万吨）	规模	品位	利 情况
1	岔路口钼矿	黑龙江	驰宏锌锗北京隆东投资	246.47	大型	0.070	未采
2	沙坪沟钼矿	安徽	安徽金沙钼业有限公司（公司参股）	245.94	大型	0.144	未采
3	大黑山钼矿	吉林	吉林大黑山钼业有限公司	109.00	大型	0.066	已采
4	金堆城钼矿	陕	金堆城钼业股份有限公司	78.66	大型	0.100	已采
5	鹿鸣钼矿	黑龙江	中国中铁伊春鹿鸣矿业	70.82	大型	0.088	已采
6	东沟钼矿	河南	金堆城钼业股份有限 司	70.00	大型	0. 20	已采
7	三道庄钼矿	河南	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	68.08	大型	0.115	已采
8	南泥湖钼矿	河南	栾川龙宇钼业有限公司	66.08	大型	0.076	已采
9	上房沟钼矿	河南	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	64.36	大型	0.139	已采
10	东戈壁钼矿	新	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	50.80	大型	0.120	在建未采

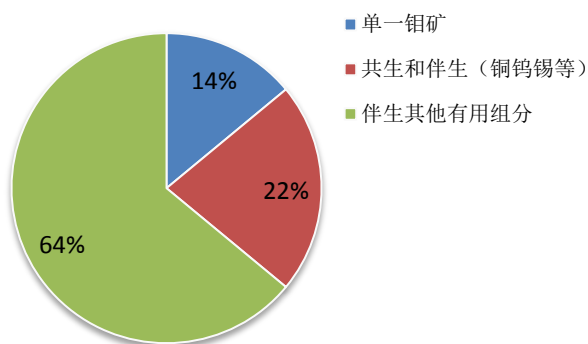
资料来源：多家公司公告，太平洋证券研究院整理

矿石品质优良：公司所属矿山的矿石，天然品质优良，品味较高，沙坪沟、金堆城和东沟钼矿品味分别达到了0.144%、0.1%和0.12%；同时有含杂低、易于深加工、适合大型露天开采等特点。另外公司所拥有的金堆城钼矿、汝阳东沟钼矿均是单一钼矿（矿石主要有用组分为钼），非常易于后期冶炼加工，具有非常高的经济价值。

对比而言，我国钼矿探明储量虽多，矿山规模亦大，但单一钼矿的储量只占全国总储量的14%左右，同时国内大部分钼矿与世界主要钼资源国美国和智利相比，多数品

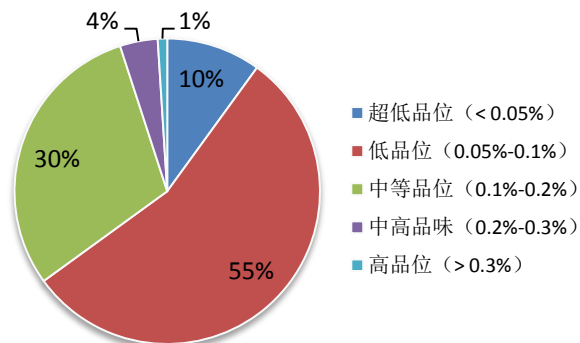
味偏低。具体来看，矿区平均品位小于0.1%的低品位矿床，其储量占总储量的65%，而中等品位（0.1%~0.2%）矿床的储量占总储量的30%。

图表 15：我国单一钨矿仅占 14%



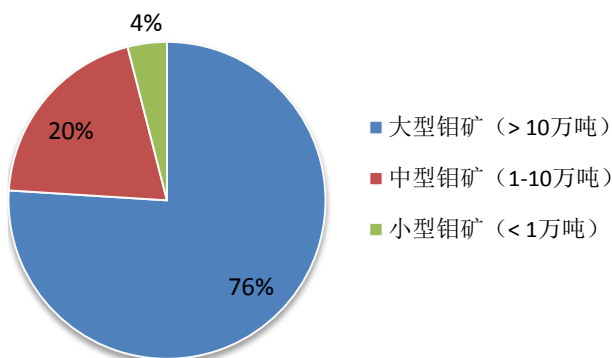
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表 16：我国以低品位钨矿床为主



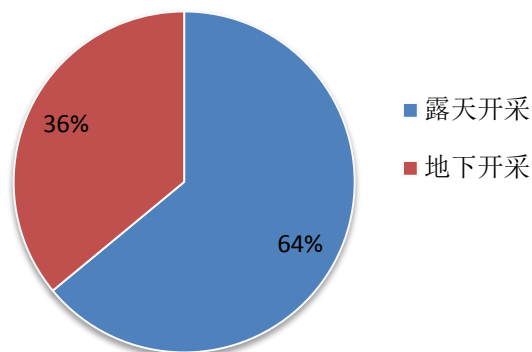
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表 17：我国钨矿普遍规模较大



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表 18：我国钨矿山多适合露天采



资料来源：太平洋证券研究院整理

规模优势突出：钨生产经营规模居全球前四位，在国内同行业中居于首位。公司拥有不仅拥有亚洲最大的露天钨矿山，还拥有亚洲最大钨选厂和冶炼厂，依托世界级的钨矿资源成为了规模优势突出的全产业链绝对龙头。

● **在钨矿采选方面：**金堆城矿山开采规模位居亚洲第一、世界第三，年采剥总量约2400万吨，供矿量约1500万吨。钨选矿有亚洲最大、世界第四大的钨选矿厂百花岭选矿厂，具备4.7万吨/日矿石处理能力，年产钨精矿约4万吨（45%）、硫精矿约65万吨。金钨汝阳采选产能达到7000吨/日，并正在建设2万吨/日采、选改造项目，项目建成达产后，金钨汝阳年产钨精矿将达1.55万吨、铁精矿12万吨。目前公司整体钨产量排名全球第四，与墨西哥集团非常接近，后期若金钨汝阳产能投产，公司有望进入全球前三乃至前两名。

● **钼冶炼方面**，公司拥有中国钼炉料加工行业焙烧能力最强的冶炼厂，现已形成年产焙烧钼精矿约4万吨、钼铁2.04万吨（3.2万吨？）、焙烧钼精矿压块5000吨、高溶氧化钼1.9万吨的生产能力。根据百川资讯数据，截至2018年9月公司钼铁产能占全国总产能约16%，中国铁合金在线则显示公司2017年钼铁产量1.95万吨，排名全国第二。

● **在钼化学化工板块**：公司所属化学分公司是中国最大的钼化学品专业制造商。化学分公司拥有先进的连续可控制结晶钼酸铵生产线，非团聚ADM技术国内领先，纯三氧化钼达到世界顶级钼加工企业质量标准，具备年产钼酸铵1.65万吨，纯三氧化钼8000吨，高纯二硫化钼1600吨的生产能力。

● **在钼金属加工板块**：公司所属金属分公司拥有世界一流的钼粉生产线及亚洲最大的冷等静压机、大型中频炉和精锻机，生产规模居国内同行业第一，具备年产钼粉4200吨，钼制品2700吨，钼杆及丝材900吨，是国内唯一可生产500kg大型钼板，钼制品品种、规格最齐全的研发制造企业。主要产品有钼粉、钼电极、钼顶头、钼坩埚、钼精板、钼杆、钼丝等。此外，控股子公司金钼光明年产细钼丝20亿米，占国内市场份额的30%以上，产销量稳居全国同行业前列，属国内钼丝加工大型企业。

图表 19：金钼股份钼金属产量排名全球第四

序号	企业	2017 年产量（吨）	2016 年产量（吨）
1	FMCG	41,730.00	36,287.00
2	Codelco	29,000.00	31,000.00
3	Grupo Mexico	21,327.00	21,737.00
4	金钼股份	20,408.40	17,707.05
5	洛阳钼业	16,717.00	16,302.00
6	Antofagasta	10,500.00	7,100.00
7	江西铜业	7,286.00	6,916.00
8	Teck Resources	5,080.00	3,493.00
9	Rio Tinto Kennecott	5,000.00	2,800.00
10	BHP Billiton	1,662.00	1,144.00
11	Taseko Mines	1,179.00	430.01

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司年报及官网，太平洋证券研究院整理

图表 20：金钼股份钼铁产量排名全国第二

序号	企业	2017 年产量 (吨)	2016 年产量 (吨)
1	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	22,660	21,300
2	金堆城钼业股份有限公司	19,500	16,300
3	锦州新华龙钼业股份有限公司	14,500	12,000
4	葫芦岛万丰金属有限公司	10,800	7,900
5	栾川龙宇钼业有限公司	9,890	8,150
6	葫芦岛（荣鑫+恒越）钼业有限公司	9,730	6,150
7	朝阳金达钼业有限责任公司	7,550	4,600
8	凌海衡泰钼业有限公司	6,580	6,700
9	锦州兴业冶炼有限责任公司	5,320	4,400

资料来源：中国铁合金在线，太平洋证券研究院整理

三、供需改善，钼价趋势上行

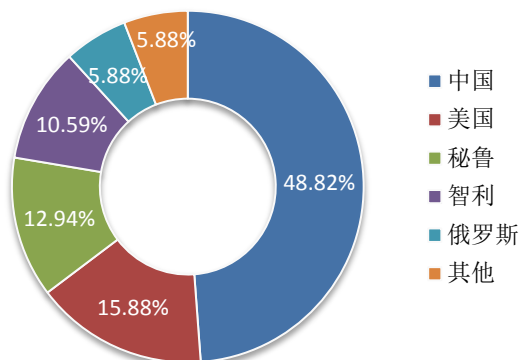
（一）供给改善，行业集中度提升

1、全球钼资源及产量分布集中

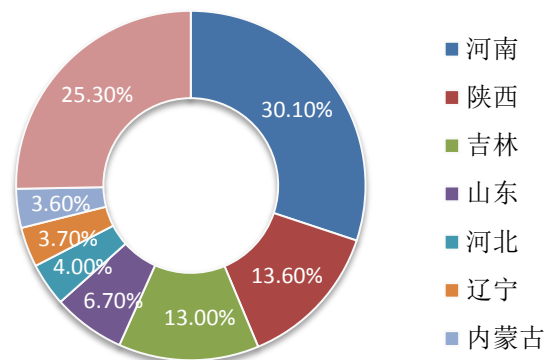
资源集中：2017年全球钼金属资源储量大约在1700万吨左右，主要分布在中国和美洲地区，前五大储量国中国、美国、秘鲁、智利和俄罗斯占到全球储量的94%，而中国储量占全球储量接近49%。中国钼资源主要分布在河南、陕西、吉林等地区，三省资源储量占中国总储量的57%，其中河南资源最为丰富，占国内储量的30%以上，其次是陕西和吉林。

产量集中：2017年全球矿山钼30.73万吨，前三大主产国为中国、智利和美国。三国产量合计23.52万吨，全球占比约76.5%。其中中国产量13.2万吨，约占43%。钼产量不仅全球范围内集中度高，从国内情况看，产量主要分布在陕西、河南、东北三地，集中格局也很明显。2017年陕西、河南和黑龙江三省钼精矿产量（折45%钼精矿）分别为4.815、4.711及3.04万吨，按全国产量26.02万吨算，三省占比分别达18.48%、18.08%和11.66%，也就是说全国近一半产量集中在三个省份。

图表 21：全球钼资源分布情况

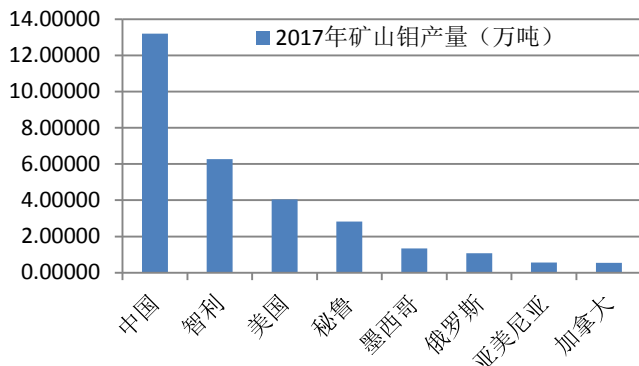


图表 22：中国钼资源分布情况



资料来源：USGS，太平洋证券研究院整理

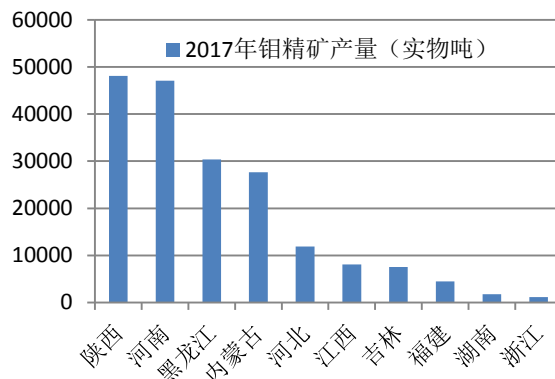
图表 23：2017 年全球主要国家矿山钼产量



资料来源：Cochilco, Bloomberg，太平洋证券研究院整理

资料来源：金属百科，太平洋证券研究院整理

图表 24：2017 年中国主要省份钼精矿产量



资料来源：中国铁合金在线，太平洋证券研究院整理

2、供给端长短周期内均受限制

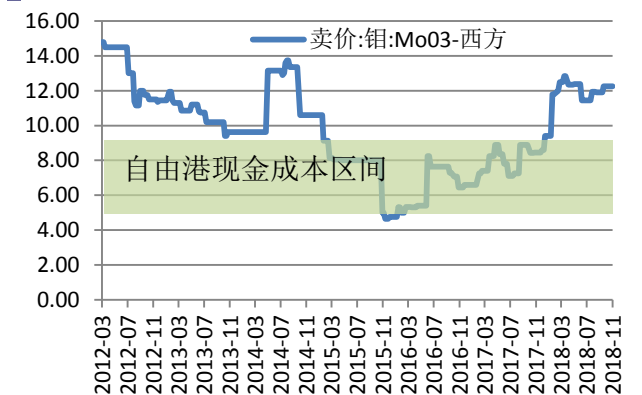
2.1、价格长期下行导致部分产能自然出清

2015-2016年前后全球钼价持续低迷，并跌破钼生产企业成本线，导致部分钼企业无法盈利而被动停产。以自由港（FMCG）为例，2015-2017年间，其伴生钼现金成本波动区间为5-7美元/磅钼，原生钼现金成本为7-9美元/磅钼，可以确定的是中小钼矿企业成本因为规模原因相对比自由港更高。但同期钼价持续在5-8美元/磅钼徘徊，最低甚至一度跌破5美元/磅钼。在此情况下，钼企减产乃至关停现象明显增多，例如自由港从2014年4.3万吨产量降至2016年3.6万吨，而2017年也并未完全恢复2014年水平；再如Thompson Creek于2014年先后暂停旗下Thompson Creek和Endako两个钼矿的生产，2016年中被Centerra Gold收购后，这两个钼矿山至今无复产计划。

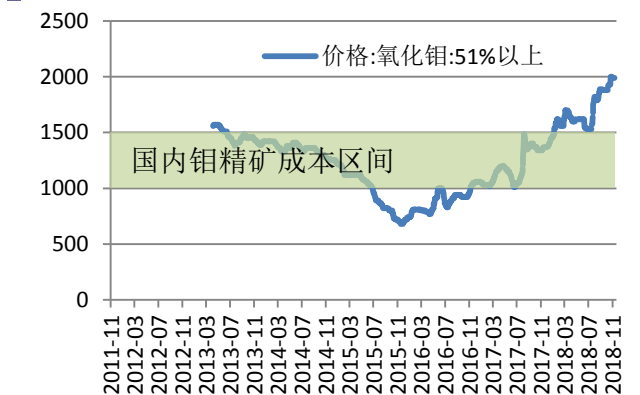
从国内看，情况同样如此。自2014年钼价持续下行之后，中国钨钼采选行业资本开支缩减明显，行业开始自发性减产限产。根据统计局数据，2015年中国钨钼行业固定资产投资同比降幅达25.51%，2016年同比再次下降13.62%。另外我们统计国内四家钼行业上市公司，也能看到企业资本开支自2013-2014年左右一直在下降，特别是纯钼企业如金钼股份资本开支缩减非常明显。在价格持续下行之时，国内众多中小钼矿山更是因无法盈利而纷纷停产，使得行业集中越发明显。

图表 25：国际钼价及主流成本区间

图表 26：国内钼价及主流成本区间

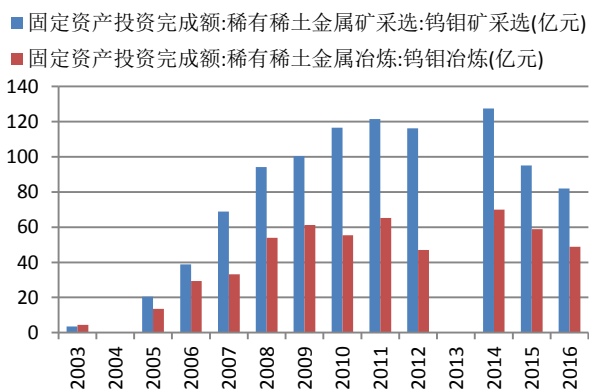


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理



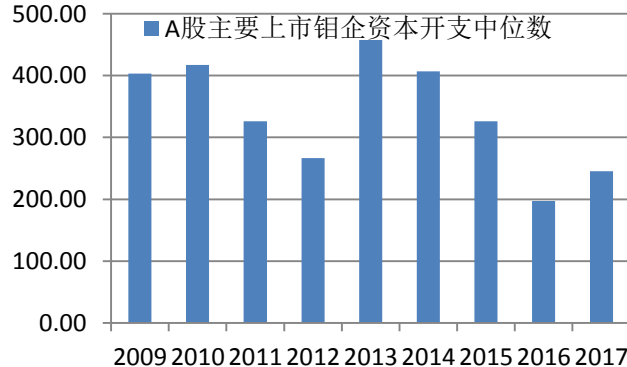
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图表 27: 钨钼采选冶炼固定资产投资已回落 3-4 年



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图表 28: A 股主要上市钨企资本开支仍处于低位



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

2.2、品味下降和环保令 2018 年产量再次回落

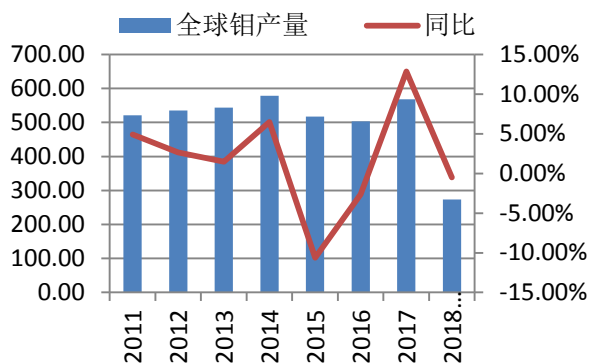
根据Cochilco数据,全球钨精矿产量在2014年达到峰值30.73万吨,中国钨精矿产量也在2015年左右达到峰值13.65万吨,随后2017年全球及中国产量结束2-3年的连续下降开始出现回升,这与价格和产能出清节奏一致。但我们发现,2018年产量似乎并没有在2017年基础上持续回升的迹象。根据wind及IMO A数据,2018年上半年全球钨产量2.739亿磅、国内钨产量9660万磅,分别同比减少0.51%和0.62%。根据三季度以来各企业产量数据和中国环保执行情况,2018年全年钨产量再次出现大幅下降已几成定局。

钨矿品味趋势性下降是导致2018年产量下降的主要因素。根据Bloomberg数据,全球主要钨企平均钨品味从0.020%微降至2017年的0.019%。从国际主要钨企情况看,这种品味下降的趋势可能还将延续。例如泰克资源因钨精矿品味大幅下降,三季度预计2018年产量900万磅,同比大幅下滑20%,并预计2019-2021年年产量继续由于品味下滑原因降至650-800万磅之间(特别是旗下Highland Valley产量预计大幅下降);其他如墨

西哥集团旗下南方铜业铜矿品味从2016年0.021%下降至2017年0.019%；智利国家铜业公司因品味下降，自2016年铜产量达到峰值3.1万吨之后，2017年降幅6.4%，2018年上半年继续下降5.6%；BHP铜矿品味从2016年0.023%下降至2017年0.016%；力拓集团则从2014年0.044%连续数年降至0.033%。

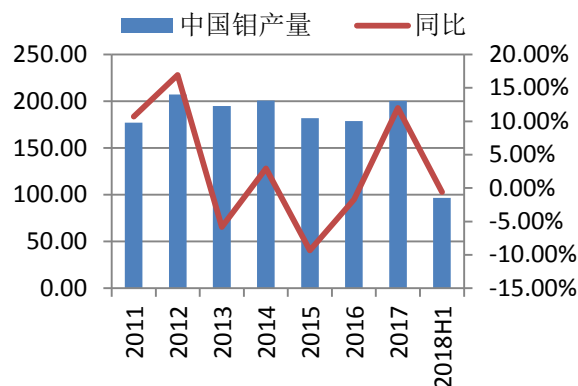
海外铜产量主要受品味下滑影响，而国内产量的下降主要还是环保原因。当前国内原生铜矿生产主要集中于陕西、河南、黑龙江、内蒙古等北方地区。在环保政策从严背景下，原生铜矿主产地的中小型矿山持续处于停产和检修状态，自2015年以来小型矿山本就在加速退出，行业集中度因此不断提升。加上2018年以来，汾渭平原以及东北地区先后迎来环保督查更是对供给产生了较大影响，直接催化了铜价上涨。其中金铜股份因环保整改导致三季度产量有较大幅度下降，东北地区因环保督查导致中小企业大面积停产。总体来说，经过多年自然出清，叠加当前环保限产等因素，目前铜矿供给仍然相对紧张。

图表 29：2018H1 全球铜产量再次下降



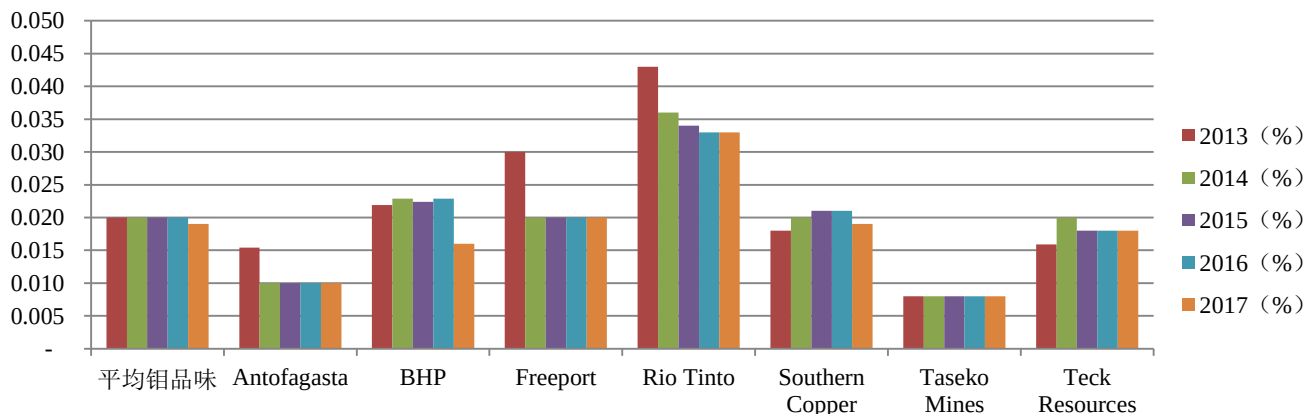
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 30：2018H1 中国铜产量再次下降



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 31：全球铜精矿品味趋势性下降



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院整理

2.3、未来新增产能有限，供给或增长缓慢

经历过2014-2016年的行业低谷，国外许多钼企接连关停后并没有选择重启，例如 Thomson Creek Metals 2014年先后暂停旗下Thompson Creek和Endako两个钼矿的生产，2016年中被Centerra Gold收购后，主要转型专注于铜金，这两个钼矿山至今无复产计划。另外环保因素除了导致国内中小矿山无法重启，国外不少未开采矿山也因环保审批没有进展而无法投产。全球最大的几个未采矿山，例如Pebble铜钼矿项目，已卡在环保审批环节多年，目前尚无明确投产预期，即便环保审批进展顺利预计至少也要到2020年之后才能开启；Quartz Hill钼矿则早期因为环保压力，被力拓旗下U.S. Borax Inc永久关停，目前并没有启动迹象。

根据我们统计，2019年可能的增量将主要来自于：1) 金钼股份旗下汝阳东沟钼矿陆续投产；2) 天池钼业季德钼矿日处理25000吨项目预计2019年下半年投产（但目前进展偏慢，极有可能延后）；3) Antofagasta所属Centinela矿新矿投产；4) 墨西哥集团旗下Toquepala矿将自2018年起扩增产能；5) Codelco所属Chuquibambilla铜矿新项目投产；6) 部分矿山如Kennecott和Antamina所采矿区品位回升。

总体而言，2019年期间没有太多新增项目，并且部分产量回升受到了整体钼矿品味下降的对冲，因此全年产量增幅预计有限。2020年之后，国内东戈壁钼矿、千鹤冲钼矿投产确定性较大，但岔路口以及沙坪沟两大顶级钼矿均没有投产计划，而海外CuMo、Pebble、Quartz Hill、Spinifex Ridge、Mt. Hope等项目均面临非常大的不确定性。我们预计2018年、2019年全球主要钼企产量增速分别为-0.62%和2.29%，同时考虑行业中小企业2018年受环保影响较大，预计全年供给将至少减少1-3%。

图表 32：未开采及停产大型钼矿利用现状

序号	矿山	所属公司	金属量(万吨)	品位	利用情况
1	中国岔路口铜矿	金矿业	246.47	0.070	目前矿山还在进行详查，项目尚无明确开采投产计划，预计最早 2021 年后
2	中国沙坪沟铜矿	金沙铜业	245.94	0.144	尚无明确开采计划，预计最早 2021 年后
3	美国 CUMO 铜矿	CuMo Mining	215.30	0.036	CuMo 项目处于 pre-feasibility study 阶段，主 做环评和经济可行性研究，尚无明确进度，即便一切进展顺利预计至少要 3-4 年后才能投产
4	智利 Pebble 铜矿	Northern Dynasty Minerals	199.50	0.022	Pebble 项目目前正在推进，但环保阻力较大，预计至少 2020 年之后投产，项目设计年产铜 1400 万磅
5	美国 Quartz Hill 铜矿	力拓集团	131.60	0.094	Quartz Hill 早期因为环保压力，被力拓旗下 U.S. Borax Inc 永久关停，没有复产计划
6	中 东戈壁铜矿	洛阳铜业	50.80	0.120	在建未采，预计 2020 年投产
7	千鹤冲铜矿	永丰铜业	50.74	0.073	预计 2019 年-2020 年投产
8	Spinifex Ridge 铜矿	Young Australian Mines Ltd			自 2008 年完成可行性研究后并获得各项许可之后，因经济危机而暂停运营，目前处于养护状态，尚无重启计划
9	Mt. Hope	General Moly	33.48	0.034	Mt. Hope 项目目前处于预建工作暂缓状态 (Pre-construction work suspended)，短期无法投产；产能规划为前 5 年年产 000 万磅
10	Thompson Creek	Thompson Creek	19.00	0.080	2014 年停产，至今无复产计划。
11	Endako	Thompson Creek	13.80	0.095	2014 年停产，至今无复产计划。
12	季德铜矿	天池铜业	25.39	0.107	正在进行基础建设，预计最早 2019 年下半年投产

资料来源：中国铁合金网、铜都贸易网，各公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 33：2019 年铜供给可能的增量来源

序号	企业	具体情况
1	Codelco	因品味下降因素 Codelco 2017-2018 年产量持续减少，2019 年旗下 Chuquicamata 铜矿新项目投产可能令产量回升，但预计仍难以达到前期高位
2	墨西哥集团	墨西哥集团旗下的 Toquepala 矿将自 2018 年起扩增产能
3	Antofagasta	Antofagasta 预计 2019-2020 年 Los Pelambres 产量不变，Centinela Molybdenum Plant 2018 年初投产，公司预计 2018 年产量 1500 吨，2019 年 2400 吨
4	Kennecott	开采矿段铜品位 2017-2018 年有所下降，2019 年有望出现回升
5	Antamina	开采矿段铜品位 2017-2018 年有所下降，2019 年有望出现回升
6	金铜股份	金铜股份因 2018 年环保督查整改影响部分产量，2019 年汝阳东沟铜矿陆续投产，产量可能出现回升
7	天池铜业	天池铜业季德铜矿日处理 25000 吨项目预计 2019 年下半年投产（但目前进展偏慢，不排除延后）

资料来源：各公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 34：未来两年产量主要企业产量增速有限

序号	企业	2017 年(吨)	2018 E (吨)	2019 E (吨)	
1	FMCG	41,730.00	41,277	40,823	产量相对稳定，品味略有下降
2	Codelco	28,673.00	26,953	28,000	2018 品味下降减量，Chuquicamata 投产后回升
3	Grupo Mexico	21,327.00	21,668	22,000	La Caridad、Buenavista 产量提高，且 Toquepala 将扩增产能
4	金钼股份	20,408.40	20,500	23,000	汝阳东沟钼矿陆续投产
5	洛阳钼业	16,717.00	16700	16700	东戈壁项目投产前，产量保持稳定
6	Antofagasta	10,500.00	12,000	12,900	Los Pelambres 不变，Centinela 2018 年初投产，公司预计 2018 年产量 1500 吨，2019 年 2400 吨
7	江西铜业	7,286.00	7,300	7,300	保持稳定
8	Teck Resources	5,080.00	4,082	3,290	Highland Valley 品味下降（公司预计数）
9	Kennecott	5,000.00	5,100	5,200	品味回升
10	BHP Billiton	1,662.00	1,800	1,800	旗下 Antamina 品味回升
11	Taseko Mines	1,179.00	1,200	1,200	保持稳定
合计产量		159,562.40	158,580.00	162,213.00	
			-0.62%	2.29%	

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司年报及官网，太平洋证券研究院整理

2.4、行业集中度提升，利于龙头自发调整

随着上一轮价格长周期下行，导致部分中小企业产能停产，叠加当前环保标准提高和督查力度趋严，我们认为资源端许多中小矿企面临永久性出清，行业集中度进而不断提升。根据我们统计，2017年全国前三家以及前八家钼精矿企业产量，分别约占全国总产量43.91%和62.68%，同比2016年大幅提升8.33和9.22个百分点。从全球看，CR5和CR10也分别达到了42.03%和51.64%。

图表 35：金钼股份钼金属产量排名全国第一（折算 45%钼精矿）

序号	企业	2017 年产量(吨)	2016 年产量(吨)	2015 年产量(吨)
1	金钼股份（含汝阳）	45,352	39,400	42,026
2	洛阳钼业	37,149	36,225	37,800
3	中铁鹿鸣	31,778	26,666	20,000
4	中金满洲里乌山	13,778	13,580	13,500
5	丰宁鑫源	10,000	11,800	11,000
6	龙宇钼业（含启源）	9,556	11,000	17,000
7	大黑山钼业	8,222	8,100	8,077
8	江西铜业	7,286	6,916	6,000
全国产量		260,238	287,500	300,600
CR8		62.68%	53.46%	51.70%

资料来源：五矿矿业，各公司年报及官网，中国有色金属工业年鉴，太平洋证券研究院整理

图表 36：金钼股份钼金属产量排名全球第四

序号	企业	2017 年产量 (吨)	2016 年产量 (吨)
1	FMCG	41,730.00	36,287.00
2	Codelco	29,000.00	31,000.00
3	Grupo Mexico	21,327.00	21,737.00
4	金钼股份	20,408.40	17,707.05
5	洛阳钼业	16,717.00	16,302.00
6	Antofagasta	10,500.00	7,100.00
7	江西铜业	7,286.00	6,916.00
8	Teck Resources	5,080.00	3,493.00
9	Rio Tinto Kennecott	5,000.00	2,800.00
10	BHP Billiton	1,662.00	1,144.00
11	Taseko Mines	1,179.00	430.01
	全球产量	307,334.1	283,576.29
	CR5	42.03%	43.39%
	CR10	51.64%	50.95%

资料来源: Wind, Bloomberg, 各公司年报及官网, 太平洋证券研究院整理

由于海外钼矿以铜等伴生矿为主，成本相对较低，并且铜是矿山主要收入，而钼价销售占比较小，因此海外钼供给对于钼价相对不敏感，生产商因钼行业环境变化产生的主动性调整相对较少。但国内大型钼企如金钼股份、洛阳钼业、中铁鹿鸣、吉林大黑山等基本都以原生矿为主，因为成本相对更高，因此有意愿和动力随着行业景气度而调整自身产量。而随着产业集中度的提高，国内钼行业更容易形成联盟，利于供给端的自发性调整，如行业联合限产等。

例如2016年5月金堆城钼业、洛钼集团、鹿鸣矿业、龙宇钼业、大黑山钼业、鑫源矿业、中西矿业、敦化花矿业、洛南县九龙矿业等钼矿骨干企业联合成立中国钼矿山企业联络小组，并发布倡议书，希望在2015年全国钼精矿产量减产9.18%的基础上，2016年继续减产10%，同时鼓励企业积极参与钼产品国家储备，减少销量。

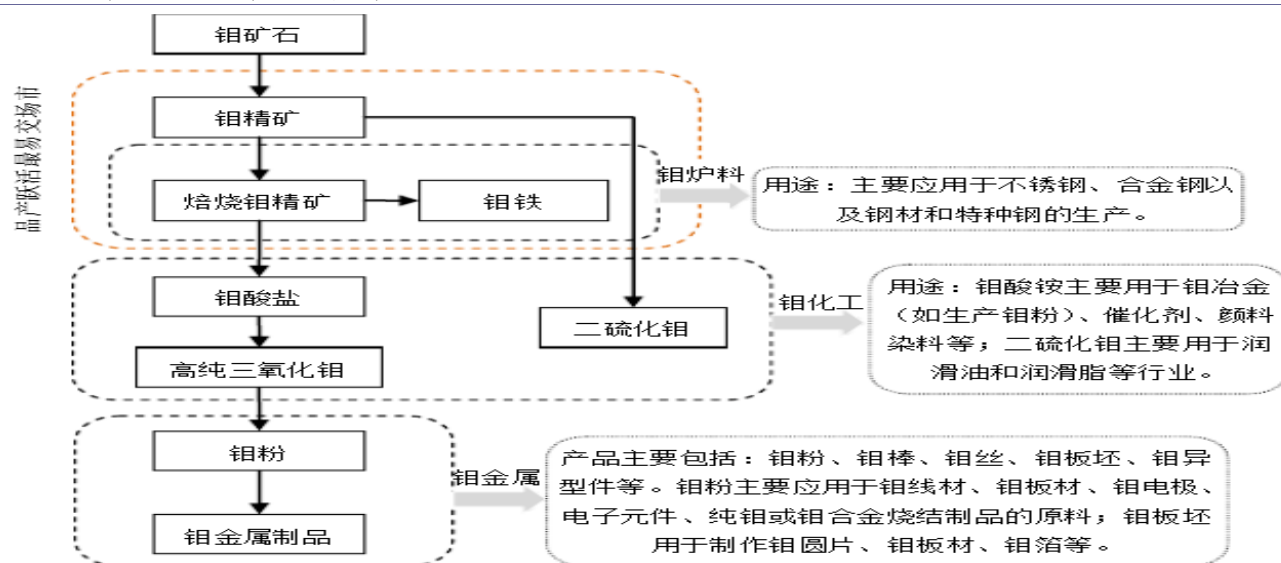
从实际执行情况看，中国有色金属工业年鉴数据显示，2016年钼精矿产量下降4.36%。这里头有数据口径的问题，也有实际执行力度的问题，但总体而言产量回落与行业自发调控密不可分。我们认为随着行业集中度的提升，龙头企业话语权逐渐增大，这种自发性调整直接增强了企业对于行业周期波动的抵御能力。

(二) 需求复苏，海外有边际增量

钼产品按下游基本可以划分为钼冶金炉料、钼化工、钼金属三大类，但其中钼精矿、焙烧钼精矿及钼铁是国际市场交易最活跃的品种。钼产品从初级到高级，对应的终端应用范围非常广泛，包括钢铁、核电、军工、石油、化工、医药、农业、电气以

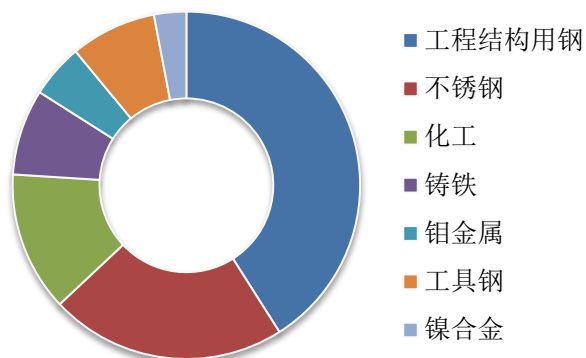
及电子技术等都是其应用领域，但其中约80%是作为冶金炉料使用在钢铁行业。

图表 37：钼产业链各环节对应下游产品



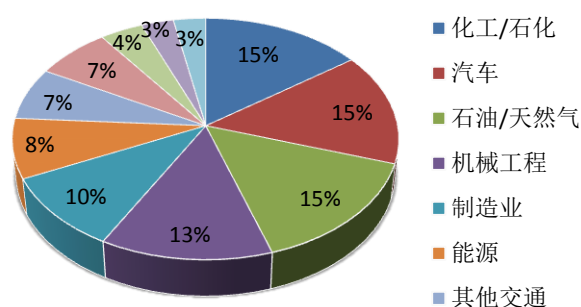
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表 38：钼一次消费 82%应用于钢铁行业（2015）



资料来源：IMO A，太平洋证券研究院整理

图表 39：钼终端消费应用广泛



资料来源：中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

1、冶金炉料：中国需求有保障，海外需求有增量

钼应用于钢铁冶金行业，主要是钼炉料产品，主要包括焙烧钼精矿和钼铁等初级产品。作为铁元素的合金添加剂，钼可以提高钢材的硬度和韧性、耐磨性和耐酸性，以及耐高温性，因此主要作为生产合金钢、不锈钢和铸铁等的添加剂，而应用于钢铁工业。例如不锈钢中加入钼，能极大改善钢的耐腐蚀性；在铸铁中加入钼，能提高铁的强度和耐磨性能。

由于统计性因素，我们将钼在钢铁行业的需求分为合金钢、不锈钢、铸铁三大类，

其中合金钢包含IMOA所列的结构钢、工具钢和镍合金等。按此划分结合IMOA数据，钼消费需求分别为合金钢52%、不锈钢22%、铸铁8%，三者合计82%。我们重点考察合金钢合不锈钢这两个占需求大头的品种。

根据wind数据，2016-2017年合金钢产量复合增速自我国推进供给侧改革以来达到了16.5%，2018年上半年仍有14.39%的增速。而不锈钢经历连续数年负增长，也在2018年转正，上半年产量增速达到5.39%，前三个季度产量增速更达到了8.5%。可见钼下游主要需求保持着强劲的增速。展望未来，我们认为**中国钢铁行业进入存量产能优化，需求将持续有保障，这种保障主要来自两方面：**

第一，中国钢铁工业经历产能去化及地条钢等违规产能清理，当前钢铁价格处于相对高位，钢企生产动力强劲，并且因为地条钢产能出清，合规产能的产量达到历史高位。根据统计局数据，2018年1-10月我国粗钢产量7.8亿吨，钢材产量9.18亿吨，同比分别增加6.4%和7.8%，产量增速均达到2014年以来高位。随着各钢企环保升级改造逐步完成，因环保限产受到抑制的部分产能仍有释放空间，国内总体钢产量可能在未来两到三年仍将维持在相对高位，从总量上对于钼的需求提供较大保障。

第二，国内钢铁工业进入存量产能优化调整阶段，结合中国开启制造业升级，不锈钢、合金钢、工具钢等高品质钢种的需求和比重将不断提升，结构性调整升级对于钼的需求将有较大边际拉动。根据国际不锈钢论坛（ISSF）数据，中国大陆2018年上半年不锈钢同比增长13.2%至1364万吨；海关数据也显示，2018年前三季度，中国不锈钢粗钢产量2074.67万吨，同比增加162.51万吨，增长8.50%，同期不锈钢表观消费量1663.91万吨，同比增加209.32万吨，增长14.39%。中国不锈钢产销增速大幅超过整体粗钢产量增速，表明高品质钢种占比正在迅速提升，钼需求迎来景气周期。

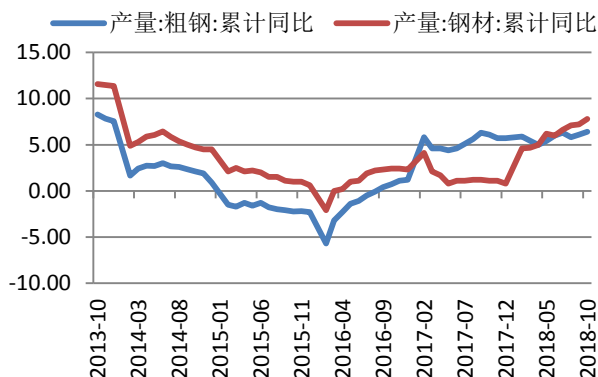
图表 40：中国重点优特钢企业合金钢和不锈钢产量保持强劲增速

品种	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
合金钢（吨）	19,976,933.00	24,313,752.00	27,107,216.00	16,055,172.00
同比%	-19.11	21.71	11.49	14.39
不锈钢（吨）	7,165,714.00	6,803,978.00	6,636,678.00	2,651,433.00
同比%	-4.52	-5.05	-2.46	5.39

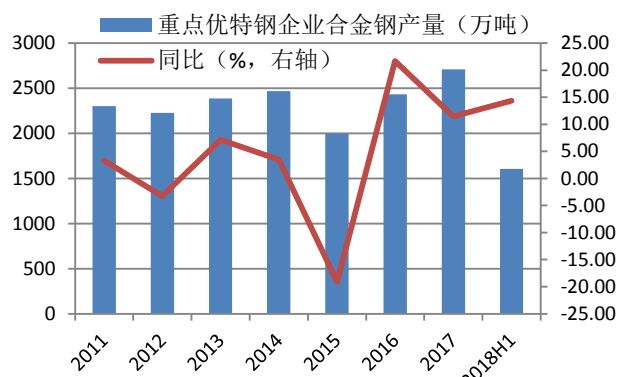
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 41：中国钢材产量增速自 2016 年触底回升

图表 42：近两年来合金钢产量连续保持高增速



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

海外钢铁行业迎来复苏，需求有增量：与市场普遍预期不一样的是，我们认为从国外市场也是未来需求增量的主要看点，这主要来自于海外钢铁行业的复苏，具体包括三个方面：

首先，在中国开启供给侧改革之后，在政策鼓励下，海外特别是东南亚国家部分承接了国内的产能。同时当前环保压力加大，部分企业也有向海外转移同时利用当地资源的动力，例如国内青山集团于2017年底至今在印尼已投产300万吨不锈钢产能。这些产能逐渐释放之后，将迎来对钼的另一轮需求。

图表 43：中国企业向海外转移产能部分项目统计

序号	内容
1	河北印发《河北省钢铁水泥玻璃等优势产业过剩产能境外转移工作推进方案》，规划到 2023 年，力争实现全省转移境外钢铁产能 2000 万吨
2	鞍山钢铁将在印尼中苏拉威西省莫罗瓦利建立年产能达 500 万吨的钢厂，项目目前正在推进
3	新兴铸管印尼不锈钢厂以及菲律宾不锈钢厂可能于 2019 年投产
4	青山 2017 年下半年在印尼投产 200 万吨不锈钢项目；2018 年 6 月投产印尼青山三期 100 万吨不锈钢项目。
5	南钢股份携手 GGS 公司在印尼棉兰共同投资建设钢铁厂，规划五年内达到 100 万吨规模。根据计划，一期 50 万吨计划三年内建成。
6	德龙钢铁与泰国 Permsin 钢铁公司等 3 家企业合资在泰国建设年产 60 万吨热轧窄带钢项目
7	霸州新亚金属制品有限公司收购印尼爪哇太平洋有限公司 30% 股权扩建镀锌带钢及家具钢管项目
8	河北文丰实业集团在智利投资设立全资子公司圣铁矿业有限公司开发建设阿塔卡玛大区黑熊铁矿项目
9	武安永诚铸业有限公司与印尼力宝集团合资在印尼建设一期年产 200 万吨钢铁厂项目
10	秦皇岛通联集团与老挝太平洋矿业有限公司合作建设年产 30 万吨钢铁厂项目
11	河北滦河实业集团计划在俄罗斯建造年产 100 万吨钢材生产基地，并规划未来最大冶炼厂的年生产能力超过 500 万吨
12	包钢集团计划在蒙古国建设一个产能 500 万吨的钢厂，一期产钢量 300 万吨，计划三年内完成

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

其次，特朗普上台之后，不断引导钢铁产业回流美国，美国产能重启之后，也将带来钼需求的边际增量。国际不锈钢论坛 (ISSF) 最新发布的统计数据显示，2018年

上半年，全球不锈钢粗钢产量达到2606万吨，较上年同期的2300万吨增长约13.3%，其中美国同比增长1.6%至144.3万吨，预计随着美国钢铁产能重启，海外增量将更加明显。

最后，因为海外不存在供给侧改革，因此周期性仍然较强，随着2016年行业触底回升之后，海外产能当前的复产动能较足，这也会带来部分需求增量。

总而言之，从钢铁行业的需求来看，我们认为主要有两点逻辑支撑钼需求向好。一方面国内钢铁产业经过供给侧改革之后，地条钢等表外产能极大出清，劣质粗钢的去化另合规钢铁产量增加较多，钢铁总量提升叠加结构性变化使得国内钼需求有较大保障；第二，全球产能逐渐周期性复苏，包括中国产能部分向海外转移，以及特朗普主导下的美国钢铁产业回流，将为钼需求提供可观增量。

2、其他应用：石化行业复苏，新兴需求扩大

石油行业复苏及环保标准提升带来钼催化剂需求增量：钼化工是除了钢铁冶金之外，钼的第二大应用市场，约占钼消费需求的13%。产品主要包括钼酸铵、高纯氧化钼、二硫化钼等。钼化工产品中，氧化钼和钼酸盐是化学和石油工业中的优良催化剂，例如在石油冶炼行业，钼催化剂广泛用于煤油、汽油、柴油等提炼。二硫化钼因其独特的抗硫性质，可以在一定条件下催化一氧化碳加氢制取醇类物质，是很有前景的C1化学催化剂。目前石油行业复苏趋势明显，全球勘探活动再次活跃，这将极大提振钼化工产品的需求。此外随着全球环保标准提升，对于成品油的含硫量具有更加严苛的要求，而镍钼/钴钼催化剂约占石油精炼脱硫剂的95%以上，环保标准的提升也将带来石油精炼中钼催化剂用量的增加。化工领域的应用还包括润滑剂、颜料、阻燃剂和缓蚀剂等。

其他应用领域如军工材料行业、核能工业、电子工业、医药农业等。含钼18%的镍基超合金具有熔点高、密度低和热胀系数小等特性，用于制造航空和航天的各种高温部件。二硫化钼是一种重要的润滑剂，用于航天和机械工业部门。金属钼在电子管、晶体管和整流器等电子器件方面得到广泛应用。除此之外，钼是人体和植物所必需的微量元素之一，在农业上用作微量元素化肥，乃至用于医药领域。

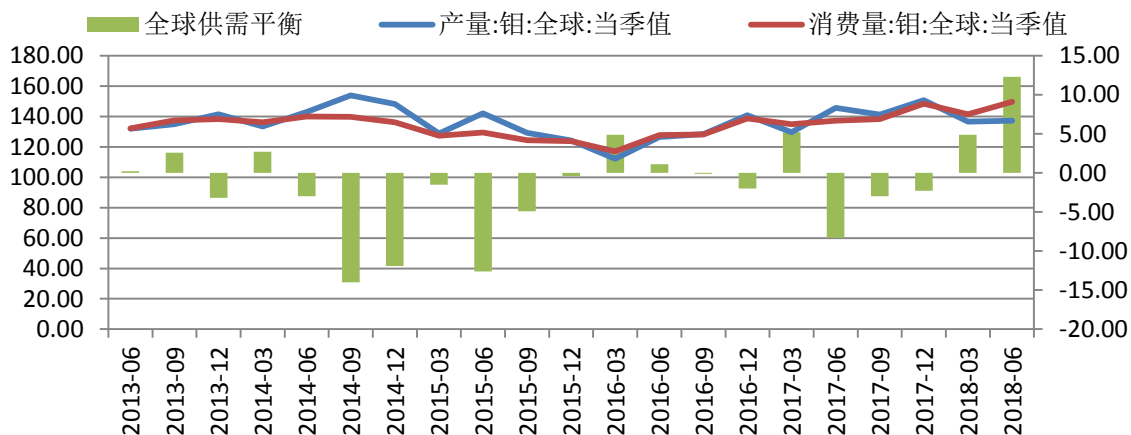
此外新兴应用领域也在不断扩展，例如辉钼具有良好的半导体特性，甚至有望成为石墨烯替代品；另外钼替代锂作为电极材料也是未来的一个应用。这些新兴领域尽管目前产业化尚需时日，但前景看好。

（三）供需转向短缺，钼价趋势上行

总结我们前面的分析：供给端因长周期下行导致部分产能自然出清，叠加矿山品味下降和环保约束，使得2018年产量回落成定局。而未来新增产能有限，叠加集中度提升，利于龙头企业发挥主动调整机制，因此未来供给释放仍将维持低位。而需求侧，一方面钢铁总量提升叠加结构性变化使得国内钼需求有较大保障；另外一方面全球产能逐渐周期性复苏，包括中国产能部分向海外转移，以及特朗普主导下的美国钢铁产业回流，将为钼需求提供可观增量。同时石化行业复苏以及未来新兴应用领域扩大，也将带动钼需求增长。

钼行业供需正逐步出现短缺。根据Wind数据，2018年二季度，全球钼产量1.373亿磅，当季消费量达到1.496亿磅，短缺1230万磅（约5580吨），相比而言一季度短缺490万磅，而2017年全年则是供大于求。而中国2016、2017年则分别短缺720、210万磅，2018年一季度单季短缺140万磅（约635吨）。我们预计2018、2019年短缺格局将有所延续，若海外矿山投产顺利，则至少2020年才可能转向紧平衡。尽管钼价已经历三年长周期上行，但在供需短缺格局改善之前，我们对2019年钼价延续高位仍然非常乐观。短期钼价因下游钢厂环保限产可能略有调整，但不影响供需短缺的大方向。

图表 44：2018 前两个季度全球钼供需转向短缺且幅度逐渐加大



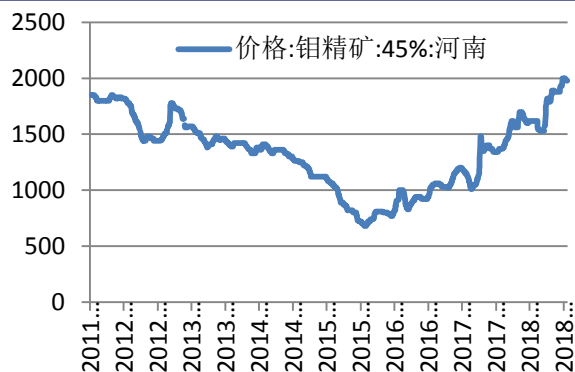
资料来源：IMOA，Wind，太平洋证券研究院整理

图表 45：2018-2019 年中国供需仍然面临短缺

指标名称	2017 年	2018 E	2019 E
产量（百万磅）	200.20	196.20	202.08
%	11.97%	-2.00%	3.00%
消费量（百万磅）	202.30	217.78	235.07
%	8.76%	7.65%	7.94%
其中：合金钢需求（百万磅）	105.20	115.72	127.29
不锈钢需求（百万磅）	44.51	46.73	49.54
铸铁需求（百万磅）	16.18	16.51	16.84
钼化工需求（百万磅）	26.30	28.40	30.68
钼金属需求（百万磅）	10.12	10.42	10.73
供需平衡(消费量-产量,百万磅)	2.10	21.58	32.98

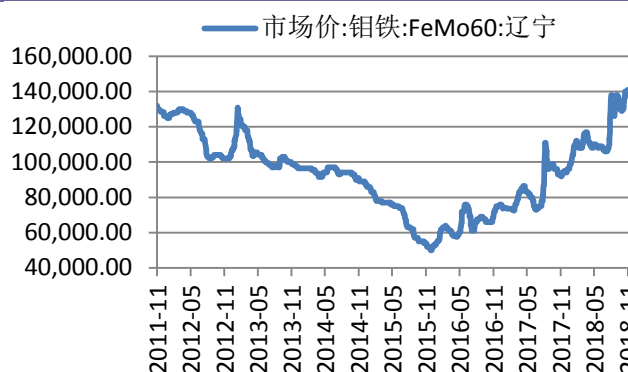
资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

图表 46：钼精矿价格已经历 3 年上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 47：钼铁价格已经历 3 年上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

四、盈利测算及投资建议

（一）盈利预测：2019 年业绩大幅提高

由于公司“自产+自营+贸易”三种业务模式，其中自营业务原先为补充采选冶炼产能不足而开展，在东沟钼矿投产之后，自营业务预计大幅减少。另外公司已经开始主动调整贸易业务，从2018年上半年看，贸易规模下降明显。并且自营及贸易两类两者并不贡献毛利，自营业务仅赚取加工费，贸易业务毛利也相对微薄，甚至基本不盈利。因此我们重点测算其自产业务，即自有钼精矿从采选、冶炼到深加工业务。因公司不对外出售钼精矿，产业链中基本自己自足，因此我们把自产业务中钼炉料、钼化工及钼金属看做一个实现钼金属销售的整体。

从金属产量看，目前金堆城钼矿矿石处理量大概4万吨/日，金钼汝阳约7千吨/日，合计4.7万吨/日。金钼汝阳2万吨项目投产后，形成2.7万吨/日矿石处理量，因此总处理量最终大概约为6.7万吨。不过鉴于投产进度，并且考虑金堆城钼矿三季度收到环保整

改影响，我们预计2018年产量基本持平2017年，2019年则同比增加15%至2.3万吨左右，2020年金钼汝阳达产2万吨/日，因此总产量预计达2.8万吨。

从价格上，认为2018-2019年，市场参考钼精矿均价分别为1704.31元/吨度、1900元/吨度，而2020年可能有部分项目投产，供需进入相对平衡阶段，钼价或维持平稳，假设年均价仍为1900元/吨度，另外考虑钼化工及钼金属深加工带来的产品附加值提高及品牌溢价，给予相对钼精矿价格350、360和3700元/吨度的加工溢价。成本端，考虑人工及环保成本提高，叠加东沟钼矿刚刚投入，固定成本相对较高，因此分别给予2018-2020年完全成本为1500、1550和1600元/吨。

贸易板块，则延续2018年前三季度情况，认为2018年贸易业务收入大幅下滑，随后两年相对稳定，给予3%增长。其他业务同样给予3%增速。

图表 48：2018-2019 年中国供需仍然面临短缺

指标名称	2015 年	2016 E	2017 年	2018 E	2019 E	2020 E
自有业务（炉料+化工+金属）						
金属产量（吨，钼精矿折合）	18,911.25	17,707.05	20,408.40	20,500.00	23,000.00	28,000.00
参考价格（元/吨度，45%钼精矿）	947.83	898.92	1,212.63	1,704.31	1,900.00	1,900.00
产品收入（百万元）	2,360.58	2,315.73	3,160.56	4,190.84	5,175.00	6,328.00
单位售价（元/吨度）	1,248.24	1,307.80	1,548.66	2,044.31	2,250.00	2,260.00
加工溢价（元/吨度）	300.41	408.89	336.02	340.00	350	360
产品成本（百万元）	1,936.08	1,763.11	2,324.82	3,075.00	3,565.00	4,480.00
单位成本（元/吨度）	1,023.77	995.71	1,139.15	1,500.00	1550	1600
毛利率	17.98%	23.86%	26.44%	26.63%	31.11%	29.20%
金属贸易				1.32%	1.32%	1.32%
收入（百万元）	5,745.14	6,841.39	6,783.20	4,463.22	4,597.12	4,735.03
成本（百万元）	5,785.04	6,942.08	6,845.15	4,404.32	4,536.45	4,672.54
其他业务				2.94%	2.94%	2.94%
收入（百万元）	1,447.34	1,007.88	262.28	270.15	278.25	286.60
成本（百万元）	1,418.13	987.95	254.58	262.22	270.08	278.19
总收入	9,553.06	10,165.00	10,206.04	8,924.21	10,050.37	11,349.63
总毛利	413.81	471.86	781.49	1,182.67	1,678.84	1,918.90

资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

我们测算，2018-2020年，公司归母净利润为3.60、7.28、8.55亿元，对应2018年11月22日收盘价，其动态PE分别为54.52倍、26.95倍和22.94倍。这个盈利结果主要基于两个假设：1) 2019年钼价在供需短缺下持续上行，我们梳理全球产能后认为概率较大；2) 2019年公司产量同比增加15%左右，考虑公司金钼汝阳产能释放有序，且公司环保已达高标准，这个产量目标我们认为没有问题。

（二）投资建议：推荐买入，60%空间

公司是国内专营钼产品的唯一上市企业，属于相对稀缺标的，在国内龙头地位明显。对比而言，洛阳钼业、中国中铁、吉翔股份均有非钼产业，估值难以匹配；海外纯钼企业如Thomson Creek Metals早已停产退市，剩余主要钼企均是以铜矿伴生为主，钼销售额占比非常低，与公司没有可比性，因此我们着重考察公司历史估值。从历史市净率看，当前1.51倍远低于历史中值2.52，并接近历史最低水平1.42。若以2.52倍PB为合理估值，则当前股价仍有67%左右空间。从市盈率看，当前PEttm离历史中值约有60%空间，不过尽管处于历史中值以下，但当前66.86的PEttm仍然显得较高。如果考虑2019年业绩可能较大提升，那么按照周期品种特性，高估值点位对应盈利高增长时期，作为买点似乎仍然可以接受。

我们认为公司属于钼行业纯正稀缺标的，当前钼价涨到7年高点，但公司股价并未反映出钼价高涨的预期。我们判断钼行业供需格局良好，钼价2019年仍有望维持高位。按照我们测算，钼精矿年均价每上涨100元/吨度，金钼股份净利润可增厚约2亿元。目前三季度公司业绩没有体现出来，主要因三季度产量受环保整改影响。随着公司环保整改达标，后期产能将不再受限，叠加汝阳东沟钼矿产能陆续投放，公司业绩将出现大幅提高，当前高估值有望迅速消化。我们给予金钼股份“买入”评级，认为向上有60%空间，半年内目标价9.8元/股。

图表 49：金钼股份历史估值区间

指标名称	最高	最低	中值	当前
市盈率	873.29	6.82	104.05	66.86
市净率	24.34	1.42	2.52	1.51

资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

（二）风险提示

预期2020年之前，全球没有大的项目投产，特别是海外伴生矿项目，若海外项目进展提速（我们仍然认为概率较小），则供给端可能面临较大压力；需求侧，中国及海外均有增量，但也面临着海外钢铁产能投放进度不确定性的风险；此外需要特别关注当前国内宏观经济下行压力较大，下游基建及制造业投资若不及预期，对钼钢需求将带来较大压制期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3648	2084	1721	2224	2734	营业收入	10165	10206	8924	10050	11350
应收和预付款项	720	424	845	756	858	营业成本	9693	9425	7742	8372	9431
存货	931	903	839	897	1020	营业税金及附加	173	292	255	287	324
其他流动资产	518	2701	2381	2468	2633	销售费用	50	66	62	70	79
流动资产合计	5817	6112	5787	6345	7245	管理费用	307	298	357	402	454
长期股权投资	848	848	848	848	848	财务费用	-89	4	-50	-54	-82
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	61	105	36	45
固定资产	4534	4304	5304	5972	6307	投资收益	19	60	35	38	44
在建工程	1637	1835	1586	990	774	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	1509	1517	1486	1489	1460	营业利润	57	146	489	975	1143
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	23	-12	20	10	6
其他非流动资产	10057	9810	10393	10493	10612	利润总额	81	134	509	986	1149
资产总计	15874	15922	16179	16839	17857	所得税	13	13	91	146	163
短期借款	265	0	0	0	0	净利润	67	121	418	840	986
应付和预收款项	534	614	701	594	708	少数股东损益	13	14	58	112	130
长期借款	813	1110	993	993	993	归母股东净利润	54	107	360	728	855
其他负债	1267	1192	1191	1247	1295						
负债合计	2878	2916	2884	2833	2995						
股本	3227	3227	3227	3227	3227	预测指标					
资本公积	6753	6753	6753	6753	6753		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	2615	2706	2937	3536	4262	毛利率	4.64%	7.66%	13.25%	16.70%	16.91%
归母公司股东权益	12727	12753	12983	13582	14308	销售净利率	0.53%	1.05%	4.03%	7.24%	7.54%
少数股东权益	269	254	312	423	554	销售收入增长率	6.41%	0.40%	-12.56%	12.62%	12.93%
股东权益合计	12996	13007	13295	14006	14862	EBIT 增长率	84.26%	1754.20%	231.93%	103.30%	14.53%
负债和股东权益	15874	15922	16179	16839	17857	净利润增长率	58.56%	99.03%	235.44%	102.28%	17.50%
						ROE	0.42%	0.84%	2.77%	5.36%	5.98%
						ROA	0.34%	0.67%	2.22%	4.32%	4.79%
						ROIC	-0.08%	1.11%	3.22%	6.67%	7.47%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.02	0.03	0.11	0.23	0.27
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE (X)	382.50	241.00	54.52	26.95	22.94
经营性现金流	-84	391	956	1325	1405	PB (X)	1.94	1.83	1.51	1.44	1.37
投资性现金流	-131	-1624	-1160	-653	-727	PS (X)	2.43	2.29	2.20	1.95	1.73
融资性现金流	239	-173	-159	-169	-169	EV/EBITDA (X)	58.67	34.82	19.58	12.23	10.55
现金增加额	9	-4	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。